

纺织服装行业 2010 年 3 季度报告

评级：增持 维持评级

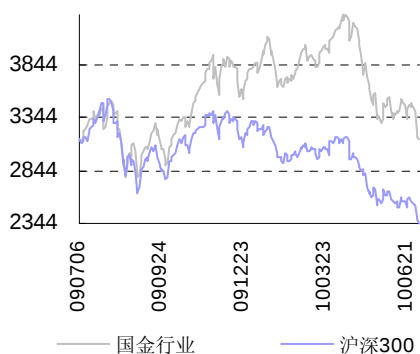
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

继续看好纺织服装零售，不惧调整

市场数据(人民币)

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	3130.73
沪深 300 指数	2534.11
上证指数	2382.90
深证成指	9227.89
中小板指数	5091.66



相关报告

1. 《纺织服装原材料周报》，2010.4.23
2. 《4 月 12 日至 16 日纺织原料价格周报》，2010.4.17
3. 《4 月 6 日至 9 日纺织原料价格周报》，2010.4.11

投资建议

- **行业策略：**近期市场调整，前期一直强势的纺织服装零售板块也有一定调整，我们始终认为纺织服装零售企业具有短中长期投资价值：
 - ◆ 3/4 月的订货会超过市场预期，当前市场销售情况正常，我们认为 8/9 月订货会仍可能延续上半年的发展趋势；
 - ◆ 国内纺织服装零售市场逐渐复苏，未来公司业绩可能以 20 或 30%（包括中报），甚至更高的速度增长；
 - ◆ 目前市场明显好于 08 年下半年，而且企业大多采取谨慎扩张的经营策略，类似 08 年中期那种措手不及的情况不会发生；
 - ◆ 我们认为纺织服装零售企业一直处于当时市场认为合理估值的上限，宜采取买入并持有的投资策略，除非公司经营策略不符合当时市场情况。
- **推荐组合：**仍然建议重点关注七匹狼、伟星、罗莱、富安娜、梦洁、报喜鸟和星期六等公司。

行业观点

- 2010 年前 5 月行业继续复苏：
 - ◆ 前 5 月实现收入 15922 亿元、利润总额 700.1 亿元，分别同比增长 26.3%和 64%，较前 2 月的 27.5%和 79.8%有所降低；
 - ◆ 国内纺织服装零售增速保持高位，前 5 月批发零售服装纺织品总额同比增长 23.1%，接近历史最高水平，与前 2 月增速相当；
 - ◆ 1-5 月纺织品服装、纺织品、服装分别出口 680.6、293 和 387 亿美元，增速分别为 18.6%、30.5%和 10.9%，较一季度有一定程度回落；
 - ◆ 行业效益增速较年初回落，一方面与基数变化有关，另一方面是劳动力成本上升和原料价格同比上涨所致。
- 棉价波动取决于资料、政策和需求之间的博弈，我们认为 7-8 月棉价拐头向下的可能性较大，而纺织产业链储存了大量棉花，棉价下跌实际对行业效益的不利影响远超过棉价上涨；
- 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 20%左右的较高增长，而由于欧美经济复苏缓慢，出口增速在个位数；
- 全年原料价格呈倒 V 形，原料价格暴涨暴跌严重影响企业和行业效益增长，再加上劳动力成本上升、人民币升值等不利因素，预计全年行业效益增速前高后低，下半年利润增速下滑速度超过收入；
- 由于粘胶短纤和氨纶旺季时降价，我们认为下半年再次上涨难度较大。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，纺织原料投资机会可能需要到 11 月后的淡季才能再次来临。

风险提示

- 租金过高影响纺织服装零售企业店铺扩张；
- 纺织服装零售主要系统风险在于宏观经济发展状况，如果宏观经济二次探底，消费必然受到影响。

张斌 分析师 SAC 执业编号：S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

刘宇袖 联系人
(8621)61038285
liuyx@gjzq.com.cn

行业内重点公司投资评级（人民币）

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	09EPS (元)	EPS 10%09	10EPS (元)	EPS 11%10	11EPS (元)	09PE	10PE	11PE	投资 评级	上期 评级
002029	七匹狼	28.75	0.721	32.45%	0.955	36.02%	1.299	39.88	30.10	22.13	买入	买入
002003	伟星股份	16.78	0.857	24.04%	1.063	31.04%	1.393	19.58	15.79	12.05	买入	买入
002293	罗莱家纺	50.00	1.083	33.43%	1.445	32.11%	1.909	46.17	34.60	26.19	买入	买入
002327	富安娜	41.84	0.836	39.71%	1.168	33.13%	1.555	50.05	35.82	26.91	买入	买入
002397	梦洁	52.36	1.406	3.56%	1.456	30.49%	1.900	37.24	35.96	27.56	买入	买入
002154	报喜鸟	23.30	0.639	28.33%	0.820	19.88%	0.983	36.46	28.41	23.70	买入	买入
002291	星期六	15.22	0.407	16.22%	0.473	26.00%	0.596	37.40	32.18	25.54	买入	买入

来源：国金证券研究所

2010 年 3 季度行业投资策略：继续看好纺织服装零售，不惧调整

继续坚定看好纺织服装零售企业，短中长期都有投资价值

3 季度建议重点关注 8/9 月订货会情况，市场调整时继续坚定看好纺织服装零售企业，重点关注七匹狼、伟星、罗莱、富安娜、梦洁、报喜鸟和星期六

从基本面的短中长时间来看：

短期：众多品牌 3/4 月召开的今年秋冬装订货会都取得不错成绩，市场反映居民消费意愿稳步上升；我们始终认为纺织服装零售企业业绩波动小，预计中报业绩大致与年报预期相当；我们预计 8/9 月的明年春夏装订货会增速有望达到甚至超过 3/4 月订货会水平；

中期：未来随着市场复苏，而纺织服装零售企业大多采取谨慎扩张策略，有望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。

3 季度投资策略：

图表1：重点纺织服装零售企业分析

	看好理由
七匹狼	休闲服市场快速发展；公司是国内休闲服品牌经营模式的创始者和领先者，即加盟制+专卖店+灵活多变的市场营销+符合流行适销的产品，品牌经营水平在国内首屈一指；未来业绩可能以30%左右的速度高速持续增长
罗莱、富安娜和梦洁，三大家纺品牌	家纺市场快速发展，而且市场重点逐渐向居民日常生活消费方向转变；尽管品牌经营水平不如七匹狼，但家纺市场竞争弱于休闲服，先发和渠道优势明显，三大家纺企业同享市场盛宴。预计未来业绩可能以30%左右速度持续增长
伟星	约60%的销售来自于国内如报喜鸟、美邦和七匹狼这样的大中型品牌服装企业，而公司销售、研发和生产之间完美结合，内部管理和经营水平国内最高，尤其销售服务能力明显领先国内同行。未来可能以20%左右的速度持续增长，由于公司客户是国内纺织服装零售行业，具有一定议价能力，业绩增长的风险相对较低
报喜鸟	西服行业平稳发展，公司是国内西服品牌的龙头企业，品牌经营策略符合西服和商务男装发展状况；稳妥推进圣捷罗品牌建设。预计中长期业绩可能以20%速度持续增长
星期六	鞋类市场竞争弱于休闲服，龙头企业具有先发和渠道优势，但整体发展尚无家纺这样的重大转变，增速可能不如家纺；公司未来业绩亮点来自于索菲亚和菲波利尔等新品牌，但新品牌业绩仍需时间检验

来源：国金证券研究所

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，以及 3/4 月间订货会的超预期增长。我们认为 3 季度应关注 8/9 月订货会情况，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、伟星、罗莱、富安娜、报喜鸟、梦洁、星期六。

近期大盘连续下跌，纺织服装零售板块也出现一定调整，主要是市场对于超过 30 倍的估值有担心。我们认为今年以及未来纺织服装零售板块的业绩增长问题不大，市场只是担心估值，调整只是短期的。

08 年底时，七匹狼、报喜鸟最低动态市盈率在 16-17 倍之间，伟星在 10 倍左右，但当时国内服装零售市场突遭冰冻，非常低迷，而当时几乎所有公司都处于高速发展期，零售突然下降导致库存急剧增加。我们认为目前大部分企业采取谨慎扩张的经营策略，库存情况明显好于 08 年，而且公司大多致力于提高内部管理和经营水平，因此调整至 08 年低估值水平可能性较小。我们始终认为纺织服装零售企业一直处于当时市场认为合理估值的上限，宜采取买入并持有的投资策略，除非公司经营策略不符合当时市场情况；而且面对调整，业绩增长有保证的企业抗风险能力更强。

未来纺织品服装出口平稳复苏，我们建议关注鲁泰

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。考虑到希腊债务危机对欧洲经济复苏的不利影响、国内劳动力成本持续上升、人民币汇率改革以及生产原料成本上升等不利因素，我们认为 2010 年生产和以出口为主的纺织企业将出现收入上升但毛利率下降的局面，我们建议关注鲁泰（出口比例 80%），该公司经营策略灵活、在 08 年危机时订单依然比较饱满，是一个比较好的配置品种。

3 季度，纺织原料趋势投资机会不大

今年以来粘胶短纤价格不断下跌，而且旺季时依然下跌不止；而氨纶更是在 5 月初的旺季开始下跌，因此粘胶和氨纶下半年价格仍可能下跌，至少难以上涨。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，因此，我们认为 3 季度进入传统旺季，但粘胶和氨纶企业投资机会不大，再次介入机会可能要到 11 月后的淡季。

2 季度内涨跌幅较大的纺织个股情况

2 季度大盘深幅调整，上证指数下跌 23.8%，深证成指下跌 26%，纺织板块算术平均下跌 21.6%，小于大盘。上涨公司只有 7 家，最大的天山纺织是重组股，未来成为一家矿产股，而我们一直看好的七匹狼、罗莱、富安娜和报喜鸟都榜上有名。在调整市场里，业绩持续增长、质地优良的公司值得青睐。此外中银绒业和如意都有再融资要求，从而导致股价上涨。纺织板块重组、题材股众多，下跌幅度较大的公司中，保定天鹅、开开、美尔雅、浪莎等下跌也就不足为怪；09 年以来化纤价格上涨使得股价飞涨，而今年以来化纤价格开始下跌，化纤股价也就应声而落，山东海龙、友利控股、湖北金环等跌幅居前。

图表 2：2 季度纺织行业个股涨跌幅前十名

股票代码	股票名称	2季度涨幅 (%)	股票代码	股票名称	2季度跌幅 (%)
000813	天山纺织	61.2	002394	联发股份	-38.0
002293	罗莱家纺	17.8	600630	龙头股份	-38.3
002154	报喜鸟	16.1	000687	保定天鹅	-38.6
002029	七匹狼	15.0	000584	友利控股	-39.3
002327	富安娜	7.8	600107	美尔雅	-39.6
000982	中银绒业	3.4	600272	开开实业	-41.5
002193	山东如意	0.6	000677	山东海龙	-42.0
			600063	皖维高新	-42.1
			000615	湖北金环	-43.0
			600137	浪莎股份	-43.1

来源：聚源数据、国金证券研究所（剔除 ST 类股）（涨跌幅区间为 4 月 1 日至 6 月 30 日）

行业逐渐复苏：出口增长相对平稳，内销拉动力量加大

由于市场复苏、基数较低，行业效益增速飙升

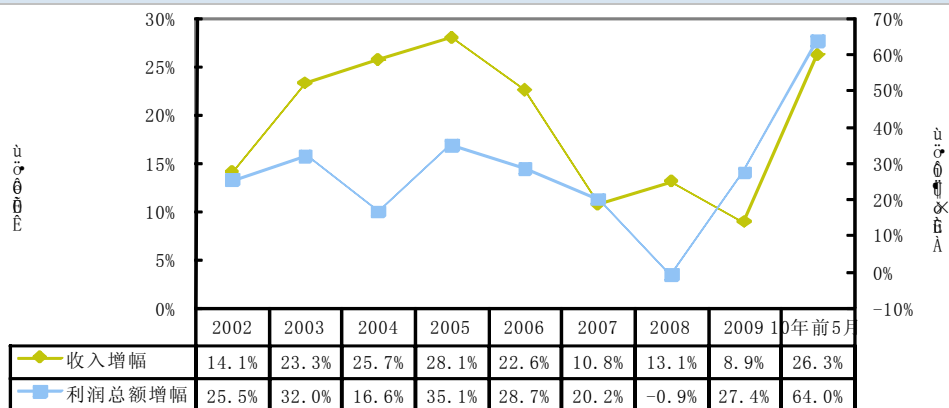
前 5 月行业收入和利润总额分别同比增长 26.3%和 64%，利润增幅仍超过收入增幅，但差距在缩小

根据国家统计局数据（图表 3-7），2-5 月，行业利润增速较年初时尽管有所降低，但仍达到 57.6%这样的高速，仍然超过行业收入 25.7%的增长水平。数据显示规模以上纺织企业前 5 月实现收入 15922 亿元、利润总额 700.1 亿元，分别同比增长 26.3%和 64%，其中服装行业实现收入 4283 亿元、利润总额 128 亿元，分别同比增长 25.1%和 32.5%，纺织业实现收入 9815 亿元、利润总额 417.8 亿元，分别同比增长 25.6%和 67.6%；化纤行业实现收入 1825 亿元、利润总额 80.7 亿元，分别同比增长 33.1%和 217.6%，三大子行业效益都出现明显增长，纺织业和化纤利润增速和收入增速的差距都在缩小。

2-5 月行业效益波动与年初时基本一致，行业复苏和效益增长继续符合我们预期，前 5 月影响行业效益的主要因素仍没有大的变化：

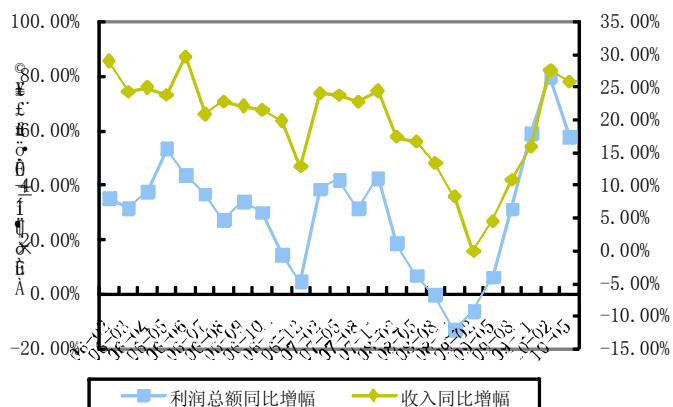
- 国内纺织服装零售快速增速保持，这是行业复苏的最关键因素；
- 我国纺织服装竞争力世界第一，出口平稳复苏；
- 尽管纺织原料涨价，但市场处于复苏期，成本向下游转嫁相对容易；而 09 年初尽管成本更低，但开工率较低直接影响企业效益，这是行业利润增幅远超过收入增幅的主要原因；
- 经济危机使得许多中小纺织企业倒闭，有利于行业整合，也有利于市场竞争环境的改善，也有利于中大型企业经营。

图表 3：纺织全行业效益增长情况



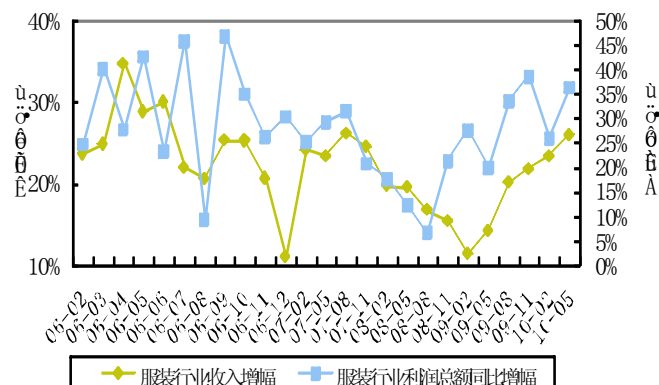
来源：中经网数据、国金证券研究所（全行业包括服装、纺织和化纤三大子行业，某些统计数据包括纺织行业，可能导致与本报告数据的差异）

图表 4：全行业 06 年以来逐月效益增长情况

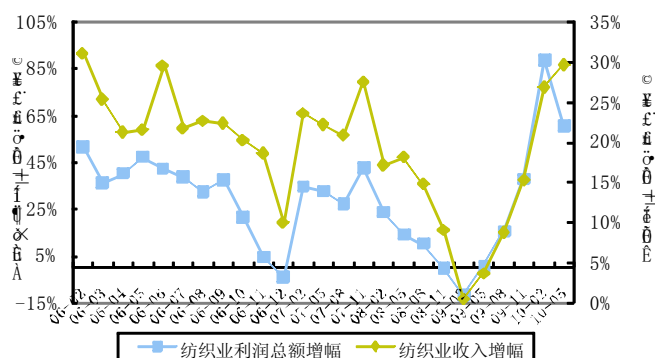


来源：中经网数据、国金证券研究所

图表 5：服装行业效益增长情况

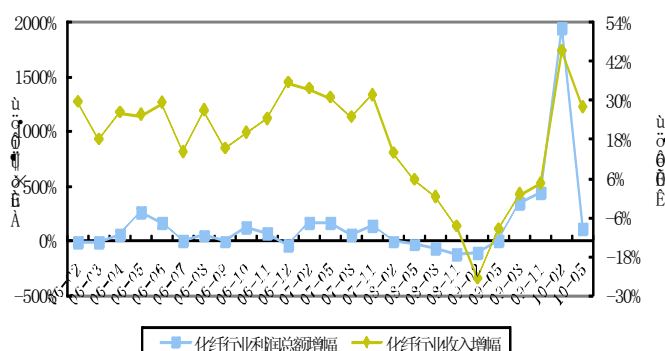


图表 6: 纺织业效益增长情况



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



尽管上半年利润总额增速仍远超过收入增速,但我们仍维持原有判断不变,即 2010 年收入增速与利润总额增速接近。目前除棉花以外的其它原料都在降价,化纤行业效益增速明显下降已经开始(图表 7);随着劳动力成本上升、升值和欧洲债务危机影响逐渐体现,以及 09 年后半年效益基数较好,今年下半年纺织业和服装利润总额增速都将下滑。

国内纺织服装零售复苏趋势明确

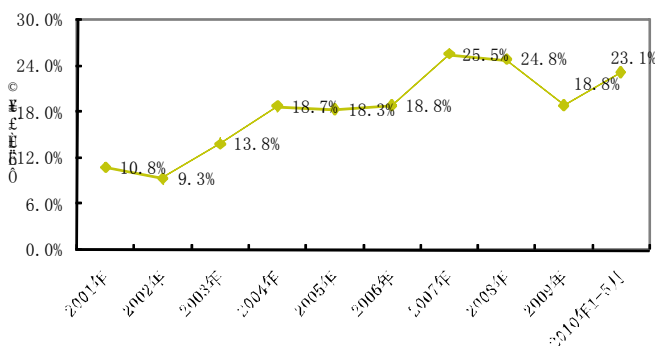
进入 09 年,国内服装市场开始好转,上半年增速较往年 20%左右的增速仍有差距,但下半年增速提高至 20%以上,已经达到 08 年之前水平(图表 8、9),使得 09 年全年批发零售服装纺织品总额增速达到 18.8%,进入 2010 年,增速进一步回升,前 5 月达到 23.1%,基本达到前几年的高水平。这与居民消费意愿增强、大范围促销和冬季较长时间寒冷促进冬装销售有关。

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,已经上市的纺织服装零售企业,作为子行业龙头能够充分利用行业整合的机会,进一步抢占市场份额,效益增速有望维持并不断提高:

- 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,资金情况改善。

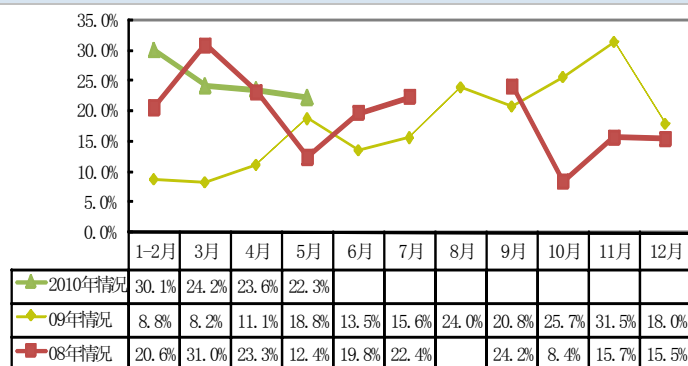
国内纺织服装零售增速逐渐回升,09 年批发零售服装纺织品总额同比增幅达到 18.8%,10 年前 5 月该数据提高到 23.1%,复苏趋势明显

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



由于国内纺织服装零售渠道库存压力减轻,以及居民消费意愿回升,许多纺织服装零售企业 3/4 月订货会增长超预期。我们预计 8/9 月期间零售企业召开的 2011 年春夏装订货会增速仍会维持甚至超过 3/4 月订货会水平。

目前影响零售企业扩张的主要障碍在于店铺租金和商场扣点过高,这只会延缓扩张速度不会改变增长趋势。我们预计下半年国内纺织服装零售增速仍将维持目前 20%左右的水平。

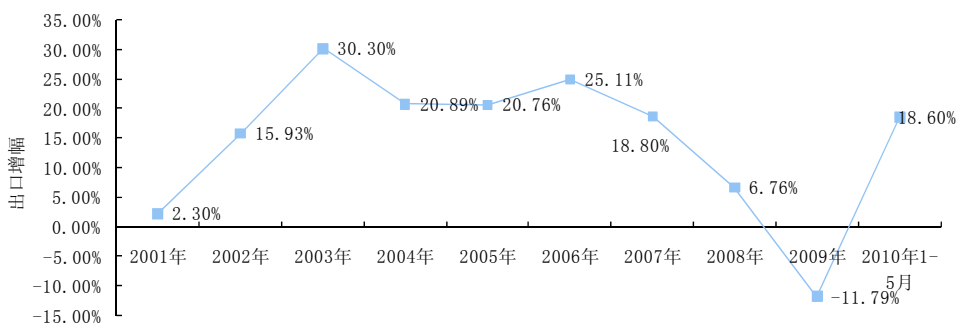
前 5 月纺织品服装出口增长,主要源于基数较低,未来出口缓慢复苏中

前 5 月纺织品服装出口 680.6 亿美元,同比增长 18.6%。由于欧洲债务危机以及成本上升,仍维持全年出口增长个位数预期不变

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。

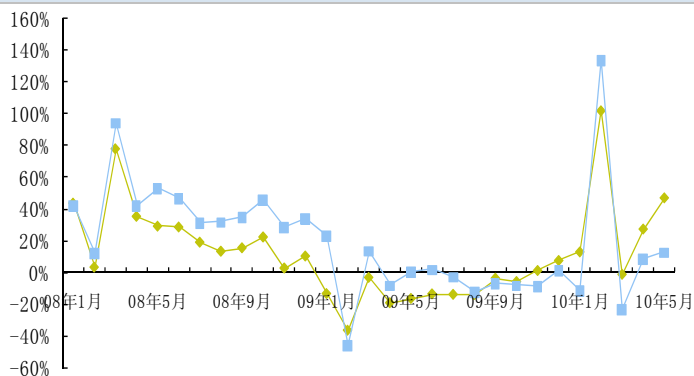
由于欧美经济逐渐复苏,需求有所回暖,再加上 08 年同期基数偏低,从 09 年 4 季度开始出口降幅有所收窄,进入 2010 年,由于基数缘故,1-2 月出口剧烈波动,但 3-5 月出口增速逐月提高,5 月纺织品和服装增速分别达到 41.1%和 27.6%,1-5 月纺织品、服装累计增速分别达到 30.5%和 10.9%,出口值达到 293 和 387 亿美元,纺织品服装总计出口 680.6 亿美元,同比增长 18.6%。基数低、原料涨价、欧美需求有所复苏是出口增长的主要原因。纺织品出口好于服装,主要是世界纺织生产中心逐渐向印度和东南亚转移,他们迫切需要中国生产的面料用以加工服装;而 5 月出口增速明显提高,我们认为是市场对人民币升值提前作出的反应。

图表 10: 历年纺织品服装出口总额情况



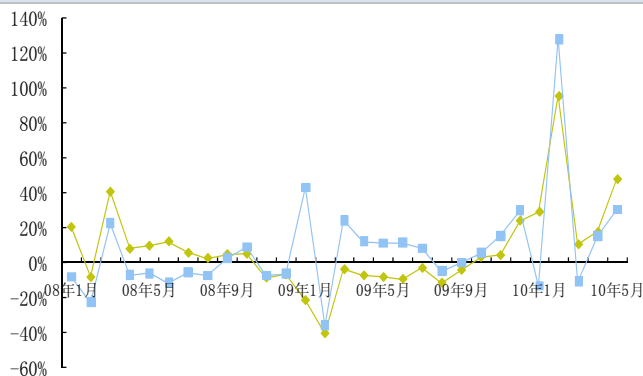
来源: 第一纺织网、国金证券研究所

图表 11: 08 年以来对欧盟出口



来源: 第一纺织网、国金证券研究所

图表 12: 08 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。未来,随着欧洲债务危机影响波及到纺织服装出口、人民币升值影响

开始显现、以及去年下半年基数提高，月度增速将回落，我们仍维持全年纺织品服装出口增速个位数预期不变：

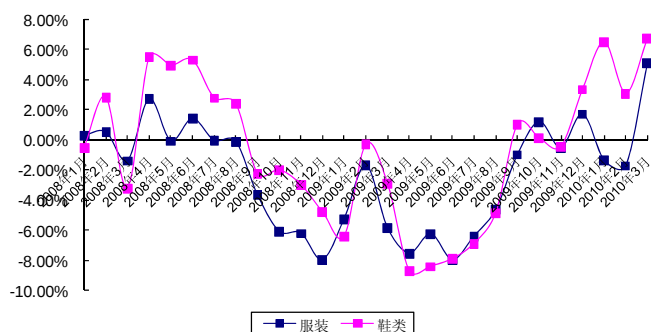
- 根据服装贸易流程，欧美服装消费复苏后，1-3 个月内，企业订单回升，3-6 个月后海关出口数据开始增长，考虑当前欧美服装消费情况，特别是欧洲债务危机，我们认为 2010 年出口继续平稳复苏；
- 人民币开始升值肯定对纺织品服装出口产生不利影响，但只要升值速度相对平稳，对行业整体出口影响相对较小，不会改变出口增长的趋势；
- 未来美国复苏可能快于欧盟，对美国出口将好于欧盟；

欧美的服装消费情况已经出现分化（图表 13-16）；

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。

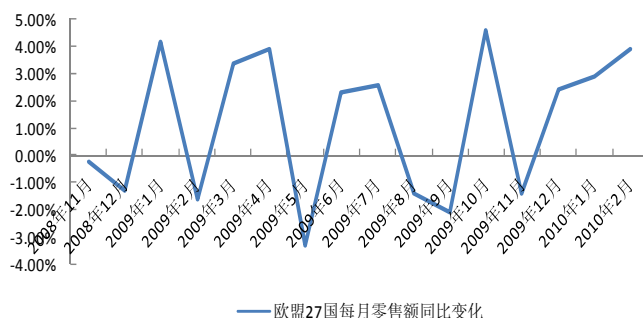
- 09 年纺织品服装出口降幅不大，与我国吸引墨西哥、香港、韩国等地订单有关(图表 16)，而印度、东南亚对美出口数据表明，世界纺织生产基地向劳动力成本较低地区的再次转移自 05 年前后开始一直在持续进行中，这也是未来我国纺织出口难以再现高速的主要原因。

图表 13：08 年以来美国服装零售每月同比增长



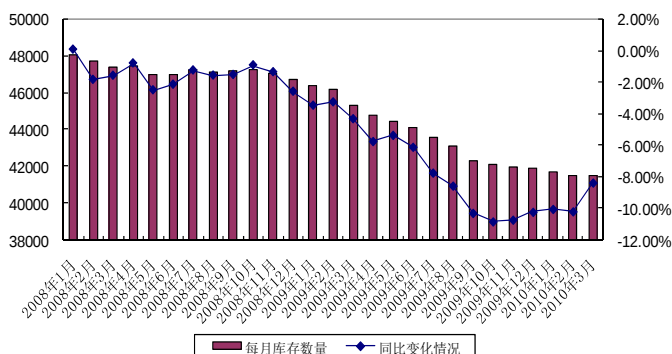
来源：据美国统计局和欧盟统计数据、国金证券研究所

图表 14：近期欧盟 27 国服装零售每月同比增长



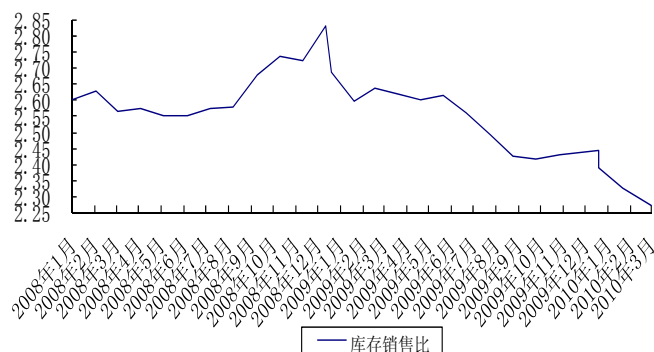
图表 15：美国服装库存情况

单位：百万美元

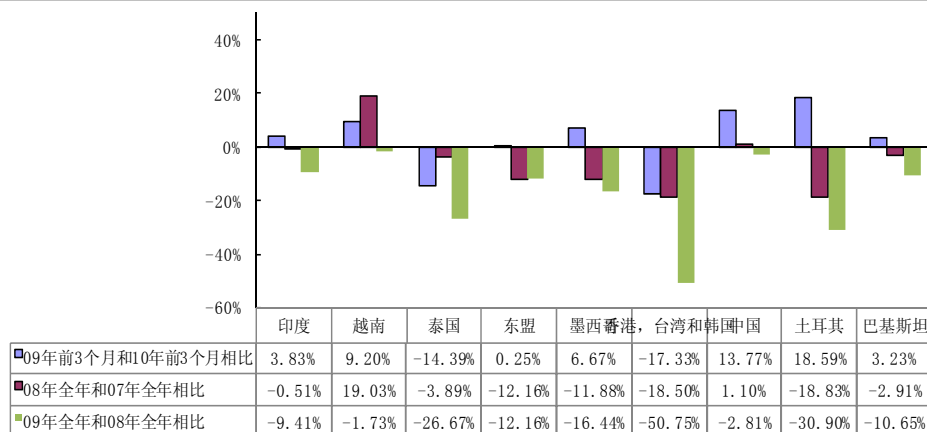


来源：据美国统计局和欧盟统计数据、国金证券研究所

图表 16：美国库存销售比变化



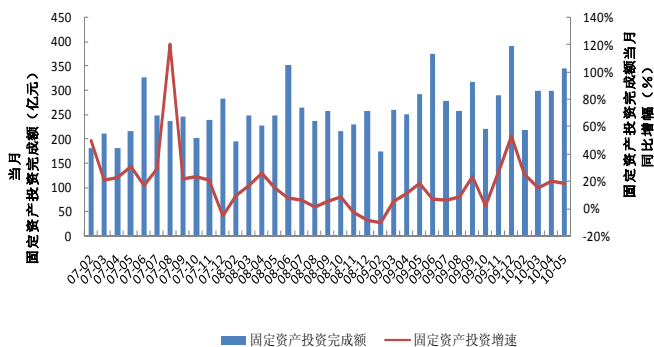
图表 17：美国从几个主要纺织服装生产国进口纺织产品情况（金额同比）



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

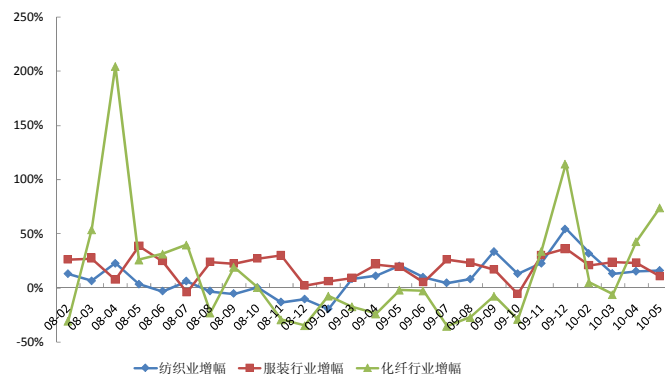
固定资产投资增速平稳，子行业有所分化

图表 18：07 年以来逐月固定资产投资完成情况



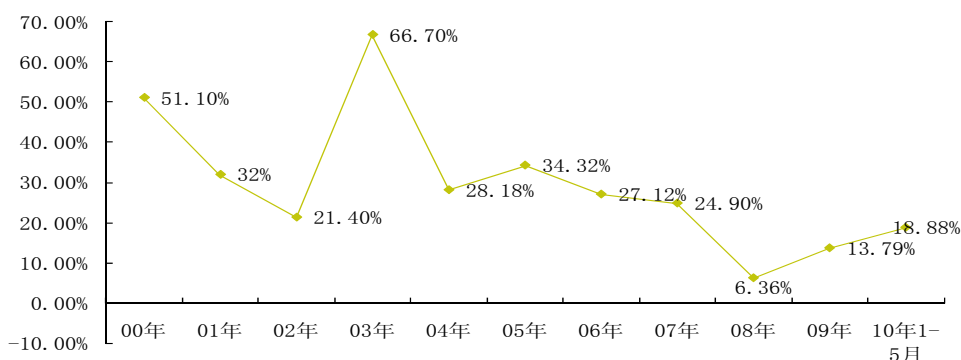
来源：中经网数据、国金证券研究所

图表 19：三大子行业固定资产投资当月完成情况



图表 20：2000 年以来纺织全行业固定资产完成额变化情况

纺织行业固定资产投资完成额增长情况



来源：中经网数据、国金证券研究所

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，1-5 月达到 18.8%，接近危机前水平

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 20），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 20-21），使得 09 年全年累计完成额 3093 亿元，同比增长 13.79%，高于 08 年。

进入 2010 年，增速进一步提高，前 5 月全行业完成固定资产投资额 1156 亿元，同比增长 18.88%，其中服装、纺织业和化纤分别为 390 亿、658.5 亿和 107 亿元，分别同比增长 19%、17.6%和 26.9%。增速接近危机爆发之前水平，主要原因在于内销服装增长较快，其次是出口平稳复苏。

我们也注意到 3-5 月纺织业和服装投资增速相对平稳，服装更是在 5 月出现下降，只有化纤逐月上升，这进一步证实了我们的判断，即未来行业复苏是相对平稳的，尚未达到 07 年之前水平。至于化纤行业投资增加，与投资滞后和基数较低有关，随着上半年价格下降，我们预计下半年化纤行业投资增速将回落。

下半年纺织原料旺季可能旺季不旺

图表 21：主要化纤品种产量和价格变化

	涤纶		氨纶	粘胶	
主要用途	服装和工业用途		服装	服装	
07年产量（万吨）	1917.7		14.6	154.3	
产量同比增幅	18.8%		34.80%	27.8%	
08年产量（万吨）	2004.6		20.2	131.9	
产量同比增幅	4.1%		0.2%	-10.2%	
09年产量（万吨）	2204.3911		20.3	151.2	
产量同比增幅	14.52%		21.2%	14.33%	
10年前4月产量（万吨）	742.15		8.79	65.59	
产量同比增幅	15.67%		64.5%	34.84%	
10年6月均价（元/吨）	涤纶短纤： 10216	涤纶FDY： 13249	氨纶40D： 52278	粘胶短纤： 19377	粘胶长丝： 34836
价格月度环比增幅	1.22%	-3.70%	-6.44%	0.35%	-1.87%

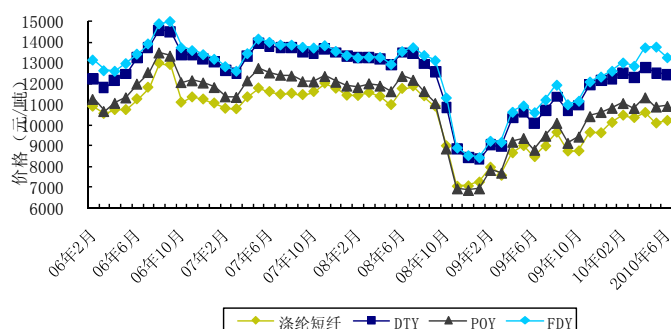
来源：中国化纤经济信息网、华通数据、国金证券研究所（上表价格均为月度均价）

纺织原料价格详细波动情况见每周的纺织原料价格周报。

涤纶

涤纶行业过度竞争，价格随油价波动而波动。

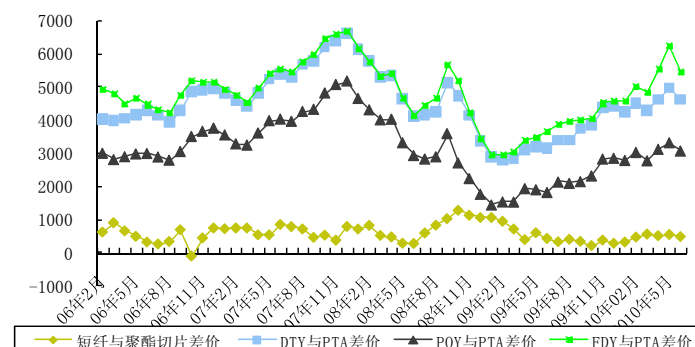
图表 22：涤纶长短丝价格



来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所

图表 23：涤纶长短丝与 PTA 价差

单位：元/吨



原料涨价推动粘胶短纤价格上涨

4 月以来，尽管棉短绒价格依然坚定，但粘胶短纤价格持续下跌，符合我们之前判断粘胶涨价因素中资金占比较大的分析

09 年以来，粘胶价格走势基本符合我们的预期（见之前的行业报告和化纤周报）。粘胶短纤价格从 09 年 2 月开始反弹，一路上涨，2010 年以后棉价高位盘整，近期上涨较快，导致原料棉短绒涨价，成本推动粘胶短纤从 1 月中旬的 18650 元涨至 4 月初的 20300 元，之后粘胶短纤价格不顾原料价格的高企，一路下跌，跌至目前的 18350 元左右。