

纺织服装

孔军

021-62178407

kongjun@cjis.cn

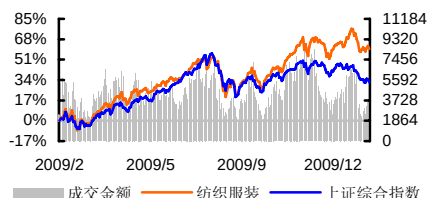
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	64
总市值(亿元)	2842
占A股比例(%)	1.06%
平均市盈率(倍)	181.68

行业表现

(%)	1M	3M	6M
纺织服装	-3.51	4.80	4.41
上证综合指数	-10.44	-6.84	-14.27



相关报告

《纺织服装-未来出口将稳步回暖》
2009-12-2

纺织服装行业深度报告

看好

2010年出口回暖将推动行业复苏

09年纺织品服装出口在量上并没有下降许多。09年出口金额下滑,出口价格下跌是出口金额下滑的主要原因。09年下半年来纺织品出口增速又开始大于服装出口增速(如图表7),预示全球纺织业景气正在回升。全球纺织企业开工率的提高,说明2010年纺织服装需求复苏将成为大概率事件。内销市场我们预计仍然依靠刚性需求保持15%左右的增长。因此2010年出口回暖将推动行业复苏。我们认为未来应关注:有议价能力的出口型企业、渠道快速增长的内销品牌公司以及印染、辅料子行业。

投资要点:

- **09年出口金额下滑,出口价格下跌是主要原因。**2009年我国纺织品服装全年出口同比下降8.61%。就纺织服装出口数量而言,纺织品出口量下降幅度较小,服装出口量总体增长。以欧美市场为例,09年前11月,中国对美国的面料出口量同期基本持平,对欧盟面料出口量同比微降2.68%;对美国服装的出口量较08年同期增长14.15%;对欧盟服装的出口量较08年同期微降3.20%。而出口价格下跌比较严重,同样以欧美为例,纺织品方面,09年前11月出口美国的面料平均价格同比下降了14.66%,出口欧盟的面料平均价格同比下降了22.65%;服装方面,09年前11月出口美国的服装平均价格同比下降6.23%,出口欧盟的服装平均价格年同比下降7.31%。价格下降主要原因是出口退税率提高等因素为企业提供了降价空间。
- **纺织品出口逐渐回暖,预示全球纺织业景气度回升。**正常情况下,国内纺织品出口的增速均要大于服装的出口增幅。金融危机发生后时,由于全球纺织企业生产萎缩,曾经造成纺织品增速下滑程度大于服装下滑程度。进入09年下半年,纺织品出口增速下滑程度逐渐收窄,且收窄程度开始大于服装,又形成交叉(详见图表7),这说明随着全球经济(特别是欧美)逐渐好转,全球纺织企业开工率有所回升,景气度开始回升。
- **未来随着出口产品价格的上涨,纺织服装出口金额将逐渐回升。**纺织原材料价格的上涨,动力成本的增加将侵蚀出口型企业的订单利润,促使出口订单的合同价格提高。另外随着全球经济的进一步好转,欧美消费者的消费心理障碍逐渐消除,特别是中、高端服装需求复苏。这些因素都有利于纺织品服装价格的提高,随着出口产品价格的上涨,国内纺织服装出口金额将逐渐回升。
- **2010年内销市场依然依靠国民经济增长、城市化进程继续推动增长。**2010年的内销市场情况看,国民经济增长、城市化进程产生的服装刚性需求仍然是服装内需的主要推动力,中、高端的个性化需求不会有多少增长。
- **行业复苏过程中印染、服装辅料子行业将获益。**由于环保压力,印染中小企业开机率较低,而大型印染企业由于环保优势(环保投入基本为一次性投入),开机率接近100%。另外为了降低“碳排放”国家将在11年重点淘汰近15%的落后印染产能。因此印染行业的龙头企业在行业的复苏过程中将获得较大的利益。同样在复苏过程中,服装辅料需求的增加也将使服装辅料上市公司获得较大的增长机会。
- **重点关注的上市公司。**我们认为在出口型企业中应该重点关注鲁泰A、山东如意;内销品牌上市公司应重点关注七匹狼等;另外印染子行业应关注航民股份、众和股份;服装辅料子行业应关注伟星股份。

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
002003	伟星股份	0.76	1.04	1.20	1.57	27.72	20.46	17.70	13.51	强烈推荐
002193	山东如意	0.29	0.40	0.58	0.78	47.95	34.83	23.97	17.97	推荐
600987	航民股份	0.30	0.37	0.49	0.62	28.75	23.13	17.52	13.67	推荐
000726	鲁泰A	0.52	0.60	0.75	0.99	20.75	17.95	14.35	10.81	推荐
002029	七匹狼	0.54	0.69	0.96	1.42	45.02	35.15	25.42	17.18	推荐
002070	众和股份	0.15	0.26	0.45	0.66	60.12	34.62	20.02	13.53	推荐
600177	雅戈尔	0.71	1.06	1.13	1.37	20.11	13.44	12.70	10.46	推荐
600510	黑牡丹	0.00	0.46	0.48	0.59	2798.77	28.01	27.12	21.73	推荐

目 录

一、2010 纺织服装将迎来出口的春天	3
1.1 09 年出口金额下滑，出口价格下跌是主要原因	3
1.1.1 09 年全年纺织服装出口全面下滑	3
1.1.2 纺织品出口量下降幅度较小，而服装出口量总体增长	3
1.1.3 09 年纺织品、服装出口价格下降严重	5
1.1.4 出口价格下降是造成国内纺织服装出口金额下降的主要原因	6
1.2 月累计数据显示：纺织品出口逐渐趋好，服装仍在反复	6
1.3 纺织品出口逐渐回暖，预示全球纺织业景气度回升	6
1.4 随着未来出口产品价格的上涨，国内纺织服装出口金额将逐渐回升	7
1.4.1 原材料价格回升、动力成本增加促使出口产品价格上涨，纺织服装出口金额将会回升	7
1.4.2 欧美经济的逐渐企稳，未来就业率提高将逐渐将拉动服装消费需求	8
二、国民经济增长、城市化进程继续推动服装内需市场增长	8
三、印染、辅料子行业或将在行业复苏过程中获益	9
3.1. 具有环保优势的印染龙头企业将在行业复苏中获益	9
3.2 服装辅料公司将在服装需求回升中获益	9
四、纺织服装 2010 年投资策略	10
4.1、出口方面——关注具有议价能力的细分龙头公司	10
4.2 内销自主品牌服装——关注渠道成长性好的公司	10
4.3 印染、辅料子行业龙头企业值得关注	10
五、重点上市公司分析和投资建议	11
5.1 伟星股份（002003）——强烈推荐	11
5.2 山东如意（002193）——推荐	12
5.3 鲁泰 A（000726）——推荐	12
5.4 航民股份（600987）——推荐	13
5.5 众和股份（002070）——推荐	14
图表 1 近年来纺织服装出口情况（亿美元）	3
图表 2 09 年对欧美面料出口量季度增长情况（万平米）	4
图表 3 09 年对欧美服装出口量季度增长情况（万件套）	4
图表 4 09 年对欧美面料出口价格季度增长情况（美元/米）	5
图表 5 09 年对欧美服装出口价格季度增长情况（美元/件套）	5
图表 6 09 年纺织品、服装各个月累计值同期比较（亿美元）	6
图表 7 08 年以来纺织、服装每月同比增长情况	7
图表 8 08 年来纺织主要原材料价格走势	7
图表 9 城镇刚性需求增长情况	8
图表 10 伟星股份盈利预测	11
图表 11 山东如意盈利预测	12
图表 12 鲁泰 A 盈利预测	13
图表 13 航民股份盈利预测	14
图表 14 众和股份盈利预测	14

一、2010 纺织服装将迎来出口的春天

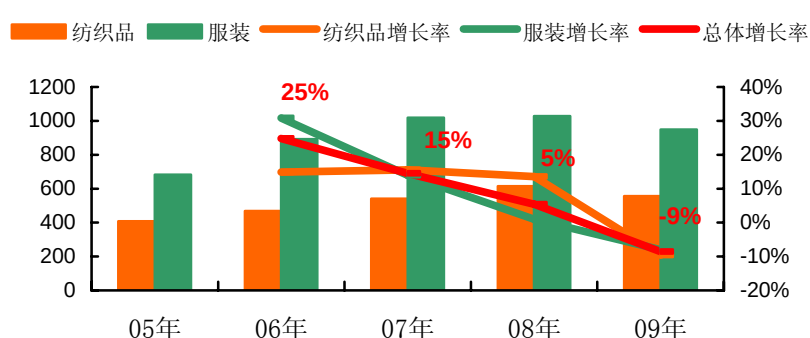
09 年以来，国际采购习惯发生了根本变化，国外采购商追求周期短、数量少的订单以求规避风险，杀价更厉害，大大制约了国内纺织服装出口额的增长。由于欧美对中国产服装的刚性需求，因此对欧美地区的服装在量上并没有太大的缩减，价格下降是造成出口额下降的主要原因。纺织品出口受欧美中高端服装市场影响，前三季度呈现量减价跌，但从下半年开始纺织品出口好转，11 月纺织品增速转正，达到 07 年的水平，说明全球纺织业景气度回升。我们预计 2010 年国内纺织品服装出口将回升。

1.1 09 年出口金额下滑，出口价格下跌是主要原因

1.1.1 09 年全年纺织服装出口全面下滑

据海关总署发布的统计数据显示，2009 年我国纺织品服装全年出口金额为 1505.05 亿美元，同比下降 8.61%。其中，纺织品全年出口 555.99 亿美元，服装累计出口 949.06 亿美元，增速分别为-9.63%和-8.00%，如图表 1。

图表 1 近年来纺织服装出口情况（亿美元）



资料来源：海关数据（经中国第一纺织网整理），中投证券研究所

纺织服装 09 年出口金额下降，在意料之中，因为众所周知的金融危机原因，全球对纺织服装的需求同比下降。

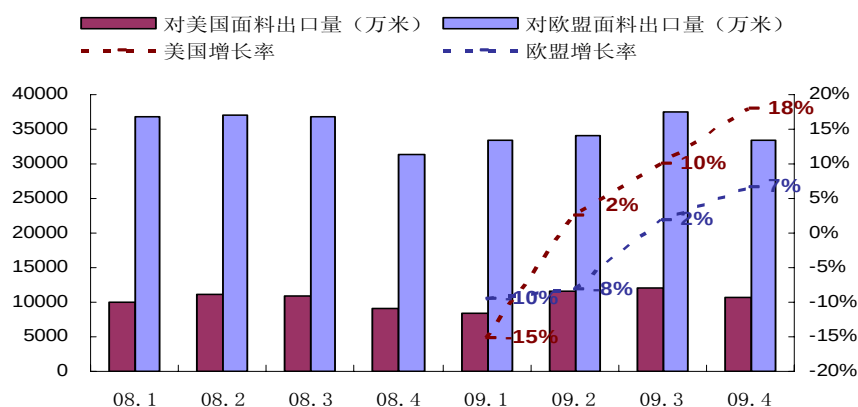
1.1.2 纺织品出口量下降幅度较小，而服装出口量总体增长

纺织品方面，由于中国纺织业具有完整、先进的产业链，中高档服装纺织品面料生产能力较强，多年来欧美等国的品牌服装企业从中国大量进口面料，进而再加工成服装。据美国商务部纺织品处统计，09 年前 11 月中国出口美国的布类产品为 1716.30 百万平方公尺，市场占有率为 25.44%。同样除了服装面料以外的其它纺织品如：纱、纤维等在欧美地区同样也是市场占有率遥遥领先。

由于中国在纺织品生产领域的较强优势，因此全球的纺织业对中国的纺织品需求呈一定的刚性。这一特点决定了金融危机对中国纺织品出口量的影响较小。09 年前 11 月，中国对美国的面料出口量为 42652.24 万米，与 08 年同期基

本持平(08年前11月为41181.42 万米);对欧盟面料出口量为138234.72 万米,与08年同期比较,下降2.68%,下降幅度较小。09年各个季度对欧美面料出口量的增长情况如图表2。

图表 2 09 年对欧美面料出口量季度增长情况 (万米)

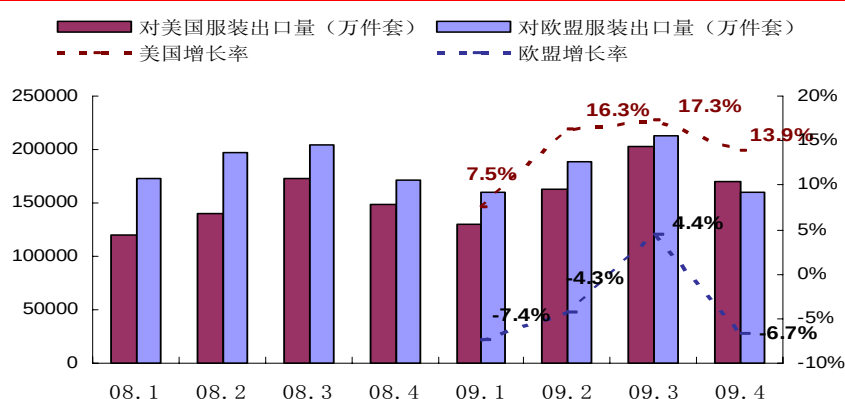


资料来源: 海关数据 (经中国第一纺织网整理), 中投证券研究所分析

由于国内出口的服装在欧美等国仍属于中、低档次, 价格是中国服装出口的最大优势。在金融危机影响消费的环境下, 中国商品的“土豆效应”比较明显。服装出口也不例外, 价廉物美的中国服装仍然是欧美居民的最爱, 虽然国际大牌服装销售大幅度萎缩, 但是超市等渠道的中、低档服装仍然表现出较强的生命力。

据美国商务部纺织品处统计, 09 年前 11 月中国出口美国的服装产品为 7961.90 百万平方公尺, 较 08 年增长 9.52%, 美国市场占有率为 40.60%, 市场占有率较上年增加了 6.12 个百分点。另外据国内海关数据显示: 09 年前 11 月中国对美国服装的出口量为 664028.51 万件套, 较 08 年同期增长 14.15%; 对欧盟服装的出口量为 722562.81 万件套, 较 08 年同期下降 3.20%。虽然对欧盟出口数量有小幅下降, 但是由于对美国出口增长幅度较高, 因此总体上中国服装的对外出口量仍保持增长。09 年各个季度对欧美服装出口量的增长情况如图表 3。

图表 3 09 年对欧美服装出口量季度增长情况 (万件套)

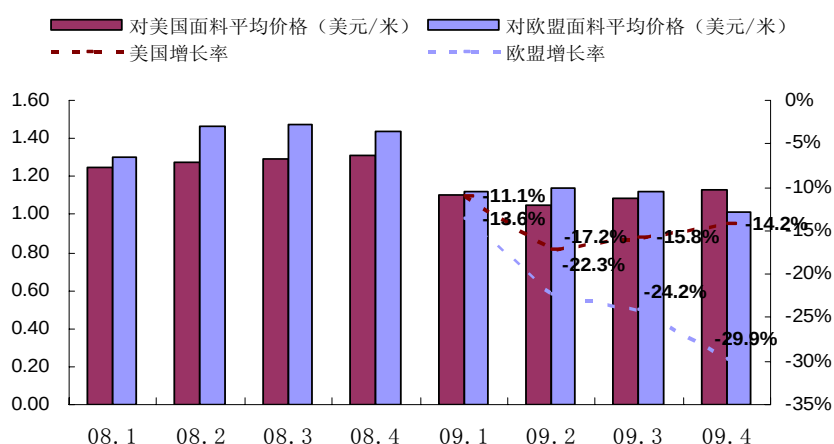


资料来源: 海关数据 (经中国第一纺织网整理), 中投证券研究所分析

1.1.3 09 年纺织品、服装出口价格下降严重

纺织品方面，09 年前 11 月出口美国的面料平均价格为 1.0913 美元/米，较 08 年同期下降了 14.66%，出口欧盟的面料平均价格为 1.0975 美元/米，较 08 年同期下降了 22.65%。09 年各个季度对欧美面料出口价格的增长情况如图表 4。

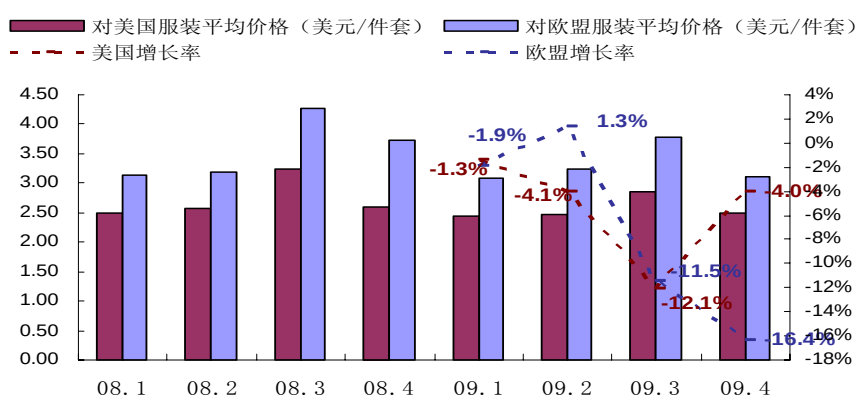
图表 4 09 年对欧美面料出口价格季度增长情况（美元/米）



资料来源：海关数据（经中国第一纺织网整理），中投证券研究所分析

服装方面，09 年前 11 月出口美国的服装平均价格为 2.5865 美元/件套，较 08 年同期下降了 6.23%，出口欧盟的服装平均价格为 3.3324 美元/件套，较 08 年同期下降了 7.31%。09 年各个季度对欧美服装出口价格的增长情况如图表 5。

图表 5 09 年对欧美服装出口价格季度增长情况（美元/件套）



资料来源：海关数据（经中国第一纺织网整理），中投证券研究所分析

究其原因，受国外消费市场需求影响（主要为高端消费），国外经销商 09 年下订单表现非常谨慎，尽力压低订单价格。09 年国外经销商对国内出口企业压价的主要理由是：国家出口退税率的提高和原材料成本的降低。而国家出口退税提高、原材料价格的下跌也给出口企业提供了降价空间，出口退税提高 1 个百分点，理论上就给出出口型企业提供了 1% 的降价空间。09 年上半年原材料价格的历史地位，也给生产企业的创造了产品降价的条件。出口型企业为了更多地获取订单，合同价格的下降也就在所难免。

1.1.4 出口价格下降是造成国内纺织服装出口金额下降的主要原因

国内海关出口数据是以出口金额来显示的,从出口的价格分析,我们认为,09 年造成出口数据下降最主要的原因是出口产品的价格下降。因为纺织服装总体在量上并没有下降。未来随着纺织品服装价格的上升,而量上不会下降,国内纺织品服装出口金额将回升。

1.2 月累计数据显示: 纺织品出口逐渐趋好, 服装仍在反复

虽然出口金额仍处于下降之中,但从各月累计数据的同比数据看,纺织品出口逐渐趋好,服装出口仍在反复。

服装同比数据反复变化,同比下降幅度时而缩小时而扩大,这是由于服装出口直接面临消费终端,因而与国外经销商订货量有很大关系。国外经销商对欧美国内的经济走向,以及消费增长持谨慎态度,导致订单量时而增加,时而较少。

纺织品出口由于面对生产厂商,08 年 4 季度到 09 年 1 季度,受金融危机影响,高端服装需求锐减,给欧美高端服装企业造成了较大的打击,因此纺织品需求大量减少。但是二季度以后,国内纺织品出口金额的下降幅度正在加速减少,回升迹象明显。如图表 6。

图表 6 09 年纺织品、服装各个月累计值同期比较 (亿美元)

	09 年出口金额		与 08 年同比		累计增长额逐月变化	
	纺织品	服装	纺织品	服装	纺织品	服装
4 月累计值	171.39	294.21	-17.30%	-0.60%		
5 月累计值	220.29	368.23	-17.48%	-2.20%	-0.18 百分点	-1.60 百分点
6 月累计值	269.36	458.58	-16.99%	-2.35%	0.49 百分点	-0.15 百分点
7 月累计值	322.70	569.00	-16.69%	-3.02%	0.30 百分点	-0.67 百分点
8 月累计值	374.30	674.60	-16.67%	-4.16%	0.02 百分点	-1.14 百分点
9 月累计值	432.63	776.53	-15.21%	-4.90%	1.46 百分点	0.74 百分点
10 月累计值	497.29	814.74	-12.37%	-11.51%	2.84 百分点	-6.61 百分点
11 月累计值	541.06	948.40	-12.65%	-6.85%	-0.28 百分点	4.66 百分点
全年累计值	555.99	949.06	-9.63%	-8.00%	3.02 百分点	-1.15 百分点

资料来源: 海关数据 (经中国第一纺织网整理), 中投证券研究所整理

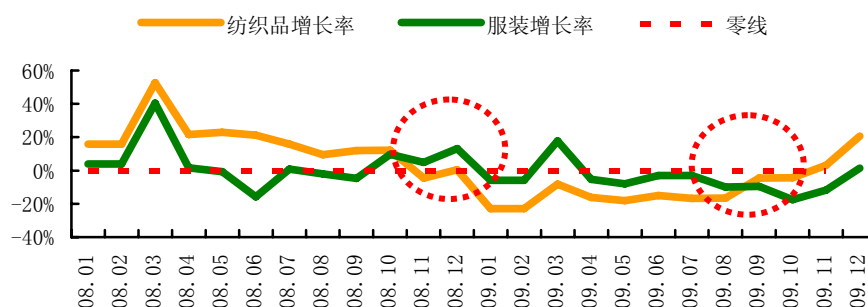
1.3 纺织品出口逐渐回暖, 预示全球纺织业景气度回升

从 08 年下半年 (金融危机影响) 以来的 9 个月中, 纺织品、服装出口增速出现了“交叉”现象 (剔除 09 年 2 月的极端数据), 即纺织品出口增速下滑幅度从 08 年 10 月开始大于服装的出口增速降幅。而从 09 年 9 月开始, 纺织品出口增速下滑幅度开始小于服装的出口增速降幅, 这预示着国外纺织行业也逐渐开始慢慢走出谷底。

正常情况下, 全球服装消费需求上升将带动纺织品需求的增长。由于中国具有最完整的纺织产业链, 因此在全球服装需求增长的情况下, 国内纺织品出口的增速均要大于服装的出口增幅。金融危机发生后时, 由于中高端服装需求迅速萎缩, 曾经造成纺织品增速下滑程度大于服装下滑程度。

进入 09 年下半年，纺织品出口增速下滑程度逐渐收窄，且收窄程度开始大于服装，到 11 月纺织品出口增速转正，达到 53.66 亿美元，达到 07 年的同期水平（54.37 亿美元），扣除产品价格由于原材料等因素下降的影响，纺织品出口量已经恢复到 07 年的水平。这说明随着全球经济（特别是欧美）开始有所好转，全球纺织企业开工率有所回升，生产将正在逐渐走出谷底。全球纺织业景气度开始回升。如图表 7。

图表 7 08 年以来纺织、服装每月同比增长情况



资料来源：海关数据（经中国第一纺织网整理），中投证券研究所整理

1.4 随着未来出口产品价格的上涨，国内纺织服装出口金额将逐渐回升

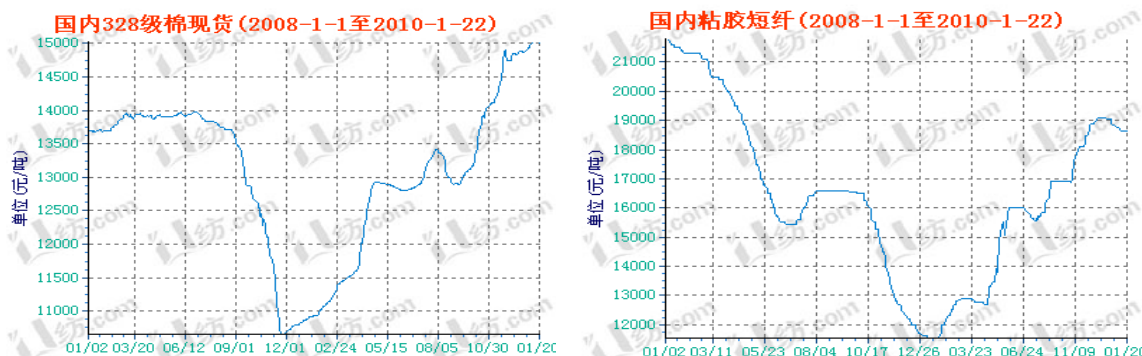
1.4.1 原材料价格回升、动力成本增加促使出口产品价格上涨，纺织服装出口金额将会回升

随着下半年，国内棉花、化纤纺织原材料的价格迅速上涨，特别是棉花价格已经超过 08 年的价格（如国内 328 级棉花价格已经上涨到 1.5 万元/吨，较上年最高价 1.4 万元还要高 7%）。粘胶短纤也从 09 年初的 1.2 万元/吨上涨到目前的 1.77 万元/吨。如图表 8。

图表 8 08 年来纺织主要原材料价格走势

08 年来 328 级棉现货价格走势

08 年来粘胶短纤价格走势



资料来源：中国第一纺织网，中投证券研究所整理

另外国家正在酝酿的电价调整，也将使得生产企业的动力成本增加。

纺织原材料价格的上涨，动力成本的增加将侵蚀出口型企业的订单利润，促使出口订单的合同价格提高，出口产品价格的提高将使得国内纺织服装出口金额迅速恢复。

1.4.2 欧美经济的逐渐企稳，未来就业率提高将逐渐将拉动服装消费需求

未来随着全球经济的进一步好转，欧美等国失业率数据下降，消费者的消费心理障碍逐渐消除，全球纺织服装消费上升，特别是中、高端服装需求复苏，将促进国内纺织服装出口逐渐复苏。

另外即使欧洲经济继续疲软，对中国纺织服装的需求也不会再降，中国纺织服装的出口量不会受到影响，出口价格上升将继续促进国内纺织服装出口额的增长。

二、国民经济增长、城市化进程继续推动服装内需市场增长

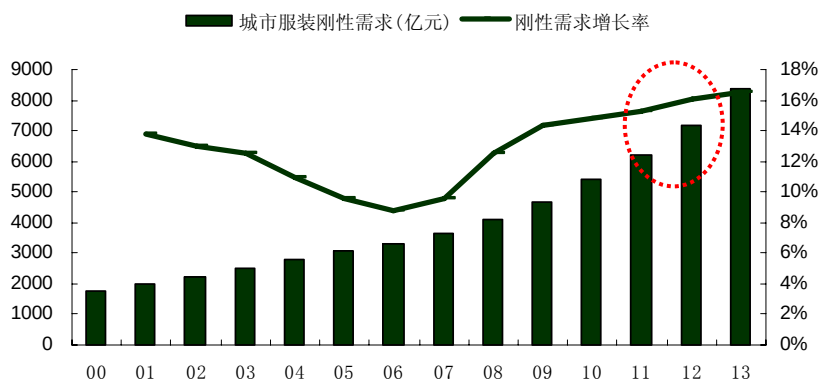
纺织服装内销市场为 08 年国内纺织服装行业的增长做出了较大的贡献，08 年增长率为 21%以上。虽然 09 年国内服装消费市场增长速度将大大减缓，但依靠城镇刚性需求继续保持 15%左右的增长。2010 年内销市场预计还将依靠刚性需求保持 15%左右的增长。

所谓城市服装刚性需求，是随着时代的变化和进步，城镇居民在衣着服饰方面的最低需求。刚性需求不是常规意义上的解决保温、遮体等，而是最主要来自于“符合城里人身份”的需求。基于城市服装刚性需求的定义，我们将城市居民 10 年前的平均服装消费水平作为目前的刚性需求消费。同时我们将在城镇居民刚性需求以上的消费需求，定义为城镇个性化需求。

国内服装市场由刚性需求市场和个性化需求市场。农村基本以刚性需求为主，在城市中分为刚性需求市场和个性化需求市场。

根据上面的定义，随着国民经济增长、城市化进程的推进，我们判断 2009—2013 年城市刚性需求增长在 14%—17%之间，其中 2010 年城市刚性需求增长率为 15%，如图表 11。

图表 9 城镇刚性需求增长情况



资料来源：国家统计局，中投证券研究所整理

三、印染、辅料子行业或将在行业复苏过程中获益

3.1. 具有环保优势的印染龙头企业将在行业复苏中获益

印染行业由于污染严重，从 08 年开始就是国家限制类产业。从 08 年初开始，国内印染行业就进入了调整。国家发改委 08 年公布的《印染行业准入条件》提出，新建印染企业应具有一定的经济规模，棉、麻、化纤、丝绸机织物印染设计年生产能力应不小于 2000 万米/年；毛机织物印染设计年生产能力应不小于 200 万米/年；针织或纱线印染设计年生产能力应不小于 2000 吨/年。

目前国内印染能力有 500 亿米，中小印染企业较多，经过国家限制和金融危机，许多中小印染厂因环保成本压力大，关闭许多，近期基本没有新批的印染企业，全国产能基本没有扩张。虽然目前就产能而言，印染子行业仍处于供大于求，但是由于环保压力，中小企业开机率较低。而大型印染企业由于环保优势（环保投入基本为一次性投入），客户稳定，订单饱满，开机率接近 100%，生产一片繁荣。另外为了降低“碳排放”国家将在 2011 年将重点淘汰近 75 亿米的落后印染产能，约占目前生产能力的 15%。预计印染行业的龙头企业，将在下游——纺织服装需求转好和淘汰落后产能的情况下，获得较大的利益。目前国内印染子行业龙头企业主要集中在各个产业集群地，如：福建产业群的众和股份、浙江产业群的航民股份、美欣达，山东产业群的华纺股份。

3.2 服装辅料公司将在服装需求回升中获益

2010 年随着国内外服装需求的增长，服装行业的服装加工量的增长，对服装辅料的需求必定大量增加，特别是具有一定规模和市场占有率的品牌公司，辅料需求订单必定大大增加。目前国内服装辅料大型生产企业有伟星股份、浔兴股份。

四、纺织服装 2010 年投资策略

根据 2010 年出口回暖和内需市场继续保持增长这 2 条主线,我们认为 2010 年应重点关注有议价能力出口型上市公司,以及渠道扩张处在高速增长的内销型上市公司。另外纺织行业复苏过程中的“瓶颈”子行业也应重点关注。

4.1、出口方面——关注具有议价能力的细分龙头公司

国内服装出口由于国际上的刚性需求,未来情况不会继续恶化,只有向好。根据目前国际市场需求的特点(刚性需求仍然需要“中国造”),未来国际市场需求会随着经济的恢复增长而逐步复苏。我们认为应该重点关注具有较强议价能力的细分龙头上市公司,如:鲁泰 A、山东如意、江苏阳光等。但是这些上市公司均有各自特点,如:山东如意是注重中、高毛纺面料。较强的议价能力使得这些公司具有较高的毛利率,因此在公司未来出口量增长的情况下,业绩将会有较大的提升。

4.2 内销自主品牌服装——关注渠道成长性好的公司

国家“关于加快自主品牌建设三年主要任务”中强调实施自主品牌建设工程,培育形成若干个具有国际影响力的自主知名品牌,提高纺织服装自有品牌出口比重 10 个百分点(目前国内纺织服装贴牌出口占 85%以上),提升我国纺织业在全球产业分工中的地位。

品牌战略为国内纺织服装行业确立了奋斗目标。近年来,国内纺织服装企业一直将树立品牌作为奋斗目标,通过这些年的市场竞争洗礼,形成了一些国内二线品牌,但是与国际一线品牌无论是在产品档次还是在品牌的文化内涵上均有加大的差距,这与国内服装企业品牌建设时间短有很大关系,我们相信随着时间的推移,品牌文化的沉淀,国内的二线品牌在未来也将成为一线品牌,但是这也需要一个长期的过程。目前国内品牌上市公司有:报喜鸟、七匹狼、雅戈尔、美邦服饰、星期六、罗莱家纺、探路者等。

就 2010 年的内销市场情况看,服装需求的主要推动力还是在于刚性需求推动,个性化需求增长潜力不大,因此我们认为内销品牌上市公司依然要靠渠道扩张实现增长,内生增长动力有限。因此我们看好罗莱家纺、星期六、探路者等渠道扩张成长性较高的上市公司。

4.3 印染、辅料子行业龙头企业值得关注

印染行业中的大型企业将在未来纺织服装增长的形势下,获得较大的收益。我们建议关注航民股份、众和股份。

另外在国内服装生产逐渐恢复的情况下,服装的辅料的上市公司也同样值得关注,如伟星股份。

五、重点上市公司分析和投资建议

5.1 伟星股份（002003）——强烈推荐

- 公司上半年虽然受服装行业疲软的影响收入下降，但是原材料价格的同比下降等原因使得公司上半年仍实现增长。公司上半年受国内外服装行业疲软的影响，实现营业收入 55896.46 万元，同比减少 10.35%。实现营业利润 7099.19 万元，同比增长 18.1%，主营利润增长的主要原因系原材料价格同比下降以及产品结构调整，使得主要产品毛利率提高（如：纽扣毛利率同比增加 3.98 个百分点，拉链毛利率同比增加 6.3 个百分点，水晶钻毛利率同比增加 0.37 个百分点）。由于公司上半年获得政府补贴同比增加 79 万元以及捐赠等支出减少 227 万元，使得公司实现利润总额 7110.48 万元，同比增长 24.49%。另外上半年由于公司收到国产设备抵免所得税比去年同期减少 567.91 万元，致使公司实现净利润 5615.44 万元，同比增长只有 10.95%。总体上，公司上半年的生产经营状况还是符合我们的预期。
- 上半年公司产品平均毛利率提升，即使下半年原材料价格上涨，由于下半年是旺季，预计公司全年平均毛利率不会下降。公司上半年产品平均毛利率为 34.04%，同比增长了 4.54 个百分点。上半年原材料成本的下降是毛利率提升的一个原因，下半年随着有色金属以及化工产品价格的上涨，将影响公司产品的毛利率。由于下半年服装的生产旺季，传统上一般到三、四季度公司产品毛利率会有较大的提升，因此在上半年毛利率同比增长 4.54 个百分点的水平上，即使原材料成本升高，预计全年毛利率水平不会同比降低。
- 国内服装产业 2010 年的继续好转，将给公司的增长提供了良好的市场环境。随着当前欧美主要经济体经济的触底回升，国内服装出口 2010 年将复苏。由于公司产品直接出口加上通过服装间接出口在 45%以上，服装行业出口形势的好转将带动公司 2010 年业务量的增长。

图表 10 伟星股份盈利预测

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1478	1556	1932	2321
营业成本	981	1033	1274	1510
营业税金及附加	11	11	14	16
营业费用	110	101	126	151
管理费用	134	132	164	197
财务费用	19	17	24	19
资产减值损失	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	213	251	320	418
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	7	0	0	0
利润总额	208	251	320	418
所得税	49	53	67	88
净利润	160	198	253	330
少数股东损益	3	7	8	9
归属母公司净利润	156	191	245	321
EBITDA	292	304	387	485

EPS (元) 0.78 0.95 1.22 1.59

资料来源：中投证券研究所

5.2 山东如意（002193）——推荐

- **金融危机使得公司上半年收入下滑，但公司依靠成本节约、毛利率提升实现同期增长。**受国际金融危机影响，精纺呢绒的主要消费国欧美等国家的客户纷纷提出降价，同时订单减少，公司上半年实现营业收入 22026.75 万元，同比减少 16.04%。但是公司依靠成本节约，特别是上半年公司原材料（澳毛条）价格较上年同期有较大幅度的下降，毛利率达到 29.58%，较上年同期提高了 5.51 个百分点，另外还有“如意纺”技术（在公司进行产业化生产的比例占生产总量的 15%）的贡献，公司得以实现利润总额 2249.58 万元，同比增长 13.78%。上半年所得税的减少，使得公司实现净利润 1887.79 万元，同比增加 21.53%。
- **公司项目 09 年 4 季度进入收获期，2010 年将全面提升公司业绩。**公司 09 年 4 季度扩产后能使产品销量更上一个台阶。待到 2010 年，随着行业的逐渐复苏，公司业绩将会有较大幅度的增长。
- **无偿使用大股东“如意纺”新技术将进一步提高公司的市场竞争力。**公司无偿拥有大股东的“如意纺”新技术，扩大在生产领域中的应用，将继续降低公司产品的生产成本，提高产品毛利率，提高公司产品的市场竞争力。

图表 11 山东如意盈利预测

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	489	499	649	811
营业成本	359	349	451	556
营业税金及附加	4	4	6	7
营业费用	15	16	20	25
管理费用	31	32	41	51
财务费用	26	17	13	12
资产减值损失	4	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	50	78	115	157
营业外收入	9	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	57	78	115	157
所得税	11	15	22	29
净利润	46	64	94	127
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	46	64	94	127
EBITDA	101	114	155	200
EPS (元)	0.29	0.40	0.59	0.79

资料来源：中投证券研究所

5.3 鲁泰 A（000726）——推荐

- **纺织品出口复苏有利于公司 2010 年业绩进一步提升。**公司作为色织面料龙头生产企业，面料无论是档次还是技术含量都是一流的，在国内外享誉较高的知名度。在前期纺织品出口严重下滑的一段时间里，公司依然能够

掌握足够的订单，在保证老客户的同时还新开发了许多新客户。公司目前生产经营稳定，产品毛利率逐渐回升，在 2010 年出口环境回暖的形势下，公司将获得较大的利益。

- **拓展国内市场，开发新的利润增长点。**公司拟用 2 亿元在国内建自营店和百货店销售终端。目前已有 20 家专卖店正式营业。虽然国内服装市场增速放缓，但对于“鲁泰格蕾芬”衬衫产品，由于目前市场上还不多见，同等质量下，“新奇效应”会给公司产品带来一定的增长空间。预计 2010 年国内业务将为公司创造一定的利润。

图表 12 鲁泰 A 盈利预测

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	859	3169	3844	4822
营业成本	758	2573	3239	4073
营业税金及附加	3	63	77	96
营业费用	20	14	17	22
管理费用	79	95	115	145
财务费用	-7	-62	-132	-152
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	-4	0	0	0
投资净收益	-6	5	0	0
营业利润	-1	490	528	638
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	4	490	528	638
所得税	2	122	132	160
净利润	2	367	396	479
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司净利润	4	367	396	479
EBITDA	46	485	463	559
EPS (元)	0.01	0.46	0.50	0.60

资料来源：中投证券研究所

5.4 航民股份（600987）——推荐

- **公司印染业务 2010 年将继续保持增长。**印染是公司最主要利润来源。公司印染资产具有较强的规模优势、技术优势和品牌优势，由于印染行业的区域性较大（即印染企业具有一定半径的服务区域），而公司又毗邻全国最大的纺织面料市场——轻纺城，因此公司印染业务量的增长具有一定的可持续性。2010 年随着国内外纺织行业逐渐走出谷底，公司业务量同比将增长，预计 2010 年公司印染收入将继续增长，毛利率也将至少保持在 09 年水平。
- **行业的充分调整给公司发展创造了良好的外部环境。**国内印染行业从 08 年初开始就进入了调整，近期基本没有新批的印染企业。另外受到金融危机影响，行业又经过了一次洗牌。因此印染行业的调整要大大早于纺织整个行业，调整的结果是行业中的中小企业低价竞争减少，这就为像航民股份这样的规范大型印染企业的竞争优势（技术、品牌优势）得以体现，产品毛利率也能得以保证。预计印染行业目前存在的企业能够在下半年，纺织服装需求转好的情况下，获得较大的利益。
- **航运将成为公司新的利润增长点。**公司投资成立浙江航民海运有限公司有

利于稳定公司电煤运输成本。另外通过积极把握周边燃煤运输市场的机遇，为公司未来拓展新的利润增长点。虽然近期不能给公司带来大的效益，但是电煤运输在浙江还是具有较大的市场，航运业务将成为公司今后几年新的利润增长点。

图表 13 航民股份盈利预测

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1868	1985	2223	2530
营业成本	1612	1710	1914	2175
营业税金及附加	9	9	10	12
营业费用	27	29	33	37
管理费用	47	50	56	64
财务费用	5	-8	-12	-15
资产减值损失	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	174	195	222	257
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	171	195	222	257
所得税	24	27	31	36
净利润	148	168	192	221
少数股东损益	22	25	29	33
归属母公司净利润	126	142	163	188
EBITDA	299	201	225	256
EPS (元)	0.30	0.34	0.38	0.44

资料来源：中投证券研究所

5.5 众和股份（002070）——推荐

- **纺织印染龙头将在行业复苏中保持较快增长，同时毛利率也会有所提高。**
印染行业从 08 年初开始就进入了调整，中小印染厂关闭许多，近期基本没有新批的印染企业，全国产能基本没有扩张，目前存在的印染企业开机率接近 100%。随着 2010 年纺织服装行业出口形势回暖，行业将逐渐复苏，公司作为福建纺织产业群中的面料龙头企业，在纺织服装行业复苏中业务量将继续保持增长，同时凭借纺织印染优势企业的议价能力，毛利率将会进一步提升。
- **生产能力继续扩大为公司业务增长提供了保证，向面料下游——品牌服装产业链拓展将增加公司新的利润增长点。**公司年产 2800 万米中高档休闲面料业已投产，为了更好地在纺织印染领域做大作强，公司目前拟定向增发，其中投资将提高印染能力以及面料的技术含量。公司扩大面料生产能力，将保证公司未来的可持续增长。另外公司为了拓展面料下游服装产业，在收购浙江雷奇服装有限责任公司基础上，目前众和股份又拟出资与 SVC 在法国建立合资公司，并且，作为 Krief Group 旗下"NEWMAN"服装品牌中国区之唯一总代理（公司承诺在未来两年内实现"NEWMAN"在大中华地区的专卖店不少于 120 家，未来五年内不少于 400 家）。公司一系列扩张说明公司未来几年里，将在做大作强面料的基础上，向面料下游——品牌服装领域拓展。品牌服装将成为公司未来新的增长点。

图表 14 众和股份盈利预测

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
------	------	-------	-------	-------

营业收入	670	959	1251	1548
营业成本	532	745	949	1150
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	27	40	52	64
管理费用	40	60	77	96
财务费用	44	34	37	36
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	22	77	133	196
营业外收入	20	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	40	77	133	196
所得税	6	18	30	45
净利润	34	59	102	151
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	34	59	102	151
EBITDA	98	123	185	249
EPS (元)	0.20	0.26	0.45	0.66

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

孔军, 中投证券研究所纺织服装行业分析师, 中国纺织大学工学硕士, 7 年行业分析经历, 7 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 鲁泰 A、孚日股份、报喜鸟、雅戈尔、伟星股份、烟台氨纶、七匹狼、山东如意、美邦服饰等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434