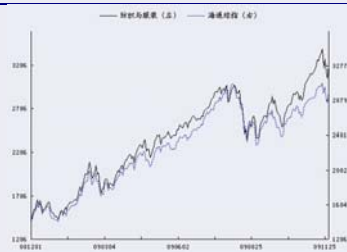


中性 维持

纺织服装行业

2009 年 12 月 11 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

纺织服装行业三季报总结：行业回暖，盈利改善 2009.11

纺织服装行业中报总结：盈利趋势向好，但纺织子业并非基本面改善 2009.10

纺织服装行业 8 月月报：逐渐关注出口 2009.8

纺织服装行业中期策略报告：严寒逐渐离去，但复苏尚需时日 2009.7

纺织服装行业 6 月月报：品牌服装相对低估 2009.6

纺织服装行业分析师

区志航

电话：021-23219407
Email: ouzh@htsec.com

出口回暖内销稳定；主题投资机会多

- **经营数据逐渐改善。**2009 年前三季度，纺织服装全行业营业收入同比下滑了 1.38%，较中期有所收窄；营业利润同比下滑 1.69%；净利润 42.80 亿元，同比小幅上升 1.49%，最终实现每股收益 0.17 元。从扣除非经常性损益后的净利润/营业收入这个指标去分析，整个板块的趋势也处于改善中，其中纺织服装整个板块该指标达到 4.37%，服装板块达到了 7.13%，均创下历史新高。
- **出口风向标转向积极。**106 届广交会总成交额同比增长 16.16%。纺织服装行业成交和 08 年秋交会持平，增长了 5.9%。其中纺织品和服装分别增长了 1.4%和 10.50%，成交金额均和去年持平。我们认为，106 届广交会很有可能成为外贸复苏的拐点；外围经济表现良好，跟踪的指标如消费支出消费信心等指标表现良好。我们维持纺织服装出口回暖的判断。
- **内销稳定增长，预计增速 16%。**2009 年中国消费市场表现全球最佳，前十个月零售增速高达 15.30%，10 月份全国百家重点零售企业服装销售同比增长 25.73%，表明国内消费能力强劲。由于居民收入水平仍处于提升趋势中，目前中国居民消费占总收入的比重基数仍旧较低，消费倾向有持续提升的可能。我们预期 2010 年零售增速将维持在 16%左右。
- **行业“中性”服装子业“增持”。**我们未来关注的主题如下。出口复苏：因判断出口增速从 09 年-10%反弹到 2010 年的 5%，所以我们认为出口企业的弹性更具吸引力，重点推荐宜华木业、鲁泰 A 等，后者的单价已经有回暖迹象；升值：寻找地产影子股如常山股份和东方市场；通胀：品牌服装受益，维持报喜鸟、七匹狼等“买入”评级，但除非业绩超预期否则目前估值吸引力不大，所以我们更看好估值偏低兼受益出口复苏的伟星股份。

代码	股票名称	EPS (元)				投资评级	
		2008	2009E	2010E	2011E	上期	本期
000301	东方市场	0.14	0.14	0.32	0.45	买入	买入
000726	鲁泰 A	0.52	0.56	0.65	0.70	买入	买入
600978	宜华木业	0.18	0.28	0.44	0.50	买入	买入
002003	伟星股份	0.78	0.93	1.14	1.31	买入	买入
600177	雅戈尔	0.71	0.70	0.79	0.66	买入	买入
002154	报喜鸟	0.49	0.68	0.92	1.22	买入	买入
002029	七匹狼	0.54	0.68	0.88	1.16	买入	买入
002269	美邦服饰	0.59	0.60	0.82	1.10	增持	增持
002083	孚日股份	0.13	0.13	0.24	0.31	增持	增持
002291	星期六	0.48	0.54	0.72	0.94	中性	中性
002293	罗莱家纺	0.78	0.93	1.18	1.51	增持	中性
300005	探路者	0.38	0.61	0.83	1.16	增持	中性

目 录

投资要点.....	5
行业篇	6
1. 经营数据逐渐改善	6
2. 出口风向标转向积极.....	8
2.1 领先指标风向偏正面	8
2.2 纺织服装出口复苏基成定局	9
2.3 外围表现良好.....	11
3. 内销稳定增长，预计增速 20%	13
4. 行业市场表现回顾	15
4.1 纺织行业远远跑赢大盘	15
4.2 估值偏高但题材不断	16
4.3 行业基本策略.....	16
公司篇	17
5. 通胀+升值+出口中寻找	17
5.1 鲁泰 A（000726.SZ）	17
5.2 东方市场（000301.SZ）	17

图目录

图 1 纺织服装板块收入利润增速回升	6
图 2 纺织子业净利连续两季正增长	6
图 3 服装子业收入和净利下滑速度收窄	6
图 4 扣除非经常性损益后的净利润/营业收入 (%)	7
图 5 纺织行业收入利润增速回升	7
图 6 服装行业收入利润增速回升	7
图 7 纺织行业盈利指标回暖 (%)	7
图 8 服装行业盈利指标平稳 (%)	7
图 9 纺织行业亏损面减少 (%)	8
图 10 服装鞋帽亏损面减少 (%)	8
图 11 纺织服装行业景气指数	8
图 12 纺织业和服装鞋帽制造业新订单 PMI (%)	9
图 13 纺织业和服装鞋帽制造业新出口订单 PMI (%)	9
图 14 纺织服装累计出口增速 (%)	10
图 15 纺织服装单月出口同比增速 (%)	10
图 16 纺织服装单月出口环比增速 (%)	10
图 17 美国 GDP 反弹明显	11
图 18 欧盟 GDP 同比增长 (%)	12
图 19 日本 GDP 增长 (%)	12
图 20 美国消费支出环比增速 (%)	12
图 21 美国消费信心指数	12
图 22 美国服装及服装配饰零售增速	12
图 23 欧盟 27 国月度零售销售 (%)	13
图 24 欧元区 27 国消费信心指数	13
图 25 日本家庭支出同比增速 (%)	13

图 26	日本消费信心指数.....	13
图 27	全社会累计消费品零售总额.....	14
图 28	全社会单月消费品零售总额.....	14
图 29	全国百家重点零售企业零售额同比增速 (%)	14
图 30	全国百家重点零售企业服装零售额同比增速 (%)	14
图 31	限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售额增速 (%)	15
图 32	消费信心 3 月份开始触底回升.....	15
图 33	消费物价指数 7 月份开始回升.....	15
图 34	纺织服装超越大盘 17.69 个百分点.....	16
图 35	纺织服装估值及预测 (倍)	16

表目录

表 1 历届广交会数据（亿美元）	9
表 2 中国纺织服装出口美国数据（亿美元）	10
表 3 中国纺织服装出口欧盟数据（亿美元）	11
表 4 香港重点品牌服装公司估值.....	18
表 5 国内重点纺织服装公司估值.....	18

投资要点

持续跟踪的数据和指标表明，纺织服装的两条主线，即出口和内销发展势头良好，尤其是内销表现异常强劲，获得 20%以上的增速，而出口也逐渐回暖。总体而言，纺织服装的基本面在逐渐改善。

历史上纺织服装行业的 PE 就高于沪深 300 指数。经过 2009 年的疯狂炒作，以 12 月 4 日收盘价来计算，纺织服装 2009-2010 年预测的 PE 已经达到 30.34-27.29 倍，其中纺织子行业子行业 2009-2010 年的 PE 分别为 35.87 和 29.74 倍，服装子行业分别为 27.46 和 25.79 倍。两个子行业 2009-2010 年的平均 PE 均高于沪深 300。虽然整体估值偏高，但市场存在就是合理的，在目前甚至是 2010 年的市场，主题性的投资机会还是不断涌现，纺织服装上市公司依然有机会凭借其独特的多元化经营跑赢沪深 300。

虽然看到了希望，但整体行业属于充分过度竞争的状态下，我们依然维持整个纺织服装行业“中性”评级以及服装子业“增持”评级。我们认为纺织服装行业盈利仍在改善趋势中，但考虑到棉花短纤等原料价格上升问题，未来作为大路货的纺织品行业受到的冲击会大于终端服装业尤其是以内销为主的服装公司。我们维持纺织子业“中性”评级以及服装子业“增持”评级。

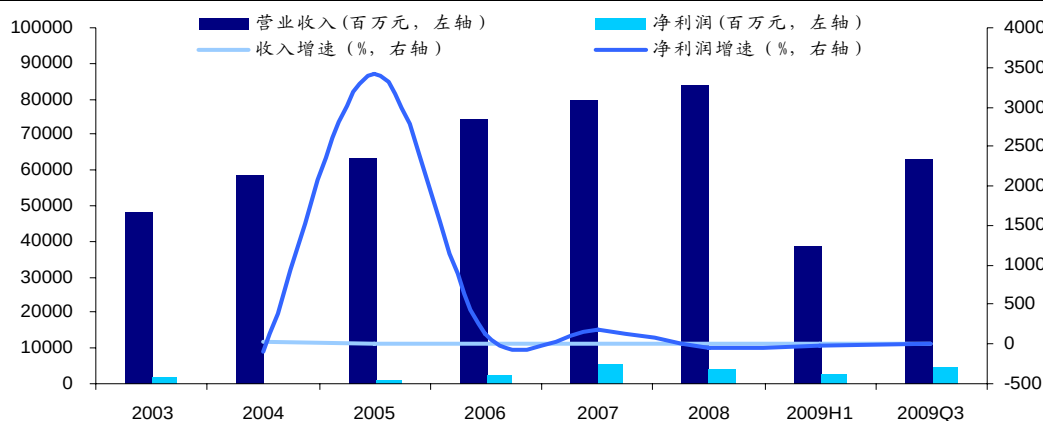
我们未来关注的主题如下。出口复苏：因判断出口增速从 09 年-10%反弹到 2010 年的 5%，所以我们认为出口企业的弹性更具吸引力，重点推荐宜华木业、鲁泰 A 等，后者的单价已经有回暖迹象；升值：寻找地产影子股如常山股份和东方市场；通胀：品牌服装受益，维持报喜鸟、七匹狼等“买入”评级，但除非业绩超预期否则目前估值吸引力不大，所以我们更看好估值偏低兼受益出口复苏的伟星股份。

行业篇

1. 经营数据逐渐改善

2009 年前三季度，纺织服装全行业营业收入同比下滑了 1.38%，较中期有所收窄；营业利润同比下滑 1.69%；净利润 42.80 亿元，同比小幅上升 1.49%，最终实现每股收益 0.17 元。

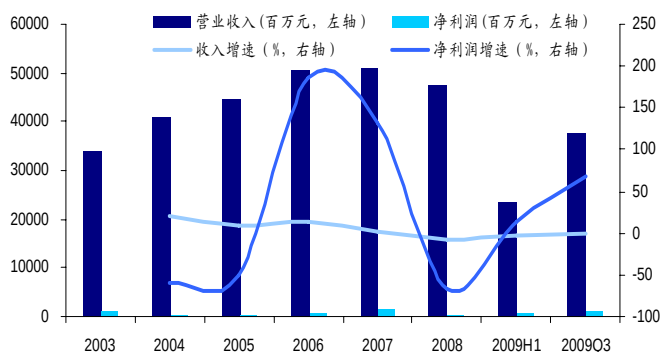
图 1 纺织服装板块收入利润增速回升



资料来源：聚源数据、海通证券研究所

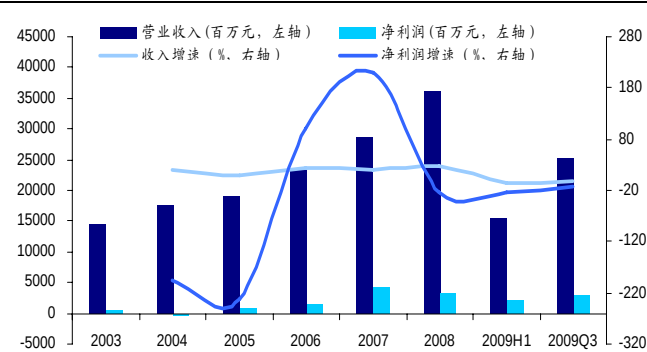
其中，细分行业来看，纺织子行业收入下降了 0.4%（中期下滑 3%），净利润上升了 67.79%（中期上升了 12.48%），每股收益 0.087 元；服装子行业收入下滑 2.83%（中期下滑 3.57%），净利润下滑了 14.04%（中期下滑 23.24%），每股收益为 0.32 元。从增速来看，两个子行业的收入和净利润增速均有回暖迹象，纺织子行业继续超过了服装子行业。

图 2 纺织子业净利连续两季正增长



资料来源：聚源数据、海通证券研究所

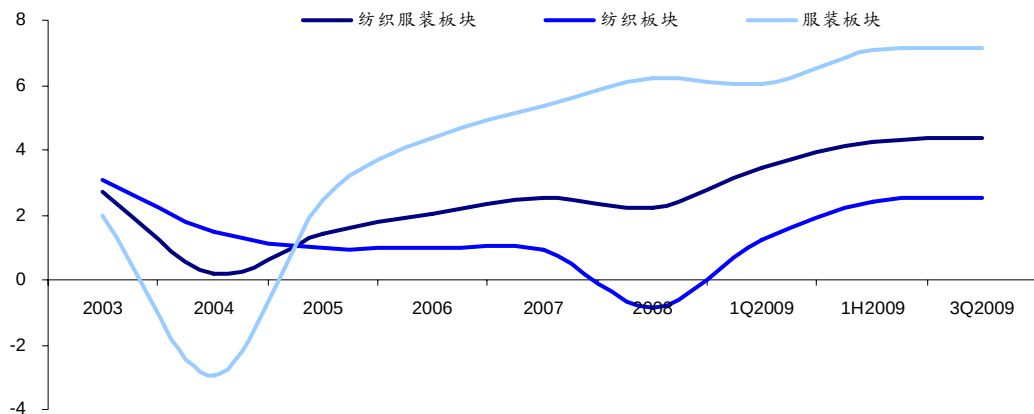
图 3 服装子业收入和净利下滑速度收窄



资料来源：聚源数据、海通证券研究所

从扣除非经常性损益后的净利润/营业收入这个指标去分析，整个板块的趋势也处于改善中，其中纺织服装整个板块该指标达到 4.37%，服装板块达到了 7.13%，均创下历史新高。

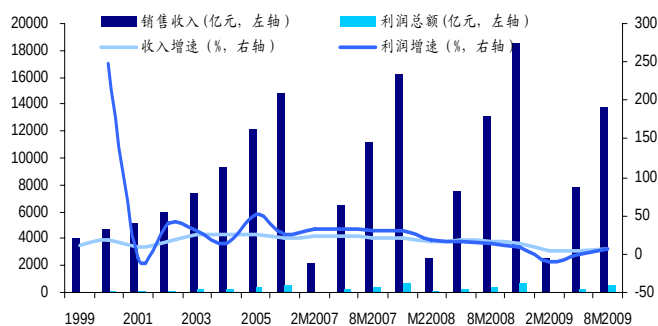
图 4 扣除非经常性损益后的净利润/营业收入 (%)



资料来源：聚源数据、海通证券研究所

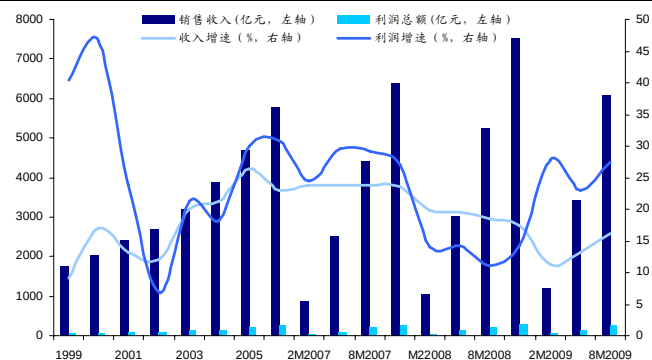
上面我们从上市公司板块层面分析了行业情况，下面继续从规模以上企业所披露的数据来分析。根据国家统计局数据，2009 年 8 月，纺织行业的利润增速告别了年初的负增长，回升到 7.17% 的增速；而服装行业的利润增速也回升到 27.43%。

图 5 纺织行业收入利润增速回升



资料来源：Wind、海通证券研究所

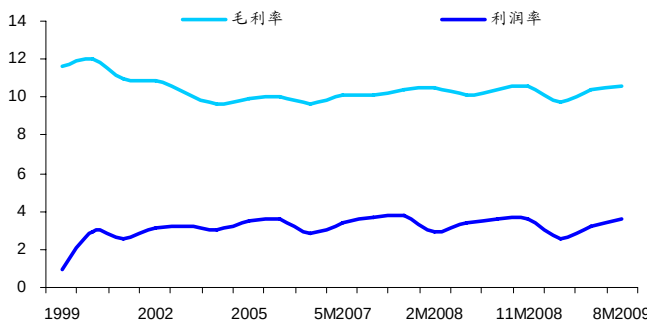
图 6 服装行业收入利润增速回升



资料来源：Wind、海通证券研究所

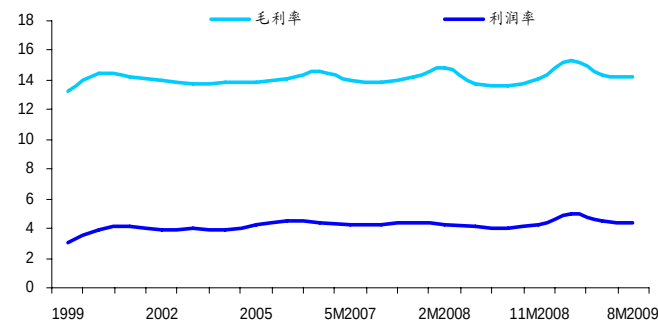
8 月份，纺织行业毛利率和利润率分别达到 10.64% 和 3.58%，环比分别上升了 0.23 和 0.39 个百分点，同比分别上升了 0.19 和 0.01 个百分点；而服装鞋帽行业两个指标分别为 14.18% 和 4.43%，略有下滑，但依然平稳。

图 7 纺织行业盈利指标回暖 (%)



资料来源：Wind、海通证券研究所

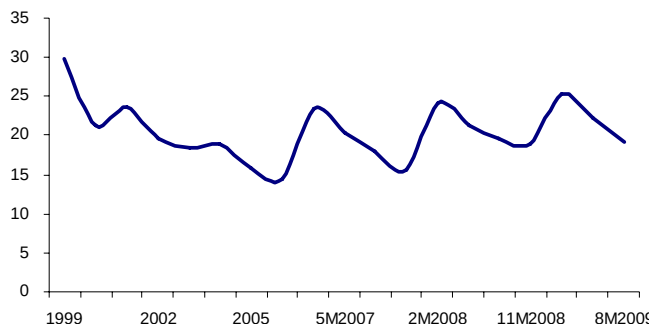
图 8 服装行业盈利指标平稳 (%)



资料来源：Wind、海通证券研究所

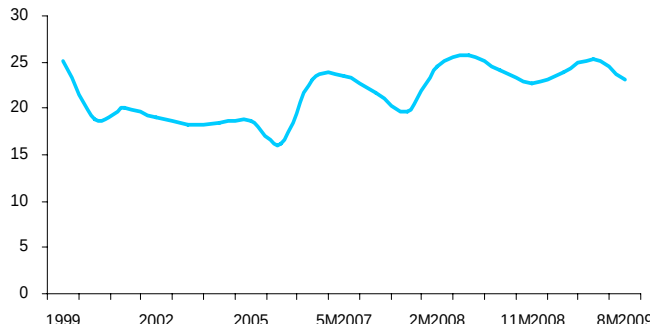
纺织和服装鞋帽两个子行业的亏损面双双缩减，两者分别为 19.19%和 23.08%。

图 9 纺织行业亏损面减少 (%)



资料来源: Wind、海通证券研究所

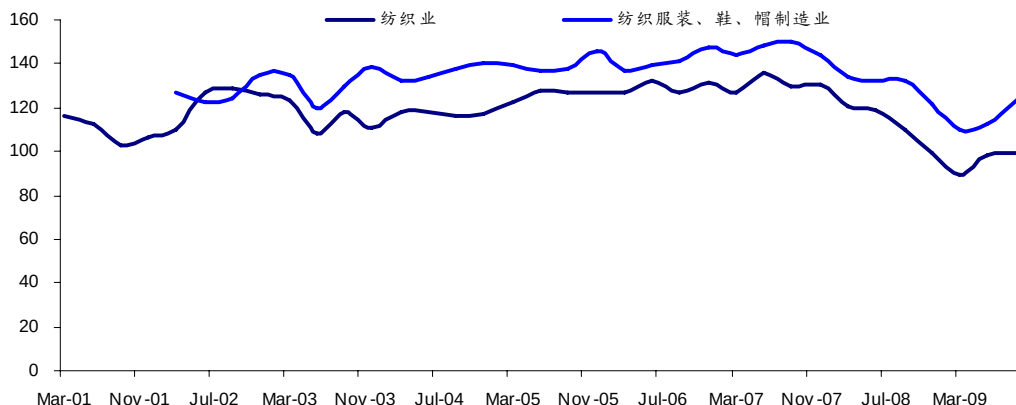
图 10 服装鞋帽亏损面减少 (%)



资料来源: Wind、海通证券研究所

和经营数据一致的是，中国纺织和服装鞋帽制造业的景气指数也处于探底回升的过程中，9月末两者分别为 99.50 和 123.10，均创全年最高。

图 11 纺织服装行业景气指数



资料来源: Wind、海通证券研究所

2. 出口风向标转向积极

2.1 领先指标风向偏正面

素有“中国外贸风向标”和“外贸晴雨表”的广交会已于 10 月中旬开始 11 月份结束，106 届广交会总成交额同比增长 16.16%。纺织服装行业成交和 2008 年秋交会持平，增长了 5.9%。其中纺织品和服装分别增长了 1.4%和 10.50%，成交金额均和去年持平。我们认为，106 届广交会很有可能成为外贸复苏的拐点。我们维持纺织服装出口回暖的判断。

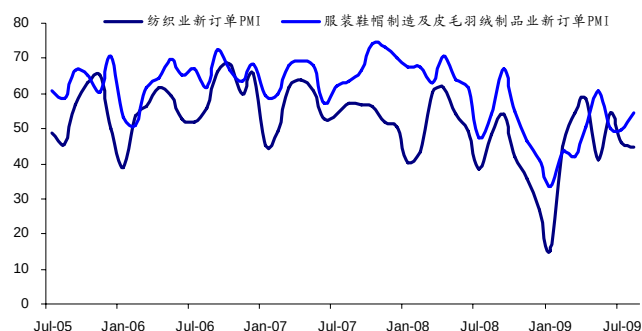
表 1 历届广交会数据 (亿美元)

	届数	贸易成交额	增速 (%)	纺织服装成交额	增速 (%)	纺织品	增速 (%)	服装及附件	增速 (%)
2004 年 4 月	95 届	245.1		50.4		21.8		28.6	
2004 年 10 月	96 届	272.0	10.98	47.4	-5.89	19.9	-8.81%	27.6	-3.36%
2005 年 4 月	97 届	292.3	7.46	49.3	3.93	21.8	9.66%	27.4	-0.87%
2005 年 10 月	98 届	294.3	0.68	45.0	-8.67	20.6	-5.50%	24.5	-10.66%
2006 年 4 月	99 届	322.2	9.48	52.2	16.02	23.4	13.59%	28.7	17.24%
2006 年 10 月	100 届	340.6	5.71	54.2	3.71	25.1	7.26%	29.0	1.05%
2007 年 4 月	101 届	363.9	6.84	60.3	11.29	27.3	8.76%	32.9	13.45%
2007 年 10 月	102 届	374.5	2.91	53.2	-11.82	26.5	-3.04%	26.7	-18.78%
2008 年 4 月	103 届	382.3	2.08	45.7	-14.02	21.4	-19.15%	24.5	-8.31%
2008 年 10 月	104 届	315.5	-17.47	34.2	-25.18	16.3	-23.83%	17.7	-27.76%
2009 年 4 月	105 届	262.3	-16.86	32.3	-11.70	16.1	-7.90%	16.2	-15.20%
2009 年 10 月	106 届	304.7	16.16	34.2	5.90	16.3	1.40%	17.9	10.50%

资料来源：第一纺织网、海通证券研究所

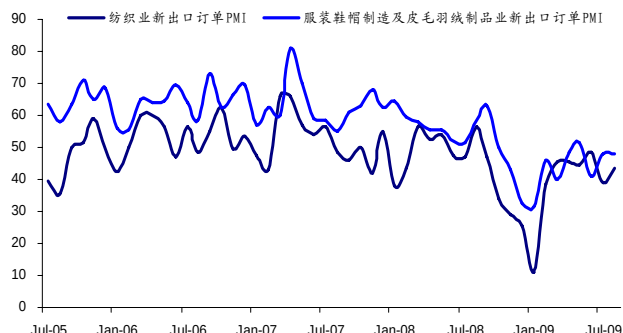
除了广交会数据这个领先指标外，我们还参考了 PMI 指标，尤其是纺织和服装鞋帽制造业新订单和新出口订单 PMI 指标，虽然目前数据只能取得截止 8 月份，但我们认为其参考意义较大。数据显示，国内该行业的订单低谷基本在 2008 年第三季度和 2009 年 1-2 月份出现，期后逐渐回暖。

图 12 纺织业和服装鞋帽制造业新订单 PMI (%)



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

图 13 纺织业和服装鞋帽制造业新出口订单 PMI (%)

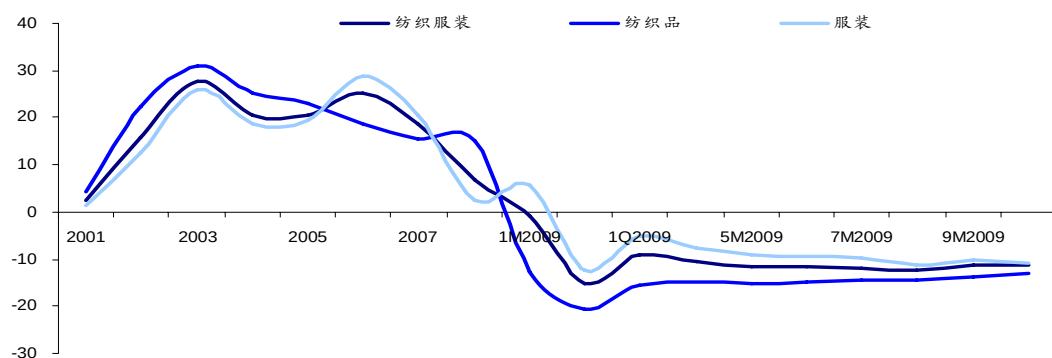


资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

2.2 纺织服装出口复苏基成定局

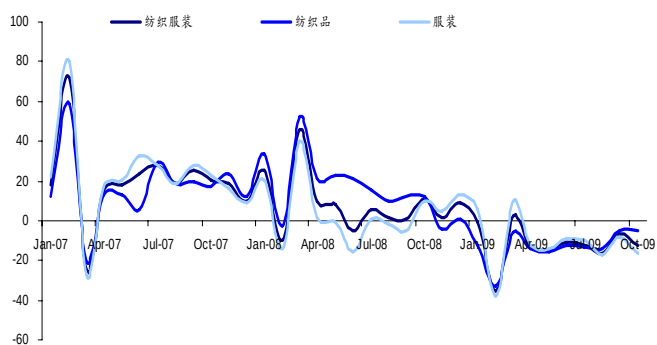
纺织服装出口数据已经触底回升，虽然期间起落不定，如 10 月份行业单月出口同比下滑 12.51%，较环比下滑 12.51%（9 月份环比增长了 11.27%），但我们始终认为中国出口最差时刻已经过去，出口复苏格局基本确定。我们预期 2009 年纺织服装出口增速在 -10% 之内，2010 年出口增速在 5% 左右。

图 14 纺织服装累计出口增速 (%)



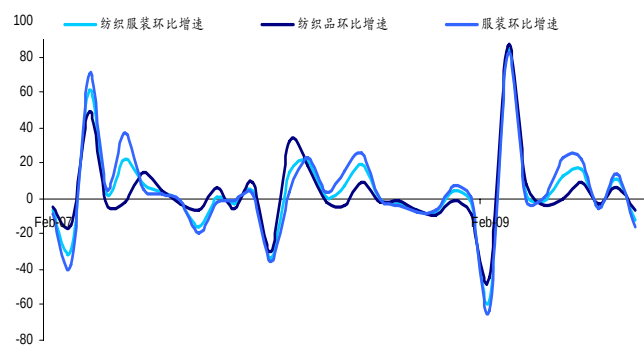
资料来源：第一纺织网、海通证券研究所

图 15 纺织服装单月出口同比增速 (%)



资料来源：第一纺织网、海通证券研究所

图 16 纺织服装单月出口环比增速 (%)



资料来源：第一纺织网、海通证券研究所

即使期间出口数据反复，但两大贸易体美国和欧盟进口中国的纺织服装数据却表现良好，其中前十个月中国出口美国纺织服装数据更是同比增长了 1.47%，连续 7 个月实现了正增长。

表 2 中国纺织服装出口美国数据 (亿美元)

	纺织品	同比 (%)	服装	同比 (%)	合计	同比 (%)
2005	49.4	53.47	136.98	77.65	186.38	70.53
2006	56.52	14.42	162.82	18.86	219.34	17.68
2007	61.24	8.34	188.18	15.57	249.41	13.71
2008	67.93	10.96	185.8	-1.23	253.73	1.77
2009. 1-2	8.41	-18.08	24.06	-1.03	32.48	-6.09
2009. 1-3	13.34	-12.71	35.77	4.94	49.11	-0.53
2009. 1-4	18.79	-11.08	48.46	5.9	67.25	0.54
2009. 1-5	24.13	-10.5	63.43	6.5	87.55	1.2
2009. 1-6	29.14	-10.09	81.13	7.12	110.27	1.96
2009. 1-7	35.16	-8.98	103.49	7.28	138.64	2.63
2009. 1-8	40.74	-9.62	125.06	5.06	165.8	1.03
2009. 1-9	46.62	-9.22	147.53	4.55	194.15	0.87
2009. 1-10	52.6	-8.23	167.09	4.96	219.7	1.47

资料来源：第一纺织网、海通证券研究所

中国出口欧盟纺织服装数据显示，2009 年 1-2 月份是最糟糕的时候，同比下滑 14.84%，随后逐渐改善，6 月份开始出口同比增速稳定在 10%的下跌幅度之内，目前保持平稳。

表 3 中国纺织服装出口欧盟数据（亿美元）

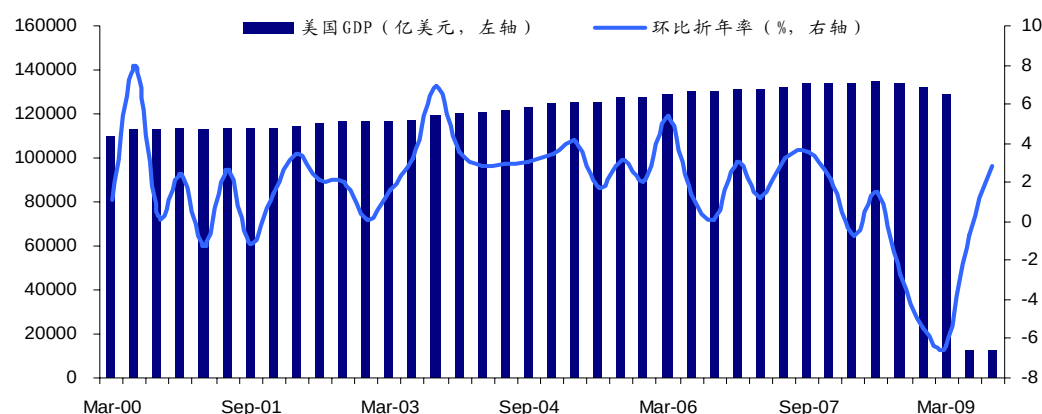
	纺织品	同比（%）	服装	同比（%）	合计	同比（%）
2005	46.94	38.2	136.3	64.51	183.23	56.86
2006	56.13	19.59	166.79	22.37	222.92	21.66
2007	70.15	21.69	211.9	-7.54	282.06	-1.66
2008	86.79	23.74	302.05	42.55	388.84	37.87
2009. 1-2	11.44	-19.56	39.6	-13.37	51.04	-14.84
2009. 1-3	17.99	-14.88	54.67	-8.85	72.66	-10.42
2009. 1-4	24.39	-16.29	70.13	-9.31	94.52	-11.22
2009. 1-5	30.46	-16.64	91.87	-7.94	122.33	-10.27
2009. 1-6	36.4	-16.47	122.74	-6	159.14	-8.6
2009. 1-7	42.59	-16.47	159.7	-5.37	202.29	-7.95
2009. 1-8	49.42	-16.34	189.79	-6.48	239.21	-8.7
2009. 1-9	56.36	-15.07	215.25	-6.39	271.61	-8.33
2009. 1-10	62.72	-14.38	235.42	-6.54	298.13	-8.3

资料来源：第一纺织网、海通证券研究所

2.3 外围表现良好

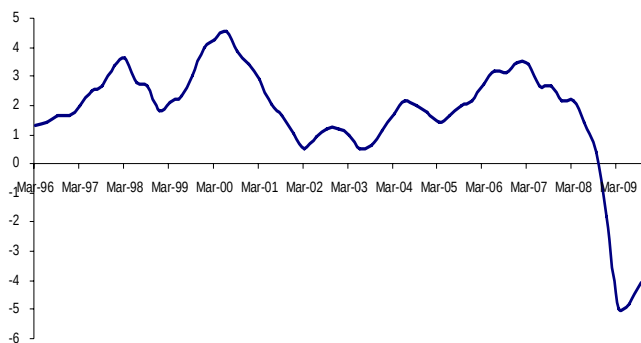
我们可以再从外围各经济指标来印证我们的观点。美国、日本和欧盟的 GDP 基本呈现一致的回升态势。其中美国 3 季度 GDP 环比增长 2.8%，结束了 4 个季度的负增长；欧盟 GDP 也连续 3 个季度收窄跌幅；而日本 GDP 反弹也表现强劲，3 季度同比环比分别增长了 -4.5%和 1.2%，达到全年最好水平。

图 17 美国 GDP 反弹明显



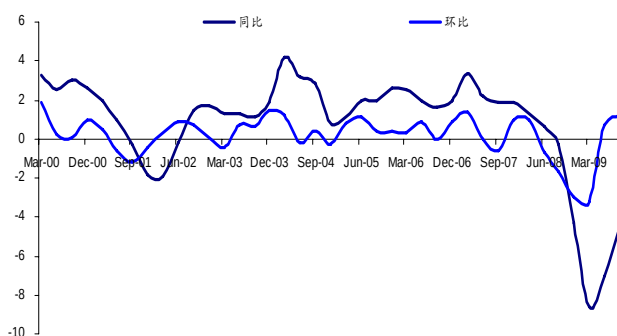
资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

图 18 欧盟 GDP 同比增长 (%)



资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

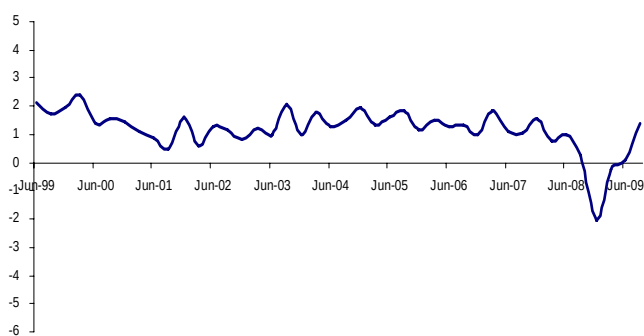
图 19 日本 GDP 增长 (%)



资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

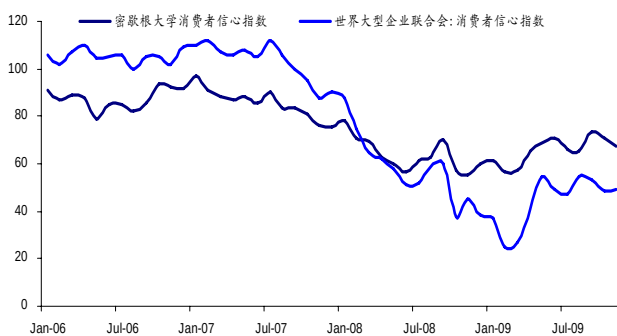
下面我们继续观察三大贸易体相关的消费数据。美国消费支出连续两季正增长, 消费信心指数 2008 年下半年的低谷后逐渐回稳, 近几个月徘徊在 70 附近, 而和纺织服装相关的服装及服装配饰零售增速在 7 月份开始收窄, 10 月份同比增速回升到 1.52%。报告援引市场研究公司 BIGresearch 的数据称, 在 11 月 26 日到 29 日之间的感恩节节日期间, 美国零售店铺及网站的总消费额为 412 亿美元, 较去年同期的 410 亿美元增长 0.5%。

图 20 美国消费支出环比增速 (%)



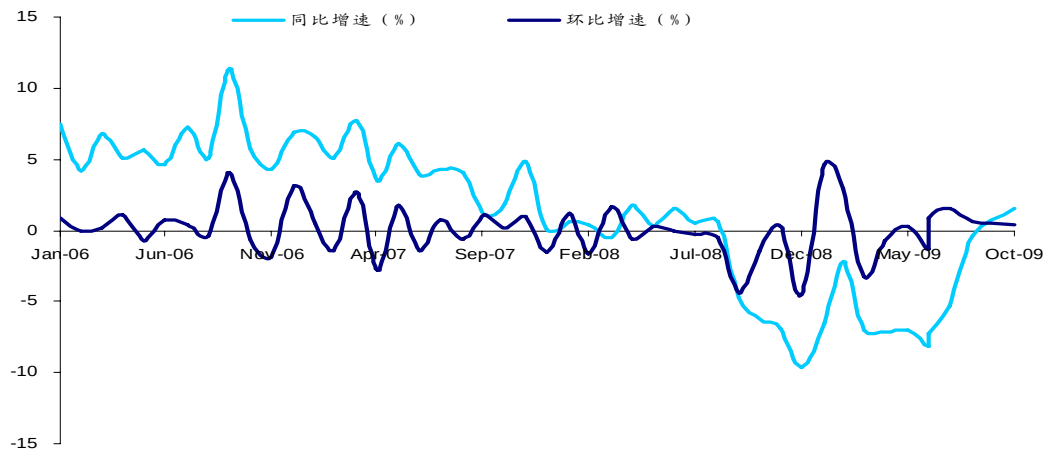
资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

图 21 美国消费信心指数



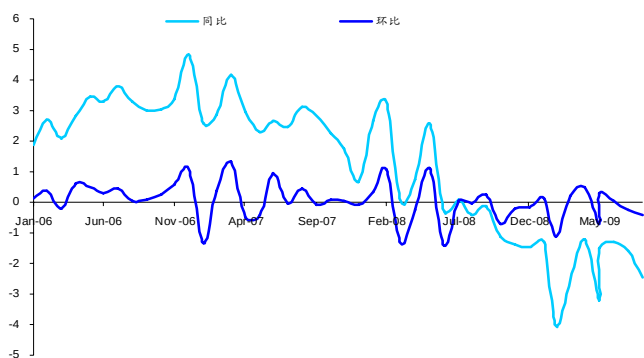
资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

图 22 美国服装及服装配饰零售增速



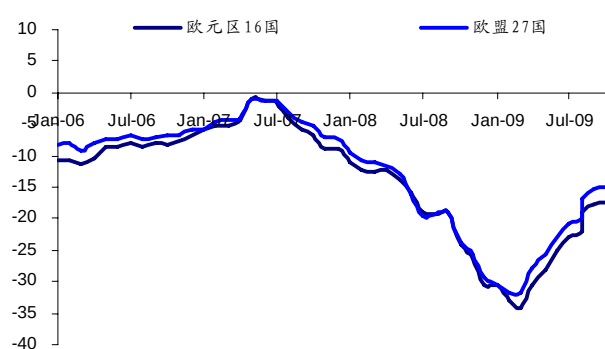
资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

图 23 欧盟 27 国月度零售销售 (%)



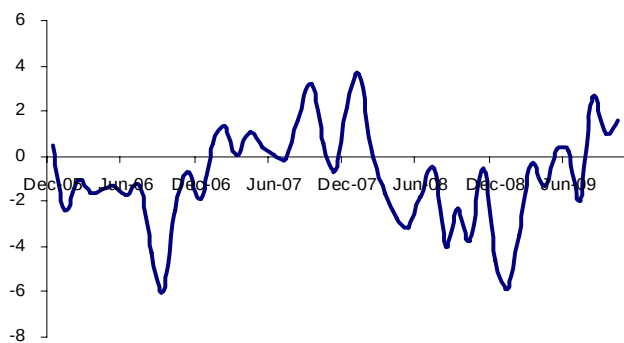
资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

图 24 欧元区 27 国消费信心指数



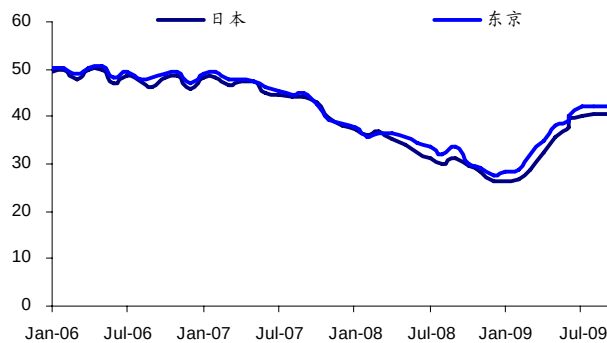
资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

图 25 日本家庭支出同比增速 (%)



资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

图 26 日本消费信心指数



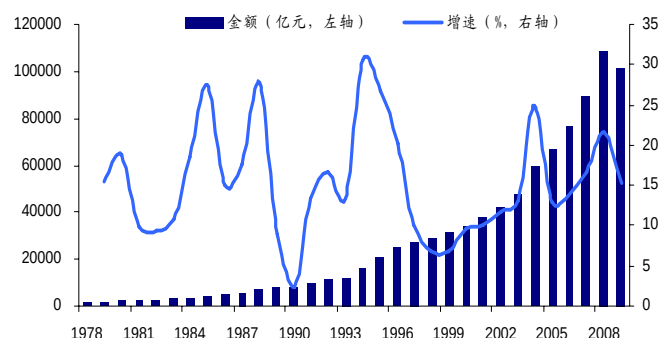
资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

虽然众多数据支持我们关于出口回暖的观点,但同时,我们也发现以美国为首的众多国家不断对中国出口采取各类贸易保护措施,给中国出口带来不少阻力。所以未来即使是维持复苏,但过程困难,要恢复到前几年的景气仍需时日。

3. 内销稳定增长, 预计增速 20%

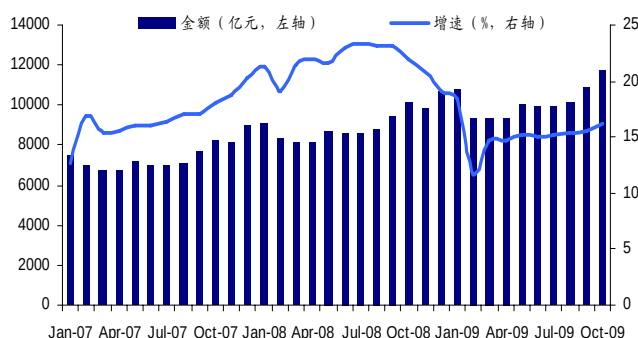
2009 年中国消费市场表现全球最佳,十月份单月零售增速高达 16.20%,前十个月零售增速高达 15.30%,表明国内消费能力强劲。

图 27 全社会累计消费品零售总额



资料来源：国家统计局、海通证券研究所

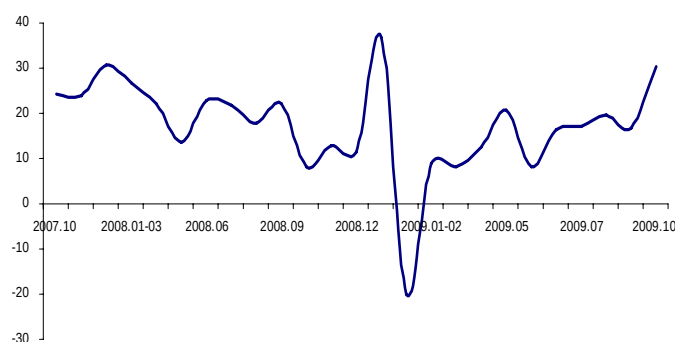
图 28 全社会单月消费品零售总额



资料来源：国家统计局、海通证券研究所

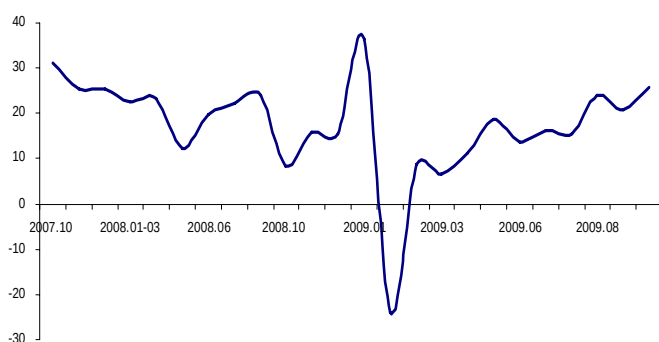
我们跟踪的全国百家重点零售企业数据表现也是非常喜人。十月份，百家重点零售企业零售额同比增长了 30.48%，而服装零售额同比增长 25.73%，基本恢复到 2008 年景气高峰，家用电器的零售增速更是高达 40.84%，创近年新高。我们认为国内的消费丝毫不见萧条迹象。

图 29 全国百家重点零售企业零售额同比增速（%）



资料来源：中国商业联合会，中华全国商业信息中心，海通证券研究所

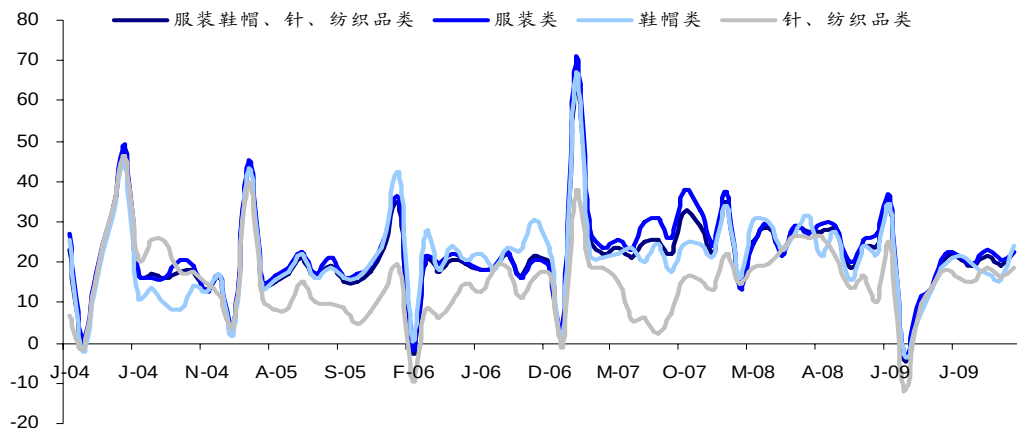
图 30 全国百家重点零售企业服装零售额同比增速（%）



资料来源：中国商业联合会，中华全国商业信息中心，海通证券研究所

限额以上零售业商品中的服装鞋帽、针、纺织品类零售额 10 月份增速反弹到 22.4%，环比上升了 3.3 个百分点，同比上升了 3.7 个百分点。其中的服装类、鞋帽类和针织类环比分别增加了 2.1、8.5 和 2.6 个百分点。各类产品零售逐渐回升的趋势明显，全部达到 2 月份以来的新高水平。

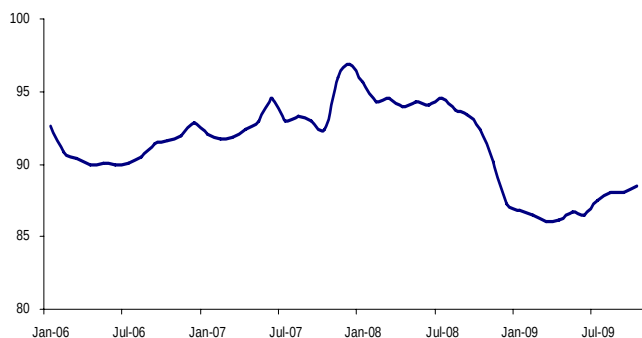
图 31 限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售额增速 (%)



资料来源：聚源数据、海通证券研究所

国内消费信心指数已经明显回升。我们跟踪的居民消费价格指数在 2008 年 2-4 月份达到峰值后不断下滑，到 2009 年 7 月份基本见底回升；居民衣着消费物价指数 2006 年年底至 2007 年年初后也连续下滑，但 2009 年 1 月份后基本呈现探底回升趋势。综合上述和消费相关的数据，我们认为目前消费信心处于恢复反弹阶段。

图 32 消费信心 3 月份开始触底回升



资料来源：国家统计局、海通证券研究所

图 33 消费物价指数 7 月份开始回升



资料来源：国家统计局、海通证券研究所

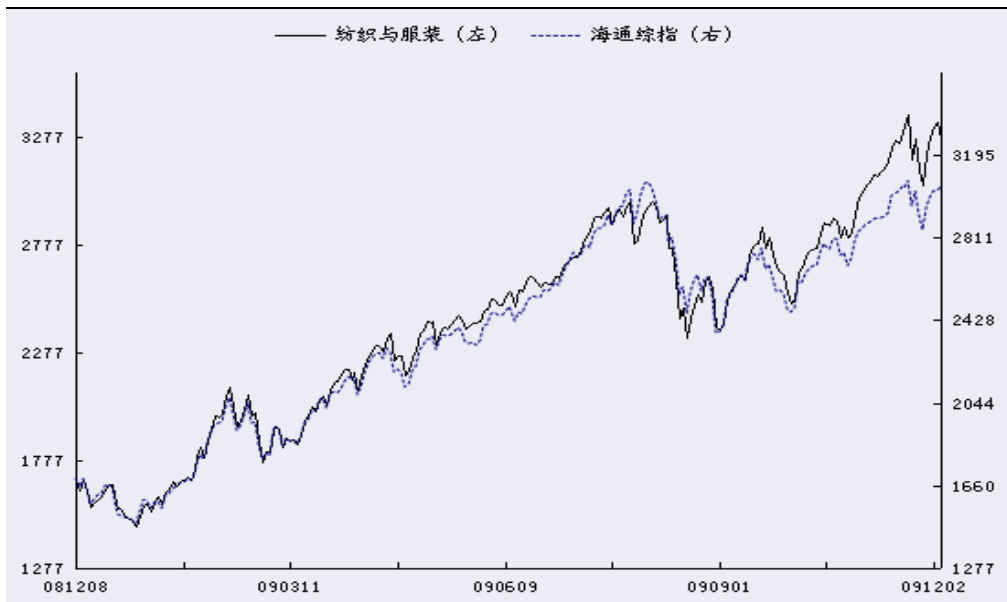
由于居民收入水平仍处于提升趋势中，目前中国居民消费占总收入的比重基数仍旧较低，消费倾向有持续提升的可能。我们预期 2010 年零售增速将回升到 20%，我们持乐观态度。

4. 行业市场表现回顾

4.1 纺织行业远远跑赢大盘

截止到 12 月 4 日，纺织服装行业累计涨幅达到 123%，领先同期海通综指 17.69 个百分点。我们认为，纺织服装表现如此出色，其实是和行业里众多公司多元化经营题材众多等因素有关，当然下半年品牌服装的表现也随着消费类个股走强而持续走好。

图 34 纺织服装超越大盘 17.69 个百分点

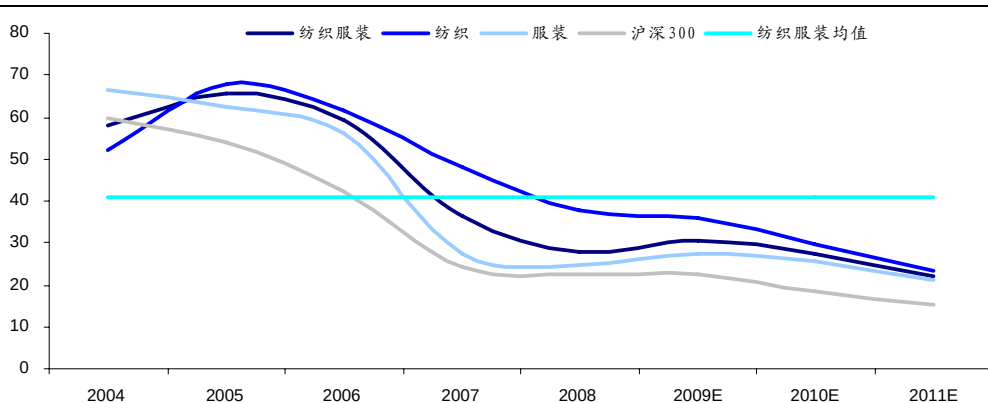


资料来源：海通证券研究所

4.2 估值偏高但题材不断

根据 wind 资讯，历史上纺织服装行业的 PE 就高于沪深 300 指数。经过 2009 年的疯狂炒作，以 12 月 4 日收盘价来计算，纺织服装 2009-2010 年预测的 PE 已经达到 30.34-27.29 倍，其中纺织子行业子行业 2009-2010 年的 PE 分别为 35.87 和 29.74 倍，服装子行业分别为 27.46 和 25.79 倍。两个子行业 2009-2010 年的平均 PE 均高于沪深 300。虽然整体估值偏高，但市场存在就是合理的，在目前甚至是 2010 年的市场，主体性的投资机会还是不断涌现，纺织服装上市公司依然有机会凭借其独特的多元化经营跑赢沪深 300。

图 35 纺织服装估值及预测（倍）



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

4.3 行业基本策略

我们依然维持整个纺织服装行业“中性”评级以及服装子业“增持”评级。我们认为纺织服装行业盈利仍在改善趋势中，但考虑到棉花短纤等原料价格上升问题，未来作为大路货的纺织品行业受到的冲击会大于终端服装业尤其是以内销为主的服装公司。我们维持

纺织子业“中性”评级以及服装子业“增持”评级。

我们未来关注的主题如下。

出口复苏：因判断出口增速从 09 年-10%反弹到 2010 年的 5%，所以我们认为出口企业的弹性更具吸引力，重点推荐宜华木业、鲁泰 A 等，后者的单价已经有回暖迹象；

升值：寻找地产影子股如常山股份和东方市场；

通胀：品牌服装受益，维持报喜鸟、七匹狼等“买入”评级，但除非业绩超预期否则目前估值吸引力不大，所以我们更看好估值偏低兼受益出口复苏的伟星股份。

公司篇

5. 通胀+升值+出口中寻找

我们认为出口企业的弹性将大于以内销为主的品牌企业，而且目前品牌服装公司 2010 年的估值基本在 25 倍以上，距离 30 倍的目标估值空间并不吸引。所以我们更倾向于寻找潜力更大的出口企业。还有，受益于通胀和升值的潜在的地产影子股等。

5.1 鲁泰 A (000726.SZ)

鲁泰高端色织布产能约占全球 18%，是亚洲最大的衬衫用色织面料生产基地，拥有棉花种植、纺纱、漂染、织布、后整理、制衣等综合一体化生产能力，主营产品是衬衣用色织布面料和衬衣。2009 年即使遭遇危机的冲击，但公司的订单依然饱满，目前色织布和衬衣订单分别安排到 2010 年 2 月份和 3 月份，而且色织布订单的价格从 10 月份开始回暖，提价幅度约为 5%，这是公司业绩弹性的关键。另外，公司长绒棉储备充足，均价不到 1.7 万元（而目前国内 336 级长绒棉的价格为 2.15 万元左右），储量约为 3 万吨，基本满足 2010 年所需。从这些因素来看，我们认为公司 2010 年业绩是有保障的，毛利率有提升的可能。

公司 4-5 月份开始运营的鲁泰在线网购业务为市场提供了一个实体经营转向虚拟经营的想象题材，公司强大的生产加工能力做提供质量保证是其他服装网购公司无法比拟的。虽然目前规模仍然较小，但根据中国互联网络信息中心（CNNIC）研究报告，服装家居饰品的网购人数稳居首位，有 61.5%的用户半年内在网上购买过服装家居饰品，这一比例较之去年提升了 12.6 个百分点。所以我们认为鲁泰在线未来的空间依然值得期待。

一直以来公司保持稳健经营的作风，每年分红约为净利润的 30%，白马形象深入人心。我们提高公司 2010 年业绩至 0.65 元（前期预期为 0.62 元），我们给予 2010 年 25 倍 PE 估值，合理的目标估值应该是 16.25 元，维持公司“买入”评级。

5.2 东方市场 (000301.SZ)

公司拥有 2 平方公里的土地，盛泽的土地价格约 150-300 万元/亩（近期附近拍卖一块土地价格高达 300 万元/亩），我们保守按照 150 万元/亩的单价来测算，土地价值约为 31.53 亿元。我们认为，公司可以凭借自身独特的优势获得更多的土地开发权；目前公司的楼盘主要包括新华花园和衡悦广场，以及尚未开发的城中花园。我们预期 2010 年将带来明显贡献，初步估计房地产业务将贡献 0.11 元每股收益；热电厂主要给周边纺织企业供热，上半年就实现利润 4110.52 万元，高于我们预期。我们保守假设热电厂每

年为公司平稳带来 0.04 元每股收益，将继续成为公司稳定持续的利润来源之一。

前期公司公告参与发起设立江苏吴江东方英塔保全股份有限公司，吴江东方英塔保全公司走上创业板的可能性较大；同时公司也推动东方丝绸市场交易所有限公司股份制改造，为分拆上市迈出了关键的一步。所以，我们认为东方市场完全有转型的可能，即转型为创投控股型集团企业，目前雏形已现。

维持 2009-2011 年业绩预期为 0.14、0.32 和 0.45 元。我们认为公司土地价值高为股价提供了安全边际，且逐渐明朗的收储进度将提供稳定的预期；不断创新的模式如创投控股型的模式值得市场给予相对较高的估值，维持“买入”评级，目标价格为 10.93-11.10 元。

表 4 香港重点品牌服装公司估值

	091210 股价(港元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
		2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
思捷环球	52.8	5.21	4.16	3.90	4.45	10.13	12.69	13.54	11.87
宝姿	24.5	0.85	0.85	1.01	1.18	28.82	28.99	24.38	20.76
百丽国际	9.49	0.27	0.29	0.34	0.39	35.15	33.07	27.59	24.09
李宁	26.85	0.79	0.87	1.05	1.26	33.99	30.90	25.47	21.38
安踏体育	12	0.41	0.46	0.55	0.66	29.27	26.26	21.98	18.15
中国动向	5.94	0.27	0.26	0.30	0.36	22.00	23.29	19.54	16.69
特步国际	4.36	0.30	0.28	0.34	0.41	14.53	15.46	12.67	10.61
佐丹奴国际	2.22	0.21	0.11	0.16	0.18	10.57	20.94	13.96	12.27
达芙妮	6.31	0.30	0.33	0.41	0.50	21.03	18.89	15.43	12.67
中国利郎	4.21	0.19	0.23	0.31	0.41	22.16	18.30	13.71	10.34

资料来源：Wind 资讯、Bloomberg、海通证券研究所

表 5 国内重点纺织服装公司估值

	091210 股价(元)	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
		2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	
东方市场	7.03	0.14	0.14	0.32	0.45	50.21	50.21	21.97	15.62	买入
鲁泰 A	11.99	0.52	0.56	0.65	0.7	23.06	21.41	18.45	17.13	买入
宜华木业	7.98	0.18	0.28	0.44	0.50	44.33	28.50	18.14	15.96	买入
伟星股份	20.63	0.78	0.93	1.14	1.31	26.45	22.18	18.10	15.75	买入
雅戈尔	14.56	0.71	0.66	0.76	0.66	20.51	22.06	19.16	22.06	买入
报喜鸟	21.56	0.42	0.68	0.92	1.22	51.33	31.71	23.43	17.67	买入
七匹狼	22.2	0.54	0.68	0.88	1.16	41.11	32.65	25.23	19.14	买入
美邦服饰	22.75	0.58	0.60	0.82	1.1	39.22	37.92	27.74	20.68	增持
孚日股份	9.43	0.13	0.13	0.24	0.31	72.54	72.54	39.29	30.42	增持
星期六	24.94	0.48	0.54	0.72	0.94	51.96	46.19	34.64	26.53	中性
罗莱家纺	40.98	0.78	0.93	1.18	1.51	52.54	44.06	34.73	27.14	中性
探路者	51	0.38	0.61	0.83	1.16	134.21	83.61	61.45	43.97	中性

资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

区志航：纺织服装行业分析师

重点研究上市公司：伟星股份、宜科科技、报喜鸟、七匹狼、美邦服饰、雅戈尔、金鹰股份、孚日股份、鲁泰 A、大杨创世和常山股份等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工及造纸印刷行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

唐建伟
社会服务行业分析师
(021) 23219608
tangjw@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongwei@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦
金融工程助理分析师
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程助理分析师
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(021) 23219397
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com