

行业经营趋于正常，毋须讨论回暖与否

行业评级

化纤行业：中性

纺织行业：中性

服装行业：增持

重点公司（基准日 6 月 25 日）

海利得	买入	目标价:27 元	
08A	09E	10E	
EPS	0.74	0.91	1.14
P/E	29	23	18
伟星股份	买入	目标价:18 元	
08A	09E	10E	
EPS	0.77	0.90	1.05
P/E	20	17	14
鲁泰 A	推荐	目标价 9.2 元	
08A	09E	10E	
EPS	0.51	0.59	0.61
P/E	17	15	14

08A	09A	10E
EPS		
P/E		

相关研究

地址：南京市中山东路90号

电话：(8625) 84457777

http://www.htsc.com.cn

行 业：纺织服装业

研究员：高国

电 话：025-84457777-383

E-mail: GAOGUO108@163.COM

投资要点：

1、1-4 月份，我国对美国出口小幅减少 2.3%，但占出口比例最大的棉制服装、化纤服装出口数量、出口金额均出现大幅增加。两类服装出口数量增加 27%，出口金额增加 18%，简单算术平均的出口单价下降 7%。其他纺织品、纱线、布等出口数量有升有降，但出口单价均有比较大的下降。由此，我们可以得出结论，1-4 月份，我国对美出口纺织服装数量增加，出口额的下降主要是纺织服装出口单价的下降所引起。

2、2008 年 7 月份以后，人民币对美元汇率稳定，但美国实行了强势美元政策，对其他货币升值，由于人民币对美元汇率的稳定，事实上造成了人民币对其他货币的升值，导致了纺织服装出口的大幅下降。

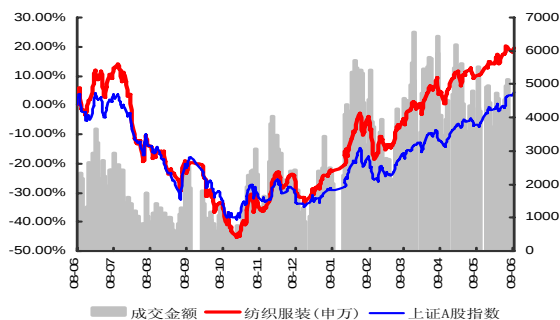
3、随着原材料、产品价格的逐步理顺，企业走上了正常的经营道路，恢复盈利。产品产量还将同比增加，产品价格下降是企业收入、利润减少的主要因素。全球经济已经触底，但将在底部徘徊。近期见不到行业反转的迹象。中国在欧盟、美国、日本纺织服装销售数量变化不大。所不同的是经销商采购方式发生了变化。

4、化纤板块：我们预测7月份各化纤提价的可能性不大。因而调低化纤板块的评级至“中性”

纺织板块：在出口无明确回暖的信号下，维持纺织板块“中性”评级。

服装板块：内销为主品牌服装一直处于滞涨的状态，因而其估值并不高。维持“增持”评级。

走势图



一、单价与汇率是出口额下降的重要原因

表 1: 纺织服装出口情况

时间	纺织品出额 亿美元	服装出口额 亿美元	纺织品出口 同比增长率	服装出口 同比增长率
2008-01	53.92	99.43	34.73%	22.20%
2008-02	37.94	64.94	-0.72%	
2008-03	50.61	67.66	53.29%	44.77%
2008-04	59.83	83.07	23.32%	4.10%
2008-05	58.47	85.88	25.32%	1.08%
2008-06	56.48	98.72	23.13%	-14.97%
2008-07	61.57	125.27	18.01%	3.10%
2008-08	60.52	125.40	11.46%	-0.98%
2008-09	59.49	120.60	13.87%	-3.19%
2008-10	55.60	111.85	14.33%	11.54%
2008-11	49.96	104.34	-3.76%	6.06%
2008-12	49.69	110.98	0.41%	15.04%
2009-01	47.24	105.07	-12.40%	5.68%
2009-02	25.63	41.12	-32.45%	-36.69%
2009-03	47.32	74.32	-6.49%	9.84%
2009-04	51.21	73.72	-14.41%	-11.25%
2009-05	48.95	74.11	-16.28%	-13.71%

来源: WIND 华泰证券研究所

4、5 月份, 我国纺织服装出口形势并未好转。继 3 月份国外批发商补充库存引发我国纺织品出口反弹后, 其后二个月, 出口延续了今年以来的疲软态势。1-5 月份, 我国纺织服装出口总额约同比下降约 11%, 与我们在年度策略报告中的预测同比下降 10% 基本相符。

表 2：我国 2009、1-4 月出口美国纺织品情况

项目	单位	数量	同比	金额 万美元	去年出口 金额 万美元	同比	单价	同比
棉制品								
纱线	KG	1336286	113.86%	388	239	63%	2.91	-24%
棉布	米	50149634	-32.36%	5192	7318	-29%	1.06	5%
棉制针织服装	件	288134855	44.62%	92252	73367	26%	3.2	-15%
棉制梭织服装	件	231843302	19.28%	121921	104126	17%	5.26	-2%
小计				219753	185050			
化纤制品								
纱线	KG	14917505	-27.03%	3953	5599	-29%	2.65	-2%
化纤织物	米	70817461	19.05%	6887	7398	-7%	0.97	-22%
地毯	平方米	22321036	21.49%	8985	11512	-22%	4.03	-36%
无纺布	KG	28329931	17.43%	7770	6137	27%	2.74	8%
化纤针织服装	件	176528958	49.39%	51884	38644	34%	2.94	-10%
化纤梭织服装	件	279953426	9.98%	65686	64297	2%	2.35	-7%
小计				145165	133588			
毛制品								
纱线	KG	110897	113.55%	135	77	75%	12.2	-18%
织物	米	354730	-66.67%	299	853	-65%	8.42	5%
毛制针织服装	件	540141	-30.27%	980	1388	-29%	18.14	1%
毛制梭织服装	件	1451527	-34.12%	4143	5641	-27%	28.54	11%
小计				5557	7959			

来源：第一纺织网 华泰证券研究所

美国是我国纺织服装出口的重要地区，分析出口数据，我们可以发现以下特点：

1-4 月份，我国对美国出口小幅减少 2.3%，但占出口比例最大的棉制服装、化纤服装出口数量、出口金额均出现大幅增加。两类服装出口数量增加 27%，出口金额增加 18%，简单算术平均的出口服装单价下降 7%。其他纺织品、纱线、布等出口数量有升有降，但出口单价均有比较大的下降幅度，单价下降超过 10%。由此，我们可以得出结论，1-4 月份，我国对美出口纺织服装数量上有一定增加，出口金额的下降主要原因是纺织服装出口单价的下降所引起。

表 3：美国纺织服装进口统计（按进口地）： 亿美元

Country	2008 年	2008 年 1-4 月	2009 年 1-4 月
World	932	287	249
_WTO	930	286	248
_C, H, K, T	366	100	91
China	327	87	85
_ASEAN	163	53	48
_CBI	81	26	20
_CAFTA	77	24	19
_OECD	79	27	18
Vietnam	54	16	17
India	51	19	17
Mexico	50	16	13
中国占有率	35.07%	30.35%	34.01%

来源：美国商务部

1-4 月份，美国从中国进口纺织服装 85 亿美元，去年同时期值为 87 亿美元。今年从中国进口仅小幅减少 2.3%。而 1-4 月份，美国总的纺织服装进口额同比减少 13%。美国由中国进口纺织服装比例由去年同时期的 30.35% 上升到今年的 34.01%。由此我们

可以得出结论：我国纺织服装产业在全球仍具有比较优势，金融危机造成了中国纺织服装市场占有率的扩大。

1-5 月份，我国对其他地区的纺织服装出口情况是：

欧盟 27 国：116 亿美元，同比-7.89%；日本：78 亿美元，同比 2.43%；香港：61 亿美元，同比-21.83%；韩国：14 亿美元，同比-38.1%；亚洲其他地区：114 亿美元，同比-37.1%；非洲：30 亿美元，同比-7.88%；拉丁美洲：27 亿美元，同比-20.86%。由出口数据可以发现，对不发达地区的出口下降更加严重。

图 1：人民币对主要货币汇率

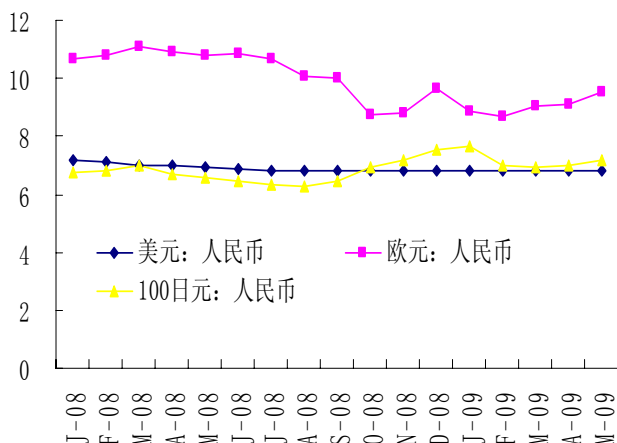


图 2：美元对韩元汇率

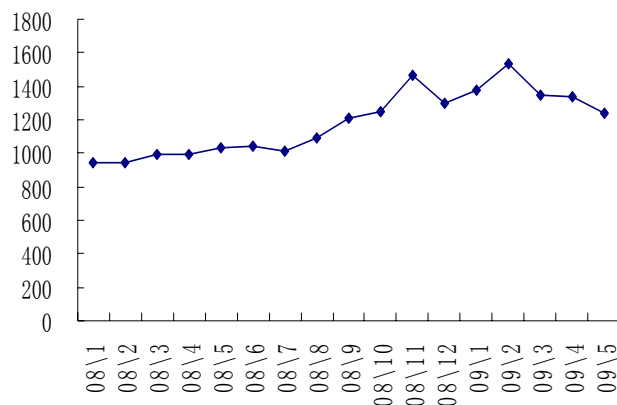


图 3：美元：印度卢比汇率

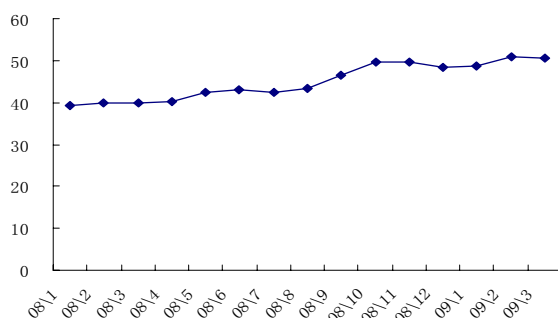


图 4：美元：南非兰特汇率

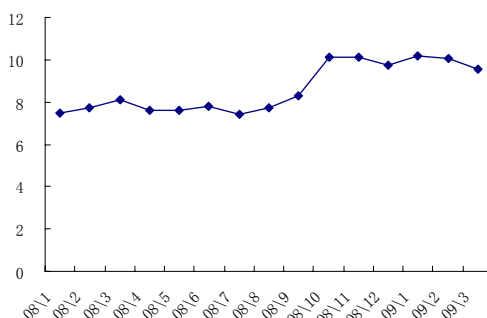


图 5：美元：巴西里亚尔汇率

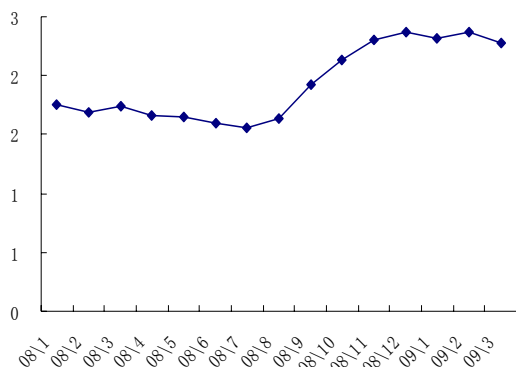
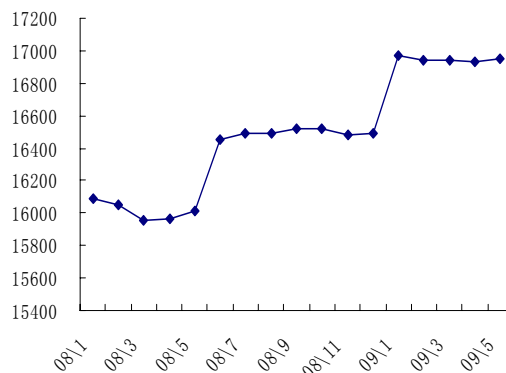


图 6：美元：越南盾汇率



来源：WIND 华泰证券研究所

2008年7月份以后，人民币对美元汇率稳定，但美国实行了强势美元政策，对其他货币升值。今年五月初，相比去年同期，美元对韩元升值21%，对越南盾升值5%，对印度卢比升值11%，对南非兰特升值7%，对巴西里亚尔升值17%。由于人民币对美元汇率的稳定，事实上造成了人民币对其他货币的升值，导致了在这些地区出口的大幅下降。

内销方面，1-5 月份，我国限额以上批发零售企业零售纺织服装 1862 亿美元，同比增长 17%。

1-5 月份，我国出口同比下降 11%，根据对美出口产品数量与单价的分析，出口金额的下降更主要是由产品单价下降所引起。产品数量下降幅度不大。出口比例在我国纺织服装产业所占比例大约在 40%左右。出口下降的缺口由内销增长部分所弥补。纺织服装产销量同比增加。1-4 月，我国涤纶、粘胶产量分别是 641 万吨、47 万吨，同比分别增加 2.8%，7.1%。

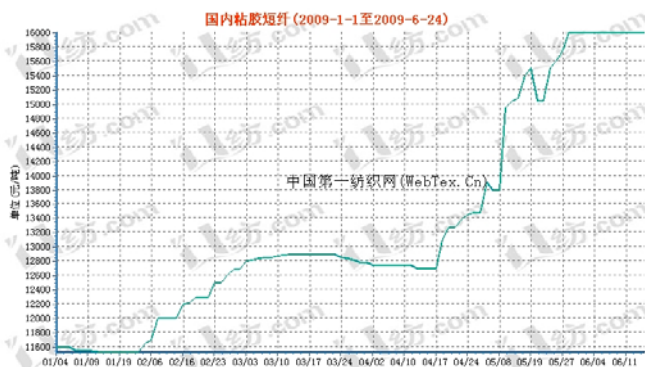
由以上行业运行数据，我们得出下列结论：金融危机造成人们对服装等可选消费品的购买减少，但减少幅度有限。经销商采购模式有变化，经销商会尽可能降低库存，在达到安全库存时，经销商才会集中采购。比如我国 3 月服装出口出现反弹，接下来 4、5 月重新出口疲软，就是这个原因。今年以来，人民币对美元汇率稳定，

但相对于其他货币升值，人民币升值仍是今年纺织服装出口下降的重要原因。

二、纤维价格进入盘整

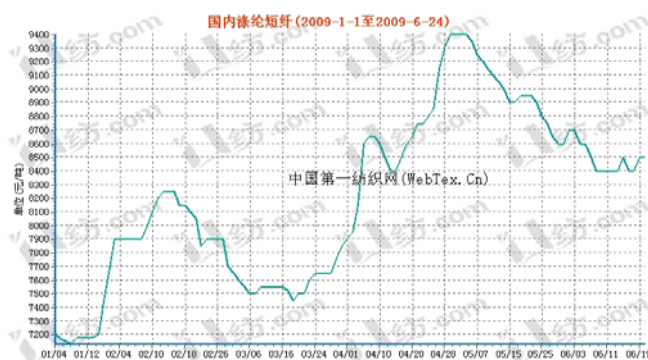
纤维是整个纺织行业最基础的原材料，纤维的价格变化、供需情况可反应整个纺织产业链的景气度。产量方面，1-4 月份，涤纶、粘胶产量分别同比增加 7%、2%。1-5 月份，我国布、纱产量同比 -0.86%、9.02%。下游需求旺盛，拉动了涤纶、粘胶等价格的上涨。5 月初到现在，涤纶价格由 9400 元/吨跌至 8300 元/吨，粘胶由 13800 元/吨涨至 16000 元/吨。

图7：2009年1-6月粘胶价格



来源：第一纺织网

图8：2009年1-6月涤纶价格



来源：第一纺织网

粘胶行业：

粘胶短纤在5月中旬又一次提价后，进入6月份至今，基本稳定在16000元/吨。1-4月份，全国粘胶产量47万吨，同比增长3%，产销率达到108%，这刺激了粘胶企业在5月份扩大生产，5月份，我国粘胶产量13.9万吨，同比增长28.8%。产量的过快增长，导致6月份以后供给大于需求，粘胶价格进入盘整态势。按当前原材料与粘胶价格测算，粘胶行业毛利率在12%左右，粘胶企业处于盈利状态，在行业尚未回暖，下游纺织企业盈利能力也有限的情况下，粘胶产品缺乏继续提价的理由与动力。我们预测7月份，粘胶价格仍将维持高位小幅震荡。

涤纶行业:

1-4月份, 涤纶产量641万吨, 同比增加7%, 产销率96%。5月单月, 全国涤纶产量190万吨, 同比增长17%。5月初至现在, 涤纶价格由9400元/吨, 跌至8500元/吨。一方面, 产量的快速增加造成供需失衡, 另一方面。涤纶的重要原材料PTA实行期货交易, PTA期货由7950元/吨跌至7000元/吨。在两种不同的价格水平下, 涤纶行业毛利率变化不大, 基本在6-8%左右。

随着原材料、产品价格的逐步理顺, 企业走上了正常的经营道路, 恢复盈利。产品产量还将同比增加, 产品价格下降是企业收入、利润减少的主要因素。

三、资本市场运行情况

5月5日至今, 全部A股上涨10.17%, 化纤板块上涨11.78%, 纺织板块上涨12.4%, 服装板块上涨5.03%。化纤板块及纺织板块均跑赢大盘。化纤板块上涨的动力是化纤价格的上涨。5月中旬以后各种化纤价格或者高位盘整、或者下调, 化纤板块也相继进入调整状态。纺织板块仍是主题投资主导的行情。纺织企业有很多进行多元化经营, 涉足新能源、参股券商、资产注入、向房地产转型等等。低价的有题材的纺织股走势与行业基本面不相关联。品牌服装增长确定, 但增速可见, 市场给予品牌服装20-25倍市盈率, 当前的估值水平未受市场追捧。

四、七月投资策略

全球经济已经触底, 但将在底部徘徊。近期见不到行业反转的迹象。中国在欧盟、美国、日本纺织服装销售数量变化不大。所不同的是经销商采购方式发生了变化。由连续采购变成小批量间断式采购, 当库存基本消耗后, 再集中补充库存。如同我们在《消费旺季来临, 化纤企业盈利渐强》中所分析的一样, 1、2月份, 国外服装批发商进行去库存化, 3月份集中采购, 从而引起了我国3月纺织服装出口的反弹。接下来4、5月份出口仍走软, 6、7月份

可能又会出现国外批发商补充库存的现象。

化纤板块：按当前的原料与产品价格计算，化纤板块2009年动态市盈率达到32倍。估值已经偏高。当化纤产品价格上涨时，企业盈利能力增加，可降低其估值水平。我们预测7月份各化纤提价的可能性不大。因而调低化纤板块的评级至“中性”

纺织板块：在出口无明确回暖的信号下，我们仍维持纺织板块“中性”评级。

服装板块：内销为主品牌服装一直处于滞涨的状态，因而其估值并不高。维持“增持”评级。

推荐公司：

海利得：

公司扩大差别化工业丝的产能，其中有14320吨产能已于2008年达产，25000吨产能将于今年6月份达产。另外，新上50000吨差别化工业丝及配套项目。未来三年，公司产能将有接近100%的增长。且增长的产能均是差别化丝，到2011年，普通丝产能将只占18%，差别化丝占到82%，而2008年，差别化丝仅占58%。差别化丝价格约比普通丝贵3000-5000元/吨，而成本只增加1000元/吨，差别化丝毛利率远高于普通丝。差别化丝产量的增加，将提高公司的盈利能力。

公司的生产线采用日本东丽公司的设备，当前成新率达到80%。在同行中是先进的生产设备。公司采用了自主研发的纺丝冷却技术，使得产品尺寸稳定性能指标更加优越。聚脂切片的质量、纺丝速度、侧吹风风速等工艺参数的设置与过程控制对于各厂家产品质量差别化起重要作用。而工艺与生产过程控制正是海利得成功胜出的软实力因素。

海利得设备先进，生产效率高；生产涤纶所需的原材料聚酯切片，国外价格约1.3美元/千克，国内价格约1.1美元/千克，国内成本可低16%；劳动力成本显著低于国外竞争对手；燃动力成本低。在

以上多方面因素影响下,海利得产品成本可比国外同类产品低20%左右。高性价比使得公司与国外产品相比,具有很大的竞争优势。全球汽车、轮胎市场的景气下降,但对海利得来说,其产品价格低于竞争对手,在下游企业更加重视成本控制的情况下,是一个扩大市场份额的机会。如大陆轮胎2009年产量削减20%,但对海利得的采购却加大。

在可预见的近三年内,高模低缩涤纶丝仍是最重要的帘子布用原材料。未来三年,预测公司EPS分别为0.91元、1.13元、1.38元。给予2009年30倍市盈率,6-12月内,公司股价合理估值为27元。当前股价低估,给予“买入”评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

- 增持 : 超越大盘;
- 中性 : 基本与大盘持平;
- 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

- 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
- 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
- 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
- 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。