

2009 年 04 月 29 日

长期竞争力评级：等于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	20.16
市场优化平均市盈率	20.60
国金纺织服装指数	2585.52
沪深 300 指数	2518.53
上证指数	2401.44
深证成指	9104.30
中小板指数	3840.45


相关报告

- 1 《4 月 20 日至 24 日纺织原料价格周报》，2009.4.25
- 2 《棉花价格快速上涨影响分析》，2009.4.17
- 3 《4 月 12 日至 17 日纺织原料价格周报》，2009.4.17

张斌

 (8621)61038278
 zhangbin@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

纺织服装行业研究报告

——09 年 4 月月报 - 继续看好品牌服装企业

减持

持有

增持

投资要点

- 09 年前 2 月规模以上纺织企业实现收入 4179 亿元、利润总额 126.6 亿元，分别同比下降 0.31% 和 4.74%，是 02 年以来首次全面下降；其中服装行业收入和利润总额分别同比增长 11.3% 和 27.8%，纺织业收入增长 0.33%，利润总额下降 11.8%，化纤行业两者分别下降 25.1% 和 88.9%；
- 3 月出口出现反弹，服装和纺织品当月分别出口 69 亿美元和 48.6 亿美元，服装同比增长 9.3%，纺织品同比下降 5.8%，前 3 月，纺织品服装、服装和纺织品累计分别出口 334 亿美元、212 亿美元和 122 亿美元，分别下降 8.3%、2.8% 和 16.6%；
- 我们认为 3 月出口只是旺季反弹，与恐慌心态消除、对美配额取消有关，并可能持续到 5 月，但我们并不打算改变之前对于 09 年全行业效益预期，即收入增长 5% 左右，利润总额下降 10% 左右，出口总额下降 10%；
- 前 3 月全行业完成固定资产投资额 433 亿元，同比下降 1.77%，是 2000 年以来最低。从子行业来看，服装同比增长 7.8%，较 08 年全年下降 11.3 个百分点；纺织品和化纤分别下降 4.5% 和 13.6%，由 08 年增长 0.2% 和 5.7% 转变为下降。从固定资产投资情况来看，没有明显复苏迹象；
- 09 年 4 月棉花和粘胶短纤价格上涨加速，都取得约 1000 元左右涨幅，我们认为一个月内原料价格仍可能有所上涨，但速度放缓。我们认为原料涨价供需因素低于资金因素，在下游需求没有起色前，原料涨价比订单下降更影响纺织企业经营；
- 在内销市场整体相对低迷的情况下，我们认为行业整合可能给诸如七匹狼这样的品牌企业带来更多机会，预计 2010 年业绩增速将超过 09 年，5 月投资策略仍看好品牌服装企业，特别是采取省级代理制、扩张风险小的七匹狼和安踏。我们建议关注七匹狼、安踏、美邦、报喜鸟和鲁泰。

行业内重点公司投资评级

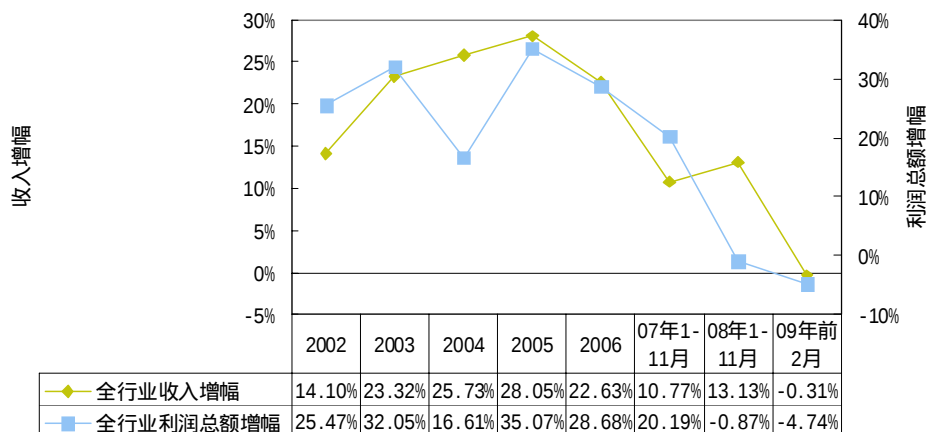
股票代码	股票名称	收盘价 (元)	2008EPS (元)	EPS 09/08	2009EPS (元)	EPS 10/09	2010EPS (元)	2008PE	2009PE	2010PE	投资评级	上期评级
002029	七匹狼	14.07	0.541	17.74%	0.637	37.21%	0.874	26.01	22.09	16.10	买入	买入
2020.hk	安踏体育	5.28	0.359	19.78%	0.430	24.65%	0.536	14.71	12.28	9.85	买入	买入
002003	伟星股份	16.01	0.777	16.86%	0.908	30.18%	1.182	20.60	17.63	13.54	买入	买入
002269	美邦服饰	28.12	0.877	26.23%	1.107	25.47%	1.389	32.06	25.40	20.24	买入	买入
002154	报喜鸟	16.37	0.640	17.19%	0.750	24.00%	0.930	25.58	21.83	17.60	买入	买入
000726	鲁泰	8.53	0.516	1.55%	0.524	9.16%	0.572	16.53	16.28	14.91	持有	持有

注：安踏业绩和股价都以人民币为单位

行业回顾与展望

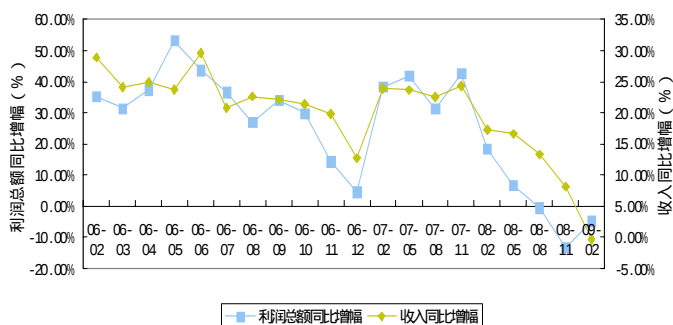
行业效益增速逐月降低

图表1：纺织全行业效益增长情况



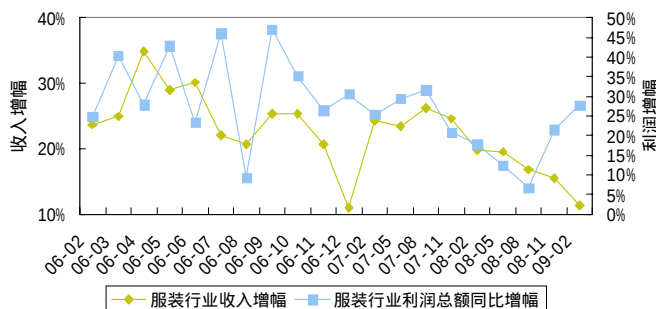
来源：中经网数据、国金证券研究所（全行业包括服装、纺织和化纤三大子行业，某些统计数据包括纺机行业，可能导致与本报告数据的差异）

图表2：全行业06年以来逐月效益增长情况

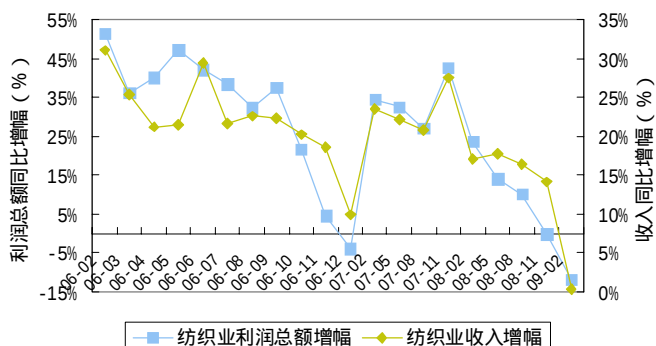


来源：中经网数据、国金证券研究所

图表3：服装行业效益增长情况

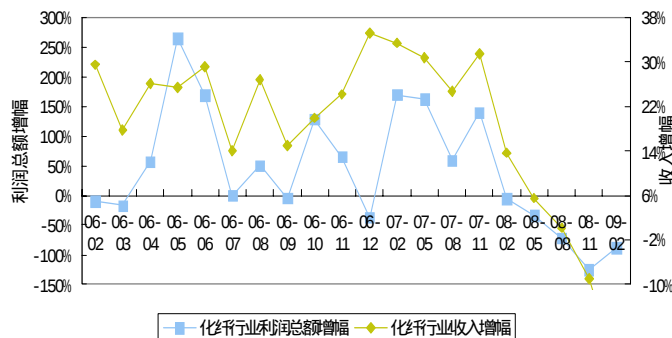


图表4：纺织业效益增长情况



来源：中经网数据、国金证券研究所

图表5：化纤行业效益增长情况



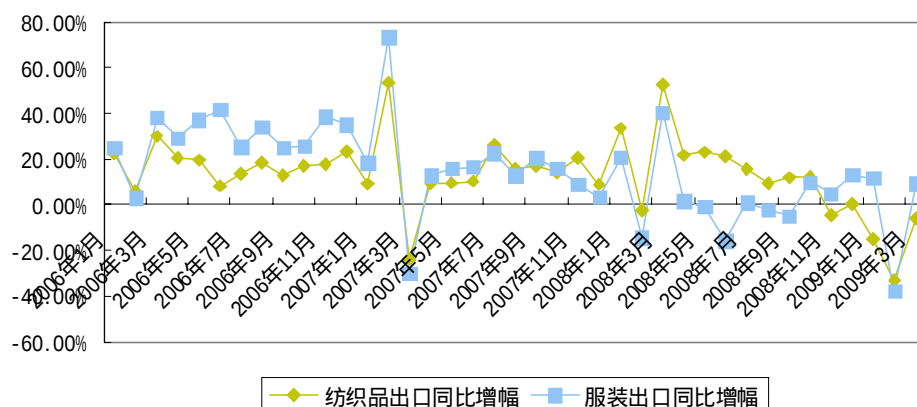
根据国家统计局数据（图表1-5），09年前2月规模以上纺织企业实现收入4179亿元、利润总额126.6亿元，分别同比下降0.31%和4.74%，是02年以来首次全面下降；其中服装行业实现收入1192亿元、利润总额58.7亿元，分别同比增长11.3%和27.8%，纺织业实现收入2561亿元，同比增长0.33%，

利润总额 66.6 亿元，同比下降 11.8%，化纤行业实现收入 425.6 亿元、利润总额 1.27 亿元，分别同比下降 25.1%和 88.9%。

化纤和纺织业效益下降成为全行业效益下滑的主要原因，只有服装行业一支独秀，我们认为服装行业效益增长，一方面是 08 年雪灾影响国内服装零售，导致基数偏低，另一方面今年春节期间，零售企业加大打折力度促消费，效果明显。

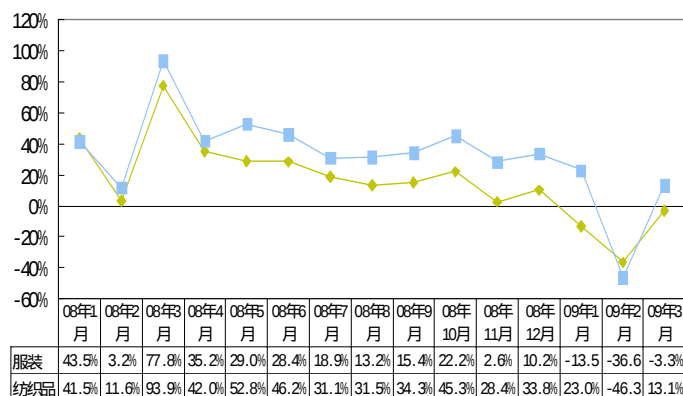
3 月纺织品服装出口反弹

图表 6：近期服装纺织品出口增长情况



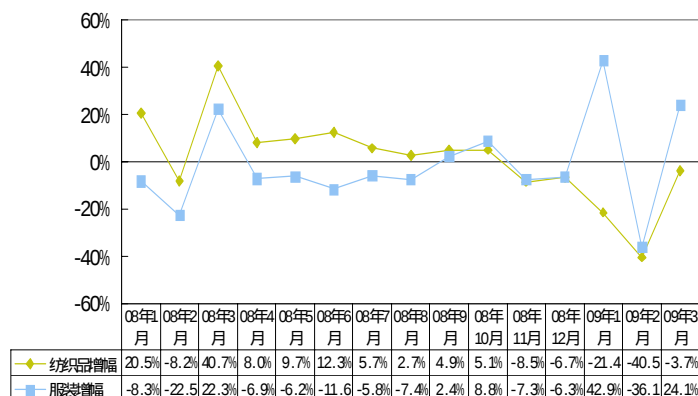
来源：第一纺织网、国金证券研究所

图表 7：08 年以来对欧盟出口



来源：第一纺织网、国金证券研究所

图表 8：08 年以来对美国出口



我们在 09 年行业报告中预计年出口将下降。进入 09 年，前 2 月纺织行业出口下降非常明显，3 月出口出现反弹，服装和纺织品当月分别出口 69 亿美元和 48.6 亿美元，服装同比增长 9.3%，纺织品同比下降 5.8%，前 3 月，服装和纺织品累计分别出口 212 亿美元和 122 亿美元，分别下降 2.8%和 16.6%，前 3 月纺织品服装累计出口 334 亿美元，同比下降 8.3%：

- 1、从 09 年 1 月 1 日开始对美纺织品服装出口配额全面取消的影响，前 3 月对美国服装出口累计值同比增长 0.3%（图表 8）；
- 2、08 年 4 季度经济危机突然加剧，全球恐慌，心理因素压制了部分真实需求，近期市场心理有所恢复，出口自然有所反弹；
- 3、3 月是纺织传统旺季；
- 4、在全球经济不景气现况下，发展中国家贸易竞争开始不断加剧。在出口退税率上调、利率下降、人民币兑美元汇率基本持平、以及原材料成本下降等诸多利好因素刺激下，我国服装产品出口竞争力有所恢复，部分原先转向越南等国订单又开始回流，而我国纺织纱线、织物等中间产品的主要出口市场恰

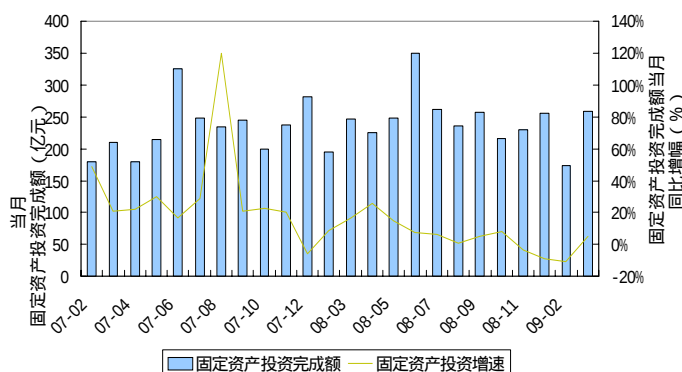
恰正是东盟、印度等市场，这也是为何份纺织品出口增速落后于服装的原因所在；

欧美经济危机，从 08 年下半年开始全面体现，传导到中国纺织生产企业要延后 3-6 个月，目前欧美经济并没有企稳迹象，我们认为至少今年上半年出口同比将继续保持负增长，我们预计今后再次出现 2 月那样 30% 以上的单月负增长可能性不大，上半年当月负增长区间在 10-20% 之间可能性更大。

欧美需求启动需要时间，国内服装零售增长难以突然提速，纺织行业自 1999 年以来高速发展的 10 年积累了太多太多过剩产能需要消化，我们认为 3 月出口只是旺季反弹，并可能持续到 5 月，但我们并不打算改变之前对于 09 年全行业效益预期，即收入增长 5% 左右，利润总额下降 10% 左右，出口总额下降 10%。

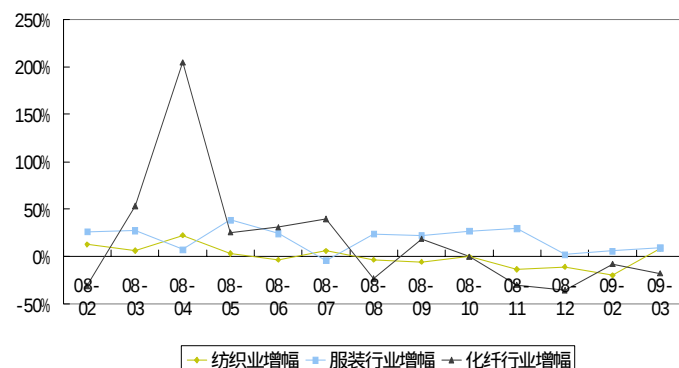
固定资产投资增速继续回落

图表 9：07 年以来逐月固定资产投资完成情况



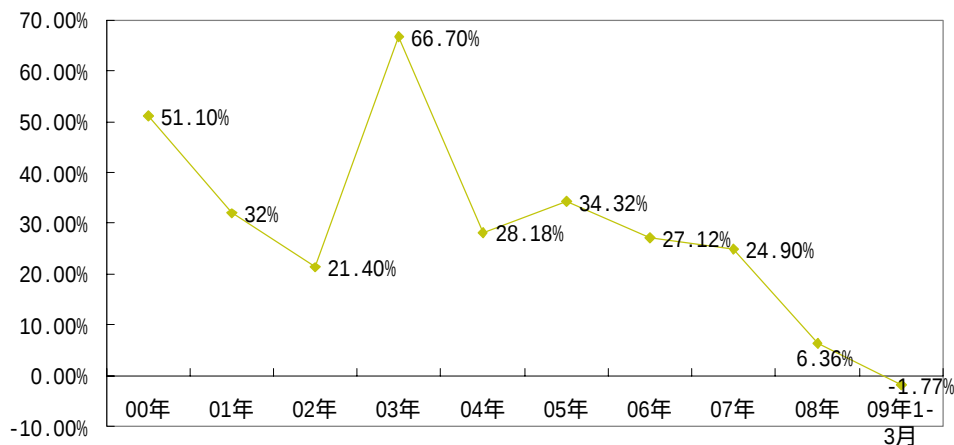
来源：中经网数据、国金证券研究所

图表 10：三大子行业固定资产投资当月完成情况



图表 11：2000 年以来纺织全行业固定资产完成额变化情况

纺织行业固定资产投资完成额增长情况



来源：中经网数据、国金证券研究所

07 年纺织全行业完成固定资产投资额 2555.6 亿元，同比增长 24.9%，08 年全行业完成固定资产投资 2718 亿元，同比仅增长 6.36%，进入 09 年，更是转变为负增长，前 3 月全行业完成固定资产投资额 433.1 亿元，同比下降 1.77%，是 2000 年以来最低（图表 11）。从子行业来看，纺织业、服装和化纤分别完成投资额 241.8 亿元、146.3 亿元和 45 亿元，服装同比增长 7.8%，较 08 年全年下降 11.3 个百分点；纺织品和化纤分别下降 4.5% 和 13.6%，由 08 年增长 0.2% 和 5.7% 转变为下降。服装增速由往年的两位数降至个位数，纺织品是有统计数据的 03 年以来首次下降（图表 10）。

3 月固定资产投资仍比较低迷，我们认为 2 季度无论出口和内销都难有明显转机，预期未来固定资产投资情况仍将低位徘徊。

化纤产品价格跌幅趋缓

图表 12：主要化纤品种产量和价格变化

	涤纶	氨纶	粘胶
主要用途	服装和工业用途	服装	服装
07年产量（万吨）	1917.7	14.6	154.3
产量同比增幅	18.8%	34.80%	27.8%
08年产量（万吨）	2004.6	20.2	131.9
产量同比增幅	4.1%	0.2%	-10.2%
09年1-3月产量（万吨）	463.6	3.8	34.2
产量同比增幅	9.0%	-18.4%	-1.9%
09年4月均价（元/吨）	涤纶短纤：8589 涤纶FDY：10562	40500	粘胶短纤：12981 粘胶长丝：29832
价格月度环比增幅	13.80% 16.36%	0.39%	1.00% 0.38%

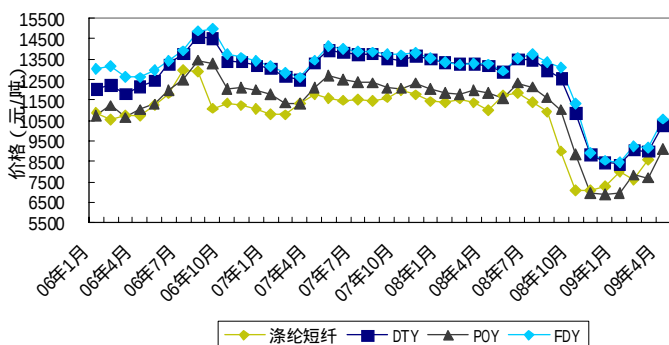
来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所（上表价格均为月度均价）

08 年粘胶产量明显减少，氨纶产量仍微幅增长，因而从产量变化来看，粘胶短纤和长丝价格理应最先反弹；从 09 年 1-3 月产量情况看，氨纶产量降幅明显，未来氨纶价格有反弹空间。

涤纶随油价波动

涤纶价格随油价波动，我们仍然认为产能过大是困扰涤纶行业发展的主要原因，对未来涤纶行业前景始终持谨慎态度。

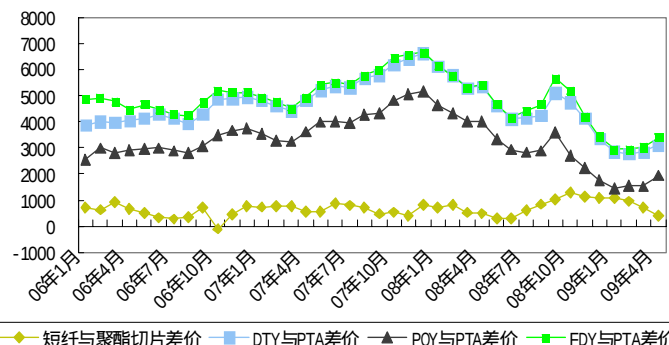
图表 13：涤纶长短丝价格



来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所

图表 14：涤纶长短丝与 PTA 价差

单位：元/吨



4 月粘胶短纤价格再度拉升

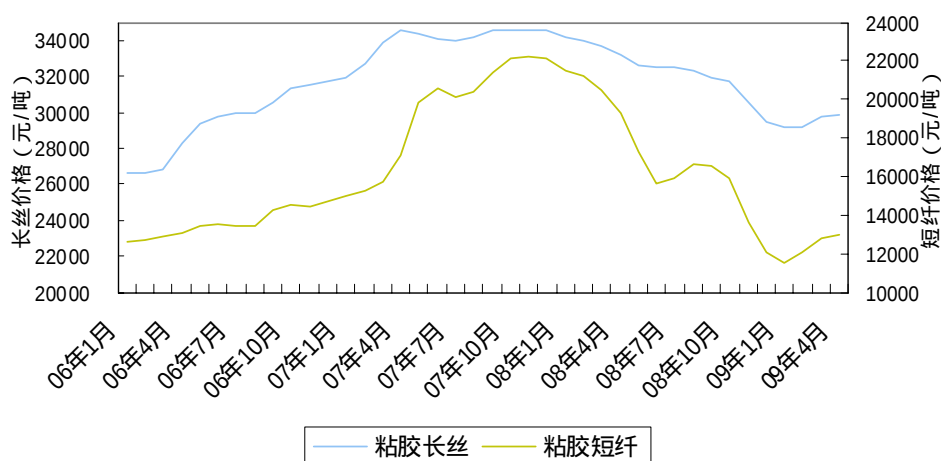
粘胶价格从 09 年 2 月价格开始反弹，2 月上涨 1150 元，进入 3 月涨幅趋缓，较 2 月末上涨约 220 元，进入 4 月，上涨速度加快，单月上涨 1000 元，目前价格达到 13780 元；长丝价格同样从 2 月开始反弹，2 月上涨 500 元，3 月涨幅同样趋缓，较 2 月末上涨 200 元，4 月波动不大，目前仍维持在 29800 元(图表 15)。尽管粘胶价格上涨，带动棉短绒价格上行，但粘胶价格上涨幅度更大，粘胶企业盈利状况有所改善，目前短纤企业全部处于盈利状态，长丝企业仍有小幅亏损（图表 16,17）。

从出口情况看，粘胶短丝的出口从 08 年 3 月开始下降，一直到 09 年 3 月仍没有起色，3 月单月出口量 3243 吨，仍处于较低水平（图表 18）；长丝出口在 3 月有明显反弹（图表 19），单月 5783 吨，达到 07 年下半年出口旺盛时水平，粘胶长丝用途狭窄，需求稳中有降，出口转旺是价格平稳的主要原因之一。

粘胶纤维流通企业和用户在 10-12 月减少采购量后，库存减少，进入 09 年有补库的需要，导致销量有所上升，再加上粘胶企业全面亏损，粘胶价格有反弹需要，上述两点是今年价格反弹的供需方面的主要原因。

之前我们认为价格上涨至企业盈亏平衡点后继续上涨难度明显增大，但由于 4 月棉价暴涨拉动棉短绒涨价，以及市场流动性泛滥，导致 4 月粘胶短纤价格拉升。目前国内服装零售刚刚有所恢复、出口刚刚有所反弹，作为主要原料的粘胶短纤涨价存在资金炒作可能，4 月轻纺城交易市场一度出现人棉布销量超过棉布的怪现象。目前 13780 元的价格对于粘胶短纤企业来说全面盈利，理论净利率在 5-6% 的高水平，我们认为 5 月下旬淡季开始后，短纤价格稳中有降的可能性大于继续上涨或者高位平稳的可能性。

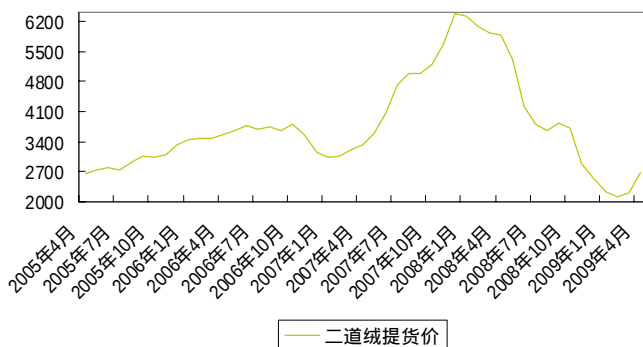
图表 15：粘胶长短丝价格走势



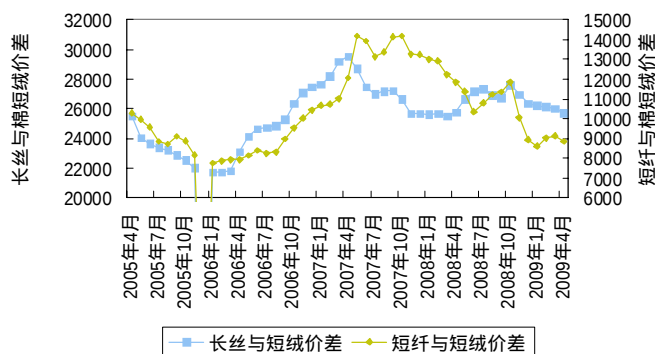
来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所

图表 16：二道绒提货价变化

单位：元/吨



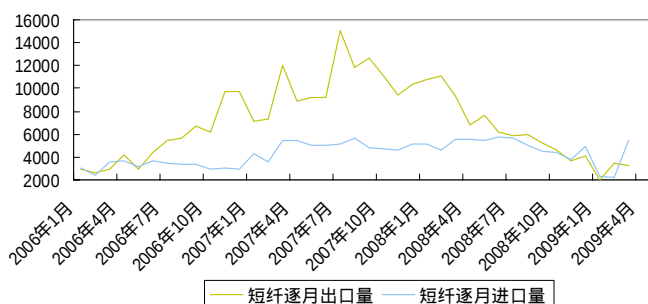
图表 17：粘胶理论盈利空间



来源：国金证券研究所（按照 1.4 吨棉短绒生产一吨粘胶计算粘胶理论盈利空间）

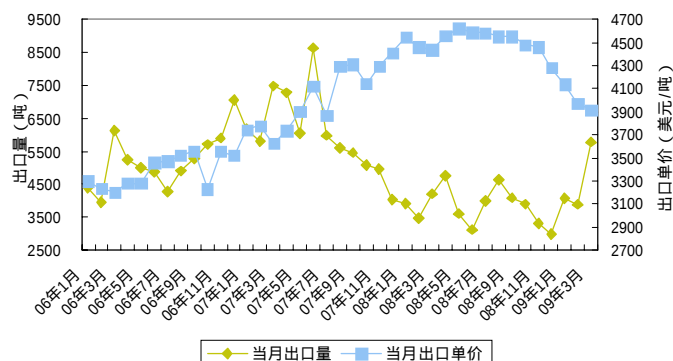
图表 18：粘胶短纤进出口情况

单位：吨



图表 19：粘胶长丝出口情况

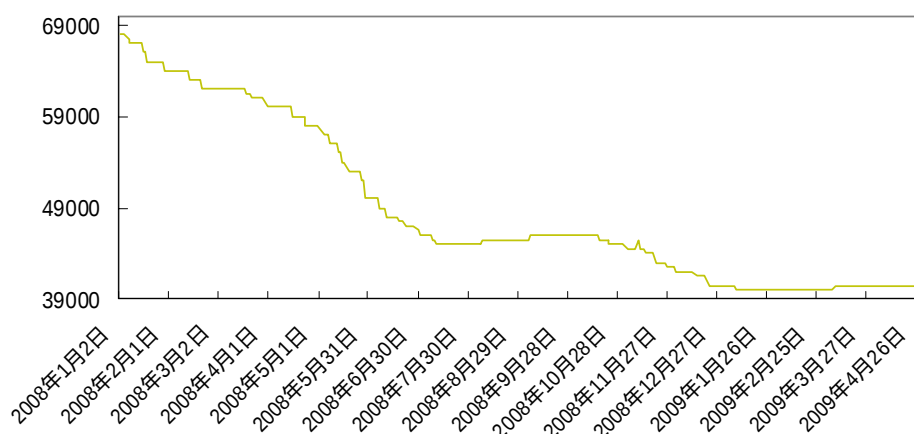
单位：吨



来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所（注：长丝进口量很少，国际产能已基本转移至中国，国外主要生产国是印度）

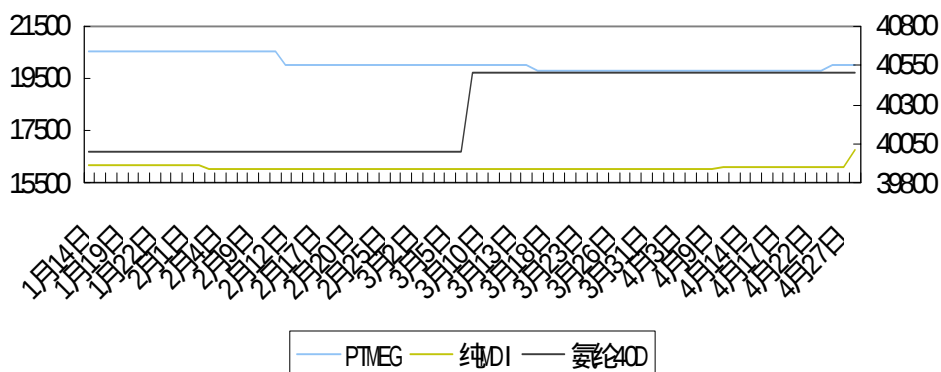
氨纶价格反弹迟迟未至

图表 20：一年来氨纶价格波动



来源：第一纺织网、国金证券研究所

图表 21:PTMEG 和 MDI 价格走势



来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所

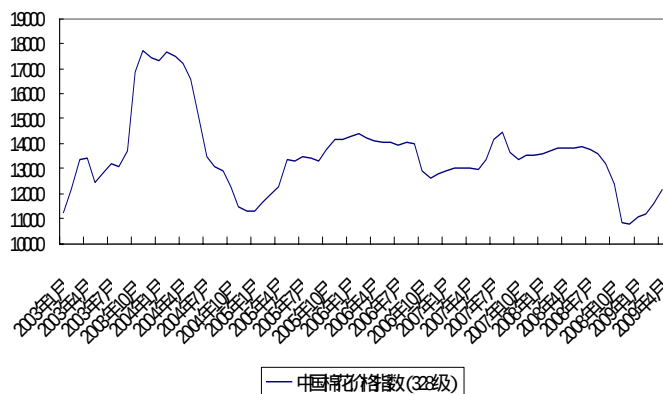
氨纶价格自 07 年 4 月以来不断下降，11 月时 40D 氨纶均价尚有 43000 元（图表 20），09 年 1 月跌至 40000 元，2 月氨纶价格一直稳定在 40000 元，从 3 月开始，价格小幅反弹，目前达到 40500 元，4 月仍维持在该价位。氨纶全行业亏损，这是未来价格可能反弹的最主要原因，之前我们预计氨纶也

可能和粘胶短纤一样，价格上涨至 44000 元左右，企业处于盈亏平衡点附近，但氨纶价格反弹至今没有出现。

由于原油涨价，氨纶原料 PTMEG 和 MDI 近期价格有所上升（图表 21）；而且今年以来氨纶产量下降明显，未来氨纶有涨价可能。

4 月棉价上涨速度加快

图表 22：中国 328 级棉花价格指数



来源：第一纺织网、国金证券研究所

图表 23：cotlook A 指数



图表 24：国内外棉价差

棉329与CotlookA港口提货价差 (2006-1-1至2009-4-2)



来源：国金证券研究所

棉价从 08 年 12 月开始小幅反弹，元旦过后中国 328 级棉花价格指数为 10966，4 月上涨速度加快（图表 22），4 月 1 日为 11721.28 日达到 12696，棉价快速上涨主要原因是：

- 今年以来，国家为防止棉价过度下跌，加大棉花收储力度，以 12600 元/吨的价格分三批累计收储 272 万吨，占 08 年全年产量的 35%左右，收储力度过大成为棉价上涨的直接导火索；
- 国内资金历来有炒作棉花的习惯，而且郑商所有棉花期货。流通领域企业通过低价囤货，造成市场供不应求，实现价格上涨，从而套利。目前市场资金充裕，为资金进入棉花市场提供便利；
- 去年下半年以来，纺织市场低迷，企业棉花库存很少，一旦棉价有所上涨，在买涨不买跌的心理作用和低库存压力下，企业购买棉花行为增多，推动棉价上涨；

- 08 年底棉价跌破 11000 元，过度下跌，而国家希望棉价稳定在 12500-13000 元之间，一旦市场信心有所恢复，存在反弹动力。

我们预计短期内棉价可能达到 13000 元左右，中长期棉价在 12000-13000 元之波动概率比较大：

- 据我们了解，目前棉纺企业 328 级棉花实际到厂价在 12800-13100 元之间，去掉运费，对应的棉花价格指数在 12600-12900 元之间，公告的价格指数滞后于市场实际情况；
- 国家收储价格为 12600 元，对市场有指导意义；
- 据协会调查，09 年棉农种植积极性下降，棉花种植面积可能减少 10% 左右（最终结果需要到 5 月才能知晓），而美国和印度种植面积也可能减少，未来全球棉花产量存在下降空间。

未来影响棉价波动的主要因素有：

- 国家政策将调控棉价。棉花是重要战略物质，棉价波动涉及到农业和纺织两个重要行业效益，国家对于运用政策手段调控棉价已经积累了丰富经验。国家可以通过出售国储棉、增加棉花进口配额和降低棉花进口滑准税来平抑棉价，还可以通过增加财政扶持提高棉农种植积极性。国家政策是影响中短期棉价的最关键因素；
- 下游纺织服装需求是决定棉价的基础因素，过高的棉价将直接影响纺织品服装出口和企业经营，现在棉价能否得到支撑取决于棉纱和棉布价格能否上涨，以消化成本压力；
- 低棉价短期内对纺企有利，但直接压制棉农种植积极性，影响未来产量；
- 国内外棉价互相影响，目前国际棉价低于国内超过 2000 元（图表 24，1% 进口关税，非滑准税进口部分）。未来，美国和印度棉花产量、种植面积变化，以及美国棉花期货价格都可能对国内市场产生作用。

5 月行业投资策略：行业最差情况出现，品牌服装可能出现投资机会

我们预期 09 年行业收入增幅大幅降低、利润总额和出口下降，内销收入增速从往年的超过 20% 降至 10-15% 之间，依然维持行业持有的投资建议不变，重点关注七匹狼、安踏、伟星、美邦、报喜鸟和鲁泰。

尽管我们预期 09 年国内服装消费增速下降，较 07 年大幅下滑，但毕竟仍有 10% - 15% 的增长，度过这个寒冬后，我们关注的这些将充分享受国内消费升级带来的发展空间，2010 年业绩增速可能明显提高。

维持 2 季度投资策略观点：行业整合给品牌服装企业带来投资机会

尽管面临经济危机，但我们认为 09 年国内品牌服装企业效益仍能增长，仅仅是增幅下降而已。而行业整合加剧为品牌企业上市公司未来更好发展打下基础，我们预计 2010 年品牌服装上市公司（七匹狼、安踏、美邦和报喜鸟等）业绩增速将超过 09 年，取得 30% 的增速是有可能的（见各公司研究报告）；伟星主要客户是大型品牌服装企业，因此也能充分享受到这些企业业绩提高的好处。（具体分析见 2 季度投资策略）

我们首选七匹狼和安踏是基于目前消费低迷状况将持续到 2010 年，如果服装消费在年底前开始复苏并反弹，则经营相对激进的美邦将成为投资首选。

看好七匹狼的主要理由如下：

- 在目前国内服装零售市场增速放缓的情况下，许多中小品牌倒闭，行业整合加剧，我们认为公司能够在风险相对可控的情况下，最大程度享受行业整合带来的发展机会：
 - ◆ 行业整合给市场提供了更多的代理商资源、店铺资源和顾客资源；
 - ◆ 省级代理制和相对谨慎的经营是我们看好公司的最主要理由；

- ◆ 09 年公司经营策略为谨慎扩张，以降低库存和增加新代理商为主要目标。公司采用省级代理制，可以通过省代招募新的 2、3 级代理商扩张，以实现 09 年经营目标，并有可能在 2010 年取得更快业绩增长。
- 我们预计通过招募新代理商，即使市场仍没有复苏的情况下，2010 年公司业绩增速也将明显高于 09 年，预计 09-2011 年净利润分别为 1.8 亿元、2.47 亿元和 3.38 亿元，分别同比增长 17.8%、37.1%和 36.9%；
- 我们认为在目前市场情况下，公司比美邦和报喜鸟业绩增速可能更快，建议给予公司 09 年 26-30 倍市盈率，对应合理的价格区间在 16.6-19.1 元，维持买入建议。

出口有所反弹，但行业集中度过低，难有理想投资标地

- 如果未来出口形势好转，鉴于纺织行业集中度过低，出口企业众多，众多中小型企业将抢夺新增订单，上市公司的业绩恢复性增长幅度可能低于市场预期，只存在交易性机会；
- 原预期纺织原料低价运行，一旦出口有所好转，企业能最大程度享受收入增长带来的利润提高，但目前棉花和粘短涨价，涤纶也随油价上涨，低价原料的预期已打折扣，如原料继续高位运行，未来业绩反弹力度将减弱；
- 今年以来出口型企业，如金飞达、大杨创世、金鹰股份、孚日等涨幅较大，但上涨原因基本是新能源、绝对股价低等因素，因此在面临出口反弹时，这些企业股价上涨动力可能受到压制。

综上所述，2 季度，我们建议关注七匹狼、安踏、伟星、报喜鸟、美邦、鲁泰。

■ 4 月纺织个股股价表现回顾

图表 25：4 月涨跌幅超过 10% 纺织个股情况

股票代码	股票名称	复权区间涨幅(4月1日至28日)(%)	我们对涨跌的原因分析
600626	申达股份	33.33	市场传言公司将重组，而且公司有土工布子公司，受益于行业振兴规划
600510	黑牡丹	32.5	重组
600871	S 仪化	32.38	市场传言股改过程加速
600889	南京化纤	27.61	粘胶涨价、企业搬迁
002042	华孚色纺	25	向大股东定向增发置入资产，08年报披露公司计划09年业绩实现增长
000615	湖北金环	23.35	粘胶价格上涨
002015	霞客环保	22.89	向大股东定向增发
000810	华润锦华	19.03	
600233	大杨创世	16.21	主要产品出口，市场认为受益于出口反弹
002029	七匹狼	16.09	我们重点推荐公司，行业整合给公司品牌经营带
002070	众和股份	15.61	反弹
002127	新民科技	13.75	反弹
000982	中银绒业	13.61	重组
002154	报喜鸟	13.44	品牌零售企业，市场意识到经济危机虽然影响公司业绩增速，但不会导致业绩下降
002044	江苏三友	11.22	主要产品出口，市场认为受益于出口反弹
600152	维科精华	11.16	
000045	深纺织 A	10.14	
股票代码	股票名称	复权区间跌幅(4月1日至28日)(%)	
002172	澳洋科技	-11.14	粘胶短纤企业，前期涨幅过大
000955	*ST 欣龙	-11.87	
600884	杉杉股份	-14.98	市场关注的新能源板块企业
002072	德棉股份	-18.25	市场之前传言重组

来源：国金证券研究所

4 月我们关注的一些主要行业问题

■ 棉花、粘胶和氨纶纺织价格上涨空间分析

氨纶价格有涨至 44000 元的可能（具体分析见前文）。

在纺织全行业效益仍处于下滑趋势中，只是下滑速度减缓的情况下，棉花和粘胶短纤作为最主要原料，价格近乎一骑绝尘，上涨过快令下游企业经营更加困难。对于 09 年，在需求下滑的情况下，低价原料重要性大大超过往年。纺织企业，如果坚持主业，订单下降不至于倒闭，因为成本与产量有关，企业大不了关停部分产能，但原料涨价则很可能导致企业再次大面积破产，如果发生，则这批破产企业与之前主动关停的破产不同，是被动破产，破产企业几乎没有东山再起的机会。

我们预计棉花和粘短价格短期继续上冲后，5 月中下旬后将面临下游需求不足的压力，未来可能出现的现象是，原料价格回调，下游产品部分涨价以弥补一些成本压力，重新构建产业链的利益链条。

■ 出口反弹还是反转，反弹空间？

我们认为出口形势真正好转取决于两点，一是欧美经济企稳，消费开始复苏；而是欧美金融系统稳定，贷款恢复正常，信用证重新成为主要结算手段，目前这两点尚未出现，而且中国纺织品服装出口量占全球纺织贸易量约 30%，高速成长期已过，反转观点过于乐观。

反弹倒是客观存在，只是我们认为反弹力度也不会很大，达到 08 年同期水平已经不易，如果棉花和粘胶等原料价格继续上涨，出口金额即使达到 08 年同期水平，企业效益也可能同比下降。

4 月上市公司动态

4 月上市公司密集公布年报。

山东海龙：粘胶短纤价格决定业绩

- 公司发布 08 年报，08 年实现收入 27.94 亿元，同比降低 10.45%，亏损 1.94 亿元，不分配红利也不实施股本转增：
 - ◆ 公司是全国最大的粘胶短纤生产企业，08 年以来，由于出口内销疲软，粘胶供过于求，价格一路暴跌，这是公司业绩亏损的主要原因；
 - ◆ 公司 08 年新增 5 万吨短纤、10 万吨棉浆粕产能，但由于产品价格下跌，仍出现亏损。
- 由于国家收储棉花力度过大，以及市场资金充沛，今年以来棉价不断上行，4 月上涨加速，导致粘胶原料价格上行，在一定程度上支撑甚至可能推高粘胶价格。我们原预期上半年粘胶短纤价格难以突破 13000 元，但棉价上涨，我们认为粘胶短纤价格在 5 月达到 13500 元是有可能的，不过此次上涨是成本推动，公司毛利率难以同步提高；
- 未来粘胶价格再次反弹可能在 8 月：
 - ◆ 我们认为纺织行业无论是出口还是内需，最早要到 09 年 3 季度才可能企稳，在下游需求疲软的情况下，粘胶价格上涨难以维持；
 - ◆ 对于化纤行业来说，“七死八活”是指 7 月淡季、8 月旺季，8 月销售决定了下半年市场情况，8 月粘胶价格有上涨可能；
 - ◆ 粘胶流通领域中，经销商占比很大，历来助长助跌，8 月的传统旺季在一定程度上将给市场心理暗示和信心。
- 公司年报披露计划在 09 年投资 32 亿元，投资建设 1 万吨纳米氢氧化镁和 3000 吨纳米硫酸钡项目；
- 我们预期公司 09 年业绩可能微利，至少亏损程度将大大低于 08 年，这是因为 2008 年可能是行业最低迷的一年，未来市场情况将略好于 08 年。

梅花伞：业绩大大低于预期

- 公司公布 08 年年报，业绩大大低于我们预期，08 年实现主营业务收入 2.87 亿元，同比增长 2.3%，净利润 882 万元，同比下降 61.54%，EPS0.106 元；剔除非经常性损益后净利润 322 万元，同比下降 85.8%。不转增股本也不派发现金红利：
 - ◆ 公司产品大部分出口，08 年 4 季度以来，出口急剧下降影响公司业绩；此外，公司开拓国内市场导致费用增长大大超过预期，这些是业绩低于我们预期的主要原因；
 - ◆ 公司从 03 年开始在国外进行自主品牌经营，但国外自主品牌代理商和 OEM 经销商大部分重叠，自主品牌产品与 OEM 出口产品差异性不大，公司对销售网络、市场营销没有影响力，自主品牌经营仍有相当漫长的道路。
- 我们预期 09 年效益难有起色，2010 年如果欧美经济逐渐好转，公司效益才可能回升：
 - ◆ 08 年收入增幅仅 2.3%，部分原因是东欧诸国汇率急剧波动，客户不敢下单，我们认为 09 年汇率波动可能减缓；08 年 4 季度，由于担心形成坏帐，公司也不敢大量接单，我们预期 09 年市场恐慌过去，接单情况有所好转；
 - ◆ 我们预期公司年出口呈现前低后高格局，因此预期业绩更可能在下半年体现；
 - ◆ 无论国外自主品牌和国内业务开展仍处于市场培育和开拓期，风险相对较大，而公司规模偏小，一定程度上容易导致业绩波动剧烈。
- 公司产品独特、规模小、业绩弹性大，即使未来业绩可能出现恢复性上涨，但动态市盈率超过 100 倍，估值明显偏高，下调投资评级，由持有调整为减持。

鲁泰：业绩平稳

- 公司公布 2008 年年报，实现主营业务收入 39.22 亿元、净利润 5.12 亿元，分别同比增长 2.92%和 11.58%，EPS0.516 元，分红方案为每 10 股派发现金红利 2 元。业绩低于我们预期，主要是 4 季度出口突然下滑，色织布和衬衫毛利率低于预期所致：
 - ◆ 公司进行外汇长期套期保值业务，使得 08 年汇兑收益达到 1.94 亿元，较 07 年增加约 1.3 亿元，财务费用由 07 年的 1.1 亿元急剧减少至 3911 万元，这成为 08 年业绩增长的最关键因素；
 - ◆ 公司主要产品色织布和衬衫业务平稳增长，08 年色织布产能增加 2000 万米、衬衫增加 150 万件，使得两者收入分别增长 6.77%和 18.3%，色织布毛利率与 07 年相当，衬衫毛利率较 07 年降低 1.3 个百分点，主要产品效益对业绩贡献相对有限；
 - ◆ 公司 08 年公开增发 1.5 亿股，募集资金 97350 万元，主要用于 15 万锭精梳纱、5 万锭倍捻、国内品牌建设和补充流动资金，项目主要是保证原料供应，对业绩贡献不大。
- 我们预计公司 09 年业绩与 08 年持平，2010 年后才有所增长：
 - ◆ 欧美经济 09 年难以复苏，公司产品大部分出口，市场低迷影响效益；
 - ◆ 09 年色织布和衬衫没有新增产能投产，主要是 08 年投产的 2000 万米和 150 万件衬衫生产线全面体现产能。
- 元旦以来，国内棉价一路上涨，棉价的提高成为影响公司未来业绩的最不利因素，已经远远超过出口因素。如果棉价超过 13000 元，公司色织布和衬衫毛利率很可能低于我们预期，公司 09 年业绩存在下降可能。

烟台氨纶：氨纶价格下跌拖累业绩

- 公司公布 08 年年报，年报显示主营业务收入 14.18 亿元、净利润 1.82 亿元，分别同比下降 19.4%和 48%，EPS1.449 元。每 10 股分配现金红利 10 元，并转增 3 股：
 - ◆ 由于国内外销售放缓，产能过剩，08 年氨纶价格一路暴跌，从 68000 元一直跌至 40000 元，这是公司效益降低的主要原因；
 - ◆ 08 年前 10 月芳纶市场受到经济危机影响不大，10 月以后影响加剧，特别是国外大企业加大中国市场开拓力度，芳纶销售在 4 季度放缓，使得 9 月投产的募集资金项目 1500 吨芳纶 1313 效益一般；
 - ◆ 公司芳纶 1414 中试在 08 年 12 月完成，一方面奠定了未来芳纶 1414 产业化项目成功的基础，但同时也导致 08 年研发费用增加，管理费用增加了约 1410 万元，达到 1.11 亿元。
- 考虑到目前公司产品市场情况，我们下调公司业绩预期：
 - ◆ 目前氨纶价格仅反弹 500 元），力度低于我们预期；
 - ◆ 由于欧美经济危机影响以及国外大企业的市场竞争，芳纶市场相对低迷，公司在年底将 1500 吨芳纶装置停产。我们认为短期内芳纶市场可能难以明显改观；
 - ◆ 年报披露公司尚未完成芳纶 1414 产业化设计，考虑到至少 18 个月的建设周期，以及设备调试，芳纶 1414 效益可能在 2011 年都不明显；
 - ◆ 我们认为 2010 年经济危机影响可能减弱，芳纶 1313 价格和销售可能回升；而氨纶市场也不可能持续全行业亏损，也有较强反弹动力，预计公司各业务盈利情况都将好于 09 年。
- 我们仍看好公司中长期发展前景，维持买入建议。

报喜鸟 - 我们看好的品牌服装企业之一

- 公司公布 08 年年报，实现主营业务收入 8.91 亿元、净利润 1.23 亿元，分别同比增长 100.2%和 48.2%，EPS0.64 元，业绩基本符合我们预期。分红方案为每 10 股派发现金红利 2 元、转增 3 股：
 - ◆ 公司收入和净利润大增主要原因是 08 年 3 月收购宝鸟 80%股权，从 08 年 4 月开始合并报表，宝鸟 08 年实现净利润 3413 万元；
 - ◆ 公司不断致力于提高报喜鸟品牌形象，同时继续积极稳妥地开拓市场，08 年新增店铺数量 52 家，达到 637 家，此外，新推出的 S.Angelo 时尚品牌店铺数量达到 45 家，负责上述品牌运营的母公司 08 年实现收入 6.03 亿元，同比增长 32.8%，这是业绩大增的另一主要原因。
- 面对经济危机和国内服装市场增速放缓，公司经营谨慎中保持积极：
 - ◆ 我们赞同公司的经营策略，市场低迷时适当保守经营、现金为王是可取的，让品牌经营商、经销商“活着”比什么都强；行业整合加剧，许多中小品牌的经营困境为公司这样的优秀企业提供代理商资源、店铺资源和顾客资源，保持一定的积极进取，可以为将来市场增速恢复做好准备；
 - ◆ 采取谨慎开店策略，选择好的地点，“该出手时就出手”；时尚系列 09 年经营目标是树立市场形象，提高知名度。开设店铺的原则是选择位置的专卖店或者商场，而租金和成本合适；
 - ◆ 目前由于澳元汇率变动，国内羊毛价格大幅降低，而人工成本稳定，经我们综合测算，公司生产成本下降约 10%。为维护品牌形象，我们预期公司终端零售吊牌价不会降低，但公司对经销商折扣可能有所下滑，维持毛利率稳定，将成本下降带来的收益让利给经销商，以利于经销商度过难关。
- 公司目前保守经营，一旦市场转暖复苏，业绩有恢复性上涨的可能性，增速有超过我们预期的可能，我们维持买入建议。

浔兴股份：业绩再次低于预期

- 公司公布 08 年报，实现收入 8.61 亿元，同比增长 0.09%，净利润 2094 万元，同比下降 67.7%，EPS0.135 元，业绩下降程度超过我们预期；公司同时公布 09 年一季报，收入 1.22 亿元、净利润 53 万元，分别同比下降 28.4%和 95.4%。公司 08 年分红方案为每 10 股派发现金红利 1 元：
 - ◆ 我们认为公司是一家传统的纺织生产企业，虽然 08 年业绩下滑幅度超过我们预期，但并不完全出乎意料；
 - ◆ 我们始终认为公司竞争实力弱于伟星。
- 我们认为 09 年上半年纺织行业仍处于效益下滑过程中，至少到 09 年下半年才可能企稳，预计公司效益在 09 年之前难有明显提高：
 - ◆ 公司从本质上仍是一个传统型纺织生产企业，与伟星有一定差距，仍处转型攻坚阶段，而且面临行业的不景气更加加大了转型难度，这直接影响公司未来发展，我们预计 09 年公司收入和毛利率相对稳定，2010 年后如果行业复苏，公司效益可能出现回升；
 - ◆ 公司产品结构中，箱包拉链、服装拉链和杂类拉链各占三分之一，其中箱包生产企业有自己的拉链组装厂，因而未来公司码装拉链仍将占据收入一定比例；服装拉链毛利率更高，但时尚性较强，公司服装拉链大部分出口，不能最大程度享受国内品牌服饰企业发展带来的收益，这也是我们预期未来公司效益难有明显提高的另一原因。
- 公司业绩基数很低，未来净利润微小波动往往导致业绩增幅剧烈波动，但从市盈率来看仍可能超过 30 倍，维持持有建议。

金飞达：一普通的出口型纺织企业

- 公司公布 08 年年报，08 年实现收入 8.37 亿元，同比增长 16.89%，净利润 5033 万元，同比下降 17.7%，EPS0.376 元。公司同时公布 09 年一季报，实现收入 1.35 亿元、净利润 815 万元，分别同比下降 24.1%和 38.1%，一季报中还预计中报业绩同比下降 20-40%。我们在 08 年 10 月的公司研究简报中预计 08 年业绩下降，但实际下降幅度仍超过我们预期。分红方案为每 10 股派发现金红利 1 元、每 10 股转增 5 股：
 - ◆ 08 年，特别是 4 季度出口大幅降低，即使是龙头企业也难以幸免，这是公司业绩降低的主要原因；
 - ◆ 公司产品全部出口美国，经营模式和传统纺织企业并无明显差别，主要是由于经营时间长、规模大、管理层非常关注产品质量和创新，因而能够拥有一批忠实客户，但由于是出口型企业，一方面受制于欧美经济形势，另一方面更受制于国外客户，议价能力不强，无法规避行业出口恶化带来的不利影响，收入和毛利率都受到影响；
 - ◆ 08 年由于中小企业倒闭增加，订单向中大型企业转移，我们始终认为订单转移并不能保证中大型企业免受经济危机的影响，中大型企业只是受影响稍小而已。
- 我们认为公司 09 年业绩仍将下降，2010 年可能有所回升：
 - ◆ 我们预计 09 年行业出口总额同比下降 10%；
 - ◆ 我们认为 09 年底或者 2010 年上半年，欧美需求有复苏可能，预计 2010 年公司收入增长 10%，毛利率也有所反弹；
 - ◆ 近期棉花和粘胶短纤涨价迅速，将影响公司生产成本。
- 我们注意到 08 年 11 月公司以 1680 万元收购了大股东持有的 28%南通虹波风电设备有限公司股权，一季报显示投资收益为亏损 90.2 万元。由于控股比例不高，目前无法合并报表。我们暂不对其做盈利预测。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。