

纺织服装

署名人: 孔军

S0960200010037

021-62178407

kongjun@cjis.cn

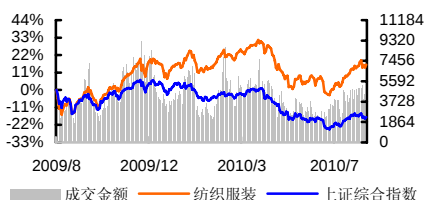
评级调整: 下调

行业基本资料

上市公司家数	63
总市值(亿元)	2787
占 A 股比例(%)	0.89%
平均市盈率(倍)	96.10

行业表现

(%)	1M	3M	6M
纺织服装	12.17	6.75	0.37
上证综合指数	3.40	-3.02	-14.67



相关报告

《纺织服装-上半年增长符合我们预期, 全年增长将超 10%》2010-7-13

《纺织服装-复苏中把握最先受益的子行业机会》2010-6-8

《纺织服装-出口继续保持增长, 升值对龙头企业影响有限》2010-5-12

纺织服装 7 月份出口分析

中性

三、四季度出口增幅将减缓, 预计全年出口增长 16%

2010 年前 7 个月, 纺织品服装在需求回升、价格上涨的推动下, 累计出口同比增长 22.99%, 继续保持较高的增长速度, 符合我们前期对出口形势的判断。下半年我们预计纺织品服装出口增速将出现减缓, 但由于上半年增长幅度较大, 预计全年纺织服装出口增长为 16% 左右。人民币升值和劳动力成本上升对行业中细分子行业龙头企业影响有限。我们仍建议重点关注: 印染、辅料子行业龙头, 以及纱线生产企业。

投资要点:

- **1—7 月纺服出口金额在需求回升、价格上涨的推动下呈现较大的增长, 仍然符合我们的预期。**前 7 个月, 我国纺织品服装累计出口 1096.66 亿美元, 同比增长 22.99%。其中, 纺织品累计出口 428.39 亿美元, 服装累计出口 668.27 亿美元, 增速分别为 32.75% 和 17.45%, 出口金额在需求回升、价格上涨的推动下继续保持较大增长, 符合我们对出口增长的判断。
- **纺织品出口增速继续大于服装, 全球纺织业景气度继续保持回升。**目前, 纺织品出口增速快于服装的增长速度, 这一状况已经持续了 10 个月, 且 2010 年前 7 个月纺织品出口额达到 428 亿美元, 超过 08 年的同期水平 (08 年同期为 387 亿美元)。这说明随着美国经济形势的好转, 全球纺织业景气度继续保持回升态势。
- **下半年三、四季度出口将继续增长, 但增幅将下降。**目前纺织服装出口型企业生产订单均已排满三季度, 因此国内纺织服装三、四季度的出口增长仍会得到保证, 但由于目前欧盟订单量有所下降, 加上去年三、四季度出口数据转好, 基数较高, 预计今年三、四季度出口增速将下降。
- **由于上半年增长幅度较大, 全年纺织服装预计增长幅度为 16%。**就全年的增长来看, 由于上半年的增长幅度较大, 同时三季度增长幅度不会下降多少, 我们认为全年纺织服装出口增长会在 16% 左右。
- **人民币升值、劳动力成本上升对于行业中细分子行业龙头企业影响有限。**纺织服装细分龙头有影响, 但由于龙头企业具有具有长期的稳定客户群、较强的研发和议价能力、以及银行操作等手段, 可以将人民币升值的影响降到最低。另外劳动力成本普遍上涨将导致企业生产成本平均上涨幅度在 3%—6% 之间。国内近 70% 的中小企业利润率在 4% 以下, 成本上涨将导致中小企业亏损。而对于少数利润率在 10% 以上的大型企业, 特别是细分子行业龙头企业, 原来用工制度就较规范, 所以影响有限。另外中小企业退出, 行业的规范、产业升级将有利于龙头企业的发展。
- **重点关注的上市公司。**我们仍认为应重点关注印染、辅料子行业中, 伟星股份、航民股份、众和股份, 以及纱线龙头企业华茂股份、华孚色纺等。
- **风险提示:** 未来人民币升值幅度过大将吞噬企业的订单利润, 以及未来全球经济 (特别是欧盟) 走向将直接影响企业的订单量。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
002003	伟星股份	0.83	1.22	1.59	2.24	27.54	18.77	14.39	10.24	推荐
000726	鲁泰 A	0.57	0.73	0.92	1.22	15.75	12.36	9.80	7.41	推荐
000850	华茂股份	0.11	0.20	0.38	0.44	67.87	39.10	20.58	17.77	推荐
002070	众和股份	0.22	0.35	0.51	0.68	37.81	24.17	16.33	12.27	推荐
600987	航民股份	0.38	0.46	0.56	0.68	20.72	16.98	13.93	11.60	推荐
002042	华孚色纺	0.69	1.50	1.81	2.20	30.56	13.97	11.58	9.53	推荐

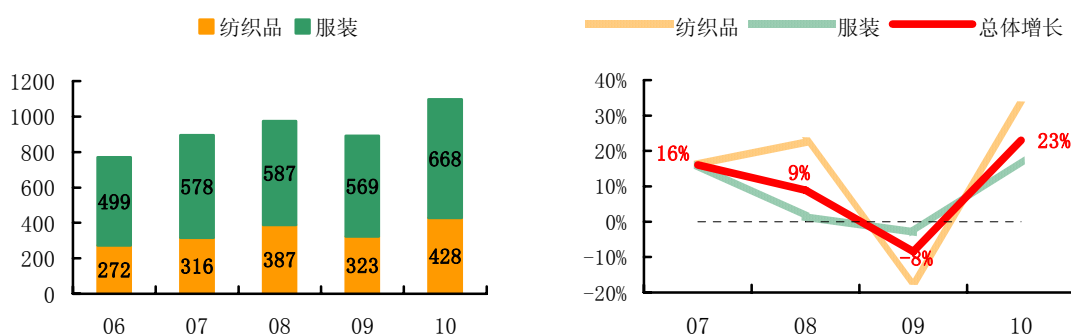
一、前七月纺织服装出口金额增长符合预期

第一纺织网根据海关总署统计数据推算结果显示，2010 年前 7 个月，我国纺织品服装累计出口 1096.66 亿美元，同比增长 22.99%。其中，纺织品累计出口 428.39 亿美元，服装累计出口 668.27 亿美元，增速分别为 32.75% 和 17.45%，出口金额继续保持较大增长，并且出口金额超过 08 年的同期水平。如图表 1。

图表 1 近年来纺织服装 1—7 月出口情况（亿美元）

国内纺织品、服装出口金额（亿美元）

国内纺织品、服装出口金额增长情况

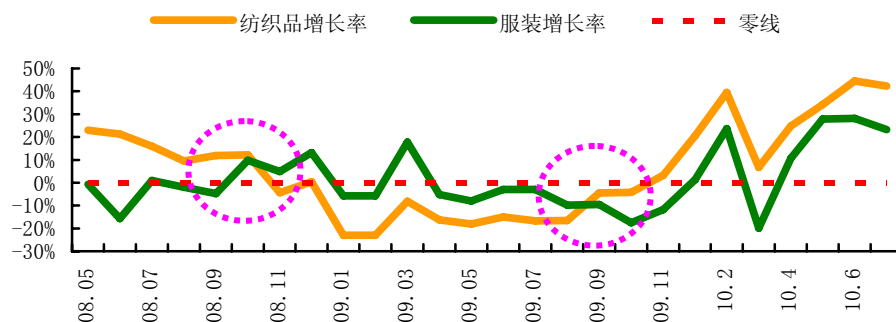


资料来源：海关数据（经中国第一纺织网整理），中投证券研究所

2010 年前 7 个月，纺织品、服装出口额同比增速分别为 32.75% 和 16.74%，符合我们对出口增长的判断。纺织服装出口增长的动力来源于 2 个因素：一是全球经济回暖，需求逐渐回升；二是出口产品价格提高。

目前，纺织品出口增速快于服装的增长速度，这一状况已经持续了 10 个月，且 2010 年前 7 个月纺织品出口额达到 428 亿美元，超过 08 年的同期水平（08 年同期为 387 亿美元），扣除产品价格等因素的影响，纺织品出口量已经恢复到 08 年的水平。这说明随着国际经济形势的好转（特别是美国），全球纺织企业开工率进一步回升，全球纺织业景气度继续保持回升态势。如图表 2。

图表 2 近年来纺织、服装每月同比增长情况

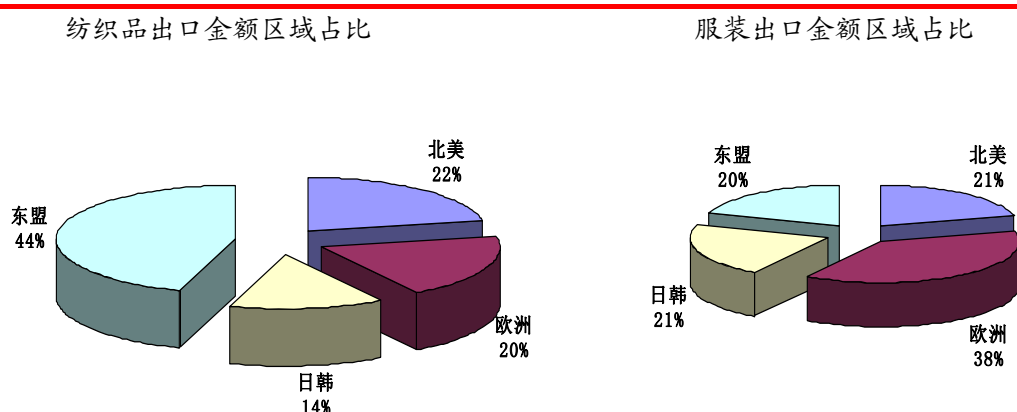


资料来源：海关数据（经中国第一纺织网整理），中投证券研究所整理

二、下半年三、四季度出口将继续增长，预计增幅将下降

下半年我国纺织服装出口存在许多不确定因素。虽然美国经济复苏迹象明显，但是欧洲经济尚未企稳，需求存在较大的不确定因素。从企业的出口订单情况看，以往出价较高的欧洲市场客户减少明显，而美国市场尽管仍在下单，但出价较低，且订单也不稳定。由于欧洲市场在中国的纺织服装出口总金额中占比要超过美国（如图表 3），因此若欧洲市场需求萎缩，将大大影响国内纺织服装出口的增长。

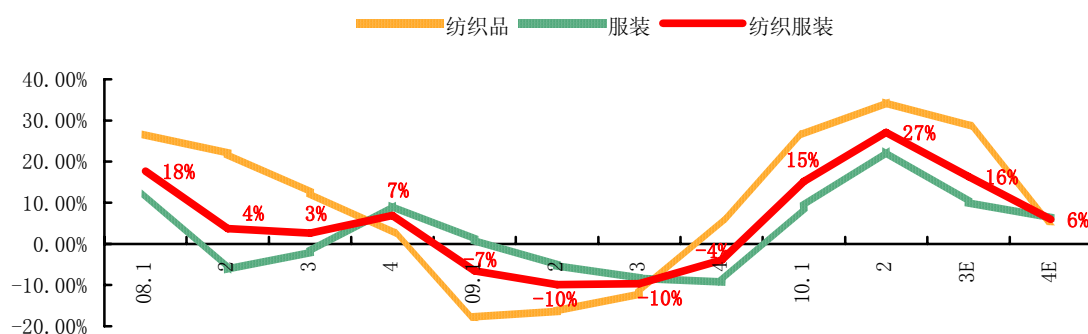
图表 3 09 年纺织品、服装出口金额区域占比



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

虽然目前企业欧盟订单量有所下降，但是纺织服装出口型企业生产订单均已排满三季度，因此国内纺织服装三季度的出口增长仍会得到保证，四季度预计出口增速将下降，下降幅度要看三季度企业的订单较少的情况而定。另外加上去年 3、4 季度出口金额回升，基数较大，我们预计纺织服装出口增速将呈下降趋势。如图表 4。

图表 4 近年来纺织服装季度出口额增速情况



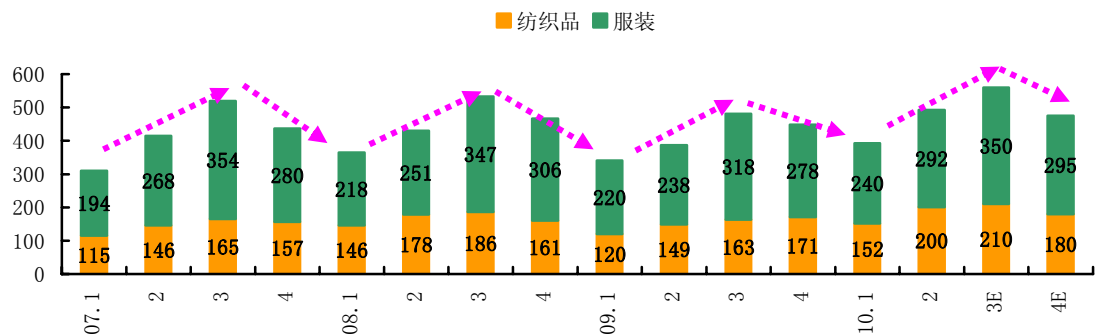
资料来源：海关数据（经中国第一纺织网整理），中投证券研究所

三、全年纺织服装出口额增长预计 16%

就全年的增长来看，由于上半年的增长幅度较大，同时三季度增长幅度不会下降多少，我们仍然认为全年纺织服装出口增长会在 16% 以上，如图表 5。

图表 5 近年来纺织服装季度出口情况（亿美元）

国内纺织品、服装出口金额（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

四、人民币升值、劳动力成本上升对于行业中 细分子行业龙头影响有限

4.1 人民币升值对行业中的中小企业打击较大，而对有稳定客户和议价能力的大企业影响相对较小

由于国内纺织品服装出口的 80% 是以美元结算，人民币升值幅度将给国内纺织品服装出口带来严重的影响。升值幅度过大（如 08 年初每季度 4%，而订货合同周期一般为 3—6 个月），将使大多数贴牌企业出口利润大幅度摊薄，不敢接订单，影响企业出口积极性。

另外人民币升值对纺织服装出口型企业的影响主要表现在进一步削减本已经就不高的纺织企业加工利润。在生产企业签订生产合同时，企业对人民币升值的幅度估计不足，或是企业议价能力不强，在合同期满交货时，人民币升值将使企业人民币收入减少，进一步削减企业的加工利润，特别是合同期中升值幅度过大，甚至使企业亏损。这些影响将造成企业不敢接单，特别是议价能力不强的中小企业。

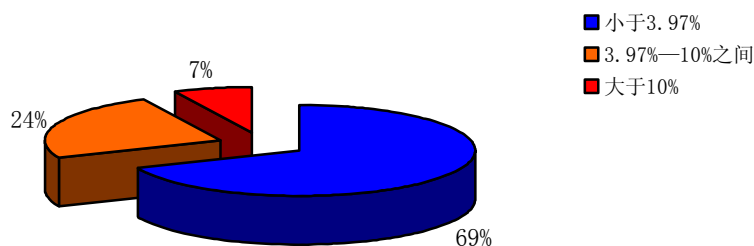
对于纺织服装大型生产企业，由于企业具有长期的稳定客户群，对于人民币升值，企业一般都能与客户达成协议（一般为双方各承担一半），减少人民币升值带来的影响。另外大型企业一般具有较强的研发优势，企业通过新产品开发推出，实行新的提价，从而弥补人民币升值所带来的损失。再者大型企业也能通过银行实现外汇远期交易，提前锁定汇率，尽量避免人民币升值带来的影响。中小企业不敢接单，也将使部分订单向大型企业集中，增加大型企业的订单量。

综上所述，人民币升值对纺织服装出口企业的不利影响是较大的，但是对于大型出口企业的影响有限，若大型企业发挥研发优势，大力推出新品，将可以弥补人民币升值带来的影响，甚至将获益于生产订单向大企业集中。

4.2 劳动力成本上升短期虽对大企业有影响，但长期有利于龙头企业的发展

据纺织工业协会对 43309 户企业进行统计，全行业平均利润率为 3.97%。利润率超过 10%的企业只有 3069 户，占总数的 7.01%；近 70%的企业利润率在 4%以下。如图表 6。

图表 6：国内纺织企业不同利润率的企业占比



资料来源：纺织工业协会，中投证券研究所

目前国内纺织服装企业劳动力成本平均占生产成本的 15%—30%，其中纺织企业略低（占比约为 10%—15%），服装企业人工费占比要高（占比约为 25%—30%）。因此若行业平均人工费上涨 20%，则纺织服装企业的生产成本将上升 3%—6%。如图表 7。

图表 7：企业人工费涨幅对应成本涨幅

人工成本平均占比区间	人工上涨幅度	对应成本上涨		
		人工占比 15%	人工占比 20%	人工占比 30%
15%-30%	10%	1.50%	2.00%	3.00%
	15%	2.25%	3.00%	4.50%
	20%	3.00%	4.00%	6.00%

资料来源：中投证券研究所

纺织服装行业系劳动密集型行业（特别是服装行业），企业生产成本中 15%—30%是人工成本。在目前劳动力成本普遍上涨的形势下，纺织服装生产企业生产成本均有所上升，平均上涨幅度在 3%—6%之间，这对于行业中的大多数企业造成了较大的压力（近 70%的企业利润率在 4%以下）。这些企业大多为中小企业，产品大多为中低档次、创新能力差，平均 3%—6%的成本上涨将导致亏损。

而对于少数利润率在 10%以上的大型企业，特别是细分子行业龙头企业，由于中小企业不堪负重地退出，业务量还会在原有基础上有所增加，因此，劳动力成本上升，虽然大型纺织服装细分龙头企业短期内业绩会有一些影响，但从长期看，行业规范、产业升级将有利于这些龙头企业的发展。

五、纺织服装板块投资策略

根据 2010 年出口回暖这条主线，我们认为应重点关注有议价能力出口型上市公司，以及纺织行业复苏过程中的“瓶颈”子行业。

5.1 行业复苏过程中的“瓶颈”子行业——印染、辅料子行业值得关注

印染行业由于污染严重，从 08 年开始就是国家限制类产业。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。由于国家政策限制，近期少有新批的印染企业，全国产能基本没有扩张。预计印染行业目前存在的企业能够在下游——纺织服装需求转好的情况下，获得较大的利益。目前以印染作为主业的上市公司有：航民股份、众和股份等。

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。服装辅料上市公司伟星股份等。

5.2 关注纱线、坯布龙头企业

目前国内纺织纱线行情火爆，龙头企业产品供不应求，纱线生产企业价格话语权较高，这一状况将改变 09 年纱线产品的毛利率，预计 2010 年国内纱线的毛利率将由 09 年的平均 4% 提高到 10% 以上，企业盈利能力大大增强。国内以纱线、坯布为主业的上市公司有：华茂股份、华孚色纺。

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

研究团队简介

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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434