

纺织服装：聚焦品牌零售

纺织服装行业 2011 年中期投资策略

纺织服装 领先大市-A

上次评级

领先大市-A

报告关键点：

- 高成本遭遇需求放缓
- 品牌零售成本转嫁能力最强，外延式扩张快速的公司为投资首选
- 维持行业“领先大市-A”投资评级，重点推荐：探路者、搜于特

报告摘要：

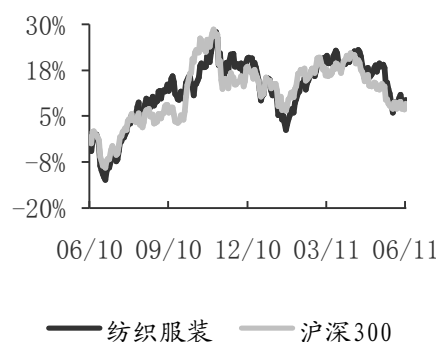
- 高成本遭遇需求放缓：**全球范围的供需失衡推动了2010年9月份以来棉花价格的大幅攀升，将纺织服装行业带入了高成本运营时代。2010年9月份-2011年3月份，受益于低价库存和下游需求快速增长，行业ROE处于近十年最高水平；从2011年4月以来，棉价由高点下滑20%左右，企业去库存压力显现，同时遭遇国内外需求放缓，加上去年下半年高基数的影响，2011年中报或将成为全年行业盈利拐点，下半年行业盈利增速放缓将是大概率事件。
- 品牌零售子行业成本转嫁能力最强，外延式扩张快速的公司为投资首选：**我们将纺织服装行业分为制造和品牌零售两个子行业。从成本转嫁能力看，拥有品牌和终端渠道的品牌零售子行业成本转嫁能力最强，内销需求增长相对稳定，下半年将迎来秋冬装销售旺季，我们建议2011年下半年行业投资重心转向品牌零售子行业。值得关注的是，高棉价主导的成本提升在2011年纺织服装终端零售价格中全面体现。相对于食品、医疗保健等必需消费品而言，纺织服装作为可选消费品，2011年终端的大幅度提价，对终端消费量冲击相对较大，我们对2011年品牌零售企业同店增长持谨慎态度，公司的业绩增长更多的需要依靠开新店、提高单店面积等外延式扩张来实现，外延式扩张快速的公司成为下半年投资首选，我们重点推荐探路者和搜于特。
- 维持纺织服装行业“领先大市-A”投资评级：**对比其他行业，纺织服装全行业在2011年下半年同样面临盈利增速放缓的风险，但品牌零售子行业业绩稳定性较为明确，目前估值水平在26倍左右，行业防御性和估值优势较上半年更为突出，因此，我们维持行业“领先大市-A”投资评级。
- 重点推荐探路者和搜于特：**我们建议2011年下半年纺织服装行业的投资遵循以下两条主线：（1）稳健型投资组合：我们建议配置低估值或业绩稳定的公司，重点推荐：鲁泰A、罗莱家纺、七匹狼、九牧王；（2）积极的投资组合：我们建议配置外延式扩张快速的公司，重点推荐：探路者、搜于特。
- 风险提示：**棉价持续快速下跌；提价后国内终端销售量快速下滑。

报告日期

2011-06-23

首选股票	目标价	评级
300005 探路者	20.0	买入-A
002503 搜于特	45.0	买入-B

12个月行业表现



赵梅玲

021-68765110
执业证书编号

行业分析师

zhaoml@essence.com.cn
S1450511020032

前期研究成果

纺织服装：悲喜皆棉价	2011-05-10
纺织服装：高成本的蝼蚁	2010-12-16
纺织服装：回归品牌	2010-06-08

1. 2011 年中期策略-聚焦品牌零售

2011 年下半年，纺织服装行业高成本运营将遭遇需求放缓，下游品牌零售子行业顺畅的成本转嫁能力使得其盈利稳定增长的优势更为突出，我们建议行业投资重心装箱品牌零售子行业，外延式扩张快速的公司成为下半年投资首选。

对比其他行业，2011 年下半年纺织服装行业（特别是品牌零售子行业）的防御性和估值优势较上半年更为突出，我们维持行业“领先大市-A”投资评级。

在投资标的的选择上，我们建议遵循以下两条主线：（1）稳健型投资组合：我们建议配置低估值或业绩稳定的公司，重点推荐：鲁泰 A、罗莱家纺、七匹狼、九牧王；（2）积极的投资组合：我们建议配置外延式扩张快速的公司，重点推荐：探路者、搜于特。

2. 高成本遭遇需求放缓

全球范围的供需失衡推动了 2010 年 9 月份以来棉花价格的大幅攀升，将纺织服装行业带入了高成本运营时代。2010 年 9 月份-2011 年 3 月份，受益于低价库存和下游需求快速增长，行业 ROE 处于近十年最高水平；从 2011 年 4 月以来，棉价由高点下滑 20% 左右，企业去库存压力显现，同时遭遇国内外需求放缓，加上去年下半年高基数的影响，2011 年中报或将成为全年行业盈利拐点，下半年行业盈利增速放缓将是大概率事件。

2.1. 高棉价带动行业 ROE 创新高

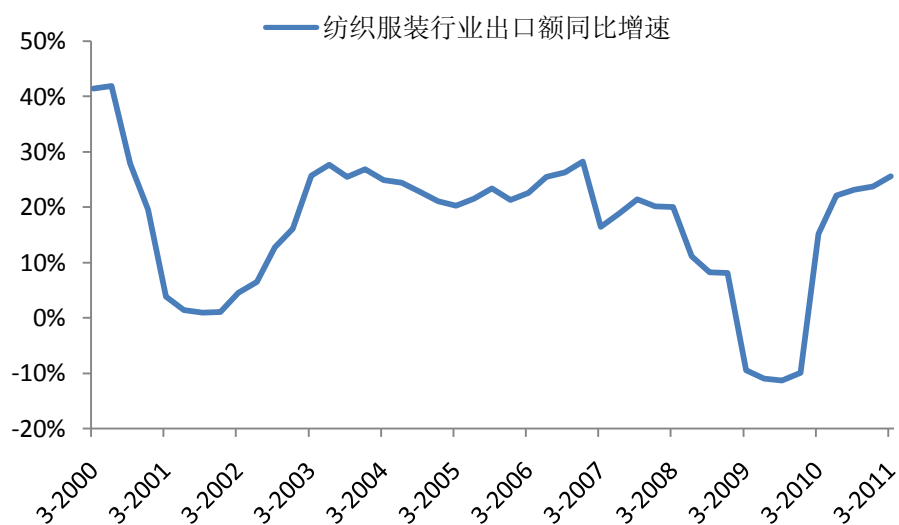
全球范围内的供需失衡推动了 2010 年 9 月份以来棉花价格的大幅攀升，将纺织服装行业带入了高成本运营时代。2010 年 9 月份-2011 年 3 月份，受益于低价库存和下游需求快速增长，行业盈利能力快速提升，ROE 处于近十年最高水平。（关于棉花供需、棉价与行业盈利关系请详见我们 2011 年度策略报告“高成本的蝼蚁”和 2011 年 5 月行业分析报告“悲喜皆棉价”）

图 1：国内 328 级棉花现货价格图



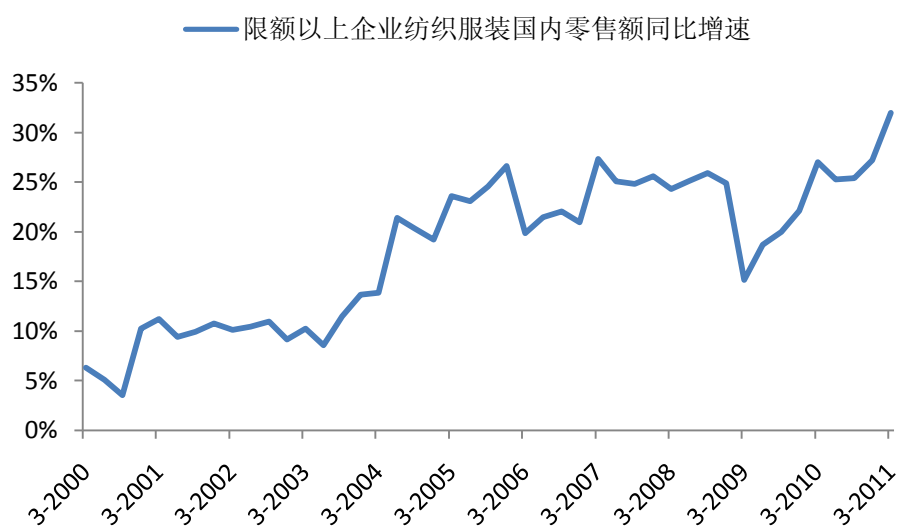
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 2：纺织服装行业出口额同比增速



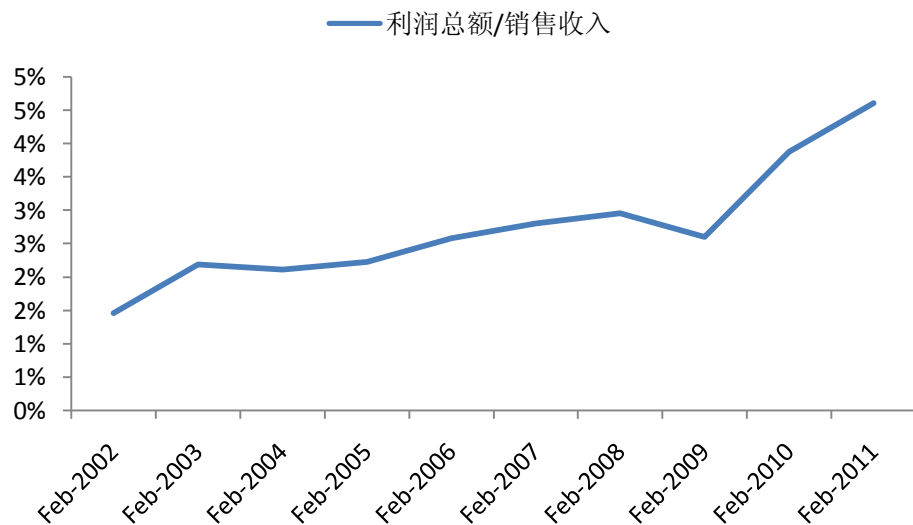
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 3：纺织服装国内零售额同比增速



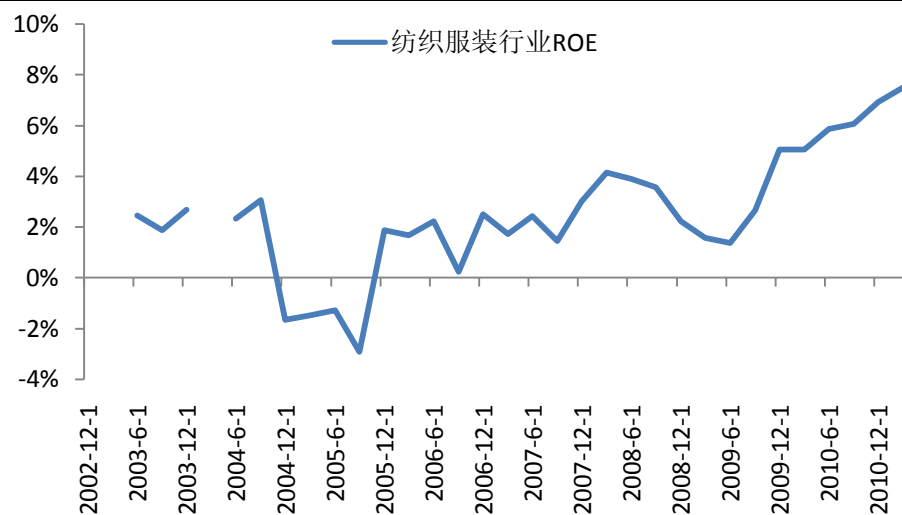
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 4：纺织服装行业利润情况图



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 5: 2002 年以来纺织服装行业整体 ROE 情况图



数据来源: 安信策略, 安信证券研究中心

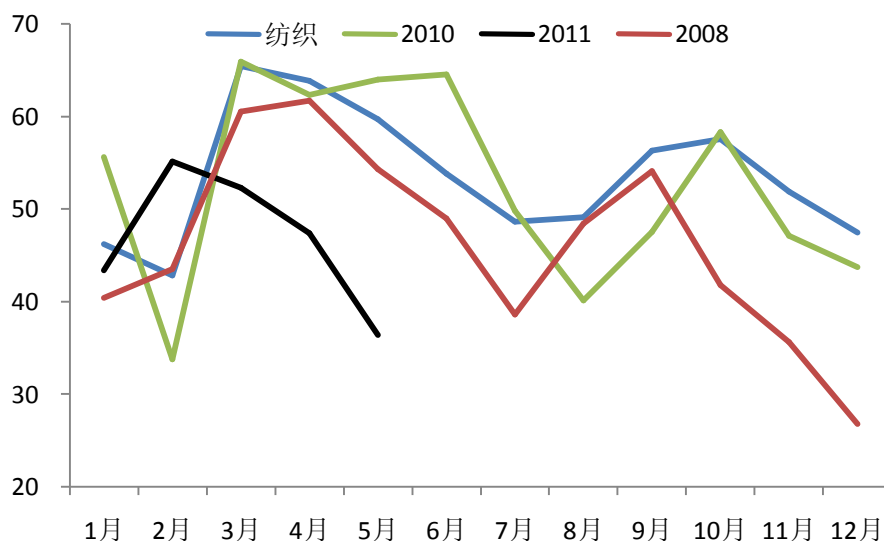
2.2. 高成本遭遇需求放缓

从 2011 年 4 月以来, 棉价由高点下滑 20% 左右, 企业去库存压力开始显现; 此外, 劳动力成本持续快速提升, 人民币持续升值长期制约行业发展, 加上出口退税率下调预期的持续升温, 2011 年下半年行业高成本压力更为突出。

同时, 2011 年 4 月以来, 国内外需求放缓。纺织行业 PMI 新订单指数和出口订单指数从 4 月份开始出现连续 2 个月的快速下滑, 并处于 5 年来最差水平。而欧美主要出口市场以及国内零售市场终端消费需求增速放缓也印证了需求出现放缓的判断。

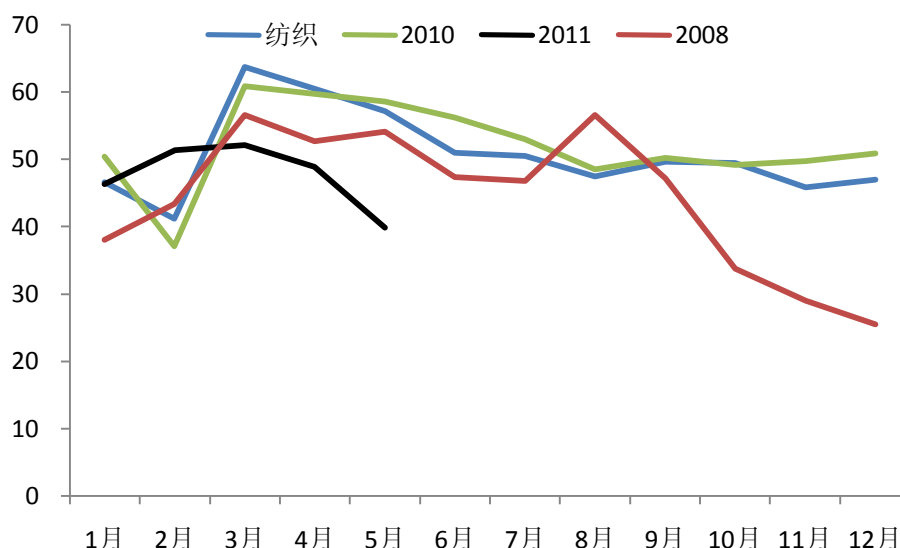
考虑到去年下半年高基数的影响, 我们判断 2011 年中报或将成为全年行业盈利拐点, 下半年行业盈利增速放缓将是大概率事件。

图 6: 纺织行业 PMI 新订单指数



数据来源：中国物流与采购联合会，安信策略，安信证券研究中心

图 7：纺织行业 PMI 出口订单指数



数据来源：中国物流与采购联合会，安信策略，安信证券研究中心

3. 聚焦品牌零售

我们将纺织服装行业分为制造和品牌零售两个子行业。从成本转嫁能力看，拥有品牌和终端渠道的品牌零售子行业成本转嫁能力最强，内销需求增长相对稳定，下半年将迎来秋冬装销售旺季，我们建议 2011 年下半年行业投资重心转向品牌零售子行业。值得关注的是，高棉价主导的成本提升在 2011 年纺织服装终端零售价格中全面体现。相对于食品、医疗保健等必需消费品而言，纺织服装作为可选消费品，2011 年终端的大幅提价，对终端消费量冲击相对较大，我们对 2011 年品牌零售企业同店增长持谨慎态度，公司的业绩增长更多的需要依靠开新店、提高单店面积等外延式扩张来实现，外延式扩张快速的公司成为下半年投资首选，我们重点推荐探路者和搜于特。

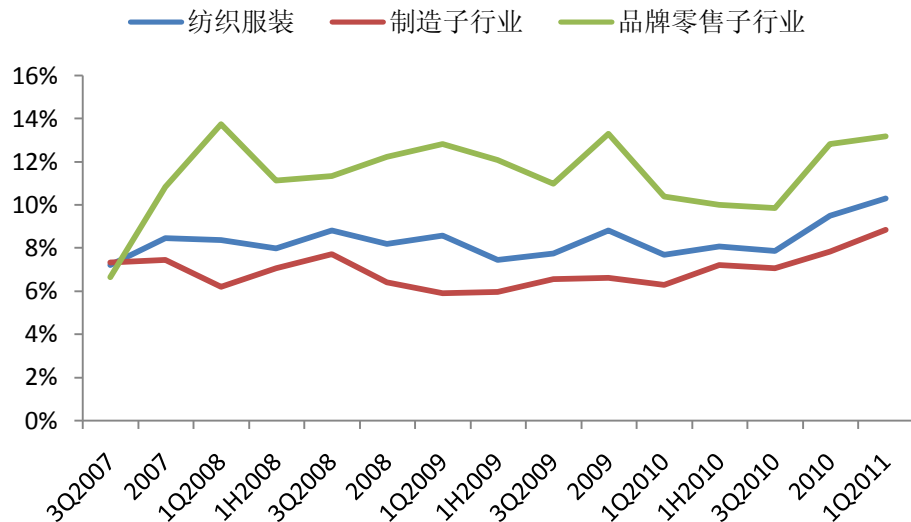
3.1. 品牌零售子行业成本转嫁能力最强

从纺织服装产业链看，下游品牌零售子行业依靠品牌和渠道优势，成本转嫁能力最强，在高成本运营状态下盈利能力提升最为明显。从图 8 可以看出，自 2010 年 3 季度棉

价价格快速提升以来，品牌零售子行业的净利率提升水平明显快于制造子行业 and 全行业平均水平。

2011 年订货会良好的数据反馈增强了对下半年零售子行业业绩稳定性的信心，尽管从 4 月份开始纺织服装终端零售额同比增速同样出现了下滑，目前尚不能确认是真正的需求下滑还是气候因素的扰动，我们需要持续的终端数据的支撑；最坏的情况是下半年国内零售下滑趋势确立，最快也将在 2012 年上半年中的业绩中反映，下半年将迎来秋冬装销售旺季，因此，我们建议 2011 年下半年行业投资重心转向品牌零售子行业。

图 8：纺织服装各子行业净利率情况图



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

3.2. 提价是把双刃剑

高棉价主导的成本提升在 2011 年纺织服装终端零售价格中全面体现，2011 年春夏装的终端零售价普遍提升 10%-20% 左右。相对于食品、医疗保健等必需消费品而言，纺织服装作为可选消费品，2011 年终端的大幅度提价，对终端消费量冲击相对较大。对于品牌零售终端而言，提价是把双刃剑：一方面带动单件销售额的提升；另一方面降低了销售量的增长；因此，我们对 2011 年品牌零售企业同店增长持谨慎态度。

3.3. 外延式扩张弥补同店增长乏力

对于品牌零售企业而言，业绩增长主要来自于同店增长和外延式扩张。在 2011 年品牌零售企业同店增长乏力情况下，外延式扩张对业绩的贡献显得尤为直接和突出。外延式扩张可以通过开新店、提高单店面积等措施来实现，我们认为，在品牌零售企业中，外延式扩张快速的公司成为下半年投资首选，我们重点推荐探路者和搜于特。

4. 维持纺织服装行业“领先大市-A”投资评级

4.1. 维持行业“领先大市-A”投资评级

对比其他行业，纺织服装全行业在 2011 年下半年同样面临盈利增速放缓的风险，但品牌零售子行业业绩稳定性较为明确，目前估值水平在 26 倍左右，行业防御性和估值优势较上半年更为突出，因此，我们维持行业“领先大市-A”投资评级。

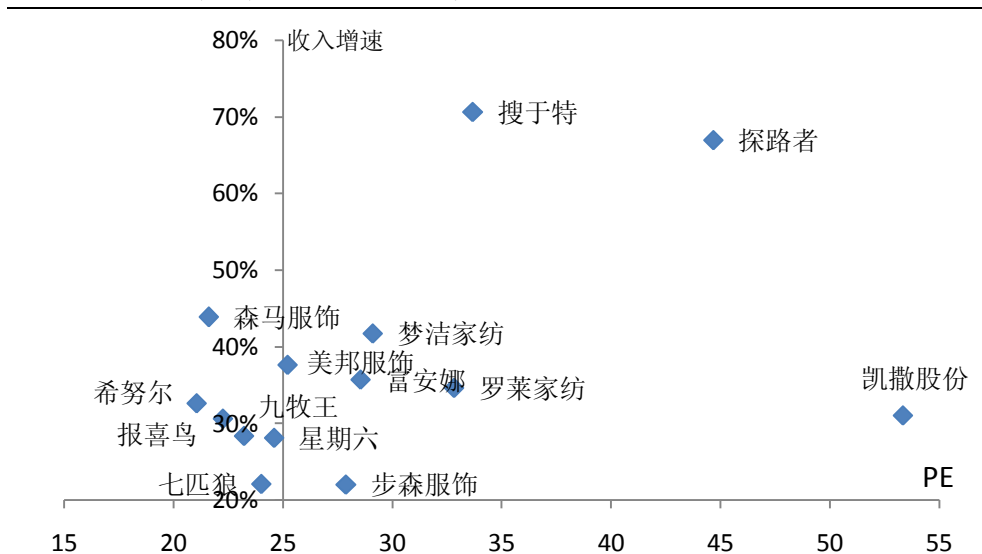
4.2. 建议积极的行业配置

在投资标的选择上，我们建议 2011 年下半年纺织服装行业的投资遵循以下两条主线：

- (1) 稳健型投资组合：我们建议配置低估值或业绩稳定的公司，重点推荐：鲁泰 A、罗莱家纺、七匹狼、九牧王；
- (2) 积极的投资组合：我们建议配置外延式扩张快速的

公司，重点推荐：探路者、搜于特。

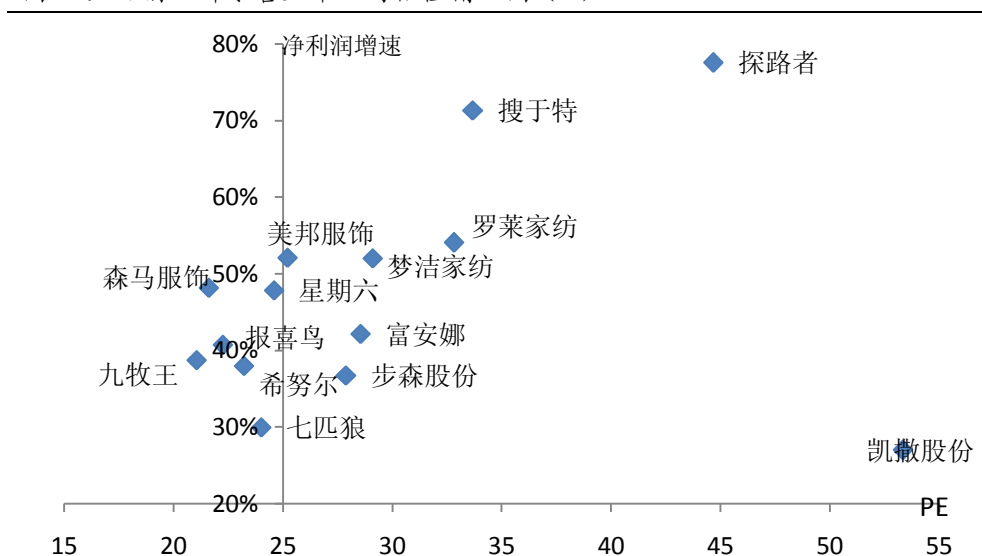
图 9：目前品牌零售上市公司估值情况图（1）



数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

注：PE 估值数据以 2011 年 6 月 14 日收盘价为基础计算得出

图 10：目前品牌零售上市公司估值情况图（2）



数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

注：PE 估值数据以 2011 年 6 月 14 日收盘价为基础计算得出

4.3. 风险提示

我们认为下半年行业可能面临以下风险：（1）棉价持续快速下跌；（2）提价后国内终端销售量快速下滑。

分析师简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007年7月加入安信证券研究中心。

分析师声明

赵梅玲声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券评级体系

公司收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

行业收益评级:

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;
 同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;
 落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034