

纺织服装

纺织服装 2011 年 2 月月报

品牌服装估值修复下机会逐渐呈现

投资要点

1、2010 年，沪深 300 指数全年累计涨跌幅为-11.51%，与之同时，纺织服装行业累计涨幅为 7.51%，高出前者 19.02%。在纺织服装细分行业中，纺织子行业累计上涨 3.49%，服装子行业上涨 12.51%。在刺激内需及经济转型的大背景下，服装类企业的发展、居民对于服饰的消费需求，具有较好的成长性。

2、纺织服装行业出口回暖，价格因素胜于外需复苏。2010 年纺织服装出口同比增长 23.59%。其中，纺织品和服装分别较去年同期增长 28.4%和 20.9%。我们认为出口金额的增长更多的来自于出口价格的上涨，而非外围需求的反转；纺织服装行业内需旺盛，原材料价格上涨或抑制部分需求。

3、电子商务平台或助力销售。网络购物交易规模占社会消费品零售总额的比重也逐年增加，分别为 1.2%，2.1%和 3.2%。根据最大的 C2C 电子商务交易平台淘宝数据中心的数据统计，服装类商品的交易金额在所有商品内排名第一。服装品牌公司自主搭建电子商务交易平台(自主销售式 B2C)，对比为数众多的 C2C 模式的销售，更有渠道配置优势和产品线优势。

4、调研回顾——美邦服饰。维持 10 年 0.75 元的业绩预测，调高 11-12 年业绩到 1.15 和 1.6 元。我们认为前期公司股价大幅上涨和股权激励推出后盈利预测稳定后有关，并且市场给予了业绩拐点出现后的弹性估值，目前 2011 年 PE 为 25 倍，在品牌服装公司中处于中等水平，业绩拐点出现后的估值修复弹性泡沫行情已经过去，给予 2011 年 30PE 估值，目标价为 34.50 元，维持“推荐”评级。

5、品牌服装估值修复下机会逐渐呈现。1 月份品牌服装经历了集体性的下跌，我们认为原因如下：(1)、高估值下的系统性风险。(2)、李宁事件的影响。(3)、季节性因素。经过近期的洗礼，品牌服装公司估值下行，基本处于 20-25 倍之间，我们认为逐渐进入配置的合理区间，维持纺织子行业“中性”以及服装子行业“推荐”评级。我们重申看好报喜鸟、探路者，考虑到七匹狼估值方面的原因，上调评级至“强烈推荐”。

证券分析师： 区志航
执业编号： S0850209050634
Tel: 0755-82828559
Email: ouzhihang@hczq.com
联系人： 钟祺
Tel:
Email:

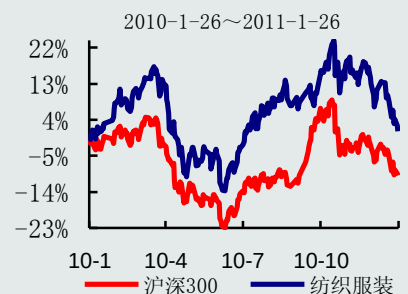
行业评级

行业评级： 中性
评级变动： 维持评级

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
报喜鸟 002154	强烈推荐
探路者 300005	强烈推荐
七匹狼 002029	强烈推荐
浔兴股份 002098	强烈推荐
伟星股份 002003	强烈推荐

行业表现对比图(近 12 个月)



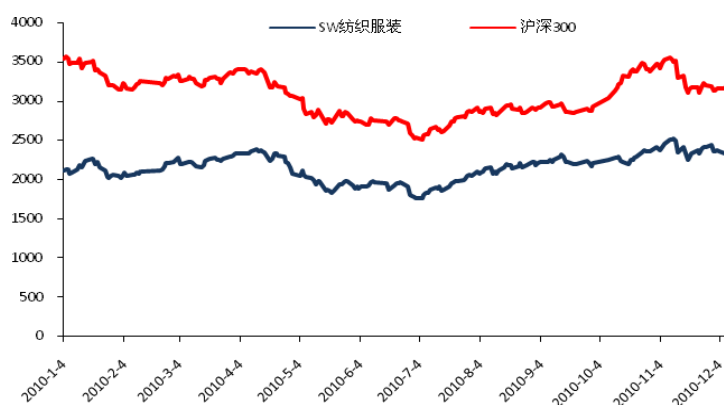
资料来源：港澳资讯

相关研究报告

1. 2010 年 A 股市场回顾

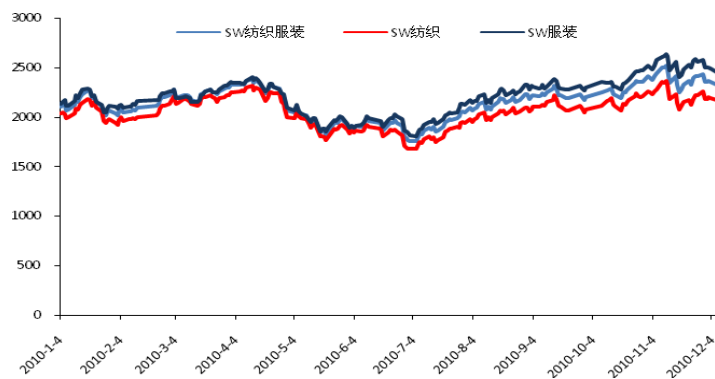
回顾 2010 年，沪深 300 指数全年累计涨跌幅为-11.51%，与此同时，纺织服装行业累计涨幅为 7.51%，高出前者 19.02%。在纺织服装细分行业中，纺织子行业累计上涨 3.49%，服装子行业上涨 12.51%。我们认为，在刺激内需及经济转型的大背景下，服装类企业的发展、居民对于服饰的消费需求，具有较好的成长性，故纺织服装板块也得到了资本市场的追捧，跑赢沪深 300，全年获得两位数的正收益。

图 1 纺织服装一级行业指数走势对比



资料来源: wind, 华创证券研究所

图 2 纺织服装二级行业走势对比



资料来源: wind, 华创证券研究所

表 1 纺织服装行业 2010 年累计涨幅前十个股

公司	累计涨幅	点评	所属 SW 二级行业
天山纺织	104.26%	重组概念；矿产资源注入；羊毛衫自主品牌、自有渠道建设，业绩扭亏。	纺织
中银绒业	96.08%	拥有稀缺的羊绒资源；存货价值重估；低温催化。	服装
江苏三友	89.40%	废弃轮胎处理概念。	服装
宜科科技	87.00%	汉麻新产品；总后订单；雅戈尔升级为大股东。	服装
新民科技	84.61%	业务转型；涤纶长丝业务需求旺盛，行业维持高景气。	纺织
罗莱家纺	80.02%	家纺行业空间大、集中度高；多品牌+多渠道。	服装
四环生物	69.08%		纺织
凯撒股份	62.42%		服装
探路者	59.46%	户外行业空间大、渠道扩张超预期、未来收入超预期、3 年 CARG65%。	服装
美邦服饰	57.07%	MB 收入超预期，MC 减亏，公司业绩拐点到来	服装

资料来源：wind, 华创证券研究所

如上表，在 2010 年纺织服装行业累计涨幅前十的公司里面，服装占了大部分。其中，罗莱家纺、探路者和美邦服饰都得益于各自子行业巨大的发展空间，或在行业里优于同行的管理及渠道建设能力。这也充分说明了内需市场的巨大容量和国内先进公司的成长潜力。在长期内，这仍然是我们看好的理由。

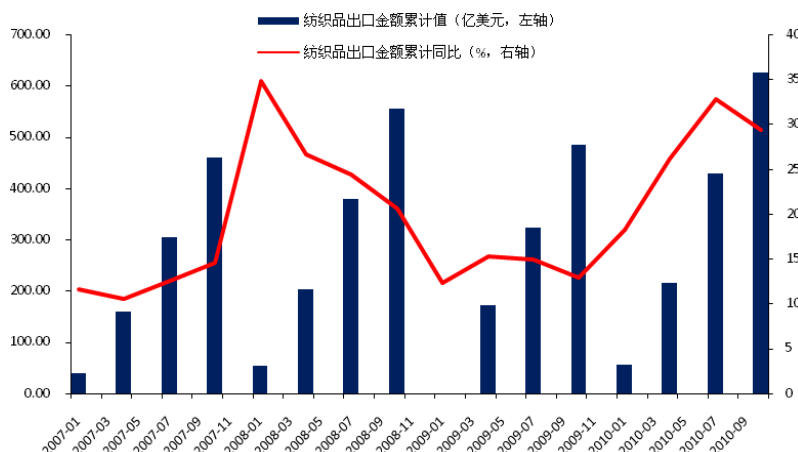
2. 2010 年纺织服装行业出口、内销市场回顾

2.1 纺织服装行业出口回暖，价格因素胜于外需复苏

我国纺织服装 2010 年 1-12 月累计出口 2065.30 亿美元，同比增长 23.59%。其中，纺织品累计出口 770.51 亿美元，服装累计出口 1294.78 亿美元，分别较去年同期增长 28.4%和 20.9%。

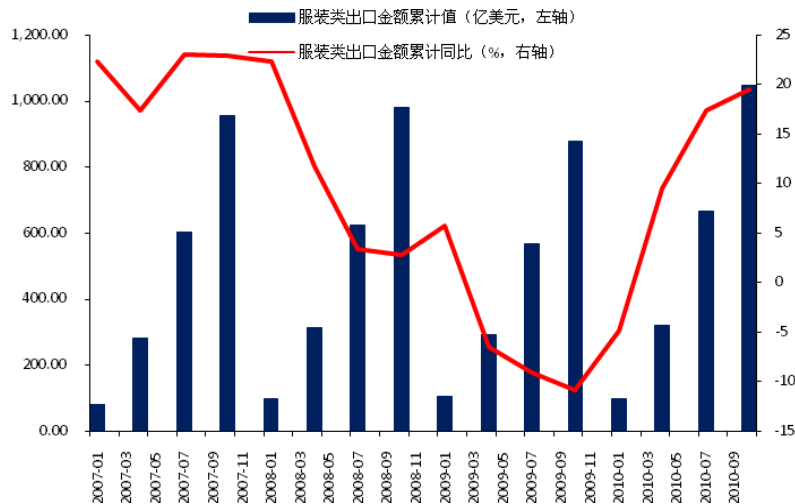
自 2010 年以来，纺织服装出口增速已经恢复到危机前的水平。纺织品自 2010 年 7 月份以后，累计增速从全年高点 32.76%开始逐月放缓，而服装类产品出口增速仍然在高位维持。

图 3 纺织品出口金额及其同比增长（累计值）



资料来源：wind, 华创证券研究所

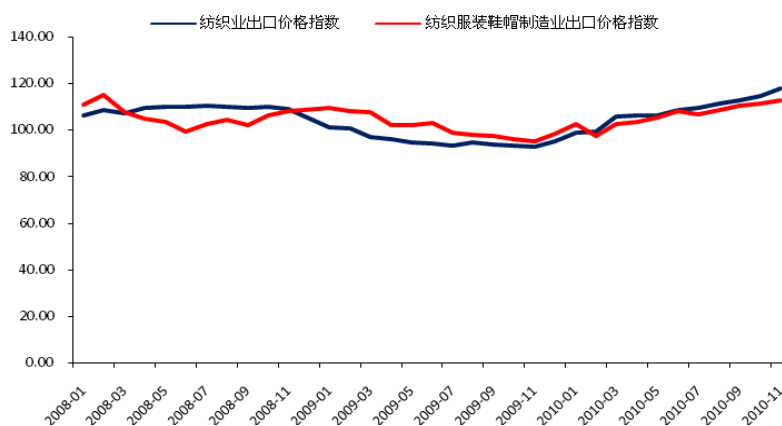
图 4 服装类出口金额及其同比增长（累计值）



资料来源: wind, 华创证券研究所

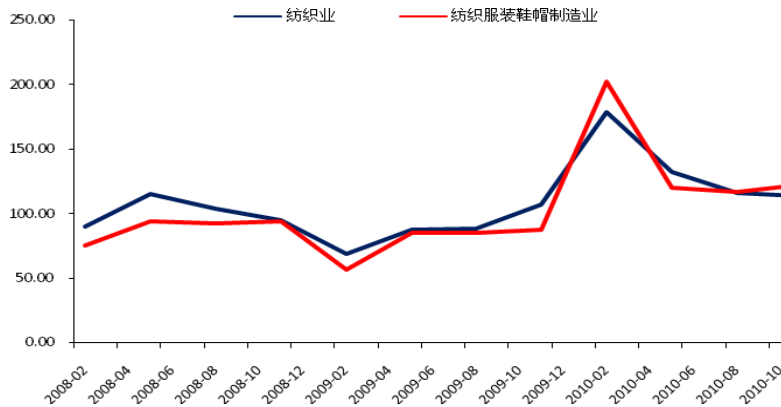
但是根据纺织业和服装鞋帽制造业出口价格指数来看，这一指标在 2010 年全年双双呈现稳步上行趋势。而出口数量指数上涨缓慢，因此出口金额的增长更多的来自于出口价格的上涨，而非外围需求的反转。

图 5 纺织服装出口价格指数



资料来源: wind, 华创证券研究所

图 6 纺织服装出口数量指数

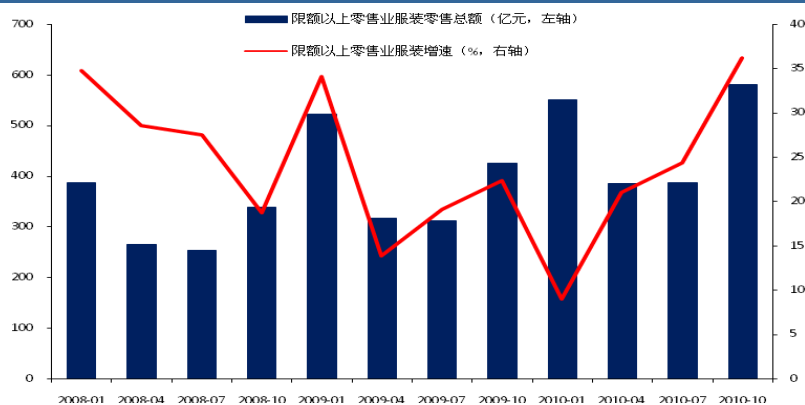


资料来源: wind, 华创证券研究所

2.2 纺织服装行业内需旺盛，原材料价格上涨或抑制部分需求

2010年10月，限额以上零售业服装零售增速创新高，达到36.2%，11月份小幅回落。然而，11月全国百家重点大型零售企业各月服装类商品零售同比增速大幅下降，同比增速为5.7%，较10月下降22.9%。我们认为，原材料价格的上涨导致服装价格的增加，会导致消费者减少在服装上的部分消费支出，2010年入冬较晚也是其中一个因素。由于2011年我国棉花仍将面临供需的缺口，棉花价格难改上涨趋势，这将导致服装价格居高不下，从而在对今年的服装需求造成一定的压制。

图7 限额以上零售业服装零售增速



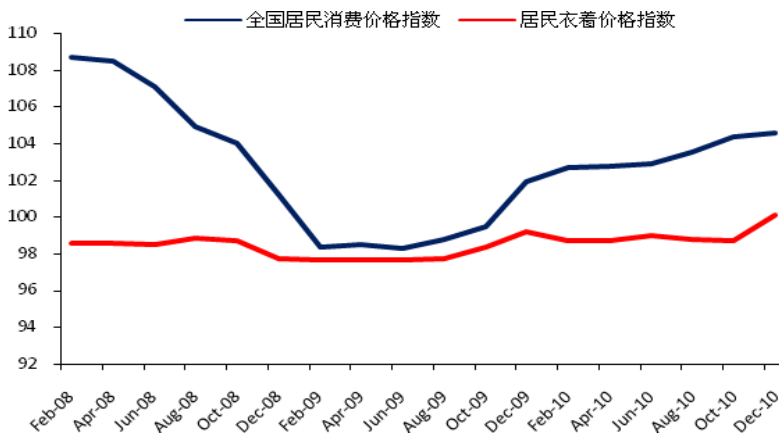
资料来源: wind, 华创证券研究所

图8 全国百家重点大型零售企业服装类商品零售同比增速



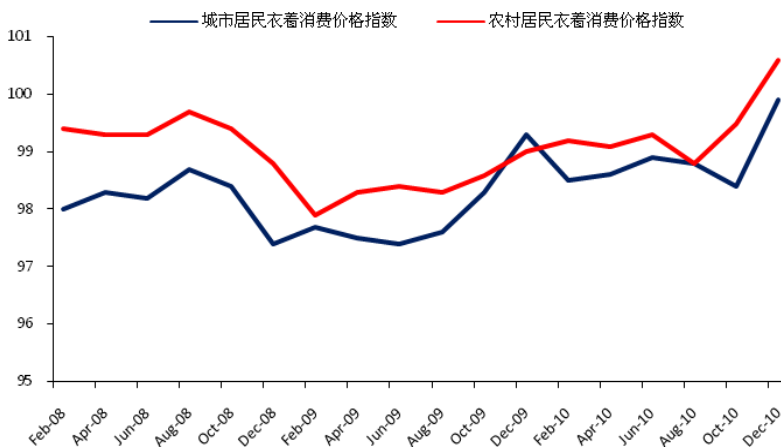
资料来源: wind, 华创证券研究所

图9 居民消费价格指数



资料来源: wind, 华创证券研究所

图10 城乡居民衣着消费价格指数



资料来源: wind, 华创证券研究

3. 电子商务平台或助力销售

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号: 证监许可(2009)1210号

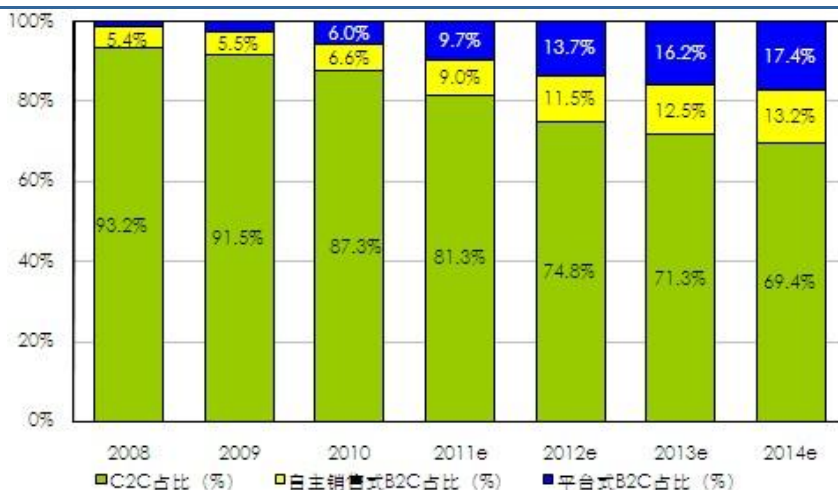
自 1997 年电子商务进入中国，并经过长时间的发展，近年来得到了迅速的发展。从艾瑞咨询的统计数据及预测来看，2008-2010 年我国网络购物的增长率分别为 128.5%、105.2%和 89.4%。网络购物交易规模占社会消费品零售总额的比重也逐年增加，分别为 1.2%、2.1%和 3.2%。

图 11 2008-2014 年中国网络购物市场交易规模



资料来源: iResearch, 华创证券研究所

图 12 2008-2014 年中国网络购物市场交易结构



资料来源: iResearch, 华创证券研究所

而根据最大的 C2C 电子商务交易平台淘宝数据中心的数据统计，服装类商品的交易金额在所有商品内排名第一。针对服装网购的这种趋势，多家上市服装、家纺类公司也推出了其官方旗舰店和专门的网购品牌。我们认为在市场集中度小，品牌忠诚度低的中低端的服装市场里，服装产品更容易受到电子商务的冲击。但是，由服装品牌公司自主搭建电子商务交易平台(自主销售式 B2C)，对比为数众多的 C2C 模式的销售，更有渠道配置优势和产品线优势。我们通过对服饰类上市公司的考察，可以看到部分品牌服饰或家纺产品已推出专门的网购品牌。此举也有利于缓解面对凡客

诚品类似的电子商务交易平台对服装销售的冲击。对于企业自身而言，也可以加速消化库存和加速产品流通。但同时，也需要企业有更先进的供应链管理能力和

表 2 已开通官方网店（建设中）服装家纺类上市公司

公司	官方网店网址	
孚日股份	http://store.taobao.com/shop/view_shop-2888b97eaf144edc5a2ebc730178913c.htm	孚日家纺用品
*ST 中服	http://www.next.co.uk/	NEXT 品牌网店
七匹狼	http://septwolves.taobao.com/shop/viewShop.htm	
天山纺织	http://tsfs.tmall.com/shop/viewShop.htm?prc=1	
报喜鸟	http://www.bxnshop.com/	报喜鸟网络积分商城
美邦服饰	http://www.ibanggo.com/	邦购网
罗莱家纺	http://luolai.taobao.com/	
星期六	http://stsat.taobao.com/	淘宝官方旗舰店
富安娜	http://fuanna.taobao.com/shop/viewShop.htm	富安娜/圣之花网购商城
梦洁家纺	http://www.mmee.cc/	
探路者	http://toread.tmall.com/shop/viewShop.htm?prc=1	淘宝商城旗舰店
	http://shop.paipai.com/855000236/?PTAG=10.1.98	QQ 商城旗舰店
	http://www.okbuy.com/list.php?top_key=%CC%BD%C2%B7%D5%DF	好乐买授权专卖
	http://www.amazon.cn/s/ref=nb_sb_ss_c_1_5?__mk_zh_CN=亚马逊网站&url=search-alias=sporting&field-keywords=探路者	亚马逊卓越授权专卖
	http://www.buy007.com/toread/	奥迅运动城授权专卖
	http://search.360buy.com/search?keyword=探路者	京东商城授权专卖
	http://toreadj.tmall.com/shop/viewShop.htm	探路者淘宝酷杰专卖店
	http://shop34894422.taobao.com/	淘宝山水户外专卖店
	http://toreadssfs.tmall.com/shop/viewShop.htm	淘宝山水风尚专卖店
	http://toreadxxhf.tmall.com/shop/viewShop.htm	淘宝旭鑫海方专卖店
	http://shop35747256.taobao.com/	淘宝山水云天户外专卖店
	http://toread.shop.rakuten.cn/	乐酷天网尚红专卖店
浪莎	http://shop.langsha.com/eshop/	浪莎网上商城
	http://langsha.taobao.com/shop/viewShop.htm	淘宝商城 浪莎官方旗舰店
鲁泰 A	http://luthai.cn/	
红豆股份	http://www.e-hongdou.com/	
龙头股份	http://www.shanghai.dragon.com.cn/bottom/dragon.asp	网上商城建设中
杉杉股份	http://www.firs.cn/OnlineMall.aspx	网上商城建设中

资料来源：华创证券研究所

4. 调研回顾——美邦服饰

MC 品牌店铺数量 200 家（含童装店 120 家），10 年估计能实现收入 7-8 亿元，依然亏损约 3000 万元（其中的童装实现盈利），11 年可能盈亏平衡，估计 12 年开始拓展加盟，当年可能会产生盈利贡献，目前平效 1 万元左右，未来平效规划增长 50-60%；MB 店铺不到 3500 家，平效 1.8-1.9 万元，每年提升 20%，MB 品牌将产生规模化效应。未来开店增速为 20-30%；10 年年底推出电子商务邦购并附带时尚资讯平台，作为综合服饰的垂直网站，陈列展示更多的产品并为消费者提供时尚资讯服务，短期内盈利贡献不大，但可能也是未来一个看点。我们判断公司的业绩拐点已经出现，未来的重要看点在于 MC 平效的提升以及 MB 的规模化效应。维持 10 年 0.75 元的业绩预测，调高 11-12 年业绩到 1.15 和 1.6 元。我们认为前期公司股价大幅上涨和股权激励推出后盈利预测稳定后有关，并且市场给予了业绩拐点出现后的弹性估值，目前 2011 年 PE 为 25 倍，在品牌服装公司中处于中等水平，业绩拐点出现后的估值修复弹性泡沫行情已经过去，给予 2011 年 30PE 估值，目标价为 34.50 元，维持“推荐”评级。

5. 品牌服装估值修复下机会逐渐呈现

1 月份品牌服装经历了集体性的下跌，我们认为原因如下：（1）、高估值下的系统性风险。前期品牌服装凭借良好的消费属性被市场高度关注，估值一度高企。根据 wind 统计的市场平均 EPS 来测算，几个家纺公司一度最高达到 2011 年 40X，主流的品牌服装如七匹狼、报喜鸟、美邦服饰和星期六等也一度达到 2011 年 31X、31X、37X 和 36X，新上市的搜于特、希努尔最高也分别达到 58X 和 32 倍，创业板的探路者更是达到 62X。所以在市场出现下跌或者中小股票估值向下修复的情况下，品牌服装估值下滑在所难免；（2）、李宁事件的影响。我们在 12 月 31 日《纺织服装行业 2011 年 1 月月报：三大主题，年末聚焦》中已经对李宁事件作了回顾和简单的分析，李宁事件对七匹狼和美邦服饰等店铺数量相对较多的品牌服装企业带来一定的负面影响；（3）、季节性因素。根据历史经验，A 股市场因为上半年信贷速度较快，资金更青睐周期性行业，而下半年作为消费旺季以及信贷收缩的时候，消费行业则受到更多的关注。

经过近期的洗礼，品牌服装公司估值下行，基本处于 20-25 倍之间，我们认为逐渐进入配置的合理区间，维持纺织子行业“中性”以及服装子行业“推荐”评级。我们重申看好报喜鸟、探路者，考虑到七匹狼估值方面的原因，上调评级至“强烈推荐”。

表 3 纺织服装公司估值参考

简称	1 月 25 日	EPS (元)			PE (倍)			最新评级
	收盘价	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
报喜鸟	24.19	0.64	0.97	1.27	37.80	24.94	19.05	强烈推荐
探路者	31.20	0.32	0.39	0.83	97.50	80.00	37.59	强烈推荐
七匹狼	27.70	0.68	0.94	1.24	40.74	29.47	22.34	强烈推荐
浔兴股份	13.93	0.20	0.35	0.50	69.65	39.8	27.86	强烈推荐
伟星股份	22.69	0.86	1.15	1.41	26.38	19.73	16.09	强烈推荐
鲁泰 A	8.52	0.57	0.70	0.72	14.95	12.17	11.83	强烈推荐
美邦服饰	28.34	0.60	0.75	1.15	47.23	37.79	24.64	推荐
星期六	15.83	0.41	0.55	0.71	38.61	28.78	22.30	推荐
罗莱家纺	61.70	1.09	1.49	1.95	56.61	41.41	31.64	推荐
富安娜	32.44	0.64	0.87	1.23	50.69	37.29	26.37	推荐
潮宏基	28.82	0.47	0.69	0.87	61.32	41.77	33.13	推荐
梦洁家纺	35.48	0.94	1.02	1.30	37.74	34.78	27.29	推荐

资料来源：华创证券研究所

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801