



光大证券

EVERBRIGHT SECURITIES

抵御成本上涨，品牌重估为王

—纺织服装业2011年投资策略

光大证券 纺织服装研究小组

首席分析师：李婕（执业证书编号F0050108120160）

联系人：谢宁铃

2010年12月

核心观点

行业判断

- ◆棉花等原材料价格维持高位，下游产品纷纷提价应对
- ◆人工成本呈长期上涨趋势
- ◆人民币升值继续，出口受压
- ◆内销保持旺盛，竞争更关注品牌定位、营销宣传

投资策略

- ◆品牌板块：看好具备品牌重估价值的公司
(希努尔、七匹狼、报喜鸟、罗莱、富安娜)
- ◆制造板块：看好掌握原材料、议价能力强、对成本上涨不敏感的龙头公司
(鲁泰A、嘉欣丝绸)

1

第一部分

2010年行业表现回顾

2010年行业回顾：板块股价与估值

- ◆ 板块2010年股价表现强于大盘
- ◆ 服装子板块表现最优

- ◆ 2010年纺织服装PE溢价提高
- ◆ 纺织板块vs沪深300PE溢价最高

图1 板块股价表现

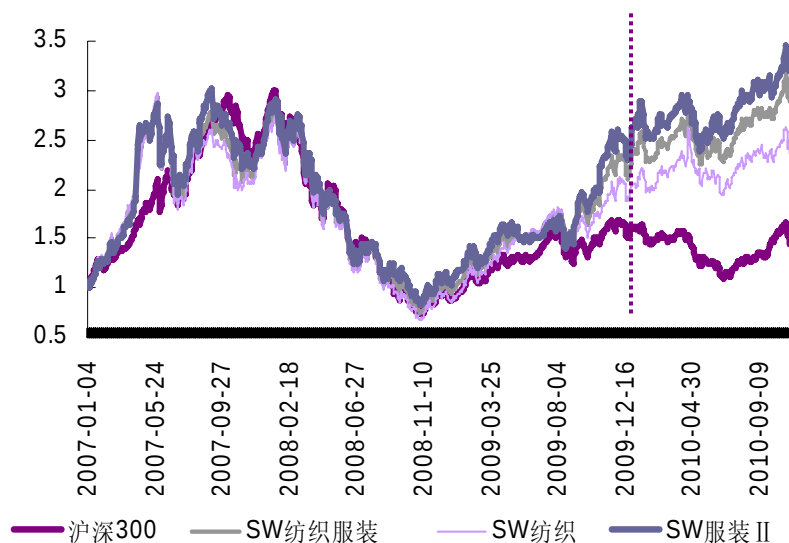
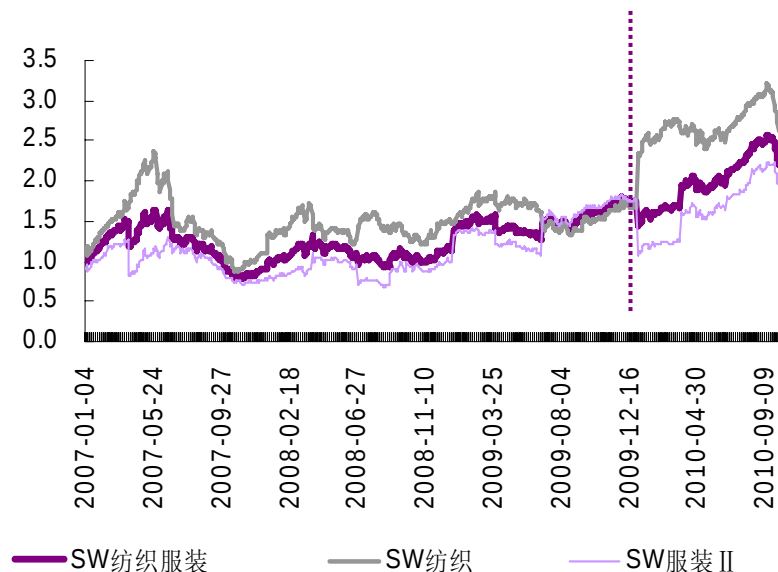


图2 板块相对估值



资料来源：Wind、光大证券研究所

2010年行业回顾：上市公司业绩

◆ 营业收入增速维持高位

◆ 3Q10增速开始放缓

◆ 净利润逐渐回升

◆ 纺织子板块同比增速高于整体

图3 2008年至3Q10营业收入增速%

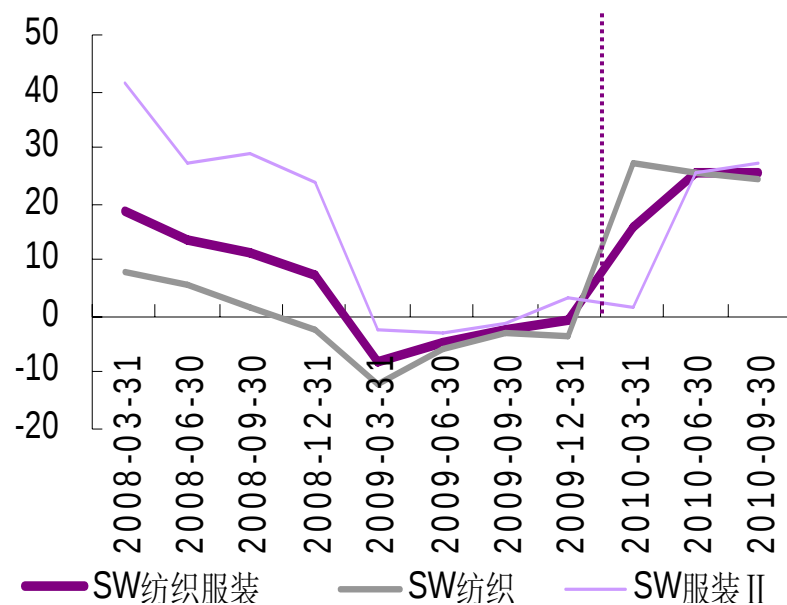


图4 2008年至3Q10净利润增速%



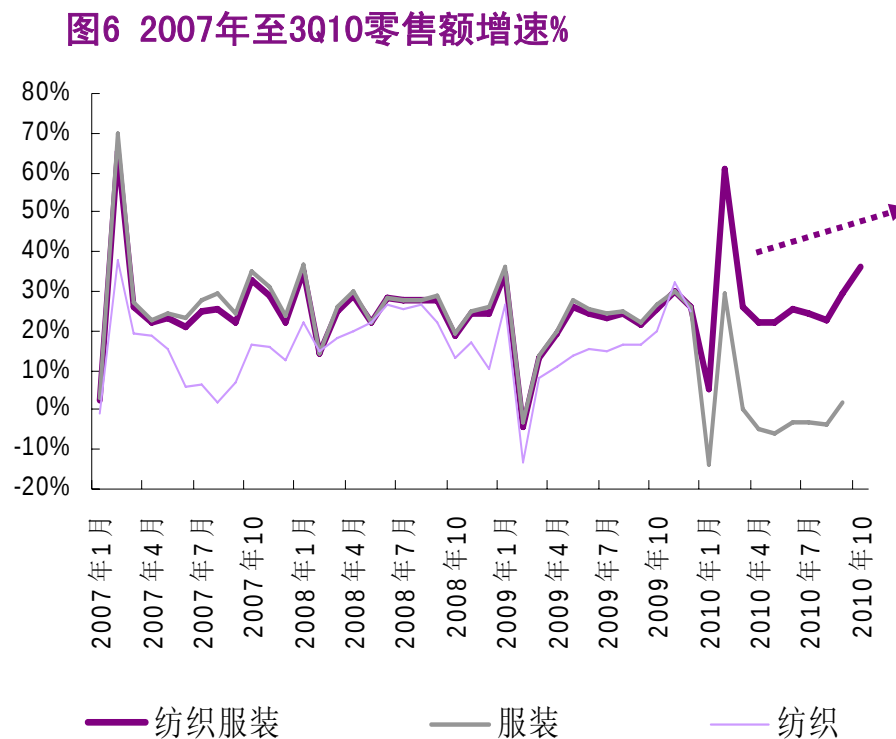
资料来源：Wind、光大证券研究所

2010年行业回顾：内销与出口

◆ 纺织服装出口增速回落



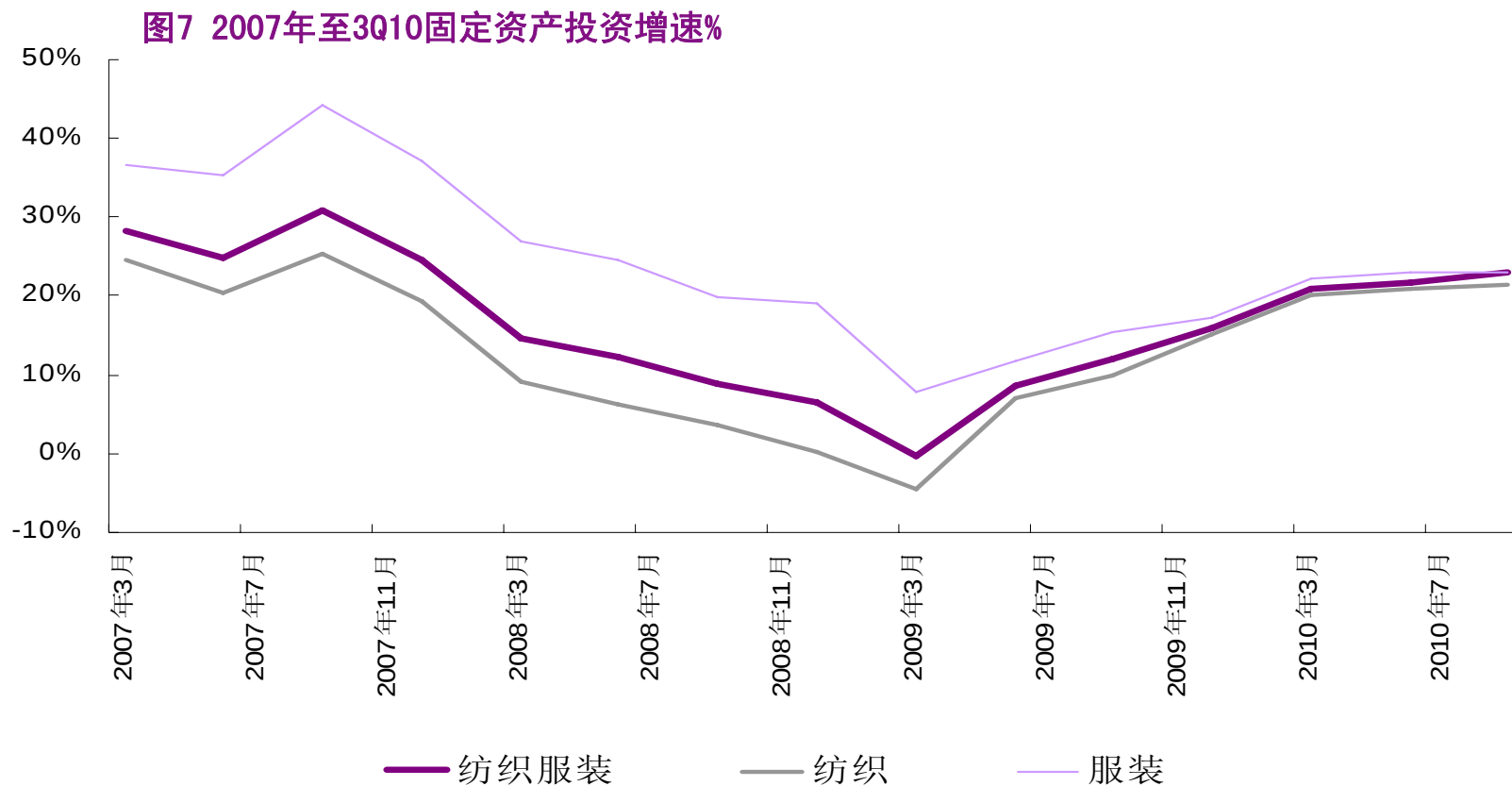
◆ 纺织服装国内零售旺盛



资料来源：Wind、光大证券研究所

2010年行业回顾：产能扩张

- ◆ 固定资产投资自2009年1季度见底后加速，但由于2009年基数高，因此投资增速在2010年前三季度逐渐趋缓



资料来源：Wind、光大证券研究所

2

第二部分

制造类：抵御成本上涨

制造类：行业判断—原材料

图8 2008年至3Q10主力328级棉价走势图

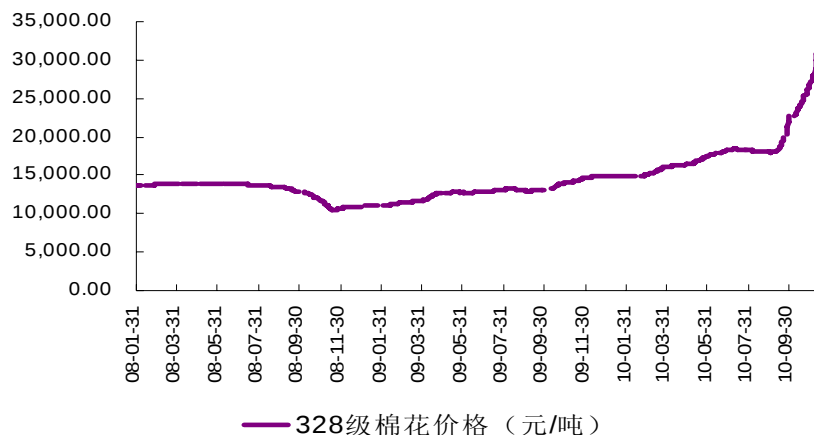


图9 2008年至3Q10美国Cotlook指数走势图

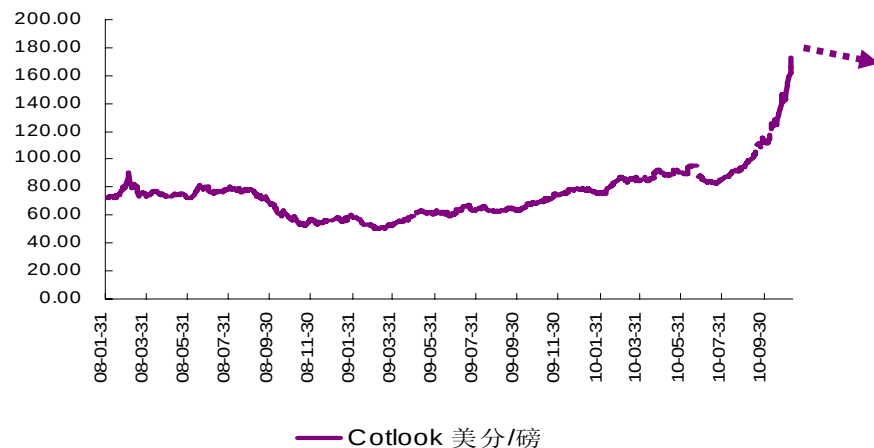
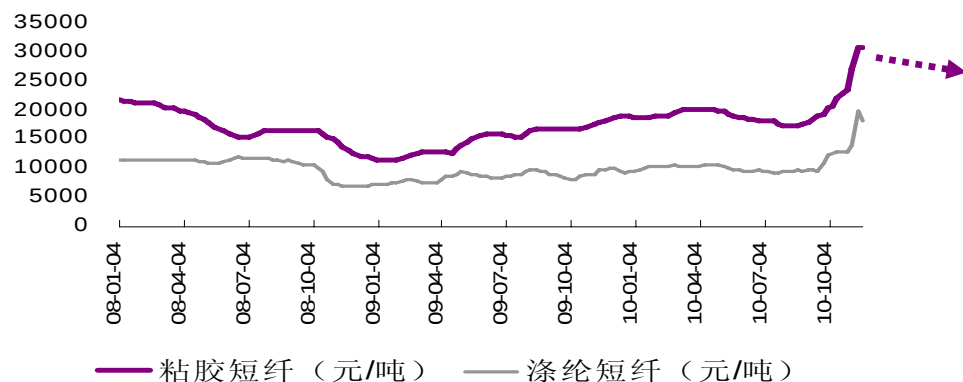


图10 2008年至3Q10粘胶涤纶价格走势



◆ 棉花价格在新棉上市后略有下滑，但在2011年仍将维持高位

资料来源：Wind、光大证券研究所

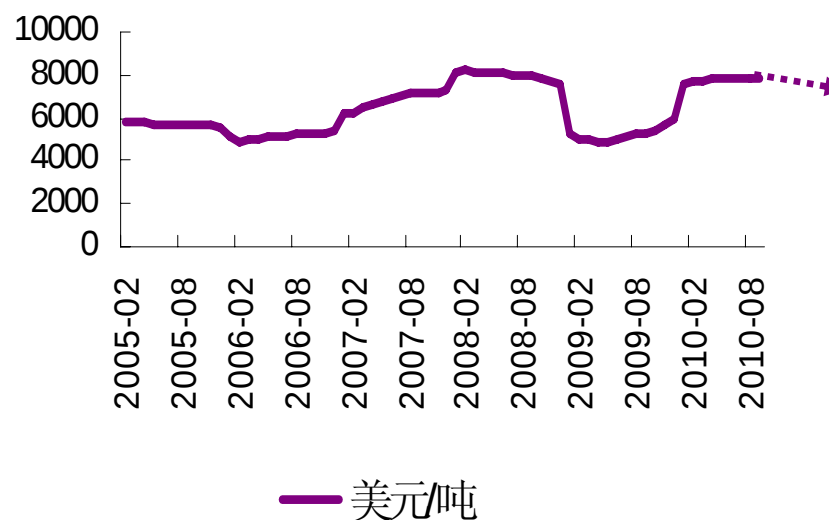
制造类：行业判断—原材料

- ◆ 丝绸、羊毛价格在流动性充裕、通胀加剧的前提下，有望于2011年年初小幅回落后维持高位

图11 2003年至2010年原料丝价格走势



图12 2003年至2010Q3羊毛价格走势

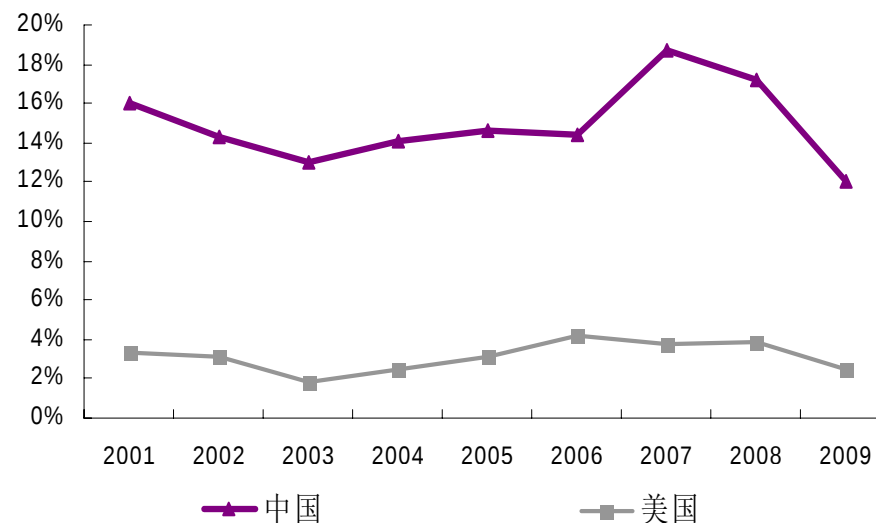
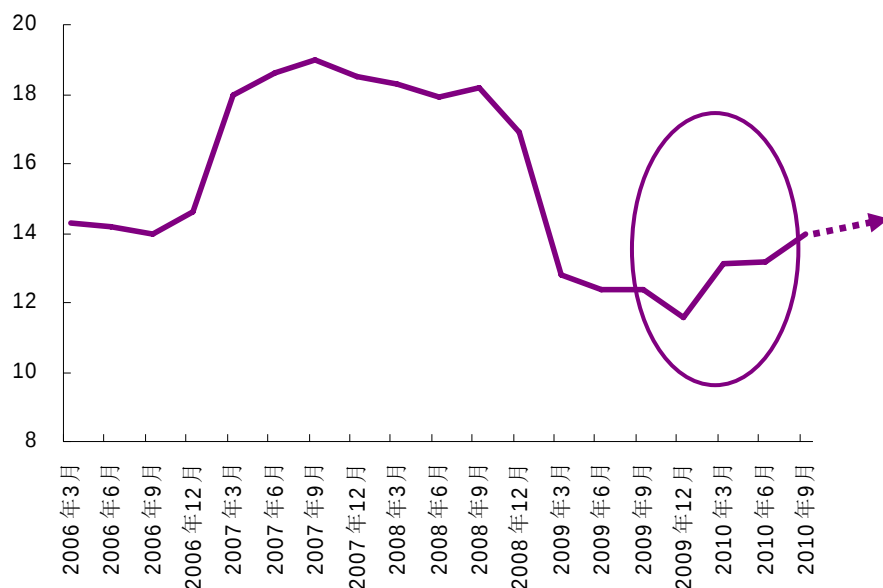


资料来源：CEIC、光大证券研究所

制造类：行业判断—人工

- ◆ 工资收入上涨加快：1) 促进消费支出，2) 提高了人工成本
- ◆ 中国vs美国：1) 中国自2001年以来人工增速一直快于美国，低劳动成本优势将逐渐消失；2) 美国人工增速低迷 => 消费支出不旺

图13 2006年至3Q10就业人员平均劳动报酬同比增长率% 图14 2001年至2009中美年薪同比增长率%

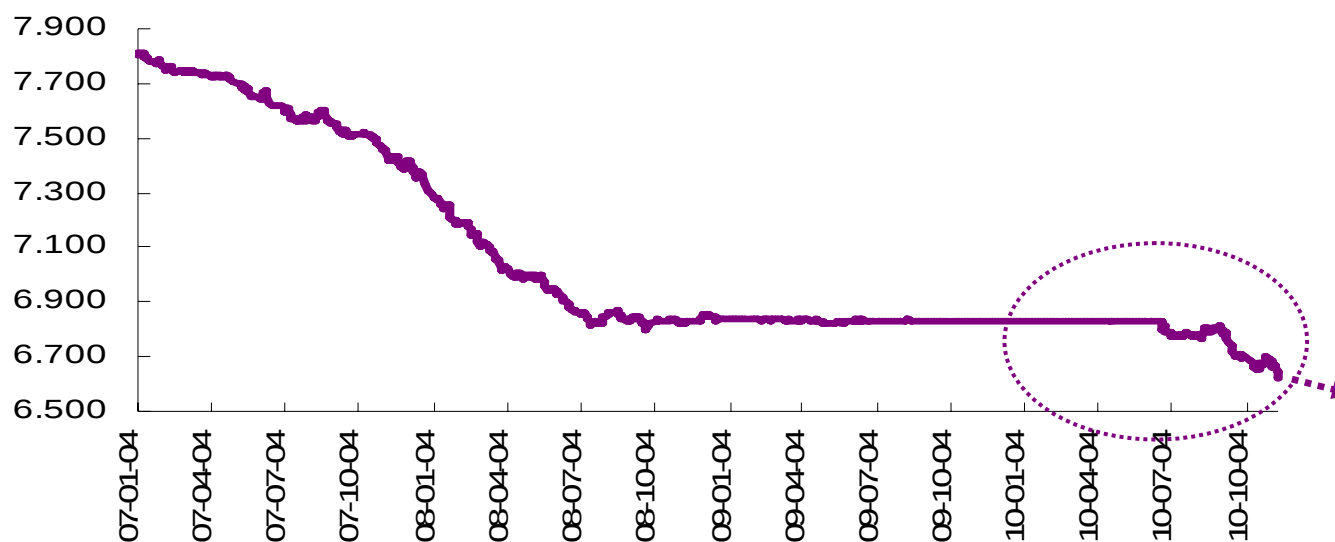


资料来源：Wind、光大证券研究所

制造类：行业判断—汇率

◆ 人民币vs美元：2011年预计升值~5%

图15 2007—2010美元兑人民币汇率中间价



资料来源：Wind、光大证券研究所

制造类：行业判断—出口

◆ 纺织服装出口增速：人民币升值+成本上涨 => 2011出口订单增速将下滑

图16 2007—10Q3纺织服装出口增速

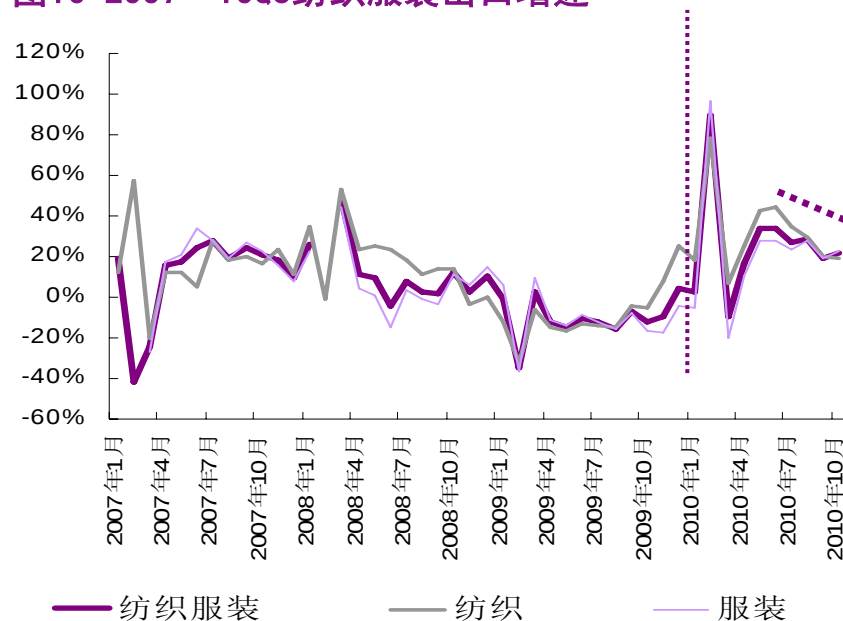
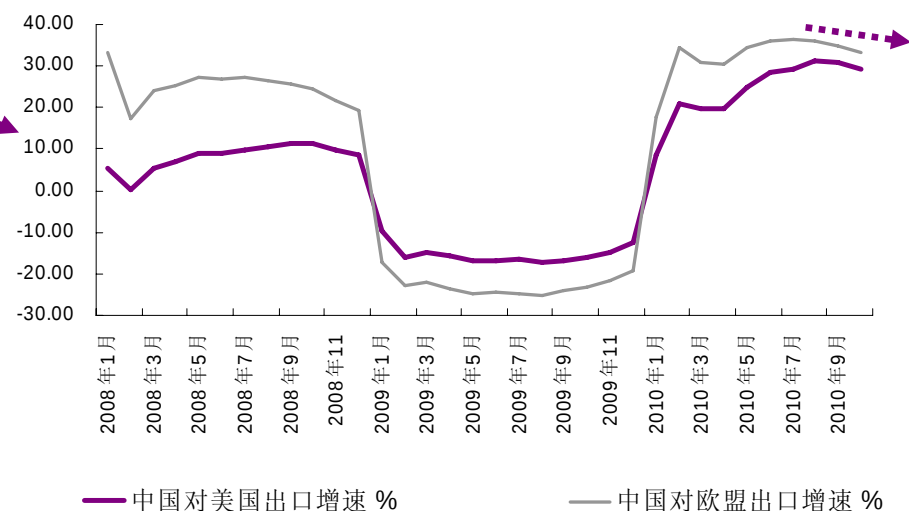


图17 2008—10Q3纺织服装对美、对欧增速



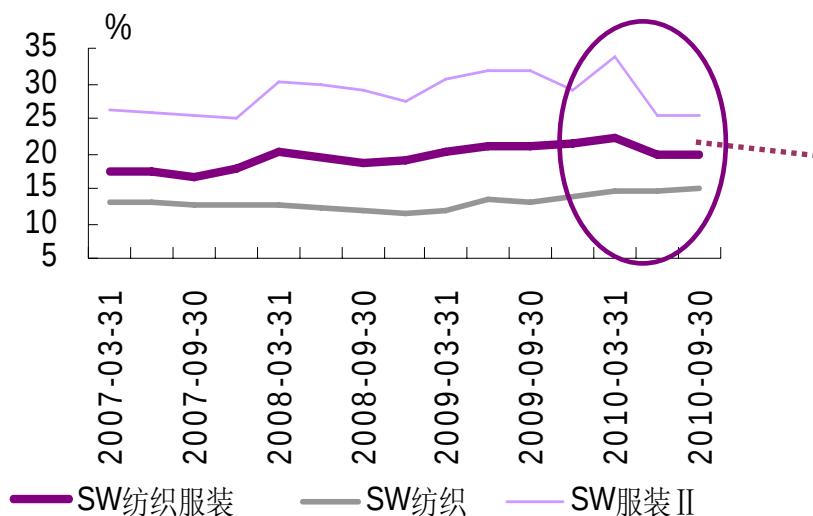
资料来源：Wind、光大证券研究所

制造类：投资策略

- ◆ 棉花等原材料价格维持高位
- ◆ 人工成本呈现长期上涨趋势
- ◆ 在成本上升和出口受压的两头困境下，2011年纺织板块毛利率将有所下降

- ◆ 纺织板块：受益低价备料，毛利率在前三季度有所回升；2011年低价库存消耗完毕，毛利率将有所下降
- ◆ 服装板块：通过提价、推出新品对冲成本上升，毛利率在1Q回落后保持平稳

图18 2007-3Q10纺织服装板块毛利率



资料来源：Wind、光大证券研究所

制造类：投资策略

抵御成本上涨：

- ◆ 逻辑1：产业链上能掌控原材料的公司，自给原料冲抵成本上涨风险
- ◆ 逻辑2：议价能力强的龙头企业
- ◆ 逻辑3：对原材料涨价敏感度不高的公司

公司	掌控原材料	议价能力强的龙头	对原材料涨价敏感度不高
鲁泰	★	★	
嘉欣	★	★	
金鹰	★		
华孚	★	★	
江苏阳光		★	
山东如意		★	
嘉麟杰			★
众和			★
风竹			★

3

第三部分

品牌类：看好品牌重估

品牌类：行业判断—内销

图19 1994—2009投资、消费、出口对GDP贡献占比

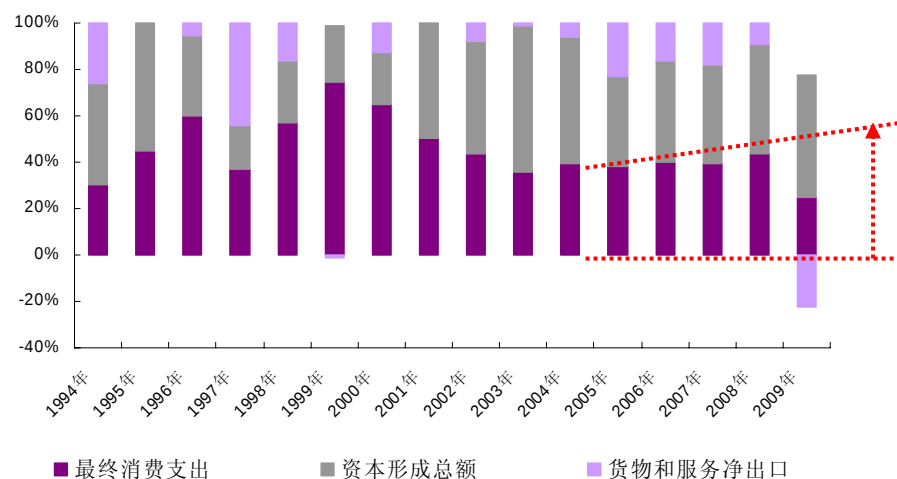


图20 纺织服装消费增速vs收入增速

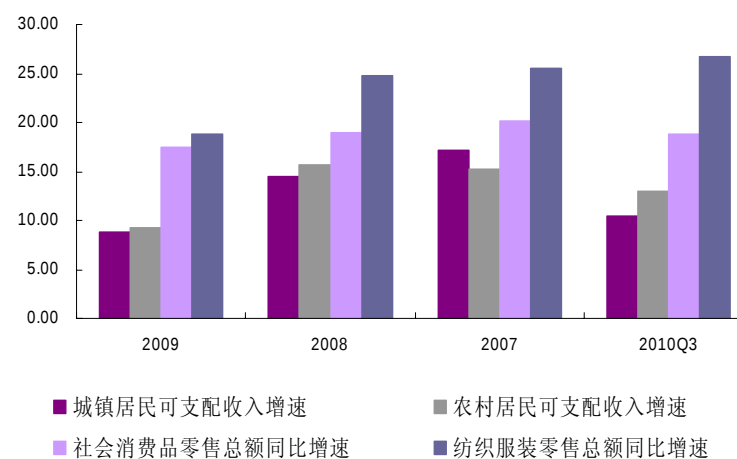
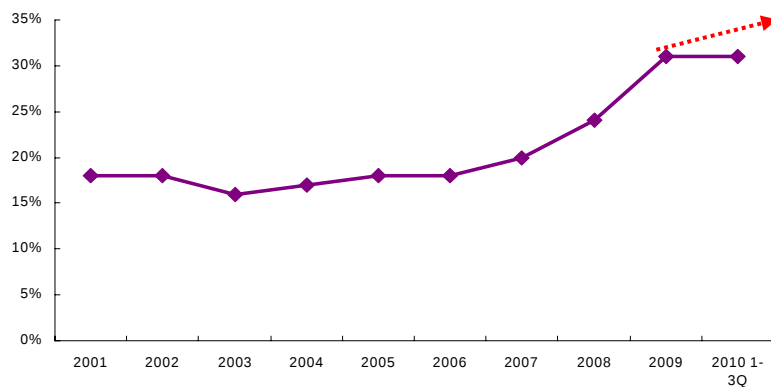


图21 2001—10Q3内销占比

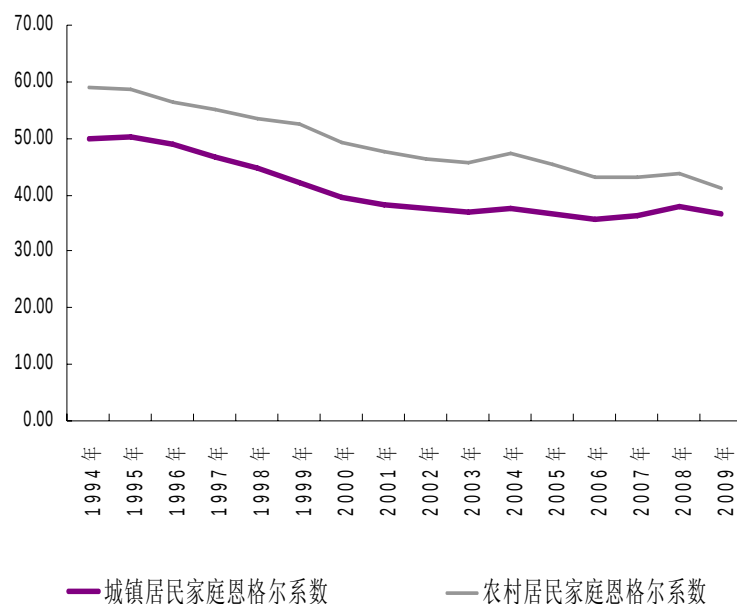


- ◆ 消费对GDP贡献度加大
- ◆ 服装零售额增速 > 社会消费品零售总额增速 > 居民收入增速
- ◆ 内销占比提高，出口波动影响下降

品牌类：行业判断—受益消费结构升级

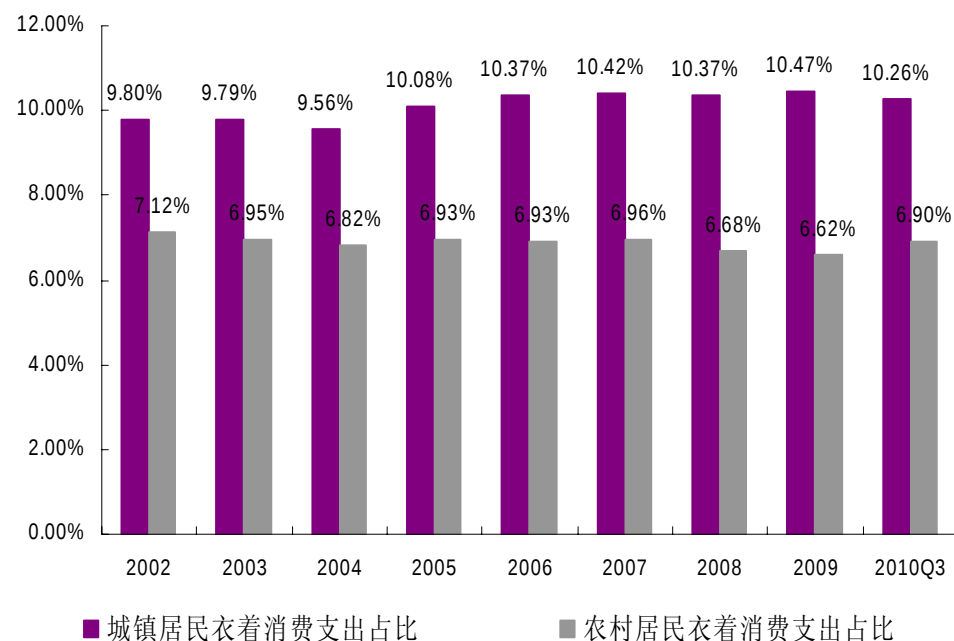
◆ 城镇、农村恩格尔系数均呈下降趋势

图22 城镇、农村恩格尔系数均呈下降趋势



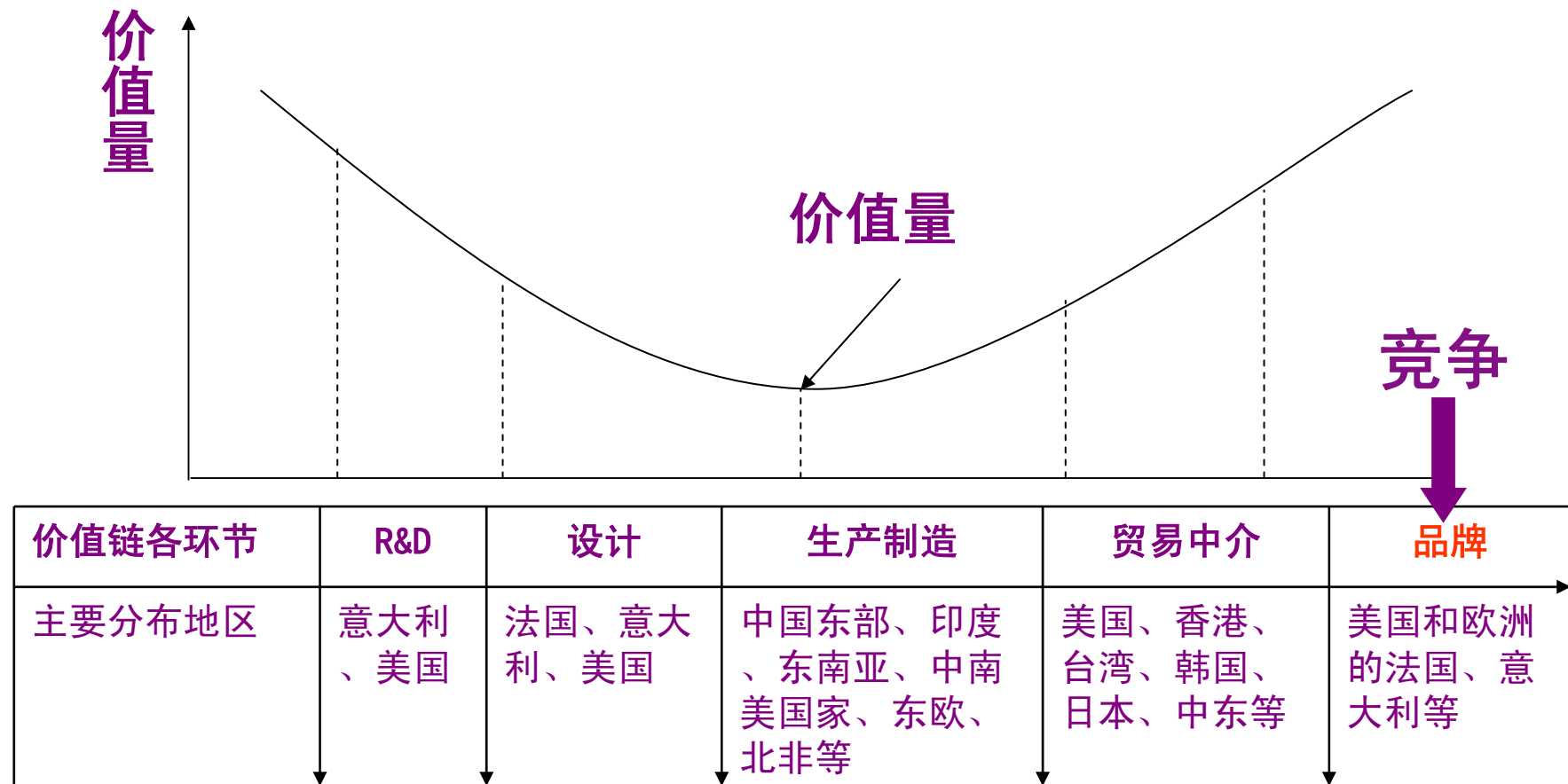
◆ 衣着类支出占比基本上逐年提升

图23 衣着类支出占比逐年提升



资料来源：Wind、光大证券研究所

投资策略：服装产业链价值区间分布



投资策略：品牌阶梯划分

层次	阶梯	属性	举例
1	个性品质、文化	如公平、美化生活、优雅、自信	注重情感性附加值
2	价值观		
3	感情性利益		
4	物质性利益	如耐用、方便	注重实体质量
5	产品特性	基本属性	

投资策略： 几大顶级品牌分析

	创始地及时间	属性 (个性品质及价值观)	设计	品牌推广
CHANEL 夏奈尔	巴黎1913	优雅简洁、方便，只做减法，经典，永远的时尚与个性	时装发展史上最具天赋的设计师	利用服装变革的时机，给予女性轻便感觉
DIOR	巴黎1946	华丽、时尚的可理解性、做工精细，象征法国时装文化的最高精神	天才设计大师DIOR	新的机会，新的爱情故事
VERSACE 范思哲	米兰1978	快乐、性感、神化色彩	设计风格鲜明	针对不同群体确定品牌分类
VALENTINO	罗马1962	奢华、优雅，永恒浪漫主义	革新者：字母装饰元素	使用世界级摄像师进行推广，298个精品店、和127个直营店
GIVENCHY 纪梵希	巴黎1952	优雅、时尚、简洁、女性化		为电影明星奥黛丽·赫本等设计服装<情归巴黎>
BOSS	德国1923	阳刚、职业白领	成功人士的专业形象	针对旗下品牌特点销售策略不同，550家专卖店

投资策略： 几大品牌经营及估值指标

股票名称	Net profit (USD)			2009 毛利率	2009 净利率	PE			2009 ROE	上市 地	NP CAGR
	2009A	2010E	2011E			2009A	2010E	2011E			
迪奥Dior	969	1,395	1,644	64	4	18	19	17	12	FP	12%
Burberry	130	290	365	63	6	38	24	20	25	LN	N. a.
路易威登LV	2,447	3,421	3,932	64	10	21	23	20	14	IX	10%
Hugo Boss	145	230	258	57	7	13	20	18	50	GR	16%
Esprit	545	529	608	55	13	13	13	11	30	HK	0%
H&M	2,134	2,746	2,925	62	16	21	20	19	42	SS	7%
Inditex	1,844	2,309	2,571	57	12	22	22	20	26	SM	12%
GAP	1,102	1,174	1,175	40	8	12	11	11	24	US	7%
NEXT	575	644	669	29	11	10	10	9	266	LN	7%
Ports	69	76	90	82	30	26	20	17	19	HK	14%
Guess	243	270	309	44	11	15	15	13	27	US	13%
李宁	138	168	194	47	11	29	17	15	41	HK	23%

投资策略：品牌等级对应的PEG判断

PEG逐步提升

层次	对应的PEG
5个性品质	1.5以上
4价值观	1.2-1.5
3感情性利益	0.9-1.2
2物质性利益	0.6-0.9
1产品特性	0.60以下

投资策略：国内品牌相关分析

	属性	品牌系列	品牌推广
七匹狼	诠释“进取”“拼搏”精神、“强者风尚”的“狼文化”，核心品牌理念“追逐人生，男人不只一面”	以红、绿、蓝标和童装、女装、圣沃斯为主的产品体系，各系列共同使用七匹狼品牌，并从红狼中衍生出高端紫标、从绿狼中衍生出来低端米标	赞助各类公共活动（KOC车王争霸赛、帆船赛、马球赛、高尔夫球赛、财经风云榜名仕之夜以及名士堂），从单一的央视传播拓展为电视、户外、报刊、杂志、网络相结合的传播体系。邀请四大影帝孙红雷、张震、胡军、张涵予做代言人，品牌推广费占收入7-8%。
美邦	定位时尚、年轻，例如夏季的MTEE系列列联手美国梦工厂旗下最受欢迎的近20个卡通形象，主打Kidult文化与潮流的结合，针对有着小孩特质心态、心境、个性、趣味的成年人。	MB、MC（成人装、童装）、网络品牌AMPM	MB聘请了周杰伦、潘韦伯、张韶涵多位国内顶级当红明星为品牌代言，先后赞助了加油好男儿、快乐大本营等多档热播电视节目。M&C品牌定位成时尚度、品质、档次、目标消费人群年龄均高于MB品牌的类国际品牌，聘请米勒、奥兰多布鲁姆等多位国际巨星为品牌代言。
报喜鸟	正装定位中高档市场，主导的商务系列针对30—45岁文人雅士、企业精英等，品牌定位为不呆板、不张扬、不保守、不极端的新绅士系列。休闲系列兼具时尚、活泼和高贵、儒雅、精致。	形成报喜鸟、宝鸟和圣捷罗三大品牌，分别定位于男士商务正装、职业服和休闲时尚服饰。	在2006年6月率先推出报喜鸟VIP俱乐部，为会员度身定制个性化服饰产品，以及休闲、健康娱乐等增值服务项目。圣捷罗聘请古天乐担任形象代言人。
希努尔	男正装以实用性为主，未来逐渐提升产品质量与品味，改进零售终端形象，定位从中低端趋向中高端，突出欧版设计和国际化风格。	核心品牌“希努尔”、新品牌“美尔顿”、礼服品牌“新郎”	终生免费干洗、以旧换新、三件套、量身定制；全国统一价，从不打折；形成了包括电视广告、平面广告、户外广告、店铺广告在内的全方位、多角度的广告宣传策略。近期，加大了在央视的广告投放，突出公司产品“免费干洗”的特殊服务，提高产品知名度。

投资策略：国内品牌相关分析（续）

	属性	品牌系列	品牌推广
凯撒	中国高端服饰运营商，皮装、女装和男装占收入比重各约为1/3。公司女装定位35—55岁事业有成女性，套装均价2000—4000元；男装定位高品位，高收入的成功男士，涵盖“正装与休闲”产品	唯一核心品牌“凯撒”	打造“王者归来”的品牌内涵。公司各零售终端店面在设计和陈设上突出奢华、品位的文化特点；聘请品牌形象代言人，在全国大中城市举行名流PARTY等公关推广活动；向社会精英人士关注的电视节目投放特定广告；在高档时装杂志如《时尚》、《时尚先生》，及国内多个机场和国际航空、南方航空、东方航空等杂志刊登品牌宣传广告；参加国际、国内著名时装发布会。
富安娜	以“创造美好睡眠生活”为经营理念，讲求艺术性、搭配和谐，色彩丰富。2006，提出艺术家纺品牌定位。	核心品牌“富安娜”、明星品牌“馨而乐”、高端品牌“维莎”、大众品牌“圣之花”、新品牌“劳拉夫人”	加大了广告的投放力度，其中馨而乐品牌于上半年聘请了台湾艺人吴佩慈为形象代言人。
罗莱家纺	定位中高档，以欧化、典雅浪漫的风格展现女性优雅气质。秉承“引导家居文化，创造美好生活”使命，为消费者创造高品质家居生活和健康睡眠体验。	罗莱、SHERIDAN、SAINT MARC、DISNEY 及其他诸多国际代理品牌、超市品牌“帝馨”、网购品牌“Lovo”	在央视3套、8套推出广告，聘请李嘉欣为形象代言人
梦洁家纺	宣扬爱家文化，体现社会关爱	多系列“梦洁”牌、奢侈品牌“寐”、专业儿童品牌“梦洁宝贝”、网购品牌“觅”	在终端开辟文化专区，推出“爱家文化系列丛书”、“婚姻家庭辅导”、“亲子教育”等书籍，弘扬爱家理念；推行“特别关爱”的营销服务，累计投入上千万元举办社会公益活动；创办湖南省梦洁杯少儿书法大赛；举办“梦洁杯”全国五好文明家庭评选活动

重估来源1：向目前所处品牌层级PEG的靠近

企业	所处品牌层级	品牌层级对应合理PEG范围	公司合理PEG	公司未来3年业绩复合增长率	公司目前重估合理PE
七匹狼	3.0	0.9-1.2	1.15	30%	35.0
美邦	3.0	0.9-1.2	1.14	31%	35.3
报喜鸟	3.0	0.9-1.2	1.16	29%	33.9
希努尔	3.0	0.9-1.2	1.02	37%	38.1
凯撒	3.0	0.9-1.2	1.15	30%	34.6
富安娜	3.0	0.9-1.2	1.16	32%	37.1
梦洁家纺	3.0	0.9-1.2	1.16	26%	30.2

重估来源2：未来品牌层级提升预期带来的重估

企业	目前所处品牌层级	未来3年可能提升到的品牌层级	提升后层级对应合理PEG	提升后公司应该达到的合理PE
七匹狼	3.0	4.30	1.25	38.0
美邦	3.0	4.30	1.25	38.8
报喜鸟	3.0	4.35	1.26	36.8
希努尔	3.0	4.25	1.21	45.3
凯撒	3.0	4.40	1.30	39.1
富安娜	3.0	4.40	1.30	41.6
罗莱家纺	3.0	4.35	1.26	45.0
梦洁家纺	3.0	4.37	1.28	33.3

品牌重估汇总

企业	目前公司PE (11年)	目前公司所处品牌 层级对应合理PE	未来公司层级提升 后对应合理PE
七匹狼	30	35	38
美邦	34	35	39
报喜鸟	29	34	37
希努尔	30	38	45
凯撒	43	35	39
富安娜	36	37	42
罗莱家纺	38	41	45
梦洁家纺	33	30	33

品牌类：投资标的

◆ 希努尔

- 多品牌战略，定位清晰
- 希努尔品牌向上提升，符合消费升级
- 免费干洗，营销创新
- 三四线市场前景广阔

业绩预测和估值指标					
指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	888	850	1,052	1,334	1,632
净利润（百万元）	105	111	146	202	288
每股收益	0.52	0.56	0.73	1.01	1.44
每股自由现金流(FCFF)	0.09	0.61	0.28	-0.81	0.69
经营性ROIC	20.12%	18.63%	20.70%	18.18%	22.70%
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.98%	24.89%	9.51%	11.57%	14.27%

品牌类：投资标的

◆ 七匹狼

- 核心理念“追逐人生，男人不只一面”被广泛接受
- 绿标、红标、蓝标覆盖不同消费者，紫标和米标向高低两端延伸
- 实施全方位营销，电视、户外、杂志、网络、活动互为补充
- 率先转向内部管理提升，夯实明日发展基础

业绩预测和估值指标					
指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1,653	1,987	2,362	2,724	3,209
营业收入增长率	88.56%	20.24%	18.87%	15.29%	17.81%
净利润（百万元）	153	204	277	356	452
净利润增长率	72.50%	33.27%	36.09%	28.14%	27.20%
EPS（元）	0.54	0.72	0.98	1.26	1.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.79%	14.86%	17.42%	18.82%	19.96%

品牌类：投资标的

◆ 报喜鸟

- 报喜鸟品牌定位高端
- 圣捷罗品牌主打年轻休闲化市场，2011年开始盈利
- VIP营销赢得顾客忠诚
- 提价转移成本压力

业绩预测和估值指标					
指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	938	1,092	1,384	1,688	2,106
营业收入增长率	100.22%	16.41%	26.78%	21.97%	24.73%
净利润（百万元）	123	185	254	319	399
净利润增长率	48.20%	50.51%	37.44%	25.33%	25.15%
EPS（元）	0.42	0.63	0.87	1.08	1.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.54%	11.59%	13.69%	14.99%	16.22%

品牌类：投资标的

◆ 罗莱

- 定位中高档，以欧化、典雅浪漫的风格展现女性优雅气质
- 新推出针对中小城镇的“优家”品牌、专攻超市渠道的“帝馨”品牌
- 高成长有望保持

业绩预测和估值指标					
指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	903	1,145	1,567	2,126	2,708
营业收入增长率	19.50%	26.88%	36.79%	35.70%	27.37%
净利润（百万元）	110	144	202	275	361
净利润增长率	29.27%	31.26%	39.95%	35.84%	31.44%
EPS（元）	0.78	1.03	1.44	1.96	2.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	36.93%	10.88%	14.12%	16.29%	17.88%

品牌类：投资标的

◆ 富安娜

- 确立艺术家纺品牌定位，搭配和谐，色彩丰富，特点突出
- 副品牌馨而乐开始发力，启动宣传战，收入增长迅猛
- 四川设厂，布局大西南
- 直营占比高，保证毛利率

业绩预测和估值指标					
指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	681	792	1,024	1,349	1,733
营业收入增长率	15.34%	16.31%	29.37%	31.70%	28.50%
净利润（百万元）	66	86	115	151	198
净利润增长率	12.65%	30.96%	33.07%	31.58%	31.35%
EPS（元）	0.49	0.64	0.86	1.13	1.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	29.73%	8.26%	10.37%	12.34%	14.41%

谢谢！

光大证券 纺织服装研究小组

首席分析师：李婕（执业证书编号：F0050108120160）

021-2216 9107 lijie_yjs@ebscn.com

联系人：谢宁铃 021-2216 9127 xienl@ebscn.com