

优选内销品牌，把握出口机会—纺织服装行业 09 年中期策略

纺织服装行业

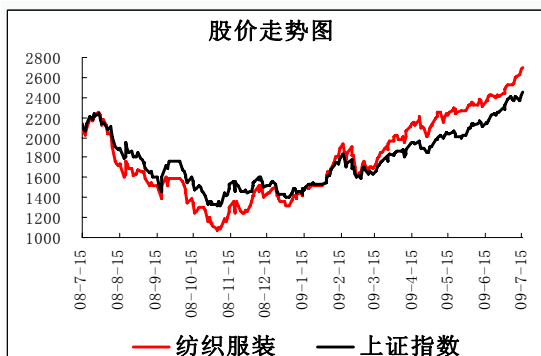
中性（维持）

报告日期：2009 年 7 月 16 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	2446	14.11%
天相流通指数	3327	16.71%
上证指数	2975	14.63%

行业指数近一年走势图



相关报告：

《纺织服装：终端需求有所恢复、行业效益持续好转》
2009 年 6 月 29 日

《纺织全额退税或存在可能，关注出口龙头》
2009 年 6 月 1 日

《从“重内轻外”到“内外并重”——2008 年报和 2009 一季报综述》
2009 年 5 月 6 日

《纺织工业调整和振兴规划细则一重在长远，亮点不多》
2009 年 4 月 27 日

《减持白马股、增持概念股——09 年第 1 季度纺织服装重仓股分析》
2009 年 4 月 22 日

《纺织服装—出口颓势下重点企业冷暖不一》
2009 年 2 月 23 日

联系人—天相纺织服装组

010-66045720 shenll@txsec.com

021-58824282-802 liuyi@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 出口探底，回暖至少至2010年初；
- 国内市场平稳增长，预计四季度将有较大提升；
- 把握具估值优势的內销品牌企业，关注出口波动带来的阶段性机会。

投资要点：

- **行业盈利下滑明显。**受全球金融危机影响，纺织服装行业盈利增长明显放缓，08年1-11月，全行业收入和利润增速同比下滑7.95、20.27个百分点，09年1-5月，收入和利润增速同比减少11.38和11.20个百分点，毛利率同比下降0.47个百分点。1-5月，纱、布、服装产量分别同比增长9.0%、-0.9%、3.4%，呈现触底迹象。
- **出口寻底阶段将持续。**1-6月份，行业出口同比减少10.88%，其中，一季度下滑9.74%，5、6月份下滑14.93%、9.42%。根据测算，出口滞后海外GDP3个季度。美国经济有回升迹象，日本有望出现一定幅度反弹，欧洲继续寻底的可能较大，下半年出口仍将低迷，探底阶段至少要延续至2010年初。
- **内销增长可期。**4-5月份服装零售增长重回20%，体现出较强的刚性。根据测算结果，国内纺织服装零售变动滞后GDP增长1-2个季度，预计1季度整体经济已探底，后期进入稳步回升阶段，考虑到服装消费的高成长性，3季度保持平稳走势的可能性较大，4季度将有较靓丽增长。
- **行业政策频出。**08年后期以来，出口退税率4次上调，在外部需求不振背景下，影响已不大，关键作用在于提供出口企业更大的降价空间，维持现有市场份额。2月和4月，相继出台纺织振兴规划总纲和细则，中长期内，对于促进产业升级有积极作用，但短期影响有限。
- **投资策略。**我们认为品牌服饰消费具有更大刚性，内需的逐步回暖将相应提升公司估值，我们推荐报喜鸟、美邦服饰、七匹狼、雅戈尔。随着海外经销商库存的轮番补充和消化，出口的短期波动性将大大增加，给予了出口企业阶段性机会，这方面我们推荐低估值的伟星股份、瑞贝卡。由于出口低迷将持续，后期行业仍将处于底部震荡阶段，短期回暖机会不大，维持对行业“中性”评级。

正文目录

1. 行业总体现状—盈利下滑，产量趋稳	4
1.1 行业盈利下滑触底	4
1.2 行业生产趋于平稳	4
2. 出口市场—运行探底，进入震荡阶段	5
2.1 出口下滑明显	5
2.2 海外纺织服装消费堪忧	6
2.3 预计行业出口至 2010 年回暖	6
2.3 下阶段将以底部震荡为主	8
2.4 汇率影响将减淡	9
3. 国内市场—逐步趋稳，后期增长可期	10
3.1 国内零售体现刚性	10
3.2 行业零售将呈现稳步增长	11
3.3 中长期内国内市场将成为行业支撑	12
4. 原料端—趋于稳定，压力犹存	13
5. 行业政策—意在长远，短期有利于减压	14
6. 策略—优选内销品牌股，把握出口阶段性机会	15
6.1 投资机会	15
6.2 重点公司简介	16

图表目录

图 1. 行业收入、利润（左图）及毛利率、利润率情况	4
图 2. 行业主要产品单月产量增长情况	5
图 3. 我国纺织服装出口情况	5
图 4. 我国纺织服装出口市场结构（左图）及主要市场出口增速	6
图 5. 主要出口市场纺织服装消费情况	6
图 6. 美国个人服装消费对收入变动的响应图	7
图 7. 主要出口市场GDP增长（季度）	8
图 8. 主要进口国经济近况	8
图 9. 主要进口国消费者信心指数（左图）及美国个人收入情况	8
图 10. 我国纺织品和服装出口订单PMI指数	9
图 11. 人民币兑主要货币汇率	10
图 12. 部分新兴市场国家货币对美元汇率	10
图 13. 限额以上纺织服装零售月度增速	11
图 14. 社会零售增速对GDP增速变动响应图	11
图 15. 纺织服装零售和社会消费品零售情况	12
图 16. GDP增速和行业零售增速比较（左图）及弹性分析	12
图 17. 居民收入、衣着类支出情况	13
图 18. 我国人口结构情况	13
图 19. 主要原料价格走势	14

表 1. 美国个人收入变动对服装消费的影响	7
表 2. 美国批发服装库存前推 12 个月均方差	9
表 3. GDP 增速正向变动 1 个百分点对社会零售增速影响	11
表 4. 美国纺织品和服装进口结构（百万美元）	14
表 5. 欧盟 27 国纺织服装进口结构（百万欧元）	15
表 6. 重点上市公司简要评述	16
表 7. 重点公司盈利预测及评级	17
表 9. 主要香港上市服装股盈利情况及市盈率	17

1. 行业总体现状—盈利下滑，产量趋稳

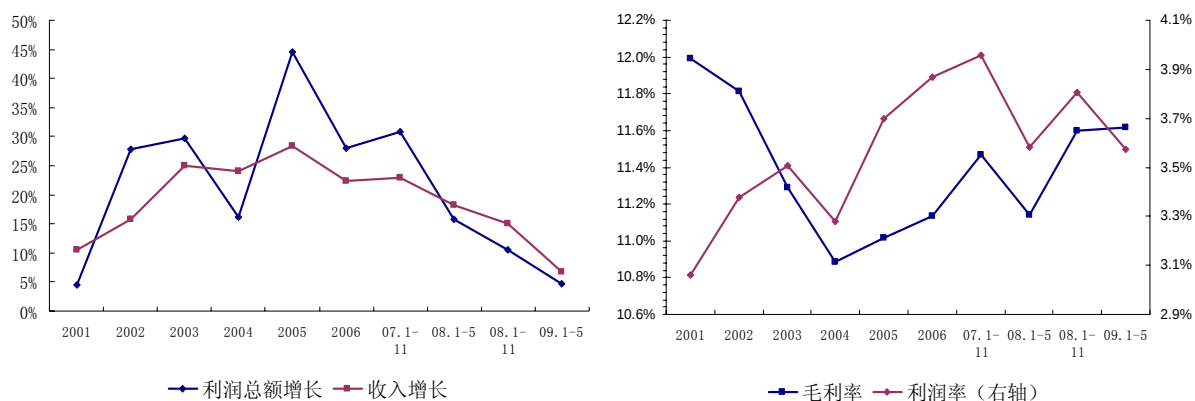
1.1 行业盈利下滑触底

受全球金融危机影响，08 年初开始，我国纺织服装行业盈利增长明显放缓。08 年 1-11 月，全行业销售收入和利润总额分别增长 14.95%、10.51%，增速同比减少 7.95 和 20.27 个百分点，09 年 1-5 月，全行业销售收入和利润总额分别增长 6.83%、4.64%，增速同比减少 11.38 和 11.20 个百分点，环比 08 年 1-11 月份，下降 8.12 和 5.86 个百分点。

09 年 1-5 月份，行业毛利率同比提升 0.47 个百分点，环比 08 年 1-11 月，提升 0.02 个百分点，利润率同比下降 0.02 个百分点，环比 08 年 1-11 月，下降 0.47 个百分点。

内外市场低迷，尤其是海外市场萎缩，使销售收入增速下滑明显，而收入增速降幅扩大，利润增速降幅收窄，主要是由于需求压力加大，以及成本下降，毛利率上升所致。进入 09 年，毛利率有所趋稳，整体盈利更趋向于零增长状态，行业运行渐入底部。

图 1. 行业收入、利润（左图）及毛利率、利润率情况



资料来源：中经网，天相投顾

1.2 行业生产趋于平稳

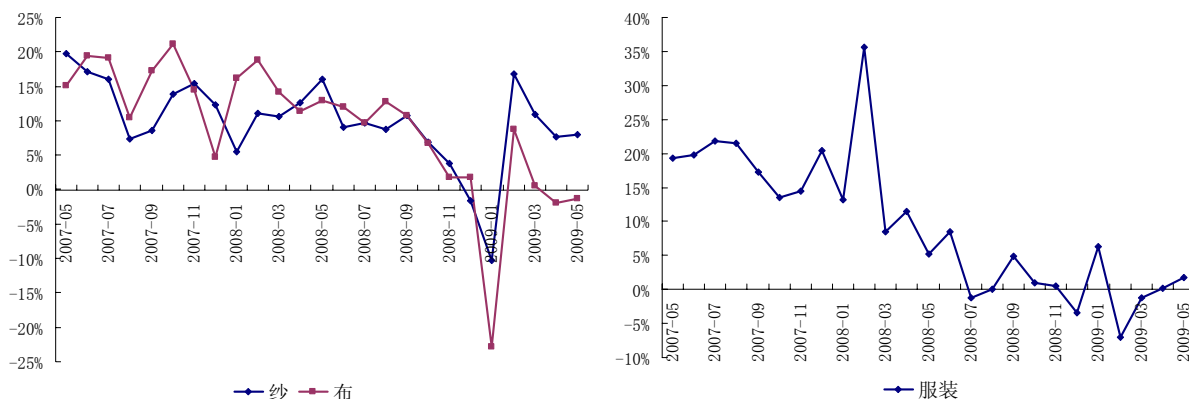
进入 09 年，行业主要产品：纱、布、服装产量增速波动加大，主要是受下游需求低迷影响，轮番库存补充和消化，使厂商开工率波动频繁。

09 年 1 月份，纱和布产量增速探底，产量分别下滑 10.29% 和 22.77%，2 月份开始回升，后续逐渐趋于平稳。服装产量受春节因素带动，1 月份增长 6.35%，后续 2 月份下滑后，逐步回升趋稳。1-5 月份，纱、布、服装产量累计同比增长 9.0%、-0.9%、3.4%，较 08 年全年，除纱提升 0.62 个百分点外，布和服装分别下滑 9.42、2.53 个百分点。

下游需求决定行业整体产量，我们认为纺织品和服装终端消费已经触底，后期大幅下滑的可能性不大，但短期内难以回暖，行业整体将进入底部震荡阶段。



图 2. 行业主要产品单月产量增长情况



资料来源：中经网，华通数据，天相投顾

2. 出口市场—运行探底，进入震荡阶段

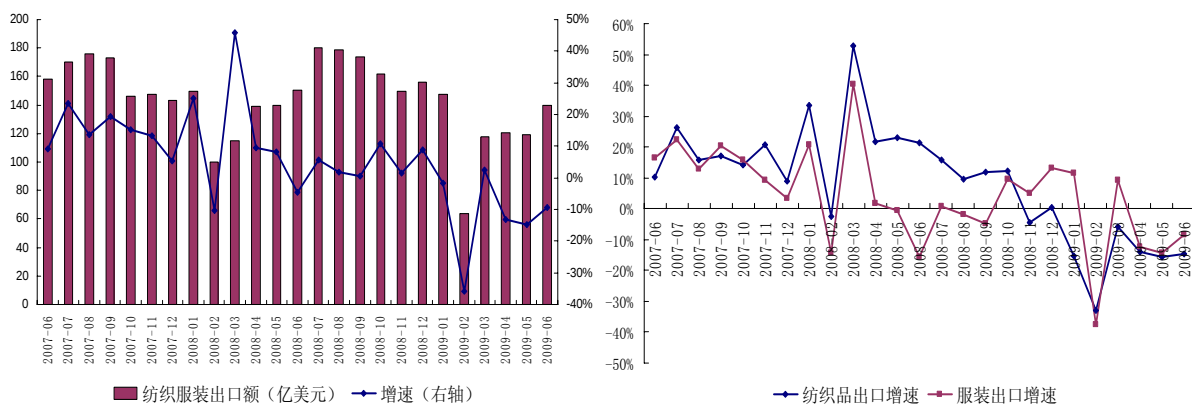
2.1 出口下滑明显

08 年后期以来，海外市场萎缩致使我国纺织服装出口明显下滑，1-6 月份，我国纺织服装累计出口 727.94 亿美元，同比减少 10.88%，其中，一季度下滑 9.74%，5、6 月份下滑 14.93%、9.42%，主要是由于出口量和出口价格双重下跌所致。

分产品看，服装出口略好于纺织品。09 年 1-5 月，纺织品和服装累计出口 224.68、349.2 亿美元，分别同比下降 15.83%、7.26%，其中，一季度下滑 16.58%、2.83%，4 月份下滑 14.12%、12.33%，5 月份下滑 15.75%、14.33%，降幅有扩大趋势。

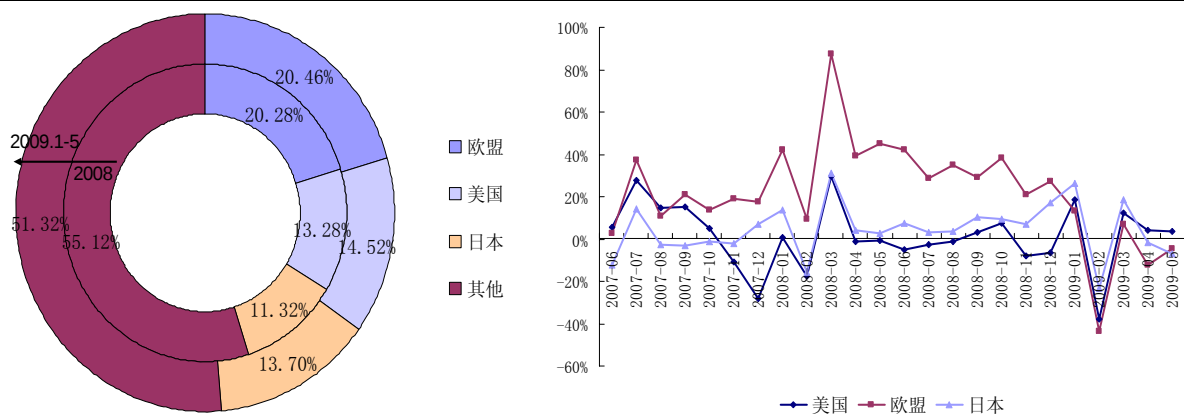
分出口市场看，欧盟、美国、日本仍是行业主要出口市场，加上香港转出口，三大市场占我国纺织服装出口比重近 60%。09 年 1-5 月，对美国和日本出口分别增长 1.80%、3.71%，对欧盟下降 6.66%，4、5 月份，除美国市场略有增长外，欧、日均呈现下滑。另外，对亚洲、南美洲、大洋洲等新兴市场国家的出口下滑明显超出发达国家，原因可能在于新兴市场国家货币的大幅度贬值。

图 3. 我国纺织服装出口情况



资料来源：第一纺织网，天相投顾

图 4. 我国纺织服装出口市场结构（左图）及主要市场出口增速

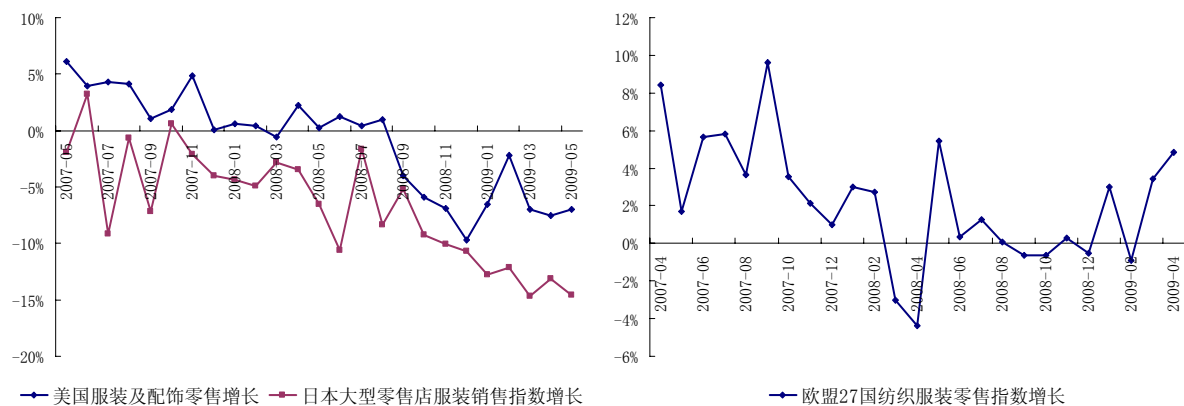


资料来源：第一纺织网，天相投顾

2.2 海外纺织服装消费回升仍需时间

从欧、美、日纺织服装消费数据看，09 年 5 月份，美国服饰及配件零售下降 6.96%，09 年以来保持负增长，日本大型零售店服装销售指数 5 月份下降 14.56%，08 年以来一直处于下降状态，欧盟纺织服装零售指数 5 月份上升 4.84%，连续两个月回升，在 3 大经济体中情况相对较好，整体上，欧、美、日纺织服装消费回复增长仍需时间，但有趋稳迹象。

图 5. 主要出口市场纺织服装消费情况



资料来源：Bloomberg，天相投顾

2.3 预计行业出口至 2010 年回暖

我们提取美国 2001 年 1 月至 2009 年 4 月月度个人收入和服装消费单月增长数据，通过建立 VAR 模型和脉冲响应函数，得到表 1 数据：

结果显示，美国个人收入增长发生扰动后，前 5 期内服装消费上下波动，6-8 期后，逐渐趋于稳定，因美国消费市场较具代表性，我们认为海外收入增长对服装消费的稳定影响滞后 2-3 个季度，结合经销商下单周期特点，海外经济回暖对我国纺织服装出口正向拉动作用至少在 3 个季度后呈现。

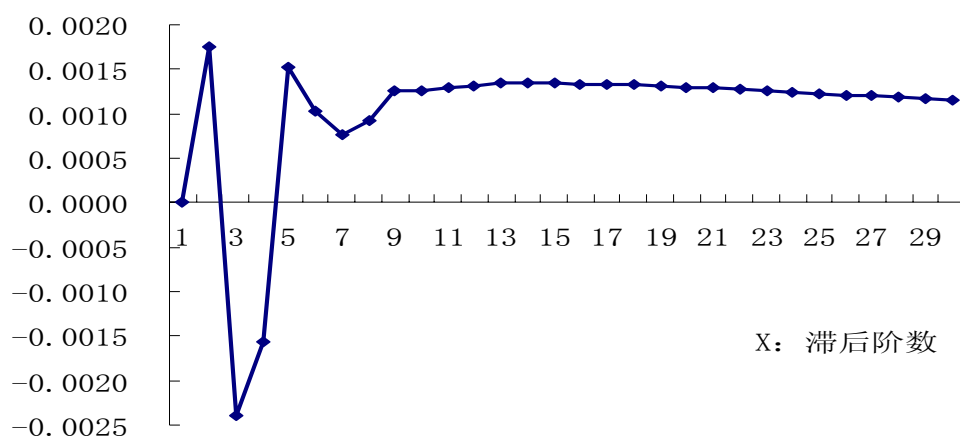


表 1. 美国个人收入变动对服装消费的影响

滞后阶数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
对服装零售影响	0.000000	0.001746	-0.002397	-0.001558	0.001518	0.001029	0.00076	0.000923	0.001267	0.001261
滞后阶数	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
对服装零售影响	0.001289	0.001305	0.001342	0.001343	0.001345	0.001338	0.001333	0.001323	0.001312	0.001299
滞后阶数	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
对服装零售影响	0.001286	0.001272	0.001258	0.001243	0.001229	0.001214	0.0012	0.001185	0.001171	0.001157

资料来源：Bloomberg，天相投顾

图 6. 美国个人服装消费对收入变动的响应图



资料来源：Bloomberg，天相投顾

欧、美、日经济自 08 年后期开始下滑，欧盟和美国 GDP 已连续 2 个季度出现负增长，一季度分别下滑 2.51%、4.54%，日本经济则连续 3 个季度负增长，一季度降幅达到 8.84%。

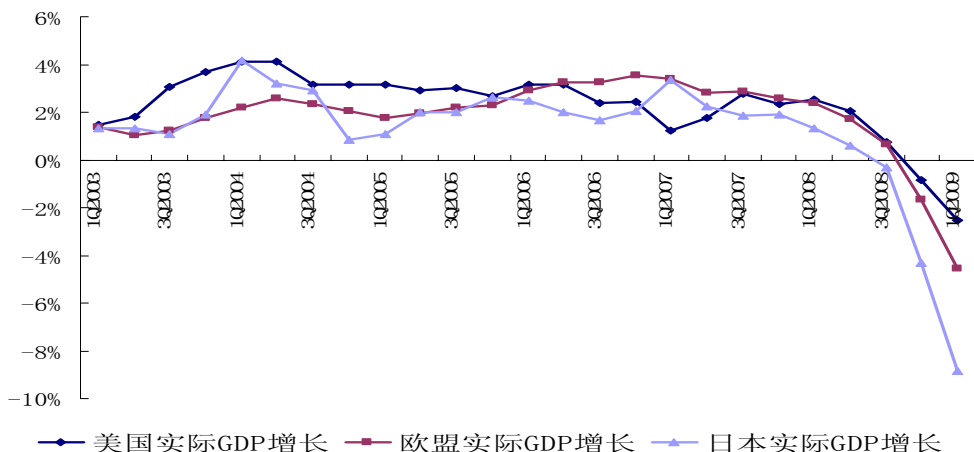
另一方面，至 09 年 6 月份，美国 ISM 制造业指数、欧盟、日本 PMI 指数分别回升至 44.8、44.6、48.2。美国工业产值 5 月环比下降 1.1%，欧盟 4 月环比下降 1.4%，已体现出趋稳迹象，日本由于基数较低，连续 3 个月反弹，至 5 月份，工业产值环比增加 5.9%。欧盟消费者信心指数有所回落，美国和日本回升明显。根据天相宏观组的观点，从各项领先指标分析，美国经济已经进入触底回升阶段，日本有望出现较大幅度反弹，而欧洲经济继续寻底的可能性较大。

如上述观点成立，在美国和日本市场，我国纺织服装出口将率先回暖，同时由于出口美国配额取消，美国市场将在行业出口中起到关键作用，而在欧盟市场，受其经济拖累，并且基数较高，08 年度高增长、支撑行业出口的局面将不会再现，短期内仍将以负增长方式寻底，增速将落后于美国、日本市场。

综合来看，我国纺织服装出口短期内回暖的机会不大，乐观估计，假定美国、日本经济二季度开始反弹，欧盟经济延后一个季度，我国纺织服装出口至少要至 2010 年一季度开始反弹。

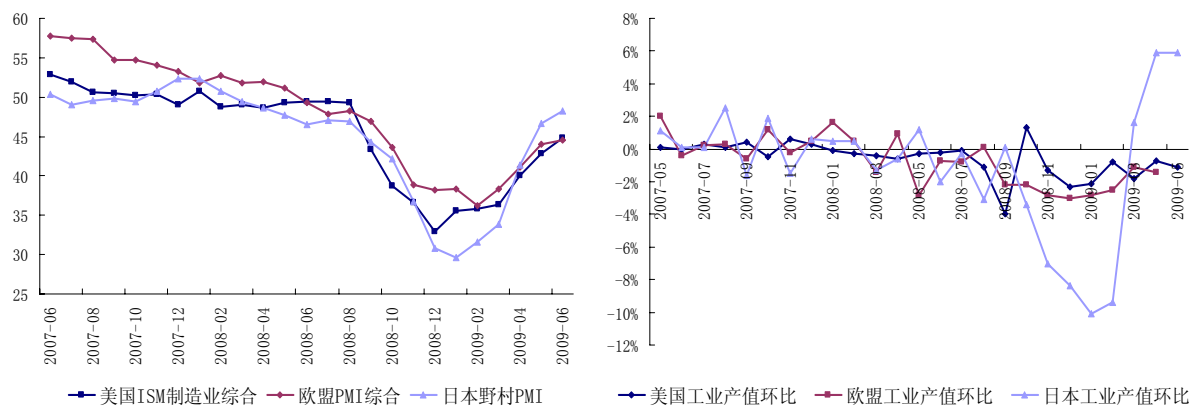


图 7. 主要出口市场 GDP 增长（季度）



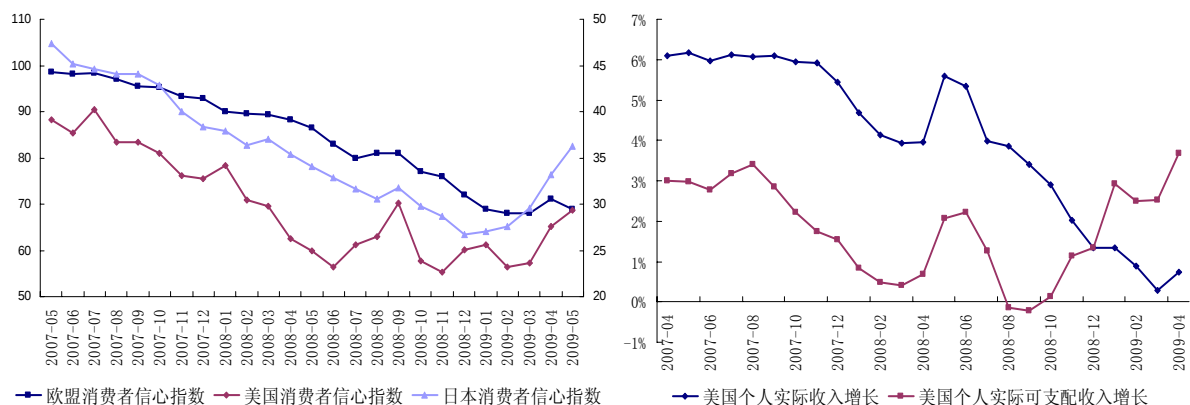
资料来源：Bloomberg，天相投顾

图 8. 主要进口国经济近况



资料来源：Bloomberg，天相投顾

图 9. 主要进口国消费者信心指数（左图）及美国个人收入情况



资料来源：Bloomberg，天相投顾

2.4 短期内将以底部震荡为主

金融危机对海外实体经济的影响自 08 年后期开始，一季度我国纺织服装出口大幅下滑，至 6 月份，降幅虽有所收窄，但下降仍接近 10%，这与我们海外经济波动对我国纺织服装出口影响滞后 3 个季度的结论相一致，后期行业出口低迷的状况将持

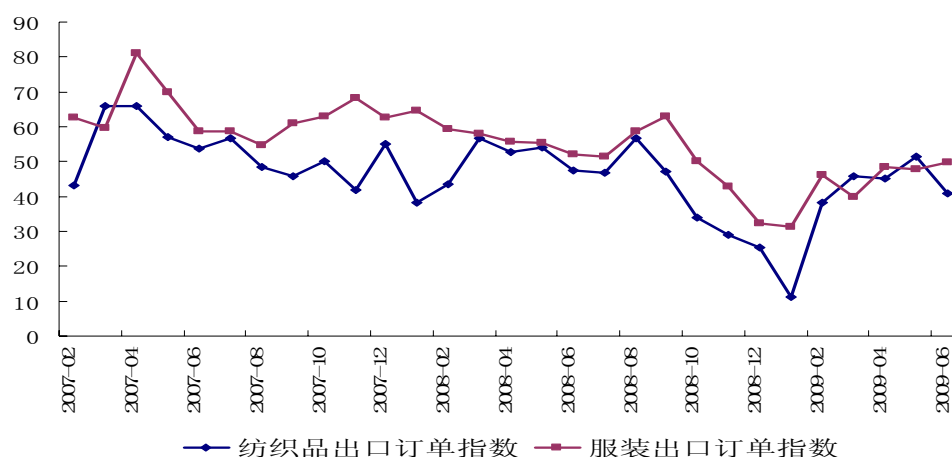
续。

根据我们对主要出口企业的跟踪了解,在经历了 08 年 4 季度和 09 年 1 季度订单大幅回落后,2 季度情况基本稳定,另外,从 PMI 指数看,纺织品和服装的出口订单指数已回复至 40 以上,后期深度下滑的可能性不大。

09 年后期行业出口在底部运行的可能性较大,由于 08 年后期基数较低,09 年下半年的数据可能优于上半年,维持 09 年行业出口下滑 5%-10%的预期。

我们提取了近几年美国批发服装库存数据进行分析,发现 09 年以来库存量的波动逐月加大,体现出经济下滑后续阶段服装消费正反双向波动效应,更深层的原因可能在于外商处于谨慎考虑,下单量缩小,并且下单周期缩短。基于上述分析,我们认为后期出口将在底部震荡,波动幅度将会加大。

图 10. 我国纺织品和服装出口订单 PMI 指数



资料来源: 中采数据, 天相投顾

表 2. 美国批发服装库存前推 12 个月均方差

日期	2008-07	2008-08	2008-09	2008-10	2008-11	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	2009-04
前推 12 个月均方差	204.30	199.10	228.68	253.51	260.13	250.26	266.97	268.45	274.15	332.84

资料来源: Bloomberg, 天相投顾

2.5 汇率影响将减淡

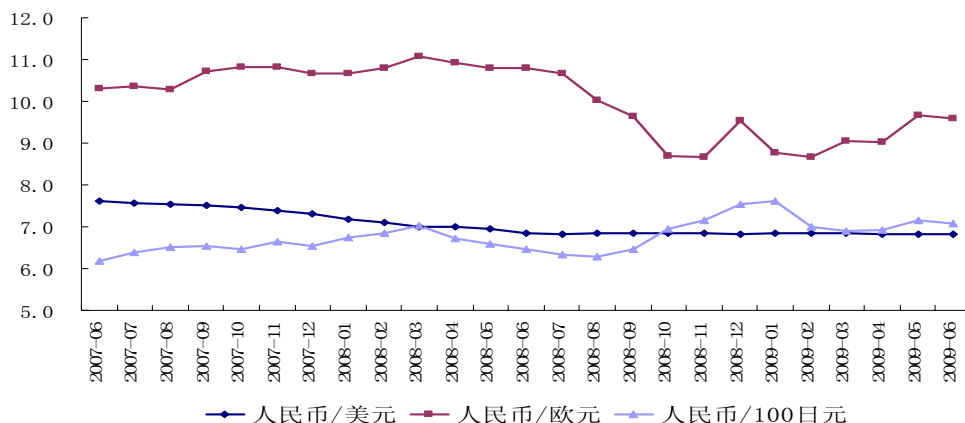
自 05 年汇改以来,人民币持续升值对行业出口产生了较大影响,尤其是 08 年上半年人民币汇率加速上升,一定程度上加剧了出口的下滑,自 08 年下半年开始,人民币兑美元开始走稳,但兑其他货币呈现了不同的格局。

6 月份人民币兑美元汇率同比提升 0.35%,兑欧元升值 11.24%,兑日元贬值 9.84%,人民币对美元相对平稳,但兑欧元和日元有一定波动。对于新兴市场国家货币在前期大幅度兑美元贬值后,已出现回调趋势。

后期人民币兑主要货币维持平稳的可能性较大,而新兴市场国家货币存在升值压力,后期汇率因素对行业出口的影响不会很大。

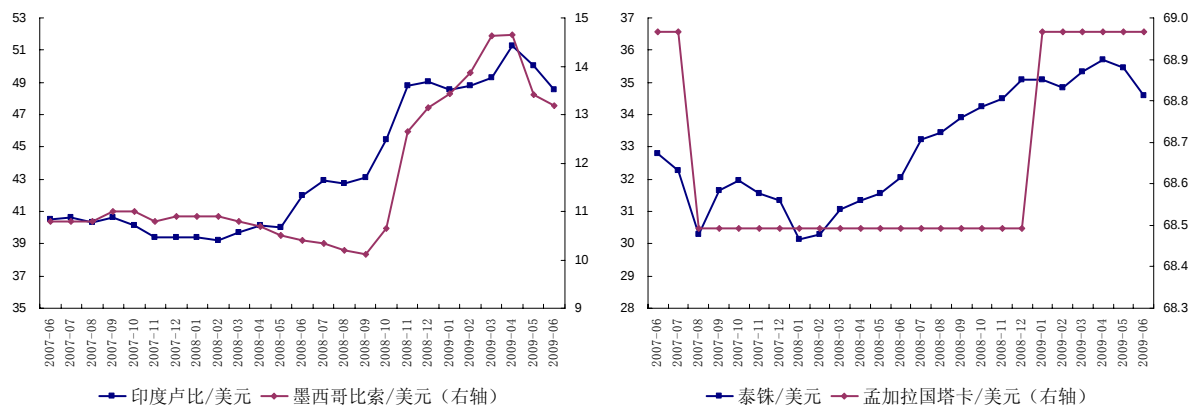


图 11. 人民币兑主要货币汇率



资料来源: Bloomberg, 天相投顾

图 12. 部分新兴市场国家货币对美元汇率



资料来源: Bloomberg, 天相投顾

3. 国内市场—逐步趋稳，后期增长可期

3.1 国内零售体现刚性

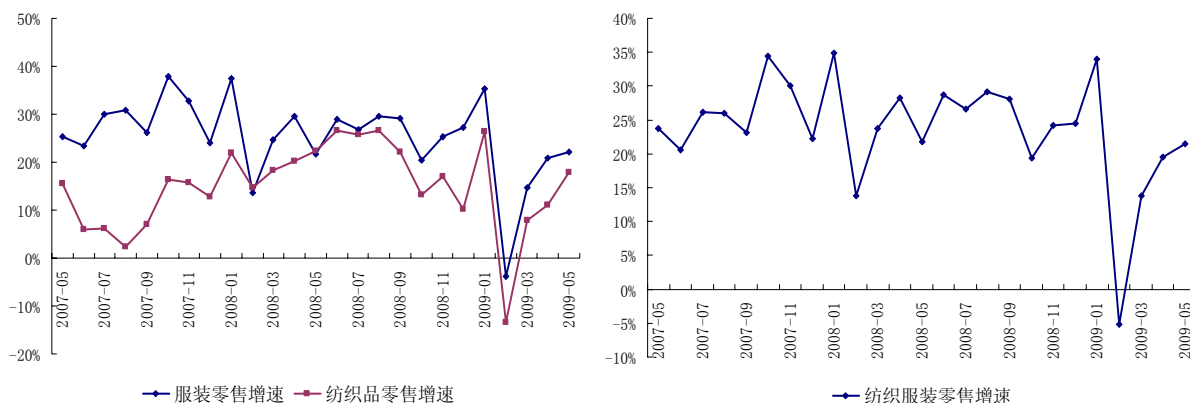
09年1-5月份，限额以上纺织品服装零售额增长16.80%，同比下降7.42个百分点，环比08年全年下降9.06个百分点，其中1月份销售额增长出现34.04%的高点，而2月份迅速下落至-5.14%，巨幅波动主要缘于09年春节提前。3月份开始，纺织服装零售开始回升，至5月份回升至21.51%，与08年同期水平相当。

从细分产品看，服装零售保持了优于纺织品的格局，且回升趋势明显优于纺织品，这主要与服装消费较具刚性有关。1-5月份，纺织品和服装零售分别累计增长17.97%、9.76%，同比下降7.11、9.51个百分点，环比08年下降7.90、9.19个百分点，5月份，纺织品和服装单月分别上涨22.10%和17.90%，服装同比提升0.42个百分点，纺织品同比降低4.49个百分点。

受金融危机影响，行业零售增长出现了较明显下滑，但1-5月仍保持了15%以上的增长，尤其是服装零售，4-5月份重回20%以上，体现出较强的抗风险能力。



图 13. 限额以上纺织服装零售月度增速



资料来源：中经网，华通数据，天相投顾

3.2 行业零售将呈现稳步增长

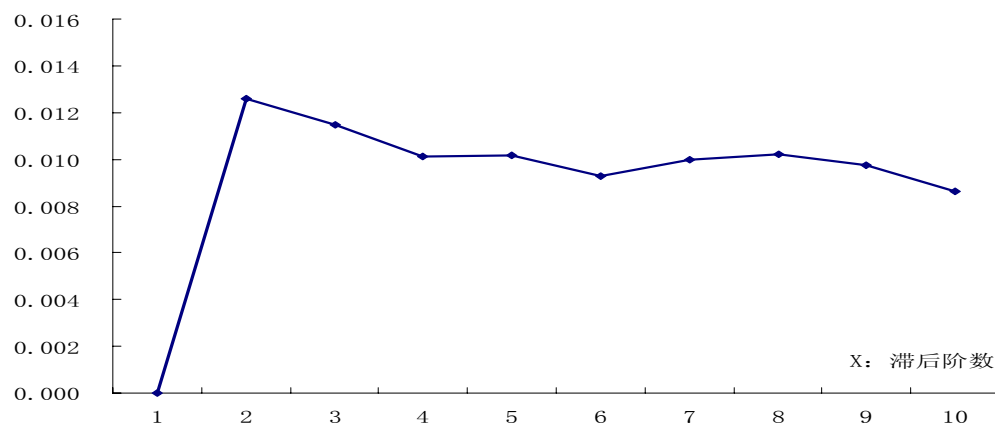
我们提取 1993 年一季度至 2009 年 1 季度社会消费品零售额和实际 GDP 增速，进行居民消费对整体经济变动的滞后效应分析，同样通过 VAR 模型和脉冲响应函数测算，得出表 3 数据：

表 3. GDP 增速正向变动 1 个百分点对社会零售增速影响

滞后阶数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
对行业零售影响	0.00000	0.012599	0.011452	0.010126	0.010154	0.009274	0.009972	0.010197	0.009749	0.008623

资料来源：天相投顾

图 14. 社会零售增速对 GDP 增速变动响应图

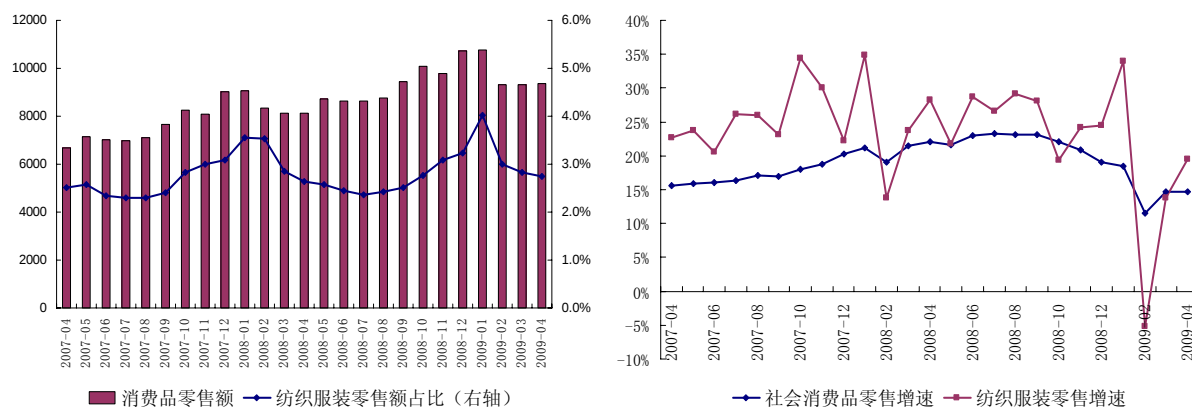


资料来源：天相投顾

结果显示，社会零售滞后 GDP 变动两期，至第 2 期开始影响开始呈现。从历史数据看，当前国内纺织服装消费处于成长阶段，增速高出 GDP 及社会零售增速，对整体经济波动的滞后响应短于欧美等成熟市场，加上固有的消费刚性，服装消费滞后经济增长 1-2 个季度。根据天相宏观组的观点，一季度国内 GDP 增长已经触底，后期将进入逐步回升阶段，因此 3 季度保持平稳走势的可能性较大，4 季度统计数据将有不乏靓丽，全年增长仍有望达到 20%。

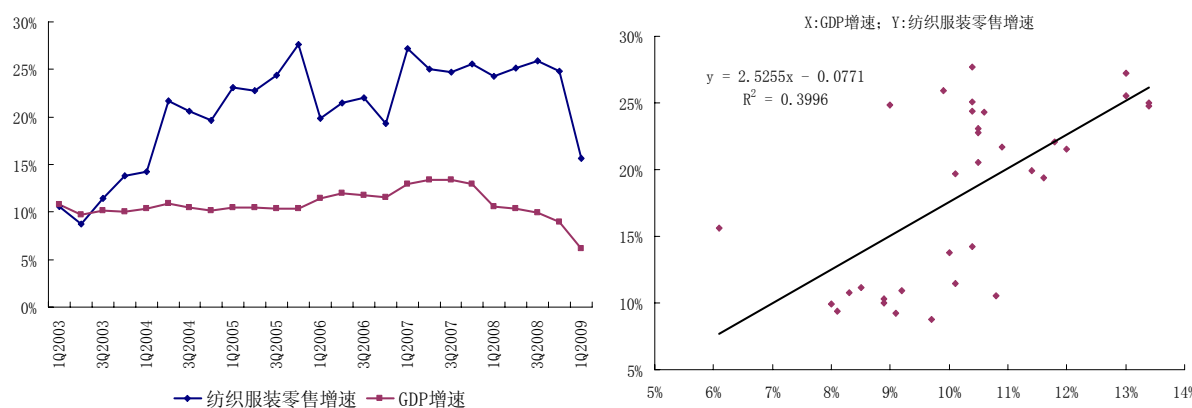


图 15. 纺织服装零售和社会消费品零售情况



资料来源：中经网，天相投顾

图 16. GDP 增速和行业零售增速比较（左图）及弹性分析



资料来源：中经网，天相投顾

3.3 中长期内国内市场将成为行业支撑

居民可支配收入增长、城镇化率提高、人口红利将推动国内服装消费市场保持较高增长。

根据国家“十一五”发展规划，人口数量年均增长控制在 0.8% 以下，城镇与农村居民人均可支配收入年均增长 5%，到 2010 年全国城市化比率达到 47%，全国总人口达到 13.6 亿。

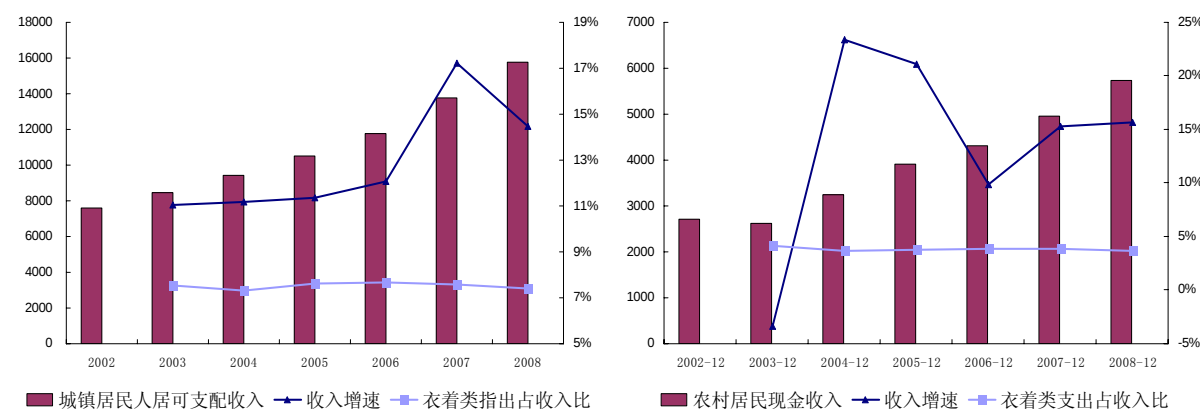
至 08 年末，我国人口总量达到 13.28 亿，较 07 年增长 0.51%，近 10 年以年均 0.03 个百分点的速度下降，其中城镇人口达到 6.07 亿，城镇化率达到 45.68%，近 10 年年均提升 1.03 个百分点。08 年，城镇居民人均可支配收入达到 1.58 万元，5 年复合增长率 13.25%，农村居民现金收入实现 5737 元，5 年复合增长率 16.95%。

假定人口增长率每年以 0.03 个百分点的速度降低，城镇化率每年提高 1 个百分点，09 年起，居民人均可支配收入将趋于稳定增长。根据测算结果，受三因素增长带动，未来几年国内纺织服装消费增长将保持在年均 20% 左右。

如考虑人口结构的变化，国内纺织服装消费仍有望达到 25% 的增速。以中经网数据为例，我国人口自然增长率在 82 年和 88 年达到高峰，这部分人群正进入主要消费阶层，15-64 岁人群占比逐年提升，行业消费正进入人口红利享受阶段。

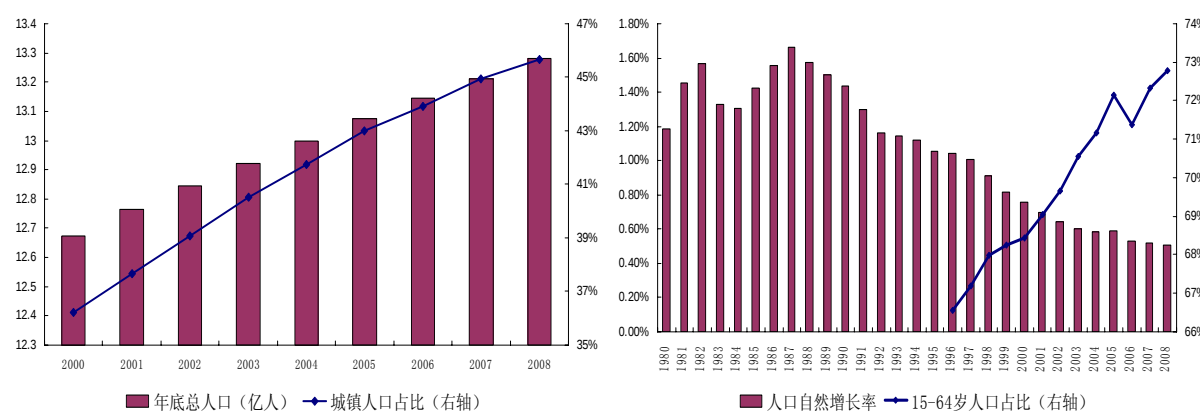


图 17. 居民收入、衣着类支出情况



资料来源：中经网，天相投顾

图 18. 我国人口结构情况



资料来源：中经网，天相投顾

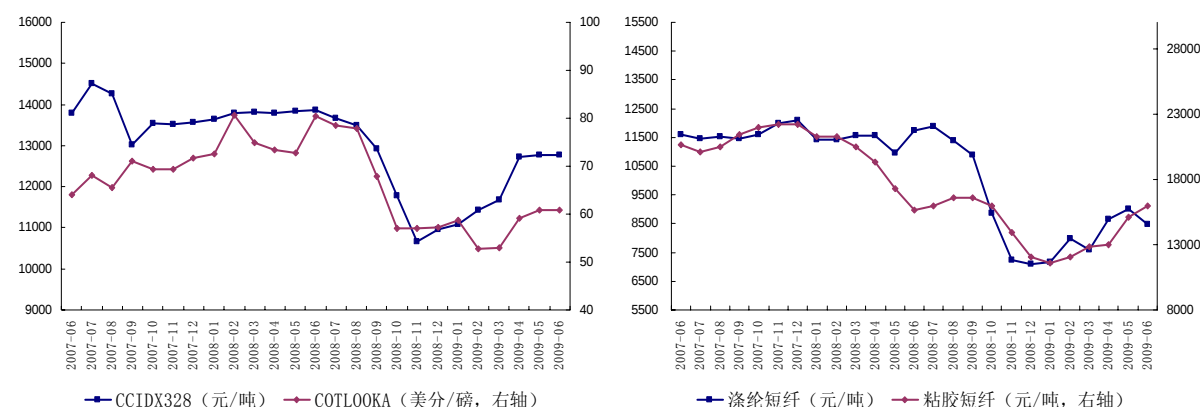
4. 原料端—趋于稳定，压力犹存

国内原料价格经过 08 年后期的深度下滑后，09 年有较明显的回升趋势。受政策性收储影响，09 年初开始，棉花价格上涨明显，至 6 月份，国内 328 级棉花价格 12773 元每吨，较年初上涨了 15%。自 5 月底开始，阶段性抛储开始实施，从目前市场状况看，棉价基本停止上涨势头，但下跌的幅度仍然有限，主要是由于出售底价较高，抛储并未如市场预期般起到为纺织企业减压的作用，预计后期棉价平行震荡的可能性较大。

09 年以来，国内涤纶短纤和粘胶短纤也走过了一波上涨行情，5 月份价格分别升至 9013、15118 元/吨，较年初上涨 26%和 31%，其中涤纶短纤主要受益于国际油价的提升，而粘胶短纤与棉花价格联系紧密，预计后期粘胶短纤的价格将以平稳趋势为主，涤纶短纤受原油价格影响，可能会有较大波动。



图 19. 主要原料价格走势



资料来源: Bloomberg, 第一纺织网, 天相投顾

5. 行业政策一意在长远，短期有利于减压

自 08 年 8 月份出口退税率由 11%上调至 13%开始，行业政策频出，至 08 年 11 月份，出口退税率再次上调至 14%，09 年至今，再次相继两次上调，合计 4 次提升 5 个百分点至 16%。09 年 2 月和 4 月，相继出台了纺织振兴规划总则和细则，明确提出了今后三年行业发展方向及任务，对于淘汰落后产能、促进产业升级、提升技术和品牌实力起到了指引作用。

但短期看，政策亮点并不多，有实质性影响的是出口退税上调及规划中扶持资金的应用。由于集中度低，资金量较小，扶持资金对行业影响有限。在前期系列行业动态点评中，我们多次提到，出口退税率对行业扶持作用不大，尤其是在高密度多次上调后，政策效果已很微弱，对行业的真正影响在于提供出口企业更多的降价空间，保持近几年辛苦经营的市场份额。

从统计数据看，当前我国纺织服装出口占全球纺织服装贸易比重在 30%左右，09 年 1-4 月份，在美国市场金额和数量占有率分别到达 36.29%、41.54%，并且均有小幅上升，在欧盟市场，情况类似，08 年市场占有率达到 38.94%、37.28%，同样在逐步提升，体现出明显的竞争优势，这主要与产品价格低有关，在经济衰退时期，低价品更受青睐，并且周边竞争国家在产业链的整体性和规模上仍远不及我国。

出口退税率上调对稳定行业出口起到了一定作用，防止出口继续深度下滑，但对于中长内产业升级转型意义不大。

表 4. 美国纺织品和服装进口结构（百万美元）

进口地区/进口额	2007 年	2008 年	09.1-4 月	09 年 4 月前 推 1 年	09.1-4 月 增长%	09-4 前推 1 年增长%	07 年份额%	08 年份额%	09.1-4 月 份额%	09 年均价 (\$/SME)
全球	96410	93187	24859	89385	-13.26	-6.54	100	100	100	1.76
中国	32323	32678	8455	32435	-2.8	1.08	33.53	35.07	36.29	1.52
越南	4558	5425	1654	5506	5.15	12.67	4.73	5.82	6.16	2.53
印度	5104	5078	1698	4834	-12.55	-6.73	5.29	5.45	5.41	1.83
墨西哥	5625	4957	1277	4633	-20.27	-15.13	5.83	5.32	5.18	1.90
印尼	4206	4241	1409	4201	-2.77	-0.25	4.36	4.55	4.70	2.73

孟加拉国	3191	3537	1269	3674	12.1	12.94	3.31	3.80	4.11	2.17
巴基斯坦	3170	3078	825	2972	-11.38	-5.72	3.29	3.30	3.33	0.97
洪都拉斯	2518	2612	606	2444	-21.69	-3.91	2.61	2.80	2.73	1.99
柬埔寨	2435	2386	635	2216	-21.11	-9.91	2.53	2.56	2.48	2.53
泰国	2059	1979	525	1825	-22.74	-11.94	2.14	2.12	2.04	2.09

资料来源：美国商务部纺织处，天相投顾

表 5. 欧盟 27 国纺织服装进口结构（百万欧元）

进口地区/进口额	2006 年	2007 年	2008 年	06 年增长%	07 年增长%	08 年增长%	06 年份额%	07 年份额%	08 年份额%	08 年均价 (欧元/千克)
欧盟外部	75356	78923	79135	11.84	4.73	0.27	100	100	100	7.86
中国	23755	27302	30816	12.95	14.93	12.87	31.52	34.59	38.94	8.21
土耳其	11905	12717	11277	4.28	6.82	-11.32	15.80	16.11	14.25	9.41
印度	6021	6224	6111	14.23	3.37	-1.83	7.99	7.89	7.72	6.29
孟加拉国	4840	4663	4996	30.21	-3.66	7.14	6.42	5.91	6.31	7.10
突尼斯	2707	2852	2846	0.89	5.36	-0.2	3.59	3.61	3.60	18.48
摩洛哥	2478	2664	2519	4.38	7.51	-5.43	3.29	3.38	3.18	19.11
巴基斯坦	2298	2452	2345	13.65	6.70	-4.33	3.05	3.11	2.96	4.13
瑞士	1474	1591	1520	1.38	7.94	-4.42	1.96	2.02	1.92	13.18
印尼	1849	1653	1517	16.58	-10.60	-8.26	2.45	2.09	1.92	5.73
越南	1154	1294	1392	47.57	12.13	7.54	1.53	1.64	1.76	7.25

资料来源：国际纺织品及服装局，天相投顾

6. 投资策略—优选内销品牌股，把握出口阶段性机会

6.1 投资机会

由于出口仍处探底阶段，行业整体回暖仍需时间。09 年初至今，天相纺织服装板块指数上涨 91%，高出沪深 300 近 10 个百分点，高出上证指数 20 个百分点，行业平均市盈率 40 倍，高出全部 A 股 26%。我们维持对行业“中性”评级。

个股投资方面，我们的策略是：以内销类品牌服装股为主，把握出口波动带来的出口企业阶段性投资机会。

外部环境的变化对中高收入人群影响相对要小，国内品牌服饰消费更具刚性，随着经济逐步回稳，板块内稀缺的几个服装品牌包括报喜鸟、七匹狼、美邦等将保持较高的盈利增长，内销提升能相应拉动公司估值。另外，雅戈尔纺织服装和房地产的市盈率为 24 倍，如考虑到证券市场回暖，股权投资板块溢价将凸显其投资价值。

行业出口仍处于探底阶段，由于订单呈现小批量、高频率趋势，海外经销商轮番的消库存和补库存将使出口波动加大，给予外销类公司，尤其是龙头企业的阶段性机会，同时，新兴市场相对受危机影响较小，建议关注渠道和客户结构优异的公司，这方面推荐估值较低的瑞贝卡、伟星股份。



6.2 重点公司简介

表 6. 重点上市公司简要评述

代码	名称	简要分析
600177	雅戈尔	1、公司后期将加大国内渠道建设力度，计划 09 年国内卖场数量将增加 17%，同时由于单店平效的增长，后期服装销售仍有较大提升空间，预计 09 年服装销售增长能达到 15%； 2、公司房地产正进入回收期，预计 09 年确认收入将有超过 20% 的增长空间，并且高附加值楼盘的开发力度在加大； 3、08 年计提资产减值损失，使风险大部分释放，为后期平滑业绩提供了条件； 4、预计 2009-2010 年服装和房地产业务每股收益实现 0.67 元和 0.80 元，以最近收盘价计算，动态 PE 为 24X 和 22X，同时，投资收益将进一步提升公司估值水平，维持对公司“增持”评级。
002029	七匹狼	1、公司是国内商务休闲领域的领导企业，主要从事七匹狼品牌商务休闲服饰（茄克、T 恤、休闲裤等）的生产和销售，在行业内拥有规模、品牌、渠道和管理等优势，是闽派男装的标杆； 2、公司长期增长潜力较好，主要来自三方面：产品系列多元化（目前以红狼、绿狼为主，正在大力推出蓝狼系列）、持续稳定的渠道扩张和逐步扩大直营比例、渠道管理精细化与渠道模式扁平化； 3、公司短期股价驱动力：国内服装消费市场景气回升可能导致公司 2009 年业绩超预期； 4、我们预计公司 2009-2010 年的 EPS 为 0.63 元和 0.84 元，以近日收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 26X 和 20X，低于服装板块 2009 年 28X 的估值水平，维持“增持”评级。
002154	报喜鸟	1、公司是国内中高档男士正装的优秀品牌之一，专注于报喜鸟品牌西服、衬衫、休闲等男士系列服饰的生产和销售；通过收购上海宝鸟，打造涵盖量身定制、品牌零售、职业装团购和网上直销的完整业务体系； 2、公司未来成长空间巨大，主要增长点如下：商务系列稳定增长、品牌延伸策略培育新的增长点；时尚系列将保持较快增速、品牌知名度和美誉度提升拉动综合毛利率持续提高、2009 增发项目将大幅增加公司长期发展潜力。值得重点关注的是公司的 2009 年增发项目，按照公司的预计，该项目意味着用 4 年左右的时间孵化出另一只“报喜鸟（不含宝鸟）”； 3、暂不考虑增发的摊薄作用，我们预计公司 2009-2010 年的 EPS 为 0.61 元和 0.79 元，以近日收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 23X 和 18X，低于服装板块 2009 年 28X 的估值水平，维持“增持”评级。
002269	美邦服饰	1、公司主要从事大众时尚服饰的品牌零售业务，是国内该领域的两大领导品牌之一（另一品牌为森马），目前公司主要有两大细分品牌：以大众定位的美特斯邦威为业务主体，以中高端定位的 ME&CITY 为潜在增长点； 2、公司发展前景良好，未来的成长动力来自：行业的良好成长性、持续的营销网络扩张、品牌提升增加产品附加值、新的中高端品牌培育新的增长点； 3、下半年国内服装消费市场景气回升将提升公司业绩和估值水平； 4、我们预计公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.74 元和 0.99 元，以近日收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 28X 和 21X，低于服装板块 2009 年 28X 的估值水平，维持“增持”评级。
600439	瑞贝卡	1、3 月份以来订单明显回升，超出了往年同期水平，工艺发条订单已排至 9 月份，女装假发已排至 10 月份； 2、美国市场的回升超出公司预期，目前已回复至往年增长水平，预计 09 年将有 5% 以上的



增长，非洲则保持了快速上升势头，预计 09 年增长在 30%以上；

3、抚顺化纤原料生产线近期已投产，提供非洲化纤大辫生产所需，本部化纤原料 09 年预计有 1000 吨产量，提供本部所需，产品毛利率提升可期；

4、尼日利亚货币大幅贬值对公司一季度业绩造成较大影响，后期汇率持续大幅波动的机会将不大，后续几年将是产能逐步释放阶段，我们预计公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.50 元和 0.63 元，以近日收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 18X 和 15X，维持“增持”评级。

002003	伟星股份	1、一季度为传统淡季，单季下滑对全年影响不大，二季度订单明显回升，开工率得到提高，预计二季度盈利增长在 10%以上； 2、钮扣和水晶钻募集项目已在 08 年底达产，拉链项目将在 09 年底达产，后期产能逐步释放，高附加值产品比重增加，将进一步提升公司毛利率； 3、公司在海内外拥有广阔的销售网络，下游高质量稳定客户将起到释放产能消化的作用； 5、维持对公司 2009-2010 年 EPS 为 0.92 元、1.13 元的预测，以近日收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 19X 和 15X，维持“增持”评级。							
--------	------	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：天相投顾

表 7. 重点公司盈利预测及评级

代码	公司简称	每股收益（元）			市盈率（倍）			2009年 PEG	投资评级
		2008年	2009年(F)	2010年(F)	2008年	2009年	2010年		
000726	鲁泰 A	0.52	0.42	0.47	17	21	19	-1.11	中性
002003	伟星股份	0.78	0.92	1.13	22	19	15	1.05	增持
002154	报喜鸟	0.49	0.61	0.79	28	23	18	0.93	增持
002239	金飞达	0.38	0.36	0.43	23	25	21	-4.67	中性
002269	美邦服饰	0.58	0.74	0.99	35	28	21	1.00	增持
002029	七匹狼	0.54	0.64	0.84	31	26	20	1.40	增持
600439	瑞贝卡	0.37	0.46	0.58	25	18	15	0.53	增持
002193	山东如意	0.29	0.43	0.65	39	26	17	0.54	增持
600177	雅戈尔	0.71	0.66	0.79	22	24	20	-3.35	增持
002036	宜科科技	0.13	0.22	0.40	51	30	17	0.44	中性
002083	孚日股份	0.13	0.16	0.28	80	65	37	2.80	中性

资料来源：天相投顾

表 8. 主要香港上市服装股盈利情况及市盈率

代码	公司简称	每股收益（元）			市盈率（倍）			PB	2009年PEG
		2008年	2009年(F)	2010年(F)	2008年	2009年	2010年		
330 HK	思捷环球	4.25	4.19	4.48	11	11	11	3.40	-7.08
589 HK	宝姿时装	0.84	0.84	0.97	21	21	18	6.89	-95.03
2331 HK	李宁	0.81	0.82	1.00	26	25	21	8.05	14.40
2020 HK	安踏	0.44	0.44	0.53	23	23	19	4.37	33.07
3818 HK	中国动向	0.25	0.25	0.30	21	21	17	3.51	-52.61
3998 HK	百丽	0.27	0.28	0.33	24	24	20	3.48	11.51

资料来源：Bloomberg，天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100