

关注内销品牌 把握出口拐点

---2010 年行业投资策略

纺织行业

评级: 增持 (维持)

深度报告

2009 年 12 月 10 日 星期四

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

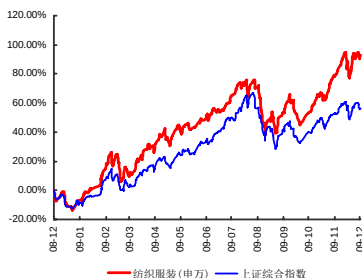
行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
伟星股份	002003	增持
雅戈尔	600177	买入
美邦服饰	002269	中性
七匹狼	002029	增持
鲁泰 A	000726	增持
大杨创世	600233	中性

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	8.04	4.85
3 个月	43.7	30.72
6 个月	27.92	8.92

行业相对上证综指走势图



投资要点

- 本篇主要包括三大块内容: 对 09 年行业基本面和上市公司的整体回顾、对 2010 年基本面发展的判断、在此基础之上的行业投资策略。行业的基本面包括了对纺织服装出口、内销以两方面的分析预测。行业的投资策略结合了基本面发展趋势, 研究了历史上相似条件下的投资表现, 给出投资建议。
- 行业在 09 年经历了出口下滑、内销复苏, 基本符合预期。前 10 月纺织服装出口下滑 12.08%, 限额以上企业服装纺织零售增长 20.61%, 内销增速在 4 月份后逐步回升。
- 我们对 2010 年的判断是纺织服装出口开始复苏, 预期出口增速为 8.3%; 内销持续回暖, 限额以上企业纺织品服装零售增速升至 25%。对于 2010 年, 我们认为美国、欧盟、日本的服装消费同比增速会出现正增长, 从而带动中国对美、欧、日的纺织服装出口同比增速的回升。对于内销, 我们仍然看好在消费升级大背景下中国对中高檔品牌的消费。
- 基于对 10 年行业基本面的判断, 我们明年行业的投资策略包括: 一、出口型企业在 09 年底至 10 年 1 季度好转, 根据我们对 97-99 亚洲金融危机的出口型企业研究, 在出口由负增长转为正增长时投资出口类企业同样会有良好表现, 建议关注业绩弹性大的股票如鲁泰 A、华孚色纺。二、寻找品牌企业中成长性与估值优势兼备的企业。重点关注报喜鸟、雅戈尔。
- 风险提示。国内、外经济复苏的不确定性是行业面临的最主要风险。

目录

1. 09 年行业基本面和上市公司表现回顾	4
1.1 出口下滑内销复苏：基本符合预期	4
1.2 上市公司二级市场表现	6
2. 2010 年行业展望	7
2.1 出口：2010 年逐步复苏、增速在 8.3%	7
2.2 内销：持续回暖、看好中高档品牌消费	8
3. 行业投资策略	10
3.1 出口型企业：出口好转带来投资机会	10
3.2 内销品牌：寻找成长性与估值优势兼备	11
4. 重点关注公司	11
4.1 报喜鸟（002154）	11
4.2 雅戈尔（600177）	12
5. 风险因素	12

图形目录

图 1、我国纺织服装月度出口	4
图 2、我国纺织品和服装出口	4
图 3、我国对美国纺织服装月度出口	4
图 4、我国对欧盟纺织服装出口	4
图 5、我国对日本纺织服装月度出口	5
图 6、我国对香港纺织服装出口	5
图 7、我国商品和纺织服装零售情况	5
图 8、我国国内服装、鞋帽、针、纺织品零售情况	5
图 9、我国城镇人均收入和衣着支出增速	5
图 10、我国农村人均收入和衣着支出增速	5
图 11、09 年纺织板块整体表现超越大盘	6
图 12、美国国内服饰零售在 10 月出现同比增长	7
图 13、美国收入领先消费 6-12 个月	7
图 14、欧盟纺织品服饰批发零售和消费者信心	8
图 15、欧盟纺织品服饰批发零售和后 12 个月经济总体指标	8
图 16、日本纺织品服饰批发零售月度情况	8
图 17、日本收入领先服装消费 6 个月	8
图 18、中国各收入阶层人均衣着支出增速	9
图 19、中国各收入阶层衣着支出收入弹性	9
图 20、国内 200 家大型零售企业服饰珠宝销售情况	9

图 21、国内 200 家大型零售企业食品饮料售情况	9
图 22、国内 200 家大型零售企业汽车建材家电销售情况	9
图 23、消费者信心、预期指数	9
图 24、亚洲金融危机我国纺织服装出口	10
图 25、典型的纺织出口公司在 98.4 月超越大盘	10
图 26、报喜鸟品牌渠道数量	11
图 27、圣捷罗品牌渠道数量	11

表格目录

表 1. 纺织行业年初至今涨跌幅	6
表 2. IMF对世界经济的最新预测	7
表 3. 品牌企业盈利预测和估值	11

1. 09 年行业基本面和上市公司表现回顾

我们将首先对行业 09 年运行的基本面进行总结, 并对纺织行业的上市公司 09 年在二级市场表现进行简单总结。

1.1 出口下滑内销复苏: 基本符合预期

09 年 1-10 月纺织出口下滑 12.08%。我们曾在 3 月份的报告中预测 09 年全年纺织行业的出口下滑 11.78%，目前出口的整体情况基本符合我们的预期。分地区来看, 今年中国对美国的出口略好于我们的预期, 主要原因在于当时我们在预测中假设了中国占进口国的比重不变, 而实际情况是中国占美国纺织服装的市场份额有所提升, 体现了我国纺织品服装的出口竞争力。

图 1、我国纺织服装月度出口

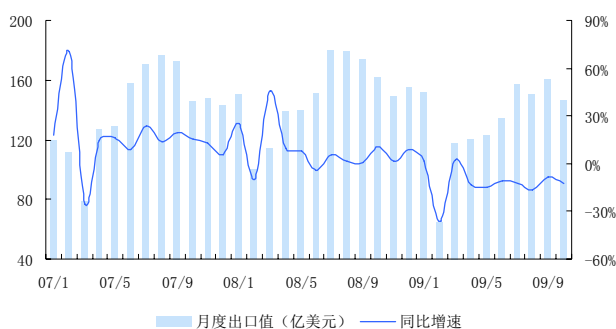
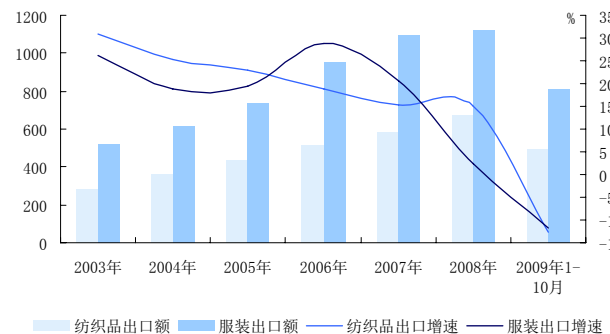


图 1、我国纺织品和服装出口



资料来源：中国第一纺织网、东海证券研究所

图 3、我国对美国纺织服装月度出口

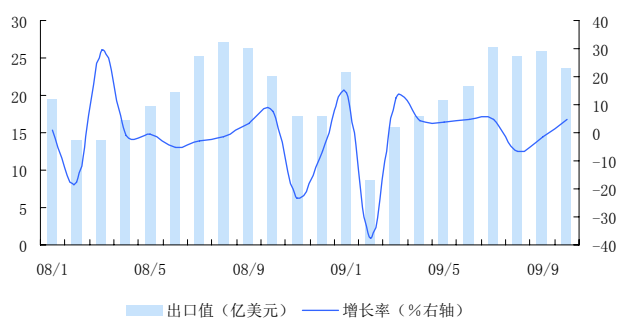
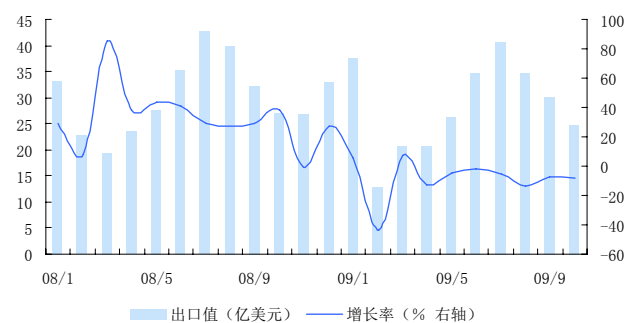


图 4、我国对欧盟纺织服装出口



资料来源：中国第一纺织网、东海证券研究所

图 5、我国对日本纺织服装月度出口

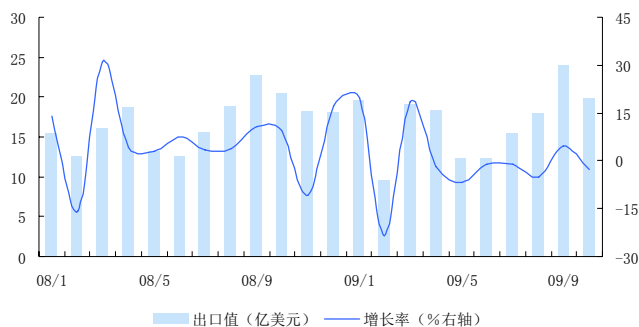
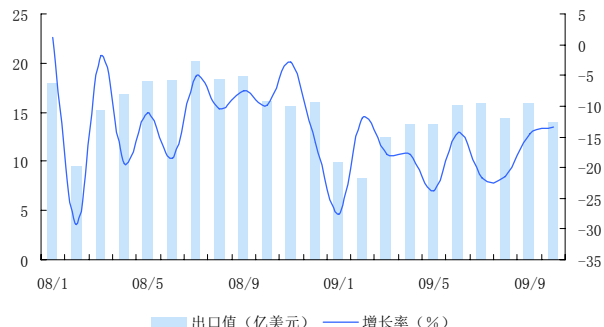


图 6、我国对香港纺织服装出口



资料来源：中国第一纺织网、东海证券研究所

内销稳步回升。今年 2 月由于受到春节因素的影响，我国纺织品服装的零售增速明显下滑，但 3 月份后至今同比增速逐步回升。1-10 月份我国国内限额以上企业纺织品服装零售额共 3607.8 亿元，同比增长 20.61%，相比于 08 年同期 25.04% 的增速有所下降，增速较 08 年下降的最主要原因在于我国城市和农村收入增速的下滑，这也在我们预期之中。

图 7、我国商品和纺织服装零售情况

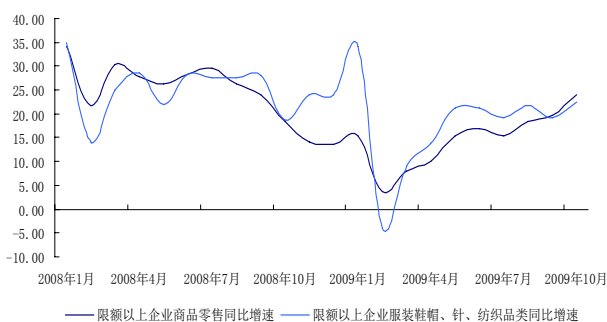
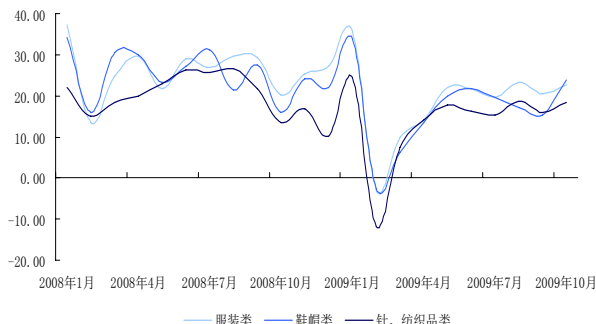


图 8、我国国内服装、鞋帽、针、纺织品零售情况



资料来源：CEIC、东海证券研究所

图 9、我国城镇人均收入和衣着支出增速

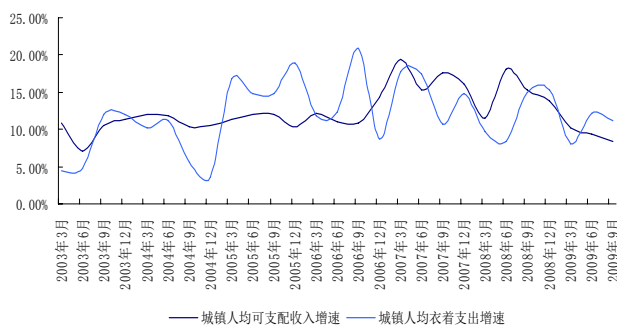
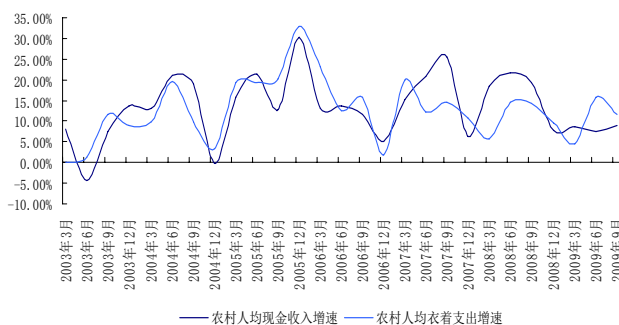


图 10、我国农村人均收入和衣着支出增速

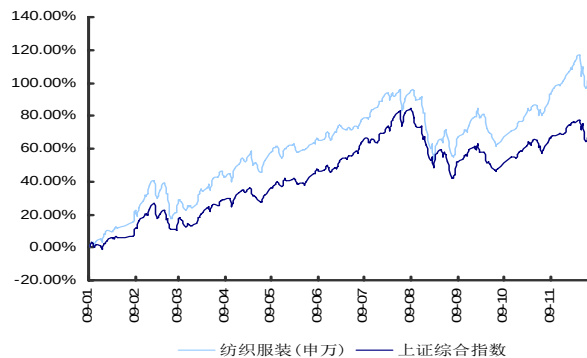


资料来源：CEIC、东海证券研究所

1.2 上市公司二级市场表现

09 年纺织板块二级市场表现超越大盘，符合我们给与的“增持”评级。从涨幅前二十的个股中，我们可以看到重组股、参股新能源概念股涨幅居前，其实也说明纺织行业的选股更适合“自下而上”的策略。我们在 09 年下半年推荐的大杨创世、报喜鸟亦有不俗表现。

图 11、09 年纺织板块整体表现超越大盘



资料来源：CEIC、东海证券研究所

表1. 纺织行业年初至今涨跌幅

区间涨跌幅 排名	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)	区间涨跌幅 排名	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)
1	000529.SZ	广弘控股	834.48	11	002239.SZ	金飞达	187.10
2	600273.SH	华芳纺织	410.27	12	600493.SH	凤竹纺织	181.80
3	600233.SH	大杨创世	328.01	13	002042.SZ	华孚色纺	177.31
4	600884.SH	杉杉股份	251.31	14	600448.SH	华纺股份	176.45
5	600735.SH	新华锦	234.98	15	002034.SZ	美欣达	174.18
6	600510.SH	黑牡丹	229.11	16	000158.SZ	常山股份	170.65
7	000045.SZ	深纺织 A	223.45	17	600987.SH	航民股份	170.63
8	002072.SZ	德棉股份	213.75	18	000902.SZ	中国服装	169.69
9	600745.SH	中茵股份	206.89	19	002083.SZ	孚日股份	166.89
10	600070.SH	浙江富润	203.27	20	600757.SH	*ST 源发	162.71

资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

2. 2010 年行业展望

2.1 出口：2010 年逐步复苏、增速在 8.3%

外需复苏的判断是我们对出口预测的基础。据 IMF10 月份最新的预测，世界经济体将在 2010 年逐步复苏。具体到服装消费而言，我们在今年 5 月份的研究中也指出，美国服装零售最晚在今年 4 季度好转，欧盟的服装消费也已触底，且先行指标也表明欧盟在明年初好转。而实际情况也如我们预期的那样，美国的服装消费在今年 10 月份首次出现正增长。对于 10 年，我们认为美国、欧盟、日本的服装消费同比增速会出现正增长，从而带动中国对美、欧、日的纺织服装出口同比增速的回升。我们预期 10 年纺织服装行业的出口增速在 8.3%。

表2. IMF 对世界经济的最新预测

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
全球	-2.68	-2.37	-1.44	0.71	2.87	2.81	2.88	3.21
美国	-3.30	-3.90	-2.60	-1.08	0.89	1.71	1.58	1.89
欧元区	-4.87	-4.67	-4.32	-2.54	-0.12	0.11	0.40	0.94
日本	-8.40	-7.22	-5.11	-1.30	2.24	1.58	1.44	1.45
新兴经济体	0.43	0.99	1.72	3.86	5.76	5.15	5.25	5.50

资料来源：世界经济展望、东海证券研究所

图 12、美国国内服饰零售在 10 月出现同比增长

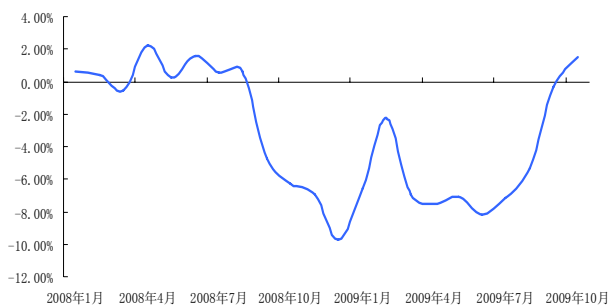
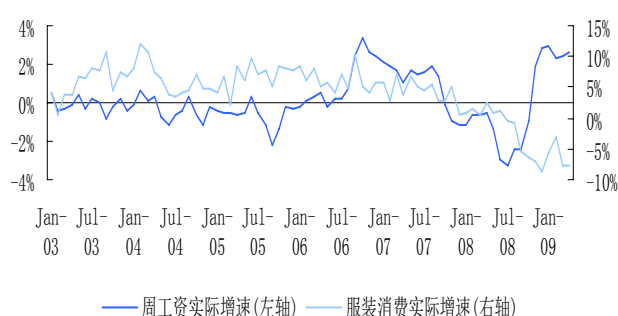


图 13、美国收入领先消费 6-12 个月



资料来源：CEIC、东海证券研究所

图 14、欧盟纺织品服饰批发零售和消费者信心

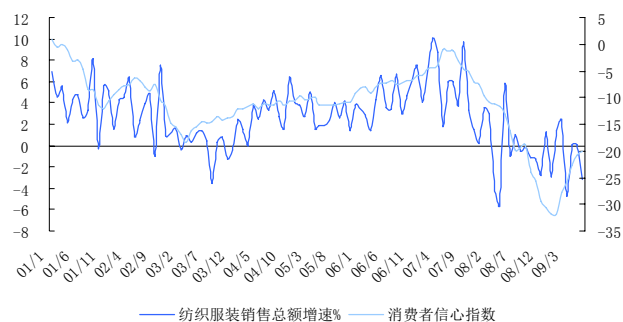
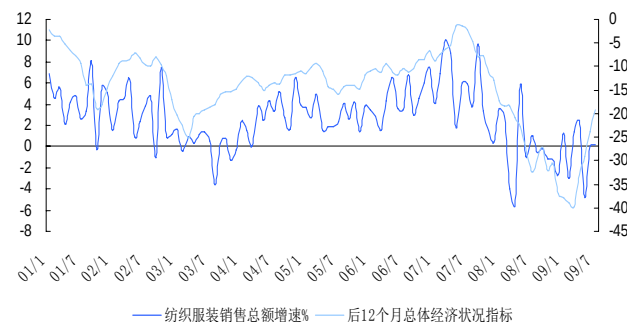


图 15、欧盟纺织品服饰批发零售和后 12 个月经济总体指标



资料来源：CEIC、东海证券研究所

图 16、日本纺织品服饰批发零售月度情况

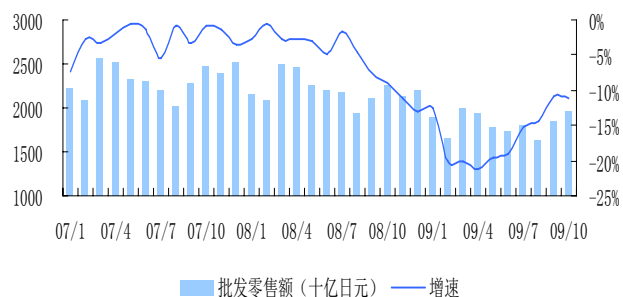
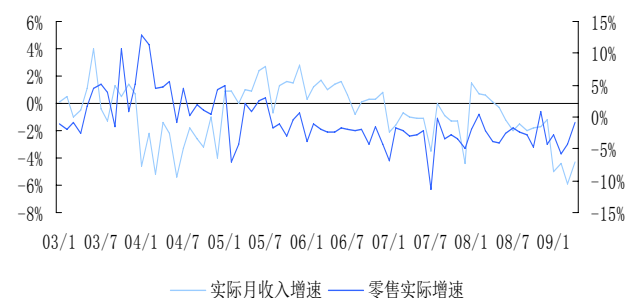


图 2、日本收入领先服装消费 6 个月



资料来源：CEIC、东海证券研究所

2.2 内销：持续回暖、看好中高档品牌消费

看好中高档品牌消费。对于收入和服装消费的关系，我们之前做过相关研究。我们仍然看好中国未来由于消费升级带来对中高档服装品牌的消费。从我们对中国各收入阶层的衣着消费分析可以看到：高收入者的衣着支出增速普遍高于低收入者，且高收入者的衣着消费弹性大于低收入者。说明在中国目前消费升级的大背景下，高档品牌的消费增速将会好于低档产品的消费增速。

从消费者消费特性来看：服装作为可选消费品在反弹中较明显。根据国内 200 家大型零售企业在今年的销售整体情况来看，受到政策刺激因素的汽车消费增速同期相比有所提高，而其他产品的销售增速均下滑，其中食品饮料的下滑最为明显。服装和化妆品、珠宝的销售增速比变化趋势较相同，在今年 3 月份后在各类商品的增速反弹也比较明显。

图 18、中国各收入阶层人均衣着支出增速

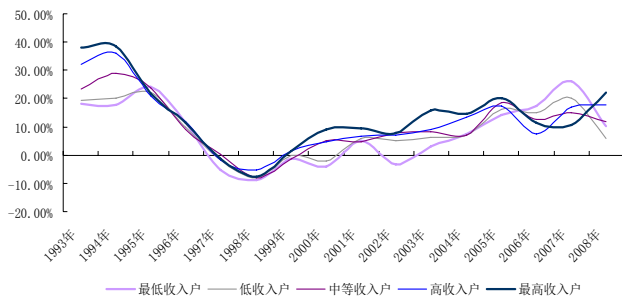
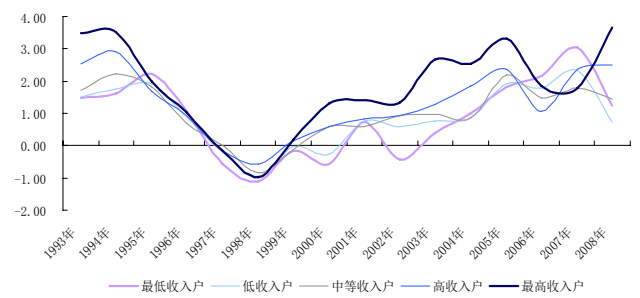


图 19、中国各收入阶层衣着支出收入弹性



资料来源: CEIC、东海证券研究所

图 20、国内 200 家大型零售企业服饰珠宝销售情况

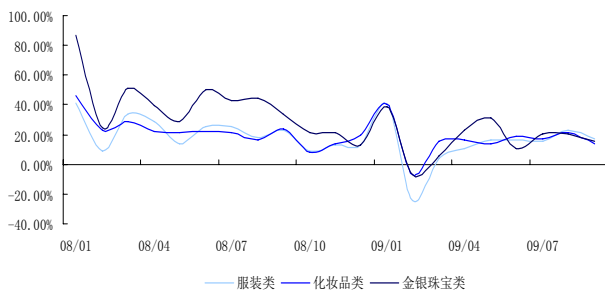
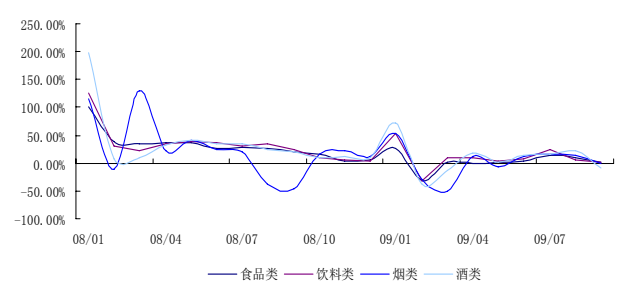


图 21、国内 200 家大型零售企业食品饮料销售情况



资料来源: CEIC、东海证券研究所

图 22、国内 200 家大型零售企业汽车建材家电销售情况

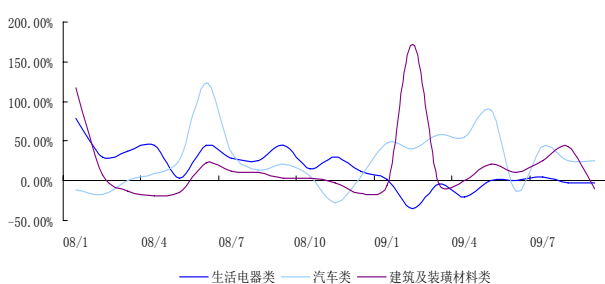
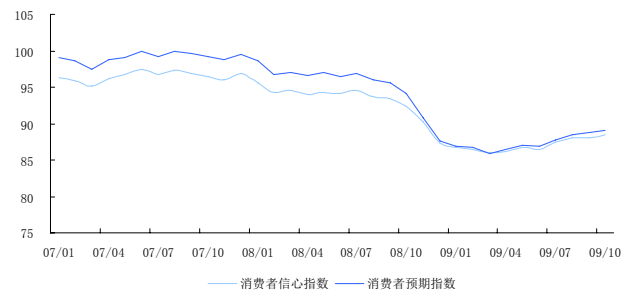


图 23、消费者信心、预期指数



资料来源: CEIC、东海证券研究所

消费者信心企稳回升。消费者信心和预期指数在 09 年 3 月达到最低点后，从 4 月份开始就稳步回升，与今年服装纺织的零售情况基本吻合。

我们认为在 2010 年经济逐步恢复、收入增速恢复的基础上，国内限额以上企业纺织服装的消费增速将会达到 25%左右。

3. 行业投资策略

3.1 出口型企业：出口好转带来投资机会

我们以 97-99 年为例，由于受到亚洲金融危机的影响，我国的纺织服装出口也一度面临下滑：从 97 年 8 月份开始到 98 年 4 月份出口增速从原来的 30% 以上下滑到 10%-20%，98 年 5 月到 99 年 6 月份出口呈现负增长，99 年 7 月份后出口开始出现正增长（见图 31）。出口下滑近 2 年时间，其中负增长时间 1 年。

我们研究了同一时期典型的纺织出口类上市公司的市场表现，发现在 98 年 4 月前，这类出口企业的表现是弱于大盘的，而这之后表现就超越大盘，特别是在 98.4-8 月、99.6-9 月表现更为突出（见图 32）。也就是说在出口见底前资本市场出口上市公司的市场表现就开始活跃，98 年是提前了 5 个月。此外，在出口增速由负转正时，出口类上市公司的二级市场表现也会非常抢眼。

图 24、亚洲金融危机我国纺织服装出口

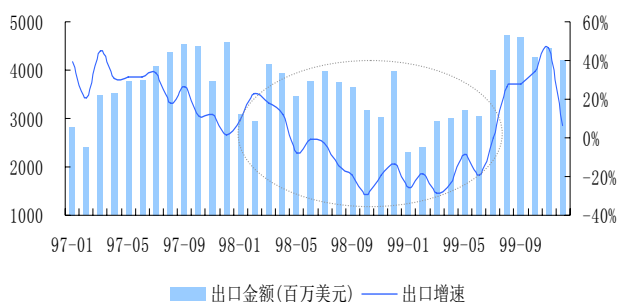
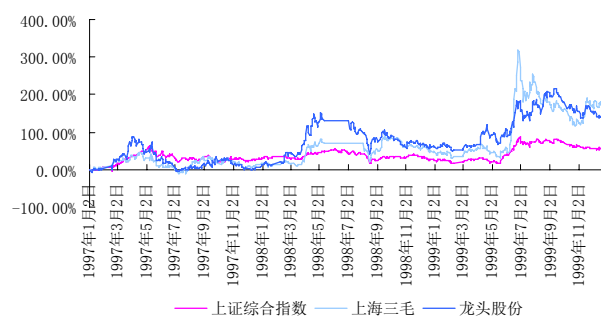


图 25、典型的纺织出口公司在 98.4 月超越大盘



资料来源：CEIC、wind 资讯、东海证券研究所

建议一季度关注出口类企业。我们认为在 09 年底至明年 1 季度出口好转的可能性较大，出口可能开始由下降变为正增长，则届时出口类纺织服装上市公司会有所表现。

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。我们建议投资者关注鲁泰 A、华孚色纺、雅戈尔。

3.2 内销品牌：寻找成长性与估值优势兼备

在对明年服装消费看好的基础上，我们有理由预测品牌企业的单店增长和渠道扩张均为有所回升，10 年的增速必较 09 年有所提升。而从长期来看，我们认为在中国消费升级的大背景下，优秀的服装品牌企业必将具有较强的成长性，成长性与估值优势兼备的企业才具有长期投资价值。

目前纺织服装上市的品牌公司的盈利预测和估值水平如下：

表3. 品牌企业盈利预测和估值						
	09 年 EPS	10 年 EPS	11 年 EPS	09 年 PE	10 年 PE	11 年 PE
报喜鸟	0.65	0.93	1.29	33.2	23.2	18.3
美邦服饰	0.53	0.8	0.98	42.9	28.4	23.2
七匹狼	0.69	0.88	1.08	32.2	25.1	20.6
罗莱家纺	1.02	1.38	1.73	41.0	34.2	23.7
星期六	0.56	0.74	0.96	44.5	33.7	25.9

4. 重点关注公司

4.1 报喜鸟（002154）

公司收入的增长来自于可比门店收入的增长以及品牌渠道数量的扩张。过去几年同比门店收入增长在 8% 左右，而公司自增发项目后决定加快渠道拓展，预期 10 年公司报喜鸟品牌增加门店数 110 家、圣捷罗增加门店数 80 家。

图 26、报喜鸟品牌渠道数量

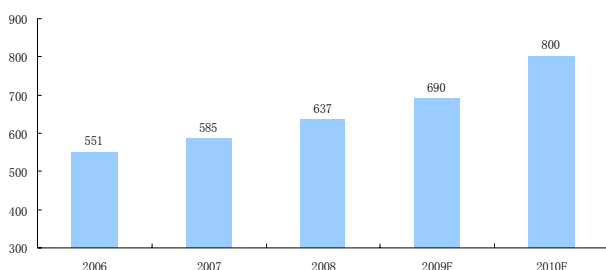
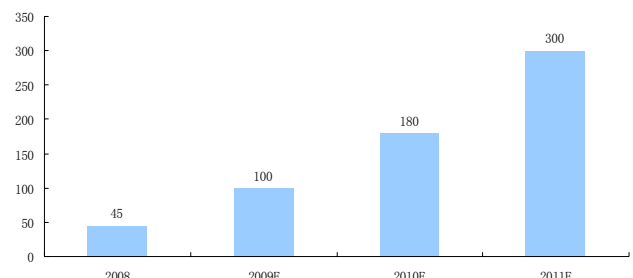


图 27、圣捷罗品牌渠道数量



资料来源：公司公告、东海证券研究所

公司盈利能力的提升主要来自于倍率的提升，以及采购成本的下降。

预期 09/10 年纺织服装地产共实现营业收入 11.9 和 15.64 亿元，分别增长 26.9%和 31.4%。扣除非经常性损益归属母公司净利润 1.89/2.69 亿元，扣除非经常性损益摊薄每股收益 0.65 和 0.93 元。

4.2 雅戈尔（600177）

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%。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%。但随着明年出口的复苏和美国服装零售的回暖，预期公司的出口业务以及子公司新马在美国的零售业务均业绩均会有所改善。

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。随着房地产市场的复苏，雅戈尔的地产项目在今年的销售价格也超出此前我们的预期。

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 5 元，合计 19.80 元，给与“买入”评级。

5. 风险因素

国内、外经济复苏的不确定性是行业面临的最主要风险：

一、国外宏观经济复苏的不确定性将会通过外需影响到纺织服装的出口；同时贸易保护的抬头，使得部分发达国家可能采取对中国纺织品出口的贸易保护措施，影响出口。

二、国内宏观经济的不确定性：通过收入影响到纺织服装内需消费、通过投资等影响产业用纺织品的消费。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张先萍: 纺织及商贸行业分析师, 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, 两年半证券分析经验

重点跟踪公司: 七匹狼, 报喜鸟, 美邦服饰, 鲁泰 A, 雅戈尔, 伟星股份, 罗莱家纺, 大厦股份、东百集团

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