

纺织服装行业四季度投资策略

消费旺季关注有基本面支撑的优秀企业

李燕华 纺织服装 研究员
电话: 020-87555888-636
eMail: lyh9@gf.com.cn

行业效益回升明显，中期盈利能力显著上升

今年前8个月行业利好行业效益提升的主要因素没有改变，整体收入和利润总额增长较快，纺织业营业收入和利润总额分别同比增长26.83%和53.6%；同期服装行业分别同比增长22.35%和30.92%。

受益于国内经济复苏，中期纺织服装行业整体盈利能力显著上升，27家样本公司营业收入和净利润分别同比增长36.88%和27.84%，毛利率平均提升了3.53个百分点。其中品牌零售类中家纺行业净利润同比增长45%居首；生产制造类中纺织业净利润同比增长66%居首。

出口增速将放缓，生产制造型企业难以乐观

目前面临出口增速放缓、人民币升值压力、原材料价格上涨和劳动力成本上升等不利因素，预计四季度生产制造型企业利润率和盈利增速将会下滑，整体上投资机会较小，维持该子行业“持有”评级。

少数具有规模和品牌效应的优势生产制造企业具有一定的成本转移能力。我们建议关注市场开拓进取、成长性较高及估值有优势的优秀企业，包括伟星股份、华孚色纺和联发股份。

国内零售增长趋势明确，具有品牌与渠道优势的企业将继续保持高增长

今年前8个月国内社会消费品零售总额同比增长18.2%，其中限额以上纺织服装类零售总额同比增长23.7%，纺织服装行业增长弹性较大。随着温和的通货膨胀显现和国内居民收入水平、购买力和消费意愿将不断提高，预计服装类零售总额将继续保持20%左右高增长。

目前我国的大部分纺织服装零售型企业处于渠道与品牌共同强化阶段，品牌提高渠道谈判能力，渠道扩张提高市场占有率和品牌知名度，我们认为具有品牌与渠道优势的企业将继续保持高增长。

投资建议与风险提示

四季度是纺织服装类消费旺季，行业四季度零售增速有望达25%。子行业推荐关注家纺、品牌服装、户外用品和女鞋，具体推荐关注基本面有支撑、盈利能力和收入弹性较高的公司，建议关注罗莱家纺、富安娜、七匹狼、报喜鸟、梦洁家纺、美邦服饰、探路者和星期六。主要风险为国内经济减速，原材料价格暴涨暴跌，人民币升值带来汇率风险。

行业评级

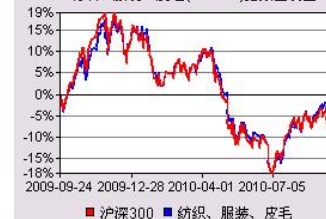
买入

前次评级

无评级

行业走势

纺织、服装、皮毛(010301)指数走势图



市场表现	1个月	3个月	12个月
行业指数	0.07%	5.37%	-5.50%
沪深300	-1.87%	3.63%	-7.25%

目录索引

一、行业运行回顾与中报综述.....	4
(一) 行业效益增长恢复明显, 增速将趋下滑	4
(二) 原材料价格上升迅速、侵蚀行业利润	5
(三) 中报业绩综述	6
二、生产制造型面临压力	9
(一) 出口增速将放缓	9
(二) 人民币升值压力较大	11
三、品牌零售型企业未来发展潜力巨大	12
(一) 国内市场零售增长趋势明确	12
(二) 品牌与渠道价值带来高增长	13
四、投资策略	15
(一) 四季度投资策略	15
(二) 重点公司跟踪与点评	16
罗莱家纺:	16
富安娜:	17
七匹狼:	18
报喜鸟:	18

图表索引

图 1: 纺织行业运行效益恢复明显	4
图 2: 服装类行业运行效益逐步回升	4
图 3: 纺织行业月度运行效益	4
图 4: 服装类行业月度运行效益	4
图 5: 10 年以来 328 级棉花价格指数走势	5
图 6: 10 年以来美国 Cotlook 指数走势	5
图 7: 10 年以来国内涤纶短纤均价走势	5
图 8: 10 年以来国内粘胶短纤均价走势	5
图 9: 纺织服装与全国出口月度累计出口增速	10
图 10: 纺织服装月度累计出口增速	10
图 11: 纺织服装与全国出口月度累计出口增速	10
图 12: 美国服装零售每月同比增长情况	11
图 13: 美国零售商库存销售比率	11
图 14: 欧盟 27 国服装零售贸易指数 (销售额)	11
图 15: 欧盟 27 国服装零售贸易指数 (销售量)	11
图 16: 美元和欧元兑人民币汇率变化	12

图 17: 纺织服装类零售总额增长弹性较高	12
图 18: 社会消费品及纺织服装类当月零售增长	12
图 19: 全国 200 家重点百货商场零售累计增长	13
图 20: 全国 200 家重点百货商场零售当月增长	13
图 21: 纺织服装行业景气指数	13
图 22: 近三年消费者信心指数	13
图 23: 10 年中期品牌服装与女鞋渠道数量	14
图 24: 家纺行业渠道数量预计增速为 20%	14
表 1: 纺织服装类样本上市公司 2010 年中报盈利水平比较	6
表 2: 纺织服装各子行业盈利比较	8
表 3: 纺织服装各子行业盈利能力对比	9
表 4: 渠道扩张与收入增速变化一致	14
表 5: 品牌零售型公司盈利指标	15
表 6: 重点跟踪公司一览	16

一、行业运行回顾与中报综述

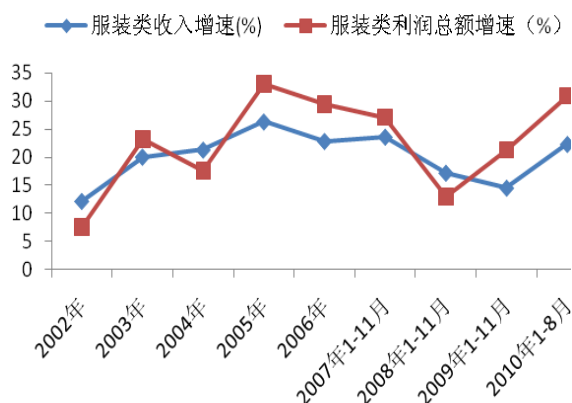
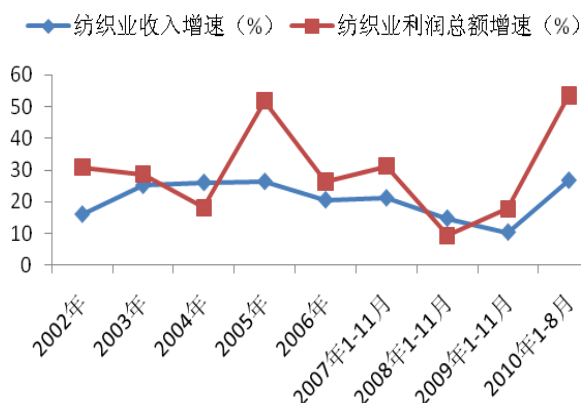
(一) 行业效益增长恢复明显，增速将趋下滑

根据国家统计局数据，2010 年 2-8 月纺织行业实现营业收入 17167 亿元，同比增长 26.83%，利润总额 764 亿元，同比增长 53.6%；利润增长幅度仍然大幅超过收入增速，增幅较上半年有所下降。同期服装行业实现营业收入 7433 亿元，同比增长 22.35%，利润总额 345 亿元，同比增长 30.92%。

纺织行业收入增速于 2009 年 2 月份降入低谷之后进入复苏通道，逐步缓慢回升，今年前 8 个月行业整体效益增长恢复明显，主要原因是影响行业效益的主要因素利好行业发展：（1）国内宏观经济复苏明显，纺织服装零售增长快速；（2）海外经济复苏和补库存需要，出口快速复苏；（3）前期的经济危机使得一些中小企业倒闭，行业进一步整合，提高大型企业的市场占有率。（4）虽然原材料涨价明显，但在市场复苏期成本向下游传导较容易，同时金融危机时原材料成本较低，大部分纺织企业原材料储备较多，而产品价格涨幅比原材料更快，使得利润增幅较收入更高。

图 1：纺织行业运行效益恢复明显

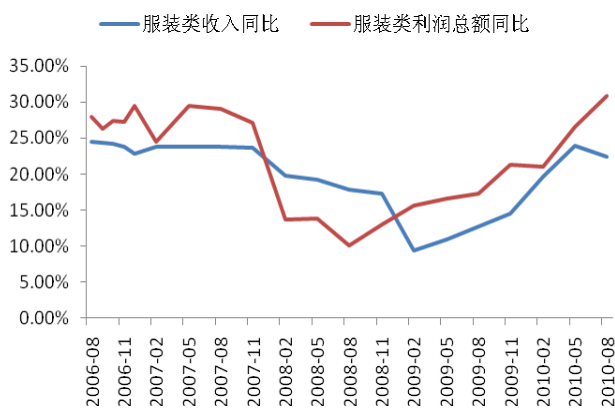
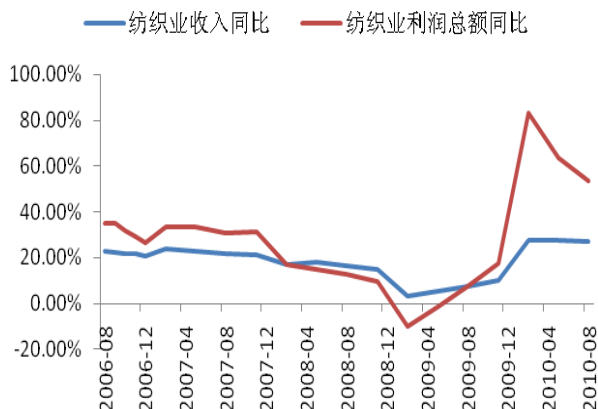
图 2：服装类行业运行效益逐步回升



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 3：纺织行业月度运行效益

图 4：服装类行业月度运行效益



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

虽然今年前8个月纺织服装行业增速较高,但随着原材料价格不断创新高、人民币升值压力、国外经济复苏缓慢和劳动力成本逐步上涨,我们认为四季度行业利润增速将下滑,预计今年利润增速与收入增速相当。

(二) 原材料价格上升迅速、侵蚀行业利润

9月份后棉花等原材料价格飙升,预计今年维持高位运行

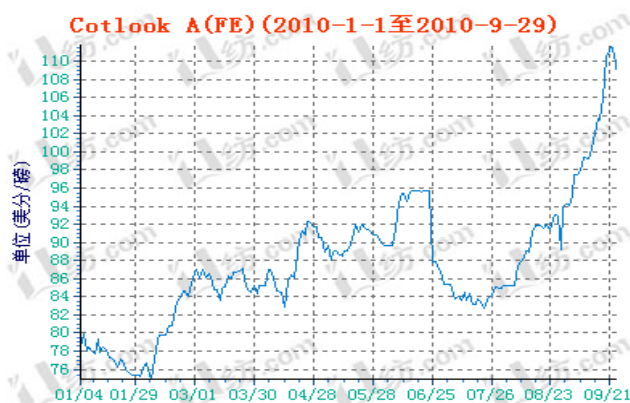
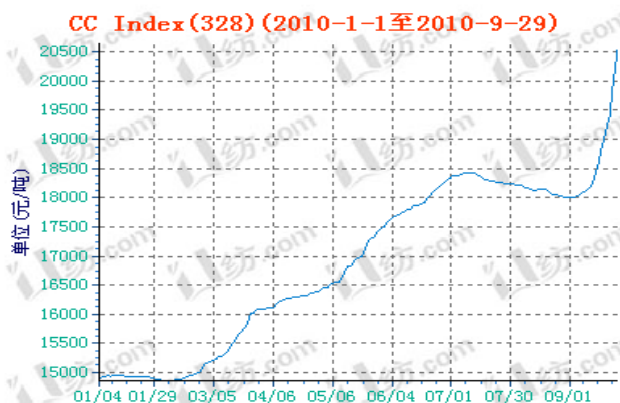
棉花价格从2008年底开始微幅反弹,09年4月份开始加速上涨,2009年底国内328级棉现货价格高达14913元/吨,10年开始到7月涨势一直,9月份开始又一波大涨,截止9月26日,328级棉花价格已高达21611元/吨,中国棉花价格指数(CC Index328)为20644元/吨,创历史新高,比去年同期和09年底分别上涨58%和38%。

此外,美国棉价也大幅上涨,目前Cotlook远东指数平均价格为108.5美分/磅。棉花价格大幅上涨将推动替代品粘胶和涤纶的价格。

2009年底粘胶短纤和涤纶短纤的价格分别为18850元/吨和9600元/吨,较年初分别上涨62.5%和33.33%,目前粘胶短纤和涤纶短纤的最新价格分别为20400元/吨和11850元/吨,进一步创今年新高。棉花价格持续上涨的主要原因是供需不平衡,未来棉花供给难以乐观,预计今年棉花等原材料价格将保持高位运行。

图 5: 10 年以来 328 级棉花价格指数走势

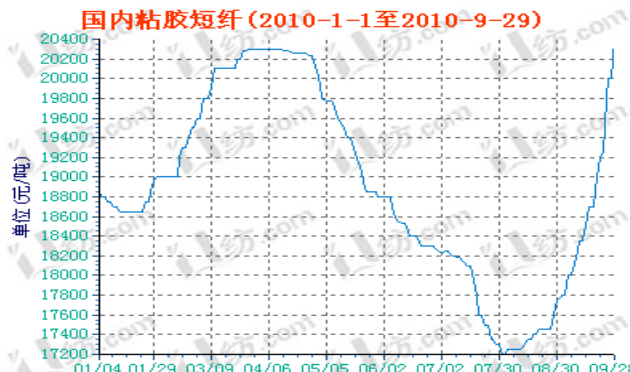
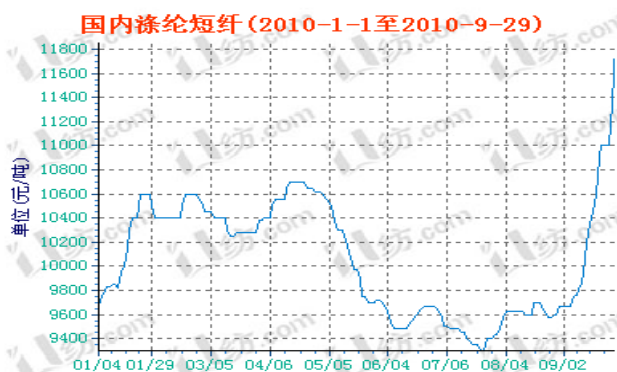
图 6: 10 年以来美国 Cotlook 指数走势



数据来源: 第一纺织网、广发证券发展研究中心

图 7: 10 年以来国内涤纶短纤均价走势

图 8: 10 年以来国内粘胶短纤均价走势



数据来源: 第一纺织网、广发证券发展研究中心

(三) 中报业绩综述

行业整体盈利能力恢复较好

根据主业经营范畴等因素,我们选取28家纺织服装类上市公司作为样本。2010 年上半年我们统计28家纺织服装类公司共实现营业收入337.87亿元,同比增长27.40%;实现毛利84.14亿元,同比增长48.25%;实现净利润27.87亿元,同比下降了11.79%。扣除雅戈尔,27家纺织服装类公司营业收入、营业利润和净利润分别同比增长36.88%、40.40%和27.84%。行业整体盈利能力恢复较好。

期间各家公司经营水平和经营策略的不同,毛利率,净利率和期间费用率变动情况各有不同,整体上毛利率平均增加了3.53个百分点,净利率增加了0.82个百分点,期间费用率增加了1.4个百分点。

表 1: 纺织服装类样本上市公司 2010 年中报盈利水平比较

		营业收入			营业利润			净利润		
		2009H1	2010H1	增速	2009H1	2010H1	增速	2009H1	2010H1	增速
纺织类	山东如意	220.27	259.66	17.88%	22.99	24.60	7.01%	18.88	24.43	29.40%
	鲁泰 A	1842.37	2246.85	21.95%	294.44	443.57	50.65%	267.35	392.53	46.82%
	华润锦华	421.14	555.80	31.98%	16.32	49.97	206.11%	11.87	43.84	269.20%
	华茂股份	685.96	923.19	34.58%	28.67	55.72	94.40%	28.65	63.69	122.28%
	华孚色纺	1589.34	2289.22	44.04%	112.95	180.63	59.92%	84.53	162.51	92.27%
	新野纺织	805.32	1063.24	32.03%	3.01	29.33	875.21%	12.42	37.41	201.30%
	联发股份	659.88	938.89	42.28%	85.87	108.53	26.40%	68.85	86.47	25.58%
	新民科技	581.25	804.19	38.35%	35.93	70.93	97.40%	35.53	58.32	64.14%
	嘉欣丝绸	681.49	803.59	17.92%	43.43	50.73	16.80%	34.99	41.95	19.88%
	中银绒业	232.82	540.27	132.06%	2.41	20.06	732.31%	5.32	33.46	529.20%
印染	众和股份	411.14	518.18	26.04%	29.50	48.80	65.42%	28.55	45.22	58.37%
	航民股份	848.85	1066.53	25.64%	95.92	149.00	55.34%	76.55	119.19	55.71%
服装及辅料生产	伟星股份	558.96	783.52	40.17%	70.99	125.25	76.43%	56.66	99.40	75.44%
	宜科科技	115.80	149.75	29.32%	1.82	8.48	365.24%	5.01	8.06	61.02%
	浔兴股份	329.41	456.06	38.45%	16.99	30.20	77.75%	15.31	24.12	57.54%
	浪莎股份	82.04	101.99	24.32%	16.57	11.52	-30.45%	13.99	9.89	-29.29%
	大杨创世	376.35	431.79	14.73%	64.88	91.07	40.37%	49.56	65.61	32.38%
	际华集团	5571.44	8248.28	48.05%	267.24	345.98	29.47%	244.96	285.21	16.43%
综合	雅戈尔	5746.82	5351.86	-6.87%	1731.92	741.88	-57.16%	1524.76	697.01	-54.29%
品牌服装	报喜鸟	391.92	468.06	19.43%	47.59	63.58	33.61%	39.49	56.14	42.16%
	七匹狼	879.71	973.60	10.67%	120.36	169.33	40.68%	99.72	125.16	25.51%
	美邦服饰	1822.37	2541.94	39.49%	148.39	62.53	-57.86%	230.81	40.34	-82.52%
	凯撒股份	134.93	150.90	11.84%	30.26	38.77	28.12%	27.18	30.87	13.56%
女鞋	星期六	426.37	503.25	18.03%	62.37	71.77	15.07%	53.52	57.01	6.53%
户外	探路者	114.81	154.01	34.15%	24.10	27.61	14.55%	18.85	25.26	34.01%
家纺	罗莱家纺	407.57	661.83	62.38%	62.30	104.03	66.97%	51.05	77.43	51.68%
	富安娜	323.16	453.22	40.25%	41.43	61.46	48.37%	33.71	47.79	41.77%
	梦洁家纺	259.03	347.42	34.12%	18.03	34.31	90.35%	21.42	28.58	33.48%

		毛利率			净利率			期间费用率		
		2009H1	2010H1	增减	2009H1	2010H1	增减	2009H1	2010H1	增减
纺织类	山东如意	29.58%	27.66%	-1.92%	8.57%	9.41%	0.84%	17.62%	17.06%	-0.56%
	鲁泰 A	28.22%	33.80%	5.58%	14.51%	17.47%	2.96%	12.19%	14.03%	1.84%
	华润锦华	11.59%	15.47%	3.88%	2.82%	7.89%	5.07%	7.61%	6.37%	-1.24%
	华茂股份	6.33%	12.76%	6.43%	4.18%	6.90%	2.72%	9.21%	9.14%	-0.07%
	华孚色纺	17.15%	18.80%	1.66%	5.32%	7.10%	1.78%	10.39%	10.07%	-0.32%
	新野纺织	9.12%	11.00%	1.88%	1.54%	3.52%	1.98%	8.50%	7.69%	-0.81%
	联发股份	22.66%	20.92%	-1.74%	10.43%	9.21%	-1.22%	9.10%	8.79%	-0.31%
	新民科技	12.77%	16.05%	3.28%	6.11%	7.25%	1.14%	6.75%	7.12%	0.36%
	嘉欣丝绸	19.97%	19.25%	-0.72%	5.13%	5.22%	0.09%	12.85%	12.29%	-0.56%
	中银绒业	19.96%	23.86%	3.89%	2.28%	6.19%	3.91%	18.28%	17.50%	-0.78%
印染	众和股份	22.33%	23.13%	0.80%	6.94%	8.73%	1.78%	14.95%	12.76%	-2.19%
	航民股份	16.59%	19.39%	2.79%	9.02%	11.18%	2.16%	4.77%	4.98%	0.21%
服装及辅料生产	伟星股份	34.04%	35.99%	1.96%	10.14%	12.69%	2.55%	20.19%	17.98%	-2.21%
	宜科科技	15.12%	12.91%	-2.21%	4.32%	5.38%	1.06%	13.79%	12.18%	-1.61%
	浔兴股份	25.23%	24.39%	-0.84%	4.65%	5.29%	0.64%	19.58%	16.99%	-2.59%
	浪莎股份	28.83%	21.59%	-7.24%	17.05%	9.70%	-7.35%	6.98%	9.82%	2.83%
	大杨创世	27.29%	33.27%	5.97%	13.17%	15.20%	2.03%	10.54%	12.66%	2.12%
	际华集团	0.00%	10.01%	10.01%	0.00%	3.46%	3.46%	0.00%	5.80%	5.80%
综合品牌	雅戈尔	34.44%	31.98%	-2.46%	26.53%	13.02%	-13.51%	18.98%	20.46%	1.48%
服装	报喜鸟	49.28%	48.99%	-0.29%	10.08%	12.00%	1.92%	36.57%	33.34%	-3.23%
	七匹狼	38.37%	41.32%	2.95%	11.34%	12.86%	1.52%	23.35%	20.57%	-2.78%
	美邦服饰	45.52%	42.76%	-2.77%	12.67%	1.59%	-11.08%	36.83%	39.73%	2.90%
	凯撒股份	0.00%	53.66%	53.66%	0.00%	20.46%	20.46%	0.00%	27.59%	27.59%
女鞋	星期六	45.22%	49.27%	4.05%	12.55%	11.33%	-1.22%	29.31%	33.66%	4.35%
户外	探路者	45.52%	48.08%	2.55%	16.42%	16.40%	-0.02%	23.77%	29.64%	5.86%
家纺	罗莱家纺	39.78%	39.31%	-0.47%	12.53%	11.70%	-0.83%	24.06%	22.98%	-1.08%
	富安娜	42.92%	46.41%	3.49%	10.43%	10.54%	0.11%	29.98%	32.41%	2.43%
	梦洁家纺	33.67%	38.39%	4.71%	8.27%	8.23%	-0.04%	25.56%	27.20%	1.64%

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心（净利润为少数股东权益的合并数据）

子行业盈利水平各有千秋：纺织、家纺表现抢眼

分子行业看，今年上半年整体上生产制造类公司表现很好，其中纺织类公司受益于棉花等原材料和纱线价格大幅涨上涨，企业原材储备一般较多，成本较低，毛利率和净利率均得到提升，因此今年上半年业绩成长性最好的是纺织类公司，净利润同比增长66%。

受益于国内经济复苏，品牌零售型公司今年上半年整体上增速有所提升，但细分行业表现各有千秋。其中家纺受益于消费升级和行业高速发展，今年上半年实现持续高增长，行业净利润同比增长45%。品牌服装中美邦由于经营策略原因业绩同比下滑83%，因而整体同比下滑36%。雅戈尔由于房地产和金融投资业务影响，业绩同比下滑54%。

在8个细分子行业中，收入增长前三名分别为：家纺、服装辅料生产和纺织。营业利润增长前三名分别是：家纺、纺织和印染，净利润增长前三名分别为：纺织、印染和家纺。

表 2：纺织服装各子行业盈利比较

	营业收入(亿元)			营业利润(亿元)			净利润(亿元)		
	10H1	09H1	同比增长	10H1	09H1	同比增长	10H1	09H1	同比增长
品牌零售									
家纺	14.62	9.90	47.76%	2.00	1.22	64.10%	1.54	1.06	44.86%
品牌服装	41.34	32.29	28.05%	3.34	3.47	-3.58%	2.53	3.97	-36.43%
女鞋	5.03	4.26	18.03%	0.72	0.62	15.07%	0.57	0.54	6.53%
户外	1.54	1.15	34.15%	0.28	0.24	14.55%	0.25	0.19	34.01%
综合类	53.52	57.47	-6.87%	7.42	17.32	-57.16%	6.97	15.25	-54.29%
生产制造									
服装辅料	101.71	70.34	44.60%	6.13	4.38	39.69%	4.92	3.85	27.71%
纺织	104.25	77.20	35.04%	10.34	6.46	60.07%	9.45	5.68	66.19%
印染	15.85	12.60	25.77%	1.98	1.25	57.71%	1.64	1.05	56.43%
合计	337.87	265.20	27.40%	32.20	34.97	-7.92%	27.87	31.59	-11.79%

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心（净利润为少数股东权益的合并数据）

今年上半年棉纱价格涨势迅猛，市场需求急剧增加，市场复苏期提交较为容易和企业低价原材料储备较多，使传统纺织和印染行业综合毛利率和净利率均同比上升了约2个百分点，服装及辅料制造行业由于产品提价较难，转移成本能力较弱导致毛利率和净利润均有所下降，未来也较难有提升。

整体上生产制造子行业盈利能力增强，总资产收益率、投入资本回报率和净资产收益率平均分别提高1.05、1.2和1.06个百分点左右。未来随着原材料高位运行及劳动力成本不断上升，纺织、印染行业目前较高的盈利增长和利润率水平难以持续。

品牌零售型子行业如：家纺、品牌服装、女鞋和户外用品受益于经济复苏和产品提价，但生产成本和劳动力成本也上升明显，因此毛利率水平层次不齐，其中品牌服装大体持平，女鞋、家纺分别上升了4.05和2.58个百分点。品牌零售型企业面向最终消费者，具有品牌议价能力，生产成本占比较低，成本转移能力较强，未来能保持较高毛利率和净利率水平。品牌服装、女鞋、家纺和户外由于大部分公司都是去年下半年新上市，因此资产收益率均大幅下降。

传统纺织印染行业和较为成熟的品牌服装行业期间费用率明显下降，新上市的家纺、女鞋和户外用品均处于快速发展阶段，大力开拓市场，因此期间费用上升明显。

表 3: 纺织服装各子行业盈利能力对比

	ROA		ROIC		ROE	
	09H1	10H1	09H1	10H1	09H1	10H1
纺织类	2.58	3.28	2.81	3.70	5.03	6.21
印染	3.30	4.36	3.80	5.05	5.48	6.17
服装辅料制造	3.14	3.40	3.71	3.97	4.09	4.90
综合类	4.61	1.66	6.55	2.19	11.83	5.02
品牌服装	4.67	3.16	5.79	4.11	7.41	4.51
女鞋	7.02	3.19	8.15	3.30	14.02	4.02
家纺	7.34	3.85	10.19	4.53	14.57	4.36
户外	11.62	4.84	16.44	5.46	17.12	5.39
	净利率		毛利率		期间费用率	
	09H1	10H1	09H1	10H1	09H1	10H1
纺织类	6.09	8.02	17.73	19.95	11.25	11.01
印染	7.98	9.95	19.46	21.26	9.86	8.87
服装辅料制造	9.87	9.65	26.10	25.63	14.22	13.92
综合类	26.53	13.02	34.44	31.98	18.98	20.46
品牌服装	11.36	8.81	44.39	44.36	32.25	31.21
女鞋	12.55	11.33	45.22	49.27	29.31	33.66
家纺	10.41	10.16	38.79	41.37	26.53	27.53
户外	16.42	16.40	45.52	48.08	23.77	29.64

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

二、生产制造型面临压力

虽然我国传统纺织服装制造业世界竞争力第一,但目前面临出口增速放缓、人民币升值压力、原材料价格上涨和劳动力成本上升等不利因素,预计四季度收入会持续增长,但利润率和利润增速将会下滑,整体上,我们认为传统纺织服装制造业投资机会较小,维持该子行业“持有”评级。

纺织服装行业竞争激励,企业众多,少数优势企业通过市场开拓、技术创新、加强管理等方式获得高成长性和高利润率。短期原材料价格上涨等负面因素将带来一定的冲击,但中长期来说,随着亏损企业的退出,有利于这些优势企业的市场份额的提升。我们建议关注市场开拓进取、成长性较高及估值较有优势的公司,包括伟星股份、华孚色纺和联发股份。

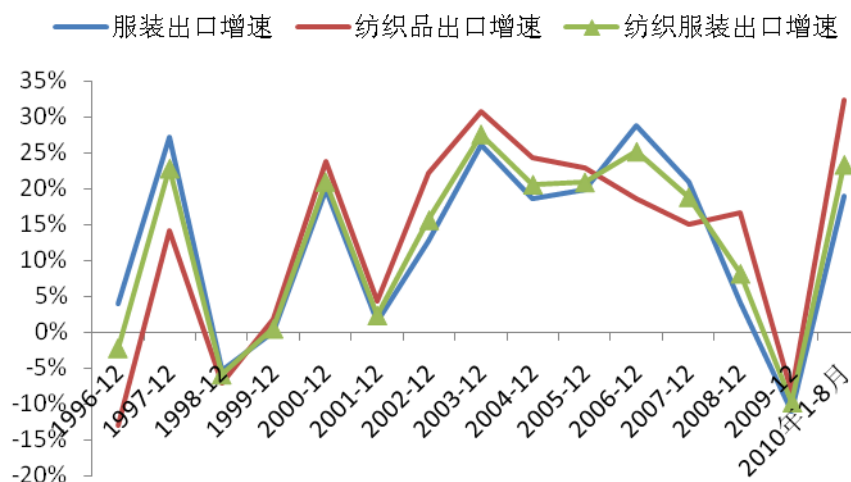
(一) 出口增速将放缓

我们维持中期策略的观点: 认为下半年纺织服装出口将持续增长态势,但比上半年要缓和,整体增长趋势不变,全年增长预计在 10%-15%。

我国是纺织服装出口大国,中国纺织品服装出口占全球贸易额的比重已接近 40%,自 2006 年以来出口增速逐步下滑。

经济危机对我国出口影响较大,2009 年我国出口整体降幅达 16.02%,纺织服装全年累计出口 1670.24 亿美元,同比下降了 9.8%,其中纺织品出口 599.73 亿美元,服装出口 1070.61 亿美元,分别同比下降了 8.26% 和 10.63%。

图 9：纺织服装与全国出口月度累计出口增速



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

2010 年 1 月-8 月，我国纺织服装完成出口额累计 1298.04 亿美元，同比上升了 23.39%。其中纺织品出口恢复情况好于服装出口，纺织类出口累计 495.15 亿美元，同比上升了 32.3%；服装出口累计 802.89 亿美元，同比上升了 19%。

今年出口形势上半年持续好转主要由于纺织服装产品刚性需求和补库存及去年出口数据基数较低。

图 10：纺织服装月度累计出口增速

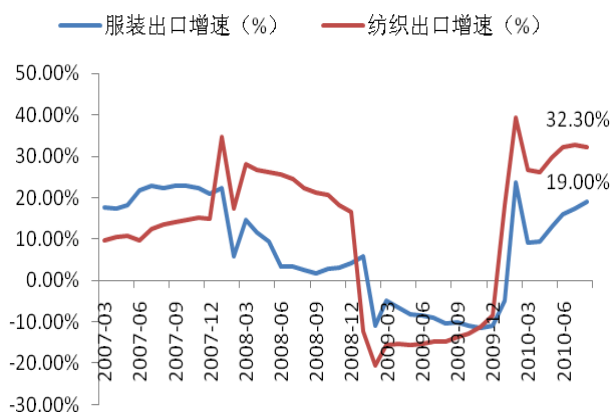
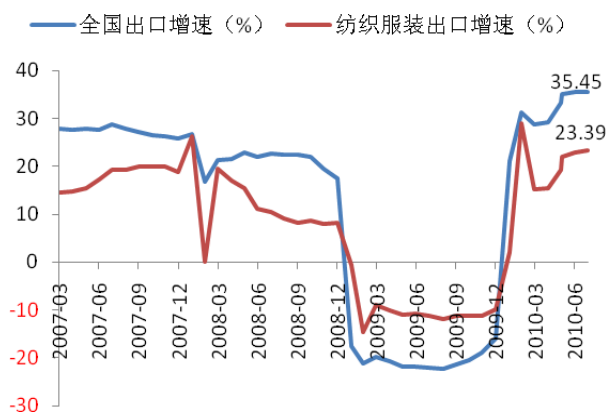


图 11：纺织服装与全国出口月度累计出口增速



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

我国纺织服装产品主要出口国是美国和欧盟，今年初有个急剧增长，主要由于经济危机期间去库存严重，短期订单需求激增。

我国对美国和欧盟的出口增长情况与出口国服装类零售增速高度相关，从美国和欧盟国内服装零售情况可以判断我国纺织服装出口趋势。

美国服装零售增长指标从 09 年以来迅速回升，今年 4 月份后增速开

始放缓，美国零售库存销售比仍处低位，短期订单较多，零售商仍较为谨慎；欧盟受债务危机影响，零售销售指数和零售销售额均保持平稳，仍在低位徘徊。因此，海外需求趋势还没开始真正恢复，我们判断我国纺织服装出口增速在四季度将放缓。

图 12: 美国服装零售额当月同比

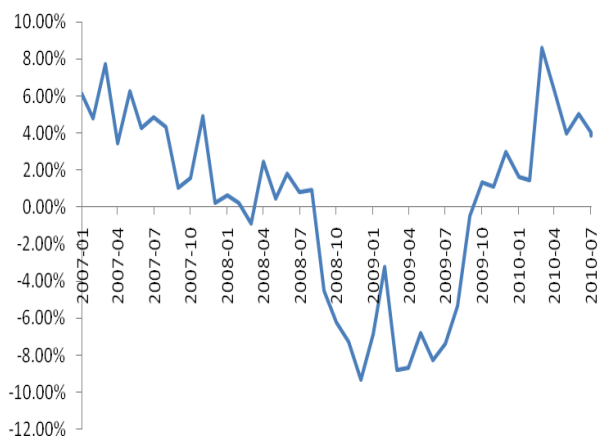
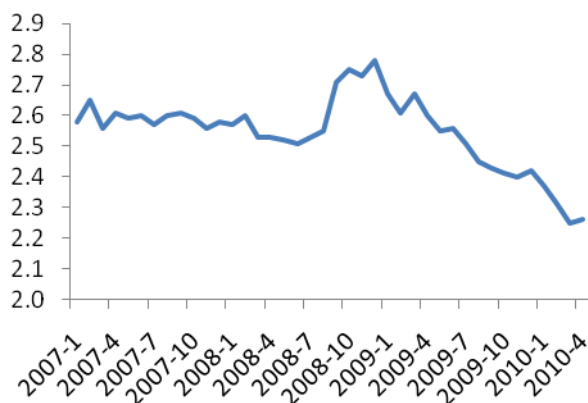


图 13: 美国零售商库存销售比



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

图 14: 欧盟 27 国零售销售指数

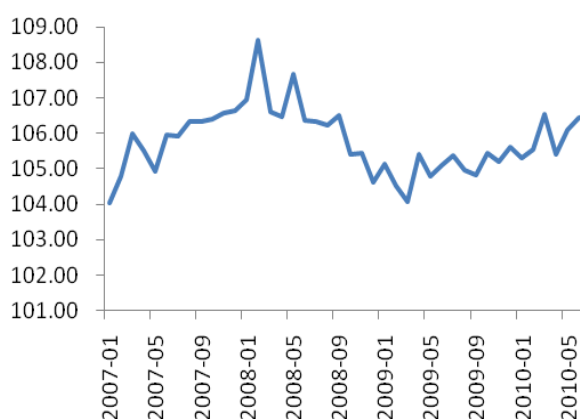
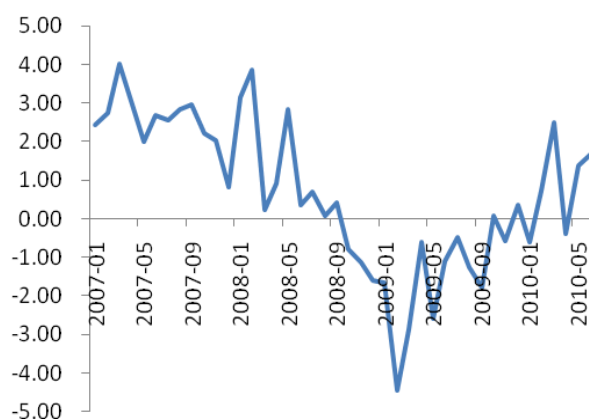


图 15: 欧盟 27 国零售销售额当月同比 (%)



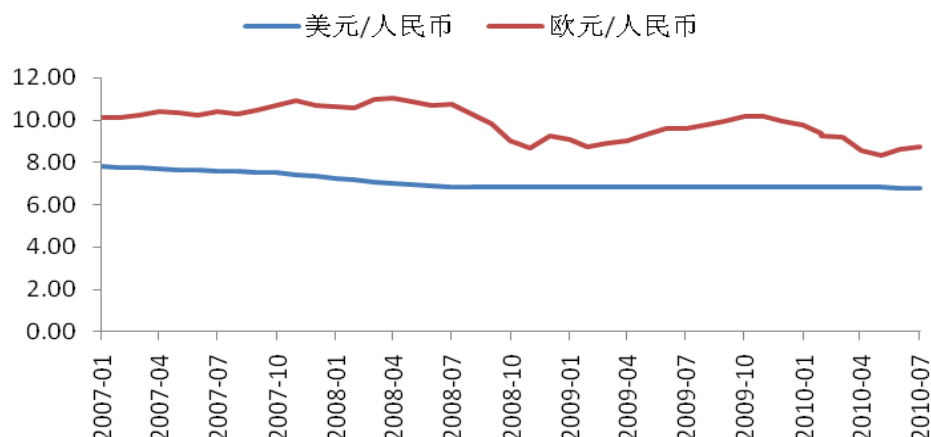
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

(二) 人民币升值压力较大

长期来看，中国劳动生产率的提高和经济地位的提升使人民币面临长期升值压力，这作为中美政治谈判的筹码，何时升值仍存在较大不确定性；但对出口型企业产生较大的负面影响比较确定。

另外国内低端劳动力成本逐步上升是大趋势，出口退税政策在未来经济全面复苏和美国反补贴调查案例不断增多的情况下，未来不排除进行调整的可能性，这对毛利率相对较低的纺织出口型企业将可能产生较大程度的负面影响。

图 16: 美元和欧元兑人民币汇率变化



数据来源: 海关总署、广发证券发展研究中心

三、品牌零售型企业未来发展潜力巨大

随着我国城镇化进程和中西部地区经济发展和人均生产水平进入加速期,国内居民收入水平、购买力和消费意愿将不断提高,我们认为我国未来几年内销增长将持续保持 20% 的高增长,从而推动国内品牌零售型企业的快速发展。因此我们认为在未来短中长期内,我国品牌零售型企业均具有明显的投资价值,维持品牌服装、家纺和女鞋等品牌零售型行业“买入”评级。

(一) 国内市场零售增长趋势明确

2010 年以来,国内消费市场继续保持增长态势,前 8 个月国内社会消费品零售总额累计同比增长 18.2%,其中限额以上零售企业中服装鞋帽、针纺织品类零售总额累计同比增长 23.7%,纺织服装类增速超过社会消费品增速,行业增长弹性较大。

另外,随着 CPI 的持续走高及温和的通货膨胀显现,我们认为社会消费品零售总额将继续保持高增长。

图 17: 纺织服装类零售总额增长弹性较高

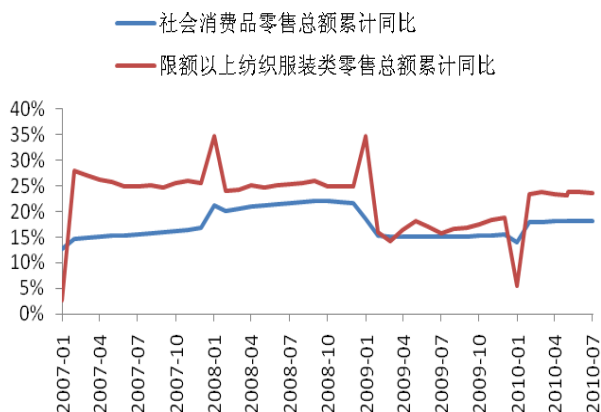


图 18: 社会消费品及纺织服装类当月零售增长



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 19: 全国 200 家重点百货商场零售累计增长



图 20: 全国 200 家重点百货商场零售当月增长



数据来源：中国毛纺织行业协会、广发证券发展研究中心

全国 200 家大型百货商场纺织服装零售数据也显示 09 年零售额增速逐步回升，除去 1 月份季节因素外，整体增速已达危机前水平。2010 年前 6 个月服装类和针纺织品类累计零售额同比分别增长 24.24% 和 14.15%。消费淡季 6 月份的服装类和针纺织品类当月零售额也分别增长了 27.31% 和 10.36%。淡季不淡主要由于国内消费市场的稳步复苏和通胀预期。随着 CPI 的持续走高及温和的通货膨胀显现，我们认为服装和纺织类零售额将继续保持高增长。

另外，2010 年 8 月的国内消费者信心指数、满意指数和预期指数分别为 107.3、106.2 和 107.9，自 09 年 3 月以来保持上升趋势。纺织服装行业景气指数也从 08 年大幅下滑后触底逐步回升。消费者信心和行业景气的迅速上升主要受益于宏观经济向好和收入增加预期，这将继续推动国内消费保持高增长态势。

图 21: 纺织服装行业景气指数

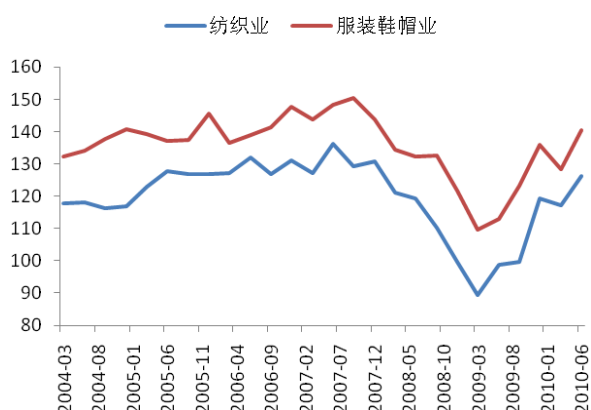
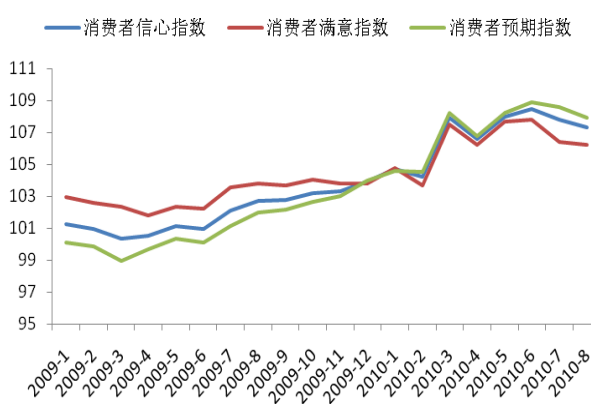


图 22: 近三年消费者信心指数



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

（二）品牌与渠道价值带来高增长

近几年行业内优秀企业的快速增长无不是通过提高品牌价值和渠道数量方式来实现的，因为从一般意义上来看，行业内品牌认可度越高的公

司消费者忠诚度也较高，同时也使得公司占据了较为有利的渠道谈判能力，而较大的渠道规模又能给公司带来稳定的现金流和较高的利润率，渠道扩张将使企业获得更大的市场占有率。目前中国的大部分纺织服装消费品零售型企业还处于渠道与品牌共同强化阶段，随着越来越多的公司重视品牌与渠道建设，两者相辅相成、相互促进，最终会有一些公司能快速成长、脱颖而出，塑造出一批百年品牌。

表 4：渠道扩张与收入增速变化一致

		2006	2007	2008	2009	2010E
七匹狼	销售收入	471.47	853.85	1603.57	1796.60	2275.00
	渠道数量	1457	1976	2769	3249	3799
	收入增长率		81.11%	87.80%	12.04%	26.63%
	渠道增长率		35.62%	40.13%	17.33%	16.93%
报喜鸟	销售收入	576.21	746.36	895.31	1122.48	1515.00
	渠道数量	551	574	586	619	739
	收入增长率		29.53%	19.96%	25.37%	34.97%
	渠道增长率		4.17%	2.09%	5.63%	19.39%
罗莱家纺	销售收入	576.21	746.36	913.05	1122.48	1508.90
	渠道数量	1043	1249	1536	1810	2150
	收入增长率		29.53%	22.33%	22.94%	34.43%
	渠道增长率		19.75%	22.98%	17.84%	18.78%
星期六	销售收入	361.41	596.26	742.78	834.35	1158.54
	渠道数量	619	1177	1293	1409	1800
	收入增长率		64.98%	24.57%	12.33%	38.86%
	渠道增长率		90.15%	9.86%	8.97%	27.75%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 23：10 年中期品牌服装与女鞋渠道数量

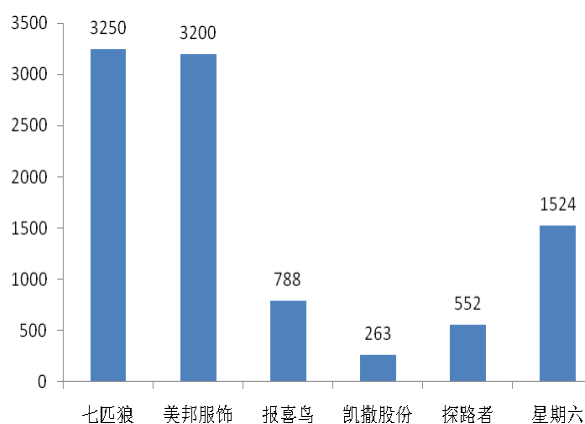
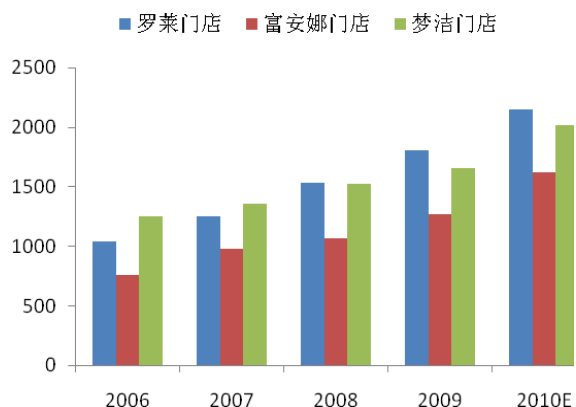


图 24：家纺行业渠道数量预计增速为 20%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

现阶段来看，不同子行业所处行业生命周期不同，使得子行业内各公司所采取的发展策略将有所不同，如我国户外用品行业目前处于发展初

期，主要靠渠道扩张发展，比较适合粗放式渠道迅速扩张策略，预计未来三年行业增速约 40% 左右，外延扩张推动公司业绩增长；家纺、休闲服和女鞋行业目前处于快速发展阶段，此时属于品牌与渠道共同强化阶段，需要大力投入广告提高品牌知名度、美誉度和发展经销商扩张渠道网络，未来业绩成长性和估值均可能进一步提高，预计未来行业增速约 20% 左右；我们认为能够成功实施多品牌策略的公司将有望获得超出行业平均增速的增长。西服行业已经到了比较成熟的阶段，企业的成长更多来源于行业增长和渠道的精耕细作，同店增长，公司业绩增长和估值都比较稳定，预计未来行业增速约 15% 左右。

我们看好品牌认可度较高和渠道规模较大、扩张较快及控制力较强的公司，我们认为未来各子行业的龙头更有可能成为各自子行业的领跑者。

四、投资策略

（一）四季度投资策略

四季度是服装、家纺和女鞋等的传统消费旺季，在国内温和通胀的背景下，我们预计四季度行业零售的增速有望保持 20% 的高增长，给予品牌零售子行业“买入”评级。

整体上，我们看好品牌认可度较高和渠道规模较大、扩张较快及控制力较强的品牌零售型公司。在投资策略上倾向于选择业绩有保障、中等偏低 PEG 值，高盈利能力和高收入弹性，意味着随着公司品牌资产价值的提高将可能激发业绩高增长。品牌零售型企业目前估值普遍较高，受益于行业的高成长性和广阔的发展空间，我们认为估值较普通制造类企业有一定溢价是合理的。

在细分子行业中，我们依次看好家纺、品牌服装、户外用品和女鞋行业，建议关注罗莱家纺、富安娜、七匹狼、报喜鸟、梦洁家纺、美邦服饰、探路者和星期六。

表 5：品牌零售型公司盈利指标

公司名称	总市值（百万元）	股价（元）	PEG	PB	PS	ROE	ROA	ROIC
罗莱家纺	10,247	73.00	1.36	7.72	7.16	10.88%	9.33%	17.51%
富安娜	6,103	45.58	1.51	5.86	6.11	8.26%	6.80%	11.64%
梦洁家纺	4,139	43.80	1.80	19.71	4.51	42.19%	13.47%	21.34%
七匹狼	9,350	33.05	1.12	6.81	3.97	14.86%	9.78%	14.53%
报喜鸟	7,934	27.01	1.10	4.97	5.79	11.59%	9.29%	14.36%
探路者	3,618	27.00	1.82	7.92	8.87	9.63%	8.26%	15.63%
美邦服饰	27,638	27.50	1.14	9.24	4.34	20.20%	11.08%	14.29%
星期六	5,039	18.03	1.40	3.68	4.34	8.31%	6.30%	9.55%

数据来源：广发证券发展研究中心（股价为 2010 年 9 月 29 日收盘价）

目前面临出口增速放缓、人民币升值压力、原材料价格上涨和劳动力成本上升等不利因素，行业整体上盈利增速和利润率下滑压力较大，我们认为传统纺织服装制造业整体投资机会较小，维持该子行业“持有”评级。

但其中少数具有规模和品牌效应的优势企业可以通过积极市场开拓、技术创新、优化产品结构、提高产品售价和加强管理等方式保持高成长性和高利润率，具有一定的成本转移能力，短期不利因素冲击相对较小，长期随着亏损企业的退出，有利于这些优势企业的市场份额的提升。我们建议关注市场开拓进取、成长性较高及估值较有优势的优秀企业，包括伟星股份、华孚色纺和联发股份。

（二）重点公司跟踪与点评

表 6：重点跟踪公司一览

公司名称	总股本 (百万 元)	总市值 (百万 元)	流通市值 (百万 元)	EPS (元)			PE			评级
				2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
家纺										
罗莱家纺	140	10,247	2,562	1.44	1.96	2.67	50.73	37.26	27.32	买入
富安娜	134	6,103	1,541	0.87	1.16	1.57	52.39	39.38	29.02	买入
梦洁家纺	95	4,139	1,051	1.01	1.35	1.80	43.57	32.34	24.35	买入
品牌服装										
七匹狼	283	9,350	9,350	0.94	1.24	1.63	35.21	26.58	20.25	买入
报喜鸟	294	7,934	2,769	0.86	1.09	1.30	31.48	24.78	20.78	买入
探路者	134	3,618	918	0.44	0.57	0.78	61.32	46.99	34.46	买入
美邦服饰	1,005	27,638	2,888	0.75	1.04	1.39	36.85	26.32	19.74	买入
女鞋										
星期六	280	5,039	1,289	0.46	0.63	0.86	39.40	28.71	21.07	买入
出口制造										
华孚色纺	235	5,185	1,641	1.24	1.53	1.87	17.73	14.37	11.80	买入
联发股份	108	4,413	1,104	1.79	2.20	2.64	22.81	18.62	15.51	买入

数据来源：广发证券发展研究中心（股价为2010年9月29日收盘价）

罗莱家纺：

公司目前在国家纺行业市场综合占有率第一，盈利能力从较强，从05年至09年收入复合增长率为36.23%，净利润复合增长率为52.88%。从历史业绩来看，公司一个非常显著的亮点就是毛利率水平，即使在金融危机的背景下仍然稳中有升，06年、07年、08年和09年分别为25.63%、34.81%、37.06%和39.10%，同时公司持续较强的盈利能力保持了良好的成长性。

展望未来，我们认为公司能继续保持良好的成长性。主要基于以下观点：（1）**产品下游需求空间广阔**。受国内居民收入持续增长及消费升级等因素的驱动，近年来家用纺织品行业已经成为纺织行业中成长速度最快和发展潜力最大的子行业，行业发展前景广阔，为公司的持续高速增长提供了良好的下游需求环境。据纺织工业协会统计，2000年以来我国家纺行业以年增长20%以上的速度快速发展，伴随着国内居民消费能力的提高、消费观念的转变，以及婚庆市场的火爆等，预计在未来几年内仍将保持这

样的高成长速度。(2) **不断提供高附加值的产品, 毛利率继续稳步提升。**公司采用以“罗莱”品牌为核心的多品牌发展战略, 公司将逐步提高产品附加值较高的产品来提升综合毛利率。(3) **渠道扩张步伐加速, 结构不断优化。**从销售渠道来看, 加盟渠道占比约81.36%, 直营渠道约16.27%, 剩下约2.37%为外贸, 近几年加盟渠道销售收入的复合增长率约为21.30%, 而直营渠道销售收入的复合增长率约为53.11%, 远高于加盟渠道销售收入的增长幅度。从毛利率来看, 公司直营渠道的销售毛利率比加盟渠道要高20个百分点左右。近几年, 公司加大了直营渠道的建设力度, 未来3年内公司计划将部分加盟商经营的发展乏力的中心省会城市逐步改变为直营模式, 使得直营的销售额逐步达到总销售额30%左右的水平。(4) **单店盈利能力强。**近几年加盟渠道销售收入的复合增长率约为21.30%, 远高于加盟渠道单店数量的增长率20.17%, 表明公司加盟渠道销售的增长不仅来源于渠道的数量扩张, 更来源于渠道单店销售额的提升, 显示出加盟商的盈利能力不断增强。

我们看好家纺行业长期发展前景, 在国内消费场景气逐渐提升的时期, 公司作为家纺行业龙头, 业绩有望实现持续高增长。公司上半年业绩超市场预期, 我们维持 10~12 年 EPS 预测为: 1.44、1.96 和 2.67 元, 维持“买入”评级。

富安娜:

富安娜产品定位中高端, 产品定位“艺术家纺”, 坚持以时尚性和原创性为公司持续发展的核心竞争力。采用自有多品牌战略, 现拥有“富安娜”、“馨而乐”、“维莎”、“圣之花”、“劳拉夫人”等品牌, 未来几年的品牌发展思路是在保持主品牌富安娜的市场竞争力的同时, 大力发展第二品牌馨儿乐, 公司专门建立独立的团队进行运作, 启用吴佩慈为形象代言人, 计划未来设立独立店铺, 采用与富安娜同样的“直营+加盟”的销售模式, 预计未来几年馨儿乐品牌将获得高速发展。

渠道方面, 截止今年5月公司终端门店1338家, 其中直营店338家, 加盟店1000家, 同时单店平效同比增长15%左右。今年计划新开门店400家, 其中直营店100家, 加盟店300家左右, 未来几年将继续保持高速扩张趋势。

目前我国家纺行业处于“跑马圈地”的快速扩张阶段, 行业品牌集中度低, 具有较强的地域特性, 低档产品同质化竞争激烈, 中高端产品竞争环境相对宽松, 需求较旺盛。未来随着居民生活水平提高、城镇化进程推进等因素推动下, 行业增速有望保持高速增长。

公司是家纺行业中具有较高品牌价值和渠道规模的龙头企业之一, 盈利能力从较强, 从05年至09年收入复合增长率为23.62%, 净利润复合增长率为36.6%。今年一季度实现营业收入2.53亿元, 同比增长39.3%, 实现归属于上市公司股东的净利润3631万元, 同比增长46.67%, 继续保持高速增长。

我们看好家纺行业长期发展前景, 在国内消费场景气逐渐提升的时期, 公司业绩有望实现持续高增长。预计2010~2012年EPS分别为: 0.87元、1.16元和1.57元。目前估值较为合理, 未来随着估值消化, 股价有

进一步上涨的空间，维持“买入”评级。

七匹狼：

公司 2010 年继续采用稳健的产品和渠道战略，积极推进品牌建设，推出了红标、绿标、蓝标（SWJEANS）、童装（SWKIDS）、女装（SWLADIES）及圣沃斯（SEPEWOLVES）六大产品系列。2009 年，红绿标占比 87.24%，蓝标占比 6.54%。公司蓝标产品丰满度不断扩张下 2009 年已经单独开店 115 家，圣沃斯品牌主要是拉高公司的品牌和档次；公司还将推出相对高端的紫标，主要走商场路线；还将推出相对低端的品牌走超市路线。

公司围绕经销商管理优化和直营店稳健扩张来推进整合公司销售渠道。公司设立六个大区 and 11 个子公司，负责对当地区域的管控和直营体系的拓展，同时设立区域经理制度，加强对代理商的服务和资讯的传递。目前有 3249 家销售网点，扩张步伐稳健，渠道规模化优势逐渐体现。公司未来继续实行减少外延扩张的策略，重点在于整合渠道（扁平化）、增加产品种类和提升平效；渠道形式方面重点拓展百货公司、Shopping Mall 和超市等新商业形态。

随着国内经济逐步复苏，消费增速也将逐步提高。公司业绩将随国内消费水平提高而继续保持高速增长。此外，公司产品定位中档，主要在二三线城市销售，能充分享受城镇化进程和中低收入者收入水平的提高带来的消费升级。

公司是男装休闲服中具有较高品牌价值和渠道规模的龙头企业之一，具有较好的长期投资价值，在国内消费市场前景气逐渐提升的时期，业绩有望实现持续高增长。预计 2010~2012 年 EPS 分别为：0.94 元、1.24 元和 1.63 元。估值较为合理，未来随着估值消化，股价有进一步上涨的空间，维持“买入”评级。

报喜鸟：

公司前几年一直保持高速增长，2004-2009 年收入复合增长率为 30.1%，净利润复合增长率为 47.13%。2010 年，随着国内经济形势的总体回升，但服装面料等原辅材料以及人工成本持续上涨，行业产能过剩现象仍很严重，市场竞争更加激烈。因此公司的主要机会仍然来自国内服装需求继续稳步增长和服装消费升级大趋势的延续带来的公司收入的稳健增长，主要体现在毛利率的稳中有升、门店的增长和宝鸟团购业务的恢复。具体为：

（1）报喜鸟主要通过产品售价提高 5%-10% 来转移成本上升，小幅提升毛利率，渠道网点预计保持 10%-12% 左右的扩张。同时进行产品线延伸，2010 年，A、B、C、D 系列要继续稳步发展，同时试水女装业务。

（2）宝鸟业务计划努力提高职业服接单质量，做好大系统大订单的订单突破与落实，拓宽业务领域，出口加工业务努力接单弥补产能缺口，努力恢复到金融危机前水平。

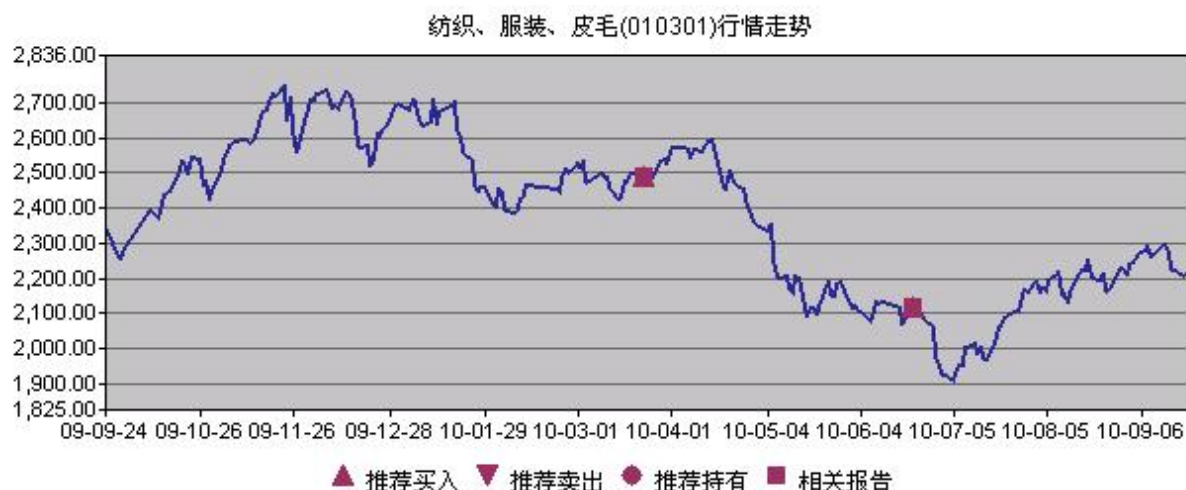
(3) 圣捷罗品牌今年计划新开店70-80家, 重点抓单店业绩, 推行积极的加盟政策, 让加盟商实现更多的盈利, 进行区域重点投放, 在东北、浙、沪区域进行重点开拓。

(4) 投资方面, 主要进行连锁网络升级扩张, 加大直营网点开设; 其次在永嘉县瓯北镇河田工业区兴建现代化物流中心, 项目总投资约4500万元, 2010年度预计投资3000万元。

公司具有较强的内涵增长实力和潜力, 而渠道进程提速将给公司带来新的增长动力, 我们预计2010-2012年EPS分别为0.86、1.09和1.30元。目前股价对应PE为31倍, 相对较低。公司6月18日发布公告进行首期股票期权激励计划第一个行权期行权, 显示公司高管对公司未来股价长期走势充满信心, 给予公司“买入”评级。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

纺织服装行业 2010 年中期投资策略_行业跟踪分析报告	李燕华	2010-06-21
纺织服装行业 2010 年 2 季度投资策略_行业跟踪分析报告	李燕华	2010-03-23
纺织服饰行业 2009 年中期策略_行业跟踪分析报告	刘伟军	2009-06-26

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。