

湘财证券研究所

纺织服装行业

吴晓宇

Tel: 021-68634510-8227

E-Mail: wxy2898@xcsc.com

刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

相关报告:

1,《三大家纺企业比较研究-三强争霸,孰能获胜?》-2010/07/01

2,《看好家纺行业、关注优势龙头,2010 年纺织服装中期投资策略》-2010/06/30

投资要点

□ **坚定看好 2011 年纺织服装行业,分别上调服装和纺织板块至买入和增持评级。**随着内需市场地位日趋显著以及中高收入人群比例迅速提升,加上城乡居民的收入水平在“十二五”将继续保持稳步增长,这些都为纺织服装内需市场的蓬勃发展提供了强有力的保障。随着城镇化水平的进一步提高,三、四线城市的服装消费也将引来更大的发展空间。我国人均 GDP 今年有望超过 4000 美元,服装内需市场将迎来黄金发展期。

□ **行业出口增速将有所回落。**美国新一轮的量化宽松政策以及欧洲债务危机使得发达国家的失业率依旧维持在高位,今年良好的出口形势更多还是由于各国政府强有力刺激政策以及 09 年低基数效应所致。人民币的升值压力在 2011 年也将进一步增强,主要来自于:1,美欧日等发达国家的政治压力;2,国家外汇储备、贸易顺差以及外商直接投资等影响汇率相关指标在近十年大幅攀升;3,国际热钱大量流入中国市场以图获取巨额利润。棉花产量持续下降、超预期的需求复苏以及过低的库存将使得高棉价成为一种常态,预计明年棉价将在 2-2.5 万/吨区间高位波动。粘胶和涤纶在棉价带动下亦出现飙涨。高企的原材料价格将是明年纺织服装企业面临的重大风险。预计全行业出口增速在不具有低基数效应的 2011 年将降至 10%左右。

□ **看好处于微笑曲线两端,估值合理的行业龙头。**处于微笑曲线两端的企业能赚取更高附加值,同时也具有更强的抗风险能力。对于微笑曲线左端企业,我们认为优势企业应具备不断加强研发投入,提高规模优势和产品档次,争取定价权从而降低原材料价格风险和汇率风险等特质。对于微笑曲线右端企业,我们认为优势企业在渠道快速拓展阶段应具备注重费用控制、选择多品牌、多产品线经营、保证产品品质以及不断加强对加盟商管理等特质。优势企业在渠道精耕细作阶段应具备全面加强品牌建设以提高品牌美誉度和消费者忠诚度、努力提高供应链水平并最终实现差异化竞争力等特质。

□ **投资组合:七匹狼+搜于特+华孚色纺+家纺子行业。**

重点公司推荐

代码	公司	现价	核心 EPS (扣除非经营性和非经常性损益)					评级
			09A	10E	11E	12E	CAGR_10-12	
002029	七匹狼	35.45	0.81	1.06	1.33	1.66	27%	买入
002503	搜于特	96.25	0.65	1.06	1.82	3.05	67%	买入
002042	华孚色纺	26.60	0.67	1.39	1.69	2.08	46%	买入
002293	罗莱家纺	79.10	0.99	1.48	1.85	2.25	31%	买入
002327	富安娜	42.17	0.59	0.88	1.06	1.33	31%	买入
002397	梦洁家纺	43.84	0.66	0.98	1.29	1.59	34%	买入

数据来源: 湘财证券研究所

目录

一、2010 年年度回顾	4
二、内需市场服装消费迎来黄金发展期	5
2.1 内需市场地位日趋显著	5
2.2 城乡居民收入增速趋于稳定	5
2.3 中高收入人群比例迅速提升将有效拉动国内服装消费	6
2.4 我国将迎来服装消费黄金发展期	7
三、行业出口增速将有所回落	8
3.1 外需疲软以及汇率风险依旧值得警惕	8
3.2 原材料价格剧烈波动乃最大风险	9
3.3 预计 2011 年纺织服装出口增速将降至 10%	10
四、看好处于微笑曲线两端、估值合理的行业龙头	11
4.1 处于微笑曲线两端企业能赚取更高附加值，具有更强的抗风险能力	11
4.2 微笑曲线左端企业如何突围	12
4.3 微笑曲线右端企业如何突围	12
五、投资组合：七匹狼+搜于特+华孚色纺+家纺子行业	13
5.1 七匹狼（002029.SZ）：买入（维持）	13
5.2 搜于特（002503.SZ）：买入（首次）	14
5.3 华孚色纺（002042.SZ）：买入（维持）	15
5.4 家纺子行业（罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺）：买入（上调）	15
湘财证券投资评级体系	17
重要声明	17

图目录

图表 1: 我国服装行业内需市场消费占比稳步提升	5
图表 2: 城镇居民人均可支配收入和人均衣着消费稳定增长	
图表 3: 农村居民人均可支配收入和人均衣着消费稳定增长.....	6
图表 4: 中高收入人群比例增长迅速将有效拉动国内服装消费.....	7
图表 5: 美国人均GDP超过 3000 美元服装消费进入快速增长期	
图表 6: 我国人均GDP已接近 4000 美元, 服装消费市场前景广阔.....	7
图表 7: 中高收入人均比例增长迅速将有效拉动国内服装消费.....	8
图表 8: 发达国家失业率依然高企, 外需复苏路漫漫	
图表 9: 2011 年人民币升值风险高于 2010 年.....	9
图表 10: 我国贸易顺差、FDI以及外汇储备持续增长	
图表 11: 大量热钱进入中国 (热钱=外储增加量-FDI-贸易顺差)	9
图表 12: 2011 年棉价仍将在 2-2.5 万/吨区间波动	
图表 13: 化纤价格在棉价带动下也出现飙涨	10
图表 14: 纺织服装出口同比增幅	
图表 15: 纺织服装出口累计增幅.....	11
图表 16: 纺织服装企业按微笑曲线分类	11
图表 17: 七匹狼销售收入和核心净利润数据	
图表 18: 七匹狼盈利能力.....	14
图表 19: 搜于特销售收入和核心净利润数据	
图表 20: 搜于特盈利能力.....	14
图表 21: 华孚色纺销售收入和核心净利润数据	
图表 22: 华孚色纺盈利能力.....	15

表目录

表格 1: 2010 年行业数据回顾	4
表格 2: 高中低收入者服装消费弹性比较	6
表格 3: 微笑曲线左端企业竞争力比较	12
表格 4: 微笑曲线右端企业竞争力比较	13
表格 5: 七匹狼盈利预测表	13
表格 6: 搜于特盈利预测表	14
表格 7: 华孚色纺盈利预测表	15
表格 8: 家纺子行业盈利预测表	16

一、2010 年年度回顾

纺织服装行业在 2010 年的表现可圈可点。由于出口市场反弹大超预期、内需市场保持持续快速稳定增长以及企业利润水平的不断提高，纺织板块和服装板块相对大盘溢价分别高达 20% 和 29%。10 月开始，随着原材料价格一路疯涨以及美国新一轮宽松刺激政策的提出，纺服板块溢价大幅下降，10 月中旬板块溢价甚至跌落至 9% 和 15%。随着企业三季报显示业绩普遍符合预期、原材料价格触顶回落以及投资者对政府紧缩政策的预期逐渐强化，具有良好防御性的纺服板块再一次走强。审视 2010 年纺织服装板块，我们认为具有持续稳定的业绩、良好的品牌美誉度以及合理估值的企业一定能够脱颖而出，如美邦服饰、七匹狼、报喜鸟以及家纺子行业等。而这些企业大都属于服装板块（我们将家纺行业归类于服装板块中），这也是我们在 2011 年上调服装板块评级至“买入”的重要原因之一。传统制造型企业如果有国内渠道拓展规划或者已经做的不错的话，他们的股价表现也基本令人满意，如山东如意、瑞贝卡、红豆股份等。像中银绒业、新民科技、鲁泰 A 这类具有原材料资源的企业在下半年原料价格大涨时也取得了不错的表现。相反，像我们此前一直看好的航民股份这类现金流充沛的白马股却表现平平。对于这类企业，我们认为更适合长期稳健型投资。展望 2011 年，随着越来越多的纺织服装公司陆续上市，我们认为纺服板块将越来越受到投资者的亲睐，随着内需地位的逐步提高以及中高收入人群比例的不不断提升，消费者会越来越重视自身的穿衣打扮。我们坚定看好 2011 年纺织服装行业的投资价值。

表格 1：2010 年行业数据回顾

	纺织品	服装类	城镇	农村	汇率	原材料价格	失业率
相对大盘溢价（截止 12 月 3 日）	20%	29%					
出口累计增幅（截止 10 月）	29%	19%					
百家零售累计增幅（截止 9 月）	16%	24%					
限额零售累计增幅（截止 10 月）		27%					
居民可支配收入增速（截止三季度）			10.5%	13.1%			
居民衣着消费增速（截止三季度）			10.4%	15.0%			
美元（截止 11 月）					升值 2.52%		
欧元（截止 11 月）					升值 8.66%		
日元（截止 11 月）					贬值 6.08%		
国内 328 级棉花（截止 12 月 2 日）						上涨 76%	
涤纶短纤（截止 11 月 26 日）						上涨 65%	
黏胶长丝（截止 11 月 26 日）						上涨 47%	
美欧日（截止 10 月）							仍在高位

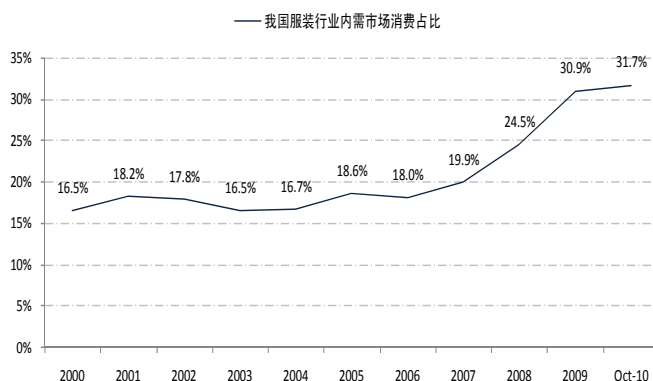
数据来源：Wind，CEIC，湘财证券研究所

二、内需市场服装消费迎来黄金发展期

2.1 内需市场地位日趋显著

2000-2006 年,由于出口行业景气度持续高企,国内居民人均 GDP 刚踏入 2,000 美元这一代表消费升级的门槛(2000-2006 年我国居民人均 GDP 从 1,038 美元提升到 2,064 美元),内销市场还刚启动,因此国内服装行业消费占总消费比重一直缓慢上升。2007 年以来,随着我国人均 GDP 以年均 22% 的增速快速攀升至 2009 年的 3,735 美元,以及从 08 年开始的全球金融危机导致发达国家外需大幅回落,至今仍处于脆弱复苏状态,服装消费内需比重大幅提升至今年 10 月的 31.7%。我们认为从目前日益显著的内需地位来说看,国内市场的竞争将更为激烈,而那些最终胜出的企业必将给投资者带来可观的回报。

图表 1: 我国服装行业内需市场消费占比稳步提升

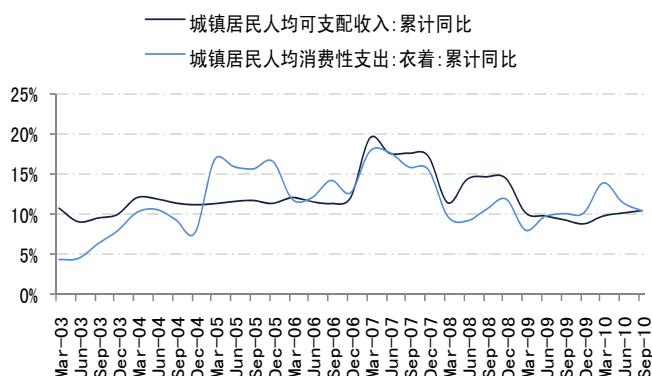


数据来源: Wind, 湘财证券研究所

2.2 城乡居民收入增速趋于稳定

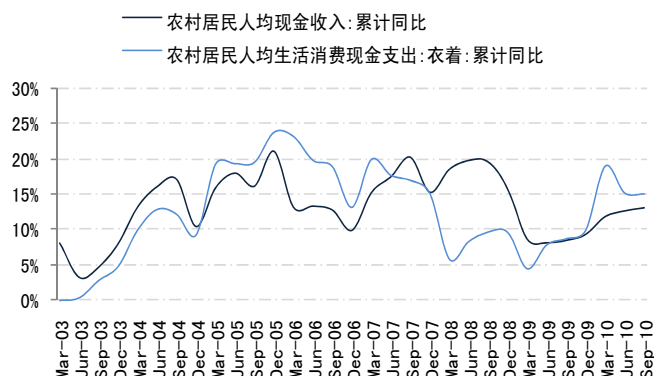
2003-2009 年,我国 GDP 年均增长 12.83%,城乡居民年均收入增速分别为 12.17%和 12.80%,居民收入增速低于经济增速。在本次“十二五”规划中,为了到 2020 年全面实现小康社会,我国将努力实现居民收入增长和经济发展同步,农村居民收入增速快于城市居民,中等收入群体持续扩大以及收入差距逐步缩小等目标。鉴于未来 5 年我国经济发展将更重视调结构,因此经济增速较“十一五”会有所放缓。从这点来看,我们认为城乡居民收入增速在未来 5 年将在 10%-12% 的区间内稳定增长。由于服装消费和居民收入增速的高度同步性,我们认为其在未来几年也将保持相对稳定的增长态势。

图表 2：城镇居民人均可支配收入和人均衣着消费稳定增长



数据来源：湘财证券研究所

图表 3：农村居民人均可支配收入和人均衣着消费稳定增长



数据来源：湘财证券研究所

2.3 中高收入人群比例迅速提升将有效拉动国内服装消费

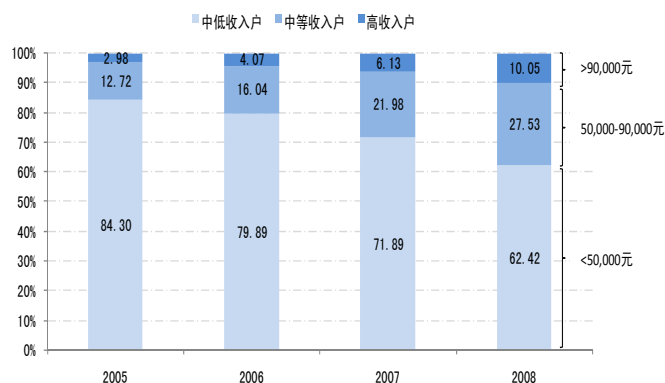
根据中国国家统计局收入划分标准，我们将 2009 年人均年收入低于 12,345 元的归类为低收入者，将人均年收入大于 31,172 元的归类为高收入者，中间那部分为中等收入者。从不同收入者服装消费弹性来看，低收入者的服装弹性最高，其次为中等收入者和高收入者，因此提高这部分人的收入水平将有效拉动我国内需市场的服装消费。另外，随着城镇化率的不断提高，三、四线城市的服装消费将有更大的提升空间。从不同收入者可支配收入占总收入之比来看，中等收入者的比重最高。我们将低中高收入人群以户为单位（一户为三人）进行分析，其中低收入户为年均收入低于 50,000 元，中等收入户为年均收入在 50,000-90,000 之间，高收入户为年均收入高于 90,000 元。这样分的理由是中等收入户的年均收入折合成美元大致为 2,500-4,500 美元。这个收入区间是服装消费增速大幅提高的区间。从 2005-2008 年，中高收入人群比重从 15.7% 快速提升至 37.58%。在十二五收入分配改革下，我国的消费结构将逐步从金字塔形向橄榄形买进，中产阶级人群的不断增加为纺织服装内需市场提供了强有力的消费保障。

表格 2：高中低收入者服装消费弹性比较

2009 年	低收入者			中等收入者		高收入者	
	最低收入者	低收入者	中等偏下者	中等收入者	中等偏上者	高收入者	最高收入者
人均收入	5,951	8,957	12,345	16,858	23,051	31,172	51,350
人均可支配收入	5,253	8,162	11,244	15,400	21,018	28,386	46,826
人均服装消费支出	458	684	962	1,264	1,601	1,986	2,782
服装消费弹性	1.21	1.23	1.27	1.05	1.19	0.81	0.69

数据来源：CEIC，湘财证券研究所

图表 4：中高收入人群比例增长迅速将有效拉动国内服装消费

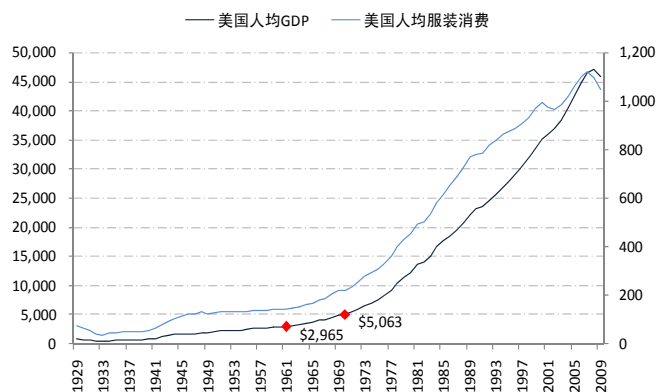


数据来源：CEIC，湘财证券研究所

2.4 我国将迎来服装消费黄金发展期

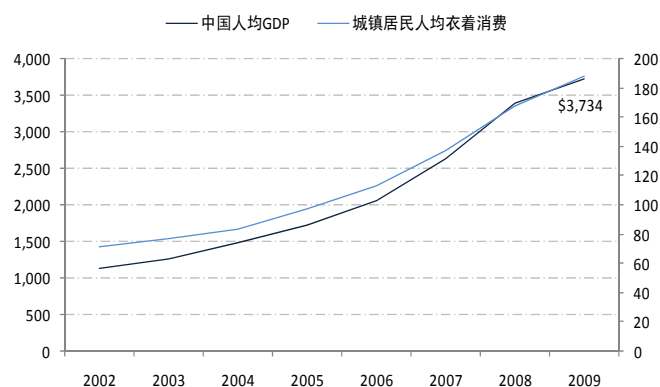
根据历史经验，当人均 GDP 高于 3,000 美元时，服装消费将迎来加速增长期。从美国的数据来看，1961 年前服装消费总体来说小幅增长；在 1961 年人均 GDP 达到 3,000 美元时，美国人均服装消费进入加速发展阶段；在 1970 年人均 GDP 达到 5,000 美元时，服装消费又进入快速发展期。我国 2009 年人均 GDP 为 3,734 美元，2010 年预计将超过 4,000 美元，因此我们判断我国服装消费市场正迈入黄金发展阶段。

图表 5：美国人均 GDP 超过 3000 美元服装消费进入快速增长期



数据来源：湘财证券研究所

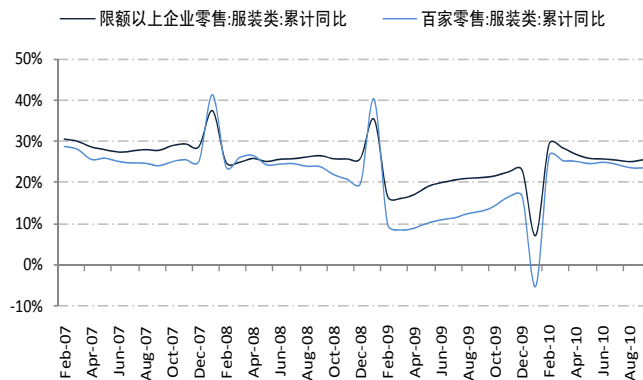
图表 6：我国人均 GDP 已接近 4000 美元，服装消费市场前景广阔



数据来源：湘财证券研究所

根据百家以及限额以上服装零售额增速来看，今年服装零售增速预计将保持在 25% 左右。明年总体来说消费大环境依然良好，因此我们判断 2011 年这一增速将继续得以维持。

图表 7：中高收入人均比例增长迅速将有效拉动国内服装消费



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

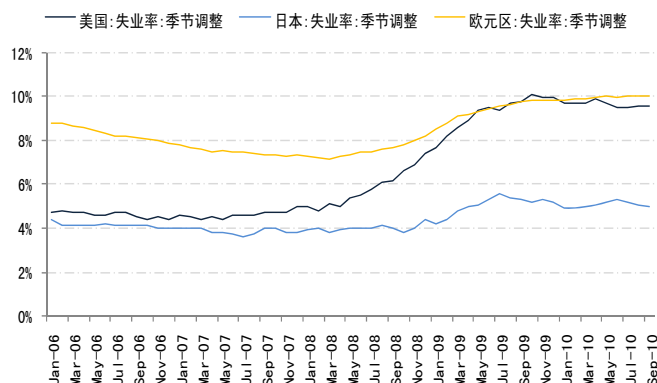
三、行业出口增速将有所回落

3.1 外需疲软以及汇率风险依旧值得警惕

我们此前一直强调，我国纺织服装出口提振最重要的因素在于外需复苏。从目前情况来看，虽然占据我国出口半壁江山的美欧日失业率在金融危机后有所企稳，不过仍在高位，主要系美国新一轮的量化宽松政策（此前政策并未奏效）以及欧洲债务危机所致。而今年出口增速反弹超预期更多还是由于各国强有力的刺激政策以及 09 年的低基数效应所致。

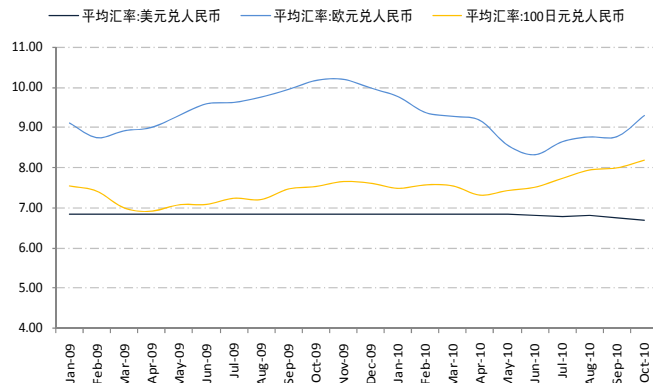
从人民币汇率来看，人民币的升值压力主要来自以下三方面。首先是美欧日等发达国家的政治压力。要求人民币升值的人认为相对固定的人民币汇率导致了对本国的产品倾销，从而损害了本国商界的利益。贸易摩擦本是一种经济行为，由于各国政府的支持而逐渐成为一种政治行为。其次，亚洲金融危机之后中国经济依然保持强劲增长，但影响人民币汇率的相关指标也增长迅速。2000 年以来，国家外汇储备增加了 14.5 倍，贸易顺差增加了 8 倍，外商直接投资（实际利用外资额）翻了一倍，这些都给人民币升值造成了巨大压力。最后，近年来国际投机者将大量热钱投入到中国以图获取巨额利润，这也是人民币升值的重要压力之一。

图表 8：发达国家失业率依然高企，外需复苏路漫漫



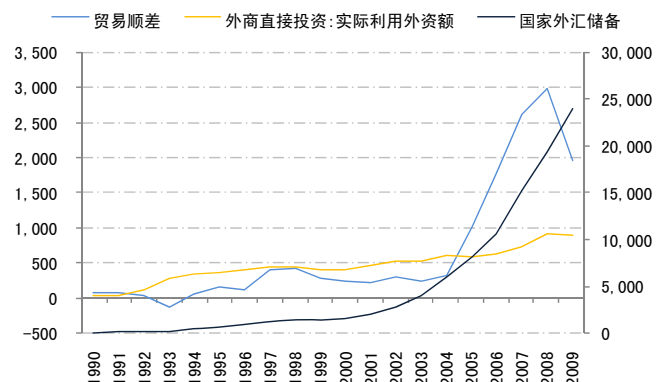
数据来源：Wind, 湘财证券研究所

图表 9：2011 年人民币升值风险高于 2010 年



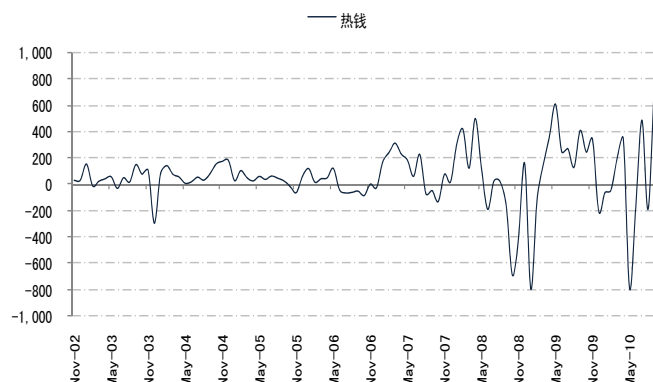
数据来源：Wind, 湘财证券研究所

图表 10：我国贸易顺差、FDI 以及外汇储备持续增长



数据来源：Wind, 湘财证券研究所

图表 11：大量热钱进入中国（热钱=外储增加量-FDI-贸易顺差）



数据来源：Wind, 湘财证券研究所

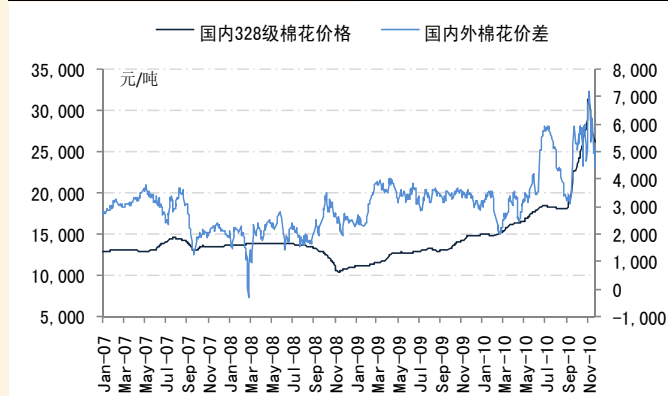
3.2 原材料价格剧烈波动乃最大风险

10 月初以来棉价经历了历史上最大一次疯涨,短短 1 个半月内涨幅接近 40%。11 月 12 日,国内 328 级棉价达到历史最高值 31,281 元/吨,期后由于炒作成分太高出现一轮急速杀跌。截止 12 月 7 日,328 级棉价距离最高点下探近 15%。我们认为,此轮棉花上涨具备比较坚实的基础,主要因为:1,全球棉花产量持续下降,消费需求恢复超预期。2009-2010 年全球产棉 2200 万吨,需求 2500 万吨,缺口在 300 万吨。2010-2011 年预计棉花缺口在 350 万吨左右,有扩大趋势;2,下游纱线出现历史难见“艳阳”行情。纱线行情火爆保证了纺织厂高位购进原材料仍能保证盈利空间,有能力直接用现金采购新棉;3,外棉与国棉相互推高格局。去年国内棉花缺口在 360 万吨以上,今年产量持平或更低,越来越大的消费缺口只能靠进口来弥补;4,国内纺织业强劲复苏给棉花市场带来最坚实支撑。在棉价高涨

带动下，化纤价格也出现了一波飙升。对于 2011 年棉价走势，我们认为明年纺织行业总体形势将趋于平稳，棉花供需不平衡更多来自于供给的波动，新一年度棉花产出偏紧的格局很难得到彻底改观。2011 年棉价将全面迈入“2-2.5 万/吨”的时代。棉花牛市的转折性改变只有当产能过剩、需求恶化时才会出现，也就是说，如果人民币大幅升值，或宏观经济再次衰退，宽松的货币环境结束，导致需求恶化，才能改变棉花上行的大趋势。否则，高棉价将会成为一种常态。

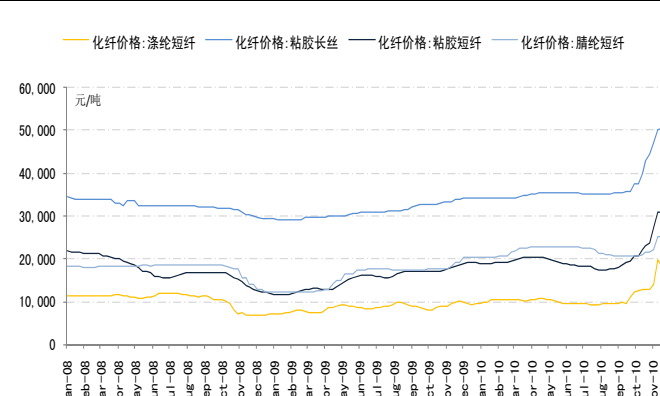
对于企业来说，由于纺织服装行业的上下游产业链条很长，每个环节都需要分担原材料价格大涨造成的成本压力。对于处于中间产业链以及出口比重比较大的企业来说，我们认为明年的日子会比较难过。对于终端品牌服饰企业以及家纺企业来说，可以通过提价（10%-30%）、提高新品比重、改进生产工艺等方式来转嫁成本，压力不会很大。对于上游企业有原材料资源的企业来说，基本也可缓解此成本压力。因此，在面临如此高企的成本压力时，大企业可以通过不断优化自身产品结构来提高市场份额，其竞争力将得到进一步提升。

图表 12：2011 年棉价仍将在 2-2.5 万/吨区间波动



数据来源：Wind, 湘财证券研究所

图表 13：化纤价格在棉价带动下也出现飙涨

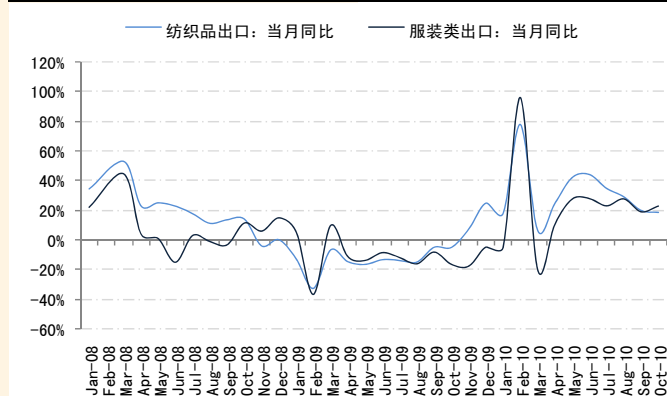


数据来源：Wind, 湘财证券研究所

3.3 预计 2011 年纺织服装出口增速将降至 10%

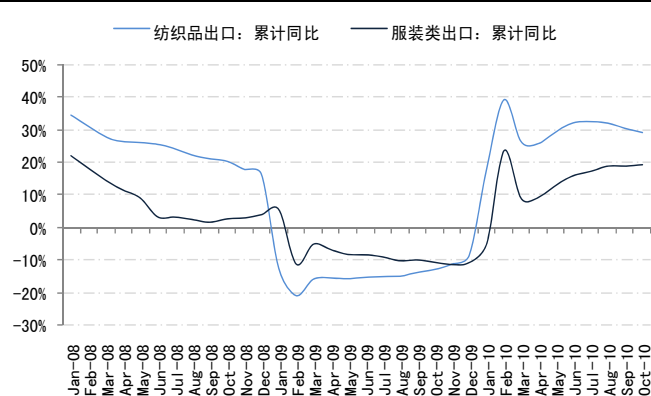
通过以上分析，我们认为虽然我国纺织服装出口仍有较强的国际竞争优势，但在低迷的外需、不断被施压的人民币汇率以及大超预期的原材料价格面前，行业出口增速在不具有低基数效应的 2011 年将降至 10% 左右。

图表 14：纺织服装出口同比增幅



数据来源：Wind, 湘财证券研究所

图表 15：纺织服装出口累计增幅



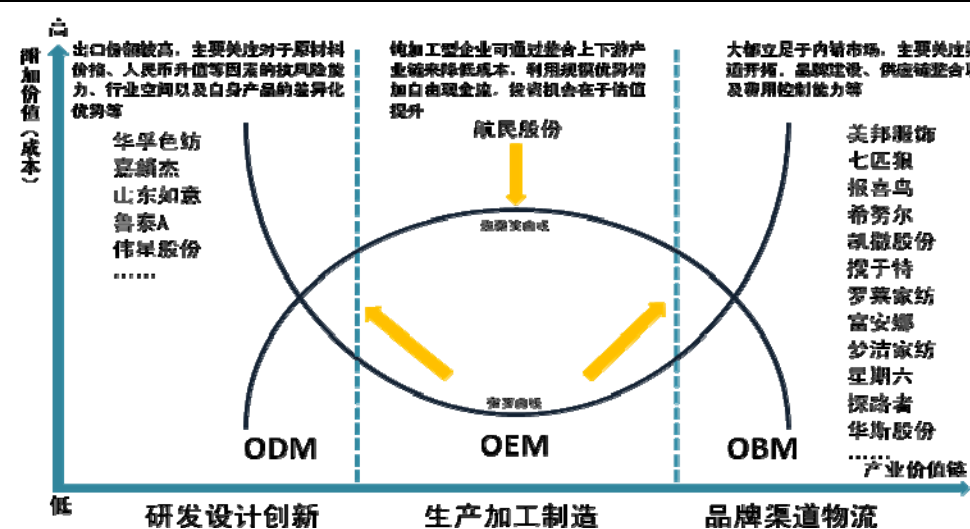
数据来源：Wind, 湘财证券研究所

四、看好处于微笑曲线两端、估值合理的行业龙头

4.1 处于微笑曲线两端企业能赚取更高附加值，具有更强的抗风险能力

我们认为处于微笑曲线两端的企业较（注重研发设计和品牌渠道）处于微笑曲线底端的企业（生产制造类）能赚取更高附加值，同时也具有更强的抗风险能力。根据“6+1”产业链原理，整个产业链的“6”，包括产品设计、原料采购、物流运输、订单处理、批发经营、终端零售能创造总价值的 90%，而加工制造环节（“1”）所赚取的利润却少的可怜。对于出口企业来说，由 OEM 向 OBM/ODM 转变是今后发展的重中之重。另外，对于某些纯加工型企业，由于本身经营特点不适合往微笑曲线两端发展，如纺织板块中的航民股份，其通过整合上下游产业链来降低成本，利用规模优势增加自由现金流也是一条可行的发展路径。

图表 16：纺织服装企业按微笑曲线分类



数据来源：湘财证券研究所

4.2 微笑曲线左端企业如何突围

在微笑曲线左端，企业如要脱颖而出应不断加强研发投入，提高规模优势和产品档次，争取定价权从而降低原材料价格风险和汇率风险。如能像华孚色纺那样能通过直接进入终端客户研发环节创造需求，这类企业基本在行业中就有很高的话语权。另外，通过研究我们发现，处于微笑曲线左端的企业如要发展到右端，难度是非常大的，至少到目前为止中国纺织企业转做终端零售基本没有特别成功的案例，主要系左右两端企业完全不同的经营模式。相反，先做品牌渠道再加强研发设计的成功企业不在少数。对此我们认为，从美国的纺织服装板块来看，基本没有纺织企业上市。而全世界著名的纺织面料企业基本都是小众公司，只做自己最擅长的那一块，获取专利从而获得定价权。目前山东如意集团并购日本瑞纳（Reknown）公司，即面料商并购渠道商的案例值得我们学习。

表格 3：微笑曲线左端企业竞争力比较

公司	行业增速	行业壁垒	核心竞争力	销售模式	原材料转嫁能力	汇率风险	发展瓶颈	出口比重(2010H)	估值
华孚色纺	15%-20%	高(寡头垄断)	快速反应	直接进入终端客户研发环节，创造需求	强	较小	色纺纱应用比例能否提高	45%	较低
山东如意	10%-15%	中(高端产品企业少)	独有的纺纱技术	直销	较强	较小	“如意纺”技术产业化比率不高，无法创造需求	31%	较高
伟星股份	15%	低(具有规模优势、品牌优势企业少)	辅料行业龙头	ODM、OBM	强	中等	受下游服装行业消费制约	80%	合理
鲁泰A	10%-15%	低(具有规模优势、品牌优势企业少)	规模优势、产业链优势	ODM、OBM	中等	中等	发展增速下降	75%	较低
嘉麟杰	10%-15%	高	突出的研发实力	ODM	较强	中等	客户集中度高，做终端难度大	98%	较高

数据来源：湘财证券研究所

4.3 微笑曲线右端企业如何突围

在微笑曲线右端的企业大都立足于内销市场。在渠道快速扩张阶段，我们认为企业应特别注重费用控制，防止因扩张速度太快造成成本失控。在租金高企阶段以及三、四线城市发展空间较一、二线城市更大的情况下，企业也应选择多品牌、多产品线经营，在保证产品品质的同时要不断加强加盟商管理。在渠道精耕细作（扩张到一定阶段需要缩短渠道层级来提升品牌高度）阶段，企业应全方位的对品牌建设加大投入，提升品牌美誉度以及消费者忠诚度，努力提高供应链水平，最终实现差异化优势。

表格 4：微笑曲线右端企业竞争力比较

所属子行业	公司	行业增速	行业集中度	进入壁垒	渠道拓展阶段	开店模式	品牌标语	估值
休闲服	美邦服饰	15%-20%	低	较低	快速扩张	加盟为主、直营为辅	不走寻常路	合理
	七匹狼	15%-20%	低	较低	精耕细作	加盟为主、直营为辅	男人不只一面	合理
	搜于特	15%-20%	低	较低	快速扩张	加盟为主、直营为辅	我穿我喜欢	合理
男士正装	报喜鸟	10%-15%	中等	较高	精耕细作	直营加盟并举	天高任我飞	合理
	希努尔	10%-15%	中等	较高	精耕细作	加盟为主、直营为辅	给品位非凡的男人	合理
高档男女装	凯撒股份	10%	中等	较高	精耕细作	直营为主	我来，我征服	较高
家纺	罗莱家纺	20%以上	较低	较低	快速扩张	加盟为主、直营为辅	经典罗莱、品位生活	合理
	富安娜	20%以上	较低	较低	快速扩张	直营加盟并举	艺术家纺	合理
	梦洁家纺	20%以上	较低	较低	快速扩张	加盟为主、直营为辅	爱在家庭	合理
女鞋	星期六	≈10%	中等	较高	快速扩张	直营为主	唤醒独特魅力	较高
户外	探路者	≈50%	较低	较低	快速扩张	加盟为主、直营为辅	自由的心	较高
裘皮	华斯股份	20%	低	大都以出口为主，国内市场逐步开拓		精耕细作	直营为主	合理

数据来源：湘财证券研究所

五、投资组合：七匹狼+搜于特+华孚色纺+家纺子行业

5.1 七匹狼（002029.SZ）：买入（维持）

看点：1，全方位加强品牌建设，提升品牌高度，单店效益有所期待。2，面对高企租金，公司将继续大胆投入，推出租金补贴等七大优惠刺激政策，更大规模降低平均风险。3，产品线多样化以及渠道下沉为公司带来更多发展空间。4，2011年春夏订货会成绩可喜。

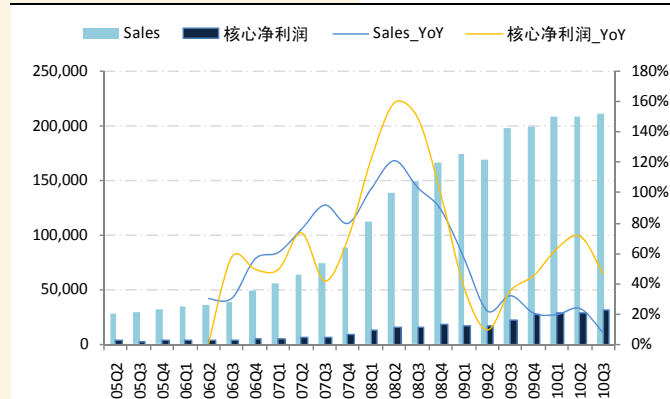
风险提示：1，租金高企影响公司渠道拓展速度；2，终端销售潜力下滑。

表格 5：七匹狼盈利预测表

单位：亿元	2009A	2010E	2011E	2012E	CAGR_09-12
销售收入	19.87	23.01	27.97	33.61	
YoY		15.80%	21.60%	20.20%	19.20%
核心净利润	2.28	3	3.76	4.71	
YoY		31.40%	25.50%	25.20%	27.30%
核心 EPS（元）	0.81	1.06	1.33	1.66	

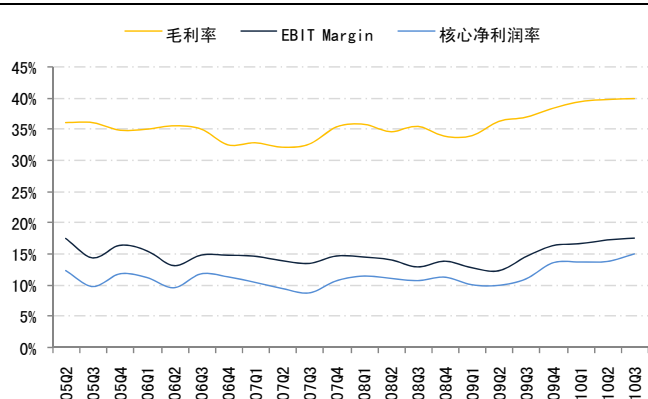
数据来源：湘财证券研究所

图表 17：七匹狼销售收入和核心净利润数据



数据来源：Wind, 湘财证券研究所

图表 18：七匹狼盈利能力



以上为 TTM 数据 数据来源：Wind, 湘财证券研究所

以上为 TTM 数据

5.2 搜于特 (002503.SZ)：买入 (首次)

看点：1，率先提出“时尚下乡”概念，三、四线城市青春休闲服装领先者，充分分享农村市场消费升级的利好。收入规模较其他服装上市公司小，提升空间巨大。2，租金压力小，开店投入小产出快，成长性优异。3，高送配和股权激励可能性大。

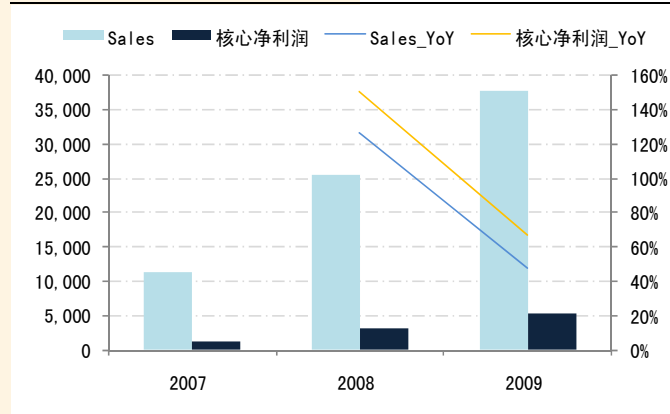
风险提示：1，渠道拓展低于预期；2，期间费用大幅增加；3，行业竞争加剧。

表格 6：搜于特盈利预测表

单位：亿元	2009A	2010E	2011E	2012E	CAGR_09-12
销售收入	3.32	6.01	10.78	17.28	
YoY		81.38%	79.38%	60.23%	73.40%
核心净利润	0.52	0.85	1.46	2.44	
YoY		63.21%	71.29%	67.58%	67.33%
核心 EPS (元)	0.65	1.06	1.82	3.05	

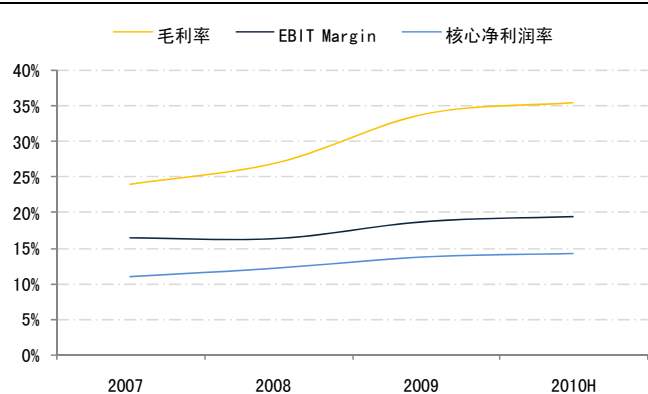
数据来源：湘财证券研究所

图表 19：搜于特销售收入和核心净利润数据



数据来源：Wind, 湘财证券研究所

图表 20：搜于特盈利能力



以上为 TTM 数据 数据来源：Wind, 湘财证券研究所

以上为 TTM 数据

5.3 华孚色纺（002042.SZ）：买入（维持）

看点： 1，快速反应为其核心竞争力。定制生产，即期交货，直接进入客户研发设计环节创造需求。2，行业空间大，进入壁垒高。色纺纱应用比例随着消费者认知度的提升逐步提高。色纺纱行业目前为双寡头垄断，其他公司进入难度很大。3，产品供不应求，转嫁能力强，汇率风险小。

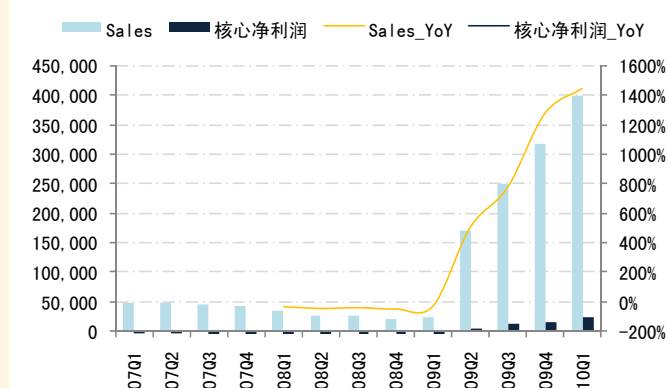
风险提示： 终端零售销售下滑的风险。

表格 7：华孚色纺盈利预测表

单位：万元	2009A	2010E	2011E	2012E	CAGR_3yr
销售收入	31.97	48.62	57.88	70.31	
YoY		26.28%	16.32%	20.97%	30.04%
核心净利润	1.58	3.26	3.97	4.89	
YoY		106.33%	21.78%	23.17%	45.73%
核心 EPS（元）	0.67	1.39	1.69	2.08	

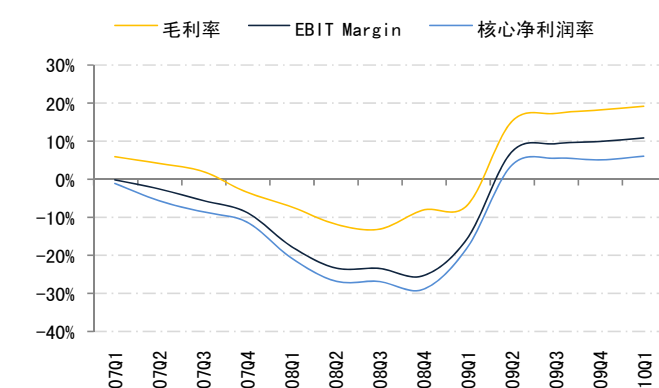
数据来源：湘财证券研究所

图表 21：华孚色纺销售收入和核心净利润数据



数据来源：Wind, 湘财证券研究所

图表 22：华孚色纺盈利能力



以上为 TTM 数据 数据来源：Wind, 湘财证券研究所

以上为 TTM 数据

5.4 家纺子行业（罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺）：买入（上调）

看点： 1，系统型品牌定位满足不同消费者需求。2，渠道建设及费用控制均符合预期。3，2011 年春夏订货会表现良好。4，房地产景气度下滑以及原材料价格大涨等负面因素均可化解。

风险提示： 1，渠道拓展低于预期；2 原材料价格大幅上涨；3，房地产市场持续低迷。

表格 8：家纺子行业盈利预测表

代码	公司	核心 EPS（元）			PE		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
002293	罗莱家纺	1.48	1.85	2.25	49	39	32
002327	富安娜	0.88	1.06	1.33	48	40	32
002397	梦洁家纺	0.98	1.29	1.59	45	35	28

数据来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。