



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩预览

证券研究报告

2011 年 10 月 21 日

服装&纺织品

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511080006
guohy@cicc.com.cn

保持快速增长态势

服装纺织三季报业绩预览

三季报业绩预览:

纺织服装行业中的家纺、男装、青少年休闲服板块在 2011 年前三季度取得了良好的业绩增长, 品牌销售量价齐升, 在转移成本上涨压力的基础上, 毛利率有所改善, 净利润平均增速可超过 40%。净利润增速超过 50% 的有: 罗莱家纺, 富安娜, 梦洁家纺, 七匹狼, 报喜鸟, 美邦服饰, 搜于特; 增速超过 40% 的有: 梦洁家纺, 九牧王, 雅戈尔; 增速超过 30% 的有: 森马服饰; 增速超过 20% 的有: 鲁泰 A; 增速小于 20% 的有: 星期六。分子行业来看:

1) **家纺板块增速最快:** 富安娜 (77%), 罗莱 (56%), 梦洁 (40%, 营业利润增长 53%)。收入增长均超过 30%, 利润率均有改善。行业继续保持快速增长, 集中度提升趋势显著。但是最近罗莱 2012 年春夏订货会订单同比基本持平, 是家纺板块的一个放缓信号, 未来的形势还需要进一步观察罗莱的现货收入情况及富安娜、梦洁的订货会情况才能更加明朗。

2) **男装板块加速增长:** 七匹狼 (54%, 2011 秋冬发货较上年提前), 报喜鸟 (50%), 九牧王 (40%), 雅戈尔 (48%, 服装和地产业务构成的经营性净利润增长 14%, 目前股价仅对应服装业务净利润的 24 倍 PE, 资产价值被低估)。男装整体涨价明显, 成本上涨完全转嫁给下游消费者, 毛利率显著提升, 且销量仍保持健康增长。预计未来两年可保持 30% 以上业绩增速。

3) **休闲板块增长显著:** 美邦 (132%, 2010 年上半年业绩较低导致三季报业绩同比增速超过 100%, 收入增长 35%), 森马 (32%) 作为行业领军公司, 继续保持高速增长, 市场份额进一步扩大, 预计未来两年可保持 30% 以上业绩增速。搜于特 (72%) 实现了低基数的高增长, 但由于补贴渠道而导致经营性现金流继续恶化。

4) **女鞋强弱分明:** 港股的百丽作为中国女鞋行业无可争议的 No.1, 三季度鞋类同店增长达到 18.5%, 前三季度门店净增幅度超过 15%。A 股女鞋企业星期六, 收入增长 20%, 但由于 2011 年新开店投入, 广告投入大, 人工成本显著增长, 导致业绩增速较低, 仅增长 1%。

5) **运动行业面临挑战:** 李宁, 安踏, 匹克以及百丽的运动分部三季度均报出低至中单位数同店增长, 显示了运动行业整体面临的竞争过度, 需求下降等问题, 处于困难和调整期, 预计未来 12 个月内不会有显著改善。

6) **上游纺织企业受棉价大幅下跌影响, 高价库存压力较大:** 鲁泰 A (23%) 的销售额和毛利率环比下滑, 下半年业绩压力较大。

关注要点:

► **处于品牌发展不同阶段的子行业分化明显。**处于第一阶段 (品牌化阶段) 的行业 (如家纺、男装、休闲) 业绩较好, 发展潜力大; 处于第二阶段 (品牌竞争阶段) 的行业 (如运动) 过度竞争, 业绩放缓或下降; 处于第三阶段 (品牌胜出阶段) 行业中的行业领军者 (如女鞋行业的百丽) 业绩保持稳定增长。

► **明年品牌进百货店将比今年困难。**今年以家纺为代表的品牌在百货店的零售渠道发展迅猛, 各家百货均想增加品牌家纺和服装的配置, 所以今年品牌进入百货店较容易。相应地, 明年品牌在百货店的渠道扩张可能更困难。预计家纺、男装、休闲服等板块在 2012 年将保持 30%、甚至 35% 以上的增速 (我们对零售板块预测的平均增速是 33%)。

估值与建议:

A 股: 可重点关注男装七匹狼 (2011/12PE: 25x/19x), 九牧王 (26x/20x) 和休闲品牌美邦 (22x/16x), 森马 (24x/18x), 业绩均可保持 30% 以上增速, 估值较为合理, 未来 12 个月估值平移可带来约 30% 上涨空间。雅戈尔 (10x/8x) 服装业务增速可保持在 20% 以上, 明后年将迎来地产结算高峰期, 资产价值被低估。家纺方面, 我们仍看好行业基本面, 但三家公司 2011PE 接近或超过 30 倍, 且近期有罗莱订单增速放缓负面因素, 短期具有一定估值压力。

港股: 可重点关注百丽 (21x/16x)、利郎 (12x/9x), 基本面良好且估值较低。

图表 1: 2011 年三季报业绩预览

子行业	公司	股票代码	三季报公布日期	前三季度收入(百万元)			前三季度净利润(百万元)			1-3Q11预测每股收益	2011预测每股收益	2011市盈率
				1-3Q10A	1-3Q11E	YoY	1-3Q10A	1-3Q11E	YoY			
家纺	罗莱家纺	002293.CH	2011-10-27	1,146	1,724	51%	185	289	56%	2.06	2.58	30.6
	富安娜	002327.CH	2011-10-26	698	939	35%	69	122	77%	0.91	1.43	33.4
	梦洁家纺	002397.CH	2011-10-26	495	776	57%	45	63	40%	0.42	0.95	29.5
男装	七匹狼	002029.CH	2011-10-22	1,578	1,980	25%	181	279	54%	0.98	1.43	25.2
	九牧王	601566.CH	2011-10-24	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	40%	n.a	0.90	26.0
	报喜鸟	002154.CH	2011-10-28	893	1,285	44%	160	240	50%	0.41	0.59	22.9
	雅戈尔	600177.CH	2011-10-29	7,921	9,145	15%	837	1,242	48%	0.56	0.95	10.1
青少年休闲服	美邦服饰	002269.CH	2011-10-28	4,852	6,567	35%	321	745	132%	0.74	1.21	21.7
	森马服饰	002563.CH	2011-10-28	n.a	n.a	n.a	641	845	32%	1.26	2.01	23.6
	搜于特	002503.CH	2011-10-20	175	297	70%	65	111	72%	0.69	0.90	37.0
女鞋	星期六	002291.CH	2011-10-19	739	886	20%	55	56	1%	0.15	0.33	25.0
上游生产	鲁泰A	000726.CH	2011-10-28	3,614	4,375	21%	573	708	23%	0.71	0.94	9.7

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值	总市值	净利润(百万元)				每股收益			市盈率			10年底-12年底	PEG		
			本地货币	(百万元)	百万美元	2010A	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E		2012E	净利润CAGR
服装纺织																			
青少年休闲装	002269.CH	美邦服饰	26.29	26,421	4,141	758	25%	1,218	61%	1,647	35%	0.75	1.21	1.64	34.9	21.7	16.0	47.4%	0.46
	002563.CH	森马服饰	47.43	31,778	4,980	1,001	46%	1,346	34%	1,758	31%	1.49	2.01	2.62	31.8	23.6	18.1	32.5%	0.73
	002503.CH	搜于特	33.33	5,333	836	91	68%	144	59%	220	53%	0.57	0.90	1.38	58.7	37.0	24.2	55.7%	0.66
	330.HK	思捷环球	10.48	13,524	1,738	4,226	-11%	3,516	-17%	3,665	4%	3.28	2.73	2.84	3.2	3.8	3.7	-6.9%	-0.56
鞋类	1880.HK	百丽	13.50	113,862	14,637	3,425	35%	4,389	28%	5,527	26%	0.48	0.64	0.85	28.3	21.0	15.9	27.0%	0.78
	210.HK	达芙妮	7.80	12,776	1,642	596	51%	887	49%	1,089	23%	0.43	0.67	0.86	18.2	11.7	9.0	35.2%	0.33
	1836.HK	九兴控股	17.12	13,600	1,748	826	19%	1,035	25%	1,228	19%	1.22	1.61	2.01	14.0	10.6	8.5	22.0%	0.48
	002291.CH	星期六	8.25	2,998	470	100	-12%	120	20%	145	21%	0.28	0.33	0.40	29.9	25.0	20.6	20.4%	1.23
男装	1234.HK	利郎	7.37	8,849	1,138	419	38%	593	42%	771	30%	0.41	0.61	0.83	18.0	12.1	8.8	35.7%	0.34
	891.HK	利邦	6.09	10,341	1,329	341	90%	509	49%	671	32%	0.21	0.32	0.42	28.4	19.0	14.4	40.3%	0.47
	238.HK	长兴国际	1.70	1,616	208	153	46%	197	29%	240	22%	0.18	0.25	0.32	9.3	6.9	5.4	25.2%	0.27
	002029.CH	七匹狼	35.99	10,182	1,596	283	39%	404	43%	545	35%	1.00	1.43	1.92	36.0	25.2	18.7	38.7%	0.65
	601566.CH	九牧王	23.30	13,349	2,092	360	40%	513	42%	686	34%	0.63	0.90	1.20	37.0	26.0	19.5	38.0%	0.68
	600177.CH	雅戈尔	9.54	21,242	3,329	2,672	-18%	2,111	-21%	2,636	25%	1.20	0.95	1.18	7.9	10.1	8.1	-0.7%	-14.85
	600177.CH	雅戈尔(经营性)	9.54	21,242	3,329	1,421	-13%	1,601	13%	2,636	65%	0.64	0.72	1.18	14.9	13.3	8.1	36.2%	0.37
	002154.CH	报喜鸟	13.39	7,867	1,233	243	31%	344	42%	459	33%	0.41	0.59	0.78	32.4	22.9	17.1	37.4%	0.61
	002485.CH	希努尔	20.21	4,042	633	144	29%	160	11%	207	29%	0.72	0.80	1.03	28.1	25.3	19.6	19.9%	1.27
	002293.CH	罗莱家纺	79.00	11,089	1,738	241	63%	362	50%	511	41%	1.72	2.58	3.64	46.0	30.6	21.7	45.6%	0.67
002327.CH	富安娜	47.69	6,386	1,001	128	48%	191	50%	257	34%	0.95	1.43	1.92	50.0	33.4	24.9	41.7%	0.80	
002397.CH	梦洁家纺	27.96	4,228	662	92	51%	143	56%	201	40%	0.61	0.95	1.33	46.1	29.5	21.0	48.0%	0.62	
运动	2331.HK	李宁	6.70	7,073	909	1,108	17%	491	-56%	507	3%	1.24	0.58	0.63	5.4	11.6	10.7	-32.4%	-0.36
	3818.HK	中国动向	1.42	8,004	1,029	1,464	0%	426	-71%	511	20%	0.31	0.09	0.12	4.6	15.2	12.1	-40.9%	-0.37
	2020.HK	安踏	6.54	16,311	2,097	1,551	24%	1,869	21%	2,098	12%	0.73	0.93	1.09	8.9	7.1	6.0	16.3%	0.43
	1368.HK	特步	2.64	5,745	739	814	26%	954	17%	1,088	14%	0.44	0.54	0.65	6.0	4.9	4.1	15.6%	0.31
	1361.HK	361度	3.39	7,009	901	1,196	30%	1,331	11%	1,508	13%	0.68	0.79	0.95	5.0	4.3	3.6	12.3%	0.35
	1968.HK	匹克	2.07	4,343	558	822	31%	938	14%	1,007	7%	0.46	0.55	0.62	4.5	3.8	3.3	10.7%	0.35
	3813.HK	宝胜国际	1.05	4,512	580	145	-	367	154%	468	28%	0.04	0.11	0.14	26.5	9.9	7.4	79.9%	0.12
	NKE.US	耐克	91.29	42,630	42,630	2,133	12%	460	-78%	2,648	476%	4.56	0.98	5.66	20.0	92.9	16.1	11.4%	8.14
	ADS.GY	阿迪达斯	49.26	10,306	14,149	567	131%	298	-48%	790	166%	2.71	1.42	3.78	18.2	34.6	13.0	18.0%	1.92
	3998.HK	波司登	1.87	14,534	1,868	1,276	18%	1,380	8%	1,465	6%	0.19	0.22	0.24	9.7	8.5	7.6	7.1%	1.20
户外	300005.CH	探路者	17.35	4,650	729	54	22%	25	-54%	146	484%	0.20	0.09	0.54	86.3	186.0	31.8	64.6%	2.88
	002486.CH	嘉麟杰	9.81	2,040	320	62	44%	87	41%	127	46%	0.30	0.42	0.61	33.2	23.5	16.1	43.4%	0.54
女装	002425.CH	凯澜股份	11.55	2,472	387	63	9%	65	2%	76	17%	0.30	0.30	0.36	39.0	38.0	32.5	9.5%	4.01
	589.HK	宝姿	13.12	7,462	959	473	1%	478	1%	560	17%	0.98	1.04	1.28	13.4	12.6	10.2	8.8%	1.43
裘皮	002494.CH	华斯股份	16.51	1,874	294	53	41%	68	29%	86	26%	0.46	0.60	0.76	35.6	27.5	21.8	27.7%	0.99
纺织	2698.HK	魏桥纺织	3.81	4,551	585	1,628	82%	941	-42%	1,160	23%	1.60	0.97	1.26	2.4	3.9	3.0	-15.6%	-0.25
	2313.HK	申洲国际	9.20	11,454	1,472	1,272	2%	1,702	34%	2,088	23%	1.20	1.69	2.18	7.7	5.4	4.2	28.1%	0.19
	321.HK	德永佳	8.38	11,407	1,466	1,133	13%	1,333	18%	1,520	14%	0.98	1.21	1.45	8.6	6.9	5.8	15.8%	0.44
	551.HK	裕元集团	21.30	35,122	4,515	3,261	3%	3,594	10%	4,138	15%	2.33	2.69	3.26	9.2	7.9	6.5	12.7%	0.63
	000726.CH	鲁泰A	9.12	9,073	1,160	739	30%	931	26%	1,076	16%	0.74	0.94	1.08	12.3	9.7	8.4	20.7%	0.47
	601718.CH	际华集团	3.93	15,158	2,375	510	12%	709	39%	959	35%	0.13	0.18	0.25	29.7	21.4	15.8	37.2%	0.57
	002042.CH	华孚色纺	10.28	5,709	895	371	154%	475	28%	622	31%	1.58	2.02	2.65	6.5	5.1	3.9	29.5%	0.17
	002003.CH	伟星股份	14.66	3,797	595	256	48%	317	24%	410	29%	1.23	1.53	1.98	11.9	9.6	7.4	26.5%	0.36

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED