

增持 维持

纺织服装中报综述（暨 8 月份月报）2011 年 9 月 5 日

2011 年第 2 期

靓丽中报彰显行业景气，

静待品牌类订货会柳暗花明

纺织服装行业高级分析师：卢媛媛

SAC 执业证书编号：S0850511030004

lyy5991@htsec.com

021-23219610

联系人：杨艺娟

yyj7006@htsec.com

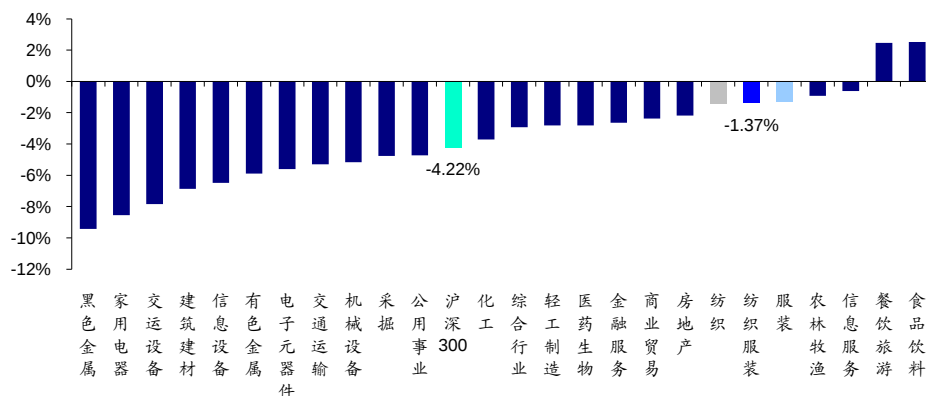
021-23219811

- **行情回顾：**本月上证综指、深证成指、沪深 300 分别下跌了 4.97%、4.95%、4.22%。纺织服装板块整体中报业绩良好，板块指数下跌 1.39%，居板块涨幅榜第五位。截止本报告期我们发布了“买入”评级的九牧王和搜于特两家公司自首评期始累计涨幅分别达 22.05%、12.63%，远超所属板块、大盘同期涨跌幅。
- **行业跟踪：**（1）**原材料价格逐渐企稳。**本月棉花价格小幅下跌，化纤类原料价格小幅波动，腈纶短纤、粘胶长丝分别下跌 8.00%、2.07%，涤纶短纤小幅上涨 2.47%，粘胶短纤上涨 5.31%。（2）**上游制造端运行态势良好。**2011 年 1-7 月，我国纺织服装、鞋、帽制造业固定资产投资累计完成额达 1174.18 亿元，累计同比增速达 44.1%，投资强劲彰显了国内纺织服装行业的景气程度。（3）**行业出口态势稳健，产业导向由出口向内销转变的趋势明显。**2011 年 7 月我国服装出口额同比增长 27.12%，进口额同比增长 55.99%，远大于出口同比增速；1-7 月我国纺织服装、鞋、帽制造业工业产值累计同比增速为 29.43%，大于出口交货值累计同比增速 11.78 个百分点。（4）**国内消费需求强劲。**2011 年 1-7 月我国纺织服装累计零售额同比增长 24.2%，比全社会消费品零售额的同比增速高出 6.2 个百分点；其中，7 月份纺织服装零售总额同比增长达 40.14%。
- **中报综述：**（1）**整体情况良好，优质品牌企业全年高增长基本明确。**2011 年上半年行业营业收入同比增长 21.47%，利润总额同比增长 63.45%，扣除非经常性损益后的净利润同比增长 39.13%。品牌类企业中，品牌家纺、户外运动和时尚休闲类品牌公司表现突出，营业收入同比增速分别达 48.06%、49.68%和 44.71%。预计随着三四季度服装子行业销售旺季的到来，服装子行业收入增速将上升。（2）**综合毛利上升。**行业综合毛利率为 23.61%，比去年同期的 21.29 高出 2.32 个百分点。这主要是由于今年以来，尽管主要原材料价格下跌，而在 2011 年上半年的通胀环境中，不少纺织服装零售价格甚至不降反升。（3）**销售费用占比显著上升，人工成本显著提高。**服装子行业 2011 年上半年的销售费用占比高达 10.84%，为近三年来最高，销售费用占比最主要的原因是今年以来品牌类公司广告宣传费用、人工费用和租金大幅提升，人工费用上升明显。（4）**品牌类企业总体运营情况较为稳健，但存货管理情况不如去年。**尤其是美邦服饰和星期六，存货管理有待改善，建议密切关注公司订货会情况。
- **投资建议：**（1）半年报公布完毕，行业整体运行态势符合预期，品牌服装各子行业均呈现较快的销售收入和利润增长。分解收入增长的原因，很大程度上来源于价格的提升。2011 年下半年涨价因素仍然呈现，秋冬装的利润率和涨价幅度更甚于春夏装，因此预计下半年行业整体增速将持续上半年的良好态势，不排除 2011 年年报将会给市场带来惊喜。但 2012 年涨价因素弱于 2011 年，特别是对于休闲装和家纺行业，其增速放缓已经成为市场共识。同时，原材料成本下降和品牌服装的价格刚性特征会提升 2012 年行业整体的毛利率水平，因此利润增速应高于销售收入增速。因此我们判断，**2011 年年底到年报披露的时间窗口，将会是纺织服装行业表现的最佳时机。**目前行业累计股价涨幅过高，短期业绩不足以支撑估值，结合大盘走势，应警惕估值下移的风险。**行业整体投资建议为“增持”。**（2）**建议重点关注集中于 8 至 10 月的订货会状况。**历史经验来看，纺织服装行业中品牌类企业全年业绩可由订货会期货制订单锁定一半以上，因此，我们建议重点关注后续的订货会详情。考虑到自去年起被原料价格波动大幅推升的存货风险、行业季节性特征，以及企业、加盟商对存货的或有担忧等因素，我们对随后品牌类企业明年春夏季产品订货会状况持乐观而不失谨慎的态度。（3）**公司层面，我们建议关注仍具估值优势和未来增长性确定的上市公司。**我们继续推荐未来成长性确定的上市公司：**九牧王（601566）、搜于特（002503）和梦洁家纺（002397）**
- **风险揭示：**出口退税率调整、渠道费用上升、企业去库存化及订货会情况低于预期、伴随大盘估值下移风险、近期部分公司解禁风险等。

## 1. 行情回顾及估值情况

受国外经济和国内通胀等诸多负面因素影响，市场悲观情绪持续蔓延，本月上证综指、深证成指、沪深 300 分别下跌了 4.97%、4.95%、4.22%。随着中报业绩的逐渐披露，各行业板块表现差异较大：纺织服装板块下跌了 1.37%，居板块涨幅榜第五位，其中纺织指数下跌 1.44%，服装指数下跌 1.30%，跑赢大盘逾 3 个百分点。

图 1 本月各行业市场表现



资料来源：WIND，海通证券研究所

出于对目前行业运行状态的认识和未来发展脉络的把握，以及对本所宏观研究团队研判的综合考虑，我们自 5 月份以来始终持相对谨慎的态度，截止本报告期仅对九牧王、搜于特两家上市公司发布了“买入”评级，自首评期始累计涨幅分别达 22.05%、12.63%，远超所属板块、大盘同期涨跌幅。表 1 列示了我们重点覆盖个股自首次评级以来的市场表现。

表 1 推荐个股市场表现 (20110831)

| 代码        | 名称   | 首次评级时间     | 投资评级 | 累计涨跌幅 (%) | 板块同期涨跌幅 (%) | 大盘同期涨跌幅 (%) |
|-----------|------|------------|------|-----------|-------------|-------------|
| 601566.SH | 九牧王  | 2011/05/19 | 买入   | 22.05     | 4.20        | -5.65       |
| 002503.SZ | 搜于特  | 2011/06/30 | 买入   | 12.63     | 3.42        | -4.33       |
| 002569.SZ | 步森股份 | 2011/06/21 | 增持   | 8.17      | 9.23        | 0.61        |
| 002327.SZ | 富安娜  | 2011/07/11 | 增持   | 7.97      | -2.45       | -8.12       |
| 601718.SH | 际华集团 | 2011/05/27 | 增持   | 5.78      | 1.11        | -6.18       |
| 002345.SZ | 潮宏基  | 2011/08/10 | 增持   | -2.33     | 5.42        | 0.73        |
| 002291.SZ | 星期六  | 2011/06/30 | 增持   | -6.87     | 3.42        | -4.33       |
| 601599.SH | 鹿港科技 | 2011/05/16 | 中性   | -18.70    | 4.20        | -5.26       |

资料来源：海通证券研究所

表 2 本月纺织服装行业上市公司涨跌榜 (20110831)

| 收盘价      |          | 价格涨跌 (%) |       |       |       |        | 本年内最高价   | 本年内最低价   |
|----------|----------|----------|-------|-------|-------|--------|----------|----------|
|          |          | 1 周      | 2 周   | 本月    | 3 个月  | 1 年    |          |          |
| 上证综合指数   | 2567.34  | 0.52     | -1.57 | -4.97 | -5.14 | -3.22  | 3067.46  | 2437.68  |
| 深证成分指数   | 11397.48 | 1.37     | -2.30 | -4.95 | -0.70 | 0.83   | 13233.02 | 10926.47 |
| 纺织       | 2271.88  | 1.69     | 0.49  | -1.44 | 6.34  | 8.03   | 2688.49  | 1954.36  |
| 服装       | 2312.74  | -1.18    | -2.14 | -1.30 | 7.84  | -0.46  | 2499.09  | 2077.03  |
| 涨幅前 10 名 | (元)      |          |       |       |       |        | (元)      | (元)      |
| 华芳纺织     | 10.78    | 12.64    | 20.72 | 22.08 | 6.73  | -28.78 | 15.27    | 7.36     |
| 凤竹纺织     | 8.29     | -10.38   | 4.94  | 15.30 | 33.07 | 51.15  | 9.48     | 5.45     |

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

|         |       |       |       |        |        |        |       |       |
|---------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 宏达高科    | 15.20 | 10.95 | 11.36 | 12.76  | 19.29  | -15.24 | 18.24 | 11.70 |
| 梦洁家纺    | 33.58 | 2.10  | 0.57  | 12.38  | 35.74  | 31.98  | 34.70 | 21.83 |
| 中国服装    | 11.54 | 2.03  | 0.96  | 7.45   | -16.92 | 36.89  | 15.64 | 8.85  |
| 九牧王     | 26.85 | -1.14 | 2.21  | 7.27   | 40.36  | 22.05  | 28.09 | 19.01 |
| 华茂股份    | 9.11  | 0.00  | -4.71 | 7.18   | 19.08  | 69.60  | 9.91  | 6.24  |
| 四环生物    | 8.33  | 12.87 | 6.93  | 6.52   | 29.15  | 36.56  | 10.00 | 6.11  |
| 雅戈尔     | 10.29 | -0.19 | 0.10  | 6.19   | 1.68   | -15.44 | 12.11 | 8.94  |
| 中银绒业    | 15.81 | -2.41 | -2.17 | 6.18   | 29.93  | 36.56  | 16.70 | 12.07 |
| 跌幅前 5 名 |       |       |       |        |        |        | (元)   | (元)   |
| 浙江富润    | 10.54 | -3.13 | -5.22 | -22.16 | 1.25   | 17.63  | 14.50 | 9.23  |
| 凯撒股份    | 14.18 | -2.21 | -9.04 | -17.22 | -29.59 | 1.78   | 22.16 | 14.01 |
| 开开实业    | 9.99  | -8.60 | -4.58 | -14.62 | -9.51  | 6.05   | 13.76 | 8.40  |
| 福建南纺    | 8.3   | -2.24 | -5.68 | -14.17 | -9.93  | 33.30  | 10.78 | 6.89  |
| 华孚色纺    | 26.28 | -0.19 | -4.58 | -14.09 | 25.20  | 12.41  | 31.50 | 20.95 |

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 3 海通重点公司估值及投资评级 (20110902)

| 代码        | 简称   | 行业   | 总市值<br>(亿元) | EPS (元) |       |       | PE (倍) |       |       | PB(倍) | 当前价<br>(元) | 评级 |
|-----------|------|------|-------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|------------|----|
|           |      |      |             | 2010    | 2011E | 2012E | 2010   | 2011E | 2012E |       |            |    |
| 002269.SZ | 美邦服饰 | 时尚休闲 | 321.60      | 0.75    | 1.15  | 1.60  | 42.67  | 27.83 | 20.00 | 10.05 | 32.00      | -  |
| 002563.SZ | 森马服饰 | 时尚休闲 | 350.48      | 1.67    | 2.12  | 2.86  | 31.32  | 24.67 | 18.29 | 5.03  | 52.31      | -  |
| 002425.SZ | 凯撒股份 | 品牌男装 | 29.70       | 0.30    | 0.32  | 0.66  | 46.27  | 43.38 | 21.03 | 3.35  | 13.88      | -  |
| 002569.SZ | 步森股份 | 品牌男装 | 16.95       | 0.45    | 0.61  | 0.91  | 40.36  | 29.77 | 19.96 | 2.90  | 18.16      | 增持 |
| 601718.SH | 际华集团 | 服装制造 | 159.68      | 0.13    | 0.18  | 0.24  | 31.85  | 23.00 | 17.25 | 1.76  | 4.14       | 增持 |
| 601599.SH | 鹿港科技 | 棉纺   | 28.28       | 0.42    | 0.54  | 0.79  | 31.76  | 24.70 | 16.89 | 2.94  | 13.34      | 中性 |
| 002003.SZ | 伟星股份 | 服装辅料 | 46.36       | 0.99    | 1.23  | 1.59  | 18.08  | 14.55 | 11.26 | 2.95  | 17.90      | -  |
| 002293.SZ | 罗莱家纺 | 品牌家纺 | 120.43      | 1.49    | 2.38  | 3.35  | 57.58  | 36.05 | 25.61 | 8.37  | 85.80      | -  |
| 002397.SZ | 梦洁家纺 | 品牌家纺 | 48.08       | 0.61    | 0.95  | 1.36  | 52.13  | 33.47 | 23.38 | 4.51  | 31.80      | 买入 |
| 002612.SZ | 朗姿股份 | 高端女装 | 85.48       | 0.82    | 0.94  | 1.34  | 52.12  | 45.47 | 31.90 | 23.23 | 42.74      | -  |
| 002486.SZ | 嘉麟杰  | 户外运动 | 26.56       | 0.30    | 0.41  | 0.60  | 42.57  | 31.15 | 21.28 | 2.94  | 12.77      | -  |
| 002291.SZ | 星期六  | 时尚女鞋 | 37.03       | 0.28    | 0.32  | 0.39  | 36.39  | 31.84 | 26.13 | 2.44  | 10.19      | 增持 |
| 002485.SZ | 希努尔  | 品牌男装 | 46.16       | 0.73    | 0.98  | 1.31  | 31.62  | 23.55 | 17.62 | 2.52  | 23.08      | -  |
| 300005.SZ | 探路者  | 户外运动 | 47.11       | 0.20    | 0.35  | 0.56  | 87.90  | 50.23 | 31.39 | 8.78  | 17.58      | -  |
| 002503.SZ | 搜于特  | 时尚休闲 | 58.06       | 0.57    | 0.95  | 1.59  | 63.67  | 38.20 | 22.82 | 3.46  | 36.29      | 买入 |
| 002327.SZ | 富安娜  | 品牌家纺 | 62.95       | 0.95    | 1.53  | 1.96  | 49.48  | 30.73 | 23.98 | 5.21  | 47.01      | 增持 |
| 002042.SZ | 华孚色纺 | 棉纺   | 68.53       | 1.21    | 1.72  | 2.24  | 10.20  | 7.17  | 5.51  | 2.45  | 12.34      | -  |
| 002154.SZ | 报喜鸟  | 品牌男装 | 85.07       | 0.43    | 0.59  | 0.78  | 33.67  | 24.54 | 18.56 | 4.51  | 14.48      | -  |
| 002029.SZ | 七匹狼  | 品牌男装 | 104.11      | 1.00    | 1.36  | 1.75  | 36.80  | 27.06 | 21.03 | 6.03  | 36.80      | -  |
| 000726.SZ | 鲁泰 A | 棉纺   | 113.61      | 0.74    | 0.94  | 1.17  | 15.43  | 12.15 | 9.76  | 2.44  | 11.42      | -  |
| 600177.SH | 雅戈尔  | 品牌男装 | 224.89      | 1.20    | 1.36  | 1.80  | 8.42   | 7.43  | 5.61  | 1.67  | 10.10      | -  |
| 601566.SH | 九牧王  | 品牌男装 | 146.10      | 0.63    | 0.87  | 1.16  | 40.48  | 29.31 | 21.98 | 3.95  | 25.50      | 买入 |
| 002345.SZ | 潮宏基  | 珠宝首饰 | 52.09       | 0.57    | 0.78  | 1.02  | 50.77  | 37.10 | 28.37 | 3.89  | 28.94      | 增持 |

注：EPS 根据最新股本数据计算。

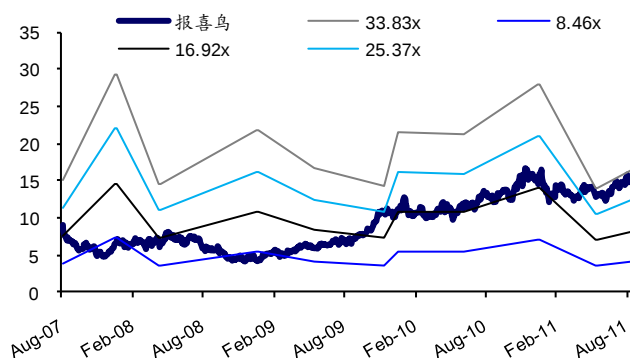
资料来源：公司公告，WIND，海通证券研究所

表 4 香港、海外纺织服装重点上市公司估值情况 (20110829)

| 代码             | 简称    | 行业       | 备注       | 收盘价      | 总市值     | EPS（当地货币） |        |       | PE（倍） |       |       | PB（倍） |
|----------------|-------|----------|----------|----------|---------|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                |       |          |          | （当地货币）   | （当地货币）  | 2010      | 2011E  | 2012E | 2010  | 2011E | 2012E |       |
| 香港市场           |       |          |          |          |         | 亿元        |        |       |       |       |       |       |
| 709            | 佐丹奴国际 | 时尚休闲     | 佐丹奴      | 5.83     | 82.86   | 0.43      | 0.49   | 0.53  | 13.00 | 11.55 | 10.54 | 3.39  |
| 393            | 旭日企业  | 时尚休闲     | 真维斯      | 2.90     | 29.88   | 0.37      | 0.36   | 0.32  | 7.62  | 7.83  | 8.81  | 1.11  |
| 330            | 思捷环球  | 时尚休闲     | ESPRIT   | 20.70    | 265.18  | 2.55      | 2.82   | 3.28  | 8.18  | 7.40  | 6.38  | 1.43  |
| 321            | 德永佳集团 | 时尚休闲     | 班尼路      | 9.02     | 120.61  | 0.98      | 1.12   | 1.25  | 9.06  | 7.94  | 7.09  | 2.30  |
| 589            | 宝姿    | 高端时装     | Ports    | 12.72    | 70.86   | 0.86      | 1.02   | 1.20  | 12.12 | 10.25 | 8.75  | 3.52  |
| 1913           | 普拉达   | 高端时装     | Prada    | 39.70    | 969.79  | 0.14      | 0.18   | 0.23  | 23.94 | 18.93 | 15.09 | 9.50  |
| 1234           | 中国利郎  | 品牌男装     | 利郎       | 10.04    | 116.46  | 0.48      | 0.59   | 0.69  | 16.65 | 13.59 | 11.64 | 4.91  |
| 3998           | 波司登   | 羽绒服装     | 波司登      | 1.97     | 167.11  | 0.18      | 0.20   | 0.21  | 8.96  | 8.28  | 7.84  | 1.99  |
| 2331           | 李宁    | 体育用品     | 李宁       | 9.09     | 93.96   | 0.52      | 0.57   | 0.69  | 14.15 | 12.80 | 10.69 | 2.27  |
| 1368           | 特步国际  | 体育用品     | 特步       | 4.05     | 84.87   | 0.45      | 0.52   | 0.58  | 7.20  | 6.25  | 5.55  | 1.92  |
| 2020           | 安踏体育  | 体育用品     | 安踏       | 10.24    | 242.42  | 0.73      | 0.83   | 0.94  | 11.18 | 9.92  | 8.75  | 3.26  |
| 1968           | 匹克体育  | 体育用品     | 匹克       | 2.98     | 58.33   | 0.48      | 0.55   | 0.62  | 4.86  | 4.22  | 3.72  | 1.37  |
| 3818           | 中国动向  | 体育用品     | Kappa    | 1.61     | 95.26   | 0.09      | 0.10   | 0.12  | 15.57 | 13.12 | 11.77 | 1.04  |
| 1880           | 百丽国际  | 时尚女鞋     | BeLLE    | 15.78    | 1339.36 | 0.51      | 0.63   | 0.76  | 25.45 | 20.87 | 17.18 | 6.41  |
| 1698           | 博士蛙国际 | 儿童用品     | 博士蛙      | 2.14     | 48.35   | 0.20      | 0.29   | 0.38  | 8.93  | 6.21  | 4.76  | 1.37  |
| 1086           | 好孩子   | 儿童用品     | 好孩子      | 2.43     | 24.50   | 0.21      | 0.26   | 0.32  | 11.95 | 9.42  | 7.66  | 1.62  |
| 海外市场           |       |          |          |          |         |           |        |       |       |       |       |       |
| INDITEX        | 时尚休闲  | Zara     | 55.77    | 347.63   | 3.01    | 3.41      | 3.86   | 18.55 | 16.35 | 14.46 | 5.67  |       |
| H&M            | 时尚休闲  | H&M      | 192.80   | 3190.98  | 9.82    | 11.48     | 13.06  | 19.63 | 16.79 | 14.76 | 9.40  |       |
| FAST RETAILING | 时尚休闲  | Uniqlo   | 14350.00 | 15242.78 | 588.26  | 708.66    | 820.27 | 24.38 | 20.24 | 17.48 | 4.58  |       |
| Ralph Lauren   | 时尚休闲  | Polo     | 135.60   | 125.38   | 6.70    | 7.79      | 9.44   | 20.24 | 17.41 | 14.36 | 3.91  |       |
| VF corporation | 时尚休闲  | Lee      | 116.85   | 128.20   | 7.67    | 8.70      | 10.08  | 15.23 | 13.43 | 11.59 | 3.00  |       |
| Nike Inc       | 体育用品  | Nike     | 88.54    | 420.41   | 4.82    | 5.63      | 6.59   | 18.36 | 15.72 | 13.44 | 4.21  |       |
| ADS            | 体育用品  | Adidas   | 47.80    | 99.97    | 3.21    | 3.77      | 4.42   | 14.89 | 12.67 | 10.81 | 2.24  |       |
| COLM           | 户外用品  | Columbia | 52.23    | 17.76    | 2.83    | 3.36      | 3.90   | 18.48 | 15.53 | 13.40 | 1.75  |       |

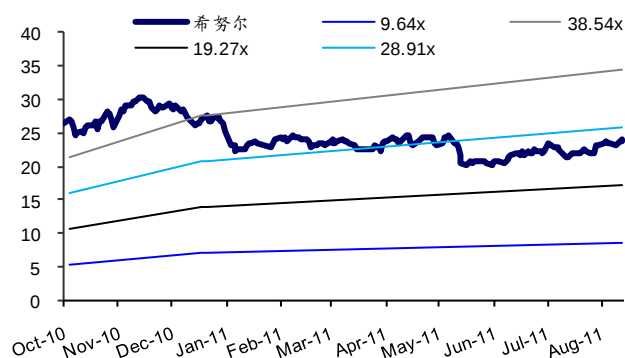
资料来源: BLOOMBERG, 海通证券研究所

图 2 报喜鸟历史 PE 情况



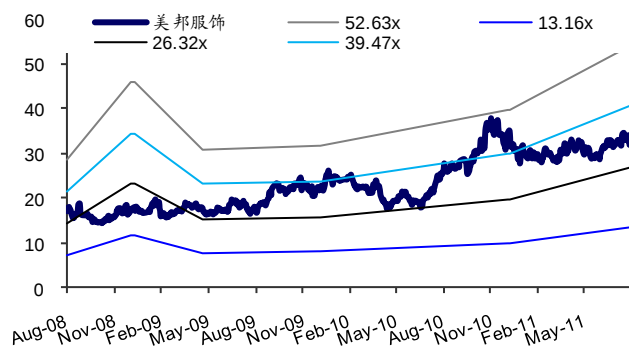
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 3 希努尔历史 PE 情况



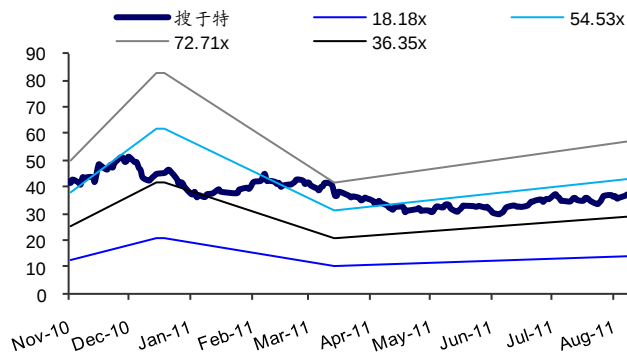
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 4 美邦服饰历史 PE 情况



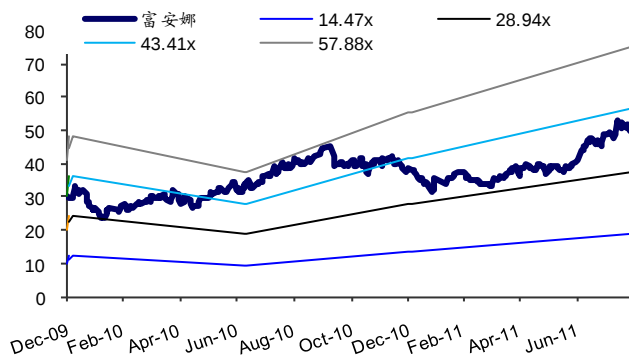
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 5 搜于特历史 PE 情况



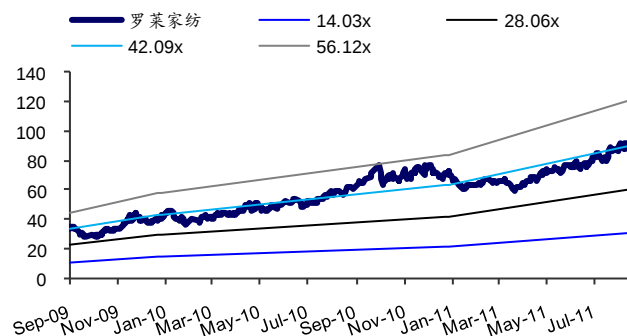
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 6 富安娜历史 PE 情况



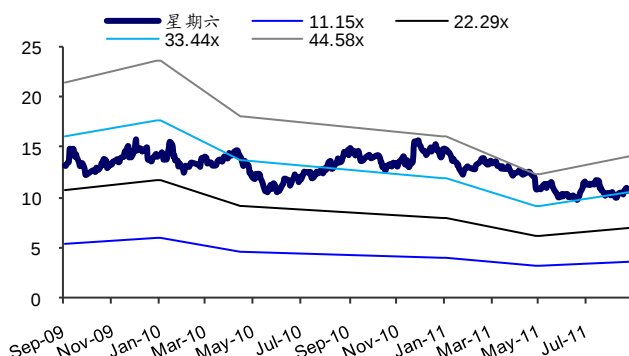
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 7 罗莱家纺历史 PE 情况



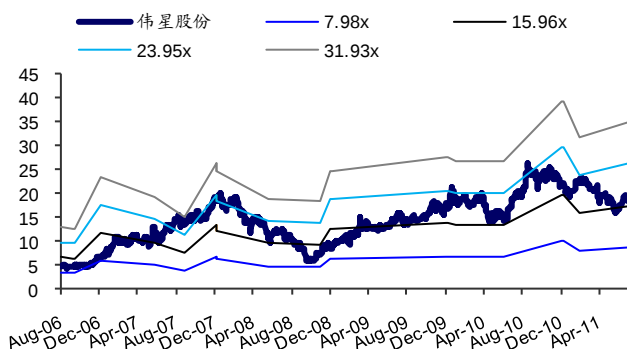
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 8 星期六历史 PE 情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 9 伟星股份历史 PE 情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

目前，纺织子行业的平均市盈率（TTM）为 24.61 倍，服装子行业的平均市盈率（TTM）为 27.71 倍，低于年初分别为 39.60 与 31.80 的行业平均 PE，我们据此初步判断当前行业整体已具有一定的投资安全边际；从行业内个股的情况来看，部分个股由之前强劲业绩增速作支撑，现仍维持在较高的 PE 水平，如罗莱家纺等，我们建议投资者酌情适当规避风险，关注仍具估值优势、更具安全边际的个股，如搜于特等。

## 2. 行业数据跟踪

### 2.1 原材料价格走势：价格逐渐企稳

今年以来，国内外棉花价格持续下滑，中国棉花价格指数（328 级）已从 3 月份高点 31241 元/吨下跌至当前的 19307 元/吨，累计跌幅为 38.20%，本月再度下跌 3.20%；美棉现货 Cotlook: A 指数较上月上涨 1.58%，收于 115.60 美分/磅。

表 5 纺织服装行业主要原料行情（20110831）

|                  | 单位   | 价格     | 本月涨跌幅(%) | 本年涨跌幅(%) |
|------------------|------|--------|----------|----------|
| 中国棉花价格指数：328 级   | 元/吨  | 19307  | -3.20    | -29.81   |
| 美棉 Cotlook: A 指数 | 美分/磅 | 115.60 | 1.58     | -32.77   |
| 涤纶短纤             | 元/吨  | 13270  | 2.47     | 5.32     |
| 粘胶短纤             | 元/吨  | 18850  | 5.31     | -25.35   |
| 腈纶短纤             | 元/吨  | 23000  | -8.00    | -3.36    |
| 粘胶长丝             | 元/吨  | 45830  | -2.07    | -8.89    |

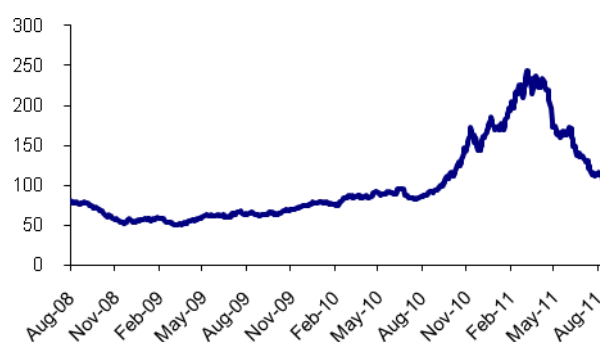
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 10 中国棉花价格指数：328 级（元/吨）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 11 美棉现货 Cotlook: A 指数（美分/磅）



资料来源：WIND，海通证券研究所

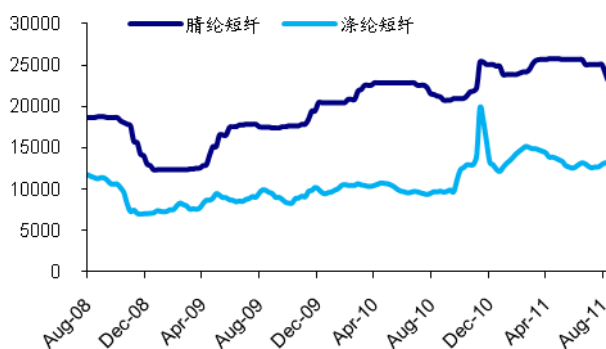
我们认为棉价持续回落主要有以下三方面原因：一是去年下半年至今年年初，棉价遭非理性爆炒致棉价泡沫过大。去年国内棉花种植面积减少，并遭受不利天气影响，导致棉花减产、供求出现一定的缺口，但之后却经历国内外游资热钱非理性炒作，后续价格并没有反映实际的供求状况；二是，年初以来产业下游需求疲弱。去年底以来，纺织、服装企业库存过高，加上国内加息周期内中小企业资金面偏紧，以及海外债务危机及外需不振对出口订单的负面影响，导致今年初以来产业下游需求疲弱。三是，市场普遍预期下半年棉花供给会大幅增长。从目前的形势来看，全球棉花丰产的几率较大，譬如印度棉花顾问委员会（CAB）保守预测其 2011/2012 年度棉花产量将超过 600 万吨，业内认为其出口量可达 150 万吨，同比增长超 10%，此外，我国下一棉花年度预计棉花产量超 720 万吨，增产达 100 万吨。

同时，经过 3 个季度以来纺织服装企业库存的逐渐消化，年底或将迎来产业下游需求回暖；并且考虑到国储 19800 元/吨的收棉指导价作支撑，与当前 19300 元/吨左右的价格相对照，我们认为棉价继续下跌的空间有限，将逐渐企稳但仍不排除较大幅震荡的可能性（近年来全球自然灾害频发、近期美国受飓风艾琳对其棉花的损害影响仍不确定）。

本月化纤类原料价格小幅波动，腈纶短纤、粘胶长丝分别下跌 8.00%、2.07%，涤纶短纤上涨 2.47%，粘胶短纤上涨

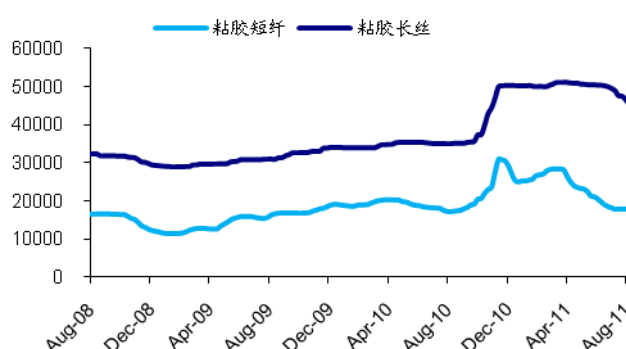
5.31%。

图 12 腈纶短纤、涤纶短纤价格走势（元/吨）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 13 粘胶短纤、粘胶长丝价格走势（元/吨）



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 2.2 行业上游制造端运行态势良好

2011 年 1-7 月，我国纺织服装、鞋、帽制造业固定资产投资累计完成额达 1174.18 亿元，累计同比增速自 09 年 2 月谷底 6% 上升至当前的 44.1%，投资强劲彰显了国内纺织服装行业的景气程度。

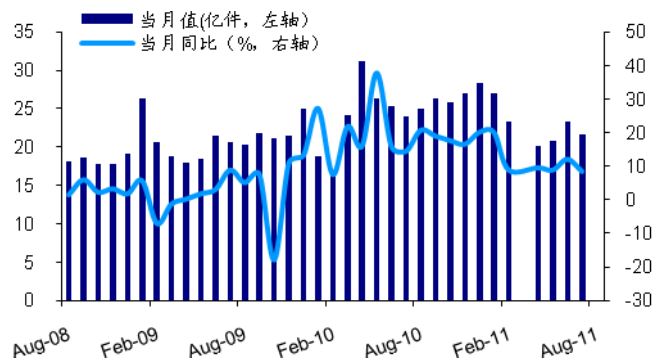
7 月份我国服装产量为 21.6 亿件，同比增速为 8.48%，相比去年有所回落。图 15 中显示，我国服装当月产量同比增速的峰值在 2010 年 5 月，为 37.88%，而后受原料价格高涨的影响一路下滑，今年 2 月份后跌势渐止。我们预计，随棉价在现行水平逐渐企稳，服装产量增速将有所回升。

图 14 纺织服装、鞋、帽制造业固定资产投资



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 15 服装产量当月值及同比

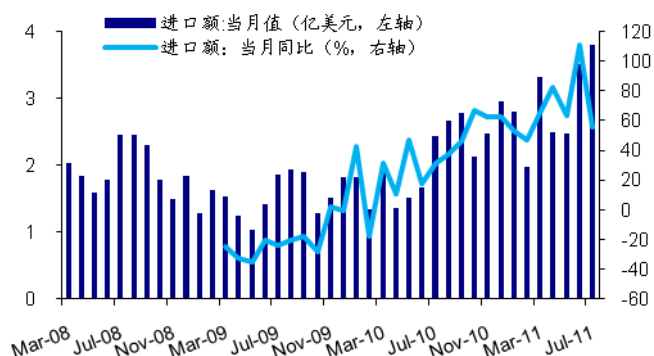


资料来源：WIND，海通证券研究所

## 2.3 行业出口态势稳健，产业导向由出口向内销的转变趋势愈加明显

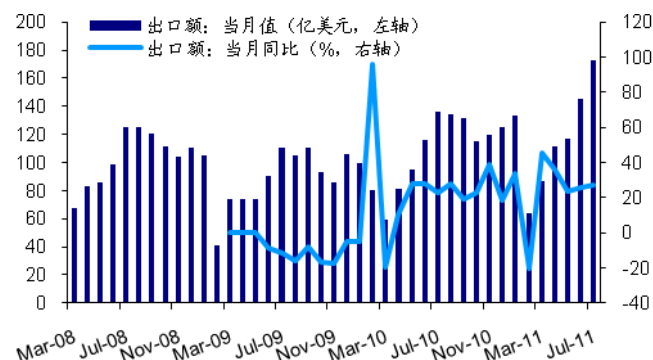
2011 年 7 月我国服装出口额 172.94 亿美元，同比增长 27.12%；而服装进口额 3.79 亿美元，同比增长 55.99%，远大于出口同比增速；此外，1-7 月我国纺织服装、鞋、帽制造业工业产值与出口交货值累计分别达 7072 亿元、1859 亿元，前者同比增速为 29.43%，大于后者 11.78 个百分点；同时，一定程度上反映产业导向性的‘出口交货/工业产值’这一比率，自 2008 年 8 月峰值 39% 持续下滑至今年 7 月份 26% 的水平。这一数据切实地反映了 08 年金融危机以来我国纺织服装制造业的导向性变化。考虑到政府扩内需促销费的决心，以及海外经济不景气等因素，我们判断这一转变趋势仍将持续。

图 16 服装进口额及同比增长



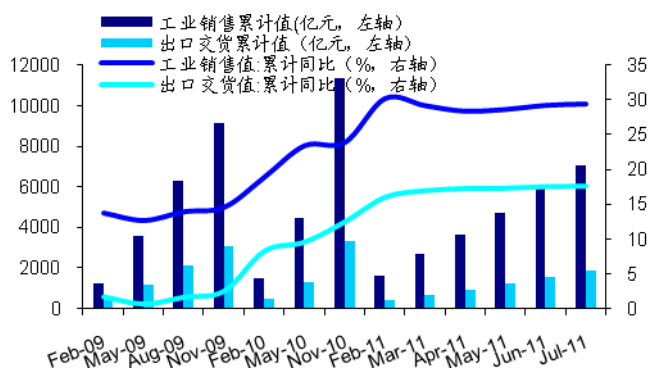
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 17 服装出口额及同比增长



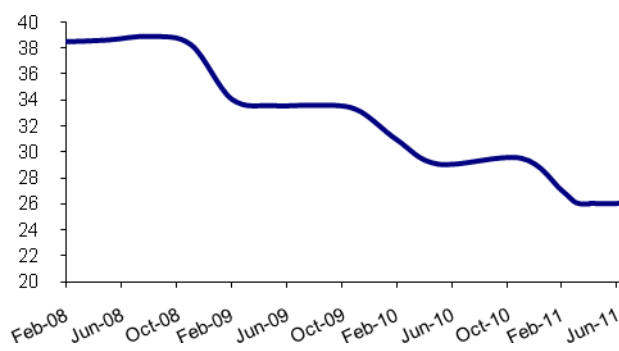
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 18 纺织服装鞋帽制造业工业销售产值与出口交货值累计



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 19 纺织服装鞋帽制造业出口交货与工业销售比值（%）

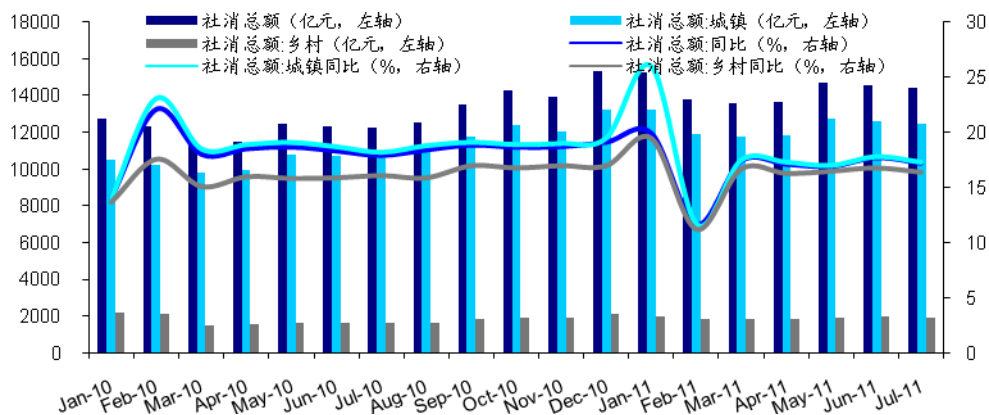


资料来源：WIND，海通证券研究所

## 2.4 国内消费需求强劲，产品提价后量价背离效应无碍零售总额的高速增长

2011年1-7月，我国纺织服装累计零售额达4270亿元，同比增长24.2%，相比全社会消费品零售额的同比增速18%，高出6.2个百分点；其中，7月份纺织服装零售总额542.9亿元，同比增长达40.14%，仍维持较快的增长态势。

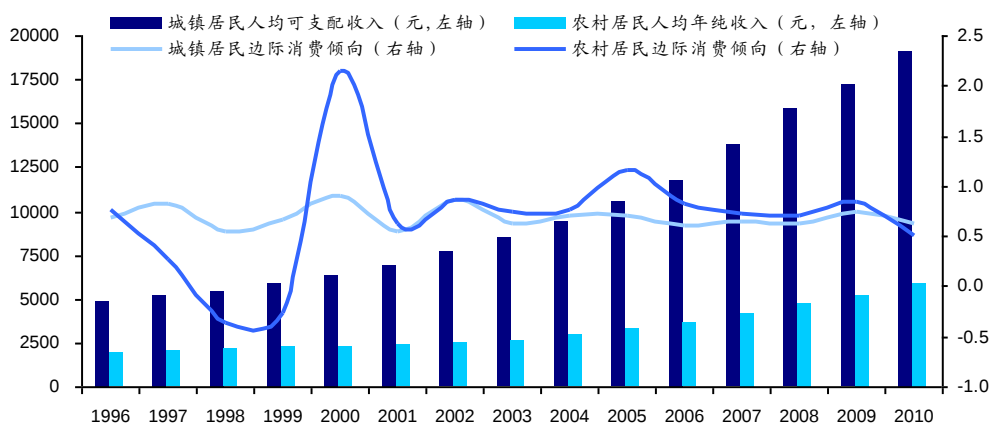
图 20 月度社会消费品零售总额及同比走势



资料来源：WIND，海通证券研究所

1996-2010 年，城乡居民人均收入稳步增长。从边际消费倾向来看，城镇居民的边际消费倾向基本在 0.5-0.7 之间，2010 年为 0.62；农村居民的边际消费倾向在 1996-2001 年波动较大，此后一直高于城镇居民，2010 年下降至 0.51。但基本上城乡居民边际消费倾向一致，相比庞大的城镇社消规模，乡村消费增长空间广阔，并且随着品牌零售企业渠道的下沉，乡村居民可选消费将逐渐增多，综合考虑消费方式、消费行为的转变趋势，我们认为乡村边际消费倾向将有所提升。

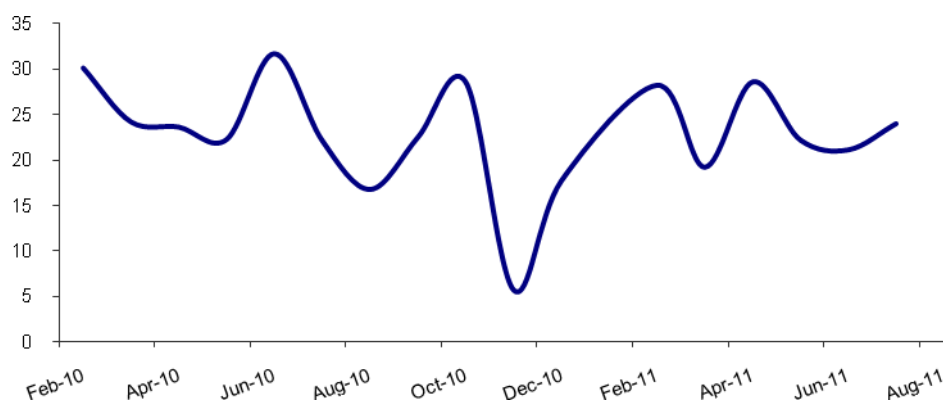
图 21 城乡居民人均收入和边际消费倾向（1996-2010）



资料来源：WIND，海通证券研究所

2011 年 7 月份全国百家重点大型零售企业服装类零售额同比增长 24%，增速比上年同期的 22.13% 加快了 1.87 个百分点，相比 6 月的 21.12% 也加快了 2.88 个百分点。7 月份各类服装中，茄克衫、羊绒及羊毛衫销量增长最为明显，分别为 32.36% 和 12.2%，增速分别快于去年同期 31.62 和 30.99 个百分点，牛仔服和运动服等运动休闲类服装也增长较快，增速分别为 16.79% 和 18.95%，服装休闲化的趋势愈加明显。

图 22 全国重点百家零售企业服装零售额同比增速 (%)

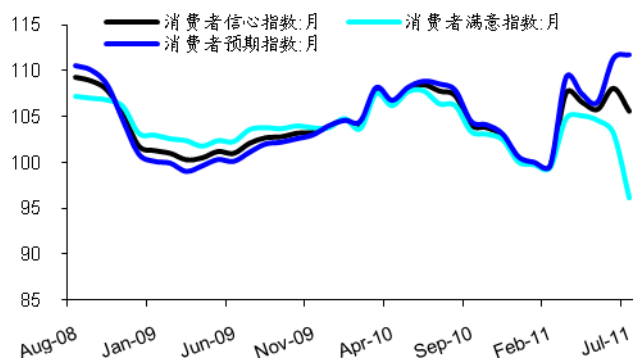


资料来源：中华全国商业信息中心，海通证券研究所

自去年以来，CPI 一路上行，7 月份 CPI 同比上涨 6.5% 考虑到 7 月份衣着类 CPI 仅为 2.20%，其中服装类 CPI 为 2.50%，远低于 14.8% 的食品类 CPI，据此我们认为服装仍有可行的提价空间，并且粗略判断中短期内服装提价相对食品而言更容易被消费者接受，随后销售量会逐步回升，最终价量齐升推动总额增长。

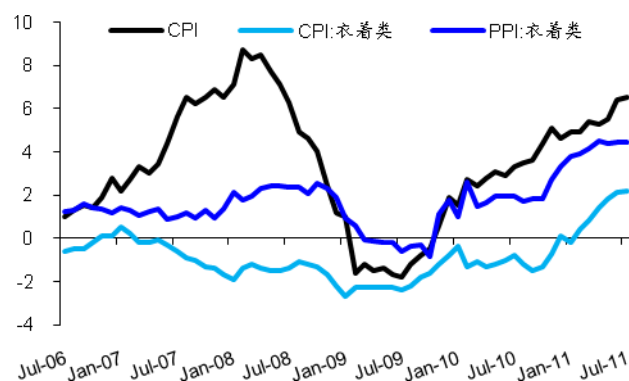
本月消费者信心指数有所回落，下跌 2.50 个基点至 105.60，同期消费者满意指数仍维持在高位，意外的却是，消费者信心指数大幅跌落至 96.20，似乎暗示当前消费者对未来经济生活状况的预期愈加悲观，考虑到该指数由一系列二级指标构成（如对未来一两年内购买住房及装修、购买汽车和未来半年股市变化的预期），我们初步判断这是有本月各地住房限购政策浮出水面、海外债务危机愈演愈烈等因素造成，并认为若此类大开支消费受挫，分配于服装类消费的可支配收入将有所增加。

图 23 消费者信心指数、满意指数和预期指数



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 24 衣着类 CPI、PPI 及 CPI 当月同比走势 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

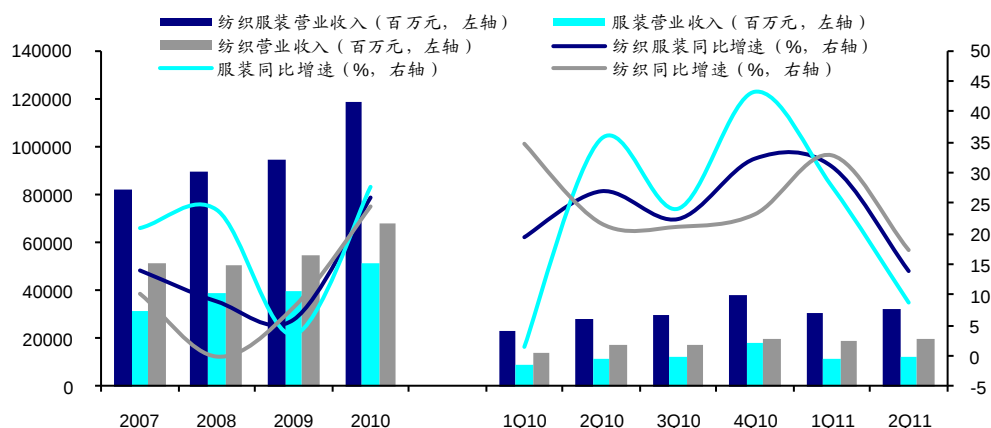
## 3. 公司公告及点评

### 3.1 纺织服装板块上市公司中报综述

我们用纺织服装行业的 77 家样本股，剔除可比期间数据不全的 14 家样本股，实际参与行业指标统计的样本股 63 家对行业中报情况进行统计。

根据我们的样本，纺织服装行业 A 股上市公司 2011 上半年营业收入实现营业收入 623.77 亿元，同比增长 21.47%，略低于去年同期的 23.41%，但远超过 2007-2009 年的收入增速，重新回到 20% 以上的高增速水平。子行业中，服装类上市公司 2011 上半年营业收入实现营业收入 238.11 亿元，同比增长 17.18%，较去年同期的 18.04% 略低。纺织类上市公司营业收入 385.66 亿元，同比增长 24.28%。总体而言，服装子行业收入变化弹性较大，季节性特征较为明显。根据 2010 年经验，尽管 2010 年上半年服装子行业收入增速低于纺织子行业，但全年收入增速依然高于纺织子行业，我们预计随着三四季度服装子行业销售旺季的到来，服装子行业收入增速将上升。

图 25 纺织服装行业营业收入与增长

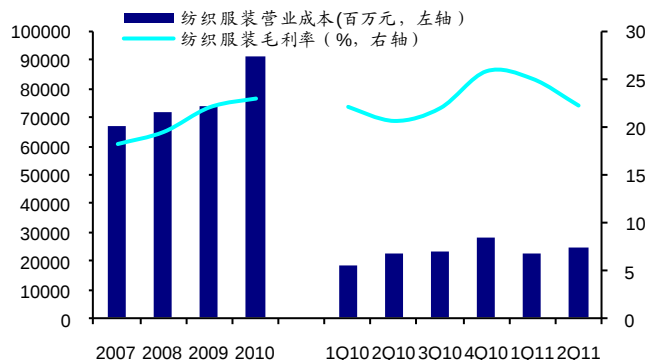


资料来源：WIND，海通证券研究所

2011 年上半年纺织服装行业的综合毛利率上升明显，达 23.61%，比去年同期的 21.29% 高出 2.32 个百分点。这主要是由于今年以来，尽管主要原材料价格下跌，但纺织服装销售价格并未随之下调，相反，由于 2011 年上半年的通胀环境，不少纺织服装零售价格甚至不降反升，一定程度上推动了行业综合毛利率的上升。

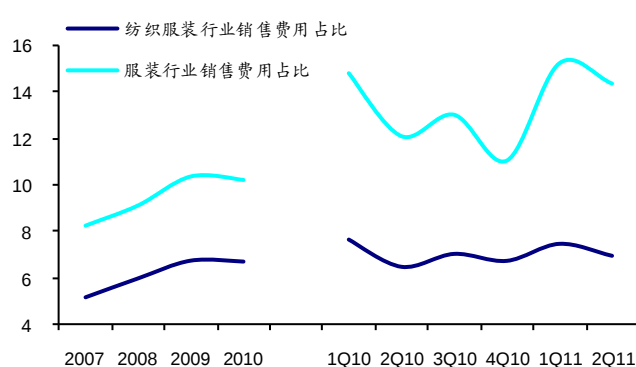
费用方面，纺织服装行业 A 股上市公司 2011 上半年平均销售费用占比达 6.72%，高于去年同期的 6.51%。自 2007 年以来，纺织服装行业上市公司的平均销售费用占比持续上升，这一方面由于销售费用占比较高的服装子行业在整个板块中的销售收入比重越来越大，另一个重要原因是广告宣传费用、租金成本和人工费用的不断提高。服装子行业的销售占比上升更为明显，2011 年上半年的销售费用占比高达 10.84%，为近三年以来最高，销售费用占比最主要的原因是今年以来品牌类公司广告宣传费用和人工费用大幅提升。

图 26 纺织服装行业营业成本及毛利率



资料来源：WIND，海通证券研究所

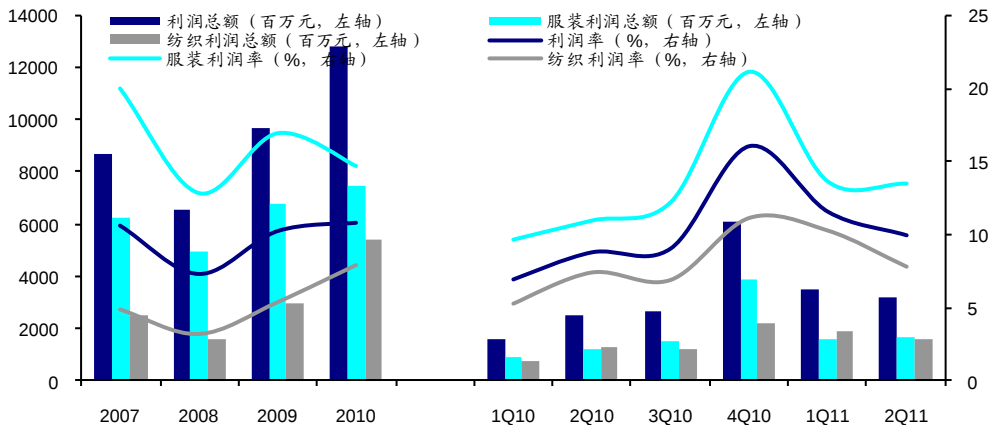
图 27 纺织服装行业销售费用占比



资料来源：WIND，海通证券研究所

2011 上半年纺织服装行业公司在营业收入增长 21.47% 的情况下，利润总额同比增长 63.45%，扣除非经常性损益后的净利润同比增长 39.13%。服装子行业利润总额同比增长 53.56%，扣除非经常性损益后的净利润同比增长 46.39%，纺织子行业利润总额同比增长 73.83%，扣除非经常性损益后的净利润同比增长 8.85%。

图 28 纺织服装行业利润总额及利润率



资料来源：WIND，海通证券研究所

以下是重点品牌类公司的中报情况比较以及对覆盖的重点公司的中报情况总结：

表 6 重点品牌类公司收入情况比较

| 行业 | 简称  | 营业收入（百万元）   |             |                |                |               | 毛利率（%）     |             |            | 销售网点数量（个）  |        |
|----|-----|-------------|-------------|----------------|----------------|---------------|------------|-------------|------------|------------|--------|
|    |     | 2011<br>二季度 | 2011<br>一季度 | 二季度环<br>比增长(%) | 二季度同<br>比增长(%) | 中报同比<br>增长(%) | 2011<br>中报 | 2011<br>一季度 | 2010<br>中报 | 2011<br>中报 | 2010 年 |
| 品牌 | 九牧王 | 96.37（半年报）  |             |                |                |               | 56.46      | -           | -          | 2867       | 2710   |

|          |      |          |          |        |        |       |       |       |       |      |        |
|----------|------|----------|----------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|------|--------|
| 男装       | 雅戈尔  | 3118.46  | 2271.58  | 37.28  | -3.44  | 0.71  | 38.28 | 37.51 | 31.98 | 2161 |        |
|          | 七匹狼  | 444.52   | 749.53   | -40.69 | 13.27  | 22.64 | 40.05 | 40.63 | 41.32 |      |        |
|          | 凯撒股份 | 69.77    | 98.17    | -28.93 | -10.73 | 11.29 | 60.58 | 55.89 | 53.66 | 306  | 290    |
|          | 步森股份 | 136.42   | 120.60   | 13.12  | 37.52  | 26.99 | 29.47 | 30.85 |       |      |        |
|          | 报喜鸟  | 382.11   | 350.52   | 9.01   | 74.16  | 56.52 | 53.76 | 58.55 | 48.99 | 931  |        |
|          | 希努尔  | 256.81   | 226.90   | 13.18  | 29.53  | 22.04 | 43.08 | 45.81 | 40.50 |      |        |
|          | 合计   | 4408.09  | 3817.29  |        |        |       |       |       |       |      |        |
|          | 平均   | 734.68   | 636.22   | -16.57 | 30.60  | 29.39 | 45.95 | 44.87 | 43.29 |      |        |
| 品牌家纺     | 富安娜  | 274.70   | 332.89   | -17.48 | 37.31  | 34.06 | 48.48 | 49.56 | 46.41 | 1723 | 1500   |
|          | 罗莱家纺 | 420.10   | 583.15   | -27.96 | 38.88  | 51.59 | 40.82 | 40.08 | 39.31 |      | 约 2000 |
|          | 梦洁家纺 | 256.05   | 298.46   | -14.21 | 61.23  | 59.61 | 43.81 | 42.47 | 38.39 | 2200 |        |
|          | 合计   | 950.85   | 1214.50  |        |        |       |       |       |       |      |        |
|          | 平均   | 316.95   | 404.83   | -21.71 | 43.77  | 48.06 | 44.37 | 44.04 | 41.37 |      |        |
| 时尚休闲     | 美邦服饰 | 1720.27  | 2075.00  | -17.10 | 53.16  | 49.31 | 47.00 | 45.86 | 42.76 |      |        |
|          | 森马服饰 | 1442.08  | 1566.69  | -7.95  | 44.35  | 36.64 | 36.65 | 36.07 | 36.19 |      |        |
|          | 搜于特  | 232.64   | 215.34   | 8.04   | 76.92  | 67.40 | 34.54 | 34.89 | 35.47 | 1300 |        |
|          | 合计   | 3395.00  | 3857.03  |        |        |       |       |       |       |      |        |
|          | 平均   | 1131.67  | 1285.68  | -11.98 | 50.64  | 44.71 | 39.40 | 38.94 | 38.14 |      |        |
| 户外运动     | 探路者  | 133.41   | 115.92   | 15.08  | 54.76  | 61.89 | 49.85 | 49.68 | 48.08 |      |        |
|          | 嘉麟杰  | 226.93   | 197.28   | 15.03  | 19.27  | 43.33 | 22.81 | 22.88 | 25.45 |      |        |
|          | 合计   | 360.33   | 313.20   |        |        |       |       |       |       |      |        |
|          | 平均   | 180.17   | 156.60   | 15.05  | 30.33  | 49.68 | 36.33 | 36.28 | 36.76 |      |        |
| 其他       | 星期六  | 277.82   | 328.45   | -15.42 | 15.59  | 20.47 | 52.45 | 48.19 | 49.27 | 1783 |        |
|          | 潮宏基  | 312.90   | 323.86   | -3.39  | 67.32  | 59.21 | 35.66 | 34.58 | 35.91 | 389  | 367    |
| 纺织服装行业合计 |      | 32077.54 | 30299.71 |        |        |       |       |       |       |      |        |
| 纺织服装行业平均 |      |          |          | 5.87   | 13.75  | 21.47 | 23.61 | 25.05 | 21.29 |      |        |

资料来源: WIND, 公司公告, 海通证券研究所

2011 年上半年, 我们覆盖的重点品牌类企业表现良好, 营业收入同比增速均在 25% 以上, 高于行业平均水平 21.47%。其中, 户外运动和时尚休闲类品牌公司表现突出, 销售收入同比增速分别为 49.68% 和 44.71%, 远高于纺织服装板块的平均水平, 这两个子行业均处于成长期, 随着服装运动化、休闲化、舒适化的趋势越来越明显, 子行业空间广阔, 上市龙头企业具备明显优势。相对较为成熟的品牌男装子行业 2011 年上半年营业收入同比增长 29.39%。作为消费升级后端的品牌家纺子行业亦表现优异, 2011 年上半年销售收入同比增长 48.06%。尽管二季度为全年销售淡季, 除户外运动品牌子行业外, 其余各子行业销售收入环比负增长, 但同比均有较高增速。总体而言, 品牌类企业收入增长势头良好。

品牌男装子行业中的报喜鸟 2011 年上半年同比增速 56.52%, 表现优异。相比之下, 品牌男装企业的凯撒股份 2011 年上半年销售收入增速较低, 原因在于公司购店与开店时间并不同步且部分门店进入重新装修期。九牧王 2011 年上半年实现营业收入 9.64 亿元, 同比增长 31.02%, 扣除渠道外延式增长和产品涨价因素, 我们估计公司原有老店的销量增长在 10% 左右, 说明公司业绩增长的含金量较高。

品牌家纺整体表现喜人, 其中以梦洁家纺表现最为突出, 2011 年上半年实现销售收入 5.55 亿元, 同比增长 59.61%。把销售收入增速分解, 涨价占比 30%, 外延式扩张新增门店增长 10%, 老店销量同比增长 20%。但我们认为今年价格持续高速上涨的趋势不会再 2012 年重现, 预计未来产品价格趋势将保持平稳。另外, 对比高档服装价格, 未来行业竞争以价格作为主要方式的可能性也不大, 行业价格并未出现向下拐点。目前品牌家纺 3 家上市公司的零售终端平均超过 2000 家, 从品牌服装的发展历程来看, 将进入一个增长速度放缓的阶段, 因此精细化管理就显得尤为重要。我们看好梦洁家纺在区域市场精耕细作的能力。富安娜销售收入同比增长 34.06%, 二季度收入同比增长 37.31%, 我们分析销售收入的高

速增长主要源于公司直营渠道在单店效益的提升上，分解单店销售情况，我们估计货品涨价因素提升收入增长 20%，销量因素提升销售收入增长 15%-18%。同时，应该警惕公司加盟渠道销售收入同比增速放缓的情况，今年上半年加盟渠道销售收入同比增长 29.17%，低于 2010 年加盟渠道销售收入增速 47.70%。我们估计扣除涨价因素，销售渠道单店销量增长有限。梦洁家纺今年上半年销售收入增速分解，涨价占比 30%，外延式扩张新增门店占比 10%，老店销量增长占比 20%。

时尚休闲类品牌企业收入增速明显，其中，搜于特公司今年上半年销售收入同比增速 67.4%，略低于市场预期，主要是由于公司自营渠道拓展速度低于预期，但我们认为，在商业地产价格高企的大背景下，公司保持谨慎态度是可取的。星期六今年上半年实现营业收入 6.06 亿元，同比增长 20.47%，低于我们之前的预期。分品牌看主品牌“星期六”的销售收入仅增长 12.40%，子品牌的销售收入增速还是比较快的，特别是“FBL”品牌的销售收入增速达到了 57.18%，“索菲娅”和“其他品牌”的增速分别为 24.40%和 32.49%。

从毛利率的角度看，各子行业毛利率同比上升明显，这主要是由于今年以来原材料价格持续下跌，而在今年上半年通货膨胀的环境下，许多品牌类企业产品价格不降反升，推动了毛利率的上升。品牌男装中，我们推荐的公司九牧王维持在较高水平。时尚休闲品牌企业中，作为专注于三四类市场的青春时尚休闲品牌运营企业，搜于特毛利略低于美邦服饰和森马服饰，但我们认为公司主要采取低成本差异化的竞争策略，在产品更新和成本控制方面都有其独到的竞争优势，且公司细分市场定位十分准确，细分市场空间广阔，未来的增长引擎在于加盟渠道的拓展。品牌家纺中，富安娜毛利远高于罗莱家纺和梦洁家纺，主要原因是富安娜的直营销售网络占比最高，但直营的缺点是不能快速的实现渠道网络扩张，目前公司营销网络的实施思路有所转变，逐步加快加盟体系建设，从 2011 年上半年的情况来看，加盟终端数量比例已经达到 74%。

表 7 重点品牌类企业费用支出比较

| 行业       | 简称   | 销售费用率 (%)  |            | 管理费用率 (%)  |            | 广告宣传费用 (百万元) |            | 人工费用 (百万元) |            | 装修、租赁费用 (百万元) |         |
|----------|------|------------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|---------------|---------|
|          |      | 2011<br>中报 | 2010<br>中报 | 2011<br>中报 | 2010<br>中报 | 2011<br>中报   | 2010<br>中报 | 2011<br>中报 | 2010<br>中报 | 2011 中报       | 2010 中报 |
| 品牌男装     | 九牧王  | 20.35      | 24.68      | 7.36       |            | 29.48        | 55.4       | 97.52      | 64.9       | 28.96         | 26.56   |
|          | 雅戈尔  | 11.69      | 9.17       | 11.31      | 8.07       | 60.43        | 46.97      | 484.41     | 366.07     | 164.14        | 91.25   |
|          | 七匹狼  | 13.16      | 14.15      | 8.46       | 6.79       | 50.12        | 48.17      | 64.52      | 47.68      | 18.35         | 13.75   |
|          | 凯撒股份 | 28.74      | 22.02      | 6.67       | 5.02       |              |            |            |            |               |         |
|          | 步森股份 | 11.35      | 10.71      | 7.87       |            |              |            |            |            |               |         |
|          | 报喜鸟  | 20.57      | 19.90      | 15.69      | 13.97      | 36.35        |            |            |            | 11.93         |         |
|          | 希努尔  | 18.99      | 17.25      | 5.43       | 5.18       |              |            |            |            |               |         |
|          | 平均   | 17.84      | 16.84      | 8.97       | 7.81       |              |            |            |            |               |         |
| 品牌家纺     | 富安娜  | 24.81      | 25.83      | 4.71       | 6.75       | 36.53        | 29.49      | 49.29      | 37.25      | 27.68         | 21.51   |
|          | 罗莱家纺 | 18.95      | 18.73      | 5.28       | 4.76       | 40.95        | 13.06      | -          | -          | 21.6          | 19.4    |
|          | 梦洁家纺 | 28.65      | 22.48      | 3.54       | 3.94       | 23.19        | 9.64       | 24.9       | 11.82      | 10.93         | 3       |
|          | 平均   | 24.13      | 22.35      | 4.51       | 5.15       |              |            |            |            |               |         |
| 时尚休闲     | 美邦服饰 | 28.47      | 34.42      | 3.61       | 4.23       | 61.34        | 69.29      |            |            |               |         |
|          | 森马服饰 | 12.18      | 10.64      | 3.36       | 2.99       | 120.14       | 69         |            |            | 73.62         | 71.08   |
|          | 搜于特  | 10.56      | 9.33       | 4.96       | 6.26       | 26.97        | 13.03      | 16.7       | 8.29       | 1.63          | 0.16    |
|          | 平均   | 17.07      | 18.13      | 3.97       | 4.49       |              |            |            |            |               |         |
| 户外运动     | 探路者  | 16.93      | 19.34      | 12.71      | 11.39      | 0.7          | 6.76       | 2.85       | 2.62       | 13.17         | 7.31    |
|          | 嘉麟杰  | 6.62       | 6.51       | 6.96       | 6.37       |              |            |            |            |               |         |
|          | 平均   | 11.78      | 12.93      | 9.84       | 8.88       |              |            |            |            |               |         |
| 其他       | 星期六  | 32.88      | 26.36      | 4.80       | 6.74       |              |            |            |            |               |         |
|          | 潮宏基  | 18.48      | 17.79      | 2.93       | 3.34       | 16.67        | 9.84       |            |            |               |         |
| 纺织服装行业平均 |      | 6.72       | 6.51       |            |            |              |            |            |            |               |         |

资料来源：WIND，公司公告，海通证券研究所

从费用比例来看，品牌类企业销售费用占销售收入的比重高于行业平均值，2011年上半年，品牌男装和品牌家纺类企业销售费用占比均明显上升，分别高于去年同期1和1.78个百分点。其中，人工费用普遍上升，多数品牌类公司该项费用增幅在30%以上，梦洁家纺和搜于特甚至达100%以上。品牌家纺和时尚休闲子行业今年上半年广告宣传费用同比增长显著，除美邦服饰和富安娜以外，增幅均在100%以上。

与销售费用上升形成鲜明对比的是品牌家纺子行业管理费用比例较去年同期下降0.64个百分点，其中，富安娜和梦洁家纺下降明显，梦洁家纺管理费用率连续两年低于行业平均值，表现出较强的费用控制能力。我们覆盖的另一重点公司九牧王销售费用同比增长为8.02%，远低于31.02%的营业收入同比增速，主要原因是广告费用较上年大幅减少46.79%，减少2500多万元。我们认为未来加盟渠道拓展是公司未来的战略重点，广告宣传费用缩减是暂时的，未来公司销售费用率将会有所提高，并与销售收入相匹配。九牧王管理费用同比增长71.87%，管理费用中各项费用都有显著提升，增加绝对值较多的是人工成本，比上年同期增加2000余万元。

总体而言，2011年上半年品牌类企业费用率较去年同期有所上升，尤其是销售费用率上升明显，主要原因为品牌类企业广告宣传费用、人工费用和租金费用普遍大幅提升。

表8 重点品牌类企业运营状况比较

| 行业       | 简称      | 存货周转天数     |             |            | 应收账款周转天数   |             |            | 预付账款（百万元）  |            | 应付账款（百万元） |         |
|----------|---------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|-----------|---------|
|          |         | 2011<br>中报 | 2011<br>一季度 | 2010<br>中报 | 2011<br>中报 | 2011<br>一季度 | 2010<br>中报 | 2011<br>中报 | 2010<br>中报 | 2011 中报   | 2010 中报 |
| 品牌男装     | 九牧王     | 192.27     |             |            | 12.74      |             |            | 336.69     |            | 188.51    |         |
|          | 雅戈尔     | 1137.08    | 1345.29     | 939.95     | 17.01      | 25.89       | 22.88      | 568.38     | 758.32     | 1064.96   | 816.03  |
|          | 七匹狼     | 101.40     | 72.82       | 86.21      | 41.71      | 44.15       | 51.42      | 574.22     | 337.83     | 190.89    | 209.24  |
|          | 品牌 凯撒股份 | 503.22     | 365.85      | 295.62     | 68.84      | 61.58       | 52.99      | 241.24     | 19.35      | 20.06     | 19.61   |
|          | 男装 步森股份 | 103.51     | 103.26      |            | 58.44      | 74.09       |            | 65.54      |            | 69.19     |         |
|          | 报喜鸟     | 216.74     | 220.16      | 232.83     | 85.37      | 80.04       | 60.69      | 755.39     | 425.49     | 186.46    | 128.20  |
|          | 希努尔     | 164.93     | 183.75      | 168.30     | 32.05      | 29.03       | 28.33      | 318.63     | 71.98      | 47.33     | 43.89   |
|          | 平均      | 213.68     | 189.17      | 195.74     | 45.17      | 52.46       | 43.26      | 408.58     | 322.59     | 252.48    | 243.40  |
| 品牌家纺     | 富安娜     | 223.77     | 209.64      | 205.18     | 8.73       | 8.28        | 7.22       | 81.83      | 18.70      | 89.13     | 96.13   |
|          | 罗莱家纺    | 148.15     | 114.87      | 146.40     | 16.46      | 14.38       | 16.19      | 36.06      | 17.71      | 200.85    | 117.83  |
|          | 梦洁家纺    | 224.47     | 186.80      | 182.76     | 23.97      | 24.72       | 18.29      | 54.31      | 22.70      | 159.75    | 155.94  |
|          | 平均      | 198.79     | 170.44      | 178.11     | 16.39      | 15.80       | 13.90      | 57.40      | 19.71      | 149.91    | 123.30  |
| 时尚休闲     | 美邦服饰    | 243.31     | 228.72      | 110.69     | 36.14      | 31.72       | 22.04      | 697.53     | 892.76     | 384.26    | 451.56  |
|          | 森马服饰    | 103.22     | 91.25       | 72.87      | 13.19      | 10.59       | 5.24       | 550.94     | 233.44     | 664.06    | 240.64  |
|          | 搜于特     | 107.70     | 105.86      | 111.91     | 27.52      | 28.88       | 15.07      | 259.37     | 20.41      | 34.66     | 10.38   |
|          | 平均      | 151.41     | 141.94      | 98.49      | 25.62      | 23.73       | 14.12      | 502.61     | 382.20     | 360.99    | 234.20  |
| 户外运动     | 探路者     | 146.50     | 134.79      | 150.99     | 8.26       | 6.37        | 7.38       | 21.50      | 15.04      | 28.15     | 15.08   |
|          | 嘉麟杰     | 104.02     | 104.44      | 91.38      | 34.02      | 30.12       | 39.76      | 40.47      | 11.88      | 81.51     | 71.89   |
|          | 平均      | 125.26     | 119.62      | 121.18     | 21.14      | 18.25       | 23.57      | 30.98      | 13.46      | 54.83     | 43.49   |
| 其他       | 星期六     | 403.23     | 323.39      | 357.78     | 102.45     | 92.75       | 78.28      | 48.20      | 92.26      | 8.05      | 10.69   |
|          | 潮宏基     | 363.71     | 325.26      | 314.36     | 14.51      | 12.28       | 13.67      | 9.53       | 15.86      | 105.63    | 65.98   |
| 纺织服装行业平均 |         | 171.24     | 180.12      | 154.39     | 41.74      | 42.44       | 45.59      |            |            |           |         |

资料来源：WIND，公司公告，海通证券研究所

运营管理方面，今年上半年各品牌类企业存货周转率均低于去年同期水平。尤其是时尚休闲类企业中的美邦服饰，今年存货明显增加，存货周转天数远高于行业平均水平和去年同期水平，公司存货管理亟待改善。品牌男装中，凯撒股份库存占销售收入比重较高，公司库存处理通过奥特莱斯或者举行特卖会处理。品牌家纺中，罗莱家纺的存货管理较为出色，周转率高于富安娜和梦洁家纺。星期六目前的存货是历史上最高的，达到 7.18 亿元，较一季度增加了 6900 万元，主要原因有公司销售策略上的失误以及新店备货。另外，公司供应链管理也存在一些问题，在生产上不能自主，市场反应较慢，造成存货过大。目前，公司全年有 6 次订货会以提高公司产品开发准确率。并尽量降低首单订货比例，增加补货次数。

总体而言，品牌类企业总体运营情况较为稳健，但存货管理情况不如去年，尤其是美邦服饰和星期六，存货管理亟待改善，建议密切关注公司订货会情况。

表 9 重点品牌类企业现金流状况比较

| 行业       | 简称   | 资产负债率(%) | 财务费用率(%) |         | 销售收到的现金/销售收入 |         | 经营活动产生的现金流净额(百万元) |         |
|----------|------|----------|----------|---------|--------------|---------|-------------------|---------|
|          |      |          | 2011 中报  | 2010 中报 | 2011 中报      | 2010 中报 | 2011 中报           | 2010 中报 |
| 品牌男装     | 九牧王  | 13.08    | -0.20    |         | 1.17         |         | 95.73             | -42.84  |
|          | 雅戈尔  | 70.54    | 7.34     | 3.21    | 1.33         | 1.33    | -2595.13          | 211.50  |
|          | 七匹狼  | 30.27    | 0.26     | -0.37   | 1.03         | 1.00    | 41.02             | 26.18   |
|          | 凯撒股份 | 4.58     | -1.68    | 0.54    | 1.28         | 1.02    | 2.22              | -8.86   |
|          | 步森股份 | 23.52    | 0.43     |         | 1.04         |         | -75.47            | 2.32    |
|          | 报喜鸟  | 36.13    | -0.07    | -0.54   | 1.04         | 1.14    | -106.64           | 2.17    |
|          | 希努尔  | 20.51    | -0.31    | 1.64    | 1.14         | 1.07    | 19.66             | 7.06    |
|          | 平均   | 28.38    | 0.82     | 0.90    | 1.15         | 1.11    | -374.09           | 28.22   |
| 品牌家纺     | 富安娜  | 17.05    | -0.60    | -0.17   | 1.14         | 1.13    | 107.21            | -90.32  |
|          | 罗莱家纺 | 18.82    | -0.73    | -0.51   | 1.21         | 1.18    | 52.40             | -34.75  |
|          | 梦洁家纺 | 26.15    | -0.22    | 0.79    | 1.17         | 1.12    | -70.30            | -101.61 |
|          | 平均   | 20.67    | -0.52    | 0.04    | 1.17         | 1.14    | 29.77             | -75.56  |
| 时尚休闲     | 美邦服饰 | 61.52    | 2.60     | 1.08    | 1.27         | 1.33    | -554.81           | 8.58    |
|          | 森马服饰 | 13.03    | -0.50    | -0.18   | 1.12         | 1.12    | -168.26           | -71.09  |
|          | 搜于特  | 11.81    | -1.16    | 0.40    | 0.97         | 1.13    | -73.83            | 2.21    |
|          | 平均   | 28.79    | 0.31     | 0.43    | 1.12         | 1.19    | -265.63           | -20.10  |
| 户外运动     | 探路者  | 12.68    | -0.83    | -1.09   | 1.09         | 1.11    | -43.75            | -14.20  |
|          | 嘉麟杰  | 20.00    | -0.79    | 1.82    | 0.99         | 1.03    | 10.25             | 14.68   |
|          | 平均   | 16.34    | -0.81    | 0.37    | 1.04         | 1.07    | -16.75            | 0.24    |
| 其他       | 星期六  | 23.32    | 0.16     | 0.57    | 1.09         | 1.21    | 17.81             | -160.55 |
|          | 潮宏基  | 14.66    | -0.30    | -1.31   | 1.17         | 1.12    | -48.41            | -78.22  |
| 纺织服装行业平均 |      | 42.96    |          |         | 1.02         |         | -74.02            | 48.89   |

资料来源：WIND，公司公告，海通证券研究所

2011 年上半年各品牌类企业现金流状况良好，销售现金收入比均在 1 左右。搜于特 2011 年上半年经营活动产生的现金流量净额同比下降 3437.20%，主要原因为公司订单增长，公司需为本年度秋冬季的销售备料备库大幅增长，另一方面，在全行业原材料价格波动幅度较大及加工费不断上涨的背景下，公司为降低采购成本，采用了通过集中采购和预付材料款及加工费等方式，现金支出增加幅度较大。

### 3.2 纺织服装板块重点上市公司其他公告及点评

表 10 列示了本月纺织服装板块重点上市公司除中报外的重要公告；表 11 列示了我们之前对行业及重点覆盖公司的点评。

表 10 纺织服装板块重点上市公司公告（20110730-20110830）

| 代码     | 简称   | 日期         | 摘要                                                                                                                                                                                                                  |
|--------|------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 002425 | 凯撒股份 | 2011/08/19 | 高级管理人员辞职：公司研发总监王国海因个人原因辞职                                                                                                                                                                                           |
|        |      | 2011/08/19 | 董事会提议 2011 年半年度利润分配预案：以 2011 年 6 月 30 日总股本 9,334 万股为基数，向公司全体股东按每 10 股派送现金红利 4 元。                                                                                                                                    |
| 002569 | 步森股份 | 2011/08/17 | 公司拟以自由资金 300 万元出资设立全资子公司杭州步森服饰有限公司，占注册资本 100%；公司拟以自由资金 500 万元出资设立全资子公司贵阳步森服饰有限公司，占注册资本 100%。                                                                                                                        |
|        |      | 2011/08/05 | 第二次临时股东大会审议通过《股权激励计划》及其他相关配套文件。                                                                                                                                                                                     |
| 002042 | 华孚色纺 | 2011/08/19 | 确定股票期权授予日为 2011 年 8 月 19 日，向 53 名激励对象授予 793.85 万份股票期权，行权价格 27.77 元。                                                                                                                                                 |
|        |      | 2011/08/20 | 公司以人民币 15433.04 万元对奎屯棉业纺织有限责任公司增资，奎屯棉业更名为奎屯棉孚纺织有限公司，公司持有奎屯棉孚 67% 的股权。                                                                                                                                               |
|        |      | 2011/08/24 | 解聘梅连清公司副总经理、财务总监职务，罢免其公司董事职务。                                                                                                                                                                                       |
| 002327 | 富安娜  | 2011/08/11 | 审议通过了《关于拟购买常熟伊思家饰用品有限公司部分资产的议案》，公司拟以 40,255,621 元的价格收购常熟伊思家饰用品有限公司部分资产，包括房屋建筑物、运输设备、机器设备、电子设备和其他设备。                                                                                                                 |
|        |      | 2011/08/11 | 董事会同意使用不超过 3000 万元超募资金对公司募集资金投资项目“国内市场连销营销网络体系建设项目”进行追加投资，募投项目实施主体为深圳市富安娜家居用品营销有限公司，此次增资后富安娜营销公司已完成相关工商变更登记手续并取得《企业法人营业执照》，公司实收注册资本由人民币 13,000 万元变更为 16,300 万元。                                                     |
| 002029 | 七匹狼  | 2011/08/06 | 审议通过《关于公司发行短期融资券的议案》，同意公司向银行间债券市场的机构投资者发行总额不超过人民币 6 亿元的短期融资券                                                                                                                                                        |
|        |      | 2011/08/13 | 2011 年上半年实现营业收入 119,405 万元，同比增长 22.64%，营业利润 21,797 万元，同比增长 28.72%，归属上市公司股东净利润 17,489 万元，同比增长 41.29%，稀释每股收益 0.62 元。                                                                                                  |
| 000850 | 华茂股份 | 2011/08/11 | 拟发行不超过 3.9 亿元人民币的信托产品；拟出资 4.5 亿元成立矿业投资子公司，进行矿产企业股权投资                                                                                                                                                                |
|        |      | 2011/08/13 | 审议通过《关于发行公司债券相关事宜的议案》，其中确定担保方式为：公司以其合法拥有的评估总值 10.06 亿元人民币的房产依法设定抵押，同时在发行完成后 6 个月内追加评估价值不低于 1 亿元人民币的房产作为抵押物，以进一步担保债券的本息按照约定如期兑付。                                                                                     |
| 002154 | 报喜鸟  | 2011/07/30 | 审议通过《关于调整董事会专门委员会成员议案》，鉴于公司独立董事王建新因个人原因辞去公司独立董事等职务，选举宁亚平为公司第四届董事会独立董事。                                                                                                                                              |
|        |      | 2011/08/23 | 公司及全资子公司将 12 个月内循环累计不超过 500 万元自有资金的闲置空档期购买银行保本型理财产品。                                                                                                                                                                |
| 000982 | 中银绒业 | 2011/08/11 | 公司募投项目之一的“羊绒制品国内市场营销体系建设项目”的实施由“以租赁店铺的方式新增建设 4 家直营店”改为“以购买房产的方式建设 4 家直营店”，该议案尚需 8 月 26 日的股东大会通过。                                                                                                                    |
| 002087 | 新野纺织 | 2011/08/18 | 公司 2010 年度权益分配方案：以现有 519,758,400 股为基数，向全体股东每 10 股派 0.4 元人民币                                                                                                                                                         |
|        |      | 2011/08/12 | 全资子公司新野华亿纺织有限公司注册成立                                                                                                                                                                                                 |
| 002485 | 希努尔  | 2011/08/17 | 营销网络建设项目实施方案调整为在 210 个城市中选择部分城市开设 46 家店铺（10 家旗舰店和 36 家直营店），店铺取得方式不再限于原先确定的购买或租赁方式（28 家购买，18 家租赁），可根据公司实际情况选择，营销网络建设项目的建设完成时间由 2011 年 9 月 30 日延长至 2012 年 9 月 30 日；研发中心项目的建设完成时间由 2011 年 9 月 30 日延长至 2012 年 9 月 30 日。 |
| 300005 | 探路者  | 2011/08/18 | 股东大会审议通过了关于调整公司董事津贴标准的议案，将董事（包括独立董事）津贴标准由每人每月 2500 元（税前）调整至每人每月 5000 元（税前）。                                                                                                                                         |

|        |     |            |                                                                                                                                                                                                                   |
|--------|-----|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|        |     | 2011/08/16 | 董事会审议通过了《关于变更“营销网络建设项目”部分募投店铺实施地点的公告》。截止 2011 年 6 月 30 日，公司累计投入募集资金 6725.87 元，完成了 63 家募投店铺建设的相关工作（50 家正式开业，13 家处于规划设计或装修中），另有 12 家募投店铺原计划进入的城市或商圈不再适宜进驻，对其实施地点进行变更。                                               |
|        |     | 2011/08/02 | 董事会审议通过了关于聘任孟永立先生担任公司副总经理的议案，分管公司产品开发、技术研发业务                                                                                                                                                                      |
| 002291 | 星期六 | 2011/08/12 | 董事会审议通过《关于公司与卓训才等三人合资设立东莞雅星鞋业有限公司的议案》，注册资本 3,500 万元人民币，其中公司分两期以现金出资共计 2,100 万元占东莞雅星 60% 股份。东莞雅星经营范围：生产经营皮鞋、皮革制品及售后服务，将具备 120 万双鞋的年产能，公司将东莞雅星定位为 FBL 品牌的专业配套工厂，东莞雅星同时将承接原东莞雅达的外贸业务，并在此基础上继续开发一些品牌影响力大、加工利润率高的外贸订单。 |
| 002486 | 嘉麟杰 | 2011/08/25 | 董事会审议通过发行规模不超过人民币 4 亿元，期限不超过 5 年，单一期限品种或多期限的混合品种的公司债券。本期债券为固定利率债券，采用网上网下相结合方式一次或分期发行，发行对象为全体投资者，募集资金用于偿还银行借款、补充流动资金。                                                                                              |
|        |     |            | 董事会审议通过了《关于开展外汇远期结售汇业务的议案》。由于公司产品外销收入占主营业务收入 98% 以上，公司拟与银行开展远期结售汇业务，降低汇率波动对公司利润的影响，该业务仅限于主要结算货币—美元，开展金额不超过预期回款金额，交割期与预期回款期一致。董事会授权总经理在 2011 年 12 月 31 日之前开展美元远期结售汇业务，预计总额不超过 7,500 万美元，预计保证金投入总额不超过 500 万人民币。     |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 11 海通纺织服装行业研究报告（20110701-20110830）

| 日期        | 公司/行业 | 标题                          | 主要观点                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-----------|-------|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011/8/22 | 九牧王   | 半年报点评：内生增长优异，外生增长加速（买入）     | 公司竞争优势在于拥有一、二线城市成熟的销售网络、扁平化的渠道管理方式、纵向一体化的供应链。公司经过三年内部销售体系的整合，未来将重新迎来高速增长期。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.87、1.16、1.53 元，给予 2012 年 25 倍 PE，6 个月目标价 29 元，“买入”评级。                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 2011/8/22 | 搜于特   | 半年报点评：填补空白区域市场，深挖现有客户潜力（买入） | 搜于特专注于青春休闲服三四类市场，在业内率先提出“时尚下乡”概念，其产品特点为极具性价比的“大众时尚”。公司采取低成本差异化的竞争策略，在产品更新和成本控制方面都有其独到的竞争优势。渠道管控能力强，加盟商利润丰厚。巨大的市场空间和优势的加盟商政策为公司未来持续高速增长奠定了基础。公司今年上半年销售收入增速略低于市场预期，主要是由于公司自营渠道拓展速度低于预期，但我们认为，在商业地产价格高企的大背景下，公司保持谨慎态度是可取的，公司未来的增长引擎仍旧是加盟渠道的拓展。另外，今年上半年广东地区销售收入的良好表现，让我们期待公司“百强经销商”计划在全国的复制实施，对现有客户的深耕细作也是公司未来的增长点。预计 2011-2013EPS 分别为 0.95、1.59 和 2.19 元，给予 2012 年 30 倍 PE，上调年底目标价由 39.75 元到 47.70 元，维持“买入”评级。 |
| 2011/8/17 | 朗姿股份  | 多元品牌丰满羽翼，消费助推展翅欲飞           | 朗姿股份是中国领先的高档女装品牌公司，主要从事“朗姿”“莱茵”和“卓可”三个品牌的设计、研发、生产和销售。至 2010 年，公司收入和净利润规模分别达到 5.59 亿元和 1.5 亿元。“朗姿”品牌发展较为成熟，占收入 62.75%， “莱茵”和“卓可”品牌处于成长期。我国高档女装子行业品牌集中度低，空间广阔。公司拥有多品牌运营经验，并初步完成了销售渠道的全国性布局，未来的看点在于：1、销售渠道在南方和中西部的拓展；2、两个成长期品牌的发展。我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.94、1.34、1.65 元。询价区间为 32.90-36.18 元                                                                                                                |

|           |          |                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------|----------|-------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011/8/16 | 星期六      | 半年报点评: 子品牌增速尚好, 存货高企是风险 (增持)        | 公司近年来依托“星期六”品牌运作优势, 加快“索菲特”、“菲伯丽尔”和“69”品牌 的发展速度, 力求开辟新的利润增长点。我们认为新品牌经过几年来的运作, 门店数量已经有较大幅度的增长, 预计未来几年新品牌利润贡献占比将逐年增大。我们认同公司多品牌发展战略, 但品牌初创阶段不免面临高费用, 高关店率的情况, 从 2011 年中报的情况来看, 目前新品牌的经营状况还未现拐点。我们下调了公司的盈利预测, 原预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.37、0.55、0.75 元, 现在预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.32、0.39、0.45 元, 给予 2012 年 30 倍 PE, 年底目标价 11.70 元, “增持”评级。                                                                    |
| 2011/8/15 | 富安娜      | 半年报点评: 持续发挥直营优势, 盈利质量高 (增持)         | 截止 2011 年 6 月 30 日, 公司共拥有销售渠道 1723 家, 高直营比例和准确的原材料价格走势判断使公司的毛利率水平远高于竞争对手。我们认为未来公司将通过渗透中档产品和加大加盟招商力度, 实现渠道和市场份额的快速增长。预计 2011-2013EPS 分别为 1.53、1.96、2.58 元, 给予 2011 年 35 倍 PE, 2011 年年底目标价 53.55 元, “增持”评级。                                                                                                                                                                                                     |
| 2011/8/10 | 潮宏基      | 半年报点评: 黄金饰品拉升收入增长, K 金饰品保障利润空间 (增持) | 潮宏基的核心业务是对“潮宏基”和“VENTI”两个珠宝品牌的连锁经营管理, 截至 2011 年 6 月末公司拥有 389 家品牌专营店的销售网络, 其中自营店 297 家, 加盟店 92 家。渠道扩张和黄金价格上涨因素共同推动公司销售收入快速增长。与传统黄金首饰企业不同, 公司的主要竞争力在于产品设计带来的高附加值, 主要产品 K 金的装饰功能远大于保值功能, 根据我们的计算, K 金单克售价可以达到 500 元, 加价幅度远超纯金饰品。在 K 金饰品领域的优势有利于公司抵御金价下跌的风险, 更是为公司带来远高于行业水平的毛利率。未来公司将采取多品牌发展战略, 力争 2015 年实现 1000 家销售终端的目标。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.78、1.02、1.30 元。给予公司 12 年 35 倍的 PE, 对应合理价位 35.7 元。首次给予“增持”评级。 |
| 2011/8/02 | 纺织服装行业月报 | 在内需护航下海阔天空 (增持)                     | 七月份纺织服装板块表现喜人。原材料价格继续回落, 行业出口态势稳健, 产业导向由出口向内销的转变趋势愈加明显, 国内消费需求强劲, 产品提价后量价背离效应无碍零售总额的高速增长。投资建议: 关注中报和集中于 8 至 10 月的订货会状况。                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 2011/7/12 | 九牧王      | 厚积薄发构筑渠道壁垒 (买入)                     | 直营商场渠道是公司的宝贵资源; 渠道调整到位, 重回高增长轨道; 辩证地看专卖店渠道中加盟与直营两种销售模式                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 2011/7/11 | 富安娜      | “艺术家纺”提升品牌力, 加盟体系保证增长速度 (增持)        | 秉承“艺术”家纺, 兼顾大众需求; 保持直营优势, 加快加盟步伐; 准确判断棉价走势, 大幅提升毛利率水平; 加盟商利润丰厚, 助推业绩高速增长; 股权激励计划。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

资料来源: 海通证券研究所

## 4. 重点新闻回顾

表 12 列示了本月我们认为值得关注的行业和公司的主要新闻, 旨在于细枝末节中理解行业的渐变趋势, 或有利于把握公司的发展动向。

表 12 行业和公司主要新闻 (20110801-20110830)

| 日期         | 标题             | 来源    | 主要内容                                                                                                                                                     |
|------------|----------------|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业新闻       |                |       |                                                                                                                                                          |
| 2011/08/31 | 无形资产推高宁波纺织服装优势 | 全球纺织网 | 宁波市纺织服装行业管理办公室主任周安邦表示: 从产业大市到时尚之城; 从雅戈尔、杉杉等男装翘楚, 到太平鸟、GXG 等快时尚典范; 从外贸出口大单, 到女装品牌新秀, 服装一直在书写宁波的荣光。宁波政府对于纺织服装产业一直给予高度重视, 使其能得到更多政策上的扶持, 努力为企业搭建更好、更高的发展平台。 |

|            |                                               |         |                                                                                                                                                                                                                                        |
|------------|-----------------------------------------------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011/08/25 | 粤东童装“安全性”令人担忧                                 | 中国纺织网   | 广东童装 5 年平均合格率只有 6 成左右，并多次抽检出致癌物。目前广东省内的广州、东莞、深圳、佛山、汕头等地生产的童装占了粤东市场的大量份额，进口的童装鲜有，零售市场上的童装标识颇为混乱。据悉，儿童病种的发生，劣质儿童用品导致的占到了 5% 以上，特别是童装和婴幼儿服装中甲醛超标成为最大的杀手。                                                                                  |
| 2011/08/25 | 14 家顶级服装品牌产品中发<br>现有毒化学物质                     | 中国纺织网   | 国际绿色和平组织 8 月 23 日公布其最新的有毒污染水研究报告，结果为：14 个全球性品牌服装含壬基酚聚氧乙烯醚，其中包括阿迪达斯、H&M 和 Abercrombie&Fitch。                                                                                                                                            |
| 2011/08/25 | 江苏省将重点培育 229 个品<br>牌 纺织服装品牌占 23&              | 纺织服装周刊  | 江苏省发布了 2011~2013 年度重点培育和发展的国际知名品牌，共有 218 家企业的 229 个品牌入选，这些企业去年的出口额超过 260 亿美元，占全省近 10%，在境外注册商标数接近 4500 个，入选品牌中机电品牌占 47%，纺织服装品牌占 23%                                                                                                     |
| 2011/08/25 | 粤东童装“安全性”令人担忧                                 | 中国纺织网   | 广东童装 5 年平均合格率只有 6 成左右，并多次抽检出致癌物。目前广东省内的广州、东莞、深圳、佛山、汕头等地生产的童装占了粤东市场的大量份额，进口的童装鲜有，零售市场上的童装标识颇为混乱。据悉，儿童病种的发生，劣质儿童用品导致的占到了 5% 以上，特别是童装和婴幼儿服装中甲醛超标成为最大的杀手。                                                                                  |
| 2011/08/24 | 气温低、雨水多，苏北棉花减<br>产成定局                         | 中国顺风棉花网 | 江苏最主要的棉花产区苏北大部分出现气温、雨水过多、光照过少等不利棉花开花结铃的现象，使得正处于产量品质形成阶段的棉花生育严重受阻，多项关键指标较往年锐减。                                                                                                                                                          |
| 2011/08/24 | 产业用纺织品“十二五”规划<br>10 月出台                       | 中国纺织报   | 目前，国家工业和信息化部已经基本完成产业用纺织品“十二五”发展规划的跨部门征求意见。一些发达国家一直高度重视产业用纺织品的发展，特别是以美国、日本、欧洲为代表的发达国家的产业用纺织品产量占全行业纤维加工总量的比重甚至超过 40%，比较而言，处于成长阶段的我国产业用纺织品行业的巨大市场潜力很快将被激发。                                                                                |
| 2011/08/22 | 美国市场服装价格上涨提速                                  | 第一纺织网   | CNN 公布的最新统计数据显示，美国市场上，汽油、食物和服装等生活必需品的价格呈现持续走高的势头，今年的服装价格增速创下了 1992 年以来的最快水平。国际棉花咨询委员会称，随着棉花产量与库存的增加，2012 年棉价将会进一步下调，2012 年成本价通胀预期将会大大降低，但服装价格不一定会下调，因为服装价格还受到诸如工人薪资水平等诸多因素的影响。美国大型服装厂商多处于观望状态，表示服装价格的制定还要看市场需求，棉价的降低可能将在一定程度上影响公司的产品线。 |
| 2011/08/17 | 贸易伙伴弥漫紧张情绪——<br>全球纺织服装业拉响美债警<br>报             | 中国纺织报   | 为了缩减财政赤字，美国政府将增加税收，消费者的可支配收入或将有所缩减，包括服装在内的消费品或将受到波及。而为了解决失业率上升的问题，美国很有可能在今年下半年减少进口、扩大出口。尽管如此，但就目前情况而言，美国消费市场仍表现平稳，我国出口企业也表示来自美国市场的订单尚未受到强烈影响。                                                                                          |
| 2011/08/16 | 总量预计增长 3% 至 3.5% “十<br>二五”期间染料工业将严控行<br>业准入门槛 | 第一纺织网   | 中国染料工业协会全文发布《染料工业“十二五”发展规划纲要》，计划在“十二五”期间以总量 3% 至 3.5%，工业总产值 8% 至 10% 的增长率发展生产，初步建成染料工业强国，重点推进以环保节约型和高性能型染料、有机颜料与助剂为代表的高品质、高附加值产品。                                                                                                      |
| 2011/08/16 | 黑龙江省抽检服装、纺织品超<br>四成商品不合格                      | 新华网     | 黑龙江省纤维检验局对齐齐哈尔、大庆等 7 家经销单位销售的 27 批服装、纺织品类商品进行了质量检测，检测内容包括甲醛含量、可分解芳香胺、PH 值等安全指标，结果表明，不合格率 44.4%。                                                                                                                                        |
| 2011/08/11 | 奢侈品牌抢滩电子商务 二季<br>度网购 35 亿元                    | 证券时报网   | 易观智库的数据显示，2011 年第二季度，中国奢侈品网购市场规模达到 34.5 亿元，预计全年交易额将达到 160 亿元。中国奢侈品销售在全球占比达 25%，超过美国成为全球第二大奢侈品消费国，并且六成在国内而非海外购买。而基于奢侈品在国内的可观市场空间，近年来各类投资基金涉足奢侈品 B2C 市场达 5 亿元之多。                                                                         |
| 2011/08/11 | 7 月我国纺织服装出口额再<br>创历史新高                        | 中国证券报   | 根据海关总署公布的数据显示，今年 7 月我国纺织品出口 259.96 亿美元，同比增长 25%，环比增长 13.53%。其中，纺织品出口 87.03 亿美元，环比增长 4.11%；服装及其附件出口 172.93 亿美元，环比增长 18.95%。                                                                                                             |
| 2011/08/09 | 北京：秋装悄然就位 价格涨                                 | 北京晚报    | 今年 7 月下旬，北京百货商场的部分专柜旧开始上秋装了，比往年至少提前了半个月。                                                                                                                                                                                               |

幅超过 10%

与去年面料、款式差别不大的秋装相比，今年的秋装价格均有所提升，价格平均涨幅在 10%至 20%之间。

2011/08/09 棉价半年跌幅超四成 部分服企却逆势喊涨 海峡导报

从今年 3 月起，棉价从 3.4 万云/吨一路下滑至目前的 1.9 万元/吨，半年跌幅高达 44%。不过，以棉纺为主要原材料的服装价格岿然不动甚至有上涨苗头。专业人士认为，棉价在服装价格中的占比不到 20%，相比上涨 30%-100%的人工费用和其他面料及店租等成本不同程度的上涨，棉价下跌无法在服装零售价中体现。

## 公司新闻

### A 股重点上市公司

|            |                                    |          |                                                                                                                                                                                  |
|------------|------------------------------------|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011/08/31 | 美邦服饰战投长安基金 浙资参股基金热情高               | 钱江晚报     | 长安基金将成为中国境内第 67 家基金管理公司，其中美邦服饰出资 3300 万元，占注册资本的 33%。出身浙江的周成建显然代表了浙江民营资本对于参与基金行业的渴求。                                                                                              |
| 2011/08/31 | 凯撒股份皮具产品亮相巴西 受到追捧                  | 证券时报     | 最新消息称，在刚刚结束的“广东（圣保罗）商品展览会”上，公司皮具产品赢得了参观观众的一致认可。业内人士认为，凯撒股份参展的 70 多款精品皮具集中展现了公司产品的卓越品质与品牌内涵，不仅提升了公司品牌的知名度和美誉度，也为日后进军国际市场奠定了良好基础。                                                  |
| 2011/08/29 | 嘉麟杰坚持慢慢赚钱 订单始终饱和                   | 理财周报     | 董事会秘书凌云表示，公司现在业务主要是纬编羊毛面料、抓绒面料、功能性面料这三大块，未来公司还将寻找适当的机会进入非服饰类产业用布，电子、医药可能会成为公司的试水领域。                                                                                              |
| 2011/08/25 | 孚日股份加速开拓国外市场                       | 证券时报网    | 孚日股份加快实施“向优势市场转移”和“进军中高端市场”的发展战略，海外业务蓬勃发展。日本市场是孚日股份经营时间最长的市场，孚日股份积极开拓日本中高端市场，上半年实现销售收入 5.01 亿元，同比增长 46.9%，并积极争取美国和欧洲的订单。                                                         |
| 2011/08/21 | 九牧王、七匹狼等推出独立时尚男装副牌                 | 泉州晚报     | 九牧王收购曾经在福建乃至全国红极一时的“FUN 服装”，并在厦门中华城重新开了国内首家门店。九牧王董事长表示“收购 FUN 让九牧王集团可以进入年轻族群的细分市场，成为集团新的利润增长点”，并指出，收购 FUN 不是“一时兴起”，而是出于对整个服装行业发展趋势的判断，工作和生活方式的改变，使消费者越来越注重个性，这给时尚休闲服装提供了广阔的发展空间。 |
| 2011/08/17 | 报喜鸟旗下时尚男装品牌圣捷罗全新品牌形象发布会开启中国时尚男装新时代 | 中国服装网    | 8 月 14 日晚，浙江圣捷罗服饰全新品牌形象发布酒会在温州举行，首个以全新品牌形象为标杆的标准专卖店也正式开业。圣捷罗是报喜鸟旗下的时尚男装品牌，经过三年的运营，现已有专卖店 200 多家。圣捷罗定位于都市时尚风格，产品受众定位于 25 到 35 岁之间的消费群体。                                           |
| 2011/08/11 | 际华集团将建西北最大轻纺商贸园                    | 中国纺织报    | 襄阳市经信委表示，际华集团投资 40 亿元在襄建设西北最大的轻纺商贸物流园和余家湖印染工业园项目。                                                                                                                                |
| 2011/08/11 | 报喜鸟设计团队推出环保舒适内衣系列                  | 中国服装协会   | 2011 年秋冬季，报喜鸟设计团队开发出了一系列雅致、时尚、环保、舒适的内衣，突出男人之“品味、自然、细致”的生活理念。公司通过国内外各大市场的考察，把握服装市场的发展趋势，做了充分市场调研后得出结论，内衣系列市场发展极具潜力。                                                               |
| 2011/08/03 | 际华集团打造首家军旅户外品牌                     | 经济日报     | 际华户外领导表示，未来 5 年，将大力开拓户外装备市场，际华户外连锁直营店在全国将达到 1500 家，把际华户外全力打造成为业内最大的户外装备集成供应商。公司将业务向产业链下游延伸，全力打造“际华户外”的休闲品牌和渠道品牌，坚持差异化战略，打出“军旅、时尚”这张优势牌。                                          |
| 2011/08/01 | 绍兴检验检疫局助浙江步森服饰获出口免验资格              | 国家质检总局网站 | 浙江步森服饰股份有限公司顺利通过国家质检总局出口免验现场审查，意味着继上虞阳光集团之后，步森股份有望成为绍兴地区第二家拿到国家“出口免验”证书的企业。                                                                                                      |

### 香港及海外重点上市公司

|            |                       |     |                                                                                                                       |
|------------|-----------------------|-----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011/08/30 | 阿玛尼计划在每年在中国新设 35 个销售点 | 一财网 | 乔治阿玛尼（Giorgio Armani）集团亚太区首席执行官 Fabrizio Dosi 日前在接受第一财经采访时透露，未来阿玛尼集团计划每年在中国新设 35 个销售点。“而且这个数字会不断增长，我们坚信中国市场将变得越来越重要。” |
|------------|-----------------------|-----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

|            |                                     |           |                                                                                                                                                                                 |
|------------|-------------------------------------|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011/08/26 | 百丽国际: 鞋类业务增长将进一步提高                  | Wind      | 百丽国际公布中期业绩, 截至今年 6 月底止半年, 收入及经营溢利分别为 138.9 亿元和 25.26 亿元, 同比增长 24.6%和 38.2%。集团指出, 上半年中国鞋类业务超预期净增新店 841 间, 香港同店销售增长保持较高水平, 运动服饰方面, 上半年同店销售增长 6%, 净增新店 349 间, 预计未来鞋类业务收入增长仍将进一步提高。 |
| 2011/08/26 | 李宁公司回应 NPE 问题 率先承诺彻底净化供应链           | 搜狐财经      | 近日由于绿色和平组织发布了一项关于 NPE 材料的调查, 引发了大众对纺织品行业环境污染的关注。众多国际品牌, 如阿迪达斯、耐克、KAPPA、李宁、H&M 等, 都被检测出含有 NPE。李宁公司率先对此问题做出答复, 明确了三个时间节点的承诺, 包括已经采取的措施、4 个月的目标和 8 年的目标。                           |
| 2011/08/25 | ZARA 欲吞佐丹奴 H&M 等快时尚盯紧二线休闲品牌         | 北京商报      | 据西班牙以及香港媒体报道, 快时尚品牌 ZARA 母公司、全球最大时装集团之一的西班牙 Inditex, 酝酿于短期内向佐丹奴提出收购建议, 目的是透过佐丹奴零售网络协助该公司拓展包括内地、香港的销售渠道。如果 ZARA 成功占领佐丹奴在中国的渠道网络, 其竞争对手优衣库、H&M 也恐将效仿, 或瞄上真维斯、以纯等二线休闲服饰品牌。         |
| 2011/08/24 | ZARA HOME 来到中国                      | 新京报       | 西班牙著名品牌 ZARA 旗下的家居品牌 ZARA HOME 正式进入中国, 入驻世贸天阶, 这是该品牌在中国的第一家家居用品门店。蓝色港湾店也将于 9 月 14 日开幕, 它将是 ZARA HOME 的全球第 300 家店。                                                               |
| 2011/08/22 | 中国利郎上半年平均销售单价为 163 元人民币 毛利率升至 36.4% | 港汇通讯      | 中国利郎中期纯利 2.28 亿元人民币, 上升 63%, 共派息 16 港仙, 毛利率由去年上半年的 34.7%升至今年上半年的 36.4%。今年上半年, 「LILANZ」品牌零售店净增加 83 家, 于今年 6 月底达 2888 家                                                           |
| 2011/08/17 | LVHM 集团成功购买 Hermes 品牌更多股份           | 中国纺织经济信息网 | 虽然 Hermes 品牌采取了大量手段保护公司股份, 防止被 LVHM 购买而导致最终被收购的结果, 但是 LVHM 还是成功购买了公司大量股份, 其旗下拥有的 Hermes 公司股份从原来的 20.2%上升到 21.4%, 但 LVHM 坚持保持原有的说法, 称并无收购 Hermes 品牌的意图。                          |
| 2011/08/12 | 波司登成为中国航天事业合作伙伴                     | 姑苏晚报      | 波司登国际控股有限公司近日与中国航天基金会签署合作协议, 旗下上海波司登国际服饰有限公司被授予羽绒工业领域唯一的“中国航天事业合作伙伴”荣誉称号, 其生产的“雪中飞”、“康博”、“冰洁”牌羽绒服成为“中国航天专用产品”, 并获准使用中国航天基金会商用标志。                                                |
| 2011/08/04 | Gap 将减少棉花供应商合作数来控制成本                | 中国服装协会    | Gap 首席执行官 Glenn Murphy 表示, Gap 将减少合作的棉花供应商数量并发展与工厂的直接贸易关系, 原因在于它正竭力控制飙升的纱线和布料成本。                                                                                                |

资料来源: 海通证券研究所

## 5. 投资建议及风险提示

### 5.1 投资建议

2011 年 8 月 31 日半年报公布完毕, 行业整体运行态势符合预期, 品牌服装各子行业均呈现较快的销售收入和利润增长。分解收入增长的原因, 很大程度上来源于价格的提升, 同时各子行业销量也均保持稳步增长。2011 年下半年涨价因素仍然呈现, 秋冬装的利润率和涨价幅度更甚于春夏装, 因此预计下半年行业整体增速将持续上半年的良好态势, 不排除 2011 年年报将会给市场带来惊喜。但 2012 年涨价因素弱于 2011 年, 特别是对于休闲装和家纺行业, 其增速放缓已经成为市场共识。同时, 原材料成本下降和品牌服装的价格刚性特征会提升 2012 年行业整体的毛利率水平, 因此利润增速应高于销售收入增速。

因此我们判断, 2011 年年底到年报披露的时间窗口, 将会是纺织服装行业表现的最佳时机。目前行业累计股价涨幅过高, 短期业绩不足以支撑估值, 结合大盘走势, 应警惕估值下移的风险。行业整体投资建议为“持有”。

建议重点关注集中于 8 至 10 月的订货会状况。历史经验来看, 纺织服装行业中品牌类企业 (如家纺、品牌服饰等), 全年业绩可由订货会期货制订单锁定一半以上, 因此, 我们建议重点关注后续的订货会详情 (表 13)。考虑到自去年起被

原料价格波动大幅推升的存货风险、行业季节性特征，以及企业、加盟商对存货的或有担忧等因素，我们对随后品牌类企业明年春夏季产品订货会状况持乐观而不失谨慎的态度。

公司层面，我们**建议关注仍具估值优势和未来成长性确定的上市公司**。我们继续推荐未来高成长性确定的上市公司：九牧王（601566），搜于特（002503）和梦洁家纺（002397）。

**九牧王：**“九牧王”是中国领先的商务休闲男装品牌。2010 年“九牧王”品牌男裤和茄克市场占有率分别为 11.41% 和 2.56%，公司竞争优势在于拥有一、二线城市成熟的销售网络、扁平化的渠道管理方式、纵向一体化的供应链。

我们认为支持公司未来高增长的逻辑是：与其他公司相比公司的加盟渠道基数还是比较低的，加盟增长相对于自营增长更容易实现；经过前面几年的内部管理调整，公司重新进入快速增长期；未来从中心城市向地级以下城市扩展相对门槛较低；拓展品牌线，如 FUN，将在 3 年以后贡献利润。预计 2011-2013EPS 分别为 0.87、1.16、1.53 元，给予 2012 年 25 倍 PE，6 个月目标价 29 元，“买入”评级。

**搜于特：**搜于特专注于青春休闲服三四类市场，在业内率先提出“时尚下乡”概念，其产品特点为极具性价比的“大众时尚”。公司采取低成本差异化的竞争策略，在产品更新和成本控制方面都有其独到的竞争优势。渠道管控能力强，加盟商利润丰厚。巨大的市场空间和优势的加盟商政策为公司未来持续高速增长奠定了基础。预计 2011-2013EPS 分别为 0.95、1.59 和 2.19 元，给予 2012 年 30 倍 PE，年底目标价 47.7 元，“买入”评级。

**梦洁家纺：**梦洁家纺主要从事以床上用品为主的家用纺织品的研发、设计、生产和销售，拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”、“觅”等三个具有重要市场影响力的品牌，其中“梦洁”品牌是公司的主品牌，其销售收入占比在 80%以上。截至 2011 年 6 月 30 日，公司在全国建立了 2200 个销售终端，其中直营网点约 440 个，加盟网点约 1760 个。我们认为公司的品牌结构在家纺行业上市公司中最为优秀，同时看好公司对区域市场精耕细作的的能力。未来，公司加快了扩张步伐，从行业空间和公司自身发展策略综合考虑，我们预计公司业绩在未来 3 年仍处于高速增长阶段，预计 2011-2013EPS 分别为 0.95、1.36、1.89 元，给予 2012 年 30 倍 PE，6 个月目标价 40.80 元，“买入”评级。

## 5.2 风险揭示

出口退税率调整、渠道费用上升、企业去库存化及订货会情况低于预期、伴随大盘估值下移风险、近期部分公司解禁风险等。

## 6. 附录

表13 纺织服装行业上市公司股份解禁日期表（201108-201112）

| 代码     | 简称   | 解禁日期        | 解禁数量<br>(万股) | 解禁前         |              |           | 解禁后         |              |           | 解禁类型     |
|--------|------|-------------|--------------|-------------|--------------|-----------|-------------|--------------|-----------|----------|
|        |      |             |              | 总股本<br>(万股) | 流通A股<br>(万股) | 占比<br>(%) | 总股本<br>(万股) | 流通A股<br>(万股) | 占比<br>(%) |          |
| 600398 | 凯诺科技 | 2011年8月5日   | 4,733        | 64,660      | 54,336       | 84        | 64,660      | 59,069       | 91        | 股权分置限售股份 |
| 000045 | 深纺织A | 2011年8月9日   | 3,763        | 33,652      | 19,562       | 58        | 33,652      | 23,326       | 69        | 定向增发机构配售 |
| 601599 | 鹿港科技 | 2011年8月29日  | 1,060        | 21,200      | 4,240        | 20        | 21,200      | 5,300        | 25        | 首发机构配售股份 |
| 002269 | 美邦服饰 | 2011年8月29日  | 90,000       | 100,500     | 10,500       | 10        | 100,500     | 100,500      | 100       | 首发原股东限售股 |
| 601566 | 九牧王  | 2011年8月30日  | 2,400        | 57,293      | 9,600        | 17        | 57,293      | 12,000       | 21        | 首发机构配售股份 |
| 002485 | 希努尔  | 2011年10月17日 | 1,275        | 20,000      | 5,000        | 25        | 20,000      | 6,275        | 31        | 首发原股东限售股 |
| 002486 | 嘉麟杰  | 2011年10月17日 | 8,282        | 20,800      | 5,200        | 25        | 20,800      | 13,482       | 65        | 首发原股东限售股 |
| 002494 | 华斯股份 | 2011年11月2日  | 3,700        | 11,350      | 2,850        | 25        | 11,350      | 6,550        | 58        | 首发原股东限售股 |
| 002293 | 罗莱家纺 | 2011年11月10日 | 526          | 14,036      | 3,510        | 25        | 14,036      | 4,036        | 29        | 首发原股东限售股 |
| 600233 | 大杨创世 | 2011年11月15日 | 825          | 16,500      | 10,725       | 65        | 16,500      | 11,550       | 70        | 股权分置限售股份 |
| 002036 | 宜科科技 | 2011年11月15日 | 220          | 20,225      | 19,042       | 94        | 20,225      | 19,262       | 95        | 追加承诺限售股份 |

|        |      |             |        |        |        |    |        |        |     |          |
|--------|------|-------------|--------|--------|--------|----|--------|--------|-----|----------|
| 002083 | 孚日股份 | 2011年11月24日 | 29,084 | 93,848 | 43,379 | 46 | 93,848 | 72,463 | 77  | 首发原股东限售股 |
| 600439 | 瑞贝卡  | 2011年12月5日  | 4,631  | 78,610 | 73,979 | 94 | 78,610 | 78,610 | 100 | 定向增发机构配售 |
| 002516 | 江苏旷达 | 2011年12月7日  | 5,034  | 25,000 | 6,250  | 25 | 25,000 | 11,284 | 45  | 首发原股东限售股 |
| 002042 | 华孚色纺 | 2011年12月12日 | 2,558  | 27,766 | 7,442  | 27 | 27,766 | 10,000 | 36  | 股权分置限售股份 |
| 002042 | 华孚色纺 | 2011年12月16日 | 4,255  | 27,766 | 10,000 | 36 | 27,766 | 14,255 | 51  | 定向增发机构配售 |
| 000026 | 飞亚达A | 2011年12月30日 | 3,673  | 39,277 | 11,137 | 28 | 39,277 | 14,809 | 38  | 定向增发机构配售 |

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 14 重点上市公司订货会信息

| 代码     | 简称   | 2011 春夏订货会         |            |     | 2011 秋冬订货会         |            |     | 订货会销售<br>额占比 | 2012 春夏订货会                |                 |     | 备注              |
|--------|------|--------------------|------------|-----|--------------------|------------|-----|--------------|---------------------------|-----------------|-----|-----------------|
|        |      | 时间                 | 增收         | 提价  | 时间                 | 增收         | 提价  |              | 时间                        | 增收              | 提价  |                 |
| 002563 | 森马服饰 |                    | 40%        |     |                    | 30%        |     | 75%          |                           |                 |     | 每年六<br>场订货<br>会 |
| 002269 | 美邦服饰 | 2010/08<br>2010/10 | 40%        |     | 2010/12<br>2011/05 | 30%        |     | 60%          | 2011/08<br>2011/10        | 预计增长<br>20%-25% |     |                 |
| 002503 | 搜于特  |                    | 70%        |     | 2011/12<br>2011/05 | 70%        |     | 90%          | 2011/08<br>2011/10        | 预计增长<br>60%-70% |     |                 |
| 300005 | 探路者  | 2010/07            | 50%        |     | 2011/01            | 90%        |     | 85%          | 2011/07                   | 66%             |     |                 |
| 002154 | 报喜鸟  | 2010/10            | 20%        |     | 2011/03            | 30%        | 10% | 60%          |                           |                 |     |                 |
| 002029 | 七匹狼  | 2010/09            | 20%        | 10% | 2011/03            | 20%        |     | 80%          |                           |                 |     |                 |
| 002485 | 希努尔  |                    | 30%        |     |                    | 30%        | 15% | 55%          |                           |                 |     |                 |
| 601566 | 九牧王  |                    | 30%        |     |                    |            |     |              | 2011/08/08-20<br>11/08/20 | 预增 25%          |     |                 |
| 002293 | 罗莱家纺 | 2010/10            | 40%        | 20% | 2011/05            | 60%        | 15% | 70%          |                           |                 |     |                 |
| 002327 | 富安娜  | 2010/11            | 50%        | 20% | 2011/06            | 40%        |     | 75%          |                           |                 |     |                 |
| 002397 | 梦洁家纺 | 2010/08            | 30%        |     | 2011/02            | 40%        |     | 70%          | 2011/07,2011/<br>09/30 左右 |                 |     |                 |
| 3998HK | 波司登  | 2010/09            | 47%        |     | 2011/03            | 36%        |     |              |                           |                 |     |                 |
| 1234HK | 中国利郎 | 2010/09<br>2010/11 | 30%        |     | 2011/03<br>2011/06 | 28%<br>34% |     |              |                           |                 |     |                 |
| 2020HK | 安踏体育 | 2010/08<br>2010/10 | 23%<br>21% | 5%  | 2011/01<br>2011/04 | 20%<br>25% | 5%  |              |                           |                 |     |                 |
| 1968HK | 匹克体育 | 2010/10            | 25%        |     | 2011/01<br>2011/03 | 24%<br>21% |     |              | 2011/06                   | 20%             | 15% |                 |

注：表中数字多为粗略值，实际情况略有出入；2012 春夏季产品订货会主要集中在 8 月至 10 月间，敬请关注我们对该部分的后续追踪研究

资料来源：公司网站，海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

卢媛媛：纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：美邦服饰（00269）、凯撒股份（002425）、际华集团（601718）、步森股份（002569）、星期六（002291）、搜于特（002503）、富安娜（002327）、罗莱家纺（002293）、九牧王（601566）、鹿港科技（601599）、森马服饰（002563）、七匹狼（002029）、报喜鸟（002154）、希努尔（002485）等。

## 投资评级说明

|                                                                                                                                       |        |                      |                          |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------------|--------------------------|
| <div>1. 投资评级的比较标准</div> <div>投资评级分为股票评级和行业评级</div> <div>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;</div> | 类别     | 评级                   | 说明                       |
|                                                                                                                                       | 股票投资评级 | 买入                   | 个股相对大盘涨幅在 15%以上;         |
|                                                                                                                                       |        | 增持                   | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;    |
|                                                                                                                                       |        | 中性                   | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;     |
|                                                                                                                                       |        | 减持                   | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;    |
|                                                                                                                                       | 卖出     | 个股相对大盘涨幅低于-15%。      |                          |
|                                                                                                                                       | 行业投资评级 | 增持                   | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;     |
|                                                                                                                                       |        |                      | 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间; |
| 减持                                                                                                                                    |        | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。 |                          |

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。