

纺织服装行业 2011 年四季度投资策略

品牌服饰基本面无忧，调整即买入时机

林海 分析师

电话：020-87555888-8418

eMail：lh19@gf.com.cn

执业编号：S0260511090001

马涛 分析师

电话：010-59136695

eMail：mt@gf.com.cn

执业编号：S0260511010001

纺织制造业：出口有望保持 20%+的增速，看好细分子行业龙头

我们上调纺织服装全年出口增速至 20%-25% 区间。上调增速预测的逻辑支撑来自以下几点：一、纺织服装行业出口依存度较高，受中国经济整体出口影响较大，目前市场一致预期的出口整体增速预测值在 20% 之上；二、经验数据显示，2002 年以来纺织服装行业四季度出口值占比均高于 25%。我们的情景假设结果显示，2011 年行业出口增速低于 20% 的可能性较小；三、出口区域结构已经发生较大改变，新兴市场占比提高 40% 以上。投资策略应将选股范围定位于细分子行业龙头，我们认为涉棉子行业龙头公司毛利率三季度将是一个低点，四季度有望环比回升。四季度可择时介入鲁泰 A、华孚色纺，以及 2012 年业绩加速增长的伟星股份。

品牌服饰子行业：基本面无忧，调整即是买入时机

从目前估值看，男装基本合理，家纺估值水平略微高于历史均值。我们认为品牌服饰业绩增长确定，诸如男装、家纺以及户外等子行业仍保持较高增速，部分个股 2012 年订货会数据显示增长强劲。我们认为优质品牌服饰个股不具备盈利预测下调空间。另外，从整个市场大环境看，投资情绪偏悲观，风格偏谨慎。稳定增长的品牌服饰个股有望享受估值溢价。四季度可坚定持有优质品牌服饰个股。

整体上，我们认为，品牌服饰子行业基本面无忧，调整即是买入时机。推荐顺序为：七匹狼、梦洁家纺、罗莱家纺、富安娜、九牧王、报喜鸟，关注转型中的大杨创世。

风险提示

1、欧美经济复苏出现超预期回调；2、国内消费增速出现大幅波动。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价
		11E	12E	13E	11E	12E	11E		
七匹狼	35.9	1.39	1.72	2.21	25.83	20.87	16.24	0.85	40.00
九牧王	26.1	0.89	1.14	1.30	29.34	22.90	20.08	1.07	28.00
报喜鸟	13.7	0.60	0.77	0.95	22.83	17.79	14.42	0.71	18.50
搜于特	33.6	1.01	1.63	1.97	33.27	20.61	17.06	0.65	50.00
梦洁家纺	29.5	0.92	1.23	1.62	32.17	23.88	18.22	0.83	33.00
富安娜	46.7	1.30	1.71	2.21	35.92	27.30	21.13	1.11	50.00
罗莱家纺	86.0	2.41	3.45	4.14	35.68	24.93	20.77	0.88	90.00
探路者	18.3	0.37	0.61	0.91	49.38	29.95	20.08	0.75	24.00
大杨创世	14.3	1.01	1.22	1.35	14.19	11.75	10.61	0.82	22.00
鲁泰 A	10.3	0.94	1.13	1.40	10.94	9.10	7.34	0.45	15.00
华孚色纺	11.5	0.86	1.11	1.41	13.43	10.34	8.14	0.47	16.00

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

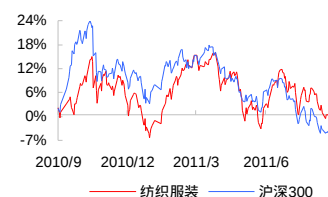
行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-6.78	-1.34	-1.93
沪深 300	-5.37	-9.74	-6.58

目录索引

目录索引	2
图表索引	3
报告要点	4
一、 纺织服装板块市场表现和影响因素回顾	5
(一) 纺织制造：出口依存度高，受外围经济波动影响较大	6
(二) 品牌服饰：在成本转嫁能力的质疑中前行	6
二、 上调全年出口增速至 20%-25% 区间	7
(一) 市场一致预期的中国经济出口增速在 20% 以上	8
(二) 历史数据显示，四季度纺织服装出口占比均高于 25%	8
(三) 纺织服装出口区域结构发生变化，新兴市场占比提高	9
(四) 未来 3-5 年内中国仍占据全球纺织服装出口主要份额	10
三、 品牌服饰子行业：基本面无忧，调整即是买入时机	12
(一) 子行业特点：完全竞争、政策风险小、增长稳定、消费呈季节性	12
(二) 从个股业绩角度看：基本面无忧，2012 年春夏订货会开局良好	13
(三) 市场情绪偏悲观，配置风格偏防御	15
四、 投资策略和重点公司	17
五、 风险提示	19

图表索引

图 1：年初以来，纺织服装板块走势	5
图 2：各行业板块表现对比	5
图 3：中国经济出口增速一致预测值	8
图 4：纺织服装出口金额各季度占比情况	8
图 5：纺织服装出口区域结构已发生变化	9
图 6：IMF 全球经济展望	9
图 7：发达经济体增速预测	10
图 8：新兴和发展中经济体增速预测	10
图 9：NIKE 鞋类产品代工占比：越南在 2008 年超过中国	10
图 10：发达经济体与中国小时平均工资的对比（单位：美元/小时）	11
图 11：中国与东南亚低成本国家小时平均工资的对比（单位：美元/小时）	11
图 12：棉纱出口结构	11
图 13：合成短纤与棉混纺机织物出口结构	11
图 14：鞋类出口结构	11
图 15：帽类出口结构	11
图 16：全球纺织品出口占比情况（2009 年）	12
图 17：全球成衣出口占比情况（2009 年）	12
图 18：服饰消费保持年均 20%以上的增速	12
图 19：CPI 波动对服饰消费扰动较小	13
图 20：纺织服装行业消费呈现季节性	13
图 21：纺织服装上市公司消费季节性(按可比口径)	13
图 22：服装消费量价齐升,CPI 对服装消费扰动较小	13
图 23：2006-2009 服装子版块估值波动特征	16
图 24：2009-2011 服装子版块估值波动特征	16
图 25：相对市盈率（行业市盈率/市场整体市盈率），剔除市场整体估值变动的影响	17
图 26：广发个股估值矩阵	19
 表 1：中国各行业的出口依存度	6
表 2：个股年初至今涨跌幅&流通市值	7
表 3：我们预计的品牌服饰公司 2011 年订货会金额增长情况	14
表 4：个股三季度业绩预告情况	14
表 5：个股增长强劲，2012 年春夏订货会数据向好	14
表 6：2009 年 6 月后大量品牌服饰类公司上市提升行业估值溢价	16
表 7：纺织制造部分个股境外收入占比情况	18
表 8：重点公司盈利预测与估值（2011-9-23）	18

报告要点

纺织制造业：出口有望保持20%+的增速，看好细分子行业龙头

我们上调纺织服装全年出口增速至20%-25%区间。上调增速预测的逻辑支撑来自以下几点：一、纺织业与纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业出口依存度分别为32.61%、31.39%，依存度较高，作为传统的出口导向型行业，受中国经济整体出口影响较大，从目前市场一致预期的出口增速看，全年增速预测值在20%之上；二、经验数据显示，2002年以来纺织服装行业四季度出口值占比均高于25%。我们的情景假设结果显示，2011年行业出口增速低于20%的可能性较小；三、出口区域结构已经发生较大改变，欧盟、美国、日本等原来的纺织服装出口重点区域占比已经下滑到55%附近，新兴市场占比提高。IMF预测数据显示，2011-2012年新兴市场国家增长强劲，国内消费需求旺盛，有效缓冲发达经济体放缓带来的出口下滑。对于纺织制造类个股的投资策略，应将选股范围定位于细分子行业龙头，我们认为涉棉子行业龙头公司毛利率三季度将是一个低点，四季度有望环比回升。四季度可择时介入鲁泰A、华孚色纺，以及2012年业绩加速增长的伟星股份。

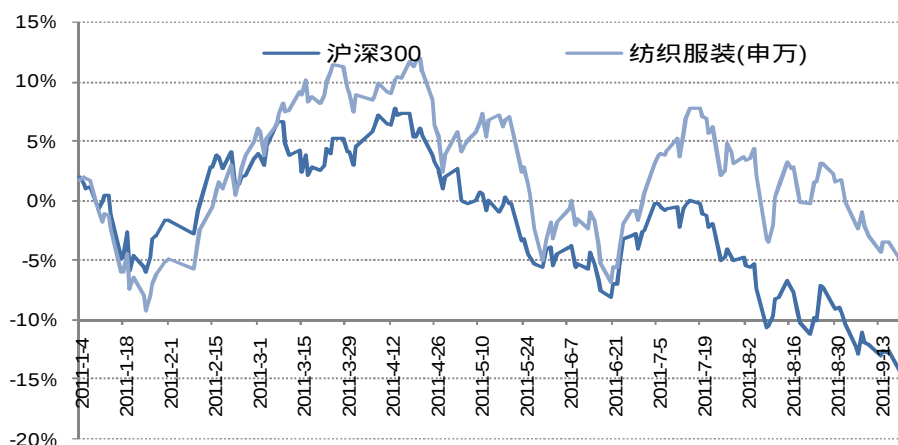
品牌服饰子行业：基本面无忧，调整即买入时机

从目前品牌服饰的估值看，男装基本合理，家纺估值水平略微高于历史均值。那么，我们需要回答两个问题：一是市场情绪是否仍旧偏向于防守、消费，这个将决定板块的估值溢价率？二是这些公司明年业绩增长如何？如果业绩增长稳定，则现在这个估值可维持，在市场风格偏向于消费的大背景下，估值具有提升空间，就意味着这个时点仍可介入。从我们的分析结果看，品牌服饰业绩增长确定，诸如男装、家纺以及户外等子行业仍保持较高增速，部分个股2012年订货会数据显示增长强劲。我们认为优质品牌服饰个股不具备盈利预测下调空间。另外，从整个市场大环境看，投资情绪偏悲观，风格偏谨慎。稳定增长的品牌服饰个股有望享受估值溢价。四季度可坚定持有优质品牌服饰个股，我们认为，品牌服饰子行业基本面无忧，调整即买入时机。整体上，我们的推荐顺序为：七匹狼、梦洁家纺、罗莱家纺、富安娜、九牧王、报喜鸟，关注转型中的大杨创世。

一、 纺织服装板块市场表现和影响因素回顾

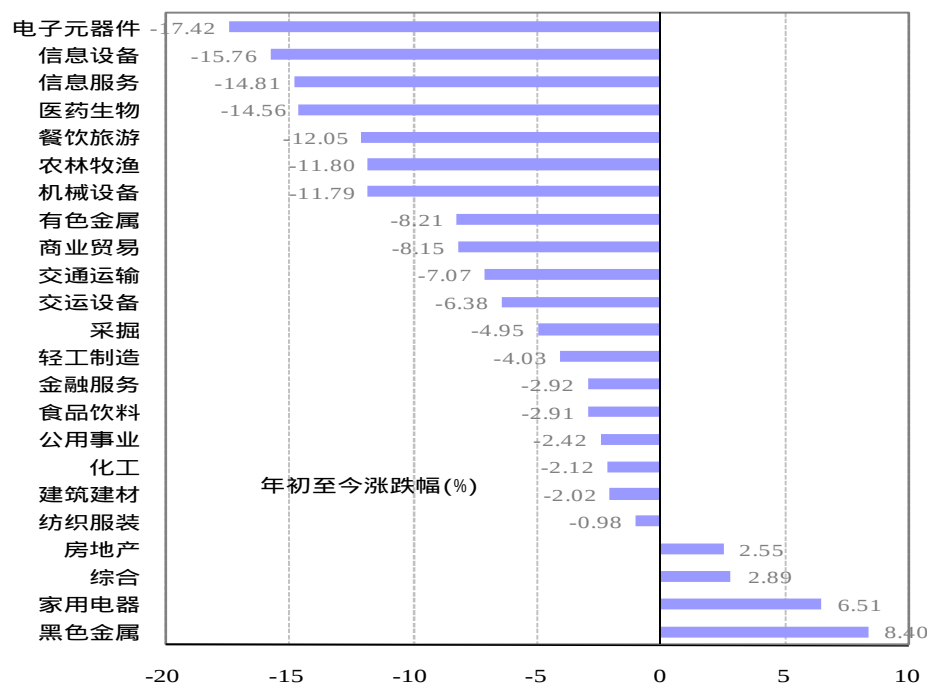
站在现在这个时点看四季度纺织服装行业的投资机会,我们认为有必要对年初以来板块走势的影响因素作一个总结归纳:

图 1: 年初以来, 纺织服装板块走势



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 各行业板块表现对比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

（一） 纺织制造：出口依存度高，受外围经济波动影响较大

纺织制造子行业出口依存度高达30%，因此，出口增速情况对整个子行业影响较大，一季度纺织制造子版块跑赢大盘10%以上（期间鲁泰A、大杨创世等个股走势强劲）：内在原因来自纺织服装行业出口增速超预期。由于2010年市场对纺织服装行业出口增速普遍悲观，大部分预期增速在15%附近，而实际行业出口增速为23.7%，子行业龙头鲁泰A等充分分享行业出口的高增速。11年初以来出口保持较高增速，2011年1-8月份出口累计增速25.7%，这其中让市场担心的一个信号是8月份出现2.1%的环比下滑。与此同时，欧盟、美国等中国主要贸易伙伴经济复苏波折不断，市场开始担心今年剩下的4个月出口情况。

表 1：中国各行业的出口依存度

排序	行业名称	A (%)
1	仪器仪表及文化办公用机械制造业	66.34
2	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	51.90
3	纺织业	32.61
4	纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业	31.39
5	租赁和商务服务业	27.23
6	电气机械及器材制造业	25.14
7	木材加工及家具制造业	22.05
8	工艺品及其他制造业	21.18
9	金属制品业	20.10

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（二） 品牌服饰：在成本转嫁能力的质疑中前行

2010年四季度棉花价格的高涨，市场开始担心品牌商的成本转嫁能力，另外CPI高企抑制消费者信心，对终端消费心存疑虑，压制其估值继续上行。外在原因是：进入2011年后，受宏观经济调控预期弱化等因素驱动，市场将配置重点移向弹性大、估值偏低周期类个股，因此周期类股票一季度走出了一波估值修复的行情，而大多数品牌服装“白马股”表现欠佳。但是大部分投资者并未意识到品牌服装的运营周期，基本上2011年一季度的产品在2010年底就会发货，而2010年底生产的原材料库存一般是提前2-3个月备货，2010年四季度的高棉价并未影响2011年一季度上市公司业绩。因此，伴随品牌服饰企业2011年一季报以及2011年秋冬订货会数据出来后，市场逐步消除品牌商成转嫁能力的担忧，市场迎来了一波品牌服饰个股的估值修复行情。这轮行情走了将近两个月。5月下旬到6月初，大盘出现系统性的调整，品牌服饰相关公司也出现一定调整，这其中行业层面的主要利空数据来自于5月份全国200家大型百货商场服装销售销量数据出现1.33%的下滑，市场陷入了“价增量减”的担忧。从各品牌服饰子行业调研反馈的情况看，这是一个行业性的下滑，并非个股公司经营经营出现问题。下滑的主要原因是5月天气（雨天较多，影响渠道终端销售）以及节假日统计口径等因素。二季度末至今，优质品牌服饰个股保持较为强劲的走势，我们将其中原因总结为几点：一、整个大环境偏于疲弱，市场风格偏于

防守。在这个期间，各行业相继公布中报数据，市场发现原先看好的部分周期、新兴产业中报数据大幅低于预期，而品牌服饰公司中报依旧显示强劲的增长，稳定强劲增长的公司在这个阶段享受相应的估值溢价。

表 2：个股年初至今涨跌幅&流通市值

证券简称	流通市值 (亿元)	本年涨跌幅(%)	证券简称	流通市值(亿 元)	本年涨跌幅(%)
九牧王	31.3	36.5	凤竹纺织	24.0	59.55
罗莱家纺	30.2	20.3	维科精华	32.3	54.40
富安娜	15.8	20.1	美欣达	11.6	39.05
梦洁家纺	13.7	13.5	中国服装	31.6	38.31
七匹狼	101.6	9.3	华茂股份	75.5	34.61
探路者	21.0	7.0	金鹰股份	26.8	27.90
际华集团	47.2	-3.5	海欣股份	61.0	27.27
雅戈尔	175.9	-5.7	新华锦	25.1	22.30
报喜鸟	67.8	-13.2	华升股份	27.5	13.04
美邦服饰	293.0	-14.9	鲁泰 A	56.7	12.70
森马服饰	35.7	-17.9	大杨创世	15.4	2.16
希努尔	10.4	-23.2	航民股份	29.4	-17.91
搜于特	13.4	-25.5	嘉麟杰	6.1	-20.64
朗姿股份	16.8	-10.7	华孚色纺	17.1	-22.23
星期六	11.5	-35.7	伟星股份	38.2	-23.26
凯撒股份	7.0	-37.6	浔兴股份	18.2	-25.49
步森股份	3.8	-38.6	瑞贝卡	67.2	-29.95

数据来源：wind,广发证券发展研究中心。统计时间截至 2011 年 9 月 23 日

二、 上调全年出口增速至20%-25%区间

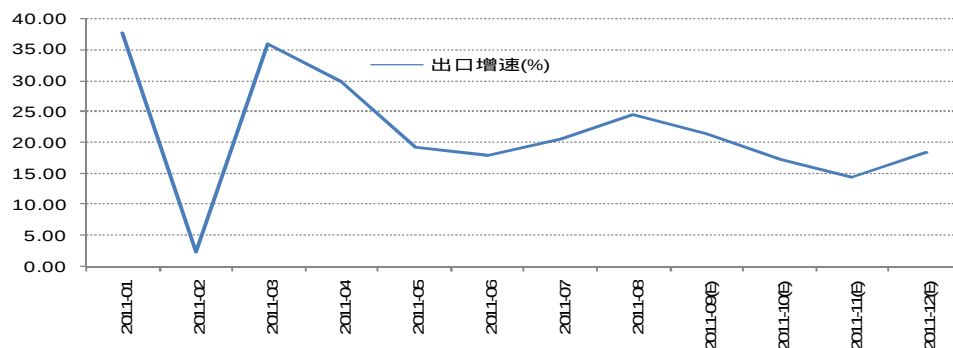
年初至今纺织服装相对大盘，已累计了10%以上的相对涨幅，三季度开始大幅超越沪深300指数，在消费股中表现出色，超市场预期。从个股看，题材股依旧表现抢眼，而白马股中的家纺、男装、户外等个股也累计了一定的涨幅，纺织制造子行业中的龙头股普遍表现不佳。三季度以来，我们看到优质品牌服饰个股的投资价值逐步被市场所认可，这其中原因包括了行业之间的比价效应，品牌服饰子行业完全竞争，政策性风险较小，产品价格受管程度低，民营企业为主，释放业绩动力强，公司初创团队大部分奋斗在公司一线。其拥有更为确定的基本面，受机构追捧。展望四季度，我们认为：

纺织制造子行业：国内销售这块稳定增长，出口部分维持下半年逐步回落的判断，但我们认为全年出口增速有望超预期，我们上调2011年行业出口增速至20%-25%区间。上调全年出口增速的支撑逻辑：

（一） 市场一致预期的中国经济出口增速在20%以上

市场对2011年中国经济出口增速一致预测值在20%以上，对接下来四个月出口增速的一致预测值分别为：21.38%、17.15%、14.35%、18.40%。相比上半年是有所下滑，但趋势相对缓和；

图 3：中国经济出口增速一致预测值

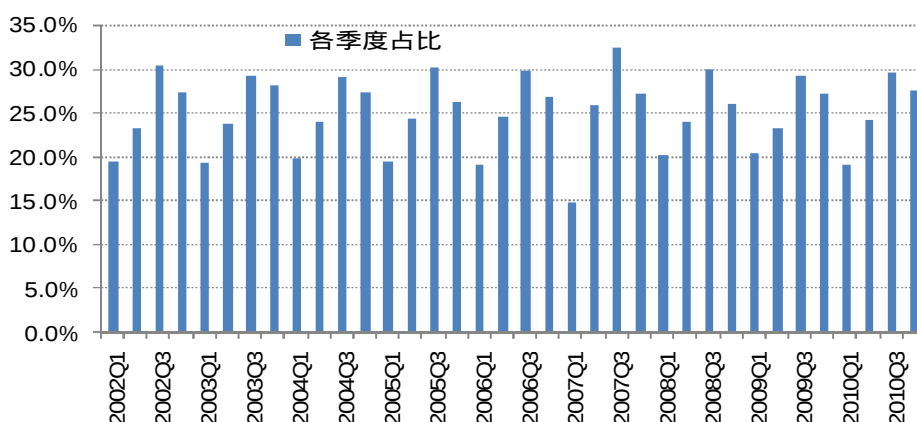


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（二） 历史数据显示，四季度纺织服装出口占比均高于25%

2002-2010年期间纺织服装各季度出口数据看，三季度占比最高、四季度次之，因此，四季度数据环比下滑情理之中。从具体值看，2002-2010年四季度出口值占比均为25%以上，从未低于这个值。我们不妨做一个情境假设，假设2011年纺织服装出口增速低于20%，则四季度占比将降到20%附近，这种情况对应的是接下来四个月数据出现环比连续下滑（每个月相对上月下滑8%左右），而同比数据中，将出现负增长和个位数增长的月份各一次。我们认为出现以上情境假设的概率较小。

图 4：纺织服装出口金额各季度占比情况

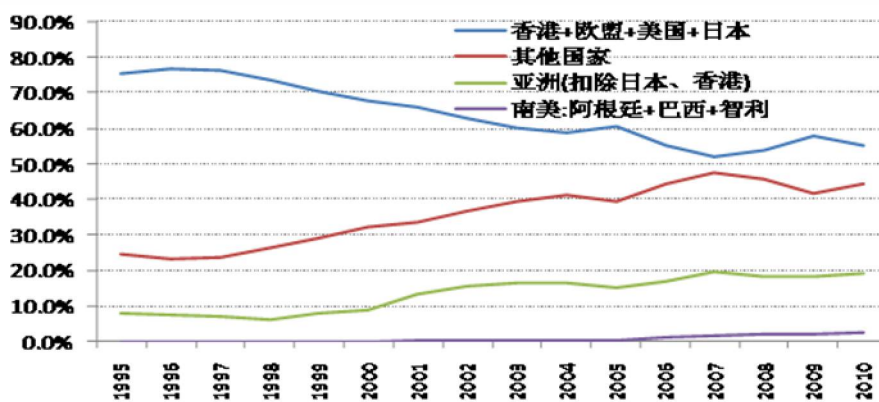


数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

（三） 纺织服装出口区域结构发生变化，新兴市场占比提高

欧美、日本、香港占比下滑，香港、欧盟、美国以及日本的比例合计已经由1995年75%左右的份额降到55%附近，相应的新兴市场经济体占比上升，其他国家占比上升到45%，具体来看，亚洲地区，扣除日本、香港地区，占比由8%上升至19%左右，南美则从无到有，上升至2.6%。市场预判中国纺织服装出口增速的时候，大部分还是定势于欧盟、日本以及美国这些曾经的贸易大户，并未去关注其中结构的变化。根据IMF预测显示：欧美经济复苏疲软，新兴经济体复苏强劲，经济强劲复苏，支撑其国内纺织品、成衣的消费。最新发布的世界经济展望中，IMF将先进经济体2011-2012年实际GDP增速下调至1.5%、2%，2012年，新兴和发展中经济体则保持一个较为稳健的增速，6%附近。

图 5：纺织服装出口区域结构已发生变化



数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

图 6：IMF 全球经济展望

数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

图 7：发达经济体增速预测

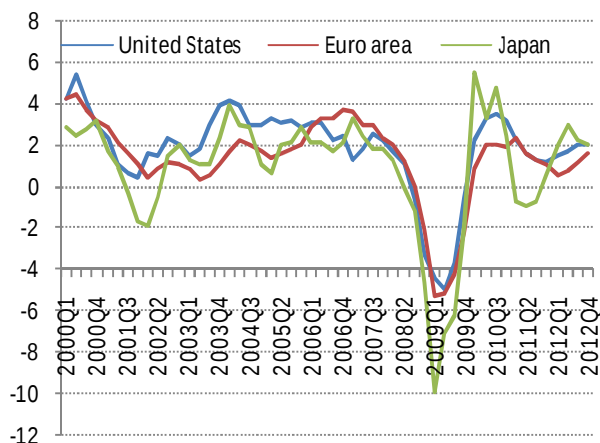
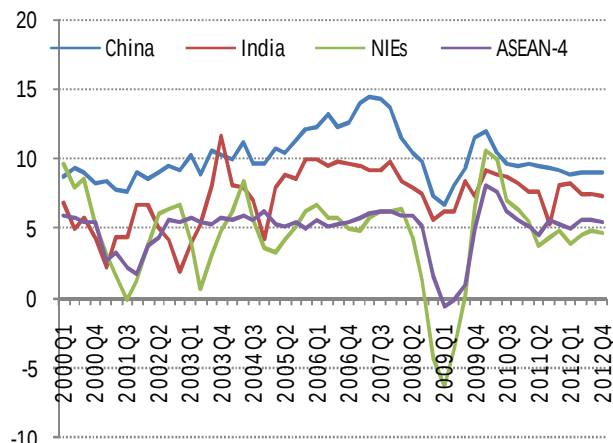


图 8：新兴和发展中经济体增速预测

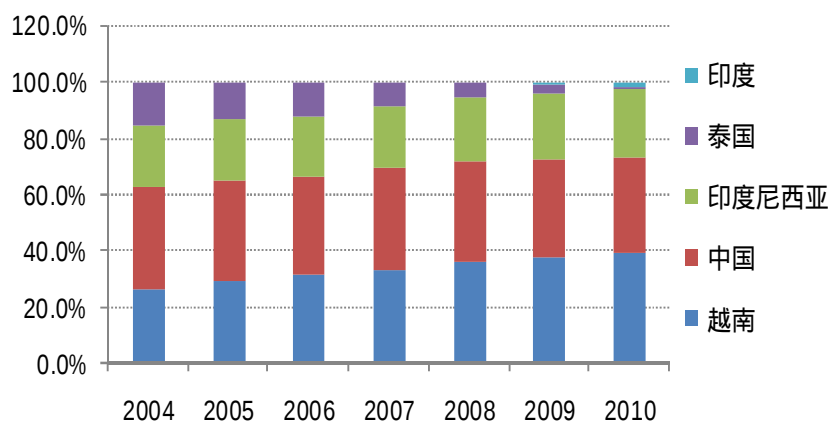


数据来源：IMF，广发证券发展研究中心

（四） 未来3-5年内中国仍占据全球纺织服装出口主要份额

从纺织制造子行业目前面临的处境看，在劳动成本上涨等压力下，低端制造业转移苗头已现。证据包括：一、NIKE鞋类产品中，越南代工占比超过中国；二、中国出口越南等国家的原材料增加。我们认为，成本上涨后，出现低端产业的转移是一个必然趋势，从2009年以来代表性的出口产品看，受人工、以及原材料等成本上涨影响，代表性产品中，产品价格一直保持升势，量增并不显著。从劳动成本看，东南亚，以越南为代表的地区劳动力成本相对中国较低，从07年开始，中国与越南之间的小时工资差距进一步拉大，但我们认为仅仅劳动力成本低不足以成为产业大幅度转移的唯一条件。从目前的发展态势看，东南亚国家在产业链上下游配套并不成熟，目前只承接了少量的产业转移，未来3-5年内，中国仍旧是纺织服装代工大国。从WTO提供的全球纺织品以及成衣出口数据看，中国仍占据主要比重。

图 9：NIKE 鞋类产品代工占比：越南在 2008 年超过中国



数据来源：NIKE 年报，广发证券发展研究中心

图 10：发达经济体与中国小时平均工资的对比（单位：美元/小时）

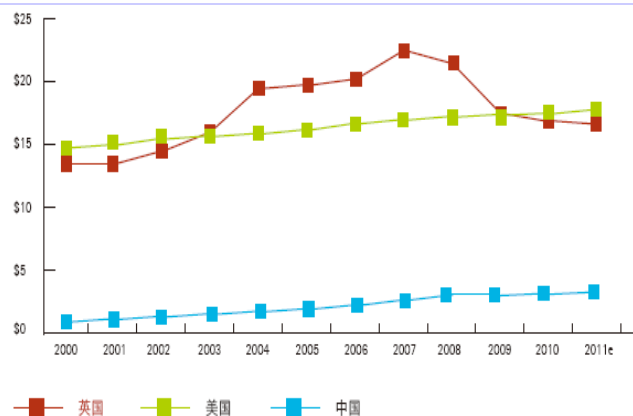
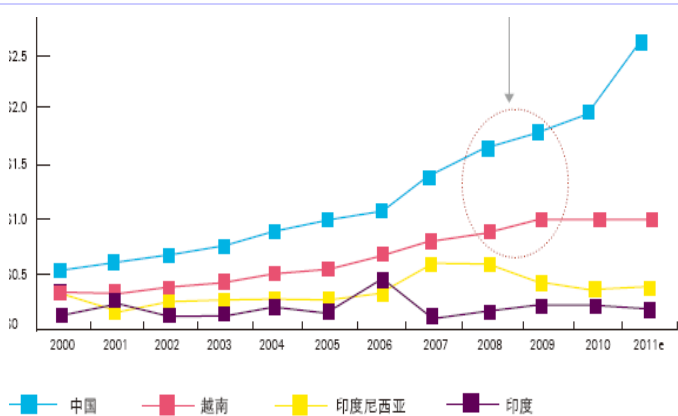


图 11：中国与东南亚低成本国家小时平均工资的对比（单位：美元/小时）



数据来源：埃森哲，广发证券发展研究中心

图 12：棉纱出口结构

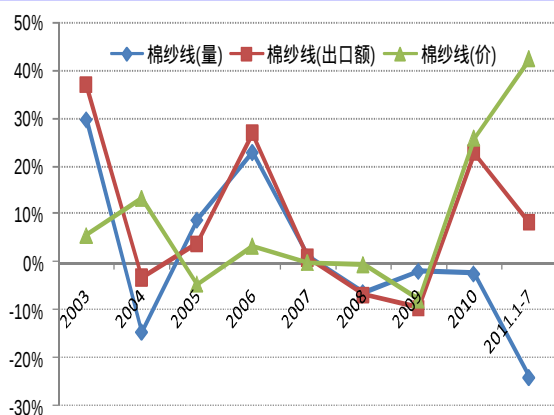
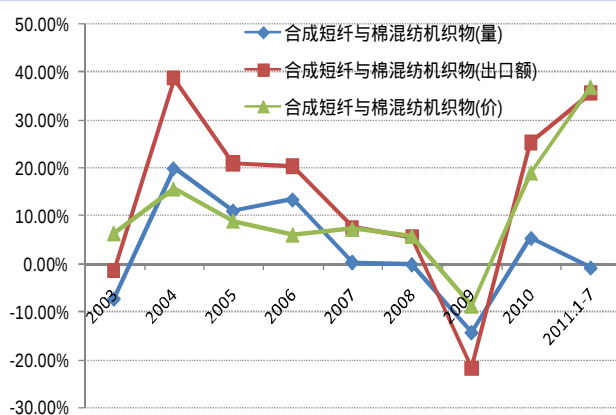


图 13：合成短纤与棉混纺机织物出口结构



数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

图 14：鞋类出口结构

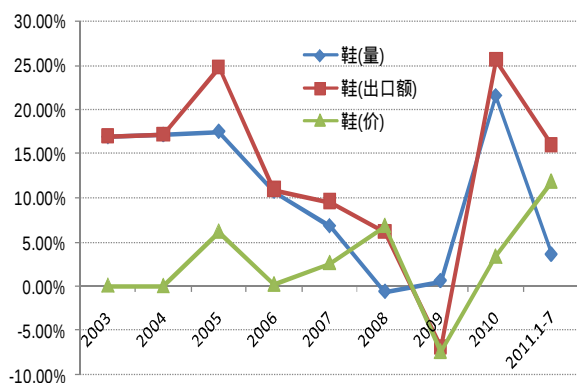
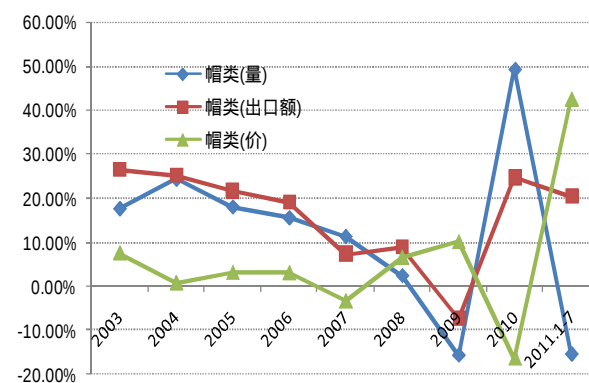


图 15：帽类出口结构



数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

图 16：全球纺织品出口占比情况（2009年）

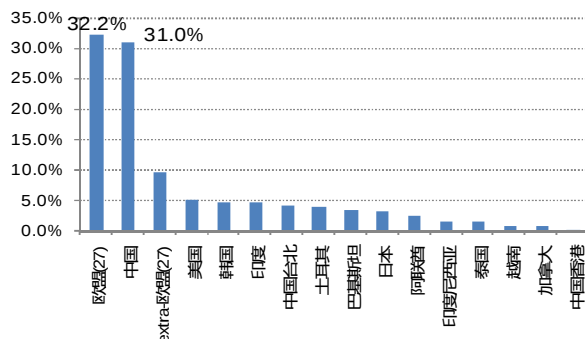
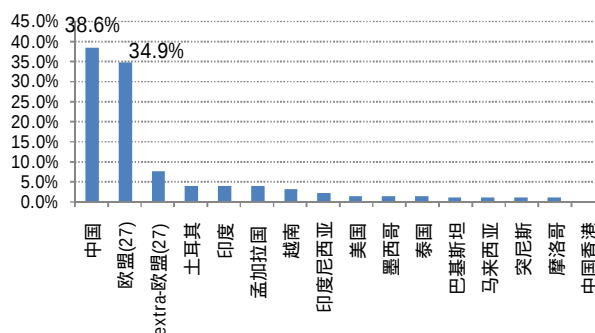


图 17：全球成衣出口占比情况（2009年）



数据来源：WTO，广发证券发展研究中心

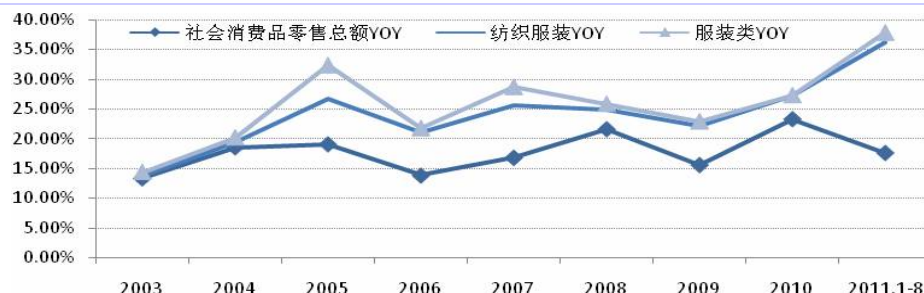
三、品牌服饰子行业：基本面无忧，调整即是买入时机

从目前的估值水平看，男装基本合理，家纺估值略微高于历史均值。那么，我们需要回答两个问题：一是市场情绪是否仍旧偏向于防守、消费，这个将决定品牌服饰板块的估值溢价率？二是这些公司明年业绩增长如何？如果业绩增长稳定，则现在这个估值可维持，在市场风格偏向于消费的大背景下，估值具有提升空间，就意味着这个时点仍可介入。

（一）子行业特点：完全竞争、政策风险小、增长稳定、消费呈季节性

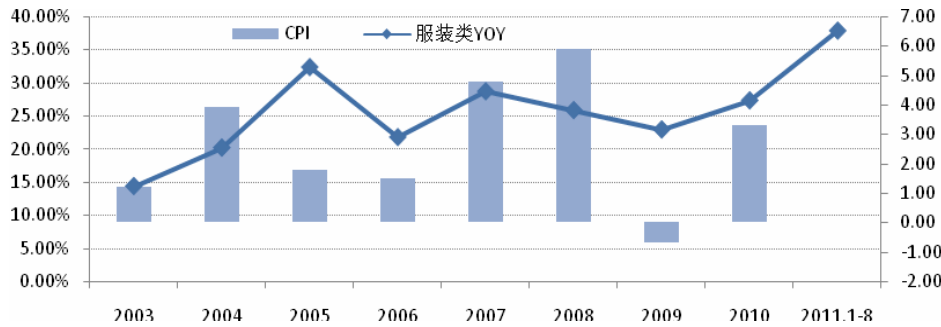
品牌服饰子行业特点：完全竞争行业，市场化程度高；政策性风险相对较小，无价格管制；品牌服饰消费稳定增长，受通胀扰动较小；行业消费季节性比较明显，一四季度占比较高，按可比口径测算，上市公司中，纺织子行业一四季度收入占比较高，服装子行业则呈现四季度收入占比较高。2004-2010 年期间的服装消费均保持 20% 以上增速，2006-2010 以来的服饰消费基本上保持量价齐的趋势。品牌服饰企业较强的议价能力保证其良好的成本转嫁能力，但我们也看到，提价幅度太大，会对销量形成一定的抑制。

图 18：服饰消费保持年均 20% 以上的增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 19：CPI 波动对服饰消费扰动较小



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 20：纺织服装行业消费呈现季节性

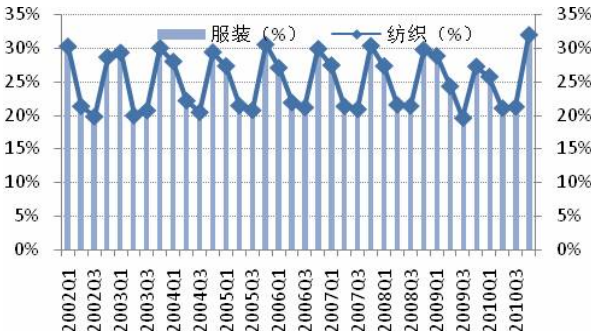
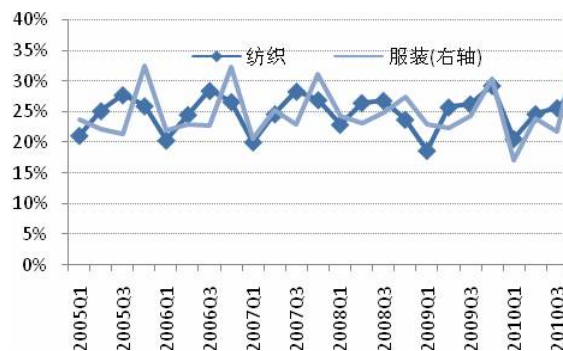
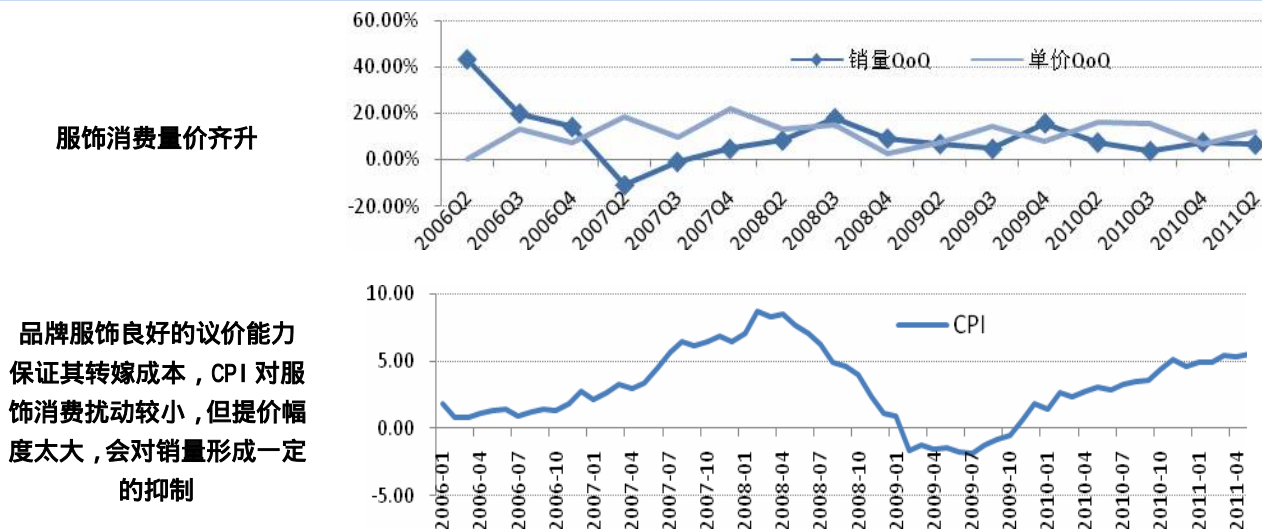


图 21：纺织服装上市公司消费季节性(按可比口径)



数据来源：国家统计局，各公司年报，广发证券发展研究中心

图 22：服装消费量价齐升,CPI 对服装消费扰动较小



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

（二）从个股业绩角度看：基本面无忧，2012年春夏订货会开局良好

品牌服饰公司订货会金额增长情况，这是一个风向标数据，基本上能对各品牌服饰公司全年业绩增长有一个预判。从2011年各季度订货会数据看，各子行业代表性公司增长情况良好。从各公司公布的中报数据看，增长强劲，呼应了订货会增长情况。而各公司对2011年前三季度的业绩预告看，依然保持强劲的增长态势。根据我们最新预测的部分上市公司2012年春夏订货会数据显示增长依旧强劲。

表 3：我们预计的品牌服饰公司2011年订货会金额增长情况

公司简称	2011春夏订货会	2011年秋冬订货会
罗莱家纺	30%+	55%-60%
富安娜	35%+	55%
梦洁家纺	30%+	45%
七匹狼	15%-20%	30%+
九牧王		30%+
报喜鸟	15%	30%
希努尔	30%	30%
探路者	52%	93%
美邦服饰	40%	秋：30%，冬20%
森马服饰	40%	秋：30%，冬30%
搜于特	70%	秋：70%，冬70%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 4：个股三季度业绩预告情况

证券代码	证券简称	业绩预告类型	业绩预告摘要 2011Q1-Q3	证券代码	证券简称	业绩预告类型	业绩预告摘要 2011Q1-Q3
002269.SZ	美邦服饰	预增	增长 120%~140%	000982.SZ	中银绒业	预增	增长 124.7%~144.2%
300005.SZ	探路者	预增	增长 50%~100%	002098.SZ	浔兴股份	预增	增长 50%~80%
002503.SZ	搜于特	预增	增长 50%~80%	002036.SZ	宜科科技	预增	增长 50%~80%
002293.SZ	罗莱家纺	预增	增长 50%~70%	002144.SZ	宏达高科	预增	增长 50%~75%
002327.SZ	富安娜	预增	增长 50%~70%	002042.SZ	华孚色纺	略增	增长 20%~50%
002154.SZ	报喜鸟	预增	增长 40%~60%	002486.SZ	嘉麟杰	略增	增长 20%~40%
002029.SZ	七匹狼	略增	增长 30%~50%	002394.SZ	联发股份	略增	增长 10%~40%
002397.SZ	梦洁家纺	略增	增长 30%~50%	002003.SZ	伟星股份	略增	增长 0%~30%
002485.SZ	希努尔	略增	增长 20%~50%	002516.SZ	江苏旷达	略增	增长 10%~30%
002569.SZ	步森股份	略增	增长 20%~50%	002404.SZ	嘉欣丝绸	略增	增长 0%~30%
002425.SZ	凯撒股份	略增	增长 10%~30%	002517.SZ	泰亚股份	略增	增长 10%~30%
002291.SZ	星期六	续盈	增减-10%~20%				

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 5：个股增长强劲，2012年春夏订货会数据向好

股票简	增长情况	2010	2011H1	2012 年春夏订货	EPS	PE	CAGR(	PEG	PS
-----	------	------	--------	------------	-----	----	-------	-----	----

识别风险，发现价值

2011-09-24 第 14 页

称				会	11(E)	12(E)	11(E)	12(E)	%)		
七匹狼	净利润同比(%)	39.01	42.40	30%+	1.39	1.72	25.8	20.9	30.22	0.9	4.6
	销售利润率(%)	13.15	14.52								
九牧王	净利润同比(%)	40.12	39.58	增长 30%+	0.89	1.14	29.3	22.9	27.38	1.1	8.9
	销售利润率(%)	21.52	24.42								
报喜鸟	净利润同比(%)	31.65	71.27	30%+	0.60	0.77	22.8	17.8	31.96	0.7	6.4
	销售利润率(%)	19.29	12.19								
森马服饰	净利润同比(%)	46.15	27.06	森马:20%+.巴拉 巴拉:45%	2.08	2.80	24.6	18.2	35.72	0.7	5.4
	销售利润率(%)	15.92	14.54								
搜于特	净利润同比(%)	70.60	69.90	N/A	1.01	1.63	33.3	20.6	51.41	0.6	8.5
	销售利润率(%)	14.35	14.61								
美邦服饰	净利润同比(%)	27.99	1121.88	2012 春 22%+	1.18	1.65	24.8	17.7	43.30	0.6	3.9
	销售利润率(%)	10.10	9.92								
梦洁家纺	净利润同比(%)	55.25	48.79	N/A	0.92	1.23	32.2	23.9	38.68	0.8	5.2
	销售利润率(%)	10.76	7.40								
富安娜	净利润同比(%)	61.94	77.80	N/A	1.30	1.71	35.9	27.3	32.31	1.1	5.9
	销售利润率(%)	11.97	14.10								
罗莱家纺	净利润同比(%)	44.94	64.57	N/A	2.41	3.45	35.7	24.9	40.46	0.9	6.6
	销售利润率(%)	11.65	16.19								
星期六	净利润同比(%)	-12.8	4.05	N/A	0.35	0.46	27.0	20.6	28.64	0.9	3.0
	销售利润率(%)	8.78	9.42								
朗姿股份	净利润同比(%)	175.6		N/A	1.07	1.37	39.3	30.7	42.13	0.9	15
	销售利润率(%)	27.21	22.26								
探路者	净利润同比(%)	38.13	87.67	增长 66%+	0.37	0.61	49.4	30.0	65.40	0.8	11
	销售利润率(%)	12.42	17.46								

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

(三) 市场情绪偏悲观，配置风格偏防御

享受消费升级，稳定成长，政策性风险小的品牌服饰子行业在此阶段配置价值较高。品牌服饰投资价值逐步被认可，估值溢价提高。以 2009 年 6 月份为分界点，我们将服装子版块对 A 股整体的估值溢价拆分为两个历史阶段。做这种拆分的出发点：2009 年 6 月 IPO 重启后，大量的品牌服饰类公司上市，09 年 6 月份新上市的服装子行业公司中，品牌服饰类公司占比高达 81.25%。其业绩稳定、成长性高的特性逐步被资本市场认识，估值溢价大幅提升。

估值溢价有望维持。从整个价值链看，纺织服装行业高附加值部分位于品牌终端零售，我们认为纺织服装行业未来的大机会将集中于这部分。随着品牌服饰类上市公司体量的增加，服装子版块估值溢价有望得以保持。

市场配置风格偏防守、消费。从国内外影响投资者情绪的因素看，欧债阴霾挥之不去，美国复苏缓慢。国内各项调控政策短期内看不到放松的迹象。另外，部分行业仍存在盈利预测下调的风险。从各主流券商的配置建议看，仍偏防守，市场情绪偏

悲观，而品牌服饰子行业增长确定、增速较高，在这个阶段，有望成为资金配置的重点。

表 6：2009 年 6 月后大量品牌服饰类公司上市提升行业估值溢价

证券简称	首发上市日期	证券简称	首发上市日期	证券简称	首发上市日期	证券简称	首发上市日期
龙头股份	1993-02-09	凯诺科技	2000-12-28	金飞达	2008-05-22	嘉麟杰	2010-10-15
杉杉股份	1996-01-30	红豆股份	2001-01-08	美邦服饰	2008-08-28	希努尔	2010-10-15
美尔雅	1997-11-06	开开实业	2001-02-28	星期六	2009-09-03	华斯股份	2010-11-02
浪莎股份	1998-04-16	伟星股份	2004-06-25	罗莱家纺	2009-09-10	搜于特	2010-11-17
天山纺织	1998-05-19	七匹狼	2004-08-06	探路者	2009-10-30	泰亚股份	2010-12-07
雅戈尔	1998-11-19	宜科科技	2004-09-03	富安娜	2009-12-30	森马服饰	2011-03-11
中国服装	1999-04-08	江苏三友	2005-05-18	梦洁家纺	2010-04-29	步森股份	2011-04-12
大杨创世	2000-06-08	浔兴股份	2006-12-22	凯撒股份	2010-06-08	九牧王	2011-05-30
中银绒业	2000-07-06	报喜鸟	2007-08-16	际华集团	2010-08-16	朗姿股份	2011-08-30

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

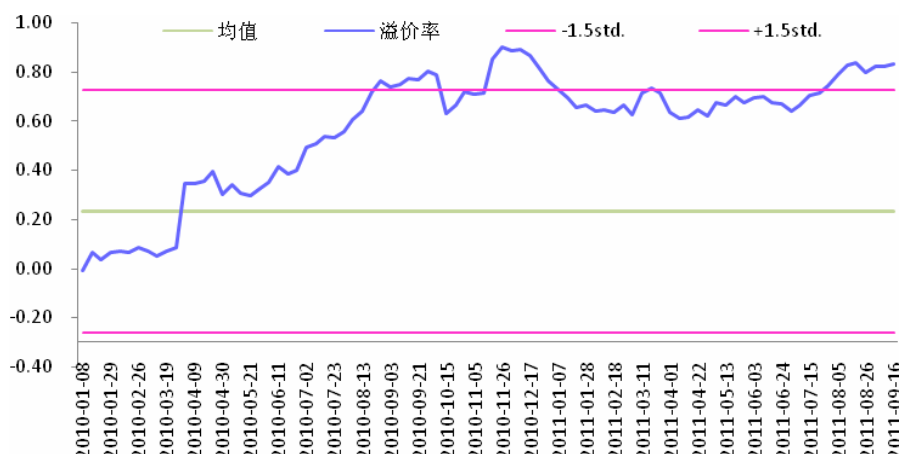
图 23：2006-2009 服装子版块估值波动特征



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

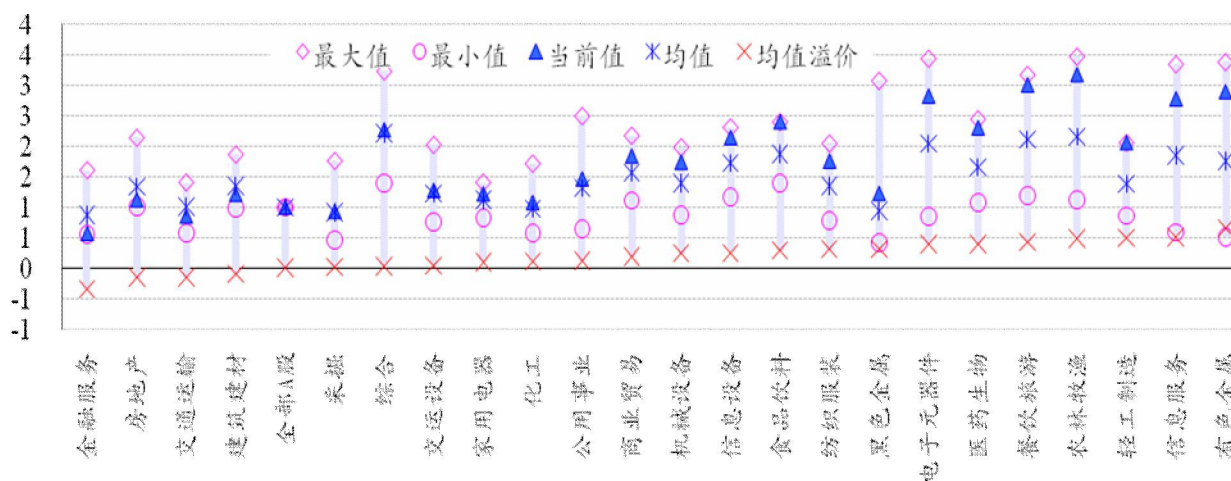
图 24：2009-2011 服装子板块估值波动特征

识别风险，发现价值



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 25：相对市盈率（行业市盈率/市场整体市盈率），剔除市场整体估值变动的影响



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

四、 投资策略和重点公司

纺织制造子行业：这个子行业目前面临两头受挤压的困境，前端是劳动力成本优势渐失，面临人工成本的上涨，产品端是相对较弱的议价能力。低端产能向东南亚等低劳动力成本区域转移苗头已现，原有靠上新产能、扩规模的单一发展模式面临调整，要么提高产品技术含量（提高毛利率、生产效率），要么通过设计、物流以及信息等软性服务，提高产品附加值，向综合服务配套商的方向发展。从这个角度看，纺织制造子行业的投资逻辑就显得相对简单：**选子行业龙头公司。**

原材料端涉棉企业：我们判断，原材料端涉棉企业，三季度毛利率可能是个低点。棉花从今年3月份才开始回落，成本传导存在一定的时滞。二季度下游客户看

到棉价回落后，适当下调产品终端价格在所难免，因此，对涉棉企业来说，三季度可能面临相对高成本、低出厂价的局面，预计毛利率将为全年低点。**伴随着三季度末四季度初去库结束，四季度毛利率环比改善概率较大。**另外，由于我们对2011全年行业出口增速并不悲观，因此，下调这些子行业龙头2011年业绩增速的可能性较小。我们推荐规模优势明显、管理相对精细化的色织布子行业龙头公司**鲁泰A**、色纺纱子行业龙头公司**华孚色纺**。

非涉棉企业：纽扣、拉链等配套企业。这类企业未来的转型方向将是一站式的综合服务配套商，浔兴股份、伟星股份等公司有这个潜力。**我们建议四季度择机关注伟星股份**，随着明年南方生产基地产能释放，2012年业绩增长有望加速。

表 7：纺织制造部分个股境外收入占比情况

股票代码	股票简称	境外占比(2010)	境外占比(2011H1)
000726	鲁泰 A	76.88%	78.54%
002042	华孚色纺	36.48%	36.93%
002394	联发股份	64.30%	67.34%
000982	中银绒业	56.37%	60.96%
601599	鹿港科技	49.19%	42.38%
002003	伟星股份	13.18%	15.30%
002404	嘉欣丝绸	71.31%	65.93%
002098	浔兴股份	17.41%	16.55%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

品牌服饰：优质品牌服饰零售个股增长确定，盈利预测下调的可能性小，部分公司2012年春夏订货会增长强劲。在整个市场风格偏防御的背景下，对于家纺子行业个股，我们认为调整即买入的机会。整体上，我们的推荐顺序为：七匹狼、梦洁家纺、罗莱家纺、富安娜、九牧王、报喜鸟，关注转型中的大杨创世。

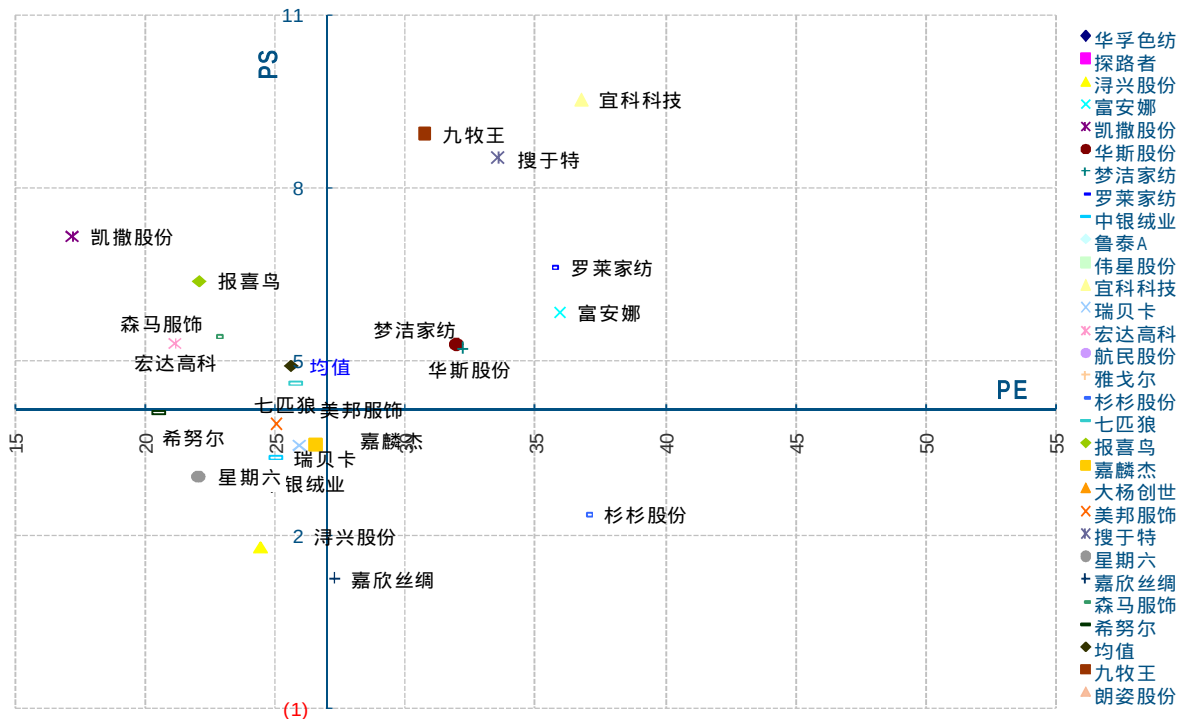
表 8：重点公司盈利预测与估值（2011-9-23）

简称	EPS			PE			CAGR	PEG	PS	目标价	评级
	11E	12E	13E	11E	12E	13E					
七匹狼	1.39	1.72	2.21	25.83	20.87	16.24	0.30	0.85	4.6	40.00	买入
九牧王	0.89	1.14	1.30	29.34	22.90	20.08	0.27	1.07	8.9	28.00	买入
报喜鸟	0.60	0.77	0.95	22.83	17.79	14.42	0.32	0.71	6.4	18.50	买入
森马服饰	2.08	2.80	3.73	24.56	18.22	13.65	0.36	0.69	5.4	60.00	买入
搜于特	1.01	1.63	1.97	33.27	20.61	17.06	0.51	0.65	8.5	50.00	买入
美邦服饰	1.18	1.65	2.22	24.78	17.71	13.14	0.43	0.57	3.9	36.00	买入
梦洁家纺	0.92	1.23	1.62	32.17	23.88	18.22	0.39	0.83	5.2	33.00	买入
富安娜	1.30	1.71	2.21	35.92	27.30	21.13	0.32	1.11	5.9	50.00	买入
罗莱家纺	2.41	3.45	4.14	35.68	24.93	20.77	0.40	0.88	6.6	90.00	买入
星期六	0.35	0.46	0.59	26.97	20.62	16.16	0.29	0.94	3.0	12.00	买入
朗姿股份	1.07	1.37	1.77	39.33	30.72	23.77	0.42	0.93	15.1	43.00	买入
探路者	0.37	0.61	0.91	49.38	29.95	20.08	0.65	0.75	11.3	24.00	买入

大杨创世	1.01	1.22	1.35	14.19	11.75	10.61	0.17	0.82	2.2	22.00	买入
鲁泰 A	0.94	1.13	1.4	10.94	9.10	7.34	0.24	0.45	2.1	15.00	买入
华孚色纺	0.86	1.11	1.41	13.43	10.34	8.14	0.28	0.47	1.3	16.00	买入
伟星股份	1.17	1.53	1.90	14.56	11.21	9.00	0.24	0.60	2.4	22.00	买入

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 26：广发个股估值矩阵



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

五、 风险提示

- 1、 欧美经济复苏出现超预期回调；
- 2、 国内消费增速出现大幅波动。

广发纺织服装行业研究小组

马涛, 分析师, 电子科技大学 MBA, 7 年钢铁企业工作经历, 2 年证券从业经历, 2009 年进入广发证券发展研究中心。

林海, 分析师, 浙江大学经济学硕士, 2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—行业投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内, 行业指数强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。