

震荡中寻找稳健，静待周期回升

——2013 年纺织服装业年度投资策略

报告摘要：

● 沪深 300 指数年内累计跌幅 8.3%，申万纺织服装行业指数累计跌幅为 21.2%，整体跑输沪深 300 指数，其中申万纺织制造子板块年内累计下跌 14.5%，表现相对较好，这主要源于题材股表现；而申万服装家纺子板块年内跌幅为 26.4%，大幅跑输沪深 300 指数。截止 2012 年 11 月 27 日剔除负值的估值情况，纺织服装行业估值为 16.09 倍，纺织制造子行业估值为 18.67 倍，服装家纺子行业估值为 15.08 倍。

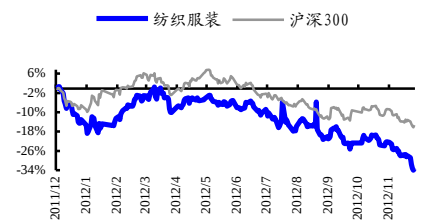
● **2012 年行业回顾：**（1）纺织制造：内外需回暖趋势未明，棉价差维持高位震荡。外需方面 1-10 月纺织服装出口同比仅增长 2.0%；内需百家零售企业服装增速放缓；棉价差由于国储棉托市和外棉供大于求的市场格局影响，维持高位震荡。（2）服装家纺：零售增速季节性回暖，但库存情况依旧高企。2012 年 10 月社会消费品零售总额和限额以上批零零售额的同比增速回暖；限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额和百家重点大型零售企业也出现季节性回暖；同时衣着类 CPI 继续回落；三季度存货金额平均增长 30.3%。

● **服饰行业仍将稳健增长，但也存在周期性。**（1）城镇化和消费升级促使行业增速仍能保持在 13% 以上：1、过去十年的中国城镇化进程，将城镇化率提升至 51.3%；2、十二五期间最低工资标准将年均增长达 13% 以上；3、我国步入中等收入国家，也意味我国消费已经步入大众消费时代。（2）衣着类消费受经济周期影响：1、美国和香港的服装零售增速与其 GDP 增速保持高度的相关性；2、衣着类 CPI 变化与纺织服装收入增速同比变化正相关；3、品牌服饰具有后周期的特性。（3）行业增长动力切换到内生增长：运营为王：1、单靠外延式扩展就能维持高增长的时代已经过去；2、渠道为王逐步转变为运营为王；3、运营能力的提升都会体现在平效上。

● **投资观点。**（1）纺织制造板块，由于外棉受供大于求的市场格局影响价格持续走低，而内棉则受国储托市影响价格依旧坚挺，使得国内外棉价差依旧高企，同时广交会情况显示外贸依旧不振，因此我们维持此前判断，行业的拐点还未到来，板块依旧维持震荡格局，建议关注非棉产业链上的相关上市公司，如皮革行业的兴业科技；（2）服装家纺板块，经历 9-11 月份的连续下跌，整个板块估值已降至 15.08 倍，这说明 2013 年品牌服饰业绩增速放缓的预期已经体现，目前整个板块估值具有安全边际，但是由于行业业绩拐点尚未显现，短期内缺乏股价刺激因素，静待经济周期回升后，服饰零售重回稳健增长通道，不过我们中长期看好业绩增长确定且门店运营能力较强的公司，如七匹狼、九牧王、美邦服饰、卡奴迪路和搜于特等。

● **风险提示。**经济增长和外需恢复的不确定性；各项成本上升。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-12.49%	-15.32%	-34.92%
相对收益	-8.01%	-12.07%	-19.77%

重点公司

投资评级

美邦服饰	推荐
七匹狼	推荐
九牧王	推荐
兴业科技	谨慎推荐
卡奴迪路	谨慎推荐
搜于特	谨慎推荐

相关报告

《10 月服装零售额增速回暖，“双十一”加速线下品牌触网》

2012-11-26

《市场对板块担忧情绪加剧，静待估值切换》

2012-10-31

《8 月服装零售回暖，国家促外贸政策出台》

2012-09-25

《7 月百家服装零售额增速放缓，男装中报普遍稳健增长》

2012-08-27

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 年市场表现.....	4
1.1. 市场回顾.....	4
1.2. 公司表现情况.....	6
1.3. 估值情况.....	7
2. 2012 年行业运行特点：棉价差高企，外贸内需双降.....	9
2.1. 纺织制造：内外需回暖趋势未明，棉价差维持高位震荡.....	9
2.2. 服装家纺：零售增速季节性回暖，但库存情况依旧高企.....	11
3. 2013 年行业展望：服饰行业仍将稳健增长，但也存在周期性.....	13
3.1. 城镇化和消费升级促使服饰行业增速仍能保持在 13%以上	13
3.2. 衣着类消费受经济周期影响.....	14
3.3. 服饰行业增长动力切换到内生增长为主：运营为王.....	16
4. 行业投资策略分析：震荡中寻找稳健，静待周期回升.....	17
4.1. 纺织制造：国内外棉花价差难降，13 年外贸出口仍承压，同步大市评级....	17
4.2. 服装家纺：13 年春夏订货会放缓，但库存风险逐步释放，同步大市评级....	17
5. 个股投资要点.....	19
5.1. 美邦服饰（002269）	19
5.2. 七匹狼（002029）	20
5.3. 九牧王（601566）	21
5.4. 兴业科技（002674）	21
5.5. 卡奴迪路（002656）	22
5.6. 搜于特（002503）	23
6. 风险提示	24

图表目录

图表 1: 纺织服装行业及子行业年内表现 (截至 2012/11/27)	4
图表 2: 申万行业估值 (2012/11/27, TTM, 整体法, 剔除负值)	4
图表 3: 纺织服装年内累计涨幅 21.2% (截止 11/27)	5
图表 4: 纺织服装近 1 年累计跌幅 35.1% (截止 11/27)	5
图表 5: 申万纺织服装细分子行业年内涨跌幅 (截止 2012/11/27)	5
图表 6: 纺织服装板块区内涨跌幅前十位的公司 (截止 2012/11/27)	6
图表 7: 纺织服装板块年内涨跌幅后十位的公司 (截止 2012/11/27)	6
图表 8: 重点公司 2012 年内行情运行情况 (截止 2012/11/27)	7
图表 9: A 股主要服饰公司的相关估值 (2012 年 11 月 29 日)	8
图表 10: 港股可比服饰公司的相关估值 (2012 年 11 月 29 日)	8
图表 11: 海外可比服饰公司的相关估值 (2012 年 11 月 29 日)	8
图表 12: 纺织服装固定资产投资增速 (2012/10)	9
图表 13: 纺织服装行业利润累计增速 (2012/09)	9
图表 14: 人民币对美元汇率情况 (截止 2012/11/28)	10
图表 15: 纺织出口金额同比增速 (2012/10)	10
图表 16: 服装出口金额同比增速 (2012/10)	10
图表 17: 国内棉花价格走势以及价差情况 (截止 2012/11/26)	10
图表 18: 社会零售总额和限额以上消费总额月度同比增速 (截止 2012/10)	11
图表 19: 2011 和 2012 年百家大型零售企业各月零售额增速对比 (%)	12
图表 20: 1-10 月百家零售企业服装零售额月度增速	12
图表 21: 1-10 月百家零售企业服装零售量月度增速	12
图表 22: CPI 和衣着类 CPI 走势 (截止 2012/10)	12
图表 23: PPI 衣着价格指数变化 (截止 2012/10)	12
图表 24: 2012Q3A 股主要品牌零售企业存货情况	13
图表 25: 不同收入情况的家庭消费分配占比	14
图表 26: 美国 GDP 和服装零售增速 (过去十年)	14
图表 27: 香港 GDP 和服装零售增速 (过去十年)	14
图表 28: CPI 和社零当月同比走势 (过去十年)	15
图表 29: 衣着类 CPI 和纺织服装收入增速 (过去十年)	15
图表 30: 品牌服饰具有后周期特性	15
图表 31: 美邦服饰与国际大众休闲品牌的平效对比 (2011 财年)	16
图表 32: ZARA、H&M 和优衣库的核心竞争力对比	16
图表 33: 中国对美日欧的纺织品服装出口增速情况 (截止 2012/08)	17
图表 34: 服装家纺各子板块估值情况 (截止 2012/11/27)	18
图表 35: 主要服装家纺品牌 2013 年订货会情况	19

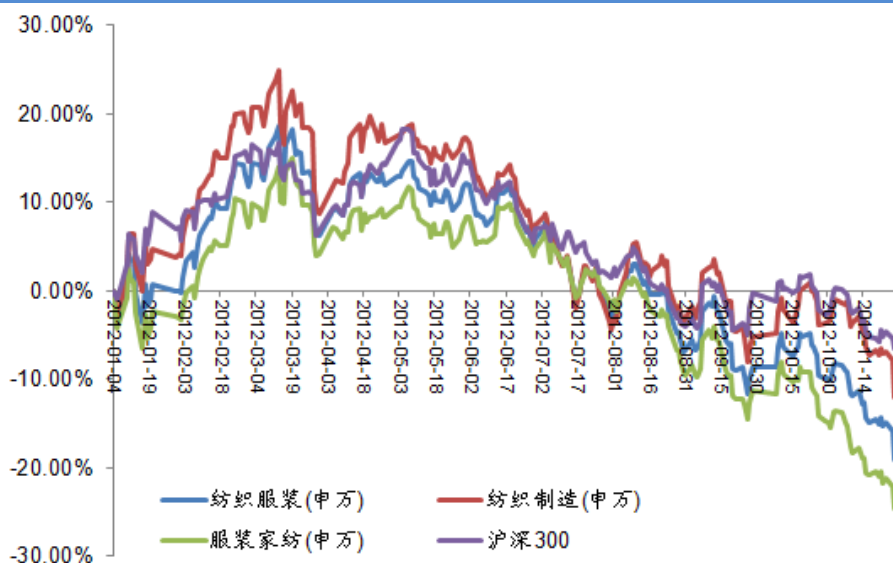
1. 纺织服装行业 2012 年市场表现

1.1. 市场回顾

沪深 300 指数年内累计跌幅 8.3%，申万纺织服装行业指数累计跌幅为 21.2%，整体跑输沪深 300 指数，其中申万纺织制造子板块年内累计下跌 14.5%，表现相对较好，这主要源于题材股表现（如涉矿概念、小额信贷概念、重组概念等）；而申万服装家纺子板块年内跌幅为 26.4%，大幅跑输沪深 300 指数。

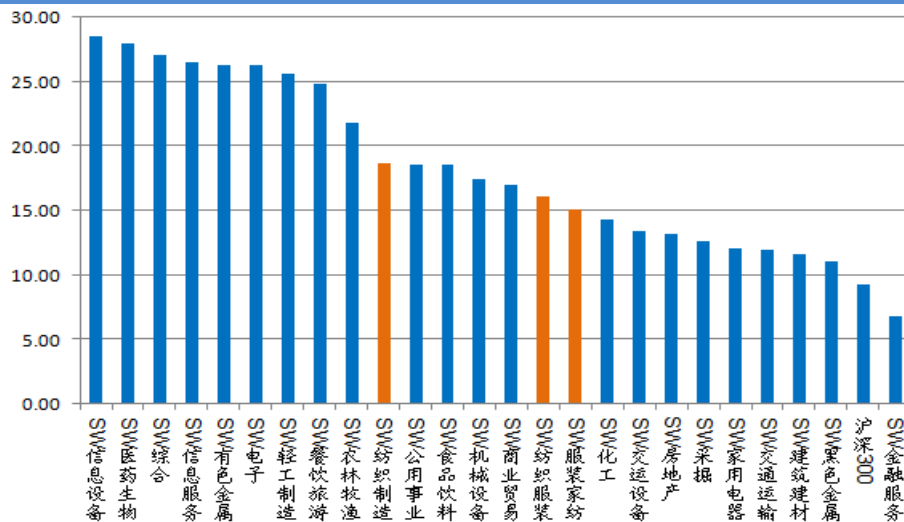
截止 2012 年 11 月 27 日剔除负值的估值情况，纺织服装行业估值为 16.09 倍，纺织制造子行业估值为 18.67 倍，服装家纺子行业估值为 15.08 倍。

图表 1：纺织服装行业及子行业年内表现（截至 2012/11/27）



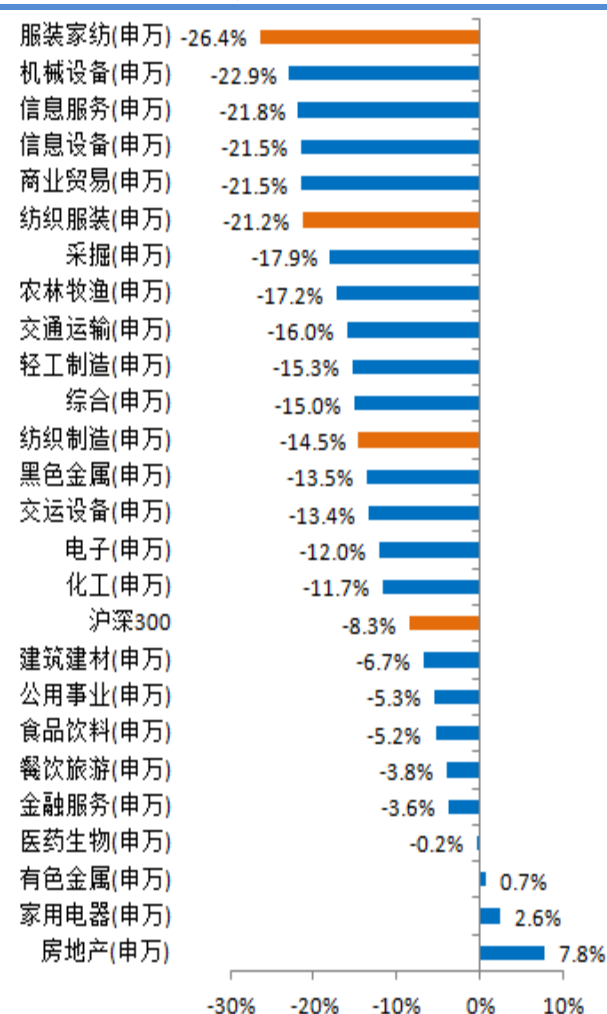
数据来源：东北证券，Wind

图表 2：申万行业估值（2012/11/27，TTM，整体法，剔除负值）



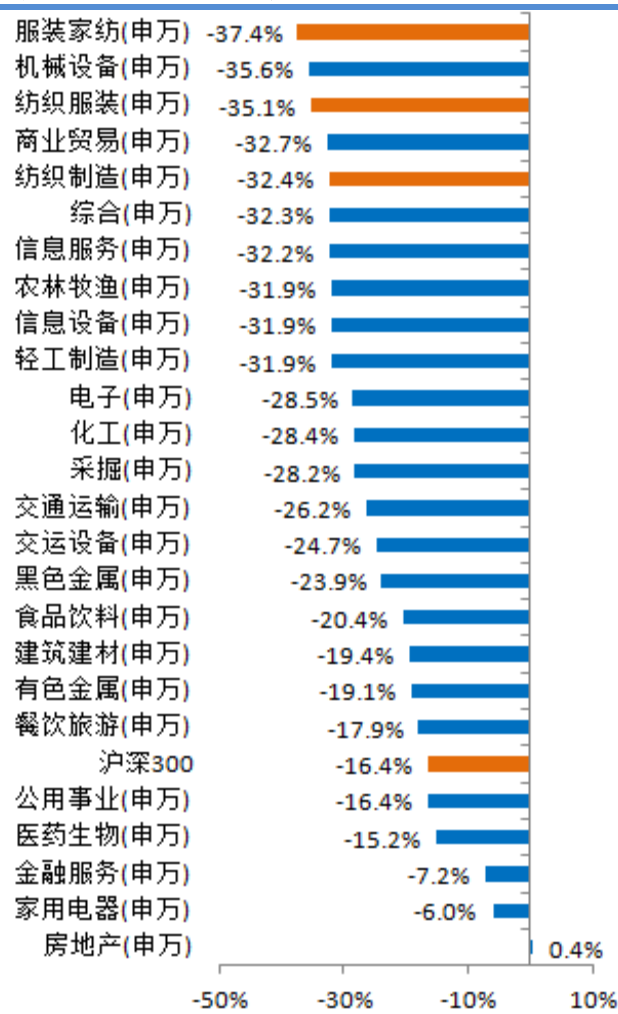
数据来源：东北证券，Wind

图表 3: 纺织服装年内累计涨幅 21.2%(截止 11/27)



数据来源: 东北证券, Wind

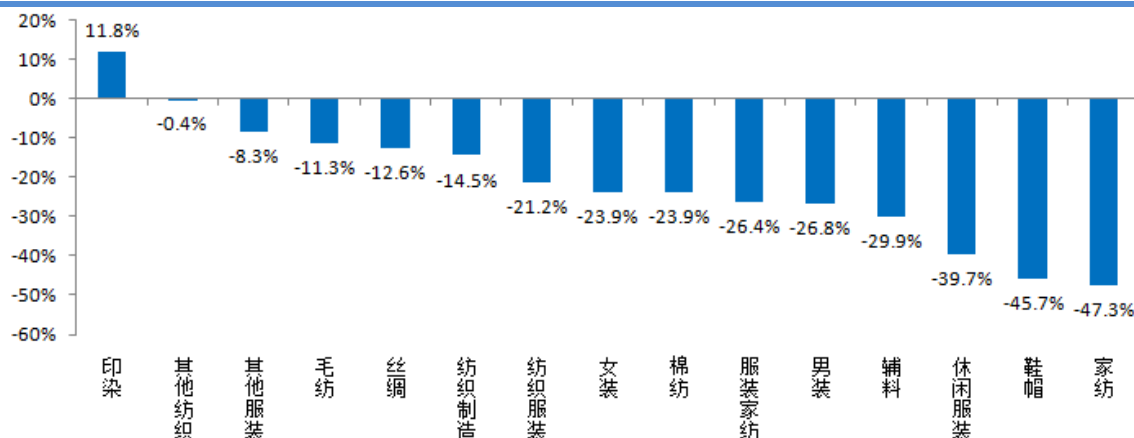
图表 4: 纺织服装近 1 年累计跌幅 35.1%(截止 11/27)



数据来源: 东北证券, Wind

从细分板块来看, 印染是整个行业中唯一上涨的子行业, 年内涨幅 11.8%, 主要是板块内多个股票涉及题材类炒作, 而休闲服装、鞋帽、家纺则是表现较差的三个子行业, 受估值和业绩双杀影响, 年内分别下跌 39.7%、47.3%和 45.7%。

图表 5: 申万纺织服装细分子行业年内涨跌幅 (截止 2012/11/27)



数据来源: 东北证券, Wind

1.2. 公司表现情况

从个股来看，题材概念成为全年纺织服装板块中上涨的主力军，如众合股份涉锂矿、浙江富润小额信贷和重组概念、航民股份页岩气投标等，而业绩下滑仍是跌幅后十位的主要因素，其中品牌服饰类上市公司 2013 年春夏订货会数据不及预期使得股价大幅调整，市场对品牌服饰的估值水平大幅下调。从重点公司来看，仅航民股份和搜于特年内录得上涨，而希努尔、美邦服饰、森马服饰、星期六、罗莱家纺和梦洁家纺则年内下跌幅度超过 40%。

图表 6: 纺织服装板块区内年涨跌幅前十位的公司（截止 2012/11/27）

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)
002070	众和股份	6.74	65.38	383.14	107.31	65.38	61.56
000018	ST 中冠 A	6.70	45.97	123.03	7.63	45.97	-100.79
600070	浙江富润	7.15	23.71	911.08	136.39	23.71	31.08
000971	ST 迈亚	3.90	22.64	190.45	13.25	22.64	-13.75
000982	中银绒业	6.92	22.03	219.73	109.73	22.03	19.70
600987	航民股份	6.38	17.49	180.13	53.32	17.49	9.68
600107	美尔雅	7.73	15.20	612.26	181.81	15.20	132.55
002503	搜于特	19.46	14.68	273.68	38.80	14.68	23.56
600483	福建南纺	5.87	14.11	739.93	130.13	14.11	48.49
002072	ST 德棉	6.66	10.63	228.33	18.68	10.63	-20.89

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 2012/11/27）

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)
600152	维科精华	4.09	-43.51	510.13	106.55	-43.51	-12.98
002291	星期六	5.33	-46.41	334.17	34.49	-46.41	22.60
600273	华芳纺织	4.73	-46.79	601.83	142.63	-46.79	-6.13
000810	华润锦华	7.00	-48.51	165.96	23.53	-48.51	-519.00
002034	美欣达	8.00	-48.61	544.51	44.90	-48.61	61.38
002563	森马服饰	18.76	-49.00	190.67	39.60	-49.00	14.14
002485	希努尔	6.74	-49.30	285.48	31.66	-49.30	10.77
002293	罗莱家纺	36.60	-50.47	178.69	54.75	-50.47	14.81
002269	美邦服饰	12.00	-52.07	28.19	55.69	-52.07	9.95
002397	梦洁家纺	10.07	-61.17	559.94	47.99	-61.17	16.32

数据来源：东北证券，Wind

图表 8: 重点公司 2012 年内行情运行情况 (截止 2012/11/27)

板块	证券简称	收盘价	年内 涨跌幅 (%)	12Q3 收入增速 (%)	12Q3 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	5.97	-20.80	-5.77	-35.63	77.14	60.23	10.15
	宜科科技	7.68	-37.72	-18.05	-8.68	81.53	15.53	94.14
	嘉麟杰	6.69	-18.19	-5.22	-46.77	23.47	13.92	30.62
	华孚色纺	3.80	-23.76	6.18	-74.71	82.81	31.65	18.82
	山东如意	6.99	-30.31	30.08	-89.20	73.92	11.18	-52.79
	伟星股份	8.45	-27.44	-7.14	-17.68	51.14	21.88	13.35
	航民股份	6.38	17.49	4.98	5.98	53.32	27.02	9.68
男装	七匹狼	15.70	-32.94	19.71	39.30	83.05	79.09	15.04
	报喜鸟	8.27	-29.40	28.77	36.78	61.97	49.52	10.76
	九牧王	14.92	-28.60	20.53	30.36	69.17	86.34	13.76
	希努尔	6.74	-49.30	4.31	1.20	31.66	21.57	10.77
	卡奴迪路	34.90	-0.26	38.27	61.78	98.38	34.90	24.07
	雅戈尔	6.81	-24.14	-3.92	-12.33	167.52	151.63	9.42
	步森股份	10.83	-20.35	1.24	6.68	15.11	10.11	18.41
	大杨创世	7.43	-22.33	1.65	-19.91	50.66	12.26	11.79
女装	朗姿股份	22.26	-20.66	26.10	41.15	76.36	44.52	16.53
	凯撒股份	6.40	-20.52	33.58	-9.84	34.54	13.70	25.75
休闲服	美邦服饰	12.00	-52.07	5.91	0.85	55.69	120.60	9.95
	森马服饰	18.76	-49.00	-11.86	-41.40	39.60	125.69	14.14
	搜于特	19.46	14.68	49.27	58.31	38.80	56.04	23.56
	百圆裤业	7.95	-23.17	5.22	3.14	36.91	10.60	15.14
户外	探路者	13.26	-4.60	45.27	51.16	59.13	46.76	34.72
鞋帽	星期六	5.33	-46.41	18.45	-24.77	34.49	19.37	22.60
	奥康国际	17.78	-24.13	21.62	18.75	62.76	71.29	13.83
	兴业科技	9.52	-24.74	16.26	16.72	40.22	22.85	16.50
皮革	华斯股份	11.54	-17.89	10.00	14.59	36.43	13.10	18.79
家纺	富安娜	27.88	-29.12	26.21	26.39	31.37	44.80	18.59
	罗莱家纺	36.60	-50.47	13.09	-9.64	54.75	51.37	14.81
	梦洁家纺	10.07	-61.17	-0.60	-28.68	47.99	15.23	16.32

数据来源: 东北证券, Wind

1.3. 估值情况

香港和海外可比服饰公司的估值情况: 目前受国内服饰消费放缓影响, 港股服饰类公司估值已有大幅调整; 而海外服饰公司旗下品牌知名度较高, 且国际化经营策略可享受全球服饰消费增长, 如 Inditex (ZARA 母公司)、H&M、迅销集团 (优衣库) 等公司 2012 年估值都在 20 倍以上。A 股主要服饰公司经过前期大幅下跌, 估值已接近港股, 但明显低于海外可比服饰公司。

图表 9: A 股主要服饰公司的相关估值 (2012 年 11 月 29 日)

公司	股票代码	子行业	主要品牌	价格 (当地货币)	市值 (当地货币, 亿元)	EPS			PE		
						2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
美邦服饰	002269 ch	时尚休闲	美特斯邦威	11.77	118.29	1.20	1.28	1.55	9.8	9.2	7.6
森马服饰	002563 ch	时尚休闲	森马 Semir	18.31	122.68	1.87	1.21	1.42	9.8	15.2	12.9
搜于特	002503 ch	时尚休闲	潮流前线	18.95	54.58	0.60	0.88	1.23	31.6	21.6	15.5
七匹狼	002029 ch	品牌男装	七匹狼	15	75.57	0.97	1.16	1.48	15.4	12.9	10.2
报喜鸟	002154 ch	品牌男装	报喜鸟 Saint Angelo	7.98	47.39	0.63	0.83	1.07	12.7	9.6	7.5
希努尔	002485 ch	品牌男装	希努尔	6.6	21.12	0.63	0.67	0.79	10.6	9.9	8.4
九牧王	601566 ch	品牌男装	九牧王	14.04	80.44	0.99	1.17	1.40	14.2	12.0	10.1
朗姿	002612 ch	品牌女装	朗姿 LANCY	20.9	41.80	1.25	1.51	2.06	16.7	13.8	10.1
探路者	300005 ch	户外用品	探路者 TOREAD	13.49	47.57	0.31	0.50	0.75	43.9	26.8	18.0
星期六	002291 ch	品牌女鞋	星期六 ST&SAT	5.16	18.75	0.27	0.31	0.40	19.1	16.5	12.9
雅戈尔	600177 ch	品牌男装	雅戈尔 YOUNGOR	6.61	147.18	0.79	0.96	1.14	8.4	6.9	5.8
平均值									17.5	14.0	10.8
中值									14.2	12.9	10.1

资料来源: 东北证券, 彭博

图表 10: 港股可比服饰公司的相关估值 (2012 年 11 月 29 日)

公司	股票代码	子行业	主要品牌	价格 (当地货币)	市值 (当地货币, 亿元)	EPS			PE		
						2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
思捷环球	330hk	时尚休闲	ESPRIT	12.04	233.37	0.06	0.48	0.33	217.9	25.2	36.0
百丽国际	1880hk	品牌女鞋	Belle	16.28	1,373.09	0.50	0.56	0.66	32.3	28.9	24.7
波司登	3998hk	品牌羽绒服	波司登	5.58	30.92	0.76	0.71	0.78	7.3	7.8	7.1
德永佳	321hk	时尚休闲	班尼路	2.35	188.17	0.16	0.18	0.18	14.3	13.2	12.9
中国动向	3818hk	体育用品	KAPPA	7.06	108.87	0.48	0.48	0.54	14.6	14.8	13.1
李宁	2331hk	体育用品	李宁	0.84	46.51	0.02	0.05	0.05	46.2	17.9	16.5
安踏	2020hk	体育用品	安踏	4.12	43.50	0.37	-0.06	0.12	11.2	NA	34.6
特步	1368hk	体育用品	特步	5.66	141.17	0.69	0.55	0.43	8.2	10.2	13.2
361度	1361hk	体育用品	361度	3.07	66.81	0.44	0.41	0.32	6.9	7.5	9.5
匹克	1968hk	体育用品	匹克	2.05	42.39	0.58	0.41	0.40	3.5	5.0	5.2
IT	999hk	时尚休闲	I.T	1.38	28.95	0.37	0.20	0.20	3.7	6.8	7.0
平均值									28.7	13.2	15.1
中值									10.5	10.2	13.0

资料来源: 东北证券, 彭博

图表 11: 海外可比服饰公司的相关估值 (2012 年 11 月 29 日)

公司	股票代码	子行业	主要品牌	价格 (当地货币)	市值 (当地货币, 亿元)	EPS			PE		
						2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
Hennes&Mauritz	hmbss	时尚休闲	H&M	214.5	3,550.13	9.56	10.29	11.39	22.4	20.8	18.8
Inditex	itxsm	时尚休闲	ZARA	105.65	658.55	2.78	3.08	3.89	38.0	34.3	27.1
GapInc	gpsus	时尚休闲	GAP	34.36	165.25	1.89	1.54	2.28	18.2	22.4	15.1
AmericanEagle	AE0us	时尚休闲	AE	21.09	41.76	0.70	0.86	1.40	30.1	24.6	15.1
Abercrombie&Fitch	ANFus	时尚休闲	A&F	45.9	37.90	1.71	2.31	2.91	26.8	19.9	15.8
FastRetailing	9983jt	时尚休闲	优衣库	18720	19857	534	773	812	35.1	24.2	23.1
Honeys	2792jt	时尚休闲	Honeys	1277	356.28	47.22	94.90	106	27.0	13.5	12.1
Nike Inc.	nkeus	体育用品	Nike	98.97	449.28	4.48	4.93	5.24	22.1	20.1	18.9
adidas	adsqr	体育用品	adidas	67.1	140.38	3.20	3.82	4.53	21.0	17.6	14.8
Puma	pumqr	体育用品	Puma	225.21	33.97	15.36	12.86	14.76	14.7	17.5	15.3
Columbia	colmus	户外用品	Columbia	58.16	19.74	3.06	3.10	3.46	19.0	18.8	16.8
PoloRalphLauren	RLus	品牌男装	POLO	160.4	146.21	5.91	7.01	7.84	27.1	22.9	20.5
VFCorporation	VFCus	时尚休闲	LEE	161.79	178.22	8.13	9.60	11.02	19.9	16.9	14.7
平均值									24.7	21.0	17.5
中值									22.4	20.1	15.8

资料来源: 东北证券, 彭博

2. 2012 年行业运行特点：棉价差高企，外贸内需双降

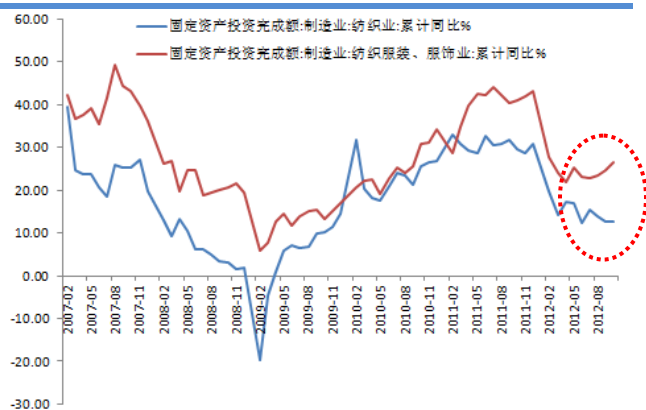
2.1. 纺织制造：内外需回暖趋势未明，棉价差维持高位震荡

回顾 2012 年，纺织制造业呈现内忧外患的格局，国内外纺织服装需求呈现双降，从而影响行业收入增长；而内外棉价差高企和四季度人民币的连续升值则重创行业利润；行业投资增速呈现分化，纺织业投资增速持续放缓，服装制造增速有所翘头。

(1) 外需方面：根据海关总署数据，2012 年前十个月纺织服装累计出口 2098.6 亿美元，同比仅增长 2.0%，其中纺织品累计出口 1307.6 亿美元，同比增长 2.6%，服装累计出口 791 亿美元，同比增长 1%。进入四季度之后，受益于海外圣诞订单需求，出口增速有所回暖，但是长期趋势性依旧不明显，而第 112 节广交会数据也显示纺织服装成交额同比下降 15.5%，2013 年外需预期不高。(2) 内需方面：国内百家零售企业服装零售额增速放缓，显示经济下滑使得纺织服装内需增速放缓。

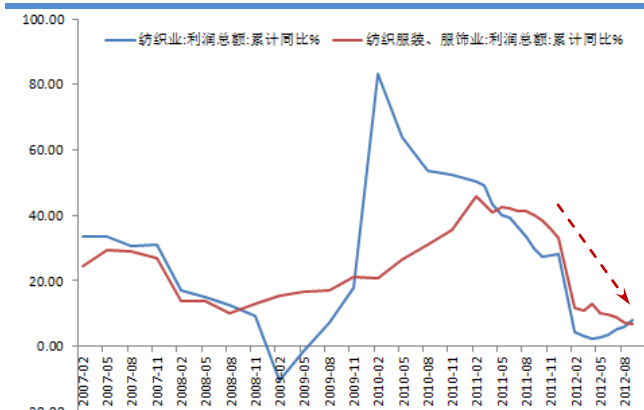
我国棉花价格经历 2010-2011 年大涨大落之后，2012 年的走势相对平稳，但在国家收储政策托市和外围棉花市场供大于求的市场格局下，使得国内外棉花价差持续高企，极大的削弱了我国纯棉纱和纯棉制品在国际上的竞争力（出口需求定价按外棉定价），行业效益明显下滑。截止 2012 年 11 月 27 日，国内 328 级棉价为 18875 元/吨，而按滑准税下港口提货价（FC index M 级）为 14488 元/吨，两者价差达 4387 元/吨。印度和巴基斯坦的高等级棉花轧花厂 11 月 27 日最新的提货价在 10000-10500 元，较国内棉花价格整整便宜了 8000 多元。由此可见，目前国内棉纺产业链的市场格局与 2012 年年中基本没有改变，也验证了我们年中对纺织制造整体判断——国内外棉花价差难降，出口回暖趋势不明显。不过可以肯定的是，国内外棉花价格的持续倒挂，使得海外订单按低价外棉定价，生产用料则为国内高价棉，直接压制国内纺织企业的毛利水平，降低国内纺织企业的国际竞争力，也促使国际市场订单持续流向周边国家，行业效益明显下滑；同时 2012 年四季度人民币突然单边升值走势，也进一步加剧了国内纺织企业内忧外患的格局。

图表 12: 纺织服装固定资产投资增速（2012/10）



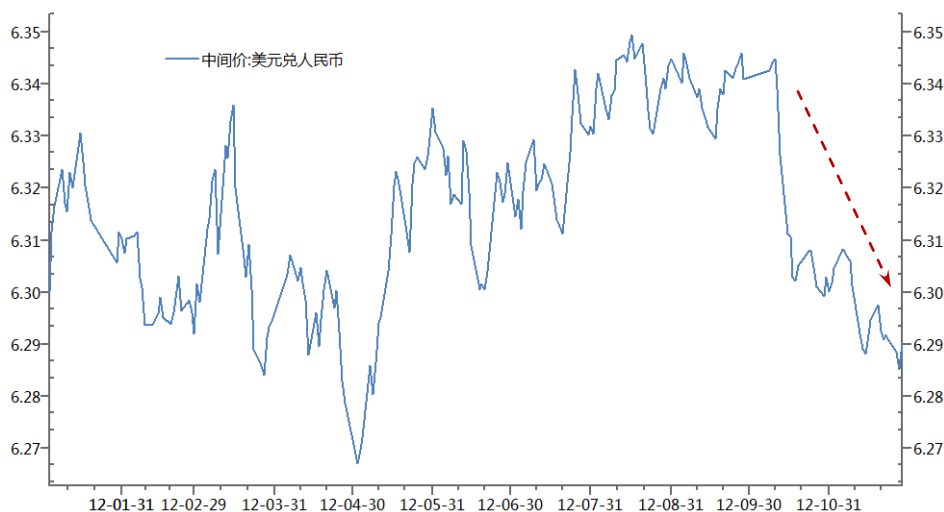
资料来源：东北证券，wind

图表 13: 纺织服装行业利润累计增速（2012/09）



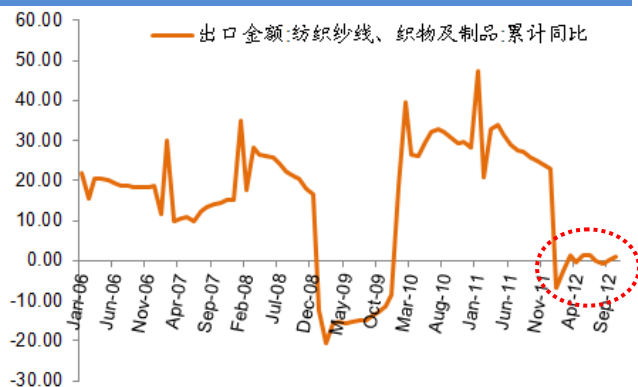
资料来源：东北证券，wind

图表 14: 人民币对美元汇率情况 (截止 2012/11/28)



据来源: 东北证券, wind

图表 15: 纺织出口金额同比增速 (2012/10)



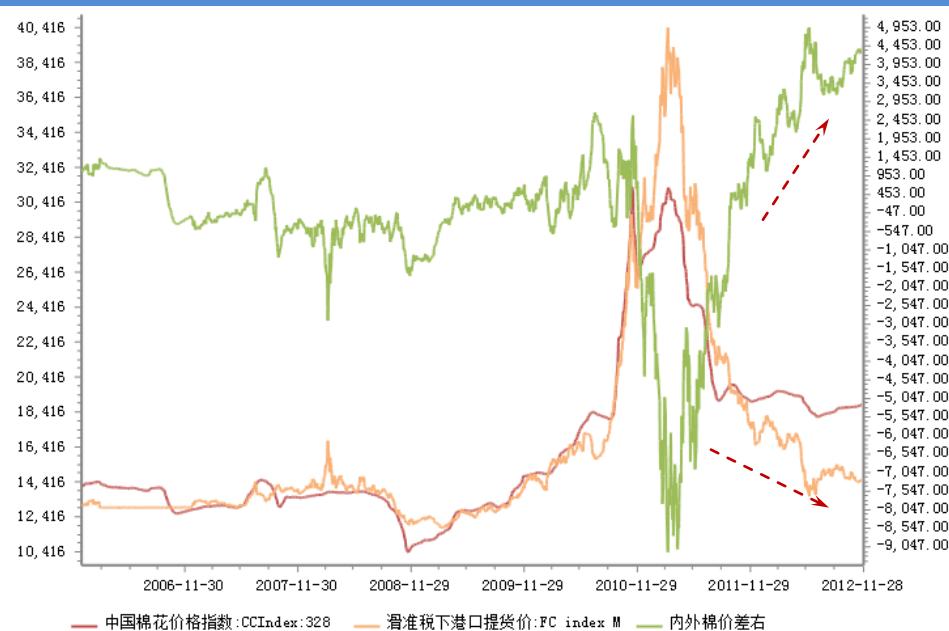
资料来源: 东北证券, wind

图表 16: 服装出口金额同比增速 (2012/10)



资料来源: 东北证券, wind

图表 17: 国内棉花价格走势以及价差情况 (截止 2012/11/26)



数据来源: 东北证券, iFind

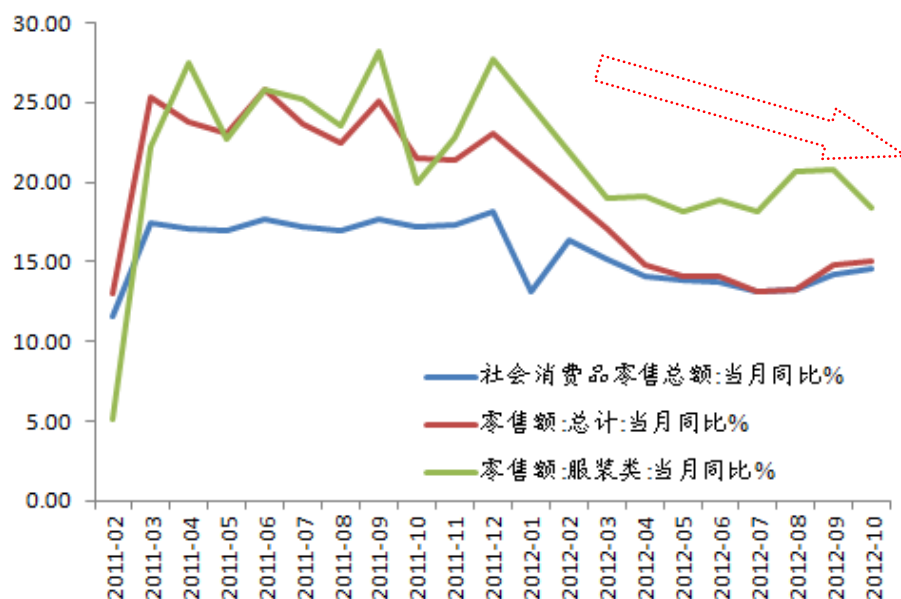
2.2. 服装家纺：零售增速季节性回暖，但库存情况依旧高企

受经济增速回落影响，零售大环境在放缓。过去两年间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持续回落，社会消费品零售总额同比增速从 2011 年 1 月 19.9% 逐月回落至 2012 年 7 月的 13.1%，限额以上批发零售贸易商品零售值同比增速从 2011 年 3 月高值 25.3%，下降到 2012 年 7 月 13.1%，之后这两个指标随着四季度销售旺季的到来，开始季节性回升，但增速依旧低于去年同期。百家大型零售企业各月零售额增速与去年同期差值也在 10 月份缩减到最小。

对于服装家纺内销行业增速持续回落后，四季度受益于同期基数较低，增速开始缓慢回暖。宏观统计数据方面，今年 1-10 月，限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售额 7573 亿元，同比增长 17.9%；10 月份限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售额 906 亿元，同比增长 18.7%。微观数据方面，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，由于去年同期基数低，且临近年底商家打折促销力度加大等因素影响，10 月份服装零售额同比增速较 9 月份有明显提升，百家重点零售企业服装销售额同比增长 14.21%，较上月提升了 3.59 个百分点，较去年同期提高了 2.05 个百分点，也是今年以来首次单月同比增速超过去年同期；零售量方面，10 月份百家重点大型零售企业各类服装零售量同比增长 2.38%，增速较上月提高 1.32 个百分点。整体来看，2012 年四季度服装销售呈现季节性回暖，但回暖的持续性有待观察。

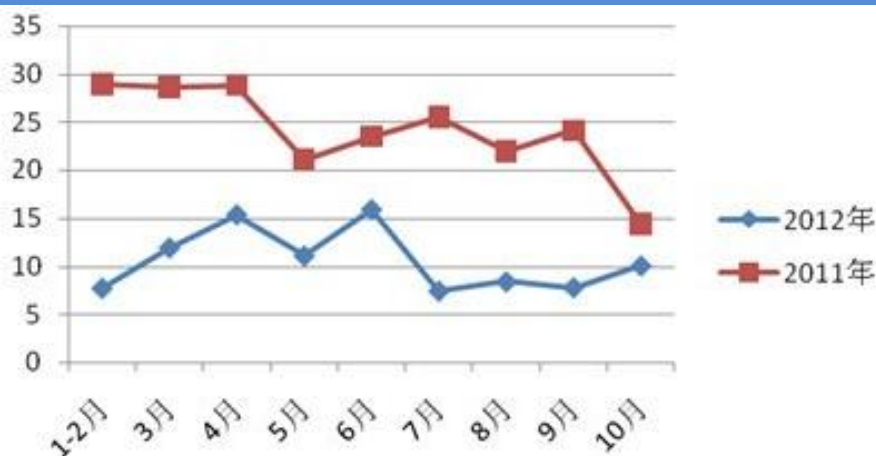
CPI 延续上半年回落趋势。在 10 月份达到了最低点 1.7%，而衣着类 CPI 也呈现震荡回落趋势，在 2011 年 12 月达到 3.8% 的高位后，震荡回落至 10 月份的 2.7%，其中服装类价格上涨 3%，鞋类价格上涨 1.7%。整体上衣着类 CPI 走势落后于 CPI 走势半年左右时间，同时结合当前各服装企业全力消化库存、回笼资金过冬的情况，我们判断衣着类 CPI 有望继续回落。此外，10 月份 PPI 已经掉头回升，但回升趋势能否确立，需要再观察 1-3 个月；而衣着类 PPI 仍保持回落趋势，从 2011 年 8 月开始逐月回落，10 月份降至 1.6%，回落的主要原因是下游需求持续不振。

图表 18: 社会零售总额和限额以上消费总额月度同比增速（截止 2012/10）



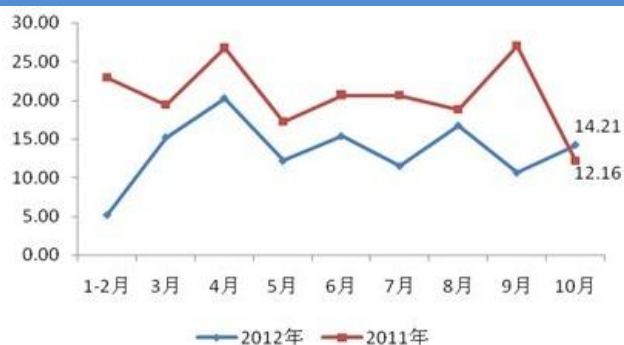
数据来源：东北证券，wind

图表 19: 2011 和 2012 年百家大型零售企业各月零售额增速对比 (%)



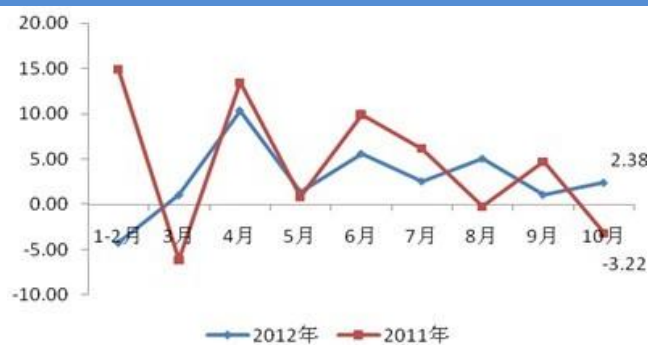
数据来源: 东北证券, CNCIC

图表 20: 1-10 月百家零售服装零售额月度增速 (%)



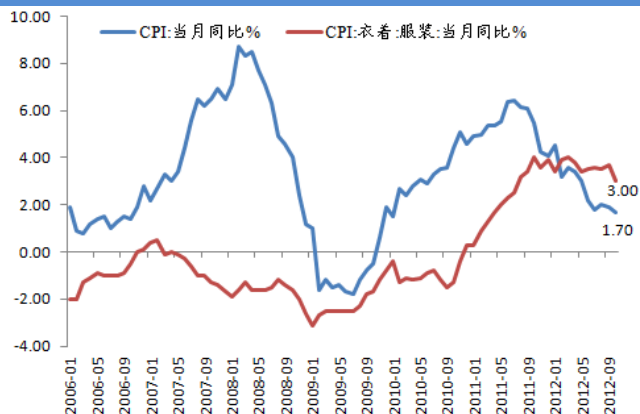
数据来源: 东北证券, CNCIC

图表 21: 1-10 月百家零售服装零售量月度增速 (%)



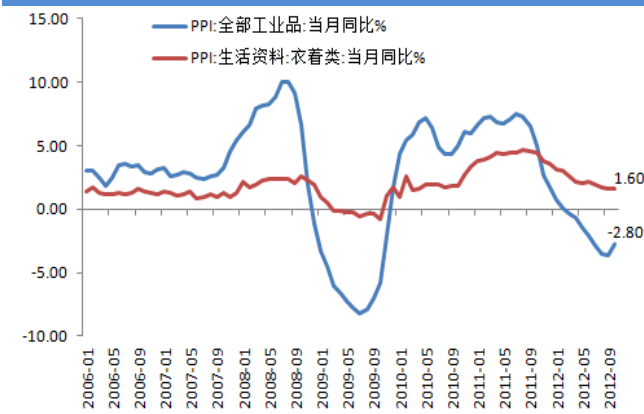
数据来源: 东北证券, CNCIC

图表 22: CPI 和衣着类 CPI 走势 (截止 2012/10)



数据来源: 东北证券, wind

图表 23: PPI 衣着价格指数变化 (截止 2012/10)



数据来源: 东北证券, wind

库存情况依旧高企。由于 2012 年服装家纺品牌春夏订货会是在 2011 年 8-9 月份召开, 而 2011 年春夏装销售高增长, 使得品牌商和加盟商对 2012 春夏订货都有较高的预期, 从而放大了市场需求, 而 2012 春夏装实际销售不及预期, 售罄率低于往年, 从而造成了品牌商和渠道商 2012 春夏装的库存积压, 再加上前期 2011 秋冬装因天气和经济放缓双重影响已形成了一定库存, 使得 2012 三季报数据仍显示主要国内品牌零售公司的报表存货金额平均较去年同期增加 30.3%, 库存情况依旧高企。不过部分企业的库存情况已呈现好转趋势, 如七匹狼、森马服饰、美邦服饰和富安娜存货金额同比个位数增长或下降, 其中七匹狼、美邦服饰和森马服饰的存

货销售比已经回落到 20% 左右，属于合理库存水平的高值。

图表 24: 2012Q3A 股主要品牌零售企业存货情况

板块	证券简称	12Q3 存货金额 (亿元)	12Q2 存货金额 (亿元)	环比	11Q3 存货金额 (亿元)	同比	2012E 市场预测 收入 (亿元)	存货销售比
男装	七匹狼	7.36	4.92	49.7%	7.05	4.4%	36.35	20.3%
	报喜鸟	7.45	6.58	13.3%	4.91	51.7%	25.59	29.1%
	九牧王	7.79	6.21	25.5%	6.85	13.7%	27.60	28.2%
	希努尔	3.88	3.57	8.7%	2.62	47.8%	13.36	29.0%
	卡奴迪路	2.53	1.57	61.1%	NA	NA	6.28	40.3%
	步森股份	2.38	1.91	24.6%	1.73	38.0%	8.18	29.1%
女装	朗姿股份	4.45	3.18	39.8%	1.99	123.2%	10.92	40.8%
	凯撒股份	3.89	3.59	8.3%	2.81	38.3%	5.76	67.5%
休闲服	美邦服饰	21.99	17.53	25.4%	29.82	-26.3%	105.92	20.8%
	森马服饰	14.39	14.73	-2.3%	14.21	1.3%	71.25	20.2%
	搜于特	3.69	3.73	-1.2%	3.34	10.4%	16.35	22.5%
	百圆裤业	0.92	0.61	50.5%	0.78	18.3%	5.36	17.2%
户外	探路者	3.36	1.40	140.0%	1.57	113.5%	11.88	28.3%
鞋帽	星期六	9.33	8.95	4.3%	7.87	18.5%	16.11	57.9%
	奥康国际	5.33	4.05	31.7%	NA	NA	36.20	14.7%
家纺	富安娜	4.60	4.91	-6.4%	4.81	-4.4%	18.31	25.1%
	罗莱家纺	6.84	7.68	-10.9%	4.99	37.2%	27.36	25.0%
	梦洁家纺	5.28	4.37	20.7%	4.17	26.4%	12.68	41.6%

数据来源：东北证券，wind

3. 2013 年行业展望：服饰行业仍将稳健增长，但也存在周期性

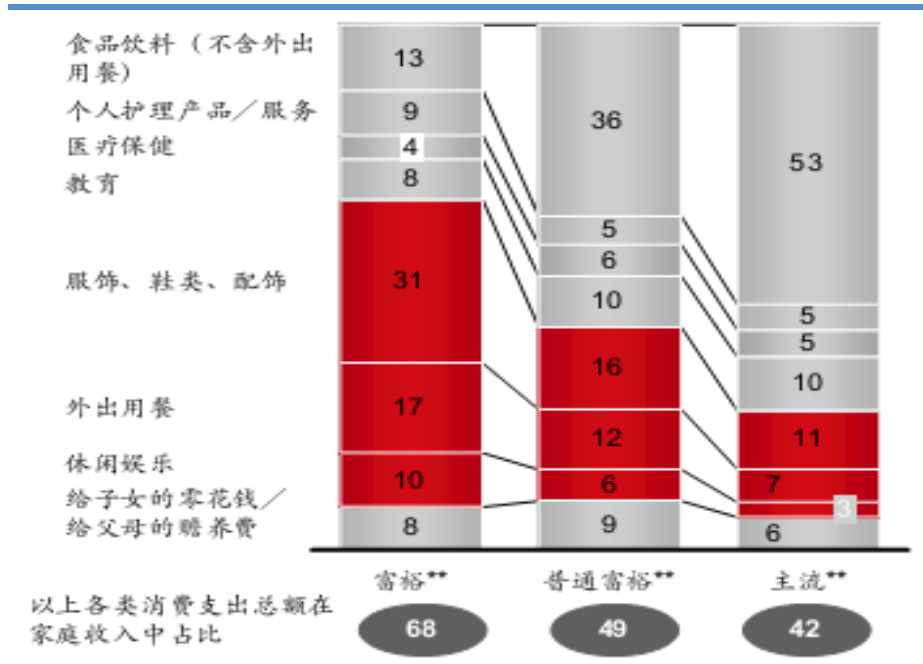
3.1. 城镇化和消费升级促使服饰行业增速仍能保持在 13% 以上

首先，过去十年的中国城镇化进程，将城镇化率提升至 51.3%，这一方面释放了乡镇和农村居民的消费需求，又进一步扩大服装消费的市场容量，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。国务院副总理李克强在近期也指出中国已进入中等收入国家行列，但发展还很不平衡，尤其是城乡差距量大面广，差距就是潜力，未来几十年最大的发展潜力在城镇化，可以预见在新一代领导仍会将城镇化作为主要的发展策略，因此服装消费和品牌升级仍将受益于城镇化建设。

其次，未来服饰消费行业整体增速仍能保持在 13% 以上。国务院颁布的《促进就业规划（2011-2015）》称：“十二五期间，最低工资标准将年均增长达 13% 以上”。麦肯锡的报告曾指出，服饰、鞋类和配饰的消费在富裕家庭中占比达 31%，在普通富裕家庭中占 16%，在主流家庭中占 11%，这说明家庭收入增加后，服饰等衣着类消费占比会增加。所以我们预计在促进就业规划的推动下，并结合 2005-2011 年城镇居民和农村居民的人均衣着消费的复合增长率情况（分别为 13.1% 和 14.9%），我们判断未来几年服饰消费行业的增速能够与国民收入增速相持平，保持在 13% 以上的增速。同时根据国家统计局数据，2012 年 1-10 月限额以上批发和零售业服装类

零售额达 5428 亿元，同比增长了 17.6%，这也从侧面印证了我们的判断。

图表 25：不同收入情况的家庭消费分配占比



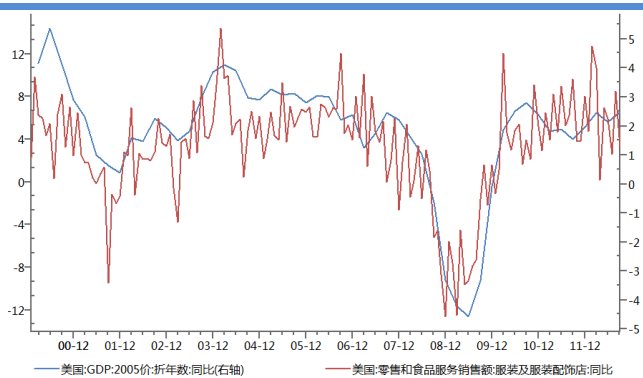
资料来源：麦肯锡报告，东北证券

此外，我国步入中等收入国家，也意味我国消费已经步入大众消费时代。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。国际经验也表明，当人均收入超过 3000 美元后，社会消费将步入大众消费时代。我国人均 GDP 于 2008 年首次突破 3000 美元，随后国际著名的大众休闲服品牌 ZARA、H&M 和优衣库在中国进入了高速发展期，纷纷加速布局中国市场。2010 年，我国城镇居民可支配收入达到 19109 元，首次超过 3000 美元，这也标志着我国消费正式步入大众消费时代。大众消费时代，大众会重点关注有两个重要产品特质：品牌和性价比。

3.2. 衣着类消费受经济周期影响

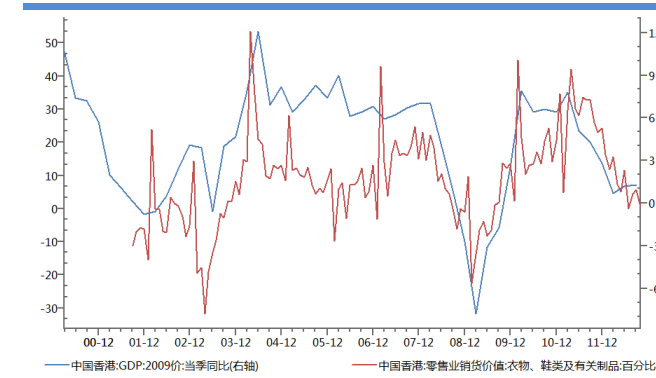
首先，衣着类消费受经济周期影响。通过分析发现美国和香港的服装零售增速与其 GDP 增速保持高度的相关性，伴随着经济周期上下起伏，如 2008 年金融危机，美国和香港的 GDP 增速快速下滑，相应的服装零售增速也快速回落。

图表 26：美国 GDP 和服装零售增速（过去十年）



数据来源：东北证券，wind

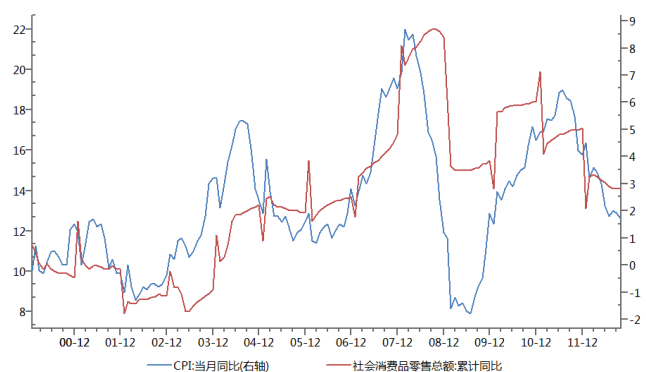
图表 27：香港 GDP 和服装零售增速（过去十年）



数据来源：东北证券，wind

其次，衣着类 CPI 变化与纺织服装收入增速同比变化正相关。过去十年 CPI 的波动经历了完整的三个周期，社会消费品零售总额的增速变化与 CPI 保持一致，零售类企业在 CPI 上升期受益比较明显；同样我们研究衣着类 CPI 也是如此。我们理解是由于服饰零售企业收入增速可分解为量和价两方面增长，其中量的主导因素有渠道、节假日、促销活动等，价的因素则包括 CPI、原材料价格、成本转嫁能力等，其中 CPI 的变化与消费者的价格敏感度正相关，从而引导消费变化，这也正好印证了大众消费时代消费者关注性价比的特性，具体我们分析了衣着类 CPI 的变化和纺织服装各子行业的量价关系：大众服饰的消费者，对价格敏感度高，在通胀的初期，由于传递路径较短，易被感知，体现出量主价辅的上升轨道；中高端男女装则具有可选消费品的性质，其中高端男女装主导的产品结构对价格的敏感性较低，通胀发展至中后期使得中产阶级、富裕阶层对保值的诉求加强，从而将全面拉动此类品牌企业的销售，虽然该阶段各项租金、人力、原料等成本均已全面高企，但高端奢侈品消费属性使得其具备较强的成本转嫁能力，从而获得了以量补价的通胀红利。

图表 28: CPI 和社零当月同比走势（过去十年）



数据来源：东北证券，wind

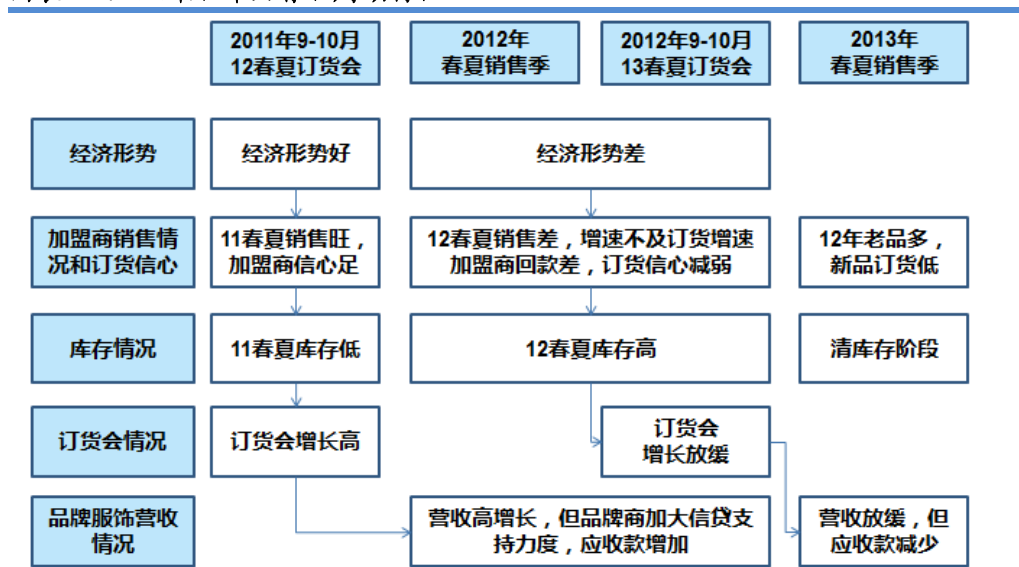
图表 29: 衣着类 CPI 和纺织服装收入增速（过去十年）



数据来源：东北证券，wind

过去几年市场普遍认为品牌服饰周期性不强，这主要因为当时 A 股上市的品牌服饰公司尚处于高速增长，通过外延扩张就能轻松跨过经济低谷期，但是随着 A 股服饰企业的成长和规模扩大，外延扩张的驱动因子在变弱，同时订货会制度也延后了经济周期对品牌服饰企业经营的影响，使得品牌服饰具有了后周期的特性。

图表 30: 品牌服饰具有后周期特性



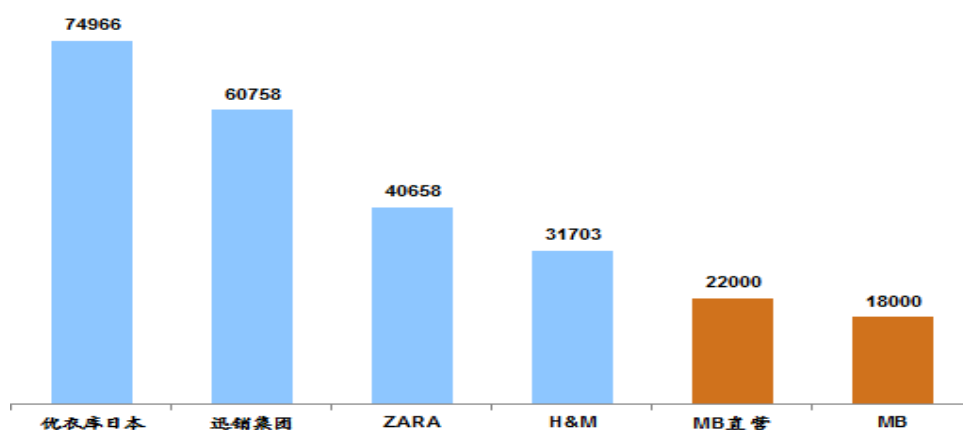
资料来源：东北证券

3.3. 服饰行业增长动力切换到内生增长为主：运营为王

随着国内品牌龙头企业的渠道规模不断扩大和国际品牌在国内市场的持续发力，以往单靠外延式扩展就能维持高增长的时代已经过去。以大众休闲服为例，分析国内外休闲品牌的平效，国际品牌的平效基本都在每平米3万元以上，优衣库日本的平效更是达到了每平米7.5万元，而国内运营能力相对较为出色的美特斯邦威其直营平效也就在每平米2.2万元左右，两者差距较大；另一方面也说明国内企业的平效提升是有空间的。同时，我们通过分析认为：ZARA的核心竞争力是速度优先的快速时尚（以快速反应为核心，一切业务围绕快速反应进行），H&M为成本优先的快速时尚（追求最优的成本优势，适度的快速反应），优衣库则是品质优先的平价时尚（以产品品质为核心，追求品质制胜），这些都体现在后台供应链和产品力上。而国内品牌与国际品牌的差距，也主要体现在后台供应链和运营能力上，国内品牌在2012年也纷纷提出强化内功、提升运营能力的策略，如搜于特强调管理年、美邦服饰开展门店精细化运作等，我们认为2013年行业仍会延续向管理要利润的理念，从渠道为王逐步转变为运营为王，增长动力切换到内生增长上，而运营能力的提升都会体现在平效上，因此我们将把终端平效作为品牌服饰重点观察指标。

图表 31：美邦服饰与国际大众休闲品牌的平效对比（2011财年）

主要休闲服品牌的平效（人民币/㎡）



注：H&M的平效为估计值；资料来源：公司公告，公司调研，东北证券

图表 32：ZARA、H&M和优衣库的核心竞争力对比

	ZARA	H&M	优衣库
成功模式和盈利能力	极致快速反应 = 高速产品更新，吸引客流 (时尚、高速)	全球外包+ 适度快速反应+ 持续发展 = 快速产品更新及成本优势 (时尚、低价、高利润率)	生产集中式外包+ 面辅料的控制(质量)+ 里贩式销售 = 销售成本的优势(低价高质量)
具体表现	1. 周期短(仅15天); 趁“热”销售 2. 80%的生产分布在欧洲 3. 拥有自己的工厂 4. 使用空运缩短周期 5. 准备原材料以缩短周期, 但最小化面料里以减少库存风险 6. 当季生产85%	1. 生产全部外包, 60%在亚洲, 成本优先 2. 运输外包, 节省成本 3. 快速收集设计元素, 模仿 4. 采用先进的IT系统, 实现快速反应, 降低库存成本	1. 生产全部外包, 80%在中国, 供应商里仅为70家 2. 面辅料参与研发, 保证面辅料的质量, 从源头控制产品质量 3. 里贩式销售, 单款拥有丰富的颜色选择, 采用超市化的产品展示方式
核心竞争力	以快速反应为核心, 一切业务围绕快速反应进行	追求最优的成本优势, 适度的快速反应	以产品品质为核心, 追求品质制胜

资料来源：东北证券

4. 行业投资策略分析：震荡中寻找稳健，静待周期回升

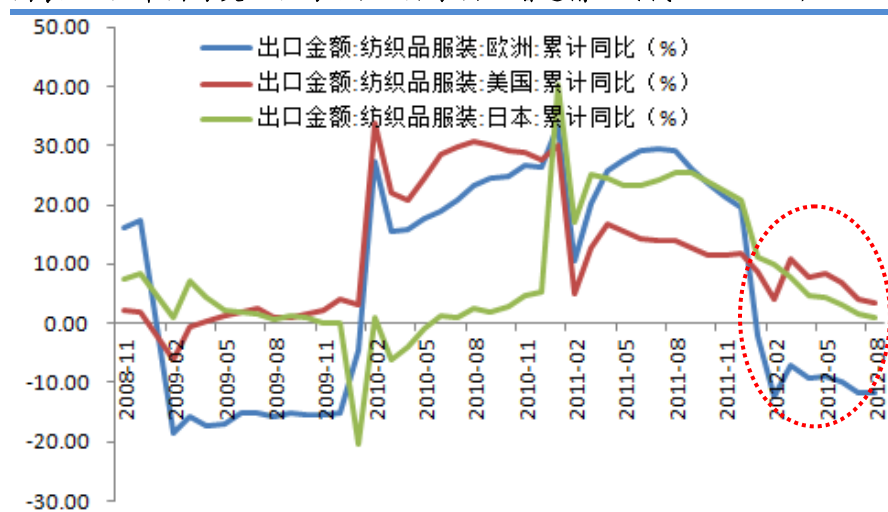
4.1. 纺织制造：国内外棉花价差难降，13 年外贸出口仍承压，同步大市评级

纺织制造企业的收入与出口相关度较大。虽然三季度国家出台促外贸政策以及美国 QE3 和圣诞节订单对外部市场需求提振有一定帮助，但 11 月份刚结束的第 112 届广交会数据显示 2013 年上半年外贸形势不容乐观，本届广交会与会人数同期减少 10.26%；成交额明显下滑，累计出口成交 326.8 亿美元，比上届下降 9.3%，其中纺织服装成交下降 15.5%；对欧盟、美国、日本成交分别下降 10.5%、9.4%、36.6%。由此可以预见 2013 年上半年纺织服装外贸出口依旧承压。

纺织制造企业的利润与棉花价格相关度较大。由于国内外棉价差依旧维持高位，尤其是国储棉收储价格上调 600 元至 20400 元/吨进行托市，而美国农业部 11 月份供需报告显示，2012/2013 年度全球棉花的期初库存为 1516 万吨，较上月预测值增加 2 万吨；产量 2544 万吨，增加 11 万吨；消费预测为 2315 万吨，减少 12 万吨；期末库存 1748 万吨，增加 25 万吨，使得全球棉花的库存消费比达到 0.75 的历史新高，外棉供大于求的市场格局明显，这也使得内外棉价差高企的状况将继续延续。在此期间，国内棉纺企业将承受双重打击，一方面外贸订单按国外低价棉定价而生产成本按国内高价棉核算将持续压制企业毛利率，另一方面竞争力的下降使得海外订单可能存在持续流失向东南亚等低成本国家的风险。

综上所述，由于收入端和利润端的主要影响因素没有发生明显改善，我们维持年中对行业的判断，纺织制造的行业拐点尚未到来，我们给予纺织制造板块“同步大市”的评级。同时，我们仍将继续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，建议关注非棉产业链上的相关上市公司，如皮革行业的兴业科技等。

图表 33：中国对美日欧的纺织品服装出口增速情况（截止 2012/08）



资料来源：东北证券，wind

4.2. 服装家纺：13 年春夏订货会放缓，但库存风险逐步释放，同步大市评级

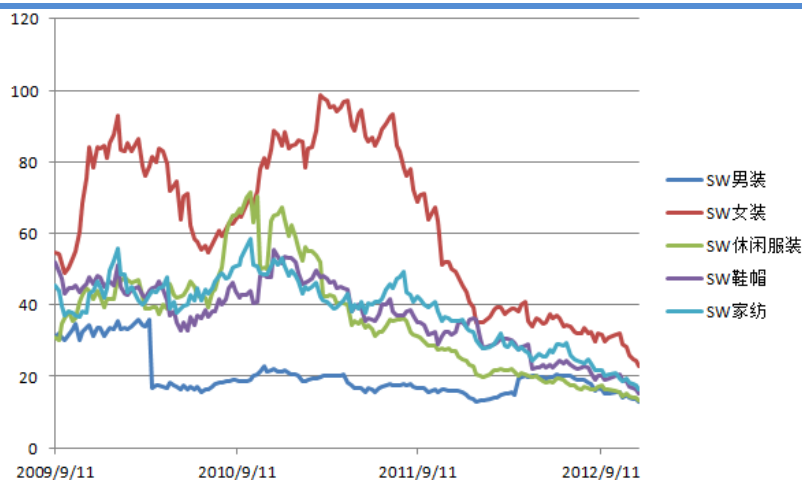
10 月份过后，服装家纺品牌 13 年春夏订货会都基本上结束，订货会数据不甚理想。订货会数据作为服装家纺行业的先行指标，能很好的反映了 2013 年上半年收入的预期增长情况以及加盟商信心：13 春夏订货会增速明显放缓，这主要是由于

加盟商 2012 春夏装销售受经济环境影响，销售不及预期，造成渠道库存高企，从而影响加盟商订货信心。具体来看，各子行业具有以下特点：

- 休闲服行业仍旧呈现分化趋势，搜于特处于高速成长阶段，公司通过外延扩展以及三四市场定位使得订货会增速受经济影响较小，仍能保持 30-40% 左右的增长，但是也较往年 40-50% 的增速有所放缓；而美邦服饰和森马服饰由于自身体量已经较大，渠道扩张的效应减弱，容易受到经济周期的影响，因此 13 春夏订货会订单数据分别出现了零增长和负增长。
- 男装行业订货会增速也明显放缓，普遍在 10-20% 之间，其中七匹狼、报喜鸟仍能保持两位数增长；而九牧王由于直营比例较高，容易受到经济环境影响，因此仅录得 5% 左右的增幅；卡奴迪路由于刚上市规模较小，且定位高端男装市场，通过外延扩张能获得较高的增长，增速达 26%，但也较往年增速明显放缓。
- 户外行业目前上市公司只有一个探路者，且户外行业在国内尚处于高速成长期，市场整体规模较小，但增速较快，所以公司全年订货会金额仍录得 50% 以上的增长。
- 家纺行业持续受房地产调控的影响，订货会金额增速继续放缓，其中罗莱家纺 2013 年春夏订单零增长，这是由于公司调整了订货会中期货比例，并计划在 2012 年 12 月进行两次现货下单；富安娜增速也有放缓的趋势，但依旧保持 20% 以上的增长。

整体来看，国内服装家纺企业的 2013 年春夏订货会数据增速普遍放缓，加盟商对 2013 年上半年的销售信心不足。从服装家纺各子行业估值来看，经历 9-11 月份的连续下跌，整个板块估值已降至 15.08 倍，说明 2013 年品牌服饰业绩增速放缓的预期已经体现，目前整个板块估值具有安全边际，但是由于行业业绩拐点尚未显现，短期内缺乏股价刺激因素，静待经济周期回升后，服饰零售重回稳健增长通道，因此我们给予服装家纺板块“同步大市”的评级。不过我们中长期看好业绩增长确定且门店运营能力较强的公司，如七匹狼、九牧王、美邦服饰、卡奴迪路和搜于特等。

图表 34：服装家纺各子板块估值情况（截止 2012/11/27）



资料来源：东北证券，wind

图表 35: 主要服装家纺品牌 2013 年订货会情况

公司	2012 秋冬订货会金额	2013 春夏订货会金额
美邦服饰	秋装 20%，无指标，改期货 70%+ 现货 30%	基本持平
森马服饰	森马和巴拉巴拉均个位数增长	负增长
搜于特	50%以上	30-40%
希努尔	20%	---
报喜鸟	30%	15%左右
九牧王	20%	5%左右
七匹狼	25-30%	10%-15%
卡奴迪路	30%以上	25%左右
探路者	60.65%	50.5%
罗莱家纺	20-25%	持平
富安娜	30%	20%左右
朗姿股份	50%	---

数据来源：东北证券，公司调研，公司公告

5. 个股投资要点

5.1. 美邦服饰（002269）

● 2012 年 1-9 月公司实现营业收入 71.94 亿元，同比增长 5.9%；营业利润 8.63 亿元，同比下滑 16.4%；归属母公司所有者净利润 7.52 亿元，同比增长 0.9%；实现每股收益 0.75 元。公司预计 2012 年全年归属于母公司所有者净利润增速在-30%-0% 之间。

● 三季度收入增速明显放缓，业绩低于预期，这是公司订货模式调整和市场低迷共振的结果。三季度公司营收实现 25.94 亿元，同比下滑 13.5%，又由于销售费用的刚性，使得销售费用率同比上升了 6.4pct 至 25%，从而导致营业利润率下降 6.4pct 至 12.9%，最终传导到净利润，同比下滑 13.4%，低于预期。我们认为单季度收入增速下滑是公司订货模式调整和终端需求低迷共振的结果，上半年公司为了控制期货制度对存货的影响，在 2012 年秋装订货会主动降低期货比例（占比约 70-80% 左右），并期望通过季中现货补单实现增长，而实际上三季度受市场低迷影响补单基本没有，从而造成了收入同比的下滑，但从好的方面来说，期货比例降低减少了期货做货量，这便于公司控制存货风险，而且现货比例的提升有利于提升公司快速反应的能力。

● 冬装入库导致存货规模上升，但仍在合理范围；经营性现金流持续五个季度净流入，公司经营较为健康。由于冬装入库，使得公司三季度末存货金额达 22 亿元，较半年报增加近 4.5 个亿，而较去年三季度同比下降了近 8 个亿，考虑到今年春夏装库存去化情况以及公司销售规模，目前的存货水平在正常范围内。随着存货的消化和做货的控制，公司经营性现金流连续五个季度净流入，三季度末净额达到 20.18 亿元，较中期增加了 2.98 亿元。由此可见公司经营质量相对健康。

● 盈利预测。我们依旧看好存货问题解决后，公司轻装上阵，有利于市场回暖公司业绩的快速反转，但短期订货模式调整，将使业绩承压，因此下调盈利预测，12-14 年的 EPS 分别为 1.09 元、1.30 元和 1.63 元，目前股价对应 PE 分别为 11 倍、9 倍和 7 倍，近期股价大幅下挫，公司估值不高，维持“推荐”评级。

- 风险提示。经济下滑持续影响现货补货情况；单店盈利能力提升不及预期。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入 (百万)	7500	9945	10343	11584	13669
同比%	43.76%	32.59%	4.00%	12.00%	18.00%
净利润 (百万)	758	1206	1096	1304	1635
同比%	25.42%	59.13%	-9.14%	18.98%	25.42%
每股净收益 (元)	0.75	1.20	1.09	1.30	1.63
市盈率	16	10	11	9	7
市净率	4	3	3	2	2
净资产收益率(ROE)	22.75%	29.23%	25.03%	24.36%	24.79%
股息收益率	1.52%	3.23%	2.78%	3.31%	4.15%
总股本	1005	1005	1005	1005	1005

5.2. 七匹狼 (002029)

- 2012 年 1-9 月公司实现营业收入 25.14 亿元，同比增长 19.7%；营业利润 5.40 亿元，同比增长 50.5%；归属母公司所有者净利润 4.02 亿元，同比增长 39.3%；实现基本每股收益 0.80 元。公司预计 2012 年全年归属上市公司股东的净利润同比增长 30-50%。

- 批零转型成果显现，净利率持续提升。公司主要从事自有品牌七匹狼的产品开发、生产和销售。报告期内，公司实现营收稳步增长 19.7%，其中三季度收入达 10.28 亿元，增速 13.4%；整体毛利率持续提高，较去年同期提升 2.8 个百分点至 43.7%，其中三季报毛利率同比提升 2 个百分点至 44.1%；期间费用率较去年同期降低 1 个百分点至 18.9%，其中三季度期间费用率较去年同期降低 1.3 个百分点至 16%；净利润率较去年同期提升 2.3 个百分点至 16.1%，其中三季度提升 2.6 个百分点至 15.4%。我们认为净利润率的提升，是公司批发转零售战略的重要成果体现，公司通过提高高附加值产品比例和提升店效促进内生增长。

- 受季节性发货影响，存货金额增至 7.36 亿元。报告期，由于服装行业生产和发货特性，9 月底部分冬装会入库，从而造成季节性的库存环比大幅上升，但结合上半年公司通过开展各种促销活动和手段消化存货的效果来看，三季报的存货金额仅较去年同期增长了 0.31 亿元，这说明公司存货控制效果显著。同时，公司加大代理商扶持力度，增加代理商信用额度，使得报告期内应收账款较年初大幅增加 157% 至 8.8 亿元。

- 盈利预测与投资评级。我们看好公司批发转零售的战略方向和定增成功对公司外延扩张的助力，维持对公司 2012-2014 年 EPS 预测分别为 1.06 元、1.38 元和 1.73 元，目前股价对应 PE 分别为 14 倍、11 倍和 9 倍，维持“推荐”评级。

- 风险提示。经济放缓影响终端需求；渠道拓展不及预期。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入 (百万)	2198	2921	3648	4589	5736
同比%	10.59%	32.89%	24.90%	25.80%	25.00%
净利润 (百万)	283	412	533	693	871
同比%	38.87%	45.61%	29.16%	30.09%	25.73%
每股净收益 (元)	1.00	1.46	1.06	1.38	1.73
市盈率	27	18	14	11	9
市净率	5	4	2	2	1

净资产收益率(ROE)	17.71%	20.90%	12.63%	14.27%	15.40%
股息收益率	0.61%	0.57%	0.71%	0.92%	1.16%
总股本	283	283	504	504	504

5.3. 九牧王 (601566)

● 2012 年 1-9 月公司实现营业收入 17.82 亿元，同比增长 20.5%；营业利润 5.33 亿元，同比增长 28.5%；归属母公司所有者净利润 4.71 亿元，同比增长 30.4%；实现每股收益 0.82 元。

● 三季度营收增速放缓。三季度单季度实现营收 5.91 亿元，同比增长 14.8%，增速明显放缓；净利润为 1.33 亿元，同比仅增长 5.7%，低于预期。我们判断收入增速放缓，主要是终端销售疲软，我们预计 2012 春夏装截止三季度末的售罄率为 60% 左右，这会影响加盟商的存货情况和提货能力。为此，公司也加大了对加盟商的支持力度，使得应收账款较年初增长 99% 至 2.36 亿元。

● 公司财务指标分析。报告期内，公司产品结构持续优化，使得 1-9 月份整体毛利率同比提升 1.4pct 至 57.6%，其中三季度毛利率提升 1.9pct 至 57.7%；1-9 月销售费用率同比上升 0.8pct 至 21.2%，其中三季度由于公司加大宣传力度，使得销售费用率大幅上升 3.4pct 至 23.8%；1-9 月管理费用率同比下降 0.3pct 至 6.7%，变化相对较为平稳；受益于利息收入，1-9 月财务费用率下降 2.6pct 至 -3.1%；1-9 月份资产减值损失由于存货和应收账款的扩大导致计提损失同比大幅增加 3401 万元，占销售比重达 1.9%，同比上升 1.7pct。

● 盈利预测与投资评级。我们判断终端疲软影响公司外延扩张速度和订货会增速，预计前三季度净开门店 80 家左右以及 2013 年春夏订货会个位数增长，因此我们下调公司的盈利预测 12-14 年 EPS 为 1.14 元、1.21 元和 1.46 元，对应 PE 为 12 倍、12 倍、10 倍，由于近期股价已大幅杀跌，估值相对较低，维持对公司“推荐”的评级。

● 风险提示。经济下滑影响终端消费需求；13 年所得税优惠到期。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入 (百万)	1675	2257	2720	3128	3754
同比%	19.30%	34.78%	20.50%	15.00%	20.00%
净利润 (百万)	360	518	662	703	846
同比%	39.79%	43.73%	27.75%	6.21%	20.38%
每股净收益 (元)	0.80	0.90	1.14	1.21	1.46
市盈率	23	16	12	12	10
市净率	9	2	2	2	1
净资产收益率(ROE)	39.65%	13.02%	15.40%	14.64%	15.56%
股息收益率	--	2.80%	2.44%	2.60%	3.13%
总股本	453	573	579	579	579

5.4. 兴业科技 (002674)

● 2012 年 1-9 月公司实现营业收入 11 亿元，同比增长 16.3%；营业利润 1.24 亿元，同比增长 13.9%；归属母公司所有者净利润 1.08 亿元，同比增长 16.7%；实现基本每股收益 0.52 元。公司预计 2012 年全年归属于母公司所有者净利润同比增长 0-30%。

● 收入和盈利如期重回稳健增长轨道。报告期内，公司收入和净利实现稳健增长，

其中三季度单季度收入达 4.22 亿元,增速 24.5%,实现净利 4,127 万元,增速 39.8%,扭转二季度下滑趋势。我们判断收入增长主要是由于传统生产旺季的到来以及募投项目的逐步投产,所带来的产销量提升;净利增长主要受益于公司优化产品结构和提升产品价格,综合毛利率提升 0.7pct 至 15.2%,其中三季度毛利率提升 1.2pct 至 14.5%。

● 公司加大对下游的支持力度。三季度末,公司应收账款达 7,086 万元,同比增加 188%;预售款项达 963 万,同比减少 53%。我们判断主要还是由于上半年终端市场疲软,下游客户相对比较谨慎,公司加大对下游客户的支持力度。

● 公司看点。(1) 制革行业的环保要求铸就行业的高壁垒,同时国家积极淘汰落后制革产能助推行业集中度提升,公司作为制革业龙头受益明显;(2) 公司募投项目逐步投产保证公司未来三年业绩稳健增长,如安东募投项目今年部分投产,按规划年底前释放 56 万张高档皮革加工产能,瑞森募投项目也将 2013 年投产。

● 盈利预测与投资评级。我们看好公司作为牛头层鞋面革行业龙头长期受益于政策调控红利以及募投项目持续投产对公司未来业绩增长的保证,预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.61 元、0.76 元和 1.01 元,目前股价对应的市盈率分别为 15 倍、12 倍和 9 倍,维持“谨慎推荐”的评级。

● 风险提示。行业景气度下滑;募投项目不及预期;项目环保风险。

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入(百万)	1042	1281	1502	1929	2631
同比%	27.09%	23.00%	17.19%	28.49%	36.37%
净利润(百万)	107	123	147	183	242
同比%	32.42%	15.42%	19.32%	24.91%	31.95%
每股净收益(元)	0.59	0.68	0.61	0.76	1.01
市盈率	21	18	15	12	9
市净率	4	4	2	1	1
净资产收益率(ROE)	21.28%	20.92%	10.43%	11.86%	13.96%
股息收益率	-	-	1.98%	2.47%	3.26%
总股本	180	180	240	240	240

5.5. 卡奴迪路 (002656)

● 2012 年 1-9 月公司实现营业收入 3.95 亿元,同比增长 38.3%;营业利润 1.26 亿元,同比增长 66.8%;归属母公司所有者净利润 9,333 万元,同比增长 61.8%;实现每股收益 0.93 元。公司预计 2012 年全年归属于母公司所有者净利润同比增长在 40%-60%之间。

● 三季度受益于次新店贡献,业绩超预期。报告期内,公司营收依旧保持稳健增长 38.3%,其中三季度经营情况超预期,实现营收 1.09 亿元,同比增长 68.1%,净利润 1680 万元,同比增长 135.6%。我们判断这主要得益于次新店贡献,尤其是上半年净开 46 家,而 2011 年只开了 51 家。

● 三季度毛利率创历史新高。报告期内,公司净利润率较去年同期明显提升了 3.4 个百分点至 23.9%,这主要得益于毛利率提升和期间费用率下降,其中三季度毛利率达 70.1%,创历史新高。期间费用率较去年同期下降 1.9 个百分点至 33.4%,这主要受益于规模效应以及募投资金的利息收入,使得管理费用率和财务费用率大幅下降。

● 通过并购稳步扩张国际代理业务。公司拟通过控股子公司广州连卡悦圆耗资

1600 万元收购杭州恒福 51% 的股权。杭州恒福已获得 Paul&Shark（保鲨）、Lubiam（鲁彼昂姆）、Renoma（瑞诺玛/雷诺玛）等三家国际知名品牌区域代理权，并开设了 9 家代理门店，年销售额预计在 3000 万左右。我们认为公司通过并购手段能快速获得国际知名品牌的代理权和优质店铺，这有利于公司提升国际代理业务的比重，同时更好的吸收国际先进的品牌管理经验

● 盈利预测与投资评级。我们看好高端男装未来发展及公司先发优势和高端品牌管理集团的理念，维持此前对公司 12-14 年 EPS 预测分别为 1.61 元、2.21 元和 2.84 元，对应 PE 为 21 倍、15 倍、12 倍，维持公司“谨慎推荐”的评级。

● 风险提示。经济下滑对高端消费的影响；渠道拓展不及预期；直营渠道拓展导致费用率上升。

财务摘要（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入（百万）	337	461	609	819	1058
同比%	35.42%	36.91%	32.00%	34.50%	29.10%
净利润（百万）	65	109	161	221	284
同比%	62.45%	67.72%	47.18%	37.50%	28.56%
每股净收益（元）	0.87	1.46	1.61	2.21	2.84
市盈率	52	31	21	15	12
市净率	17	11	7	5	4
净资产收益率(ROE)	32.97%	35.68%	34.43%	34.55%	33.14%
股息收益率	-	-	1.42%	1.95%	2.51%
总股本	75	75	100	100	100

5.6. 搜于特（002503）

● 2012 年 1-9 月公司实现营业收入 11.12 亿元，同比增长 49.3%；营业利润 2.31 亿元，同比增长 60.6%；归属母公司所有者净利润 1.76 亿元，同比增长 58.3%；实现基本每股收益 0.61 元。公司预计 2012 年全年归属上市公司股东的净利润同比增长 40-70%。

● 公司持续加大渠道拓展，保持营收高速增长。公司主要从事青春休闲服饰品牌“潮流前线”的设计与销售，且专注于三、四类市场。报告期内，实现收入和净利持续高增长，其中三季度收入增速达 50.7%，符合 2012 秋冬订货会增长的预期，这一方面由于公司加大渠道拓展力度，从今年开始要求加盟商新开门店达 200 平米以上，并鼓励开多楼层店，同时加大加盟商开大店、多开店的扶持力度（贷款信用、补贴等）；另一方面，公司在内部管理、品牌推广和产品研发设计等企业运营环节不断提升，使得终端质量和运营效率稳步提高。

● 受益原材料价格下降，三季度毛利率同比大幅提升。三季度公司毛利率达到 36.4%，较去年同期提升 2.3 个百分点，这主要是由于公司 2012 秋冬订货会提前召开后，在后续生产过程，部分原材料价格下降，从而提升了公司毛利率。

● 下半年继续强化管理工作，管理费用率明显下降。由于前期快速扩张，对公司管理能力提出了新的要求，因此 2012 年公司定为“管理年”。公司通过加强内部管理，使得管理及规模效益逐渐显现，前三季度管理费用率同比下降 0.7 个百分点，其中三季度管理费用率同比下降 0.9 个百分点。

● 盈利预测与投资评级。公司全年业绩确定性较强，同时三季度业绩增速略超预期，因此我们调高公司 2012-2014 年的 EPS 预测至 0.91 元、1.25 元和 1.63 元，目前股价对应 PE 分别为 21 倍、15 倍和 12 倍，维持“谨慎推荐”评级。

- 风险提示。渠道拓展不及预期；加盟扩张考验管理能力。

财务摘要（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入（百万）	633	1100	1614	2236	2940
同比%	67.09%	73.75%	46.82%	38.50%	31.50%
净利润（百万）	91	173	263	361	468
同比%	67.96%	90.73%	52.06%	37.21%	29.63%
每股净收益（元）	1.14	1.08	0.91	1.25	1.63
市盈率	60	31	21	15	12
市净率	3	3	3	2	2
净资产收益率(ROE)	5.37%	9.71%	13.38%	16.06%	17.95%
股息收益率	1.10%	1.61%	1.46%	2.00%	2.59%
总股本	80	160	288	288	288

6. 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。

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所涉及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