

2010 年 03 月 28 日

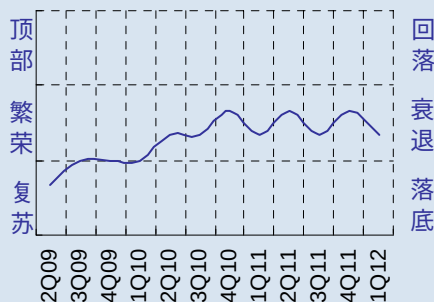
长期竞争力评级：高于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	35.63
市场优化平均市盈率	29.70
国金纺织服装指数	3952.56
沪深 300 指数	3275.00
上证指数	3059.72
深证成指	12240.36
中小板指数	6038.59



行业景气周期预期2Q09-1Q12



张斌
 (8621)61038278
 zhangbin@gjzq.com.cn

联系人：朱莉
 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

纺织服装行业 2010 年 2 季度报告

——关注夏装销售，行情可能再起

减持

持有

增持

投资要点

- 2010 年前 2 月行业持续复苏，效益明显提高：
 - ◆ 进入 2010 年，行业效益出现飙升，收入增幅已经达到行业 03 年-07 年全盛时期 20%以上的水平，利润总额增速创下近年来新高。规模以上纺织企业前 2 月实现收入 5326 亿元、利润总额 223 亿元，分别同比增长 27.5%和 79.8%；
 - ◆ 纺织服装零售增速快速回升，1-2 月批发零售服装纺织品总额同比增长 23.3%，已经接近历史最高水平，这是行业效益增长的最关键因素；
 - ◆ 今年 1-2 月出口增速出现飙升，纺织品服装累计出口 273.3 亿美元，其中纺织品 104.2、服装 169.1 亿美元，三者分别同比增长 29.4%、38.8%和 24.2%。这主要与欧美消费有所复苏有关，而 09 年同期基数偏低也是主要原因之一
- 我们仍维持之前 2010 年行业效益预期不变：即未来纺织服装零售继续保持较高增长，而出口增速在个位数；
- 我们认为包括化纤和棉花在内的纺织原料价格仍可能继续剧烈波动，其中氨纶波动幅度可能大于粘胶短纤。3 月随着旺季到来近，原料价格都出现上涨，其中氨纶涨至 57000 元、粘胶短纤涨至 20300 元，棉花涨至 16026 元。我们始终认为生产淡季投资风险不大；
- 2 季度我们建议关注夏装销售情况，纺织服装零售或再次迎来投资机会：
 - ◆ 出口平稳复苏，由于基数缘故，前 2 月出口飙升，维持全年前高后稳、个位数增长的预期不变，而由于劳动力和原料成本上升，企业业绩增速将下降，建议关注伟星和鲁泰；
 - ◆ 夏装如果销售良好，则预示着今年秋冬装旺销，预示着 8/9 月订货会如我们预期那样增速进一步提高的可能性增加，纺织服装零售可能再次成为市场热点；
- 始终看好纺织服装零售的短中长期投资价值，建议重点关注七匹狼、罗莱、富安娜、美邦、星期六、伟星、报喜鸟、探路者，此外港股的安踏、宝姿和百丽也值得关注。

行业内重点公司投资评级

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	08EPS (元)	EPS 09%08	09EPS (元)	EPS 10%09	10EPS (元)	EPS 11%10	11EPS (元)	08PE	09PE	10PE	11PE	投资 评级	上期 评级
002029	七匹狼	25.76	0.541	25.14%	0.677	32.35%	0.896	41.85%	1.271	47.62	38.05	28.75	20.27	买入	买入
002293	罗莱家纺	45.90	0.784	35.97%	1.066	35.83%	1.448	33.22%	1.929	58.55	43.06	31.70	23.79	买入	买入
002327	富安娜	39.20	0.638	29.78%	0.828	42.39%	1.179	40.03%	1.651	61.44	47.34	33.25	23.74	买入	买入
002269	美邦服饰	23.55	0.585	2.56%	0.600	26.67%	0.760	36.18%	1.035	40.26	39.25	30.99	22.75	买入	买入
002291	星期六	23.70	0.479	11.06%	0.532	27.82%	0.680	46.03%	0.993	49.48	44.55	34.85	23.87	买入	买入
002003	伟星股份	21.43	0.777	11.97%	0.870	25.52%	1.092	34.43%	1.468	27.58	24.63	19.62	14.60	买入	买入
002154	报喜鸟	20.60	0.424	54.48%	0.655	29.47%	0.848	21.93%	1.034	48.58	31.45	24.29	19.92	买入	买入
300005	探路者	50.38	0.380	72.37%	0.655	46.11%	0.957	48.69%	1.423	132.58	76.92	52.64	35.40	买入	买入

2010 年 2 季度行业投资策略：关注夏装销售情况，行情可能再起

品牌服装企业短中长期都有投资价值，2 季度投资机会再次到来

2 季度建议重点关注夏装销售情况，如果销售良好，纺织服装零售企业或将再次成为市场热点

从基本面的短中长时间来看：

短期：3、4 月是品牌服装企业的秋冬装订货会，我们预计可能出现两位数增长，符合市场预期的可能性很大，超预期概率相对较小。我们更关注 4 月中下旬开始的夏装销售，预计夏装销售情况明显好于低迷的 09 年同期；

中期：未来随着市场明显复苏，纺织服装零售企业业绩将出现爆发式增长，出现净利润远超过收入增幅的情况；

长期：消费服务行业占宏观经济比重逐渐提高，消费日益成为拉动经济发展的主要动力；近期大量消费服务行业公司上市；中国城镇化进程继续等等，我们认为未来品牌服装将迎来一个新的发展高峰期。

2 季度投资策略：

09 年 4 季度以来，品牌服装个股连续上涨，已经在一定程度上反映了国内服装市场逐渐转好的趋势变化，而且对 3/4 月间订货会的增长有所预期。我们认为 2 季度应关注 4 月中下旬开始的夏装销售情况，夏装销售预示着当年秋冬装市场，可以说是全年市场的风向标，如果夏装如我们预料那样继续好转，则 8/9 月 2011 年春夏装订货会增速很可能进一步提高，国内纺织服装零售市场好转趋势进一步明确，企业效益增速将继续提高；

五一有短假期，再加上全面进入夏装销售季节，我们认为届时市场将不断得到好消息，纺织服装零售板块可能再次出现投资机会，继续建议重点关注：七匹狼、罗莱、富安娜、美邦、伟星、星期六、报喜鸟和探路者，香港上市的安踏、宝姿、百丽等也值得关注。

未来纺织品服装出口平稳复苏，我们建议关注鲁泰和伟星

09 年出口形势基本符合我们预期，09 年一季度基数比较低，导致 10 年同比增幅较大，全年单月出口同比增幅将出现前高后稳的格局。在 10 年出口继续平稳复苏的情况下，考虑到纺织行业集中度过低，出口企业众多，众多中小型企业将抢夺新增订单，业绩增速能够达到或者超过行业均值的出口型企业并不多，我们建议关注鲁泰（出口比例 80%）和伟星（直接和间接出口占比近 40%）。

09 年下半年以来，纺织原料价格大幅飙升，特别是 4 季度冻结了超过一年的劳动力成本再度提高，这些都给 2010 年出口和生产型企业带来不利影响。09 年是订单下降、毛利率提高，而 10 年将是订单上升、毛利率下降，订单和毛利率 PK，我们倾向于毛利率对企业影响略大些，因此 2010 年出口和生产型企业业绩增速可能低于 09 年。

海外对人民币升值施加强大压力，如果开始升值，纺织服装出口必然受到影响，对企业效益影响大于对行业效益影响。

2 季度后半段，纺织原料仍可能有趋势投资机会

我们认为今年纺织原料仍可能大幅波动，每年 3-5 月和 8-11 月是传统原料旺季，旺季往往意味着价格上涨，因此之前的时间窗口值得关注。由于粘胶短纤在 09 年涨幅较大，而且原料棉短绒价格弹性大于短纤，因此我们认为 10 年氨纶价格涨幅可能大于粘胶短纤。

我们一直认为强周期的原料产品，介入时机最好是传统淡季，因为即将到来的旺季涨价给市场带来诸多想象。5 月底到 8 月初，再次迎来原料传统淡季，届时氨纶、粘胶企业或存在趋势投资机会。

我们依然建议关注氨纶行业的华峰氨纶、友利控股和烟台氨纶，粘胶短纤行业的山东海龙、澳洋科技和新乡化纤。

元旦至今涨跌幅较大的纺织个股情况

元旦至今大盘下跌，上证指数下跌 6.7%，深证成指下跌 10.3%，纺织板块逆势上涨，板块平均涨幅 7.1%，下跌公司有 24 家，占比 26%，市场已经对行业复苏作出反应，而且纺织板块重组、题材股众多，相应涨幅居前。元旦至今涨跌幅前列的个股组成复杂，重组概念和题材出现在涨幅榜中，跌幅榜中前期经过一番炒作的重组和题材个股位列其中。

图表 1：元旦至今纺织个股涨跌幅前十名

股票代码	股票名称	2010年至今涨幅 %	股票代码	股票名称	2010年至今跌幅 %
600272	开开实业	27.9	002042	华孚色纺	-4.0
002044	江苏三友	24.7	000687	保定天鹅	-5.6
600884	杉杉股份	24.1	000726	鲁泰 A	-6.0
002036	宜科科技	23.3	600273	华芳纺织	-6.1
002193	山东如意	22.6	600448	华纺股份	-7.3
600851	海欣股份	22.1	000677	山东海龙	-8.0
600689	上海三毛	21.8	002154	报喜鸟	-8.7
600483	福建南纺	20.3	002015	霞客环保	-10.6
002127	新民科技	20.1	002239	金飞达	-11.6
600510	黑牡丹	19.1	600359	新农开发	-11.7

来源：聚源数据、国金证券研究所（剔除 ST 类股）（截止到 3 月 26 日）

行业逐渐复苏：出口增长相对平稳，内销拉动力量加大

前 2 月行业收入和利润总额分别同比增长 27.5% 和 79.8%，利润增幅超过收入增幅

由于市场复苏、基数较低，行业效益增速飙升

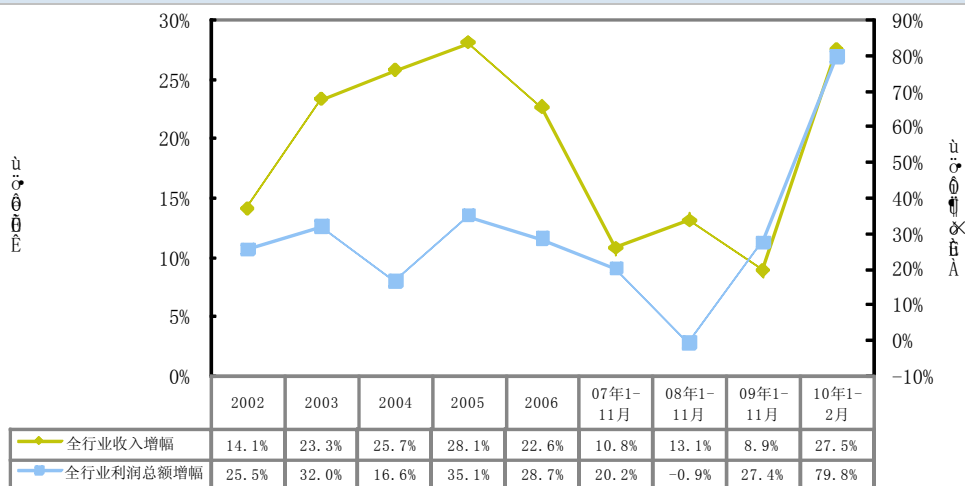
根据国家统计局数据（图表 2-7），纺织服装行业进入 2010 年，行业效益出现飙升，收入增幅已经达到行业 03 年-07 年全盛时期 20% 以上的水平，利润总额增速创下近年来新高。数据显示规模以上纺织企业前 2 月实现收入 5326 亿元、利润总额 223 亿元，分别同比增长 27.5% 和 79.8%，其中服装行业实现收入 1471 亿元、利润总额 74 亿元，分别同比增长 23.4% 和 26.1%，纺织业实现收入 3238 亿元、利润总额 125 亿元，分别同比增长 26.8% 和 88.3%；化纤行业实现收入 617 亿元、利润总额 23.5 亿元，分别同比增长 45.1% 和 1953%，三大子行业效益都出现明显增长。

纺织全行业效益大增，利润增幅明显超过收入增幅，情况与 03 年行业走出低谷时情况完全一样（图表 3），主要是 2010 年行业复苏，而 09 年同期出口非常低迷、内销增长处于低谷所致。

行业复苏和效益增长基本符合我们预期：

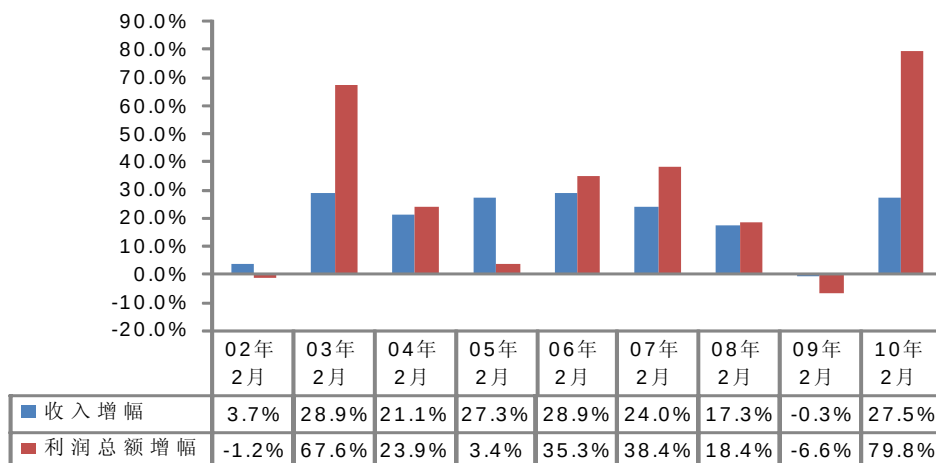
- 国内纺织服装零售增速快速回升，这是行业复苏的最关键因素；
- 作为生活必需品，国外市场需求刚性较强，而我国纺织服装竞争力世界第一，一旦欧美服装消费企稳，我国出口将出现增长。虽无准确数据，但一般认为出口与内销各占半壁江山，出口企稳并增长，无疑有利于行业复苏（具体分析见后）；
- 尽管纺织原料涨价，但市场处于复苏期，成本向下游转嫁相对容易；而 09 年初尽管成本更低，但开工率较低直接影响企业效益，这是行业利润增幅远超过收入增幅的主要原因；
- 经济危机使得许多中小纺织企业倒闭，有利于行业整合，也有利于市场竞争环境的改善，也有利于中大型企业经营。

图表 2：纺织全行业效益增长情况



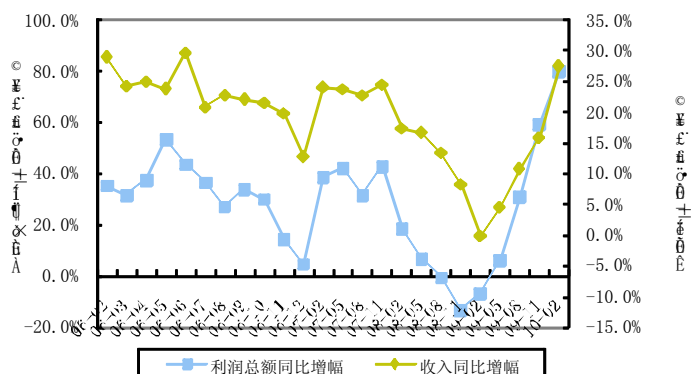
来源：中经网数据、国金证券研究所（全行业包括服装、纺织和化纤三大子行业，某些统计数据包括纺织行业，可能导致与本报告数据的差异）

图表 3：02 年以来历年前 2 月行业效益增长对比



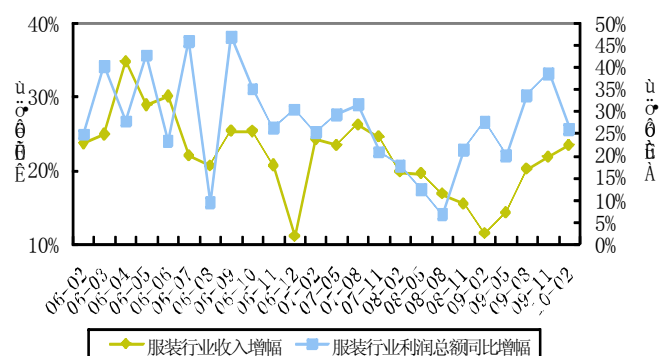
来源：中经网数据、国金证券研究所

图表 4：全行业 06 年以来逐月效益增长情况

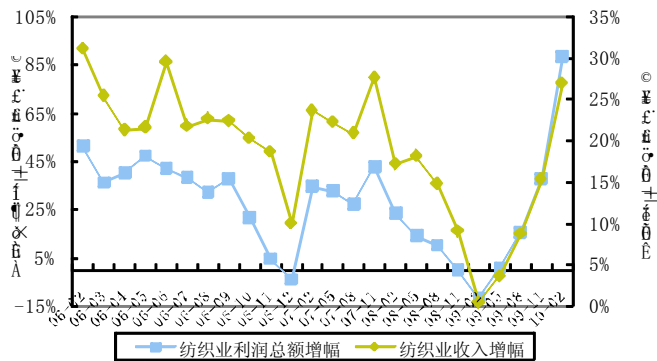


来源：中经网数据、国金证券研究所

图表 5：服装行业效益增长情况

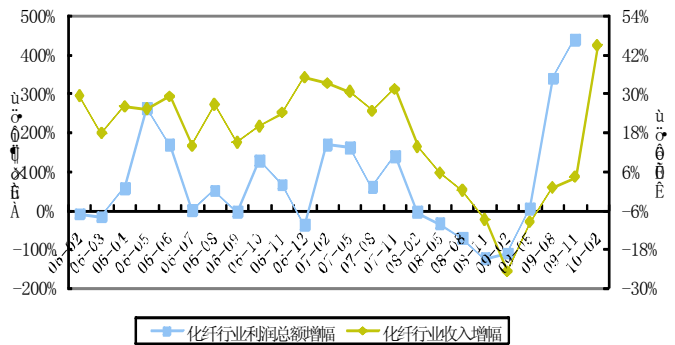


图表 6：纺织业效益增长情况



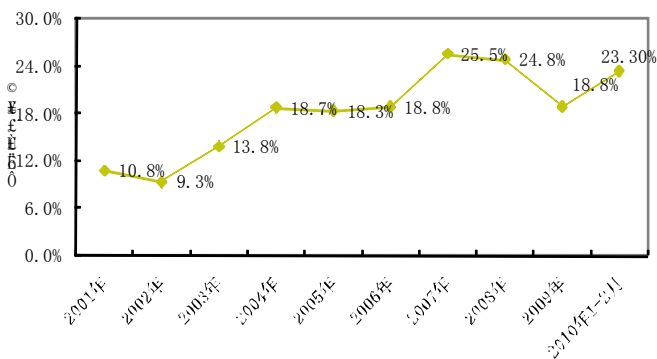
来源：中经网数据、国金证券研究所

图表 7：化纤行业效益增长情况



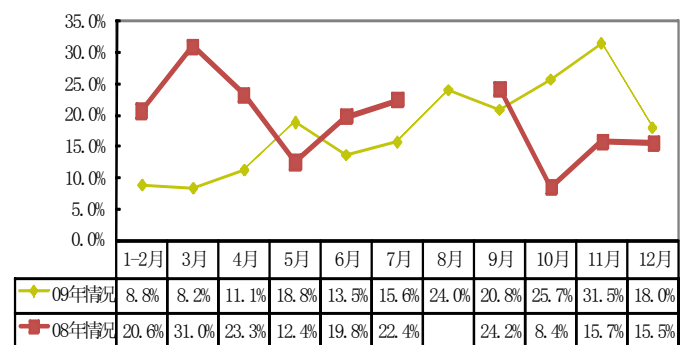
国内纺织服装零售复苏趋势明确

图表 8：近年国内批发零售服装纺织品总额同比增幅



来源：中经网数据、中华全国商业信息中心、国金证券研究所(中华商业信息中心尚未公布 2010 年最新数据)

图表 9：09 年全国百家重点商场服装零售变化情况



国内纺织服装零售增速逐渐回升，09 年批发零售服装纺织品总额同比增幅达到 18.8%，10 年前 2 月该数据提高到 23.3%，复苏趋势明显

08 年下半年以来，国内服装零售市场结束了多年来持续旺销的局面，增速明显降低，进入 09 年，从统计数据看，国内服装市场开始好转，上半年增速较往年 20%左右的增速仍有差距，但下半年增速提高至 20%以上，已经达到 08 年之前水平（图表 8、9）。增速回升，与居民消费意愿增强、大范围促销和冬季较长时间寒冷促进冬装销售有关。

随着经济好转、居民收入，包括农民工收入提高，我们认为 2010 年国内服装销售逐渐复苏已经明确，不确定的是复苏力度，尽管存在该不确定性，但我们认为已经上市的品牌服装企业，作为龙头企业能够充分利用行业整合的机会，进一步抢占市场份额，效益增速有望不断提高：

- 市场分化和整合加剧，一些中小型品牌服装企业倒闭或者经营困难，为市场提供了代理商资源、顾客资源和店铺资源；
- 龙头企业充分利用行业整合良机，谨慎扩张销售网络和店铺，为未来发展奠定基础；
- 经过一年多的消化，特别是冬装旺销，服装零售渠道库存压力缓解，资金情况有所改善。

尽管国内纺织服装零售渠道库存压力减轻，但零售企业库存处于较高水平，再加上对经济危机余悸尚存，3/4 月订货会虽有增长，但增速不会太高，我们初步预计在 10%左右，超市预期的可能性相对不大。2010 年剩下 9 个月中，我们认为还有两个时间段值得关注，首先是 4 月中下旬开始的夏装销售，夏装销售情况往往预示着秋冬装市场冷暖，我们预计今年夏装销售情况良好；其次是 8/9 月期间零售企业召开的 2011 年春夏装订货会，我们认为再经过半年多时间，无论品牌企业还是渠道企业，信心将进一步增强，库存将

进一步降低，订货会合同金额有望较 3/4 月的 10%明显提高，初步估计在 20%左右。

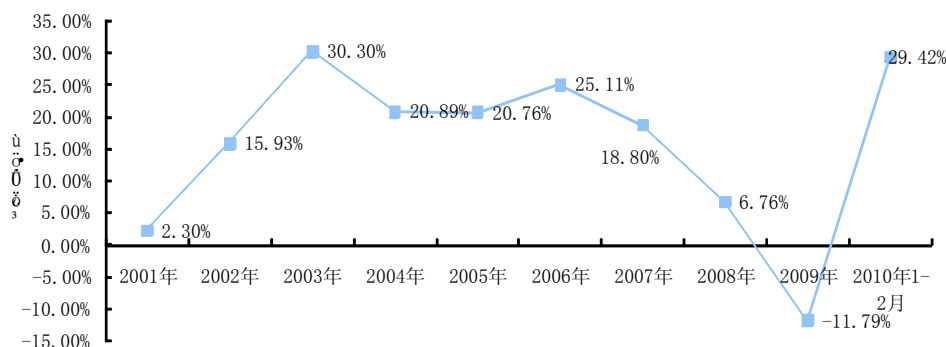
基于以上两个重要时间窗口判断，我们认为 2 季度纺织服装零售板块将再次迎来投资机会。

前 2 月纺织品服装出口增幅飙升，主要源于基数较低，未来出口缓慢复苏中

2009 年纺织服装出口额 1609 亿美元，其中服装和纺织品分别为 992.8 亿和 616 亿美元，三者分别下降了 10.5%、11.8%和 8.3%。全年出口数据完全符合我们 08 年底下降 10%左右的预期。

由于欧美经济逐渐复苏，需求有所回暖，再加上 08 年同期基数偏低，从 09 年 4 季度开始出口降幅有所收窄，进入 2010 年，这种趋势进一步发展，1 月纺织品服装出口 150.6 亿美元，其中服装和纺织品 93.4 和 57.2 亿美元，出口值一年多以来首次转正，达到 2.38%，纺织品同比增长 16.5%，而服装仅同比下降 4.7%；2 月三者出口金额分别为 122.3 亿美元、75.4 亿美元和 46.9 亿美元，三者增速达到创纪录的 91%、98.2%和 80.6%。2 月出口增速创纪录主要是 09 年同期基数较低缘故，由于次债危机影响，09 年 2 月服装和纺织品分别下降了 37.6%和 32.9%；此外，欧美需求有所复苏也是出口增长的主要原因。纺织品出口好于服装，主要是世界纺织生产中心逐渐向印度和东南亚转移，他们迫切需要中国生产的面料用以加工服装。

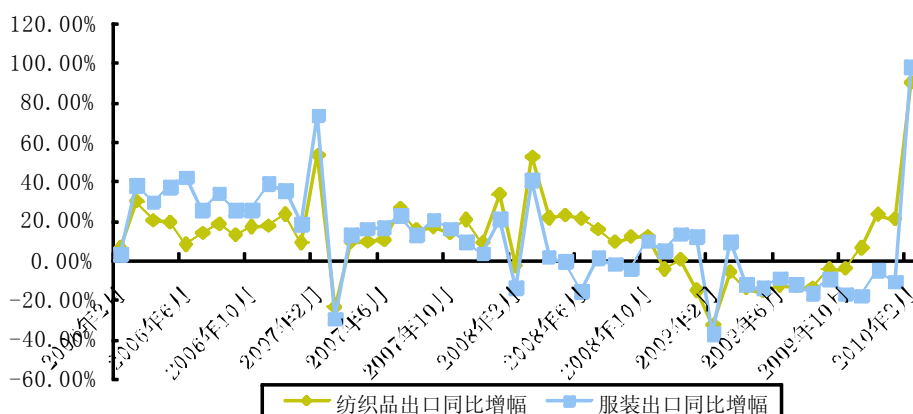
图表 10：历年纺织品服装出口总额情况



来源：第一纺织网、国金证券研究所

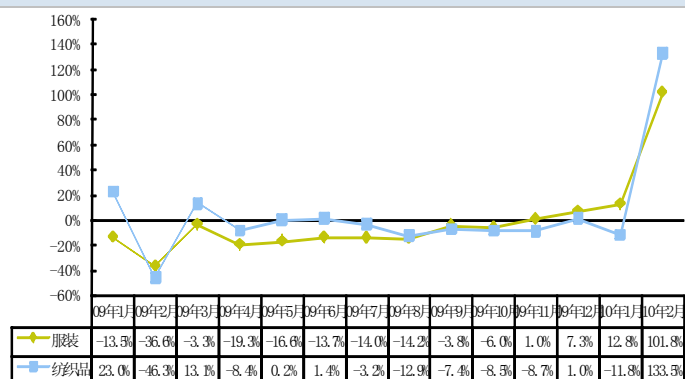
纺织品服装 2009 年累计出口 1609 亿美元，同比下降 10.5%。2010 年 1 月出口增速由负转正，同比增长 2.38%，2 月由于基数较低缘故，增速达到创纪录的 91%。仍维持全年出口平稳复苏判断不变

图表 11：近期服装纺织品出口增长情况



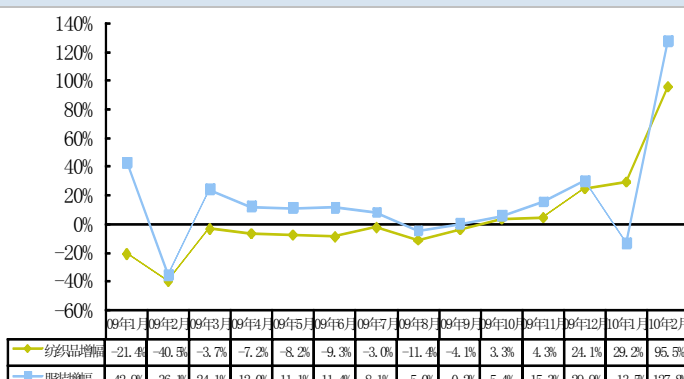
来源：第一纺织网、国金证券研究所

图表 12：09 年以来对欧盟出口



来源：第一纺织网、国金证券研究所

图表 13：09 年以来对美国出口



我们认为 2010 年出口继续平稳复苏

我们注意到欧美纺织服装零售虽出现增长，但是在 09 年初低基数上的小幅增长，在欧美消费复苏前，纺织行业出口将继续平稳复苏，大幅波动的可能性不大，仍维持 2010 年全年出口增长个位数判断不变，全年月度出口增幅可能呈现前高后稳的局面：

- 根据服装贸易流程，欧美服装消费复苏后，1-3 个月内，企业订单回升，3-6 个月后海关出口数据开始增长，考虑当前欧美服装消费情况，我们认为 2010 年出口继续平稳复苏；
- 未来美国复苏可能快于欧盟，对美国出口将好于欧盟；

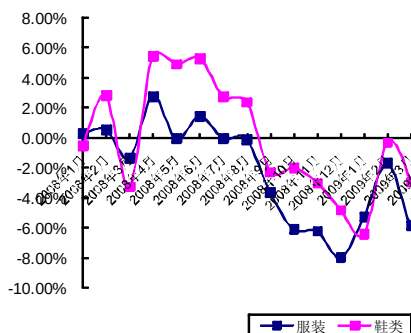
目前欧美服装消费已有所分化，美国同比增速已经由负转正，而且库存处于较低水平（图表 6，8,9），而近期希腊、葡萄牙等国受到经济危机影响加剧，欧元开始下跌，表明欧元区经济复苏很可能滞后于美国，服装消费仍可能低位徘徊（图表 7）；

由于人民币采取盯住美元的汇率政策，欧元下跌意味着人民币相对欧元升值，对我国纺织服装对欧盟出口也将产生不利影响。

- 09 年纺织品服装出口降幅不大，与我国吸引墨西哥、香港、韩国等地订单有关，而印度、东南亚对美出口数据表明，世界纺织生产基地向劳动力成本较低地区的再次转移自 05 年前后开始一直在持续进行中，这也是未来我国纺织出口难以再现高速的主要原因。

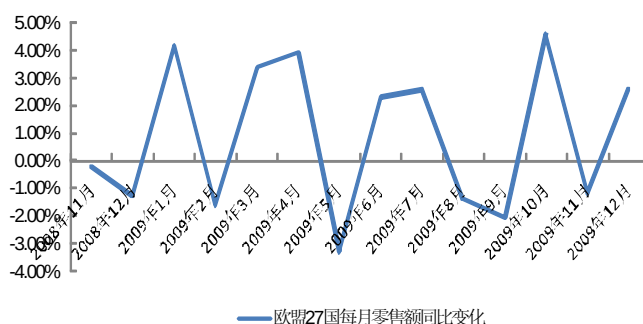
从美国海关统计数据来看（图表 18），上半年来自越南、中国、印度、巴基斯坦等国的纺织产品并没有明显降低，经济危机降低了上述几国的生产成本，性价比明显提高，而墨西哥、香港、韩国等愿望出口国降幅明显，订单进一步向越南、中国、印度等国转移。

图表 14：08 年以来美国服装零售每月同比增长



来源：据美国统计局和欧盟统计数据、国金证券研究所

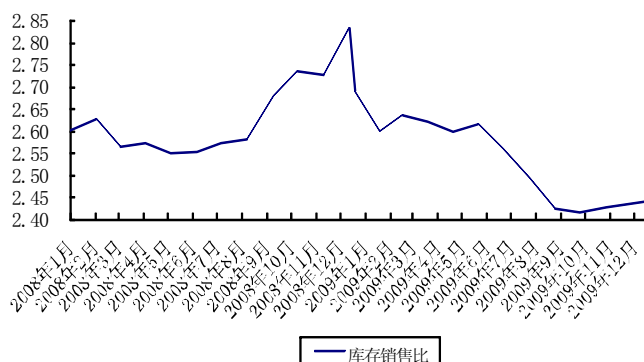
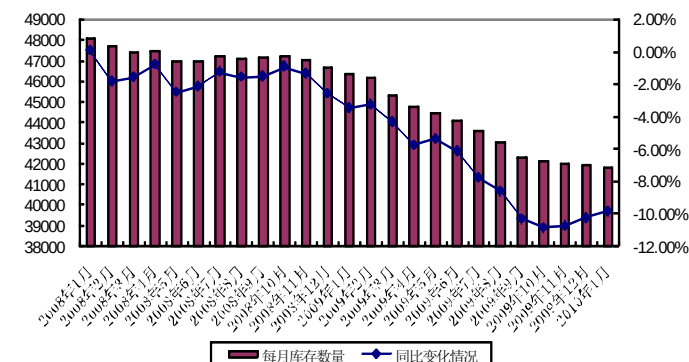
图表 15：近期欧盟 27 国服装零售每月同比增长



图表 16：美国服装库存情况

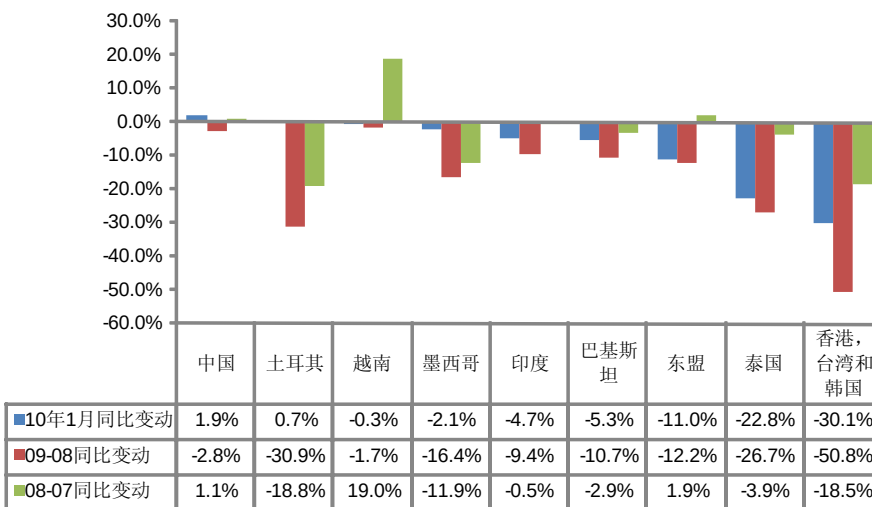
单位：百万美元

图表 17：库存销售比变化



来源：据美国统计局和欧盟统计数据、国金证券研究所

图表 18：美国从几个主要纺织服装生产国进口纺织产品情况（金额同比）



来源：根据美国商务部统计数据（office of Textiles and Apparel）、国金证券研究所

固定资产投资增速继续提高

09 年全行业累计固定资产完成额为 3093 亿元，同比增长 13.79%，已经超过 08 年水平。进入 2010 年，增速进一步提高，达到 24.7%，基本恢复到危机前水平

07 年纺织全行业完成固定资产投资额 2555.6 亿元，同比增长 24.9%，进入 08 年增速快速下滑，1—12 月全行业完成固定资产投资 2718 亿元，同比仅增长 6.36%，是 2000 年以来最低增幅（图表 21），进入 09 年，一季度仍惯性下跌，4 月开始明显反弹，增速逐月提高（图表 19-20），使得 09 年全年累计完成额 3093 亿元，同比增长 13.79%，高于 08 年，其中服装 1051 亿元、纺织业 1768 亿元，三者分别同比增长 13.79%、17.3%和 15.3%，化纤 274 亿元，同比下降 4.9%。

进入 2010 年，增速进一步提高，前 2 月全行业完成固定资产投资额 217.1 亿元，同比增长 24.7%，其中服装、纺织业和化纤分别为 75 亿、121.5 亿和 20.6 亿元，分别同比增长 20.7%、31.8%和 4.5%。增速基本恢复到危机爆发之前水平，主要原因在于内销服装增长较快，其次是出口平稳复苏。

行业固定资产投资额的恢复预示着行业继续复苏。