

王薇
0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn

2010年4月12日

关注一季度业绩超预期或快速成长的公司

纺织服装业2010年一季度报前瞻分析

消费品

服装、服饰
纺织、奢侈品

服饰：推荐（维持）
纺织：中性（维持）

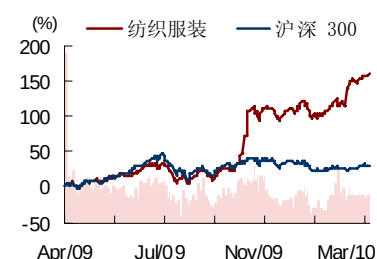
上证指数 3145

行业规模

		占比%
股票家数（只）	65	4.1
总市值（亿元）	3105	1.3
流通市值（亿元）	2058	1.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	19.0	125.2	167.6
相对表现	16.8	118.4	133.4



相关报告

- 1、《服饰品牌研究第一卷：模式为王》2008/02/14
- 2、《服饰品牌研究第二卷：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22
- 3、《服饰品牌研究第三卷：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12
- 4、《服饰品牌研究第三卷下：突围与出局，时尚界由重本质者主宰》2009/6/15
- 5、《寻找隐形冠军-纺织服装生产企业发展专题》2009/10/13
- 6、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6
- 7、《消费旺季效应持续，出口数据超预期—纺织服饰行业近期投资机会反馈》2010/1/12
- 8、《七匹狼—重启股权激励 更添发展信心》2010/03/10
- 9、《罗莱家纺—收入恢复增长态势明显 盈利能力持续提高》2010/3/29
- 10、《富安娜—销售态势喜人 一季度表现抢眼》2010/4/1

二季度由于处于销售淡季，且公司估值基本在较合理的水平，我们认为近期服装纺织行业的投资机会主要围绕一季度业绩超预期或快速成长的公司，4月份服装公司订货会预计总体符合预期，成长性表现好的公司可持续关注。

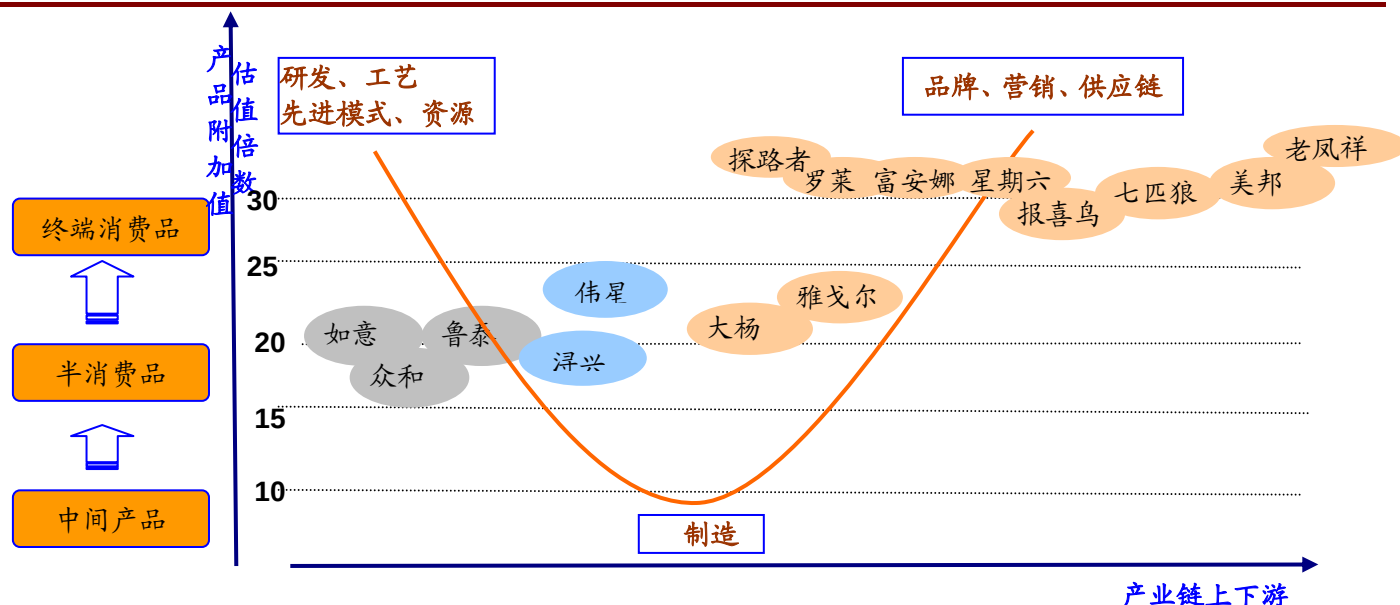
- 一季度收入表现超预期或增长较快的公司包括：富安娜、罗莱家纺、探路者、美邦服饰、星期六、老凤祥和七匹狼。我们认为市场拓展能力在目前国内大部分品牌都以外延扩张为主要增长动力的情况下显得非常重要，收入增长情况将直接的与公司外延扩张的能力匹配。尤其在需求逐步复苏的背景下，公司的收入状况是我们判断一个公司运营情况的很重要指标。
 - 增幅在 30%左右或者以上的公司：富安娜、罗莱家纺、探路者、美邦服饰、星期六、老凤祥。家纺两公司在需求恢复、有效拓展、上市红利等因素支撑下，规模扩张有好的表现；探路者继续受益于行业高速增长；美邦在努力改进加盟市场运营的情况下，收入增速表现不错；星期六在 09 年有效整合门店质量的努力下，收入趋势也出现了较好的表现。
 - 增幅在 10%以上至 20%左右的公司：七匹狼、报喜鸟。虽然七匹狼 10 年春夏订货会的增幅较低，但伴随终端需求的恢复，公司在实际运营中的效果有超预期的表现；报喜鸟终端销售维持稳定增长的趋势。
 - 增幅较稳定的公司：伟星股份、大杨创世、鲁泰。
- 一季度净利润表现超预期或增长较快的公司包括：富安娜、罗莱家纺、探路者、老凤祥。除了外延扩张能力，保证稳定或者有所提升的毛利率水平，以及维持健康的费用状况是影响公司利润的重要方面。
 - 增幅 30%左右或者以上的公司：富安娜、罗莱家纺、老凤祥。家纺公司由于持续较好的毛利率状况而保证了净利率的良好增长；老凤祥自 09 年表现出毛利率的改善。
 - 增幅在 10%以上至 20%以上的公司：星期六、七匹狼、探路者、报喜鸟。星期六所得税率将从一季度开始由 12.5%提高到 25%，从而拉低了净利增速；七匹狼在渠道整合的时期，毛利率可维持改进的表现；探路者由于开拓期费用增加比收入快，导致净利润增速低于收入增速。
 - 增幅稳定的公司：伟星股份、大杨创世、鲁泰。
 - 增幅为负的公司：美邦服饰。为改变去年的加盟状况以及节假日折扣较大带来毛利率超预期的下降，费用率仍维持在高位。

投资建议：结合收入与净利润状况、以及估值水平，我们近期重点推荐七匹狼、富安娜和罗莱家纺，这三公司一季度的综合表现最为理想；美邦待一季度业绩利空有效释放后，可随股权激励进展与二季度净利润改善状况而关注；报喜鸟有一定估值优势，但需要观察其未来运营预期何时明朗；星期六在销售趋势稳定以及估值消化的背景下，下半年可更关注；伟星股份伴随三季度旺季来临，也可在下半年重点关注。4月份是服装公司订货会出数据的时段，预计基本符合预期或有略超预期的表现，而成长性表现好的公司可持续关注。

表 1：重点公司盈利预测表

公司名称	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	评级
美邦服饰	22.5	0.60	0.83	1.14	37.6	27.1	强烈推荐-A
七匹狼	27.2	0.68	0.89	1.10	40.0	30.6	审慎推荐-A
报喜鸟	22.6	0.66	0.84	1.05	34.3	27.0	审慎推荐-B
探路者	56.72	0.66	0.86	1.12	85.9	66.1	-
大杨创世	18.4	0.67	0.55	0.69	27.5	33.5	审慎推荐-B
鲁泰 A	11.4	0.57	0.67	0.75	20.0	16.9	审慎推荐-B
伟星股份	22.4	0.85	1.03	1.27	26.4	21.8	强烈推荐-A
星期六	24.5	0.53	0.61	0.81	46.3	40.2	审慎推荐-A
老凤祥	39.3	0.47	0.75	1.01	83.5	52.3	强烈推荐-A
富安娜	40.5	0.83	1.12	1.52	48.8	36.2	审慎推荐-A
罗莱家纺	45.8	1.08	1.46	1.94	42.4	31.4	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

图 1：V式估值法（根据10年EPS）


资料来源：招商证券

图 2: 纺织服装行业历史PEBand

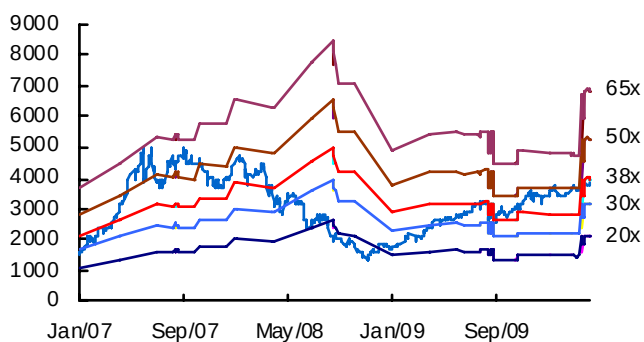
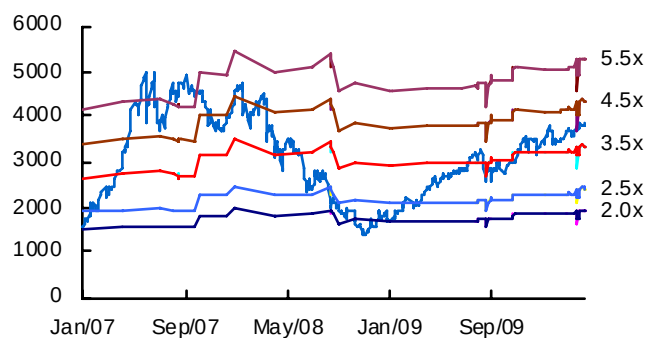


图 3: 纺织服装行业历史PBBand



说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

参考报告:

1、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告—模式为王：服饰品牌研究第一卷》 2008/02/14:

对服饰行业研究引入“模式为王”的逻辑理论，创新性提出品牌竞争五阶段论，结合服装不同领域的模式特点与品牌所处阶段综合判断公司价值，并以此提出我国在中低档男休闲装领域和高档男正装领域适合的两大模式。

2、《服饰品牌研究第一卷系列之渠道模式探讨—通胀助推品牌服饰 渠道模式各竞风流》 2008/5/7:

在 08 年年度策略报告中提出的品牌竞争阶段论和所处领域模式的分析基础上，提出了品牌评价系统的初步模型，以进一步完善我们的品牌逻辑分析框架。并在此文中对品牌评价系统中的渠道模式进行了详细分析，结合国内品牌公司进行阐述。

3、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

4、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

5、《纺织服饰行业 09 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷下）：突围与出局：时尚界由重本质者主宰》2009/6/15:

经营模式对公司的利润有着关键影响。此文建立了时尚产业图谱的财务量化版，结合国际案例，证明企业运营一定要贴合产品本质选取经营模式。据此对国内品牌公司做出从模式-财务指标质量的分析，并结合发展弹性框架把握投资机会。

6、《寻找隐形冠军-纺织服装生产企业发展专题》2009/10/13

首次在业内提出以隐形冠军的思路分析纺织服装生产企业，并由此深刻的揭示出国内企业升级的路径：学习隐形企业的素质，加强在中高档领域的地位，有序布局产能。

7、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

8、《七匹狼—重启股权激励 更添发展信心》2010/03/10

9、《罗莱家纺—收入恢复增长态势明显 盈利能力持续提高》2010/3/29

10、《富安娜—销售态势喜人 一季度表现抢眼》2010/4/1

分析师简介

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，4 年证券研究经验，3 年服饰纺织行业研究经验。2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的时尚产业图谱与品牌竞争阶段图谱。并结合对国际服饰行业与优秀公司的实证研究，提升出图谱的财务量化版，完善了产品-模式-财务指标-投资策略的研究。同时根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析品牌企业的价值。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。