



TEBON 德邦证券

www.tebon.com.cn

用黑亮的眼睛寻找光明

——2012年纺织服装行业投资策略

德邦证券研究所

李远 (liyuan@tebon.com.cn)

8621-68761616-8556

2011-12-19

行业判断与投资策略

➤2011年行业回顾

➤2011年纺织服装行业面临新旧因素的共同影响。其中

旧有因素：人民币升值、劳动力成本上涨、商业租金上涨

新因素：棉价暴涨暴跌，通胀维持高位

潜在因素：出口退税率下调

其中人力成本长期上涨趋势已成为吞噬制造型企业利润的重大因素，行业转型和整合

➤2011年3月棉价创历史新高后迅速下跌，跌幅近40%。8月17日起棉花价格企稳趋势已现并回升。国家敞口收储价格19800元/吨对棉价形成一定的支撑支撑。随后棉价继续下跌至19000元/吨左右并形成一定的企稳趋势。

➤2011年行业出口前高后低，预计全年出口额在15%左右。其中，以提价带动为主

➤2011年国内纺织服装零售额增长以提价带动为主，从8月份起，提价对销量抑制的负面效应开始显现。再加上今年南方区暖冬，经济增速下滑拉低居民消费，10月份百大企业零售额增速首次低于20%，达到16.73%，11月份更是达到10.26%，销售量同比下降1.82%。

行业判断与投资策略

➔2012年行业判断

➤预计棉价在2万/吨附近波动

➤2012年国际经济复苏前景充满不确定性，国际需求疲软。出口企业的订单减少，并以短单为主。人工成本持续上涨，人民币升值，资金压力，出口制造过程必然伴随众多转型失败的中小企业的倒闭和资源向具有议价能力的龙头企业集中。对于出口企业，我们认为判断景气周期主要取决于三个因素：市场对原材料价格的预期、库存、实际下游需求。目前市场对2012年原材料尚无暴涨预期，库存仍偏于高位，实际下游需求依然疲软，当前看来2012年行业景气周期较难好转，我们对纺织服装出口制造行业给予2012年“中性”评级。长期随着行业整合资源集中和景气周期好转，可关注优质的龙头企业“鲁泰”、“华孚色纺”等

➤鉴于中国经济长期发展趋势不变，城镇化进程不断进行以及消费升级，国内品牌零售企业长期看好。从2012年来看，目前对2012年宏观经济增速和消费放缓的预期趋于一致，消费者信心指数呈下滑趋势，这将一定程度的影响明年品牌服装消费。具体而言，2011年品牌零售企业的高增速很大程度依靠提价拉动，而2012年提价因素将显著减弱，在经济和消费者信心好转前，价增带动向量增带动的转换又比较难以实现。明年品牌零售行业整体增速将下滑。

行业判断与投资策略

►投资策略

►从子行业而言，以“走量”为主的大众休闲行业受消费下滑的冲击较大，而依靠“提价”为主的男装、家纺行业定位中高端，冲击相对较小。我们在子行业中最看好男装，首推九牧王、七匹狼、报喜鸟，理由有三

✓ 第一 从2012年春夏订货会来看，男装企业订货额增速继续保持30%的高增长，除了跟以往类似的提价10-15%，三家男装企业量的增速也达到两位数，一定程度的保证了2012年上半年业绩的增长。从当前监控到的终端销售情况来看，除了10、11月份受气候影响，男装的增速在子行业中还是偏高的

✓ 第二 加盟商渠道库存是业绩的调节器，男装企业目前的库存压力不大。七匹狼09、10年渠道清库存效果较好，九牧王目前加盟商11年春夏产品的适销率在70%以上。

✓ 第三 从报表上看，主要男装企业在存货和应收上款上的处理较为谨慎，财务状况健康

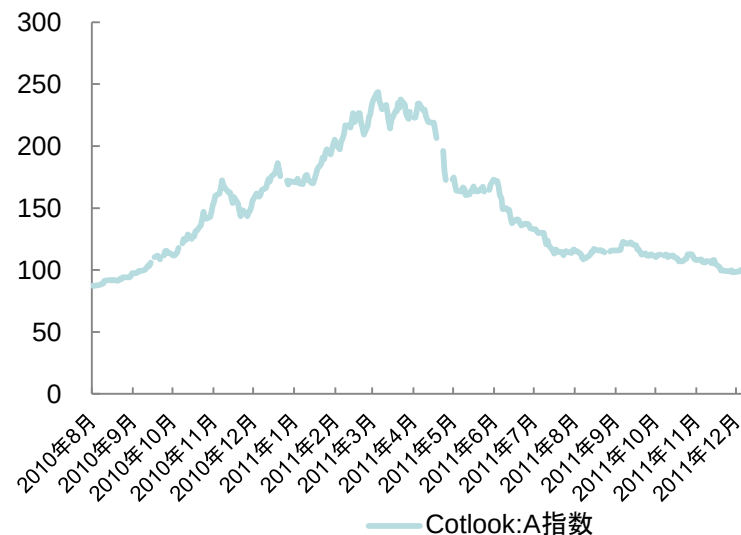
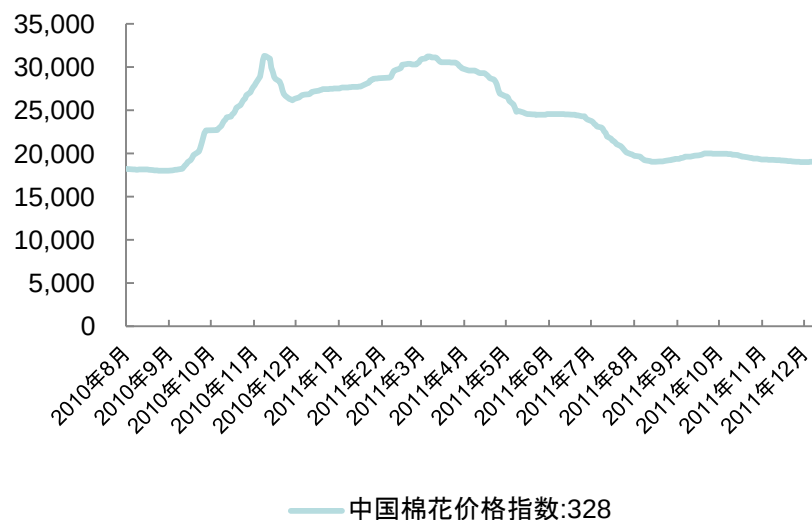
风险提示：2011年暖冬可能抑制冬装销售，造成冬季库存积压而影响2012年冬装的订货

►从中长期我们持续看好家纺行业的高速增长，虽然罗莱家纺2012年春夏订货会业绩低于预期使得市场对家纺行业的前景存在一定程度的分化，但我们认为，罗莱一改之前倾向压货的风格，此次订货会更加稳健的订货，从中长期看更利于调动加盟商的积极性和企业的发展。而从中高端家纺整体行业来看，终端消费情况依然景气，加盟商库存暂未显示出现问题。

风险提示：需要持续跟踪房地产调控对家纺行业的滞后影响，已经加盟商库存和终端销售情况

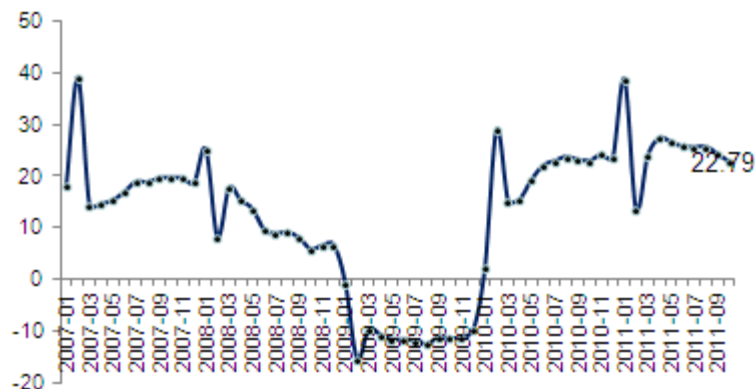
棉价在2万元/吨附近企稳

2011年3月棉价创历史新高后迅速下跌，跌幅近40%。8月17日起棉花价格企稳趋势已现并回升。国家敞口收储价格19800元/吨对棉价形成有力支撑。

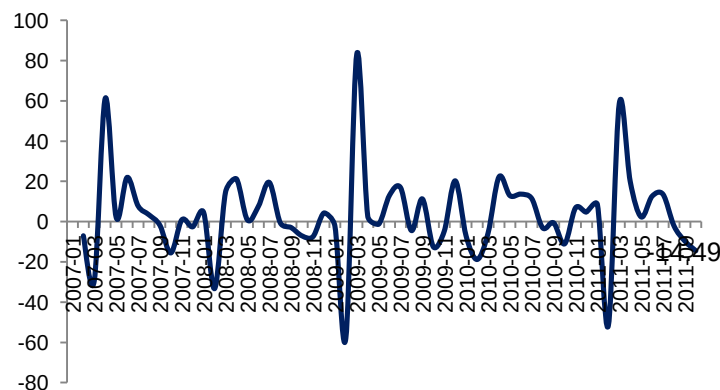


出口增速下滑

纺织服装行业出口增速仍维持在20%以上，主要依靠价格驱动。预计棉价下跌后提价因素减弱，且受外围需求疲软影响，出口增速将继续下滑



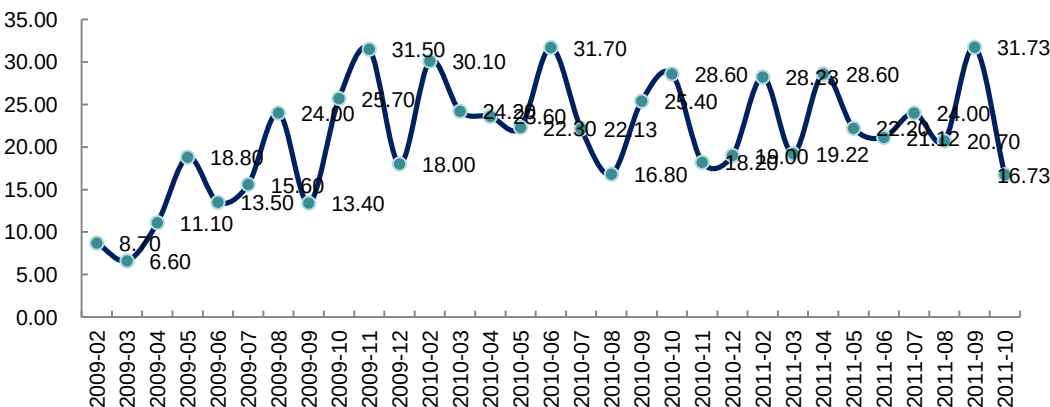
纺织服装出口金额同比增速 (%)



纺织服装单月出口环比增速 (%)

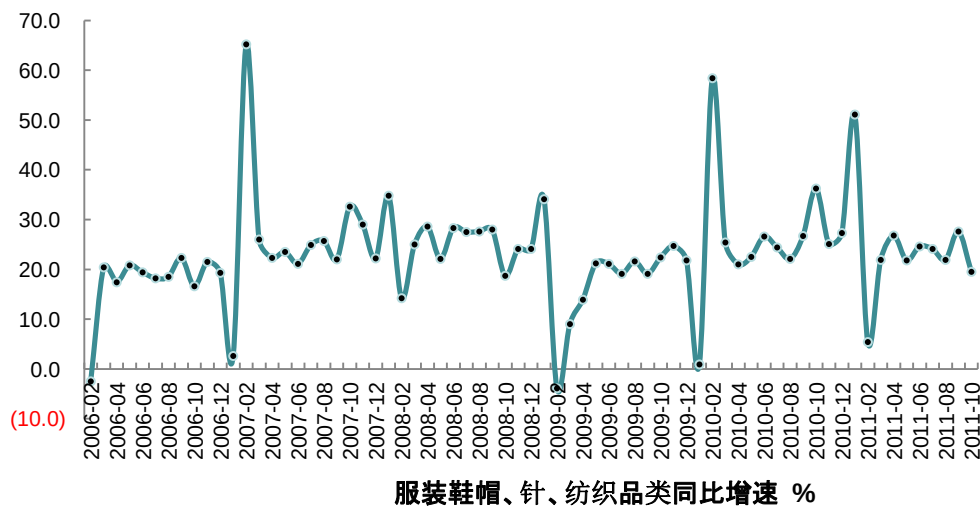
国内服装消费增速趋缓

全国百家大型零售企业各月服装类商品零售额



资料来源：中华商业信息网

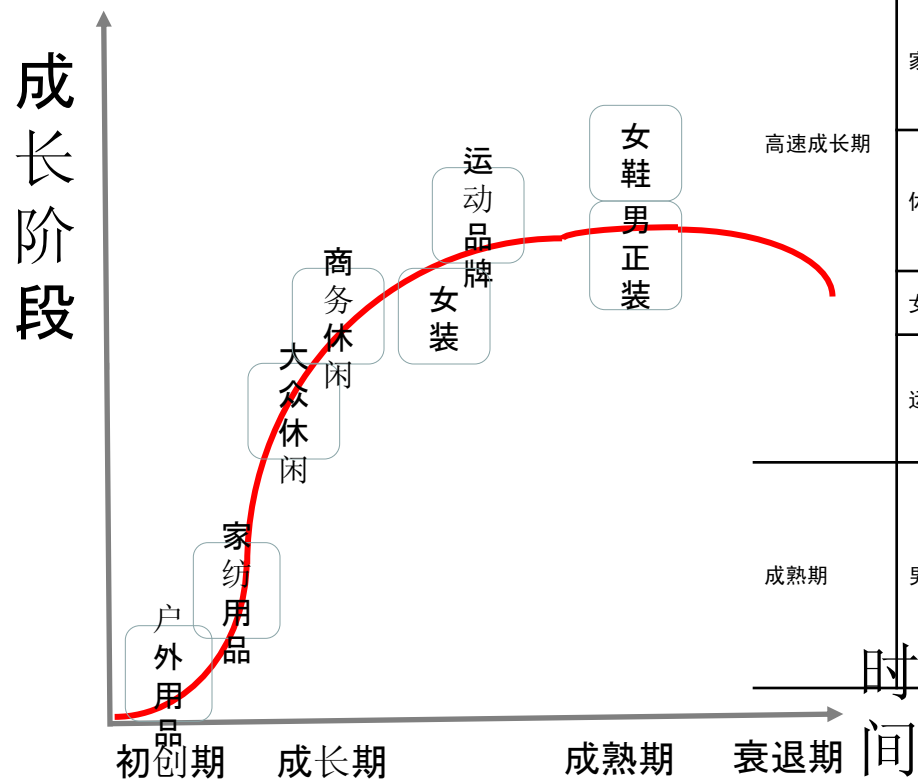
限额服装零售额同比增速



服装鞋帽、针、纺织品类同比增速 %

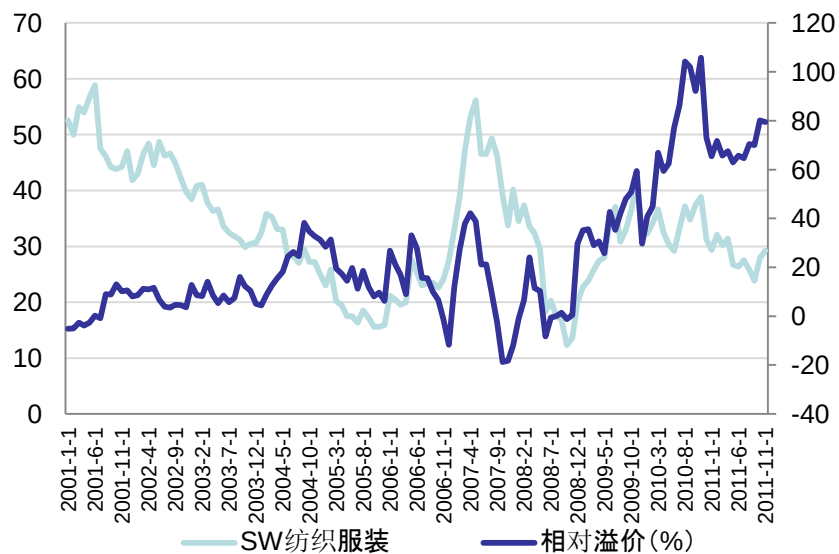
资料来源：wind

行业发展阶段和特点

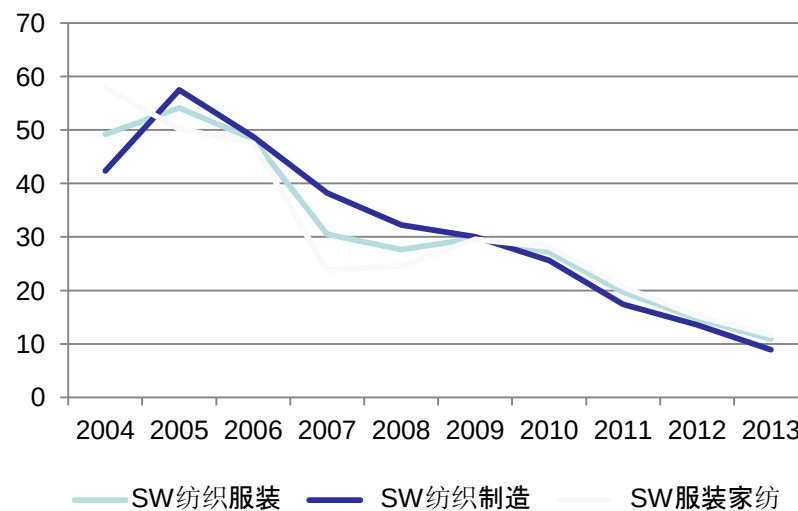


行业生命周期	对应子行业	行业特征	行业竞争方式	代表上市公司
导入期	户外用品	面向城市白领，起步较晚，市场空间巨大，主要面临来自国外大牌的激烈竞争，未来三年收入复合增速40%以上	以外延扩张为主跑马圈地，抢占市场	探路者
高速成长期	高端女装	子行业高速发展，预计未来三年子行业增速30%以上。区域性强，高端女装市场饱和度低，多品牌运作成为突破单一品牌瓶颈的有效方式。	内生增长为主，外延扩张更多依赖多品牌	朗姿股份
	家纺	高速增长，行业三巨头合计的市场占有率不足5%，高端品牌供不应求，低端生产过剩，中高端主要依靠商场渠道，渠道有一定壁垒	外延扩张为主内生增长为辅	罗莱家纺 富安娜 梦洁家纺
	休闲服饰	高速增长期，增长多依靠数量推动。企业大多以加盟方式为主，直营为辅，依靠密集的店铺网络不断推动收入增长	外延扩张为主内生增长为辅	美邦服饰 七匹狼
	女鞋	强调产品的功能性，子行业格局已经形成，增速与行业相当	外延扩张和内生增长并重	星期六
	运动	行业内过度竞争，门店过多，争相打折，各大品牌难获超额利润，行业处于整合阶段，集中度高	外延扩张和内生增长并重	
	男式正装	经过90年代高速发展后，目前是子行业中增速最慢的，购买者目的性强，消费者忠诚度，不需要通过密集店铺渠道来销售，长期稳定经营的口碑更为重要，竞争相对缓和。2011年增速10%左右，正装休闲化成为趋势	内生增长为主外延扩张为辅	报喜鸟 希努尔 雅戈尔
成熟期	男式正装			

纺织服装行业相对估值，市盈率（TTM，整体法，剔除负值）



预测市盈率（整体法）



数据来源：wind 截止到12月8日

2012年品牌零售企业春夏订货会情况

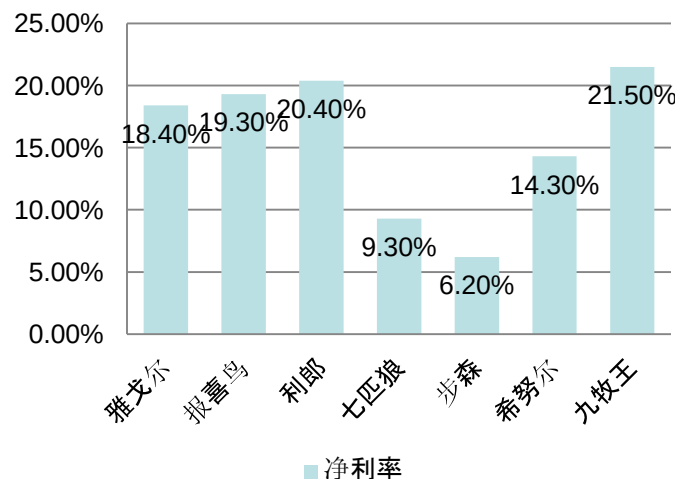
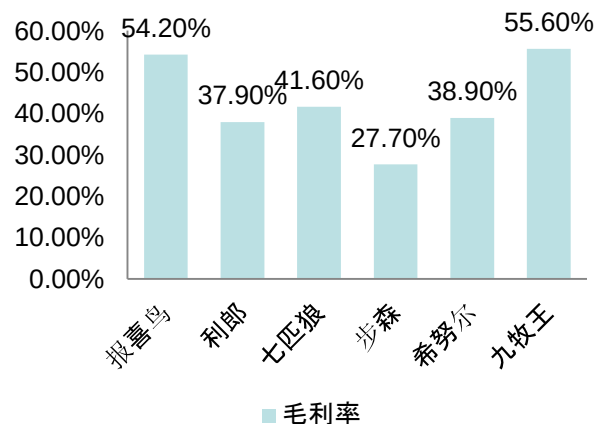
公司	12年春夏订货会	提价	订货会占收入比
罗莱家纺	30%	10%	70%
富安娜	40%	<10%	60%-70%
梦洁家纺	40%	<10%	60%
美邦服饰	30%	10%	60%
森马服饰	30%	10%	80%
七匹狼	30%	15%	80%
九牧王	31%	10%	70%
报喜鸟	25-30%	10-15%	50-60%
探路者	66% 12年秋冬订货会60%		80%

九牧王（601566）：双引擎驱动未来增长

投资要点：

- 高品牌溢价和“纵向一体化”的高效供应链协同管理造就了公司高盈利能力，扁平化渠道模式使得公司对渠道终端的管控能力强
- 占据较多的一线商场稀缺资源
- 双引擎驱动未来增长。公司在保持一、二线市场的优势地位的基础上，渠道下沉，深入二、三线市场的扩张。预计未来两年每年净增400-500个渠道终端同时，丰富产品品类，降低裤装占比，外延与内涵增长并举

重要财务指标	单位:百万元				
主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1403.9	1674.81	2098.58	2679.28	3331.25
收入增幅(%)	14.13%	19.30%	25.30%	27.67%	24.33%
净利润	257.77	360.33	512.57	678.18	762.51
净利增幅(%)	33.39%	39.79%	42.25%	32.31%	12.43%
毛利率(%)	47.90%	55.56%	56.00%	58.00%	59.00%
ROE (%)	49.25%	39.65%	36.06%	32.30%	26.6%
摊薄EPS(元)	0.450	0.629	0.895	1.184	1.332

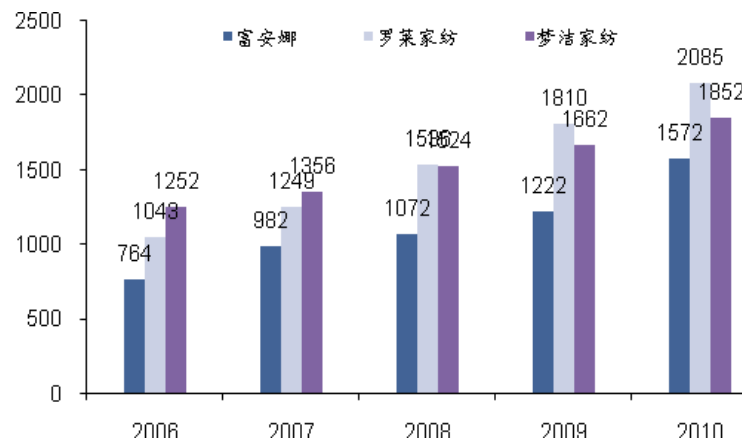


罗莱家纺（002293）：高速成长的行业龙头

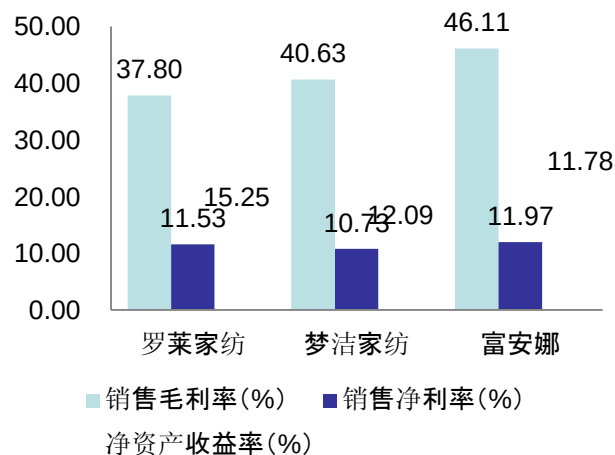
重要财务指标

单位:百万元

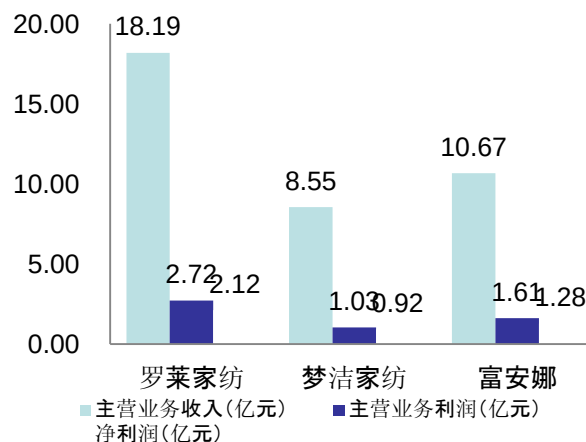
主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,145.31	1818.81	2492.46	3373.94	4424.73
收入增幅(%)	26.88	58.81	37.04	35.37	31.14
净利润	146	211.83	339.19	465.71	551.26
净利增幅(%)	27.79	43.14	61.75	37.30	18.37
毛利率(%)	39.1	37.8	38.50	38.80	39.20
ROE(%)	17.77	15.12	19.78	22.33	21.84
摊薄EPS(元)	1.27	1.49	2.417	3.318	3.927



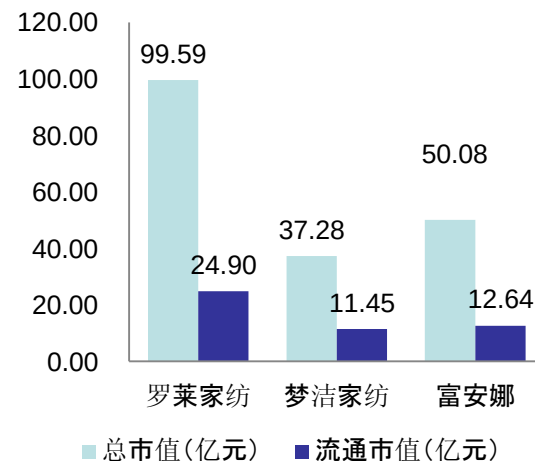
2010年三企业盈利能力比较



2010年三企业收入利润状况



三企业市值状况比较



朗姿股份（002612）：走多品牌道路的高端女装

投资要点：

- 子行业高速发展，预计未来三年子行业增速30%以上。高端女装市场饱和度低，多品牌运作成为突破单一品牌瓶颈的有效方式。
- 良好的多品牌运作能力冲破“天花板”。公司旗下主要有三个品牌，“朗姿”、“莱茵”，差异化定位。更推出少数品牌“玛丽玛丽”，高端品牌“利亚朗姿”，细分客户需求，突破品牌天花板
- 商场渠道资源助力快速扩张。核心商圈的百货商场向来是稀缺资源。截止2011年6月30日，公司拥有353家高端销售终端。金鼎百货入驻率为52.29%，此外，公司其他销售终端亦位于当地知名度较高的高档商场

风险：多品牌拓展低于预期；2012年销售费用高拉低盈利

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	309.00	559.15	825.00	1178.00	1668.00
收入增幅(%)	38.80%	80.95%	47.55%	42.79%	41.60%
净利润	62.38	123.29	219.68	336.34	492.08
净利增幅(%)	65.71%	97.63%	78.18%	53.10%	46.31%
毛利率(%)	54.47%	56.71%	58.60%	59.00%	59.30%
ROE (%)	39.25%	45.36%	50.84%	49.64%	47.47%
摊薄EPS(元)	0.416	0.822	1.098	1.682	2.460

2008-2010年(前三季度)高档女装市场前十位品牌市场综合占有率

排序	2008 年		2009 年		2010 年（前三季度）	
	品牌名称	市场综合占有率（%）	品牌名称	市场综合占有率（%）	品牌名称	市场综合占有率（%）
1	宝姿	5.91	宝姿	3.68	宝姿	3.81
2	白领	4.31	雅莹	3.42	玛丝菲尔	3.25
3	玛丝菲尔	3.69	玛丝菲尔	3.39	朗姿	3.11
4	朗姿	2.04	朗姿	3.37	雅莹	2.91
5	奥菲欧	1.94	白领	3.30	阿玛施	2.69
6	斯尔丽	1.91	沐兰	1.93	白领	2.08
7	萨依	1.61	阿玛施	1.83	V.GRASS	1.82
8	沐兰	1.45	柯罗芭	1.72	玫而美	1.75
9	雅莹	1.40	奥菲欧	1.71	柯罗芭	1.74
10	例外	1.33	V.GRASS	1.64	奥菲欧	1.72

森马服饰（002563）：稳健与想象力并存

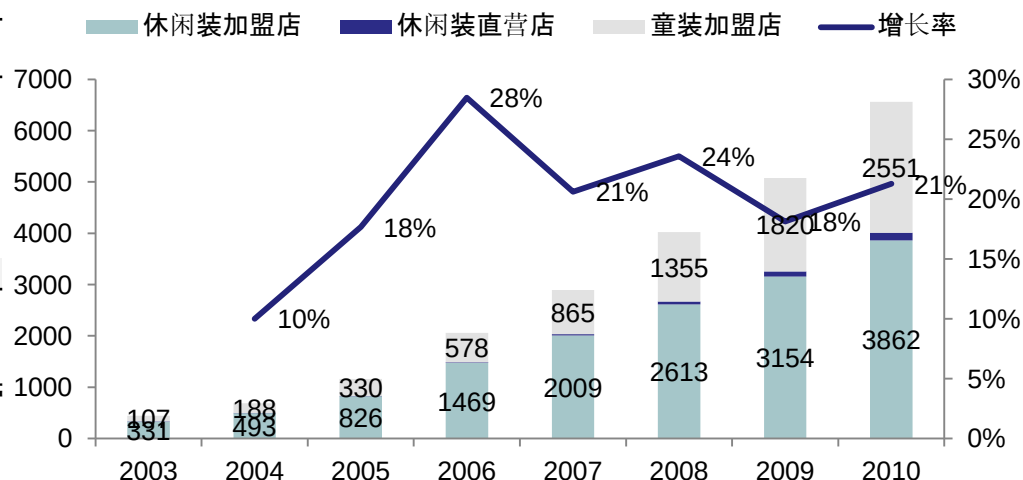
重要财务指标

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4250.34	6287.07	8911.79	11766.66	15547.75
收入增幅(%)	27.92%	47.92%	41.75%	32.03%	32.13%
净利润	686.87	1000.68	1531.28	1970.49	2696.60
净利增幅(%)	54.90%	45.69%	53.02%	28.68%	36.85%
毛利率(%)	34.04%	35.79%	36.60%	36.70%	36.80%
ROE(%)	68.50%	49.95%	43.32%	35.79%	32.88%
摊薄EPS(元)	1.025	1.494	2.285	2.941	4.025

单位:百万元

投资要点:

- 多品牌运营能力行业典范。休闲装稳定增长，童装带来想象空间。预计未来两年业绩复合增速30%
- 预计2013年，童装市场将继续保持稳步增长，市场规模将达到1,383亿元，份额和资源将向龙头集中。
- 高效的渠道模式带动原有两品牌外延和内生增长。公司的“大加盟商”渠道模式适应两个子行业的当前发展阶段，渠道效率高。



项目	森马休闲服饰	巴拉巴拉儿童服饰
目标消费群	16-25岁 适合校园和年轻人	3-12岁中产阶级及小康家庭的童装消费群体
产品系列	活力”与“时尚”两大系列	涵盖中童、小童、童鞋及配饰等众多品类
品牌口号	“穿什么、就是什么”、“穿什么、潮我看”	童年不同样；更多款式、更多选择
品牌特点	IN-我就是潮一代，崇尚年轻活力、彰显青春本色	自由、休闲、时尚、健康、运动、品类齐全、风格多样、无拘无束
价格定位	时尚、舒适、大众价格、高性价比	专业、时尚、高性价比
运营模式	自主研发设计、自有物流配送中心；生产外包、运输环节外包；加盟为主，加盟与直营相结合	自主研发设计、自有物流配送中心；生产外包、运输环节外包；加盟为主，加盟与直营相结合
美誉	改变了中国休闲服装行业的竞争格局	创造了中国童装行业的发展奇迹

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性 - In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避 - Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。