

纺织服装行业

行业研究/家纺板块

家纺板块-短期调整带来建仓良机

民生精品---家纺板块/纺织服装行业

2012 年 1 月 4 日

一、事件概述

自 11 月推出家纺策略报告以来,家纺个股在 2011 年最后一个半月内平均下跌 12%,同期纺织服装板块跌幅为 22%,我们认为家纺板块的短期调整已带来建仓良机。

二、分析与判断

➤ 估值已到历史低位,对应2012年业绩PE仅为20倍

从 PE-Band 来看,三家家纺企业的估值已回到历史低位。目前估值一方面反映了投资者极度悲观的市场预期,另一方面也体现了对家纺板块 12 年业绩增速放缓甚至低于预期的担忧。我们对家纺板块今年实现 35%的业绩增长还是信心十足,主要担忧是一季度业绩会不会不理想。如果低于预期的话,家纺板块还会跌,但同时也是建仓的绝佳时机;如果符合预期或者高于预期的话,在市场还不甚明朗之时,家纺板块的抗跌性会更为突出。考虑到家纺板块较差的流动性,我们认为板块的短期调整已带来战略性的建仓良机。

➤ 全年业绩确定性强,极端情况下仍有安全边际

我们认为家纺板块全年业绩确定性强,主要基于: 1, 行业仍处于高速发展期; 2, 12 年家纺的业绩驱动力将由 11 年的“毛利率提升+提价+提量”过渡到“毛利率稳定+提量”。我们预期家纺企业 12 年 36-45%的业绩增速是基于外延保持 15-18%的数量增长、单店增长保持在 15-20%以及毛利率和各项费用率的总体稳定的假设上。开店、毛利率以及费用率的保持对于三家企业来说问题不大,关键是单店能否继续维持快速增长。如果仅实现行业平均单店 10%的速度增长,三家企业 12 年的业绩增速将下调至 27-39%。如果给予 12 年 25 倍 PE,较目前股价仍有 11-16%的上涨空间;如果市场考虑到 10%的单店增长仅能给 13 年业绩带来 21-30%的增长空间,给予最低 20 倍估值,那么目前股价隐含下跌空间为 7-11%不等。总体来说安全边际已比较充分。

➤ 维持“强烈推荐”评级

家纺板块估值消化空间已比较有限,而全年业绩在招商、促销、团购这三驾马车的带动下符合预期也基本没有问题。如果季报不好,更应果断加仓。

三、风险提示

企业内部管理出现问题; 房地产调控的滞后影响; 终端库存消化风险。

盈利预测与财务指标

公司	核心 EPS					CAGR_11-13	评级
	2010A	2011E	2012E	12-11_YoY	2013E		
罗莱家纺	1.71	2.68	3.67	37%	4.79	41%	强烈推荐
富安娜	0.96	1.64	2.24	36%	2.93	45%	强烈推荐
梦洁家纺	0.61	0.87	1.26	45%	1.71	41%	强烈推荐

资料来源: 民生证券研究所

强烈推荐

维持评级

家纺个股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 吴晓宇

执业证书编号: S0100511080003

电话: (8621)58768662

Email: wuxiaoyu@mszq.com

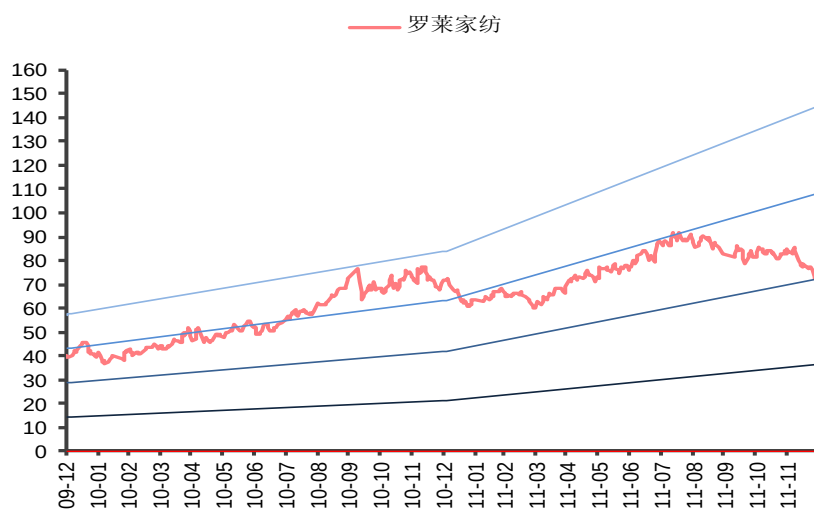
相关研究

- 1,《2012 年纺织服装行业投资策略_家纺-大众情人地位依然难以撼动》_2011/11
- 2,《2011 年中期策略_纺织服装行业_高通胀背景下以守为先、以攻为策》_2011/06
- 3,《2010 年年度策略_纺织服装行业_寻找微笑曲线两端估值合理的行业龙头》_2010/12
- 4,《行业深度研究_三大家纺企业比较研究_三强争霸,孰能获胜》_2010/07/01
- 5,《2010 年中期策略_纺织服装行业_看好家纺行业、关注优势龙头》_2010/06/30

一、估值已到历史低位，对应 2012 年业绩 PE 仅为 20 倍

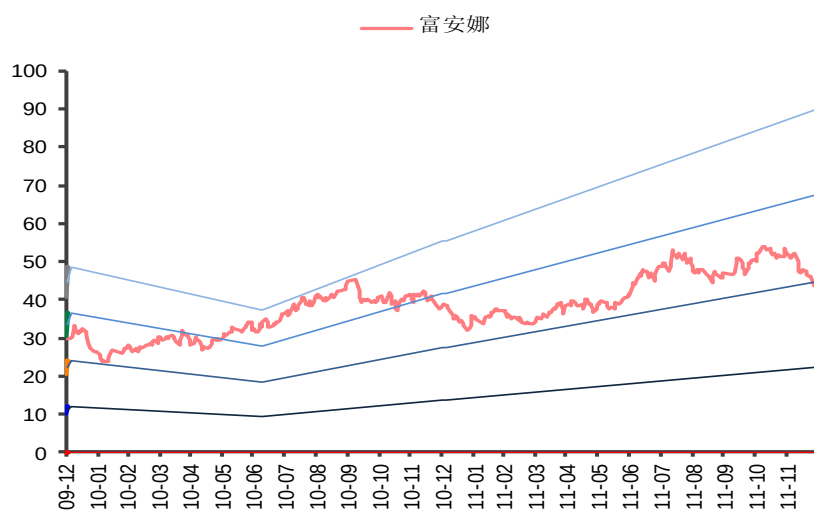
从 PE-Band 来看，在 2011 年四季度行情不断低迷的情况下，三家家纺企业的估值也几乎回到了历史低位，我们在此前的策略报告中曾预测 2012 年罗莱、富安娜和梦洁的业绩增长区间在 40-45% 左右，后经过调整下调至 36-45%，对应 12 年 PE 仅为 20-21 倍。目前估值一方面反映了投资者极度悲观的市场预期，另一方面也体现了对家纺板块 12 年业绩增速放缓甚至低于预期的担忧。我们对家纺板块今年实现 35% 的业绩增长还是信心十足，主要担忧是一季度业绩会不会不理想。如果低于预期的话，家纺板块还会跌，但同时也是建仓的绝佳时机；如果符合预期或者高于预期的话，在市场还不甚明朗之时，家纺板块的抗跌性会更为突出。考虑到家纺板块较差的流动性，我们认为板块的短期调整已带来战略性的建仓良机。

图表 1：罗莱家纺 PE-Band

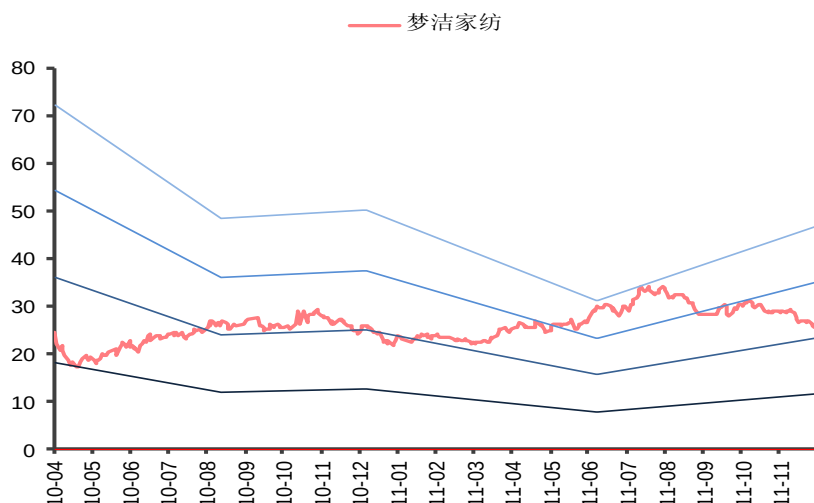


资料来源：Wind、民生证券研究所

图表 2：富安娜 PE-Band



资料来源：Wind、民生证券研究所

图表 3: 梦洁家纺 PE-Band


资料来源: Wind、民生证券研究所

从过去两年的走势来看,家纺板块通常在二、三季度的表现要好于一、四季度,主要系: 1, 订货会以及业绩增速不断符合预期或者超预期; 2, 一、四季度通常是估值在前期提升到一定高度之后有消化需求,如 2010 年家纺板块动态估值最高曾达到过 45 倍,2011 年也触及过 38 倍。对于 2012 年,我们认为估值消化空间已不大,秋冬订货会在招商、促销、团购这三驾马车的带动下符合预期也基本没有问题,终端的存货压力虽然有,但相比服装而言却是容易消化的多,费用率方面也能控制得当。在全年业绩基本确定的情况下,如果预期季报不好,更应果断加仓。

表 1: 家纺个股历史区间涨跌幅以及业绩增速比较

证券简称	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	201012	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	201112
罗莱家纺	9%	18%	39%	-3%	-3%	-16%	30%	7%	-13%	-13%
核心净利润_YoY	50%	42%	31%	81%		65%	161%	73%		
富安娜	2%	8%	38%	-15%	-5%	-14%	21%	14%	-5%	-14%
核心净利润_YoY	56%	43%	53%	77%		64%	124%	88%		
梦洁家纺		-11%	24%	-10%	-7%	-14%	24%	3%	-10%	-11%
核心净利润_YoY	122%	85%	41%	27%		61%	46%	33%		

资料来源: 民生证券研究所

二、全年业绩确定性强, 极端情况下仍有安全边际

我们对家纺板块 12 年业绩的信心主要基于: 1, 行业仍处于高速发展期; 2, 2012 年家纺的业绩驱动力将由 11 年的“毛利率提升+提价+提量”过渡到“毛利率稳定+提量”, 今年家纺行业的招商和促销力度较往年会更为加大。纵向来看不可否认, 家纺企业的销售质量将有所下滑; 横向来看, 由于家纺产品的特性, 量价转换较服装企业更为容易, 相比较而言吸引力更大。

鉴于 12 年经济形势和宏观环境较 11 年更为扑朔迷离, 我们有必要测算下在极端情况下家纺板块的投资风险。我们此前预期家纺企业 12 年 36-45% 的业绩增速是基于外延保持 15-18% 的数量增长、单店增长保持在 15-20% 以及毛利率和各项费用率的总体稳定的假设上。开店、

盈利水平稳定以及费用率控制对于三大家纺龙头来说问题不大，关键是单店能否继续维持快速增长。从全行业来看，虽然行业增速在未来 5 年仍将维持在 20% 以上的水平，不过渠道为王还是目前家纺行业发展的主流模式，行业单店增速仅为 8-10%。如果三大家纺企业的单店收入无法通过自身的品牌、渠道、人才团队等优势实现超额增长，仅达到行业平均增速的话，其 12 年的业绩增速将下调至 27-39%。如果给予 12 年 25 倍 PE，较目前股价仍有 11-16% 的上涨空间；如果市场考虑到 10% 的单店增长仅能给 13 年业绩带来 21-30% 的增长空间，给予最低 20 倍估值，那么目前股价隐含下跌空间为 7-11% 不等。总体来说安全边际已比较充分。

表 2：极端情况下的盈利预测

公司	核心 EPS					CAGR_11-13
	2010A	2011E	2012E	12-11_YoY	2013E	
罗莱家纺	1.71	2.68	3.42	28%	4.15	34%
富安娜	0.96	1.64	2.08	27%	2.53	38%
梦洁家纺	0.61	0.87	1.20	39%	1.57	37%

资料来源：民生证券研究所

表 3：罗莱家纺盈利预测表

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	CAGR_11-13
销售收入	11.45	18.19	25.92	35.52	47.73	
YoY		59%	42%	37%	34%	38%
毛利率	39.1%	37.8%	39.6%	39.6%	39.6%	
销售费用率	17.6%	18.8%	18.0%	17.5%	17.0%	
管理费用率	4.8%	4.2%	5.5%	5.5%	6.0%	
财务费用率	-0.1%	-1.0%	-1.0%	-0.5%	0.0%	
所得税率	26%	15%	15%	15%	15%	
核心净利润	1.39	2.40	3.76	5.15	6.72	
YoY		73%	57%	37%	30%	41%
核心 EPS(元)	0.99	1.71	2.68	3.67	4.79	
PE			28	20	16	

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	单店收入 g
直营店数	254	261	311	361	411	
增量		7	50	50	50	
单店收入_直营	66	93	107	123	141	15%
直营店收入	18,261	24,273	33,261	44,400	58,132	
YoY		33%	37%	33%	31%	
直营店毛利率	54.4%	55.0%	56.0%	56.5%	57.0%	
直营店毛利	9,925	13,350	18,626	25,086	33,135	
加盟店数	1,534	1,802	2,052	2,352	2,652	
增量		268	250	300	300	
单店收入_加盟	60	83	104	125	149	20%
加盟店收入	91,324	149,566	212,895	292,824	396,209	
YoY		64%	42%	38%	35%	
加盟店毛利率	36.9%	36.8%	37.0%	37.0%	37.0%	
加盟店毛利	33,708	55,070	78,771	108,345	146,597	
Total Sales	114,531	174,822	246,156	337,224	454,341	
YoY		53%	41%	37%	35%	
毛利总计		68,420	97,398	133,431	179,733	
直营店收入占比		13.9%	13.5%	13.2%	12.8%	

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
Sales	114,531	181,881	259,156	355,224	477,341
毛利率	39.1%	37.8%	39.6%	39.6%	39.6%
毛利	44,782	68,751	102,541	140,553	188,831
期间费用率	22.2%	22.0%	22.5%	22.5%	23.0%
所得税率		15%	15%	15%	15%
核心净利润		24,447	37,596	51,534	67,186

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售费用率	17.6%	18.8%	18.0%	17.5%	17.0%
管理费用率	4.8%	4.2%	5.5%	5.5%	6.0%
财务费用率	-0.1%	-1.0%	-1.0%	-0.5%	0.0%
期间费用	25,460	39,989	58,310	79,925	109,788

资料来源：民生证券研究所

表 4：富安娜盈利预测表

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	CAGR_11-13
销售收入	7.92	10.67	16.04	21.93	29.34	
YoY		35%	50%	37%	34%	40%
毛利率	43.0%	46.1%	47.5%	47.9%	48.2%	
销售费用率	23.8%	25.1%	25.3%	25.9%	26.3%	
管理费用率	5.6%	6.2%	5.2%	5.0%	5.0%	
财务费用率	0.5%	-0.8%	-0.5%	-0.2%	0.0%	
所得税率	21%	21%	24%	25%	25%	
核心净利润	0.79	1.29	2.20	3.00	3.92	
YoY		63%	70%	36%	31%	45%
核心 EPS(元)	0.59	0.96	1.64	2.24	2.93	
PE			29	21	16	

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	单店收入 g
直营店数	327	420	500	580	660	
增量		93	80	80	80	
单店收入_直营	93	86	112	134	161	20%
直营店收入	30,527	36,159	55,900	77,813	106,255	
YoY		18%	55%	39%	37%	
直营店毛利率	55.9%	63.2%	63.5%	64.0%	64.5%	
直营店毛利	17,052	22,863	35,497	49,800	68,534	
加盟店数	895	1,160	1,410	1,660	1,910	
增量		265	250	250	250	
单店收入_加盟	50	57	74	85	98	15%
加盟店收入	44,983	66,442	104,481	141,457	187,175	
YoY		48%	57%	35%	32%	
加盟店毛利率	36.3%	38.9%	39.0%	39.0%	39.0%	
加盟店毛利	16,333	25,813	40,748	55,168	72,998	
Total Sales	79,179	106,730	160,381	219,270	293,429	
YoY		35%	50%	37%	34%	
毛利总计	33,386	48,676	76,244	104,968	141,532	
直营店收入占比	38.6%	33.9%	34.9%	35.5%	36.2%	

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
Sales	79,179	106,730	164,881	223,770	297,929
毛利率	43.0%	46.1%	47.5%	47.9%	48.2%
毛利	34,038	49,216	78,383	107,123	143,703
期间费用率	30%	31%	30%	30%	31%
所得税率		22%	24%	25%	25%
核心净利润		12,947	21,978	29,994	39,179

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售费用率	23.8%	25.1%	25.3%	25.9%	26.3%
管理费用率	5.6%	6.2%	5.2%	5.0%	5.0%
财务费用率	0.5%	-0.8%	-0.5%	-0.2%	0.0%
期间费用	23,746	32,617	49,464	67,131	91,464

资料来源：民生证券研究所

表 5：梦洁家纺盈利预测表

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	CAGR_11-13
销售收入	6.31	8.55	13.47	18.65	24.73	
YoY		35%	58%	38%	33%	42%
毛利率	36.3%	40.6%	43.4%	43.9%	44.1%	
销售费用率	18.9%	23.1%	28.0%	27.5%	27.0%	
管理费用率	3.8%	4.8%	4.0%	4.3%	4.5%	
财务费用率	0.9%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
所得税率	16%	12%	15%	15%	15%	
核心净利润	0.6235	0.92	1.31	1.90	2.59	
YoY		48%	42%	45%	36%	41%
核心 EPS(元)	0.41	0.61	0.87	1.26	1.71	
PE			30	21	15	

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	单店收入 g
直营店数	227	332	462	582	682	
增量		105	130	120	100	
单店收入_直营	66	68	88	102	117	15%
直营店收入	14,996	24,259	40,841	59,166	79,732	
YoY		62%	68%	45%	35%	
直营店毛利率	52.0%	57.0%	60.0%	60.0%	60.0%	
直营店毛利	7,798	13,828	24,504	35,500	47,839	
加盟店数	1,435	1,658	1,998	2,318	2,618	
增量		223	340	320	300	
单店收入_加盟	33	35	46	52	60	15%
加盟店收入	48,040	59,100	90,909	121,289	157,535	
YoY		23%	54%	33%	30%	
加盟店毛利率	31.3%	34.7%	36.0%	36.0%	36.0%	
加盟店毛利	15,017	20,508	32,727	43,664	56,713	
Total Sales	63,094	85,514	131,750	180,455	237,267	
YoY		36%	54%	37%	31%	
毛利总计	34,746	34,746	57,232	79,164	104,552	
直营店收入占比	23.8%	28.4%	31.0%	32.8%	33.6%	

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
Sales	63,094	85,514	134,750	184,455	242,267
毛利率	36.3%	40.6%	43.4%	43.9%	44.1%
毛利	22,884	34,746	58,535	80,919	106,755
期间费用率	24%	28%	32%	32%	32%
所得税率	16	12%	15%	15%	15%
核心净利润		9,609	13,103	19,001	25,875

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售费用率	18.9%	23.1%	28.0%	27.5%	27.0%
管理费用率	3.8%	4.8%	4.0%	4.3%	4.5%
财务费用率	0.9%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
期间费用	14,884	23,776	43,120	58,565	76,314

资料来源：民生证券研究所

三、风险提示

1、企业内部管理出现问题。

2、房地产调控的滞后影响。此风险每年都会被提出，我们认为，房地产对家纺行业的负面影响肯定是有的，但受冲击更大的是那些中小家纺企业，第一阵营的家纺企业由于渠道和品牌建设的提升，反而可以借此迅速抢占市场份额。

3、终端库存消化风险。我们此前分析过家纺板块的库存风险是服装家纺行业里面最小的，不过上市企业的高增长也意味着经销商拿货压力大，关键在于公司采取何种手段来有效化解此风险。

分析师与行业专家简介

吴晓宇，纺织服装行业分析师，美国本特利大学金融学硕士。具备证券投资咨询资格，2年证券研究经验。深刻掌握行业本质，清晰把握板块个股的投资逻辑。曾就职于湘财证券研究所，2011年6月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹瑋	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。