

中性

——维持

研究报告/行业研究/年度策略

日期: 2010 年 11 月 19 日

行业: 纺织服装行业

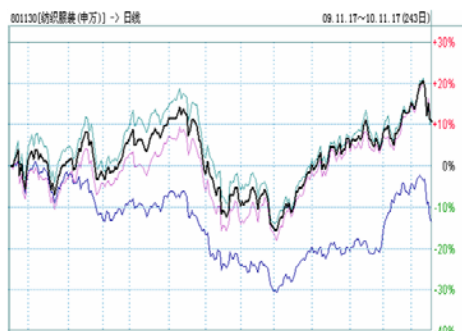


张凤展
021-53519888-1932
Bluesky9272003@hotmail.com

行业数据 (2010 年 11 月)

社会消费品零售总额	
同比增长率 (%)	18.60
消费者信心指数	104.40
千家核心商业企业零售指数	17.60

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ10-AIT03

新消费时代的来临

——2011 年度纺织服装业投资策略

■ 主要观点:

纺织服装行业的最终推动力,居民可支配收入的增长需要国家政策的推动,我们有望在 2011 年看到相关政策的出台,此为该板块在 2011 年值得期待的最大利好。

虽然品牌服装具有一定的抗通胀能力,但是对通货膨胀预期的提高会降低居民的消费倾向,消费者信心指数有下降趋势。

随着 80 后消费者逐渐开始成为消费重要力量,中国消费者的个性日益突出。某种程度上,中国消费者正在“西化”,品牌、质量与个人风格成为越来越重要的购买原因。因此未来纺织服装企业如果想要在激烈的市场竞争中胜出,品牌知名度和对时尚的把握能力是最重要的因素。

■ 投资建议:

评级为: 纺织: 中性; 品牌服装: 有吸引力

一个行业的健康发展需要有一个良好的外部环境,而原材料的大幅波动,短期内可能会使部分企业收益,但从更长期的角度来看,并非益事,在棉花等原材料价格剧烈波动以及明年出口不振的情况下,对纺织板块继续给予“中性”评级。

服装板块,尤其是品牌类服装,在国家大力推进内需,提高居民收入水平的大背景下,给予我们足够的理由依然看好行业的发展前景,尤其是对一些具有一定品牌知名度、经营稳健的公司,更是投资的良好标的,维持服装板块“有吸引力”评级。

推荐组合: 报喜鸟、美邦服饰、伟星股份、富安娜

■ 数据预测与估值:

纺织服装行业重点关注股票业绩预测和市盈率

股票代码	公司名称	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
002029	七匹狼	34.7	0.72	1.03	1.25	48	40	34	7	跑赢大市
002154	报喜鸟	29.37	0.73	0.87	1.03	40	34	29	5	跑赢大市
002269	美邦服饰	33.1	0.00	0.76	1.24	34	44	27	12	跑赢大市
002293	罗莱家纺	70.6	1.27	1.35	1.81	56	52	39	7	大市同步
002327	富安娜	38.15	1.12	0.99	1.21	34	39	32	5	跑赢大市
002397	梦洁家纺	44.98	1.89	1.49	2.25	24	30	20	4	跑赢大市
002003	伟星股份	27.69	0.85	1.15	1.37	33	24	20	5	跑赢大市
002269	美邦服饰	33.1	0.60	0.76	1.24	34	44	27	12	跑赢大市
002291	星期六	17	0.41	0.37	0.54	42	47	32	3	大市同步
行业平均						38	39	29	7	

资料来源: Wind, 上海证券研究所, 股价数据为 2010 年 11 月 18 日收盘价

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

目录

一、行业基础数据分析	3
1、居民收入的增长需要改革推进.....	3
2、消费倾向有下滑趋势.....	4
3、终端销售增速平稳.....	5
二、新兴消费群体为未来消费主力 ...	8
三、行业估值情况	14
四、行业评级	17
维持纺织“中性”评级，服装“有吸引力” 评级.....	17

图

图 1 居民收入同比增长	3
图 2 劳动报酬增加.....	4
图 3 居民消费支出	4
图 4 消费者信心指数.....	5
图 5 社销总额增长	5
图 6 核心商业零售指数及零售额增长数据.....	6
图 7 商品零售价格指数	6
图 8 36 大中城市 CPI.....	7
图 9 纺织服装制造业经营状况.....	7
图 10 纺织面料制造业经营状况.....	8
图 9 纺织服装行业指数与沪深 300 对比.....	14
图 10 纺织服装板块 Pe-band 近 5 年.....	15
图 11 纺织服装板块 Pe-band 近半年.....	15

表

表 1 主要上市公司经营数据	16
表 2 纺织服装行业重点关注股票业绩预测和市盈率.....	17

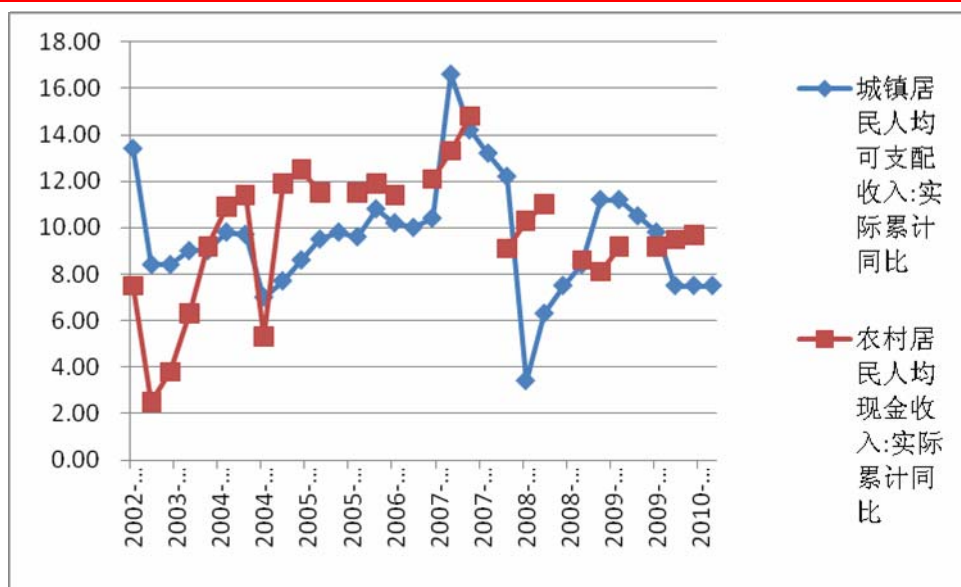
一、行业基础数据分析

1、居民收入的增长需要改革推进

作为带动消费的根本力量，收入增长在经历了 2008/2009 年的低谷之后一直处于反弹过程中，但是也可以看到城镇居民人均可支配收入实际累计同比增长一直呈下降趋势，如果物价持续上涨，收入分配制度的改革迟迟难以推行，社会消费品零售总额的长期高速增长则不能持续。

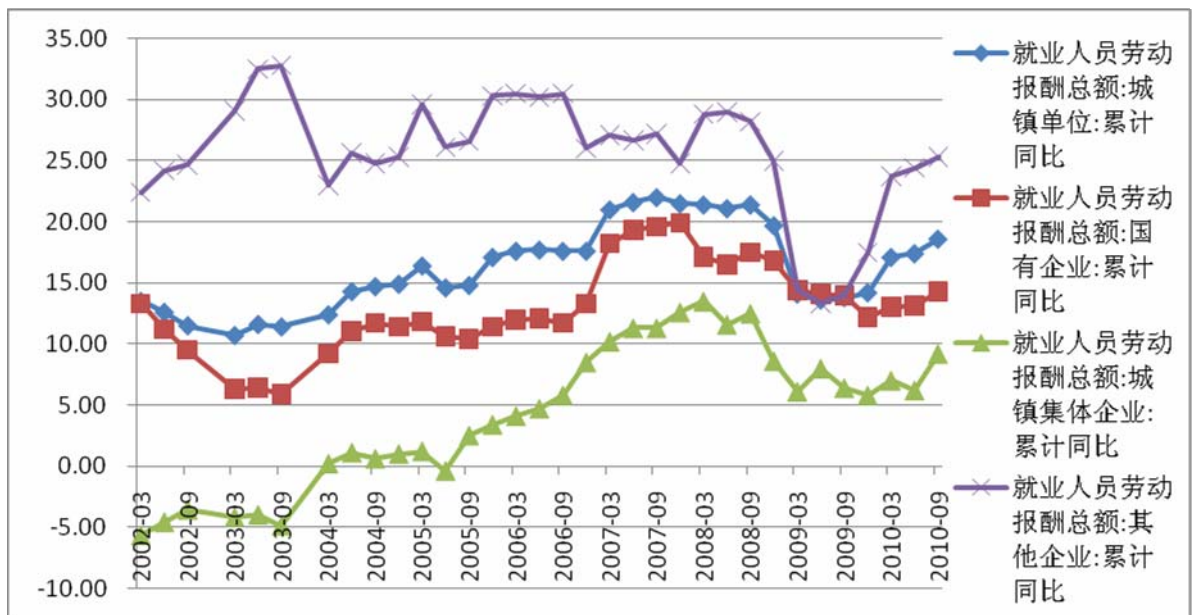
“十二五”时期的收入分配改革，虽然还没有定论，但是已成为各方面关注的焦点问题，成为加快转变经济发展方式的重大问题。“十二五”时期，若收入分配改革没有实质性突破的话，消费水平、消费结构、消费预期和消费环境，恐怕都难以有一个大的改变。就是说，收入分配制度改革是撬动消费主导的增长点，是消费主导的一个重要基础，因此该制度改革的出台，将会给纺织服装板块带来一剂强心针，这也是对 2011 年政策上的最大期待。

图 1 居民收入同比增长



数据来源: wind, 上海证券

图 2 劳动报酬增加

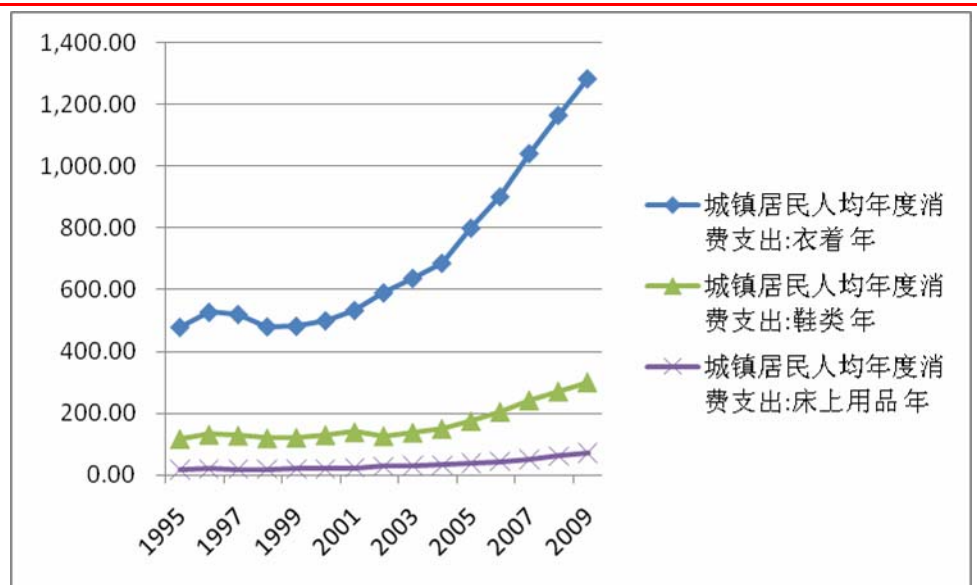


数据来源: wind, 上海证券

2、消费倾向有下滑趋势

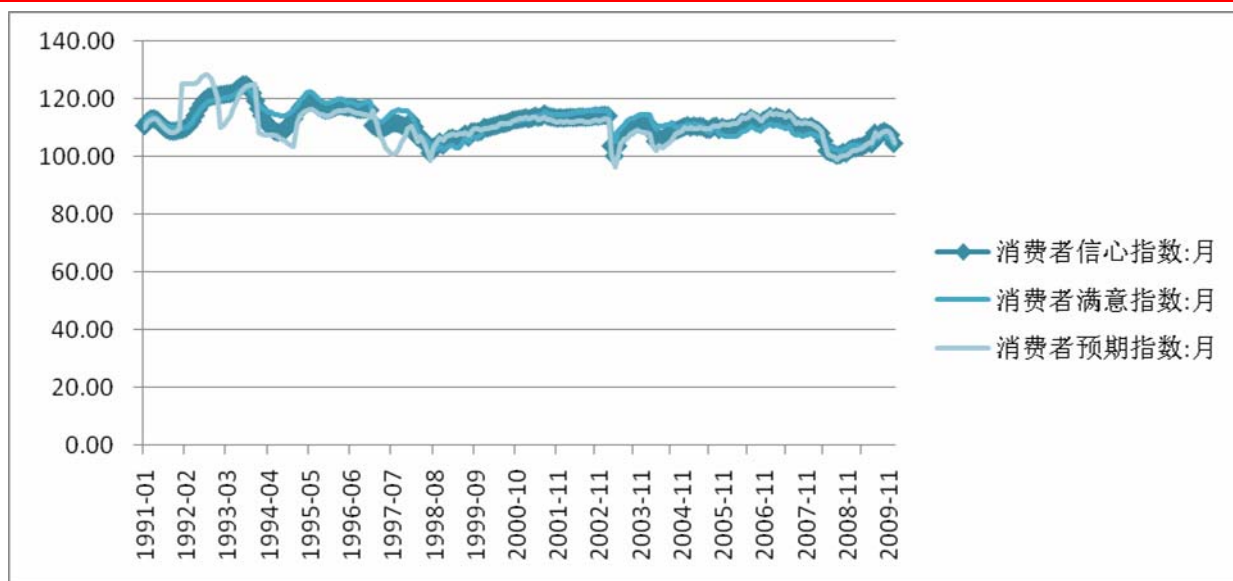
在居民收入并未大幅增长的同时,我国居民的消费热情不减,1-10 月份社零总额实现125313 亿元,同比增长18.3%。10 月社零总额14285 亿,同比增长18.6%,但是我们也可以看到,高增长的背后一方面去年的低基数,另一方面则是高通胀。物价上涨使得消费者普遍存有通胀预期,这一点从消费者指数开始呈现下降趋势可以看出。9 月消费者信心指数、满意指数、预期指数分别为104.4、103.8、104.8,较8 月份分别下降幅度较大,分别为0.9, 2.4, 3.1。

图 3 居民消费支出



数据来源: wind, 上海证券

图 4 消费者信心指数



数据来源: wind, 上海证券

图 5 社销总额增长



数据来源: WIND, 上海证券

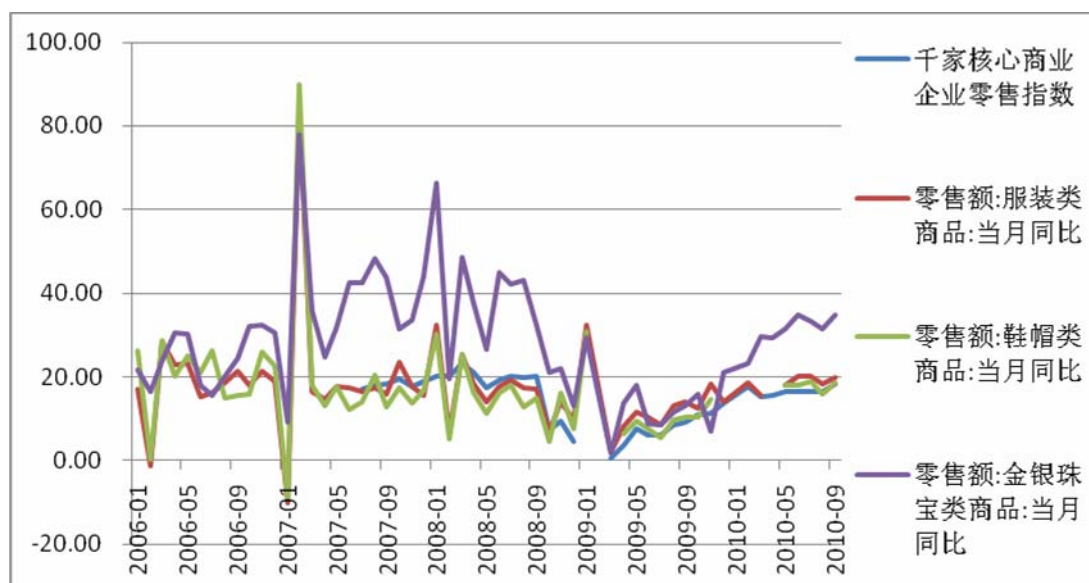
3、终端销售增速平稳

从销售终端所反映出来的销售数据我们可以看到，整体的零售情况依然较好，尤其是金银珠宝类商品的增长速度远远超过服装、鞋帽类产品，这主要源于居民对黄金类产品的保值需求。

从价格上看，服装鞋帽的价格依然呈现负增长，但是从最新

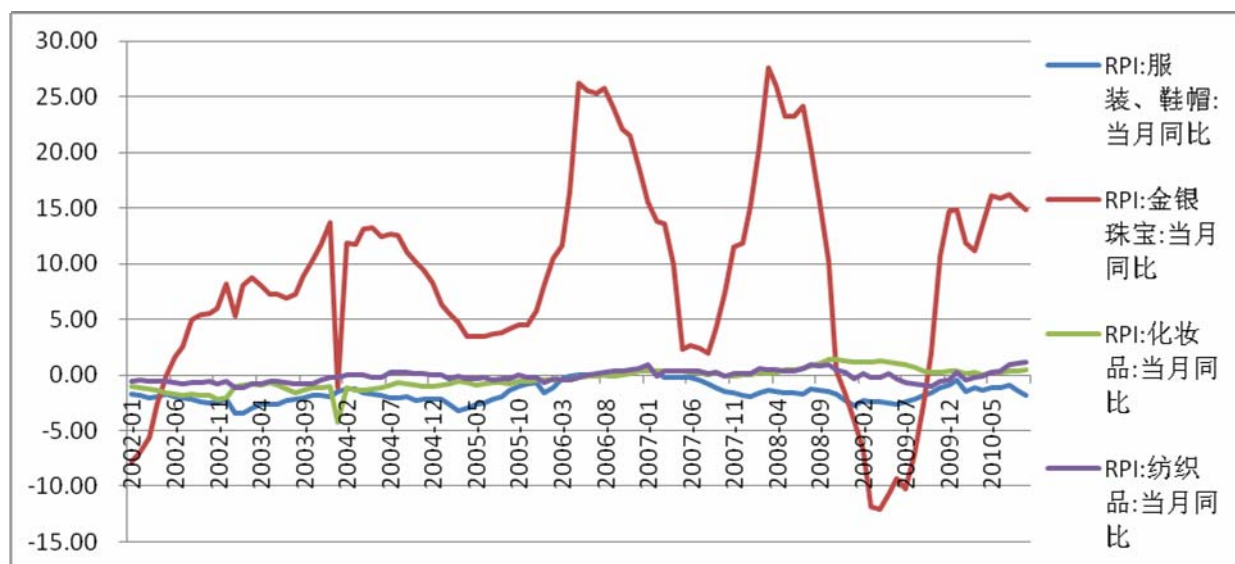
的对商场零售价格的了解来看，今年秋冬服装价格由于棉花价格的暴涨，冬装零售价格普遍上调 20%。

图 6 核心商业零售指数及零售额增长数据



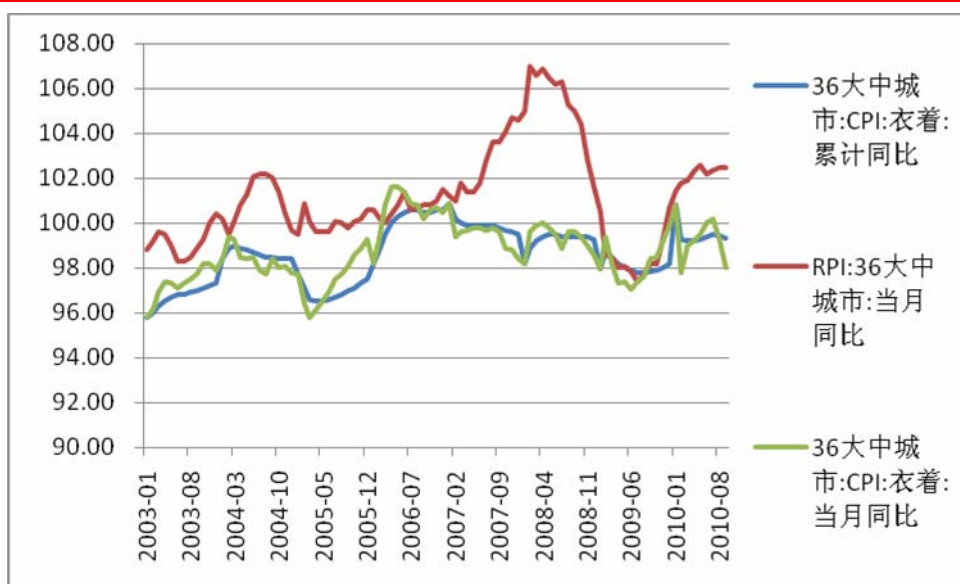
数据来源：Wind，上海证券

图 7 商品零售价格指数



数据来源：WIND，上海证券

图 8 36 大中城市 CPI

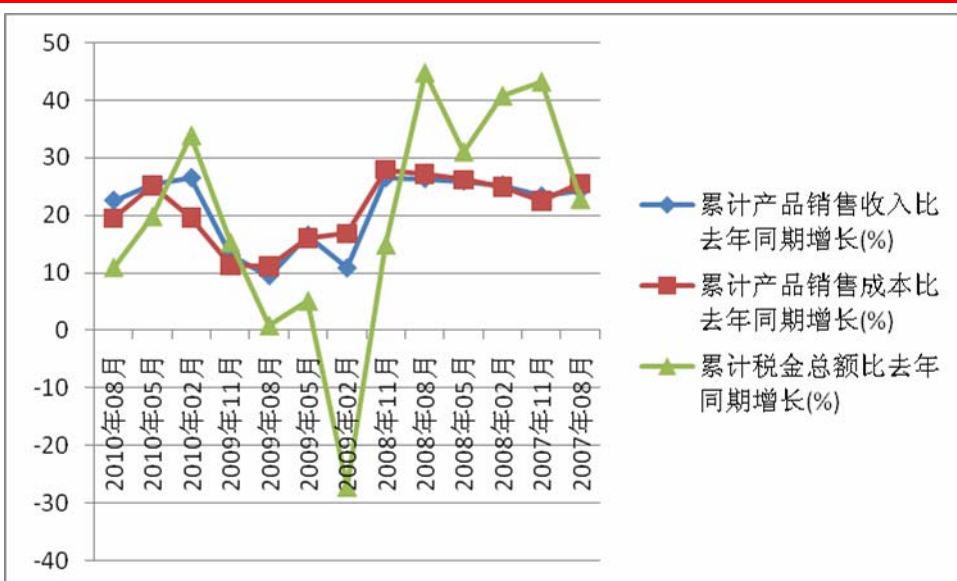


数据来源：Wind，上海证券

4、行业运行情况

从数据来看，根据统计纺织服装制造业截止到 2010 年 8 月，行业的经营效益增速开始呈现下滑态势，产品的销售收入和净利润水平从 2010 年 2 月的高点之后，增速都呈现不同程度下降，从增速来看，产品销售收入的增长依然快于成本的增长，因此毛利率依然相对问题，但是从税金的增长来看，下降速度非常快，由此推断企业的利润增速下滑明显。

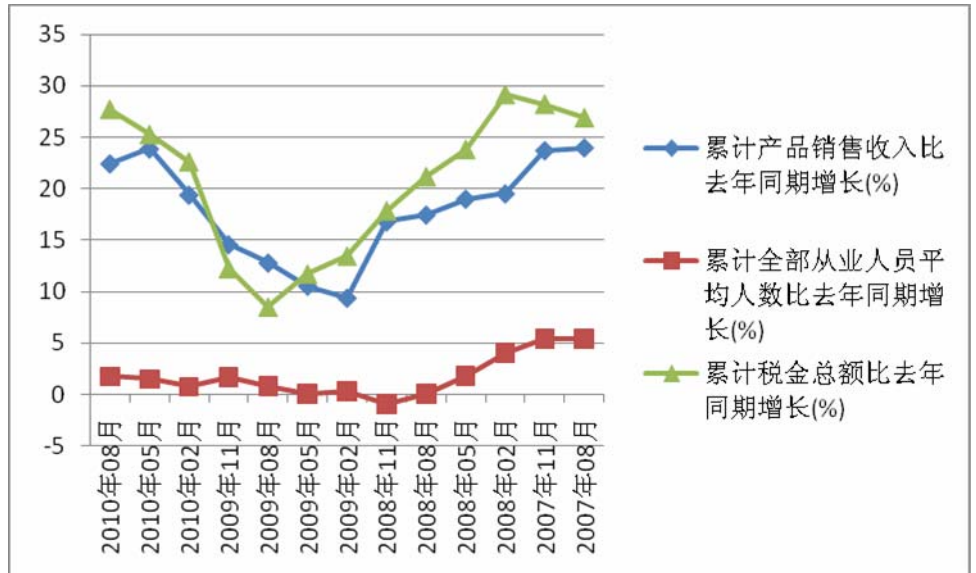
图 9 纺织服装制造业经营状况



数据来源：Wind，上海证券

从面料鞋制造业的数据来看，行业增长依然增长迅猛，虽然销售收入增速出现小幅下滑，但是行业税金的增长加快，这与今年原材料价格上涨有一定关系，但是随着棉价的下挫，预计纺织面料制造业的盈利状况将会从高点逐步回落到正常水平。

图 10 纺织面料制造业经营状况



数据来源：Wind，上海证券

二、新兴消费群体为未来消费主力

随着 80 后消费者逐渐开始成为消费重要力量，中国消费者的个性日益突出。某种程度上，中国消费者正在“西化”，品牌、质量与个人风格成为越来越重要的购买原因。此外，认为中国消费者不在乎服务的观点已经过时了。如今，他们不仅注重产品本身的质量，并且注重购买时以及购买后的服务。

根据罗兰贝格的研究，他们将中国的消费者主要划分为 8 个类型 3 个主要群体，高消费群体、中等消费群体和低消费群体基本三分天下，其中以进取经营型和自我为中心型的高消费群体占人口的比例为 32%，以传统安逸型、极致享乐和现代理智型为代表的中等消费群体占人口的比例为 36%，以传统奢华型、勤俭持家型和简约中庸型为代表的低消费群体占人口的比例为 32%。

各群体的消费特征：

高消费群体：进取精英型和自我中心型

高消费群体频繁地大手笔消费，始终走在潮流的最前沿。这类消费者喜爱创新、时尚和奢侈。

创新：进取精英型尤其喜爱创新产品，如他们对 3G 手机技术很

感兴趣，购买新手机的频率比其它类型消费者高出一倍。

时尚：高消费群体认为自己洞悉时尚，是潮流的领军者。

奢侈：自我中心型喜欢奢侈和优雅，更有可能在家中雇佣清洁工、坐出租车而非搭乘公共交通。

中等消费群体：现代理智型、极致享乐型和传统安逸型

总体来说，中等消费群体花钱更节制，但习惯和喜好的差异很大：

现代理智型看重效率和性能

极致享乐型喜欢新渠道和创新

传统安逸型推崇质量、长期价值和绿色产品

效率：现代理智型十分看重效率和性能，例如他们愿花更多的钱来避免排队。

新渠道和创新：极致享乐型是因特网重度用户，可能成为网上营销的目标。他们推崇创新和潮流，力求与众不同，敢于尝试新事物。

质量和长期价值：传统安逸型更关注产品和服务质量，着眼于长期，喜欢耐用产品。

低消费群体：传统奢华型、勤俭持家型和简约中庸型

低消费群体的收入水平最低，支出也最少，对价格非常敏感，消费习惯切合实际：

传统奢华型看重服务和长期价值

勤俭持家型和简约中庸型关心价格、传统渠道和实用性

服务：传统奢华型偏爱提供优质服务和建议的商店。

长期价值：传统奢华型多进行长期投资。例如，这一类型中有不少人将教育列为前三大消费支出。

品牌、质量与个人风格为购买的主要原因

从罗兰贝格的调查结果显示中国的消费者已不再把价格作为购买的最重要标准。虽然价格仍是考虑因素，但已经不再是决定因素，因为消费者已经越来越重视如品牌这样的非价格因素。例如，选择购物渠道时，更多的消费者关注产品的品牌与时尚性，而不是低廉的价格。

对高消费群体而言，产品的时尚度、品牌是购买产品的最重要因素。

对中等消费群体而言，在非价格因素中，产品时尚度和品牌同样是最重要的选择因素。

对于低端消费群而言，在非价格因素中，产品时尚度依然是首要考虑的因素，其次是门店近且多。

因此通过上述的研究和分析，未来纺织服装企业如果想要在激烈的市场竞争中胜出，品牌知名度和对时尚的把握能力是最重要的因素。

从目前的上市公司中，我们按照上述两个维度进行排序，在品牌知名度和时尚度中排名的先后顺序为：

服装类：美邦服饰、七匹狼、报喜鸟、凯撒股份

鞋：星期六

家纺类：罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺

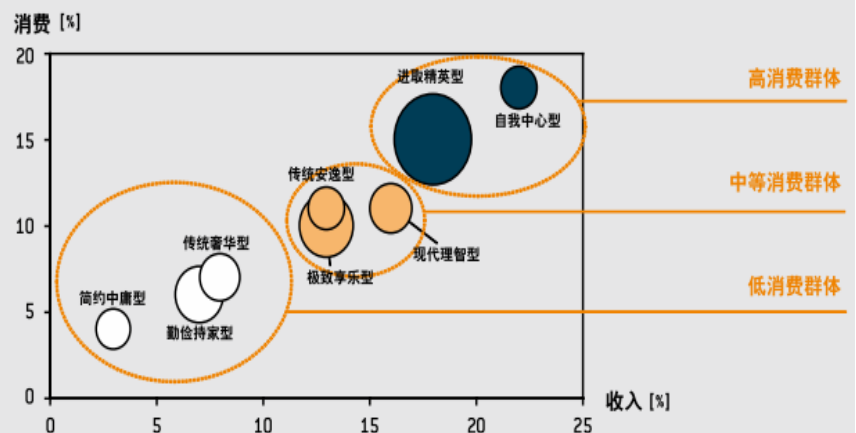
化妆品类：上海家化、索芙特

珠宝首饰类：老凤祥、潮宏基

罗兰·贝格的消费者价值元素分布图把中国消费者分为八类，每一类都具有独特的特征与消费喜好：

				
类型	自我中心型	极致享乐型	传统豪华型	现代理智型
占中国人口的比例	21%	15%	12%	12%
特征	> 抵触传统价值观 > 极易接受新鲜事物	> 追求乐趣与享乐 > 时尚	> 持传统价值观但追求享乐与社会地位	> 严肃、专业 > 高收入人群
关键消费喜好	> 时尚 > 奢侈	> 新渠道 > 创新	> 服务 > 长期价值	> 效率 > 性能
				
类型	勤俭持家型	进取精英型	传统安逸型	简约中庸型
占中国人口的比例	12%	11%	9%	8%
特征	> 谨慎、规避风险 > 重视隐私与平静	> 不守陈规 > 目标驱动型 > 性格外向	> 重视家庭 > 传统价值观	> 喜欢平静的生活 > 遵守社会传统
关键消费喜好	> 低价 > 传统渠道 > 实用性	> 新渠道 > 创新	> 质量 > 长期价值 > 环保	> 低价 > 传统渠道 > 实用性

这八类消费者可归入三个消费级别：



注：> 消费是按每一类消费人群内月消费超过2,000元的人数的百分比计算的。

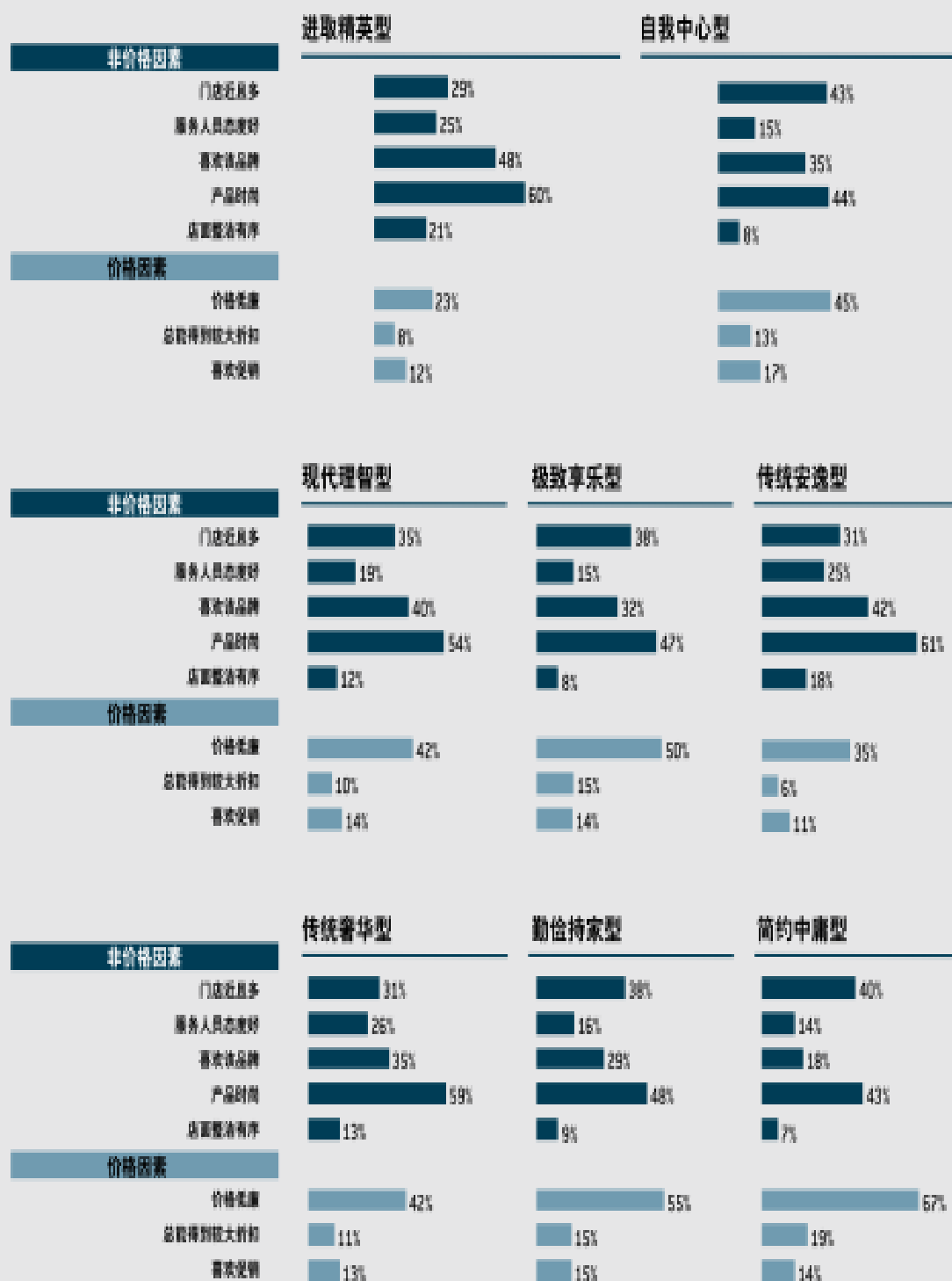
> 收入是按每一类消费人群内年收入超过5万元的人数的百分比计算的。

> 圆圈的大小表示每一类消费者的抽样数量。

资料来源：罗兰·贝格消费者市场调研（抽样数量=11,100，2008年），罗兰·贝格分析

购买原因：购物渠道

虽然价格仍是重要的购买标准，但品牌与其他非价格因素对中国消费者也同等重要：

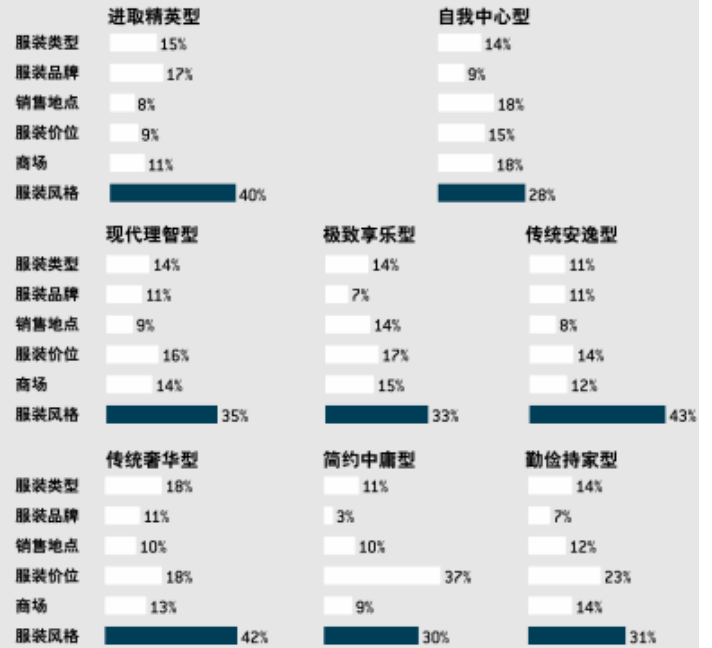


注：百分比指受访人选择购物渠道时考虑的某一因素的比例

资料来源：罗兰·贝格消费者市场调研（抽样数量=11,100, 2008年），罗兰·贝格分析

C.2.3.

购买原因：服装



资料来源：罗兰·贝格消费者市场调研（抽样数量=11,100，2008年），罗兰·贝格分析

	品牌与质量	个人风格	被吸引的原因	如何影响他们	
高消费群体					
进取精英型			高科技，创新	新渠道 如：互联网， 数字媒体	
自我中心型			复杂，奢侈		
中等消费群体					
现代理智型			性能，效率		
极致享乐型			多样性，乐趣		
传统安逸型			耐用性，“绿色”	传统渠道 如：高效服务 的一站式商店	
低消费群体					
传统奢华型			服务，耐用性		
勤俭持家型			低价，实用性		
简约中庸型			低价，实用性		

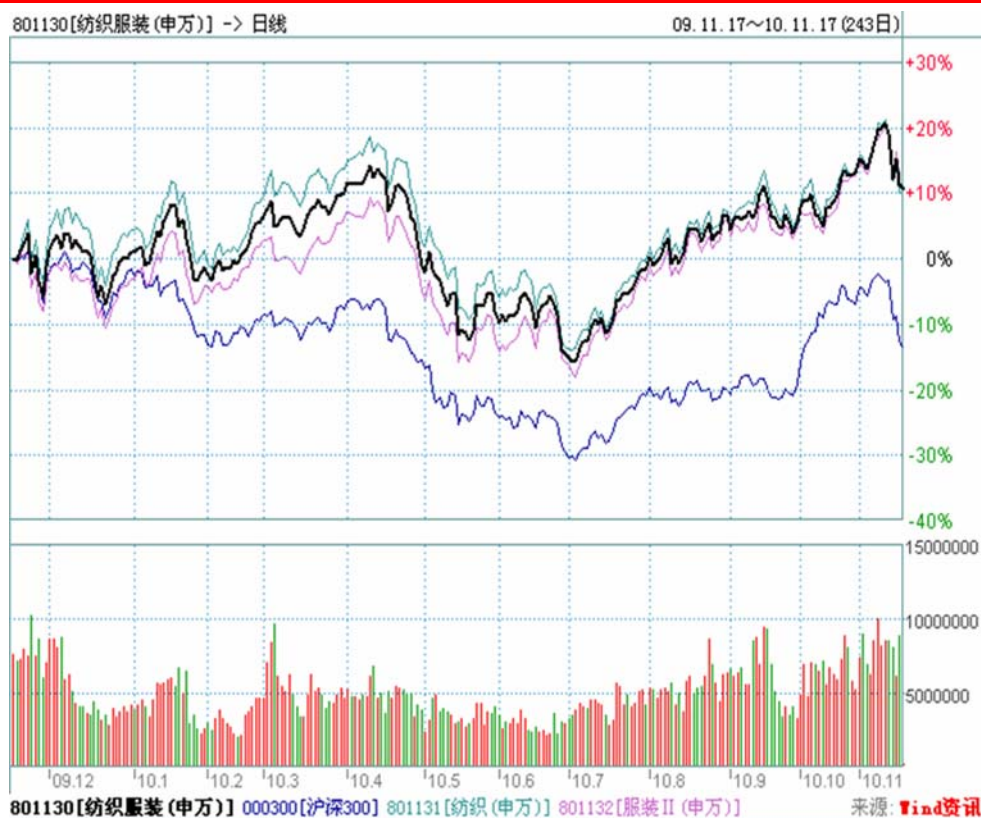
注：颜色越深，喜好程度越高

注：颜色越深，喜好程度越高

三、行业估值情况

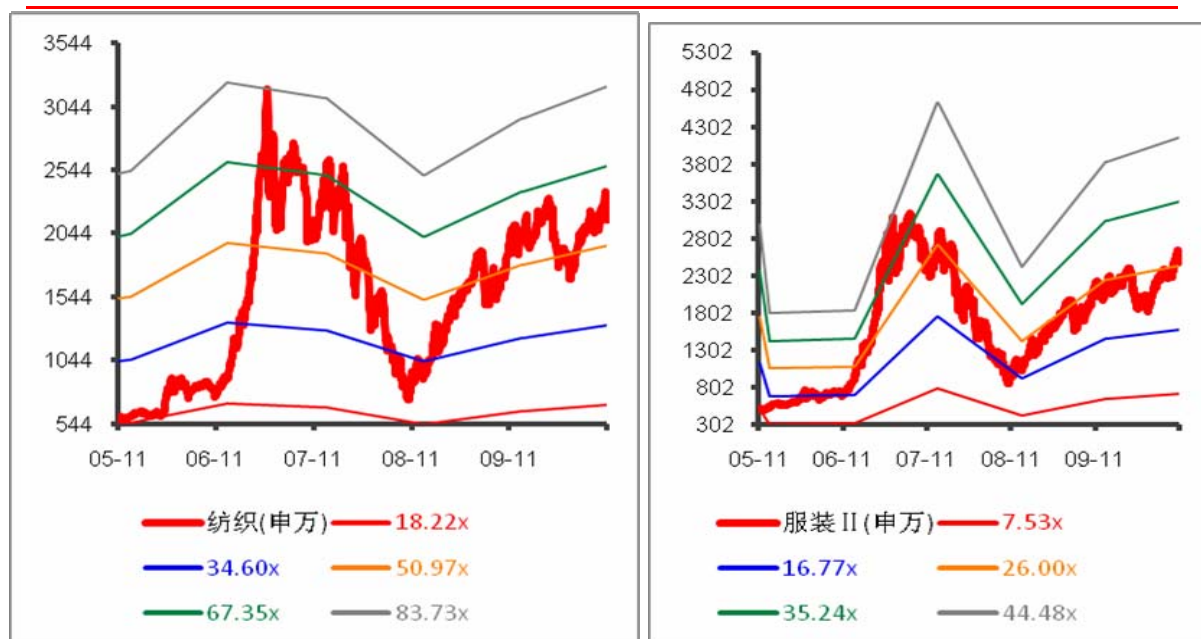
综合最近一年纺织服装行业指数的表现来看，纺织服装板块在过去一年的时间中，都是较大幅度跑赢沪深 300 指数，跑赢的主要原因在于在市场对内需、消费类的热捧，当然行业运行相对平稳为主因。从短期来看，在近两个月行业指数跑输沪深 300 指数，主要在于该板块的估值溢价一直处于历史高位，需要有释放的窗口，但是行业整体增长平稳，再加上明年有关收入分配制度改革等政策的支持，让我们对明年整体板块尤其是品牌类企业跑赢沪深 300 指数抱有期望。

图 11 纺织服装行业指数与沪深 300 对比



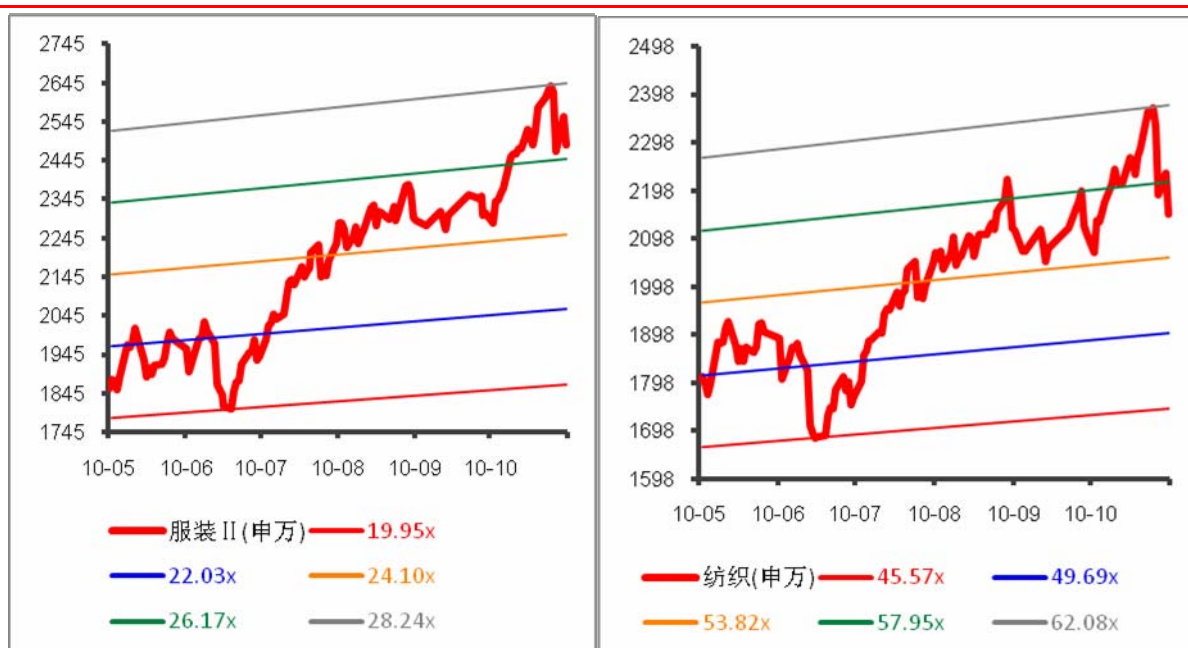
数据来源: Wind, 上海证券

图 12 纺织服装板块 Pe-band 近 5 年



数据来源: Wind, 上海证券

图 13 纺织服装板块 Pe-band 近半年



数据来源: wind, 上海证券

我们选取纺织服装板块的一些具有代表性的上市公司来看，品牌服装行业 2010 年以来行业的几个重要指标都在不断的改善，毛利率、净利率、销售收入的平均增长都在逐季提升。家纺企业的增长则更上一层楼，行业三家上市公司的销售收入增长平均在 40% 左右，并且毛利率水平也在不断的改善。从纺织企业来看，由于棉价不断上涨，给公司带来一定的成本压力，从而毛利率逐级呈现下滑趋势，但是销售收入增长速度很快。整体而言，一方面由于今年内需强劲，另一方面有去年的低基数效应，2010 年全年行业的整体经营状况良好，但是，明年随着低基数效应的淡去，以及通货膨胀带来的不利影响，明年行业的增速可能下降，但依然将维持在一个相对较高的水平。

表 1 主要上市公司经营数据

		毛利率			净利率			销售收入同比增长		
		2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q1	2010Q2	2010Q3
002029	七匹狼	40.87	41.32	40.96	16.32	12.86	11.62	18.29	10.67	8.37
002154	报喜鸟	51.25	48.99	53.98	8.27	12.00	17.96	15.08	19.43	26.44
002269	美邦服饰	37.99	42.76	44.48	1.08	1.59	6.61	30.20	39.49	57.54
002425	凯撒股份	56.46	53.66	52.72	22.00	20.46	18.29	1.59	11.84	17.33
002494	华斯股份	0.00	22.90	23.00	0.00	13.37	13.40	0.00	0.00	14.91
300005	探路者	48.60	48.08	47.92	15.83	16.40	11.97	30.99	34.15	42.15
	平均	39.19	42.95	43.84	10.58	12.78	13.31	16.03	19.26	27.79
002293	罗莱家纺	39.57	39.31	37.79	13.96	11.70	12.61	40.81	59.43	56.03
002327	富安娜	46.66	46.41	45.79	14.34	10.54	9.89	39.30	40.25	33.61
002397	梦洁家纺	37.66	38.39	41.44	7.91	8.23	9.19	32.15	34.12	29.64
	平均	41.30	41.37	41.67	12.07	10.16	10.56	37.42	44.60	39.76
002042	华孚色纺	21.19	18.80	18.62	8.69	7.10	6.42	39.25	42.71	43.47
000726	鲁泰 A	33.90	33.80	32.84	15.14	17.47	17.23	19.64	21.95	22.95
002394	联发股份	21.03	20.92	20.00	10.03	9.21	8.96	46.45	42.28	48.28
	平均	25.38	24.51	23.82	11.29	11.26	10.87	35.11	35.65	38.24
002003	伟星股份	31.72	35.99	36.30	6.17	12.69	13.90	27.34	40.17	36.32
002291	星期六	45.25	49.27	47.14	9.26	11.33	7.47	31.31	18.03	24.90
600315	上海家化	48.71	52.59	53.27	6.24	9.68	8.40	14.69	10.69	11.38

数据来源：Wind, 上海证券

四、行业评级

维持纺织“中性”评级，服装“有吸引力”评级

一个行业的健康发展需要有一个良好的外部环境，而原材料的大幅波动，短期内可能会使部分企业收益，但从更长期的角度来看，并非益事，在棉花等原材料价格剧烈波动以及明年出口不振的情况下，对纺织板块继续给予“中性”评级。

服装板块，尤其是品牌类服装，在国家大力推进内需，提高居民收入水平的大背景下，给予我们足够的理由依然看好行业的发展前景，尤其是对一些具有一定品牌知名度、经营稳健的公司，更是投资的良好标的，维持服装“有吸引力”评级。

推荐组合：报喜鸟、美邦服饰、伟星股份、富安娜

表 2 纺织服装行业重点关注股票业绩预测和市盈率

股票代码	公司名称	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
002029	七匹狼	34.7	0.72	1.03	1.25	48	40	34	7	跑赢大市
002154	报喜鸟	29.37	0.73	0.87	1.03	40	34	29	5	跑赢大市
002269	美邦服饰	33.1	0.00	0.76	1.24	34	44	27	12	跑赢大市
002293	罗莱家纺	70.6	1.27	1.35	1.81	56	52	39	7	大市同步
002327	富安娜	38.15	1.12	0.99	1.21	34	39	32	5	跑赢大市
002397	梦洁家纺	44.98	1.89	1.49	2.25	24	30	20	4	跑赢大市
002003	伟星股份	27.69	0.85	1.15	1.37	33	24	20	5	跑赢大市
002269	美邦服饰	33.1	0.60	0.76	1.24	34	44	27	12	跑赢大市
002291	星期六	17	0.41	0.37	0.54	42	47	32	3	大市同步
行业平均						38	39	29	7	

资料来源：Wind，上海证券研究所，股价数据为2010年11月18日收盘价

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。