

报告类型 / 行业深度报告

优于大势

上次评级： 优于大势

外需不振，内需回暖，静待黎明时刻的到来

——2012 年中期纺织服装业投资策略

报告摘要：

沪深 300 指数上半年内累计涨幅 9.5%；申万纺织服装行业指数年内累计涨幅 8.2%，整体跑输沪深 300 指数，其中申万纺织制造板块表现出色，年内累计上涨 9.9%，略微跑赢沪深 300 指数，主要来源于题材股操作；而申万服装家纺板块年内涨幅为 6.8%，跑输沪深 300 指数。截止 2012 年 6 月 15 日剔除负值的估值情况，纺织服装行业估值为 22.05 倍，纺织制造行业估值为 20.85 倍，服装家纺行业估值为 22.64 倍。

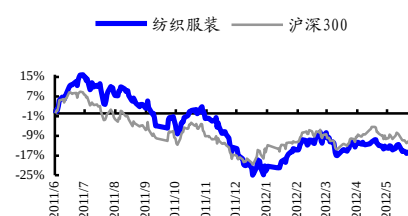
2012 年上半年行业回顾：（1）纺织制造业运行现状是棉花价差持续放大，毛利率回落，出口承压。2012 年前五个月纺织服装同比仅增长 2.0%。整体来看，今年上半年国内纺织制造行业运行呈现趋缓走势，生产和投资增速减缓；由于棉价快速回落，一季度出现纺织企业收入和毛利率双降的局面；国内外棉花价差持续拉大，进一步使国内纺织服装出口国际竞争力下降。（2）**服装家纺行业则呈现增速放缓、库存高企的现状。**2012 年上半年，社会消费品零售总额和限额以上批零零售额的同比增速显著放缓；限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额和百家重点大型零售企业亦显示行业增速的放缓；同时衣着类 CPI 也开始回落，预计 2012 年下半年有望继续回落。

我们依然看好品牌服饰，静待黎明时刻的到来。（1）中国服装消费将继续保持高增长，基于：1、服装行业将进一步受益于户籍制度改革和城镇化进程加速；2、城乡居民家庭收入持续提升带来的消费升级；3、根据欧睿数据，我国服装消费总额到 2013 年将达 16,637 亿元。（2）**两代“婴儿潮”促使都市时尚、商务休闲和童装的兴起，**具体指：1、由于独生子女一代步入婚育年龄，使得他们对都市时尚、商务休闲系列的服装品牌市场需求不断扩大；2、新婴儿潮的形成使得童装市场将迎接新一轮增长机遇。

投资观点。（1）在纺织制造板块市场需求复苏不明朗的情况，我们给予该板块“同步大市”的评级。在个股选择上重视龙头企业和有技术壁垒的企业，尤其是经过一季度业绩风险的释放，待市场需求明朗后，将提升龙头企业的估值，建议关注鲁泰 A、宜科科技。（2）国内服装家纺企业的订货会数据比较理想，且该板块各子行业估值已处于底部，我们将重点关注服装家纺品牌在 2012 春夏订货会高增速下的业绩实现情况。因此，我们给予服装家纺板块“优于大市”的评级，个股上建议关注美邦服饰、希努尔、报喜鸟和奥康国际。

风险提示。经济增长的不确定性；外需恢复的不确定性；各项成本上升对盈利的侵蚀。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-0.96%	-5.84%	-16.28%
相对收益	1.94%	-2.92%	-2.64%

重点公司

投资评级

美邦服饰	推荐
报喜鸟	推荐
奥康国际	推荐
宜科科技	推荐
鲁泰 A	谨慎推荐
希努尔	谨慎推荐

相关报告

《纺织服装行业 2012 年 6 月月报》

2012-06-23

《纺织服装行业 2012 年 5 月月报》

2012-05-17

证券分析师：叶长青

执业证书编号：S0550512050002

(021)20361174 (021)20361174

研究助理：周煜斌

(021)20361154 (021)20361154

目 录

1. 纺织服装行业 2012 年上半年市场表现	4
1.1. 市场回顾	4
1.2. 公司表现情况	6
2. 纺织服装下半年投资策略分析	7
2.1. 2012 年上半年行业运行回顾	7
2.1.1. 纺织制造: 棉花价差持续放大, 毛利率回落, 出口承压	7
2.1.2. 服装家纺: 增速放缓, 库存高企	9
2.2. 我们依然看好品牌服饰, 静待黎明时刻的到来	12
2.2.1. 中国服装消费将继续保持高增长	12
2.2.2. 两代“婴儿潮”促使都市时尚、商务休闲和童装的兴起	14
2.3. 2012 年下半年行业运行路线分析	16
2.3.1. 纺织制造: 国内外棉花价差难降, 出口回暖趋势不明, 给予同步大市的评级	16
2.3.2. 服装家纺: 主要品牌企业订货数据好于预期, 给予优于大市的评级	17
3. 个股投资要点	19
3.1. 美邦服饰 (002269)	19
3.2. 希努尔 (002485)	19
3.3. 报喜鸟 (002154)	20
3.4. 奥康国际 (603001)	21
3.5. 宜科科技 (002036)	21
3.6. 鲁泰 A (000726)	22
4. 风险提示	22

图表目录

图表 1: 纺织服装行业及子行业年内表现 (截至 2012/06/15)	4
图表 2: 申万行业估值 (2012/06/15, TTM, 整体法, 剔除负值)	4
图表 3: 纺织服装年内累计涨幅 8.2% (截止 6/15)	5
图表 4: 纺织服装近 1 年累计跌幅 16.3% (截止 6/15)	5
图表 5: 申万纺织服装细分子行业年内涨跌幅 (截止 2012/06/15)	5
图表 6: 纺织服装板块区内涨跌幅前十位的公司 (截止 2012/6/15)	6
图表 7: 纺织服装板块年内涨跌幅后十位的公司 (截止 2012/6/15)	6
图表 8: 重点公司上半年运行情况 (截止 2012/6/15)	6
图表 9: 纺织服装行业固定资产投资增速情况 (截止 2012/05)	8
图表 10: 纺织出口金额同比增速 (2012/05)	8
图表 11: 服装出口金额同比增速 (2012/05)	8
图表 12: 国内棉花价格走势与纺织企业毛利情况 (截止 2012/06/15)	8
图表 13: 国内棉花价格走势以及价差情况 (截止 2012/06/15)	9
图表 14: 纺织服装行业效益情况 (截止 2012/04)	9
图表 15: 社会零售总额和限额的消费总额月度同比增速 (截止 2012/05)	10
图表 16: 限额以上服装鞋帽、针、纺织品月度零售额及同比 (截止 2012/05)	10
图表 17: 1-5 月份百家重点企业服装类零售额增速	11
图表 18: 1-5 月份百家重点企业服装类零售量增速	11
图表 19: CPI 和衣着类 CPI 走势 (截止 2012/05)	11
图表 20: PPI 衣着价格指数变化 (截止 2012/05)	11
图表 21: 主要品牌零售企业 2011 年财年存货情况	11
图表 22: 2012Q1A 股主要品牌零售企业存货情况	12
图表 23: 城镇化进程推动服装鞋帽销售	13
图表 24: 01-11 年中国限额以上服装鞋帽、针、纺织品零售总额增速及 GDP 增速	14
图表 25: 欧睿 2003-2013 年中国服装市场容量预测	14
图表 26: 中国历年新生儿人口与出生率变化情况	15
图表 27: 男装市场零售总额及预测	15
图表 28: 欧睿 2003-2013 年中国童装市场容量预测	16
图表 29: 中国对美日欧的纺织品服装出口增速情况 (截止 2012/4)	17
图表 30: 服装家纺各子板块估值情况 (截止 2012/06/15)	18
图表 31: 主要服装家纺品牌 2012 年订货情况	18
图表 32: 纺织服装重点个股估值表 (截止 2012/6/15)	22

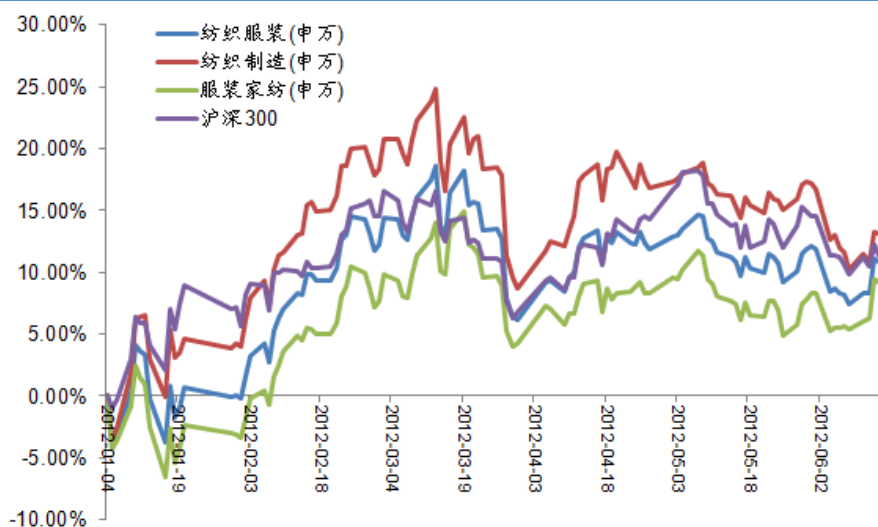
1. 纺织服装行业 2012 年上半年市场表现

1.1. 市场回顾

沪深 300 指数上半年内累计涨幅 9.5%，申万纺织服装行业指数累计涨幅为 8.2%，整体跑输沪深 300 指数，其中申万纺织制造板块表现出色，年内累计上涨 9.9%，略微跑赢沪深 300 指数，这主要来源于题材股（如浙江富润小额信贷概念、黑牡丹房地产概念）；而申万服装家纺板块年内涨幅为 6.8%，跑输沪深 300 指数。

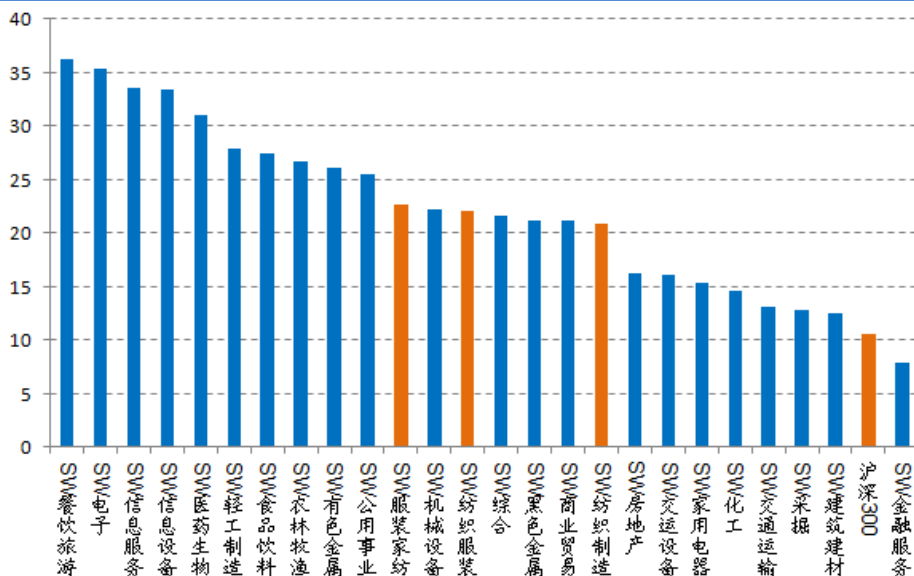
截止 2012 年 6 月 15 日剔除负值的估值情况，纺织服装行业估值为 22.05 倍，纺织制造行业估值为 20.85 倍，服装家纺行业估值为 22.64 倍。

图表 1: 纺织服装行业及子行业年内表现（截至 2012/06/15）



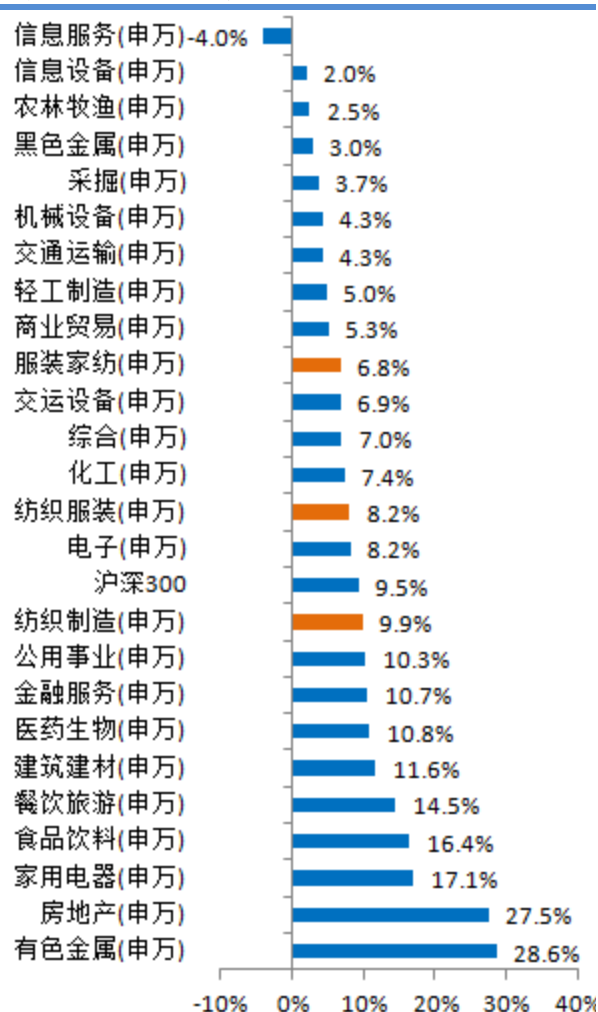
数据来源：东北证券，Wind

图表 2: 申万行业估值（2012/06/15，TTM，整体法，剔除负值）



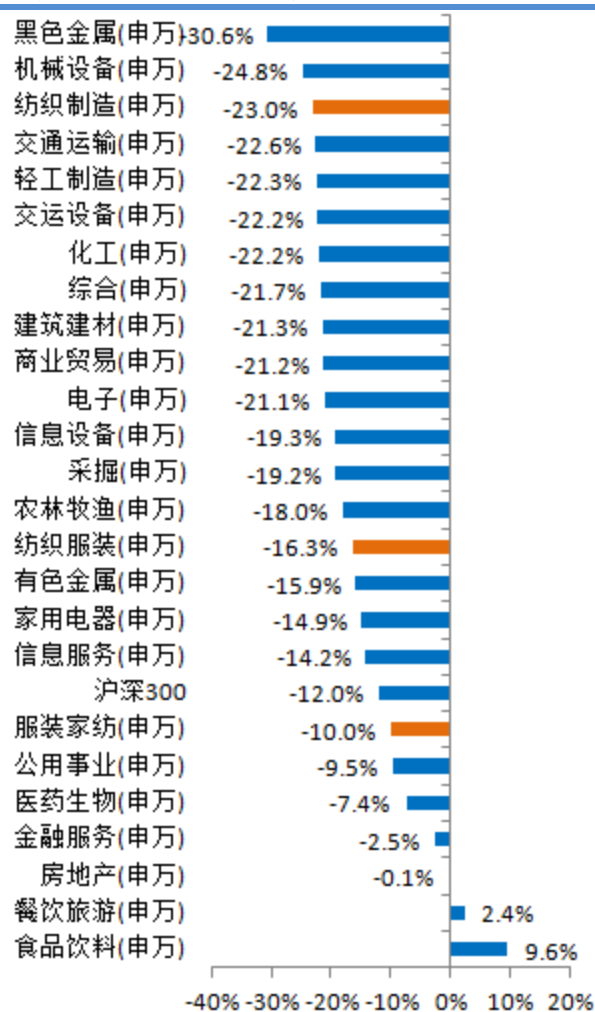
数据来源：东北证券，Wind

图表 3: 纺织服装年内累计涨幅 8.2% (截止 6/15)



数据来源: 东北证券, Wind

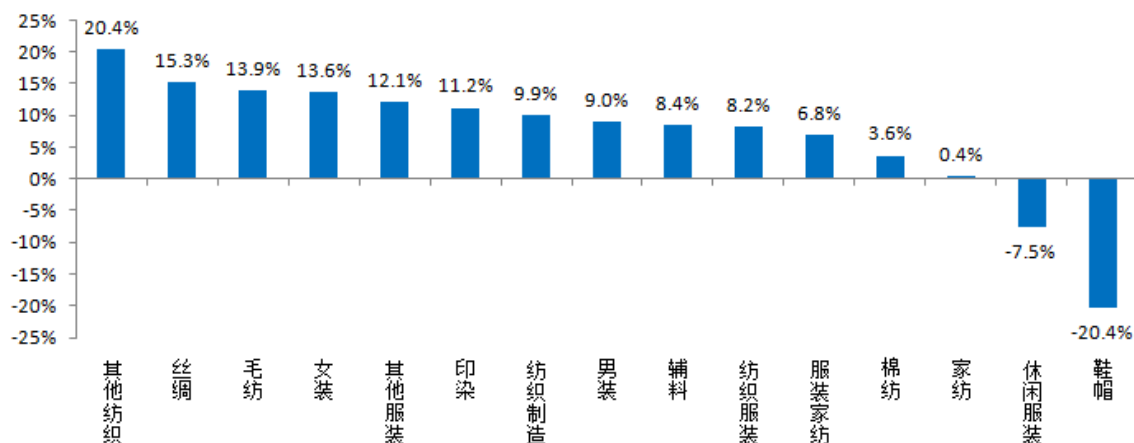
图表 4: 纺织服装近 1 年累计跌幅 16.3% (截止 6/15)



数据来源: 东北证券, Wind

从细分板块来看, 丝绸、毛纺和印染是纺织制造板块表现较好的子行业, 女装、男装则是服装家纺板块中表现较好的板块, 休闲服装、鞋帽则是表现较差的两个子行业。

图表 5: 申万纺织服装细分子行业年内涨跌幅 (截止 2012/06/15)



数据来源: 东北证券, Wind

1.2. 公司表现情况

从个股来看，中报高增长、重组概念、小额信贷、房地产等题材概念成为上半年纺织服装板块中上涨的主力军，而业绩下滑则是涨跌幅后十位的主要因素。从重点公司来看，九牧王、卡奴迪路、朗姿股份、探路者等，涨幅均超过了30%，而森马服饰、星期六和梦洁家纺则受到收入或利润下滑的影响，跌幅均超过15%以上。

图表 6: 纺织服装板块区内涨跌幅前十位的公司（截止 2012/6/15）

证券代码	证券简称	收盘价	年内涨跌幅 (%)	年内换手率 (%)	成交额 (亿元)	近 1 年内涨跌幅 (%)	市盈率 (PE, TTM)
000982	中银绒业	10.06	54.61	147.92	69.93	51.45	27.23
002612	朗姿股份	39.13	39.47	274.78	46.84	-15.55	31.77
000018	ST 中冠 A	6.38	39.00	73.61	4.52	-12.36	-80.23
000902	中国服装	8.20	38.05	124.36	24.96	-40.96	-375.17
600510	黑牡丹	7.21	37.86	179.05	29.92	-21.46	23.80
002036	宜科科技	16.76	35.49	202.37	54.96	0.00	192.96
600070	浙江富润	7.75	34.09	588.15	93.03	0.05	39.96
000971	ST 迈亚	4.24	33.33	106.51	7.58	-28.86	-13.92
601566	九牧王	27.63	32.22	114.32	31.43	43.12	28.08
002070	众和股份	5.34	31.03	105.50	16.95	6.22	39.63

数据来源：东北证券，Wind

图表 7: 纺织服装板块年内涨跌幅后十位的公司（截止 2012/6/15）

证券代码	证券简称	收盘价	年内涨跌幅 (%)	年内换手率 (%)	成交额 (亿元)	近 1 年内涨跌幅 (%)	市盈率 (PE, TTM)
002098	浔兴股份	7.88	-9.11	94.58	13.33	-39.34	21.17
002003	伟星股份	10.44	-10.35	128.55	35.26	-35.78	14.91
000045	深纺织 A	8.30	-10.85	198.57	44.10	-20.42	64.47
002193	山东如意	8.85	-11.76	143.76	23.46	-32.56	334.00
002397	梦洁家纺	21.10	-18.64	275.91	27.45	-19.60	27.65
002034	美欣达	12.89	-19.03	359.83	33.33	-37.12	106.86
002563	森马服饰	28.60	-22.25	118.73	28.10	-38.87	17.07
002291	星期六	7.29	-26.70	272.98	27.93	-26.92	26.76
000810	华润锦华	10.01	-27.46	107.16	16.95	-27.46	38.32
600273	华芳纺织	6.29	-29.25	330.54	89.09	-31.70	-5.84

数据来源：东北证券，Wind

图表 8: 重点公司上半年运行情况（截止 2012/6/15）

板块	证券简称	收盘价	年内涨跌幅 (%)	12Q1 收入增速 (%)	12Q1 净利润增速 (%)	成交额 (亿元)	总市值 (亿元)	市盈率 (PE, TTM)
纺织	鲁泰 A	7.82	0.00	-6.52	-44.55	54.96	78.90	10.44
	宜科科技	16.76	35.49	-3.22	3.70	54.96	33.90	192.96
	嘉麟杰	7.81	-4.49	1.19	-29.87	19.46	16.24	23.26
	华孚色纺	5.10	2.33	-13.34	-64.20	58.36	42.48	12.37

	山东如意	8.85	-11.76	47.91	-45.42	23.46	14.16	334.00
	伟星股份	10.44	-10.35	-4.07	-174.96	35.26	27.04	14.91
	航民股份	6.07	11.78	6.37	11.58	12.74	25.71	9.53
男装	七匹狼	28.59	22.11	26.22	37.72	31.62	121.32	26.38
	报喜鸟	13.90	17.40	57.75	46.70	29.73	82.54	21.43
	九牧王	27.63	32.22	22.58	28.35	31.43	158.30	28.08
	希努尔	12.40	-6.73	16.55	21.46	18.26	39.68	19.23
	卡奴迪路	45.69	30.58	36.48	53.38	69.43	45.69	35.62
	雅戈尔	9.04	0.70	-9.56	-34.27	119.10	201.29	12.36
	步森股份	13.45	-1.08	12.15	12.11	10.37	12.55	23.40
	大杨创世	11.60	19.96	7.08	9.42	36.08	19.14	16.19
女装	朗姿股份	39.13	39.47	36.31	92.36	46.84	78.26	31.77
	凯撒股份	8.39	4.19	29.15	-23.61	24.14	17.95	34.13
休闲服	美邦服饰	23.53	-6.01	27.17	16.90	28.43	236.48	19.07
	森马服饰	28.60	-22.25	-15.80	-38.74	28.10	191.62	17.07
	搜于特	21.45	26.40	47.65	35.73	23.18	61.78	33.45
	百圆裤业	26.22	26.24	9.54	21.30	21.19	17.48	24.69
户外	探路者	18.10	30.22	73.27	105.89	30.25	63.06	49.24
鞋帽	星期六	7.29	-26.70	13.33	-1.84	27.93	26.49	26.76
	奥康国际	26.38	11.54	26.10	3.53	32.77	105.78	22.93
	兴业科技	11.36	-10.20	37.37	64.43	18.27	27.26	20.52
皮革	华斯股份	13.65	-2.88	23.30	38.16	18.92	15.49	23.96
家纺	富安娜	44.37	12.80	21.46	29.78	16.58	71.29	31.74
	罗莱家纺	76.45	3.45	5.35	6.33	27.06	107.31	27.40
	梦洁家纺	21.10	-18.64	-9.93	17.69	27.45	31.90	27.65

数据来源：东北证券，Wind

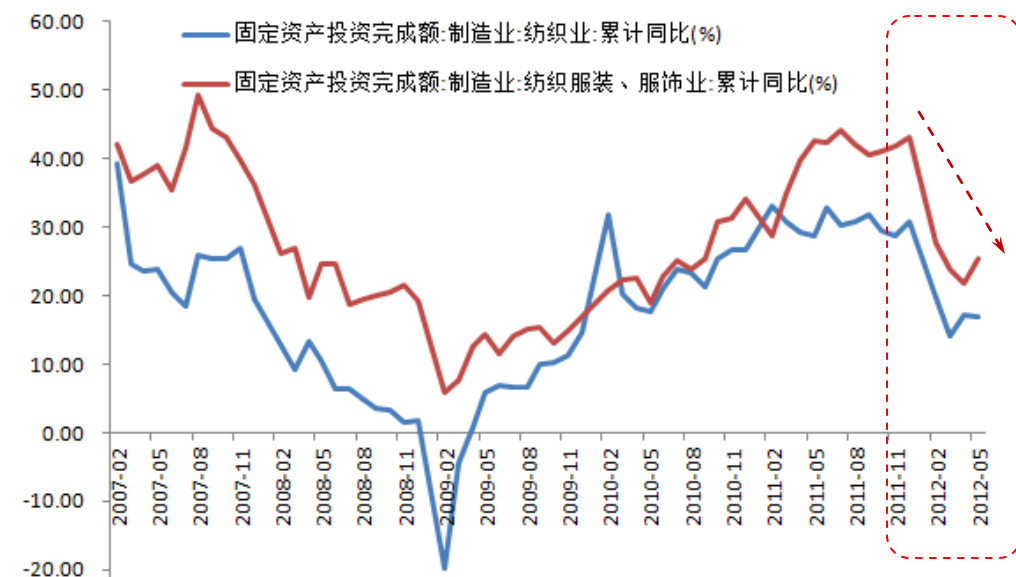
2. 纺织服装下半年投资策略分析

2.1. 2012 年上半年行业运行回顾

2.1.1. 纺织制造：棉花价差持续放大，毛利率回落，出口承压

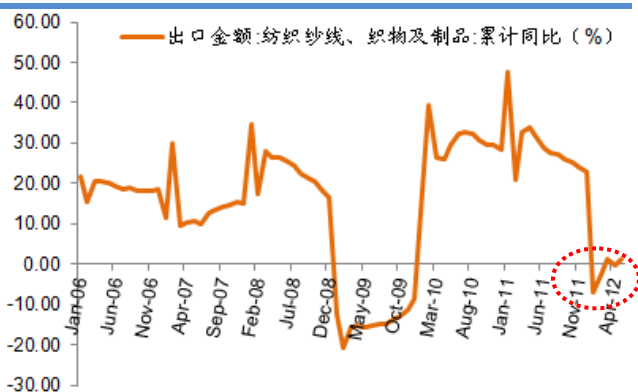
根据海关总署数据，2012 年前五个月纺织服装累计出口 906.4 亿元，同比仅增长 2.0%，其中纺织品累计出口 380.7 亿元，同比增长 1.4%，服装累计出口 525.7 亿元，同比增长 2.5%。整体来看，今年上半年国内纺织制造行业运行呈现趋缓走势，生产和投资增速减缓，纺织服装出口增速 2.0%，较 2011 全年 20.05% 的增速相比是大幅下降；由于去年下半年棉价快速回落，使得纺织企业产品价格同比也出现了下滑，但企业仍有少量高价棉库存，致使一季度出现纺织企业收入和毛利率双降的局面；国内外棉花价差持续拉大，使国内纺织服装出口国际竞争力进一步下降，行业效益明显下滑，截止 2012 年 6 月 14 日，国内 328 级棉价为 18346 元/吨，而按滑准税下港口提货价（FC index M 级）为 13992 元/吨，两者价差达 4354 元/吨。同时与另一产棉大国印度相比，我国棉花价格要高 7000 多元；而巴基斯坦的棉纱价格甚至比我国棉花价格还低。棉价的持续倒挂，直接导致国内纺织企业承担过高的原料成本，国际市场订单流失严重，企业效益明显下滑。

图表 9: 纺织服装行业固定资产投资增速情况 (截止 2012/05)



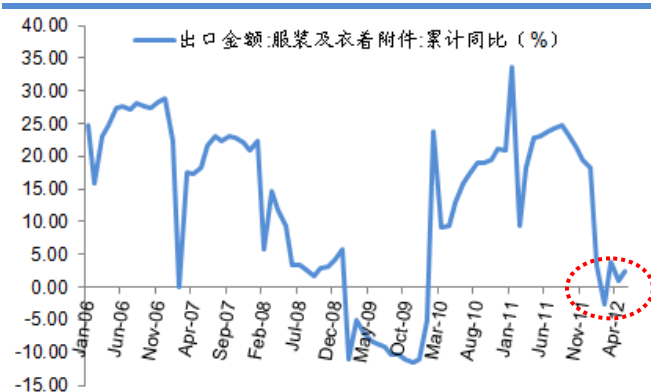
据来源: 东北证券, wind

图表 10: 纺织出口金额同比增速 (2012/05)



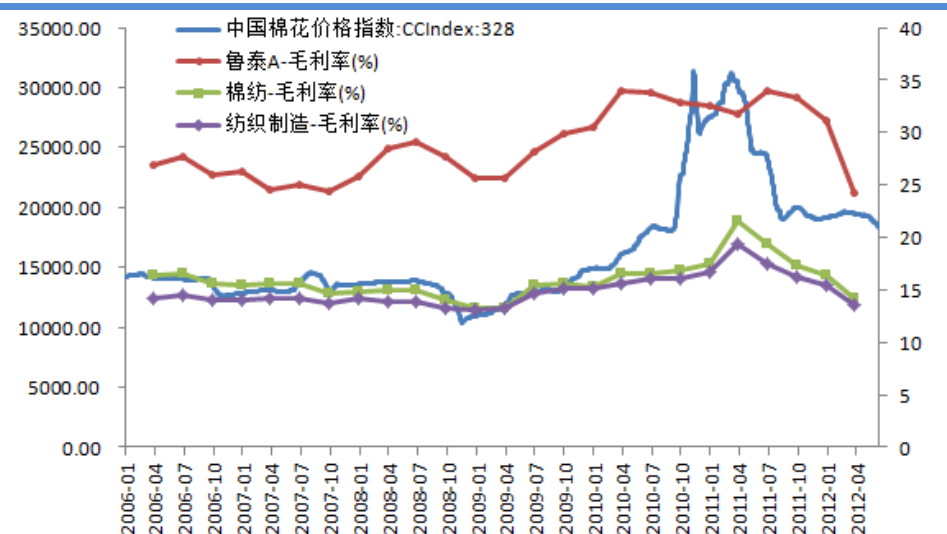
资料来源: 东北证券, wind

图表 11: 服装出口金额同比增速 (2012/05)



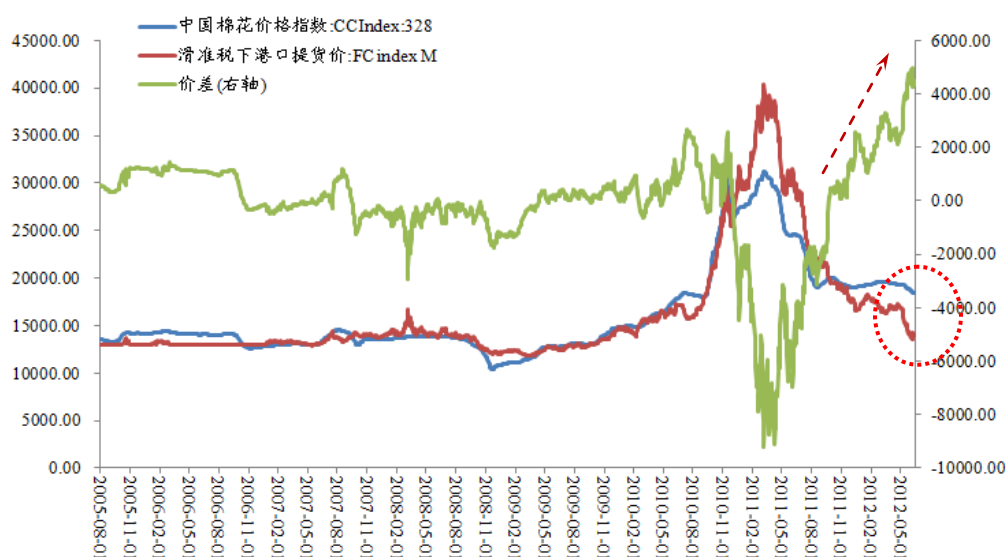
资料来源: 东北证券, wind

图表 12: 国内棉花价格走势与纺织企业毛利情况 (截止 2012/06/15)



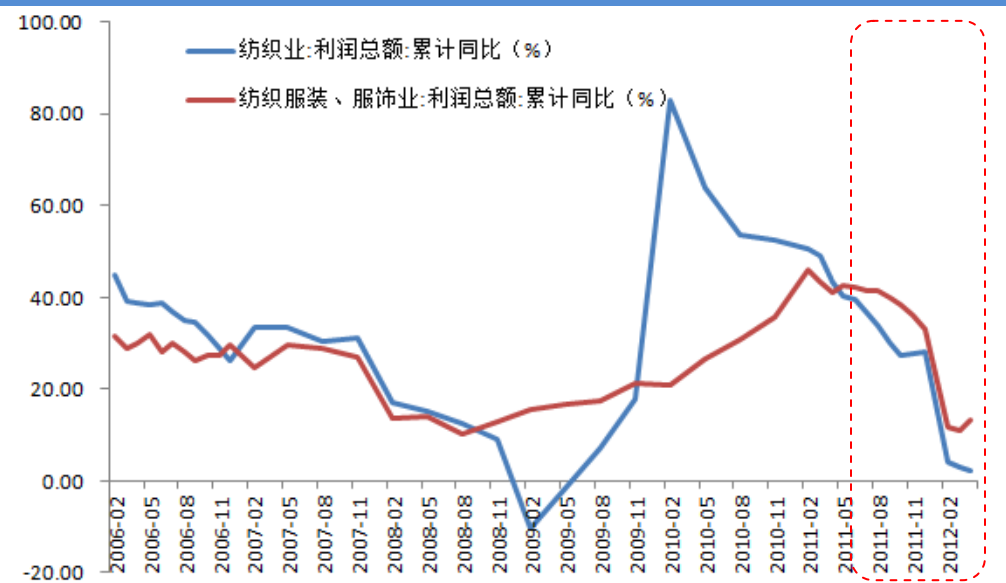
数据来源: 东北证券, wind

图表 13: 国内棉花价格走势以及价差情况 (截止 2012/06/15)



数据来源: 东北证券, 中国棉花信息网, 中国棉花交易网

图表 14: 纺织服装行业效益情况 (截止 2012/04)



来源: 东北证券, wind

2.1.2. 服装家纺: 增速放缓, 库存高企

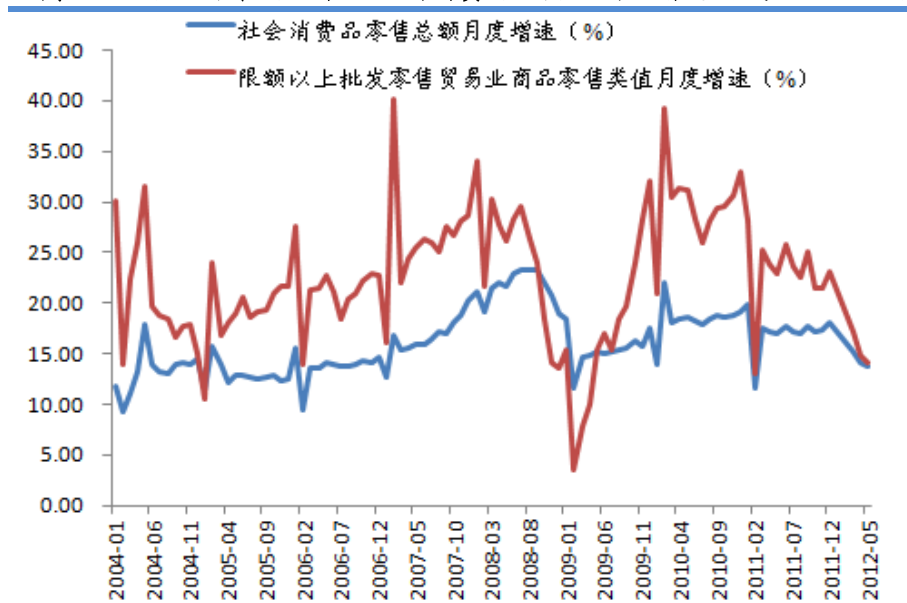
2012 年上半年, 社会消费品零售总额的同比增速和限额以上批发零售贸易商品零售值的同比增速都明显低于 2011 年同期, 社会消费品零售总额同比增速从 2010 年 2 月 22.1% 的高点逐月回落至 2012 年 5 月的 13.79% 的低点, 限额以上批发零售贸易商品零售值同比增速从 2010 年 2 月高值 39.3%, 下降到 2012 年 5 月 14.13% 的低值。趋势上来看, 目前国内整体零售环境略有回暖, 但是可持续态势并不确定。

对于服装家纺内销行业则呈现增速持续回落。从宏观统计数据来看, 今年 1-5 月, 限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售额 3807.3 亿元, 同比增长 16.2%, 增速较去年同期大幅下降 7.3 个百分点。2012 年 5 月当月数据显示, 限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售额 720.1 亿元, 同比增长 19%, 增速较上年同期下降 2.8 个百分点。从微观数据来看, 中华全国商业信息中心对百家重点大型零售企业的监测数据

显示,今年4月份,各大零售企业加大促销力度,服装类零售额同比增长20.25%,零售量同比增长10.33%。尽管零售额和零售量实现齐增长,但增速较上年同期分别下降6.44个百分点和3.1个百分点;而到了5月,受行业销售周期影响,服装类销售额和销售量的增速环比出现了下降,分别回落至12.16%和1.34%,但同比显示,销售额增速仅较去年同期下降5.06个百分点,而销售量增速则超去年同期0.55个百分点,这说明内销增速有回暖迹象,但趋势尚不明朗。

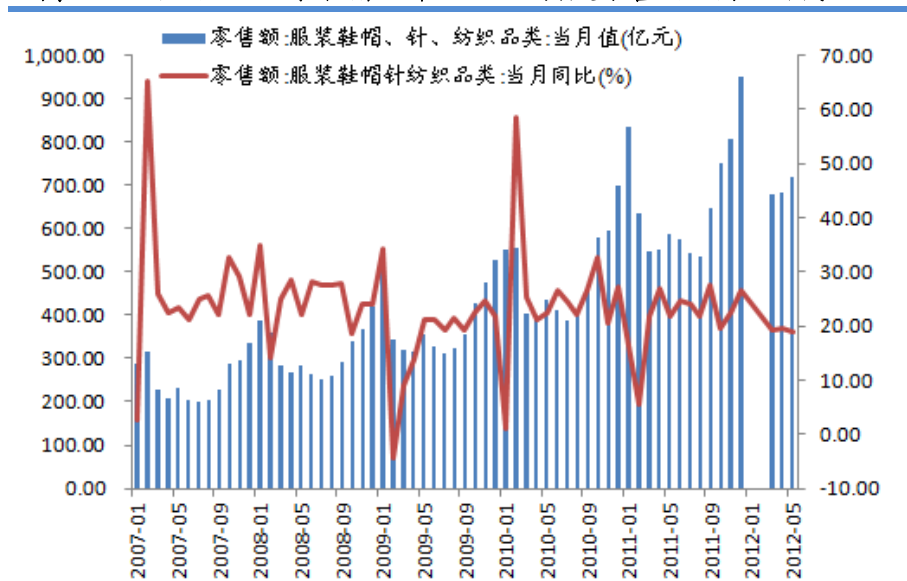
CPI去年下半年已达到高位并逐月下行,而衣着类CPI从2011年起开始持续上升,到了2011年12月达到3.8%的高位,随后维持在高位,4-5月份开始逐月回落至5月份的3.1%,我们判断基于去年的高基数以及库存因素,预计2012年下半年衣着类CPI有望继续回落。此外,衣着类PPI也从2011年8月开始逐月回落,5月份降至2.08%,回落的主要原因是原材料价格的快速下滑以及下游需求不振。

图表 15: 社会零售总额和限额的消费总额月度同比增速 (截止 2012/05)



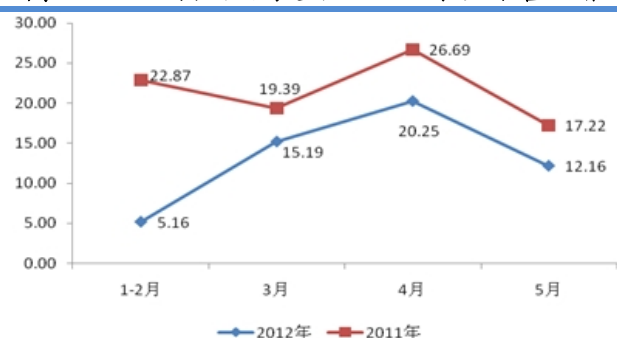
数据来源: 东北证券, wind

图表 16: 限额以上服装鞋帽、针、纺织品月度零售额及同比 (截止 2012/05)



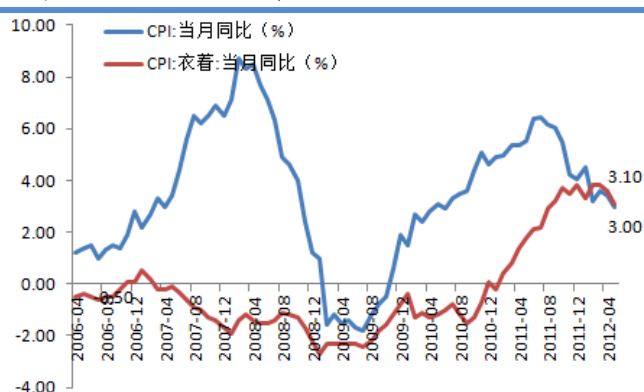
数据来源: 东北证券, wind

图表 17: 1-5 月份百家重点企业服装类零售额增速



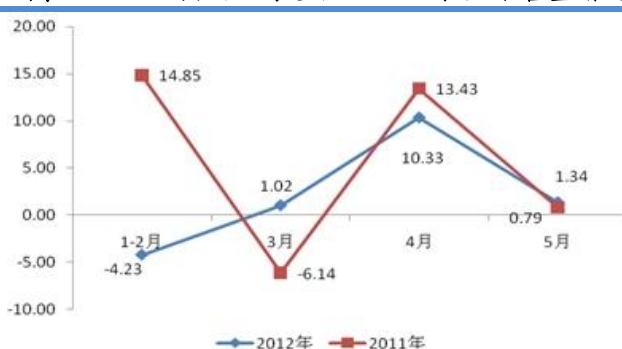
数据来源: 东北证券, CNCIC

图表 19: CPI 和衣着类 CPI 走势 (截止 2012/05)



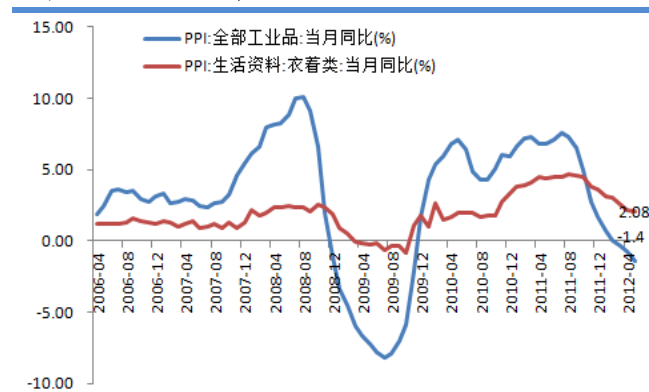
数据来源: 东北证券, wind

图表 18: 1-5 月份百家重点企业服装类零售量增速



数据来源: 东北证券, CNCIC

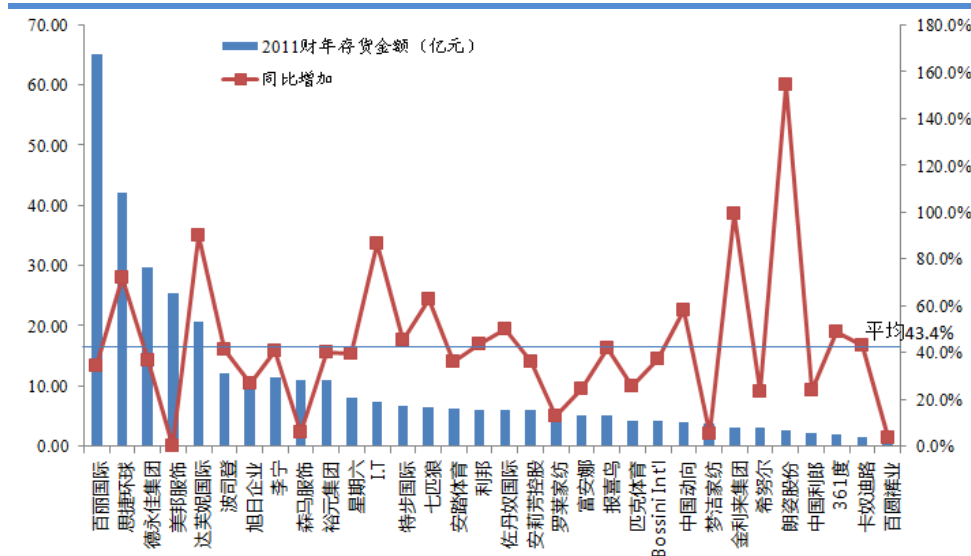
图表 20: PPI 衣着价格指数变化 (截止 2012/05)



数据来源: 东北证券, wind

由于 2011 年服装家纺品牌都出现了较大幅度的涨价行为, 而去年冬季入冬晚, 2012 年春节又提前, 加之经济增速在 2011 年四季度出现放缓迹象对消费产生了负面影响, 同时房地产持续调控对家纺销售形成了一定的制约, 因此总体来看 2011 年冬装和 2012 年春装的终端销售不是特别理想, 这对品牌零售企业的库存形成了一定的压力。根据 2011 财报数据显示, 主要国内品牌零售公司的报表存货金额平均较 2010 财年增加 43.4%, 其中朗姿股份的存货金额增加最高; 2012 年一季报也显示 A 股主要品牌零售企业的存货普遍较 2011 年年末有所上升。

图表 21: 主要品牌零售企业 2011 年财年存货情况



数据来源: 东北证券, wind

图表 22: 2012Q1A 股主要品牌零售企业存货情况

证券代码	证券名称	2011 年存货 金额 (亿元)	2012Q1 存 货 (亿元)	增长情况 (%)
002563.SZ	森马服饰	10.96	13.34	21.7%
002293.SZ	罗莱家纺	5.17	6.17	19.3%
002656.SZ	卡奴迪路	1.46	1.62	10.9%
002485.SZ	希努尔	3.12	3.44	10.5%
002612.SZ	朗姿股份	2.69	2.87	6.7%
002291.SZ	星期六	8.00	8.51	6.4%
002397.SZ	梦洁家纺	3.84	4.05	5.5%
002154.SZ	报喜鸟	5.11	5.25	2.8%
002640.SZ	百圆裤业	0.78	0.80	2.6%
002327.SZ	富安娜	5.17	5.21	0.7%
002269.SZ	美邦服饰	25.50	23.17	-9.1%
002029.SZ	七匹狼	6.42	5.45	-15.2%

数据来源: 东北证券, wind

2.2. 我们依然看好品牌服饰, 静待黎明时刻的到来

2.2.1. 中国服装消费将继续保持高增长

(1) 服装行业将进一步受益于户籍制度改革和城镇化进程加速

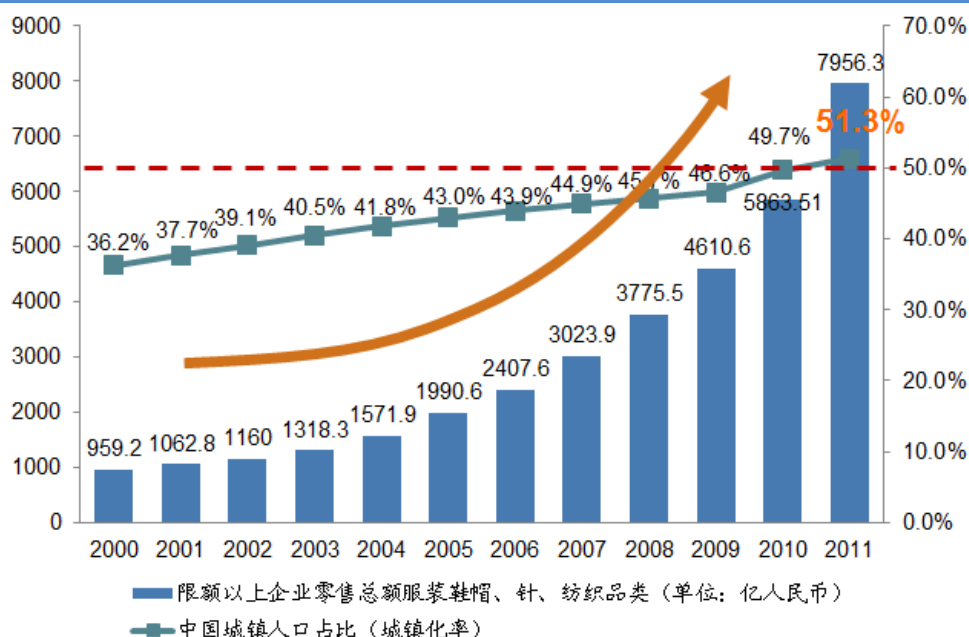
自改革开放以来, 国民经济快速增长, 直接推动了中国城市化进程, 随着城市人口的增加, 国民生活水平的提高, 国内零售行业面临巨大的发展机遇, 尤其是中小城镇将迎来快速发展的黄金期。根据国家统计局 2012 年 1 月 18 日公布的《2011 年我国人口总量及结构变化情况》显示, 截至 2011 年年末, 我国大陆总人口为 134,735 万人, 城镇人口为 69,079 万人, 城镇人口比重达到 51.27%, 中国城镇化率首超过 50%, 这是中国社会结构的一个历史性的转变, 而且与国家十二五规划中提到的 2015 年实现城镇化率达到 51.5% 目标仅相差 0.23 个百分点, 这也说明中国的城镇化进程在加速。

此外, 2012 年 2 月 23 日国务院办公厅发布了《关于积极稳妥推进户籍管理制度改革的通知》, 明确了放宽户籍制度所适用的城市、明确了什么条件的人可以迁移户口进城、给予地级市及以下政府较大弹性空间来制定落户条件和排除了农民进城的一些制度阻碍, **其战略意义在于进一步助推城镇化进程, 尤其是中小城镇化进程将加速。**

根据中国长期经济发展计划, 旨在东部地区逐步打造更具国际竞争力的城市群, 在中西部有条件的地区培育壮大若干城市群, 而这些国家重点投入的城市群, 主要是二、三线城市, 它们具有经济高速增长、市场充满活力等特点。同时根据麦肯锡全球研究院的预测, 按照目前的发展趋势, 2025 年, 中国将形成由 8 座人口超千万的城市和 200 多座人口超百万的城市组成的庞大城市群, 城市数量将达到近 900 座, 城市人口将增加至 9.26 亿, 比 2005 年增加 3.5 亿多的城市居民, 相当于美国的全国

人口。随着城市化的发展，中国未来二十年的 GDP 增量将超过日本目前 GDP 的总量，并占到该时期全球 GDP 增长的 20%。到 2025 年，中国城市将崛起成为一个重要的全球市场，其消费总量和可支配收入将分别达到德国同期水平的将近两倍或两倍以上。城镇化进程的加速，一方面将进一步释放乡镇和农村居民的消费需求，尤其是农村居民，同时也会进一步扩大服装消费的市场容量，如图；另一方面将为城乡居民创造更多的就业机会，大幅提升城乡居民的消费能力，并带动中国中产阶级的崛起，进而推动服装市场的消费升级。

图表 23: 城镇化进程推动服装鞋帽销售



数据来源: 国家统计局, 东北证券

(2) 城乡居民家庭收入持续提升带来的消费升级

随着我国国民经济的发展和城市化进程的加速，居民收入水平不断提高，根据国家统计局的统计数据，我国人均 GDP、城镇居民家庭人均可支配收入和农村居民家庭人均纯收入分别从 2000 年的 7,858 元、6,280 元和 2,253 元上升至 2011 年的 34,999 元、21,810 元和 6,977 元。根据美国英克尔斯教授提出：人均 GDP 超过 3000 美元将加速城市化和现代化进程，城镇化、工业化进程会加快，居民消费类型和行为也会发生重大转变。中国人均 GDP 在 2008 年首次突破 3,000 美元，服装行业增长也出现了加速。尤其在我国东南沿海等经济发达地区，收入超 3,000 美元的中高收入人群正在不断增加，购买力水平大大增强。居民的消费需求和消费层次也不断提升，居民服装消费观念趋于成熟和理性化，穿着风格日益向休闲化、多样化、个性化和品牌化的方向发展，服装不但要能够满足人们重视个性发展、轻松舒适的穿着需求，而且还要满足不同年龄段消费群体在不同场合的穿着需求，因此消费者的消费理念逐渐转向品牌消费，这为品牌服装带来了巨大的发展空间。如表所示，国内限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售总额增速自 2008 年呈加速上升趋势，远高于 GDP 的增速，也侧面印证了我们的观点。

图表 24: 01-11 年中国限额以上服装鞋帽、针、纺织品零售总额增速及 GDP 增速

日期	限额服装鞋帽 针纺织品类零 售总额增速	GDP 增速	城镇居民家 庭人均可支 配收入	农村居民 家庭人均 纯收入	人均 GDP (RMB)	人均 GDP (美元) **
2011	35.7%	9.20%	21810	6977	34999*	5554.7
2010	27.2%	10.40%	19109	5919	29992	4528.6
2009	22.1%	9.20%	17175	5153	25608	3750.3
2008	24.9%	9.60%	15781	4761	23708	3468.8
2007	25.6%	14.20%	13786	4140	20169	2761.2
2006	20.9%	12.70%	11760	3587	16500	2113.0
2005	26.6%	11.30%	10493	3255	14185	1757.7
2004	19.2%	10.10%	9422	2936	12336	1490.4
2003	13.6%	10%	8472	2622	10542	1273.7
2002	9.1%	9.10%	7703	2476	9398	1135.4
2001	10.8%	8.30%	6860	2366	8622	1041.7

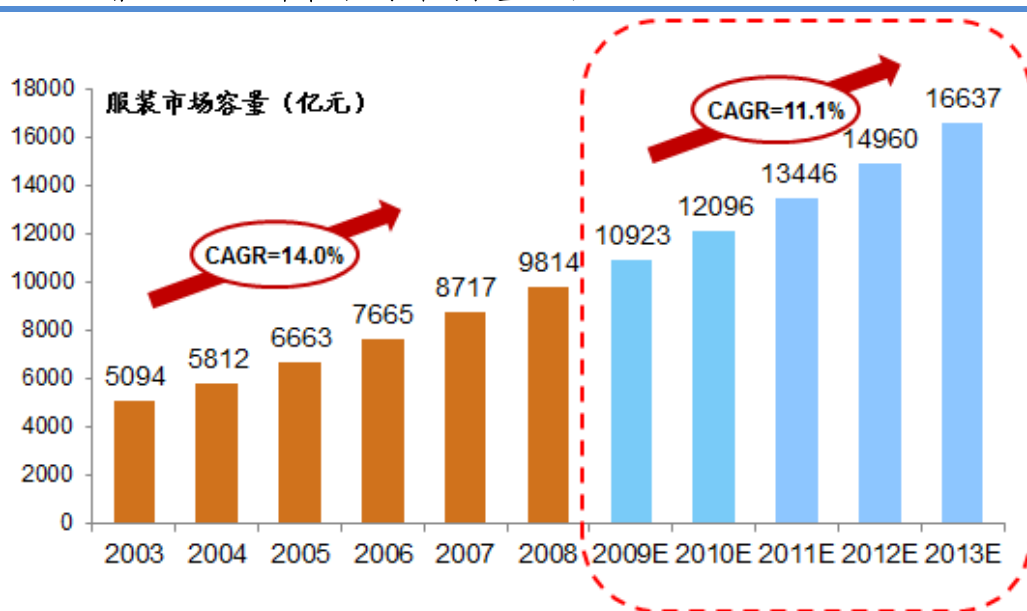
资料来源: 国家统计局, 东北证券; *2011 年人均 GDP 为 2011 年 GDP/人口数计算值;

**汇率按每年 12 月的美元兑人民币期末汇率计算

(3) 根据欧睿数据, 我国服装消费总额到 2013 年将达 16,637 亿元

根据欧睿的市场分析数据, 2003-2008 年, 我国服装消费总额从 5,094 亿元增长到 9,814 亿元, 年均复合增长率达 14.0%。未来我国服装市场规模将继续扩大, 但受国内宏观经济调整的影响, 增长速度将略有减缓, 预计 2009-2013 年, 我国服装消费总额的年均复合增长率为 11.1%, 到 2013 年, 总体市场规模将达到 16,637 亿元。

图表 25: 欧睿 2003-2013 年中国服装市场容量预测



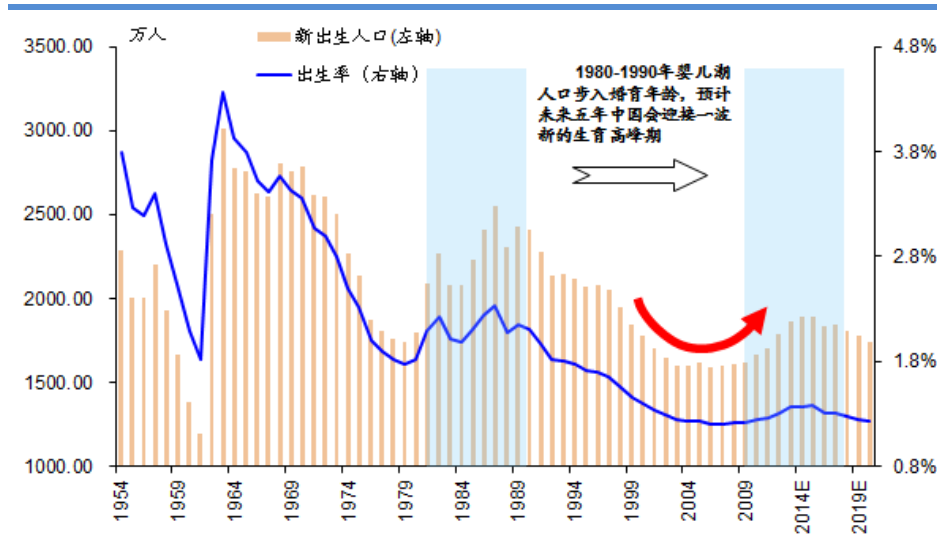
资料来源: 欧睿, 东北证券

2.2.2. 两代“婴儿潮”促使都市时尚、商务休闲和童装的兴起

中国从 1971 年实行计划生育, 1980 年实行独生子女政策, 在 1980-1990 年期间形成了一波生育潮, 在 1987 年新生儿人口达到顶峰, 从而形成了中国独生子女一代

的婴儿潮，这部分人群大约有 2.27 亿人。到 2010 年时，这部分人口正好是 20-30 岁的年龄段，基本上步入了成家立业、结婚生子的时期。根据国家统计预测，从 2005-2020 年将面对第 4 次的人口出生高峰，预计出生率在 2016 年达到顶峰，从而形成新一代婴儿潮。两代婴儿潮将给中国服装市场带来两大机遇。

图表 26：中国历年新生人口与出生率变化情况

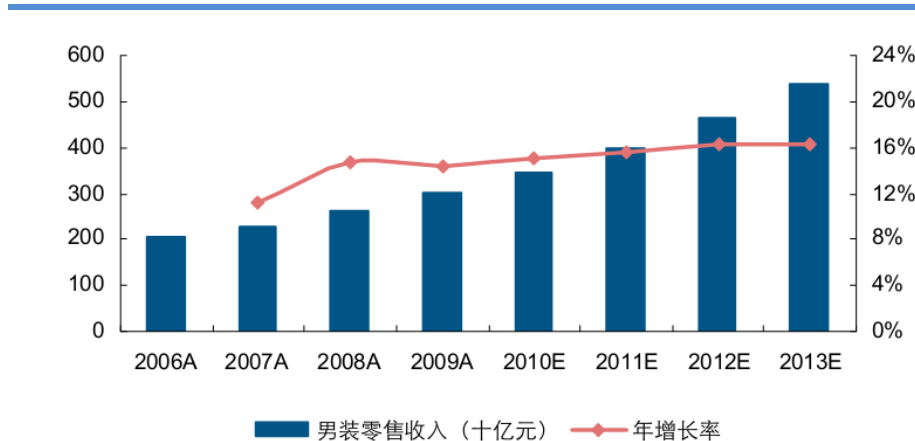


资料来源：国家统计局，东北证券

● 都市时尚、商务休闲系列的品牌服装市场需求不断扩大

1980-1990 年婴儿潮出生的人，普遍受过良好教育，目前正面临人生最佳的事业机遇期，尤其是在 1980-1984 年出生的城市年轻人中，根据摩根斯坦利的数据，这部分年轻人 43%拥有大学学历，远远超过全国 5%的平均水平，基本上 2000 年开始就业，而中国经济最快速的增长就是始于 2000 年，因此他们的薪水一开始就比全国平均水平高 25%，而且年收入增速高达 20%，他们拥有较强的购买力。这部分人群随着年龄、收入和阅历的增长，对服装消费存在升级要求，他们依旧会保持独生子女一代对个性和时尚的追求的特征，同时他们又对着装的商务性、品质感和文化价值有了更高层的要求，因此都市时尚、商务休闲系列的服装市场将不断扩大。目前国内的男装品牌主要定位于商务休闲，这也是过去几年男装品牌稳健增长的基础。

图表 27：男装市场零售总额及预测



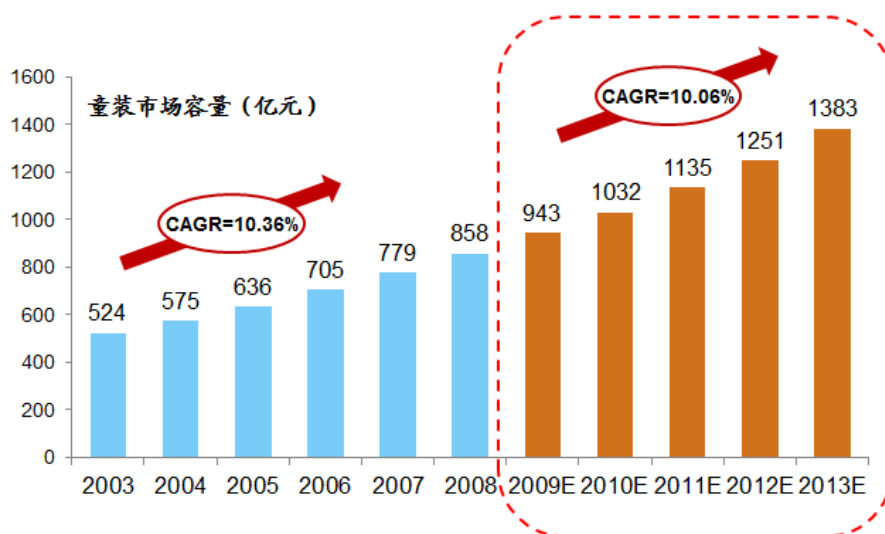
资料来源：Frost&Sullivan，东北证券

● 童装市场将迎接新一轮增长机遇

1980-1990 年婴儿潮这代人将在未来几年拥有自己的孩子，所以婴儿及儿童用品市场将出现繁荣。根据 2010 年第六次全国人口普查数据显示，全国 0-14 岁的人口总数约为 2.22 亿人，占总人口 16.6%。另据婴童产业研究中心于 2011 年 4 月公布的资料显示，2011 年中国 0 至 12 岁的婴童市场总规模约为 1.15 万亿元，预期将保持约 15% 的高速增长；2015 年将达到 2 万亿元，远景规模甚至达到 3 万亿元。作为婴童产业的重要组成部分——童装，将迎接新一轮增长机遇。

童装根据儿童年龄划分，可分为 0-3 岁的婴童装、3-14 岁的中童装、14-16 岁的大童装；按照产品风格划分，还可以细分为时尚、运动、可爱系。根据欧睿数据显示，2003 年到 2008 年，我国童装市场消费额从 524 亿增加至 858 亿，年均复合增长率达到 10.37%，预计到 2013 年市场容量将达到 1383 亿元，年均复合增长率为 10.06%，其中 3-12 岁的童装消费要占整个童装市场消费额的 80% 以上。童装市场的另一个特点，就是儿童成长迅速，服装更替较快，每年每季都会存在童装的替换消费，这也侧面证明了中国童装市场的容量潜力巨大。

图表 28：欧睿 2003-2013 年中国童装市场容量预测



资料来源：国家统计局，东北证券

2.3. 2012 年下半年行业运行路线分析

2.3.1. 纺织制造：国内外棉花价差难降，出口回暖趋势不明，给予同步大市的评级

国内外棉花价差持续扩大，无疑对已受外需低迷影响业绩的纺织制造企业而言是雪霜加霜。下半年国内外棉花价差能否缩小，重点看国家相关政策的出台，对此我们这里难以有明确的判断。不过根据市场出现的信号来看，短期内国内棉价将会维持弱势。根据美国农业部 6 月份棉花需求报告显示，2012/13 年度全球棉花产量将达 2510.2 万吨，较 5 月份调低 30 万吨；全球消费 2373.4 万吨，较 5 月份调低 21 万吨；全球期末库存 1622.2 万吨，较 5 月份调高 17 万吨，较本年度增加 156 万吨；而中国 2011/12 年度产量 729.4 万吨，消费 892.7 万吨，进口 506.2 万吨，库存 595 万吨；2012/13 年度产量 664.1 万吨，消费 870.9 万吨，进口 293.9 万吨，库存 681.55 万吨。

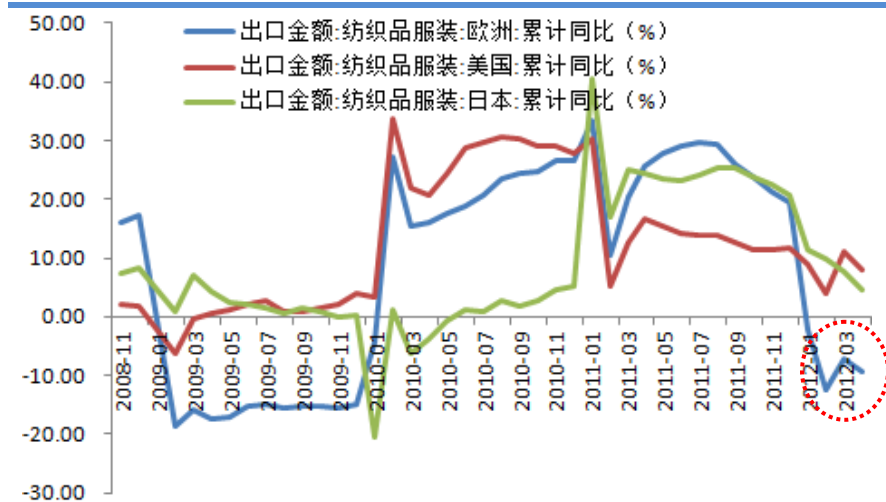
万吨，数据显示中国棉花库存位于高位。同时根据海关数据也显示，2012年5月，我国棉花进口50.2万吨，2011年9月-2012年5月，累计进口425.3万吨，同比增加了216.2万吨。即本年度国内的棉花进口量将创新高，但是由于配额流通量不多，因此大量到港使得保税仓库棉花大幅增加，库容压力较大。

高库存的棉花将对下半年的国内棉价走势形成打压。但是由于国内棉花价格受政策影响巨大，具体关注国储棉和棉花进口配额的政策动态，因此下半年国内棉花价差能否缩小关键看国储棉的相关政策以及棉花进口配额和滑准税等情况。如果能实行限价放储或扩大进口配额的发放，则有助于实现国内外棉花价格差的缩小；不过这样，国家将面临保护国内棉农利益和保护国内纺织企业利益的两难选择。国家的各项关于棉花的政策出发点是好的——稳定棉价，但是目前的现状是国内纺织制造业的国际竞争力被大幅削弱。不过换个角度来看，行业龙头企业在这轮调整中，也会元气大伤，但受益于其完整的产业链和资金实力，一旦后续市场回暖，龙头企业可以迅速收复失地，同时抢占调整过程中小企业倒闭后留下来的市场空间。

纺织制造板块业绩能否起来，还需要时刻关注出口环境的改善。由于欧债危机的持续发酵，使得出口欧洲的纺织服装制品金额出现了负增长。随着G20对希腊支持以及希腊大选的结束，欧债危机出现解决的曙光，但总体来看海外需求的复苏并不明确。目前国内市场起到了一定的支撑作用，但在国家保增长、调结构、稳物价的政策指引，现阶段国家层面还比较缺乏较为确切的措施来进一步刺激内需，尤其是纺织服装消费品的政策。总的来看，外需复苏还需要一段时间，而内需对纺织制造业的贡献也有限。

因此，在内外棉价差难缩和外需市场复苏不明朗的情况，我们给予纺织制造板块“同步大市”的评级。我们将时刻关注国内外棉花差价的动向、外需的变化情况、国内经营环境，以此来判断行业业绩拐点何时出现。在个股选择上重视行业龙头以及有技术壁垒的企业，尤其是经过一季度业绩风险的释放，并待市场需求明朗后，有望提升龙头企业的估值，建议关注鲁泰A、宜科科技。

图表 29：中国对美日欧的纺织品服装出口增速情况（截止 2012/4）



资料来源：国家统计局，东北证券

2.3.2. 服装家纺：主要品牌企业订货数据好于预期，给予优于大市的评级

6月份过后，服装家纺品牌的下半年秋冬订货会都基本上结束，从订货会反馈情况来看，各子行业具有以下特点：

休闲服行业出现了分化，搜于特由于基数小全年订货会金额可以获得 50%以上的增长；美邦服饰经过去年一年对存货的消化，2012 年全年订货会金额预计可以获得 20%左右的订货增长；而森马服饰旗下的森马品牌和巴拉巴拉品牌则出现明显订货会金额增长放缓的趋势。

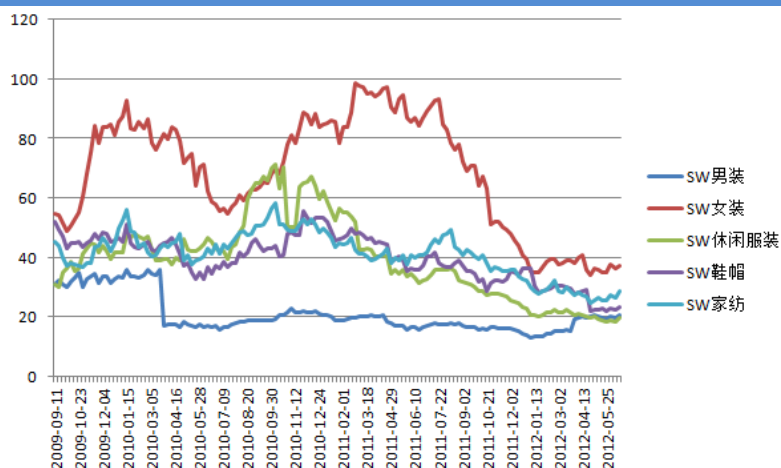
男装行业订货会金额基本保持在 20-30%左右的增长，依然维持稳健的增长，其中七匹狼和报喜鸟预计 2012 秋冬订货能有 30%左右的增长，报喜鸟秋冬装还提价 10%左右，出货折扣提升一个百分点至 4.8-4.9 折。

户外行业目前上市公司只有一个探路者，由于基数低，公司全年订货会金额可以获得 60%以上的增速。

家纺行业受到房地产调控的影响，订货会金额增速放缓，其中罗莱家纺 2012 年春夏只获得了 10-20%的增速；梦洁家纺则调整了订货会政策，公司计划将订货会由一年两次改为一年四次，增加订货频率；富安娜增速也有放缓的趋势，但全年依旧保持 30%以上的增长。

整体来看，国内服装家纺企业的订货会数据比较理想，加盟商对下半年的销售放缓有一定预期，但订货金额仍获得了相对较高的增长速度。从服装家纺各子行业估值来看，目前已经属于估值底部，我们认为本轮服装家纺板块调整的拐点的来临需要依靠消费需求的改善，提振公司业绩，从而反映到股价上。我们期待该板块今年中报的业绩表现，重点关注各品牌在 2012 春夏订货会高增速下的业绩实现情况。因此，我们给予服装家纺板块“优于大市”的评级，个股上建议关注美邦服饰、希努尔、报喜鸟和奥康国际。

图表 30: 服装家纺各子板块估值情况（截止 2012/06/15）



资料来源：国家统计局，东北证券

图表 31: 主要服装家纺品牌 2012 年订货情况

公司	2012 春夏订货会金额	2012 秋冬订货会金额
美邦服饰	20-30%	秋装 20%，无指标，改期货 70%+现货 30%
森马服饰	森马 20%，巴拉巴拉 40%	森马和巴拉巴拉均个位数增长
搜于特	60-70%	50%以上
希努尔	30%以上	20%
报喜鸟	30%	30%
九牧王	30%	20%

七匹狼	30%	25-30%
探路者	66%	60.65%
罗莱家纺	10-20%	20-25%
富安娜	40%以上	30%
梦洁家纺	40%以上	订货改为一年四次，秋季订货会在

数据来源：东北证券，公司调研，公司公告

3. 个股投资要点

3.1. 美邦服饰（002269）

● 公司 2012 年一季度存货金额为 23.2 亿元较 2011 年年末的 25.6 亿元下降了 2.4 亿元，同时存货结构也呈好转趋势，其中 2011 年的冬装和春装有 4 个亿左右，夏装 4 个亿左右；2012 年的夏装 7 个亿，面辅料包括道具有 1.5 个亿左右；2010 年及以前的存货 2.5 个亿左右。预计 2012 年中报存货在 18-20 亿之间。去年推出的折扣店策略，是为了解决存货问题的应急策略，今后折扣店的占比会越来越来少。

● 公司今后的工作思路是卧薪尝胆，苦练内功，做好精细化管理工作。由于一线城市和二三线城市的消费者消费习惯差异，国际品牌的渠道下沉对公司的影响小，公司应对的关键是要做好精细化管理工作；平效提升是应对成本上升的王道，而平效提升需要靠终端的精细化管理和高效的供应链支持；精细化管理是要建立针对各类门店的标准化体系，加强门店管理的计划性；构建高效供应链，依托信息化平台实施期货和现货并重的发展模式。

● 渠道规划。公司将加大对加盟市场的资源投入，重视加盟市场的深度挖掘，而对直营则重视平效的提升，以实现直营和加盟的平衡发展；今后渠道发展的重心放在提升门店质量上，拓展的增速会适当放缓；公司将加大购物中心店比重，与街边店形成互补。

● 品牌定位。旗下品牌定位更加清晰化，MB 聚焦休闲时尚，MC 聚焦商务时尚，年龄段跨度延伸至 30-45 岁；公司看好童装市场，推双品牌策略和差异化定位，MooMoo 活泼童趣，MCKIDS 潮童。

● 盈利预测。根据我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.55 元、2.13 元和 2.63 元，目前股价对应 14.7 倍、10.7 倍和 8.7 倍，维持“推荐”评级。

● 风险提示。存货消化不及预期的风险；单店盈利能力提升不及预期；渠道拓展不及预期。

3.2. 希努尔（002485）

● 公司 2011 年营业收入 11.48 亿元，同比增长 14.45%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.99 亿元，同比增长 38.59%。公司 2011 年实现每股收益 1.00 元，略高于市场预期。公司拟实施的分红方案为：每 10 股派现金红利 5 元（含税），同时转增 6 股。

● 报告期公司净利润增速大幅高于营业收入增速主要由于公司综合毛利率的同比提升 4.2 个百分点至。其中毛利率提升主要得益于：1）优化和调整产品结构，高毛利品类收入增速（衬衫 35.06%、棉服茄克 83.76%和针织衫 51.24%）远高于低毛

利品类；2）直营渠道的比例增加。

- 报告期内营业税金及附加较 2010 年大幅增加 1013.36 万元。根据国家 2010 年对于城市维护建设税和教育费附加制度发布的规定，公司自 2010 年 12 月 1 日起开始缴纳城市建设维护费和教育费附加所致。

- 公司销售费用率较上年增加 2.0 个百分点至 17.5%。主要因为公司 2011 年加大直营店建设力度和提升店面形象的装修活动，导致租赁费、装修费和折旧费大幅增加；同时，公司加大广告投入，冠名赞助 2011 年世乒赛中国乒乓球队选拔赛和 CCTV-2《今日观察》栏目，导致广告费大幅增加。

- 看好公司 2012 年的直营渠道扩张和内生性增长策略所带来业绩提升。2011 年公司开设了 16 家店中店，购置了 20 家店铺，其中购置店铺中已开业 8 家，其余 12 家正在设计装修中，这些门店将在 2012 年贡献业绩，此外，公司计划 2012 年加快直营店中店拓展步伐；公司内生性增长策略——老店装修计划和持续优化高毛利率产品结构，这有助于提高同店业绩和进一步提升公司毛利率。

- 盈利预测和投资建议：以总股本 2 亿股计算，预计公司 2012 年、2013 年的每股收益分别为 1.30 元、1.68 元，目前股价对应 PE 分别为 17.0X、13.1X，给予谨慎推荐评级。

- 风险提示：男装行业回暖势头放缓；直营门店扩张过程中考验公司营运管理能力。

3.3. 报喜鸟（002154）

- 2011 年公司实现营业收入 20.28 亿元，同比增长 61.2%；营业利润 4.23 亿元，同比增长 49.5%；归属母公司所有者净利润 3.68 亿元，同比增长 51.7%；摊薄后每股收益 0.63 元，拟实施每 10 股派现金 1.5 元（含税）的分配方案。

- 四季度收入增收高达 91%，受益于外延式扩张。公司主要经营旗下品牌（报喜鸟、圣捷罗和宝鸟等）西服和衬衫等男士系列服饰产品的设计、生产和销售。报告期公司实现收入 20.28 亿元，同比增长 61.2%，其中第四季度单季度实现收入 6.97 亿元，同比增长 91.0%，符合公司外延式扩张的战略，截至 2011 年底，公司拥有报喜鸟品牌 821 家门店，圣捷罗品牌 247 家门店，两个品牌都较 2010 年增加了 106 家门店。

- 初步实现规模和毛利率双轮驱动，毛利率大幅提升。报告期内，公司通过加强宣传推广，提高品牌附加值和产品价格，强化成本控制，提升产品倍率，使得公司 2011 年综合毛利率较 2010 年大幅上升了 4.68 个百分点至 58.87%；2011 年销售费用率同比上升 1.14 个百分点至 17.66%，主要系公司销售规模扩大致费用大幅增加，其中公司加大广告投入，造成广告费用大幅增加；管理费用率则上升 2.33 个百分点至 15.41%，主要由人力成本及研发费用上升；由于公司发现公司债以及新增贷款的利息费用，使得财务费用上升 1.08 个百分点至 0.57%；净利润同比下滑了 1.15 个百分点至 18.16%。

- 公司投资逻辑。1.公司精细化管理的同时，继续实施“154”战略，实现由单一毛利率驱动向规模、毛利率双轮驱动的转变；2.多品牌运营基本成型，公司蓄势待发（报喜鸟品牌采用营销大会、区域巨人计划、大店策略鼓励加盟商做大做强，圣捷罗品牌初步形成自有营运模式，宝鸟体系经过业务调整和重组实现产销一体化）。

- 盈利预测与投资评级。我们看好男装行业以及公司多品牌经营战略，预测公司 2012-2013 年 EPS 分别为 0.83 元和 1.07 元，目前股价对应 PE 分别为 15.5 倍和 11.9 倍，给予推荐评级。

- 风险提示。经济增长下滑影响终端消费需求；渠道扩张不及预期

3.4. 奥康国际（603001）

- 奥康国际是国内男鞋行业领军品牌。公司中国最大的皮鞋制造与零售商之一，主要从事奥康、康龙、美丽佳人、红火鸟四个自有品牌以及特许使用的 VALLEVERDE（万利威德）品牌的男女皮鞋及皮具产品的设计、开发、制造、分销和零售业务。截至 2011 年末，公司拥有 477 家直营店和 4035 家经销店。公司 08-11 年营业收入和净利润的复合增长率分别为 40%和 131%。

- 鞋类行业市场空间巨大，行业集中度不断提升。根据国家统计局数据，我国人均鞋类消费不足 1.9 双，远低于欧美发达国家的水平，也低于其他主要发展中国家的水平，因此随着我国城镇化率的提高和居民消费能力的提升，鞋类消费的市场空间有很大的增长空间。同时根据 CIIC 的数据显示，鞋类的行业集中度在不断提升，由于鞋类产品趋同性，使得强势的品牌企业能获得市场认可，具有先发优势，今后发展的空间也更大。

- 公司竞争优势明显。纵向一体化业务模式，提升了公司对整个供应链的话语权；差异化的品牌定位，使得公司品牌体系可以覆盖不同档次和不同类型的消费者；两大研发中心以及 OEM/ODM 带来的先进品牌的产品经验，形成了公司实力雄厚的研发能力；创新不断的营销策划，提升公司的品牌影响力和知名度；完善的渠道架构，使得公司能够掌握丰富的渠道资源

- 募投项目强化公司直营渠道建设。公司本次 IPO 拟公开发行 8100 万股，募集资金主要用于营销网络建设、信息化系统建设和研发中心技改。其中营销网络建设拟投资 8.7 亿元，开设 348 家直营店。

- 盈利预测与估值。我们预计公司 12-14 年核心 EPS 分别为 1.34、1.70 和 2.14 元。考虑到公司成熟的商业模式和成功的多品牌运作经验，给予公司 2012 年 20-22 倍的市盈率，对应合理价值区间为 26.8-29.5 元。

- 风险提示：经济下滑影响销售；渠道拓展不及预期；门店扩张考验公司管理能力。

3.5. 宜科科技（002036）

- 事件：公司 2012 年 5 月 24 日晚发布了《关于汉麻军用装备产品进展的提示性公告》，主要内容如下：公司收到总后相关部门“关于做好军用汉麻产品列装前生产准备工作的通知”——根据相关装备计划，汉麻军用内裤、汉麻军用毛巾、汉麻军用冬袜已经列入今年生产计划，要求公司及时准备相应汉麻纤维和汉麻纱线生产数量。该通知文件中未注明本次军用汉麻产品的具体数量及金额等信息。

- 军需大单落地，业绩拐点显现。此次公告等于宣告公司军需大单的落地，公司汉麻产能将得以释放，公司业绩将迎来拐点。这也表明公司的汉麻纤维和汉麻纱线的功能性获得总后认可，可以预见随着军方对产品的熟悉和认同，今后可能会有更多品类的汉麻产品进入军用生产计划，例如内衣裤、鞋品及床上用品等；军方订单拥有稳定、量大的特点，一旦进入军方采购体系，就很难被替代。如果按最乐观

情况估算，公告的三项产品今年能够装备全军，则公司汉麻纱线的需要量将达到 2000 吨以上，与此对应的营业收入将超过 2 亿元。

- 汉麻二期产能扩张势在必行，技术壁垒构筑长期利好。随着军需大单的陆续下达以及各类民用订单需求的上升（雅戈尔、李宁、探路者、孚日、浪莎、铜牛等），公司一期汉麻纤维产能（2000 吨）很快就能实现满产，因此二期产能扩张势在必行，预计年内启动，2013 年投产，届时公司产能将达到 5000 吨的规模。同时，公司与总后共享汉麻纤维生产专利技术，使得新进公司难以介入汉麻纤维的生产领域，这为公司构筑了扎实的技术壁垒，也为公司持续获得军方订单提供了保证。

- 盈利预测与估值。考虑到今日公告说明了公司汉麻产品在军用领域已取得了突破，我们假设公司未来能够实现汉麻订单的顺利放量，乐观预计 12-14 年汉麻纤维产量分别为 1500 吨、2500 吨和 4000 吨，按照上述假设将分别增厚公司 12-14 年每股业绩为 0.36 元、0.58 元和 0.91 元，公司综合 EPS 分别为 0.47 元、0.72 元和 1.08 元，当前股价对应 PE 为 34.2 倍、22.3 倍和 14.9 倍，首次给予“推荐”评级。

- 风险提示。未达假设预期；军用和民用汉麻订单量和价都不及预期。

3.6. 鲁泰 A（000726）

- 2012 年 1 季度公司实现营业收入 13.20 亿元，同比下滑 6.5%；归属母公司所有者净利润 1.15 亿元，同比下滑 44.6%；摊薄后每股收益 0.11 元/股。

- 毛利率大幅下降。2012 年 1 季度公司综合毛利率较去年同期下降了 7.6 个百分点。这一方面是因为欧债危机导致欧洲市场需求低迷和美国经济复苏缓慢，影响公司出口欧美的产品数量和价格，根据 2011 年年报显示公司出口欧美的收入要占总收入的 20%以上。另一方面是公司产品定价和成本受棉价影响较大，11 年 1 季度棉价处于高位，则公司享受高价产品和前期低价原料的配比；而 12 年 1 季度棉价同比大幅回落，公司则处于产品价格下降和前期高价原料库存的配比，这也造成公司一季度毛利大幅下滑。

- 未来投资逻辑。1.公司订单一直比较饱满，即使在一季度纺织行业出口下滑的背景下，公司收入也仅下滑 6.5%，随着棉价的企稳、高价原料库存的消化以及外贸出口增速的恢复，公司后期业绩会有明显改善；2. 产能持续扩张有望提供业绩增长动力，子公司鲁丰织染新建 5000 万米高档匹染面料项目，新增 4000 万米高档色织布生产线项目，新增 23 万锭和 3.5 万锭倍捻生产线项目；3.产业链向下延伸，加大自有品牌建设力度（佰杰斯、LT GRFF、鲁泰在线），专卖店数达 33 家。

- 盈利预测与投资评级。我们看好公司针对中高端色织布产业的布局，我们略微下调公司 2012-2013 年 EPS 预测分别为 0.95 元和 1.14 元，目前股价对应 PE 分别为 8.9 倍和 7.4 倍，维持谨慎推荐的评级。

- 国内外棉价差持续维持在高位；外需持续不振

4. 风险提示

- 经济增长的不确定性，尤其是经济放缓对消费需求的影响；
- 外需恢复的不确定性；
- 各项成本上升对盈利的侵蚀。

图表 32: 纺织服装重点个股估值表 (截止 2012/6/15)

板块	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
纺织	鲁泰 A	7.82	78.90	0.84	0.95	1.15	9.30	8.22	6.83	1.51
	宜科科技	16.76	33.90	0.09	0.56	0.87	193.53	30.08	19.26	10.29
	嘉麟杰	7.81	16.24	0.35	0.43	0.56	22.11	17.98	14.07	1.75
	华孚色纺	5.10	42.48	0.73	0.54	0.65	6.96	9.49	7.85	1.43
	山东如意	8.85	14.16	0.07	0.46	0.57	126.25	19.42	15.51	2.09
	伟星股份	10.44	27.04	0.76	0.86	1.02	13.78	12.18	10.28	1.83
	航民股份	6.07	25.71	0.62	0.75	0.88	9.72	8.07	6.93	1.66
男装	七匹狼	28.59	121.32	1.46	1.31	1.70	19.62	21.89	16.83	5.81
	报喜鸟	13.90	82.54	0.63	0.83	1.08	22.17	16.80	12.90	3.66
	九牧王	27.63	158.30	0.90	1.18	1.42	30.57	23.47	19.40	4.12
	希努尔	12.40	39.68	1.00	0.80	1.04	12.46	15.41	11.98	2.09
	卡奴迪路	45.69	45.69	1.46	1.60	2.23	31.34	28.58	20.53	4.52
	雅戈尔	9.04	201.29	0.79	0.92	1.09	11.42	9.84	8.28	1.68
	步森股份	13.45	12.55	0.57	0.72	0.89	23.76	18.59	15.14	2.16
	大杨创世	11.60	19.14	0.71	0.78	0.91	16.37	14.96	12.81	2.02
女装	朗姿股份	39.13	78.26	1.04	1.50	2.07	37.51	26.04	18.91	3.73
	凯撒股份	8.39	17.95	0.27	0.35	0.42	31.35	23.91	19.95	1.96
休闲服	美邦服饰	23.53	236.48	1.20	1.49	1.92	19.61	15.77	12.28	6.71
	森马服饰	28.60	191.62	1.83	2.06	2.48	15.66	13.89	11.52	2.64
	搜于特	21.45	61.78	1.08	0.86	1.18	19.82	24.99	18.12	3.53
	百圆裤业	26.22	17.48	1.03	1.34	1.83	25.44	19.56	14.29	2.75
户外	探路者	18.10	63.06	0.40	0.50	0.75	45.27	36.10	24.04	10.12
鞋帽	星期六	7.29	26.49	0.27	0.33	0.41	26.64	22.09	17.98	1.70
	奥康国际	26.38	105.78	1.43	1.40	1.76	18.45	18.85	15.02	3.21
	兴业科技	11.36	27.26	0.68	0.70	0.90	16.63	16.29	12.62	2.12
皮革	华斯股份	13.65	15.49	0.55	0.64	0.83	24.98	21.25	16.46	1.71
家纺	富安娜	44.37	71.29	1.55	1.73	2.28	28.71	25.60	19.50	5.41
	罗莱家纺	76.45	107.31	2.66	3.40	4.44	28.69	22.47	17.20	6.64
	梦洁家纺	21.10	31.90	0.74	0.95	1.22	28.53	22.27	17.23	2.95

数据来源: 东北证券, Wind

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760