

出口改善预期下的投资机会

纺织服装行业 8 月月报

评级: 增持(维持)

跟踪报告

2009 年 8 月 7 日 星期五

消费品小组

张先萍

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

投资要点

□ 目前出口仍处于底部, 但降速放缓。今年上半年我国纺织服装出口额为 727.94 亿美元, 同比下降 10.88%, 基本符合预期。6 月份的出口增速为 -10.63%, 较 5 月份的 -14.57% 降速有所放缓。6 月份对四大传统出口地区的对香港和日本市场的增速回升最为明显, 对美国市场延续了 5 月份正增长的态势, 对欧盟出口亦有所改善。

□ 三季度同比可能仍不乐观, 出口好转或在今年四季度。由于目前外需并没有完全好转, 且从我们对企业微观调研的情况来看, 出口在三季度的反转可能性较小。我们依然延续此前的观点, 出口同比增速在四季度出现好转的可能性较大, 主要理由在于美国服装消费有望在年底好转、欧洲服装消费目前已触底、人民币汇率的贬值也利于出口。

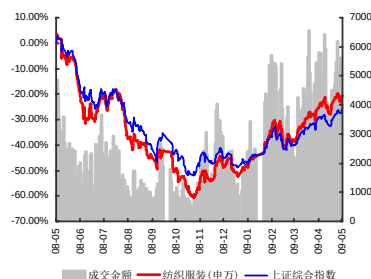
□ 出口改善预期下的投资策略: 寻找出口占比大、业绩弹性大、估值相对较低的公司。在 60 家纺织服装上市公司中, 有 22 家超过 40% 的收入来自于纺织服装出口。如果出口复苏的话, 我们预期纺织行业的出口增速回升程度会大于服装业, 因而纺织类的企业业绩恢复弹性应该会大于服装类企业。从出口产品档次来说, 我们认为出口高档产品的优势企业享有一定的定价权, 因而在行业复苏后也可能率先提价。此外再根据目前 22 家公司的估值情况, 找出估值相对较低的公司。

□ 综合以上三条选股标准, 在出口改善的预期下我们重点推荐: 鲁泰 A、大杨创世、华孚色纺、雅戈尔。

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	10.07	2.59
3 个月	19.41	-11.75
6 个月	53.97	-3.46

行业相对上证综指走势图



相关报告:

1、《内销是行业发展稳定器、品牌企业具有估值优势》09-6-30

2、《出口二季度不乐观 四季度或将改善》09-6-3

3、《出口内销不乐观 出口择时内销择股》09-4-10

	09 年 EPS	10 年 EPS	09 年 PE	10 年 PE	目标价	评级
鲁泰 A	0.61	0.65	17.3	16.2	12.2	增持
大杨创世	0.48	0.56	20.8	17.8	12.4	买入
华孚色纺	0.77	0.88	19.7	17.3	18.4	买入
雅戈尔	0.61	0.74	24.2	19.9	19.3	买入
	不含投资收益	不含投资收益				

目 录

1. 出口形势分析和预测	3
1.1 仍处出口底部,但降速放缓	3
1.2 出口好转或在今年四季度	4
2. 出口好转预期下的投资策略	6
2.1 寻找出口占比大、业绩弹性大、估值相对较低的公司	6
2.2 重点关注公司	7

图表目录

图 1、我国纺织服装月度出口	3
图 2、我国纺织品和服装出口	3
图 3、我国对日本纺织服装月度出口	3
图 4、我国对香港纺织服装月度出口	3
图 5、我国对美国纺织服装月度出口	4
图 6、我国对欧盟纺织服装月度出口	4
图 7、美国服饰零售月度情况	4
图 8、美国收入领先消费 6-12 个月	4
图 9、欧盟纺织品服饰批发零售和消费者信心	5
图 10、欧盟纺织品服饰批发零售和后 12 个月经济总体指标	5
图 11、人民币有效汇率指数	5
图 12、人民币对欧元汇率	5

表格目录

表 1、纺织服装出口企业占比	6
表 2、纺织服装出口企业估值	7

1. 出口形势分析和预测

1.1 仍处出口底部,但降速放缓

目前仍处于纺织服装出口底部,但降速放缓。今年上半年我国纺织服装出口额为 727.94 亿美元,同比下降 10.88%,其中服装出口同比下降 9.32%,纺织品类出口同比下降 14.84%。整个上半年的出口情况基本符合我们之前的判断(见此前的月报分析),由于目前的出口同比增速为负,总体来说目前的纺织服装出口仍处于底部。但是 6 月份的出口增速为-10.63%,较 5 月份的-14.57%降速有所放缓。

图 1、我国纺织服装月度出口

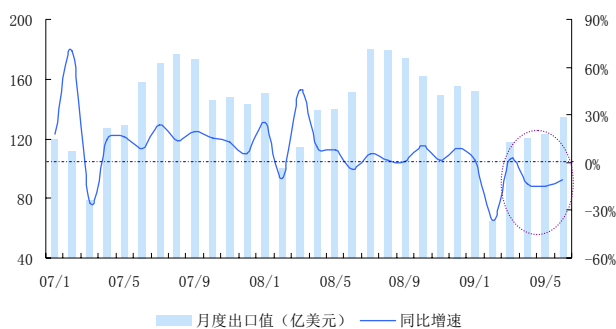
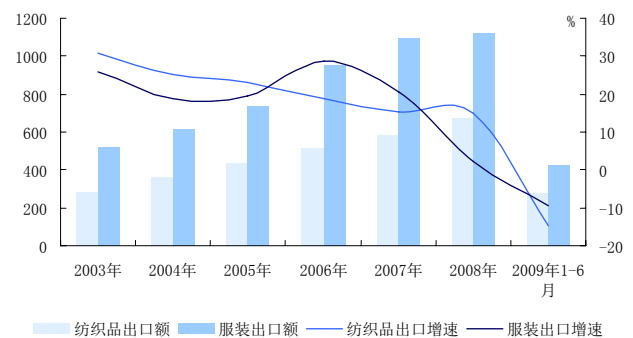


图 2、我国纺织品和服装出口



资料来源：中国第一纺织网、东海证券研究所

6 月份对主要地区出口同比增速下滑有所减缓。6 月份对四大传统出口地区的出口下滑趋势得到明显遏制,同比增速有所回升,特别是对香港和日本市场的增速回升最为明显(见图 3、图 4)。对美国市场延续了 5 月份正增长的态势,对欧盟出口亦有所改善(见图 5、图 6)。虽然目前出口仍处于底部同比负增长阶段,但目前增速下滑放缓的局面增强了未来出口复苏的信心。

图 3、我国对日本纺织服装月度出口

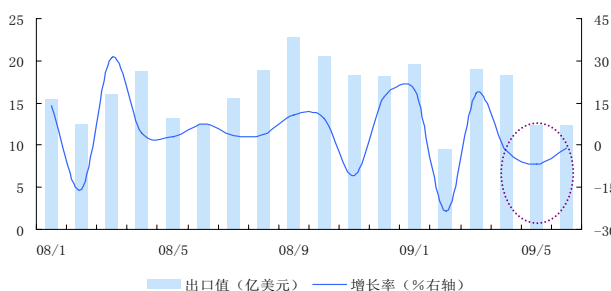
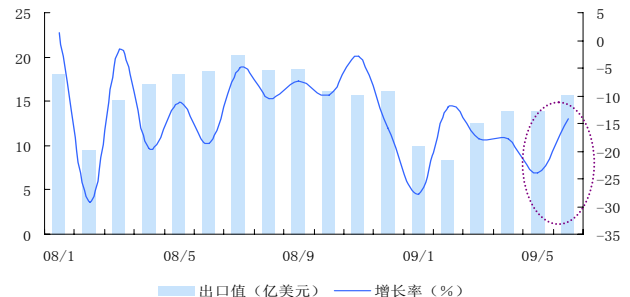


图 4、我国对香港纺织服装月度出口



资料来源：中国第一纺织网、东海证券研究所

图 5、我国对美国纺织服装月度出口

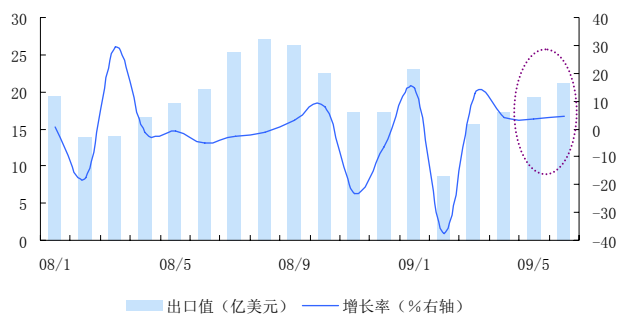
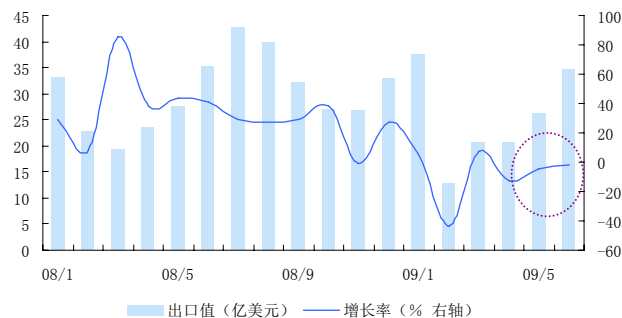


图 6、我国对欧盟纺织服装月度出口



资料来源：中国第一纺织网、东海证券研究所

1.2 出口好转或在今年四季度

三季度同比可能仍不乐观，出口好转或在今年四季度。由于三季度为纺织服装出口的传统旺季，我们预期三季度出口环比增速应该上升，但是由于目前外需并没有完全好转，且从我们对企业微观调研的情况来看，出口在第三季度的反转可能性较小。我们依然延续此前的观点，出口同比增速在四季度出现好转的可能性较大，促使出口形势出现好转主要有以下几大因素：

- 一、美国服装消费有望在年底好转
- 二、欧洲服装消费目前已触底
- 三、人民币汇率近来呈贬值

美国收入实际增速预示服装零售增速未来有望改善。09 年 6 月份美国的国内服饰销售实际同比增速为-7.81%，环比几乎没有上涨（见图 7）。但是另一方面，对于服装消费而言，收入是其先行指标，美国的收入变动大约领先服装消费 6-12 个月（见图 8）。虽然美国收入（以周薪来算）的名义增速有所下滑，但由于美国通货膨胀指数创新低，收入的实际增速从 08 年 11 月份就开始有所上升，因而我们推断美国的服装消费最迟会在年底逐步改善。

图 7、美国服饰零售月度情况

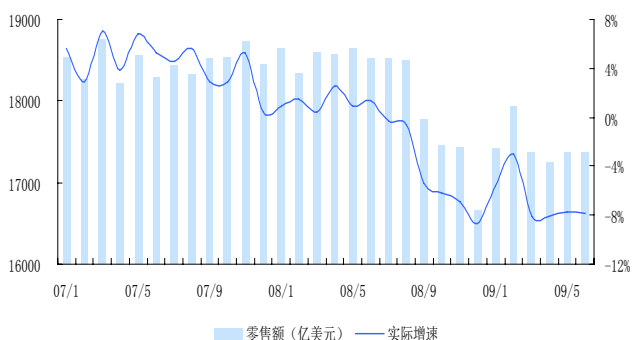
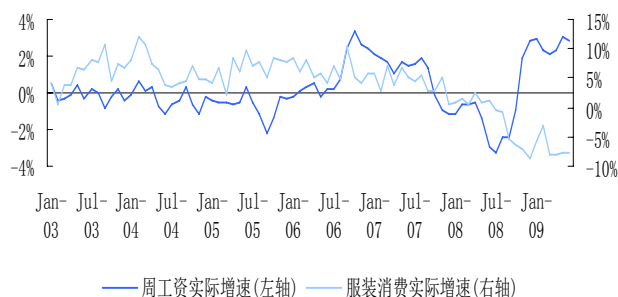


图 8、美国收入领先消费 6-12 个月



资料来源：CEIC、东海证券研究所

欧盟服装消费亦有触底迹象。从今年5月份开始欧盟消费者信心来看有企稳反弹迹象（见图9），而另一服装消费的先行指标后12个月经济总体指标也在近三个月反弹，最新的7月份数据延续了这种反弹势头。因而我们可以预期欧盟的服装消费在未来也会有所改善（见图10）。

图 9、欧盟纺织品服饰批发零售和消费者信心

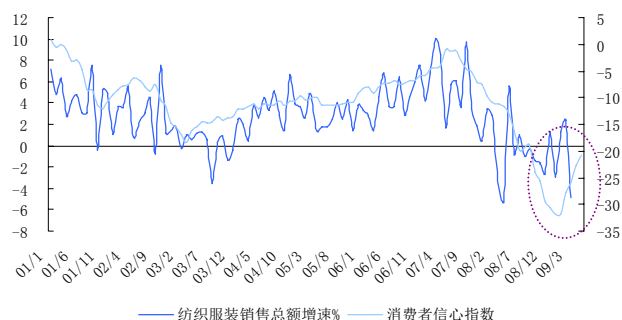
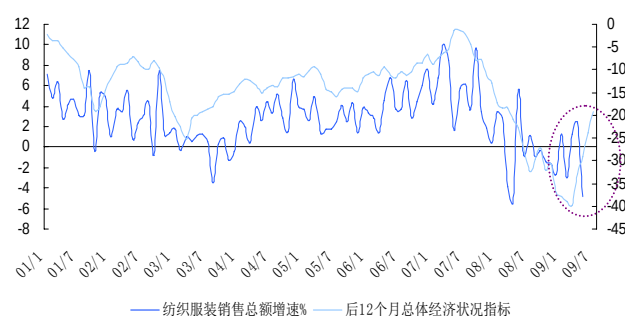


图 10、欧盟纺织品服饰批发零售和后 12 个月经济总体指标



资料来源：CEIC、东海证券研究所

人民币汇率贬值利于纺织服装出口。近几个月来人民币实际有效汇率呈贬值之势，如6月有效汇率环比贬值3%，人民币对其它货币如欧元等也贬值，如7月份人民币对欧元汇率较年初贬值了5.6%（见图11、12）。人民币汇率的贬值无疑利于纺织服装行业的出口。

图 11、人民币有效汇率指数

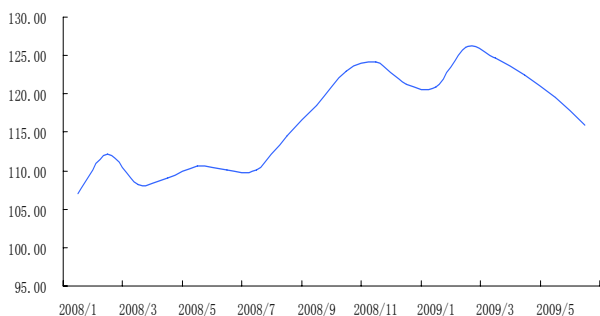
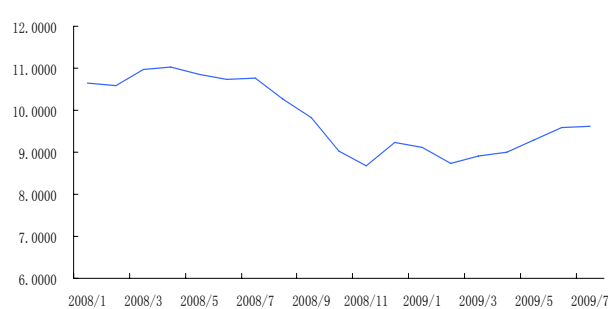


图 12、人民币对欧元汇率



资料来源：wind 资讯、东海证券研究所

2. 出口好转预期下的投资策略

2.1 寻找出口占比大、业绩弹性大、估值相对较低的公司

出口占比较大的企业。我们将纺织服装行业的上市公司 08 年收入按地区来源看，其中有 22 家公司的纺织服装出口收入占总收入的 40%以上，收入占比超过一半的有 16 家企业（见表 1）。

表1. 纺织服装企业出口占比

序号	股票代码	公司名称	08 年出口占收入比 (%)	出口产品
1	002239	金飞达	99	成衣
2	600735	新华锦	89	成衣、面料
3	000726	鲁泰 A	80	色织面料、衬衣
4	600689	上海三毛	79	毛纺面料、成衣
5	002083	孚日股份	79	毛巾等家纺产品
6	000018	*ST 中冠 A	75	成衣、面料
7	600626	申达股份	70	纺织品、成衣
8	600233	大杨创世	70	西服
9	002044	江苏三友	69	成衣
10	000902	中国服装	66	成衣
11	000982	中银绒业	64	羊线、羊绒衫
12	000813	天山纺织	62	纱线、羊绒衫
13	600152	维科精华	58	家纺、纱线
14	600220	江苏阳光	54	毛纺面料
15	002144	宏达经编	51	弹性面料
16	600510	黑牡丹	50	牛仔布、成衣
17	002193	山东如意	49	毛纺面料
18	000681	*ST 远东	48	成衣
19	002042	华孚色纺	46	纱线
20	002034	美欣达	45	面料
21	600232	金鹰股份	41	面料、成衣
22	600177	雅戈尔	41	成衣、面料

资料来源: wind 咨询、东海证券研究所

业绩弹性大的企业。由于今年纺织业的下降增速大于服装出口（主要原因在于东南亚的服装出口下降导致对中国纺织面料进口的下降），所以如果出口复苏的话，我们预期纺织行业的出口增速回升程度会大于服装业，因而纺织类的企业业绩恢复弹性应该会大于服装类企业。另一方面，从出口产品档次来说，我们认为出口高档产品的优势企业享有一定的定价权，因而在行业复苏后也可能率先提价。在上述的出口收入超过 40%的 22 家企业中，我们认为

鲁泰、山东如意、江苏阳光、中银绒业、华孚色纺、大杨创世的业绩弹性最大。

估值较低企业。我们研究了出口企业的 PE (TTM 和预测的)、PB, 我们认为目前鲁泰 A、大杨创世、华孚色纺、雅戈尔的相对估值较低。

表2. 纺织服装出口企业估值

序号	股票代码	公司名称	市盈率 (TTM)	预测市盈率	市净率
1	002239	金飞达	45.68	34.20	4.07
2	600735	新华锦	-7822.04	NA	11.95
3	000726	鲁泰 A	20.73	18.07	3.05
4	600689	上海三毛	69.45	NA	4.91
5	002083	孚日股份	98.95	43.16	4.11
6	000018	*ST 中冠 A	-61.71	NA	12.71
7	600626	申达股份	38.29	NA	2.16
8	600233	大杨创世	26.76	23.22	2.58
9	002044	江苏三友	84.12	64.43	3.72
10	000902	中国服装	-31.56	83.44	4.77
11	000982	中银绒业	46.45	41.97	5.49
12	000813	天山纺织	-682.80	NA	5.28
13	600152	维科精华	-155.44	130.54	2.16
14	600220	江苏阳光	86.26	39.91	4.24
15	002144	宏达经编	332.07	78.79	4.76
16	600510	黑牡丹	102.37	22.98	2.63
17	002193	山东如意	36.58	22.98	2.95
18	002042	华孚色纺	34.71	18.44	3.02
19	002034	美欣达	-13.33	NA	2.00
20	600232	金鹰股份	-56.00	55.60	1.94
21	600177	雅戈尔	16.75	19.83	3.31

资料来源: wind 咨询、东海证券研究所, 最新股价按 8 月 6 日收盘价计算

综合以上三条选股标准, 在出口改善的预期下我们重点推荐: 鲁泰 A、大杨创世、华孚色纺、雅戈尔。

2.2 重点关注公司

1、鲁泰 A: 成本和技术优势确保公司在行业低潮时稳健发展

公司的成本优势主要包括通过签订长单棉花价格相对锁定棉花成本、产业链延伸 (15 万高档精梳纱项目将节约生产成本 5000 万)、外汇套期保值降低财务费用。公司的技术优势十分明显, 开发的产品功能性强, 公司在 08 年也获

得高新技术企业认定，享受 15% 的税率。作为色纺行业的龙头企业，我们相信作为一家经历过行业周期的公司会在行业低潮时稳健发展。

预期 09/10 年公司实现营业收入 40.8 和 44.88 亿元，分别增长 4% 和 10%，归属母公司净利润 6.1/6.46 亿元，每股收益为 0.61/0.65 元（其中 09 年由出口退税增加约增厚每股 0.06 元）。给予 09 年 20 倍市盈率，目标股价 12.2 元，“增持”评级。

2、大杨创世：出口稳定 内销增长

公司是西服行业的出口龙头企业，虽然目前常规订单量有所下滑，但是公司通过非常规定单弥补，通过在生产管理方面的挖掘、原材料节约，使公司毛利率有所提升。此外内销品牌创世定位高端，目前共有 25 家自营店铺，3 家旗舰店，上半年预期品牌销售收入有 20% 的增长。

预期 09/10 年公司实现营业收入 10.38 和 12.46 亿元，分别增长 16% 和 20%，归属母公司净利润 7738 万/9245 万元，分别增长 44.6% 和 19%，每股收益为 0.46/0.56 元，给予 09 年 27 倍市盈率，目标股价 12.4 元，“买入”评级。

3、华孚色纺：色纺行业龙头

产品色纺纱具有较高的附加价值，行业产能小，公司居于优势地位，具有较强的定价权。生产管理能力和并购整合能力是公司的核心竞争力。公司具有纱锭 100 万枚，年生产 15 吨产能。

预期 09/10 年公司实现营业收入 31.51 和 34.66 亿元，分别增长 1258% 和 10%，归属母公司净利润 1.8 亿/2.07 元，每股收益为 0.77/0.88 元，给予 09 年 24 倍市盈率，目标股价 18.4 元，“买入”评级。

4、雅戈尔：品牌稳健、地产复苏和金融估值回升

品牌内销稳健增长，纺织和出口暂受影响。雅戈尔通过对品牌的渠道的整合以及产品档次的提升，使得雅戈尔品牌内销在今年保持不错的势头，我们预期今年内销收入会增长 18%，调高我们此前 12% 的预期。品牌服装定位将更加细分为金标、蓝标、绿标，更利于品牌的长远发展。纺织和出口由于受到外需下降的影响今年预期业绩分别下滑 6% 和 5%。

房地产市场复苏，2010 年迎来预售高峰。目前雅戈尔尚未交付的房地产项

目的建筑面积为 467 万平米，可售面积为 405 万平方米，宁波是雅戈尔房地产的第一大市场，其次是苏州。2010 年后公司将迎来地产预售的高峰期。

股权投资受益于个股估值回升。由于公司所持公司股份在二级市场的估值均有所回升，所以雅戈尔目前的金融资产估值也有所回升，我们估计在 100 亿元，折合每股价值 4.5 元。

我们预测 09 年、10 年服装纺织地产的收入分别为 121.25 亿元、144.18 亿元，分别增长 14.21%和 18.91%，归属于母公司的净利润分别为 13.56 亿元、16.54 亿元，分别增长 7%和 21.9%，09/10 年公司服装地产每股收益 0.61/0.74 元，我们给予 10 年服装地产 20 倍市盈率，实业估值 14.80 元，加上每股金融资产价值 4.5 元，合计 19.30 元，“买入”评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张先萍: 纺织及轻工行业分析师, 东华大学服装工程学士、复旦大学经济学硕士, 法国 EDHEC 商学院交流学习一年, 两年行业工作经验

重点跟踪公司: 七匹狼, 报喜鸟, 美邦服饰, 鲁泰 A, 雅戈尔, 宜科科技, 伟星股份, 晨鸣纸业, 永新股份

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122