

估值压力将现

——纺织服装行业 2011 年 1 月投资策略

2010 年 12 月 27 日

看好/维持

纺织服装

月度报告

投资摘要:

- **上月行业表现偏弱，投资组合略强于行业。**上月纺织服装行业表现弱于大势，我们认为其原因主要是由于，前期对品牌类服饰企业的预期持续提升，而随着年报预期的逐渐清晰，部分投资者选择了落袋为安来规避年报可能形成的负向预期差。我们上月向投资者推荐的纺织服装行业投资组合收益为-1.01%，优于行业指数-2.51%的涨幅。
- **一月份行业将呈现震荡格局。**我们认为，一月份纺织服装行业将呈现由整体估值回调和成长预期更新这两方面因素叠加作用而形成的震荡行情。之所以我们判断整体估值回调，是基于目前行业整体估值较历史水平的纵比与较 A 股整体水平的相对横比而得出的结论。而对成长预期更新的判断主要是由于在 12 月份企业通常会对 2011 年的整体经营计划和目标做新的规划与部署，这将全面更新资本市场对企业品牌推广、渠道扩张、产能建设等方面的预期。
- **投资策略：选择快速扩张和估值优势。**我们认为，估值相对较低和品牌推广、渠道扩张预期较快的品种将在一月份有较好的表现，我们推荐的投资组合为瑞贝卡（50%权重）、美邦服饰（30%权重）、雅戈尔（20%权重）。

程 远

纺织服装行业分析师

13811494338

010-6650 7313

chengyuan@dxzq.net.cn

MSN:chengyuan0716@hotmail.com

执业证书编号：S1480109060847

细分行业	评级	动态
品牌服饰	看好	维持
纺织服装制造	中性	维持

行业基本资料	占比%
股票家数	73 3.59%
重点公司家数	20 27.4%
行业市值	3681.52 亿元 1.2%
流通市值	2053.82 亿元 1.1%
行业平均市盈率	39.25 /
市场平均市盈率	23.99 /

纺织服装行业一月份投资组合盈利预测与评级

简 称	EPS (元)			PE			PB	评级
	09A	10E	11E	09A	10E	11E		
瑞贝卡	0.20	0.28	0.52	63	46	25	2.1	强烈推荐
美邦服饰	0.60	0.78	1.26	55	42	26	11.5	强烈推荐
雅戈尔（不含投资）	0.73	0.81	0.94	16.0	14.4	12.4	4.6	强烈推荐

纺织服装行业指数走势图



资料来源: wind

相关研究报告

目 录

1. 上月投资回顾	3
1.1 组合与指数、大盘比较	3
1.2 上月行业表现	3
2. 一月份投资展望	4
2.1 一月份纺织服装行业将呈现震荡格局	4
2.2 月度投资组合	4
3. 附录	5

表格目录

表 1: 12 月份涨跌幅前十名公司表 (以 25 号收盘价为基准)	3
表 2: 2011 年 1 月份投资组合盈利预测	5
表 3: 香港同类上市公司	5
表 4: 国际同类上市公司	6

插图目录

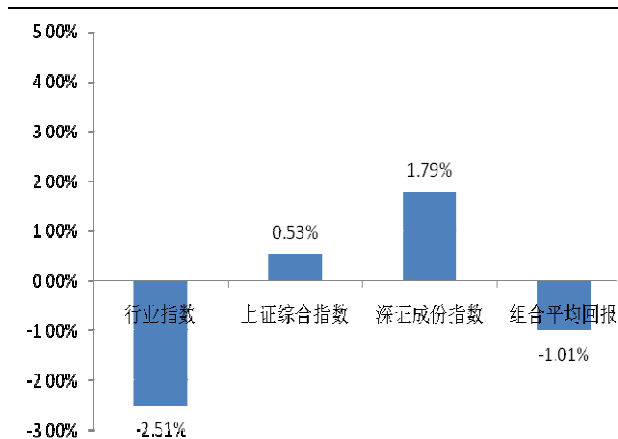
图 1: 投资组合回报 VS 指数回报 (以 25 号收盘价为基准)	3
图 2: 投资组合中个股表现 (以 25 号收盘价为基准)	3

1. 上月投资回顾

1.1 组合与指数、大盘比较

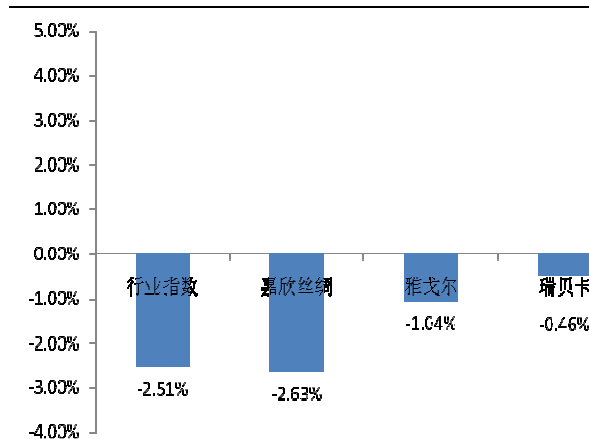
2010 年 12 月份，我们向投资者推荐的纺织服装行业投资组合是：瑞贝卡（60%）、嘉欣丝绸（20%）、雅戈尔（20%），组合回报-1.01%，优于行业指数-2.51%的涨幅。

图 1：投资组合回报 VS 指数回报（以 25 号收盘价为基准）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：投资组合中个股表现（以 25 号收盘价为基准）



资料来源：wind、东兴证券研究所

1.2 上月行业表现

2010 年 12 月份，纺织服装行业表现弱于大势，表现相对较好的主要是具有一定估值优势的纺织制造企业，以及市场预期上不成熟的次新股；表现较差的主要是前期涨幅较大、增速较快的品牌类龙头企业。我们认为行业上月表现较弱的原因主要是由于，前期对品牌类服饰企业的预期持续提升，而随着年报预期的逐渐清晰，部分投资者选择了落袋为安来规避年报可能形成的负向预期差。

表 1：12 月份涨跌幅前十名公司表（以 25 号收盘价为基准）

涨幅前十名公司			跌幅前十名公司		
证券代码	名称	涨幅(%)	证券代码	名称	跌幅(%)
002517.SZ	泰亚股份	28.30	600272.SH	开开实业	-17.45
002127.SZ	新民科技	12.81	002269.SZ	美邦服饰	-14.58
002072.SZ	*ST 德棉	12.52	002397.SZ	梦洁家纺	-11.34
002098.SZ	浔兴股份	8.04	600156.SH	华升股份	-9.86
600689.SH	上海三毛	7.85	000518.SZ	四环生物	-9.64
002042.SZ	华孚色纺	7.60	002485.SZ	希努尔	-9.51
600483.SH	福建南纺	7.29	002144.SZ	宏达高科	-9.28

000779.SZ	三毛派神	6.06	002003.SZ	伟星股份	-9.03
600398.SH	凯诺科技	4.70	002044.SZ	江苏三友	-8.39
002503.SZ	搜于特	4.04	600107.SH	美尔雅	-8.23

资料来源：WIND、东兴证券研究所

2. 一月份投资展望

2.1 一月份纺织服装行业将呈现震荡格局

我们认为，一月份纺织服装行业将呈现由整体估值回调和成长预期更新这两方面因素叠加作用而形成的震荡行情。之所以我们判断整体估值回调，是基于目前行业整体估值较历史水平的纵比与较 A 股整体水平的相对横比而得出的结论。而对成长预期更新的判断主要是由于在 12 月份企业通常会对 2011 年的整体经营计划和目标做新的规划与部署，这将全面更新资本市场对企业品牌推广、渠道扩张、产能建设等方面的预期。

2.2 月度投资组合

基于以上逻辑，我们推荐投资者在一月份配置估值相对较低的雅戈尔和将在 2011 年品牌推广、渠道扩张力度较大的瑞贝卡、美邦服饰。

2.2.1 瑞贝卡（50%权重）

在经历了金融危机的洗礼后，公司的外销业务也逐渐转好，我们预计公司明年外销产品将至少全面提价至金融危机前的水平，甚至提至更高的水平。随着公司化纤发丝产能的陆续达产，相关成本将大幅下降，化纤假发原料成本有望下降 40% 左右。我们预计公司外销业务明年毛利率将明显提升，并有望突破历史毛利率的最高水平。

公司内销业务近阶段投入了大量广告宣传，渠道扩张明显，终端市场的认知、认可程度激增。我们预计在公司引领下，我国的品牌化、时尚化假发市场在未来 5 年内将实现 100% 以上的年复合增长率。预计公司明年内销可实现 200% 以上的增长，可贡献 4 亿元以上的销售收入，毛利率可达 55-60%。

2.2.2 美邦服饰（30%权重）

公司今年在产品设计、购物体验方面做了较大的努力，同时也获得了较为明显的收效，平销大幅提升。销售渠道扩张方面，公司今年总渠道数量提升近 30%，并且以加盟渠道为主。预计公司明年将迎来收获期，收入将随渠道的扩张和平销的提升而快速增长，毛利率随品牌力的提升而稳步提升，费用率随着加盟渠道占比的提升和成熟自营店占比的提升而下降。

2.2.3 雅戈尔（20%权重）

我们预计，公司纺织服装业务未来净利润每年可保持 20% 的增长速度，今年可实现净利润 6-7 亿元，如果旗下的汉麻世家、GY、CEO 系列为来运作顺利，则还有超预期的空间。公司房地产 2010 年销售依然火爆，全年可确认收入 60 亿元，毛利率可达 40%，全年贡献净利润 10-12 亿。公司目前在开发土地面积约 180 万平，待开发土地面积 400 多万平，其中权益面积约 360 万平。

表 2：2011 年 1 月份投资组合盈利预测

公司名称	投资评级	EPS（元）				PE				净利润增速		
		09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	10E	11E	12E
瑞贝卡	强烈推荐	0.20	0.28	0.52	0.85	63	46	25	15	79.28%	85.98%	62.59%
美邦服饰	强烈推荐	0.60	0.78	1.26	1.73	55	42	26	19	29.2%	60.9%	37.3%
雅戈尔（不含投资）	强烈推荐	0.73	0.81	0.94	1.20	16.0	14.4	12.4	9.7	10.96%	16.05%	27.66%

资料来源：东兴证券研究所

3. 附录

表 3：香港同类上市公司

领域	股票名称	收盘价	市值	ROE (%)	EPS (07)	EPS (08)	EPS (09)	PS (09)	PB (09)	PE (09)	复合增长 (08-10)
女装	思捷环球	38.95	50179	31.3	4.22	5.21	3.81	0.01	4.2	14.2	-4.29%
	宝姿	23.50	13318	37.9	0.74	0.84	0.94	0.02	9.0	27.3	14.08%
	安莉芳	7.71	3135	12.0	0.30	0.16	0.25	0.02	1.7	17.7	-8.07%
休闲装	利丰	45.80	184035	21.6	0.90	0.69	0.91	0.06	7.2	47.1	4.93%
	波司登	3.77	29302	10.9	0.12	0.17	0.10	0.05	1.6	15.1	10.06%
	班尼路	8.89	12011	21.6	0.47	0.70	0.65	0.01	2.1	10.7	17.31%
	真维斯	3.49	3697	13.3	0.49	0.08	0.25	0.02	1.4	53.3	-29.06%
	佐丹奴	4.86	7262	14.5	0.20	0.19	0.19	0.03	1.6	22.7	-1.19%
运动装	李宁	20.10	21145	41.3	0.47	0.78	1.03	0.02	9.2	28.5	48.31%
	中国动向	3.49	19776	20.8	0.16	0.24	0.26	0.01	4.0	20.7	41.07%
	安踏体育	13.18	32868	26.2	0.25	0.36	0.50	0.02	5.2	24.7	52.51%
	特步	6.62	14405	23.0	0.16	0.30	0.34	0.02	2.8	15.4	79.41%
女鞋	宝胜国际	1.40	6007	0.0	0.00	0.23	0.00	-2.55	52.9	12.6	/
	百丽国际	14.72	124152	17.7	0.25	0.24	0.30	0.04	4.6	32.7	13.14%
	永恩国际	8.73	14299	19.4	0.24	0.30	0.24	0.02	4.7	20.8	1.22%
	盈进集团	1.50	934	-11.9	0.00	0.16	-0.14	-0.01	1.0	0.0	/
	九兴控股	15.84	12583	13.5	1.25	1.07	0.88	0.02	1.9	11.1	-10.41%

首饰	莎莎	8.95	12497	28.3	0.08	0.10	0.11	0.04	5.9	19.9	19.35%
	新宇亨得利	4.91	21506	14.7	0.12	0.14	0.11	0.03	3.9	23.4	-1.83%
	周生生	20.55	13911	16.1	0.86	0.78	0.95	0.02	1.4	12.9	5.45%
生产	魏桥	6.24	2581	6.5	1.56	0.50	0.75	0.00	0.4	8.1	-30.89%
	裕园	27.55	45428	16.0	1.69	2.20	2.18	0.02	1.6	9.9	13.35%

资料来源：路透 DataStream、东兴证券研究所

表 4：国际同类上市公司

领域	股票名称	收盘价	市值	ROE (%)	EPS (07)	EPS (08)	EPS (09)	PS (09)	PB (09)	PE (09)	复合增长 (08-10)
运动	nike	86.53	33564	18.0	2.93	3.74	3.03	1.41	3.3	20.6	-0.2%
	puma	315.60	4760	15.2	24.56	21.06	12.20	1.10	2.8	29.1	-31.6%
	ads	65.81	13768	9.8	3.96	4.52	1.79	2.46	2.1	25.7	-33.9%
奢侈品/高档品	lvmh	161.61	79180	18.9	6.24	5.95	5.32	1.67	2.7	18.8	-7.8%
	hermes	186.15	19652	24.5	3.96	3.84	3.95	2.96	5.5	35.8	-0.8%
	coach	56.63	16784	38.8	1.69	2.17	1.91	1.67	7.2	18.7	-1.0%
	polo	109.82	7054	15.8	3.73	3.99	4.01	1.05	2.6	20.0	0.6%
	tod's	105.04	3215	19.6	3.71	3.81	4.02	2.01	2.4	18.4	4.3%
	boss	7.30	16	5.4	0.06	0.02	0.08	0.81	0.4	46.3	13.7%
	burberry	16.45	7164	-1.9	0.50	0.45	-0.02	2.52	4.4	20.0	/
	Perry Ellis	27.17	383	5.1	1.80	-0.89	1.01	1.09	0.8	0.0	-31.6%
	Phillips-Van	67.53	4482	14.9	3.21	1.76	3.08	1.63	1.8	21.5	-6.0%
	PPR	166.62	21091	14.6	12.06	4.81	3.40	1.06	1.1	34.4	-47.4%
	UNIQLO	163.76	17370	0.2	2.79	4.72	5.25	1.49	6.2	30.8	37.1%
大众品	H&M	34.31	50112	5.9	1.27	1.17	1.39	1.65	8.1	24.1	4.5%
	Inditex	80.10	49931	40.3	2.35	2.80	2.89	2.16	5.1	21.5	10.8%
	GAP	20.80	12873	23.8	1.05	1.34	1.58	0.72	2.9	15.0	15.0%
	VF	84.45	9160	12.5	5.41	5.42	4.13	1.16	2.1	15.7	-13.3%
	NEXT	33.05	6059	/	2.91	2.43	2.52	0.73	29.2	12.5	-14.0%
	GUESS	50.12	4601	26.6	1.99	2.28	2.61	1.29	3.9	20.2	13.3%
	Benetton	6.33	1156	12.4	1.17	1.20	1.02	0.65	0.8	8.0	-9.4%
	Aberc-rombie	48.19	4254	0.0	5.20	3.05	0.00	3.09	1.7	146.7	-97.7%
	American	1.60	114	0.8	0.31	0.20	0.01	0.41	1.4	141.5	-73.2%
	Eagle	16.81	3290	11.3	1.82	0.86	0.81	1.28	2.2	22.9	-35.0%
	Aerop-ostal	27.00	2496	58.1	1.15	1.47	2.27	0.64	4.9	10.8	33.3%

配饰	Bulgari	10.26	3097	-8.4	0.73	0.39	-0.23	111.6	2.2	0.0	/
	Richemont	56.13	29301	16.8	3.32	4.31	2.90	1.99	2.4	22.6	-6.8%
	Fossil	69.40	4514	15.8	1.75	2.02	2.07	2.08	0.0	18.5	6.3%
	Tiffany	61.33	7744	15.3	2.40	1.74	2.11	1.73	2.9	32.7	-10.6%
	Swatch	74.26	9211	12.9	16.33	14.80	14.00	1.19	2.2	18.0	-9.3%

资料来源：路透DataStream、东兴证券研究所

(货币类型：美元，以 07/08/09 年 12 月 31 日汇率为准)

分析师简介

程 远

金融工程专业毕业，08年加盟东兴证券，目前从事纺织服装行业研究。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。