



纺织服装业

2010.10.22

棉价飙升的不利影响将在 2011 年体现

——纺织服装行业 10 月月报

	张威		魏贞珍
	010-59312817		021-38674747
	zhangwei7452@gtjas.com		weizhenzhen008740@gtjas.com
	S0880109054290		

本报告导读：

本期月报分析了棉价上涨对行业的影响。重点推荐浔兴股份、伟星股份、报喜鸟、鲁泰 A 和华孚色纺。

摘要：

- **三季度出口依然旺盛：**9 月中国纺织服装出口值为 200.16 亿美元，同比增长 24.47%，环比增长 3.28%。1-9 月纺织服装累计出口 1454.82 亿美元，同比增长 23.8%。对欧盟出口和对美国出口累计额的同比增速维持在较高水平，1-8 月同比增速分别为 21.6% 和 30.7%。
- **预期 10 年行业出口值同比实现 16% 至 20% 增长率：**四季度同比增速低于前三季度，环比低于三季度。主要原因有：欧美经济平衡，中国在欧、美纺织服装品进口总额中的比重增加。但人民币对美元升值明显，在央行宣布加息后升值预期增强。
- **国内需求稳定增长：**10 年 8 月，中国实现社会消费品零售总额为 12570 亿元，同比增长 24.26%。1-8 月社会消费品零售总额为 97492 亿元，同比增长 23.78%。预测四季度销售额较三季度环比上升。
- **棉价飙升，源于供需激烈矛盾：**国内棉花 328 现货价格在 9 月 30 日创下了年内最高价，22416 元/吨。9 月均价同比上涨 49.5%，1-9 月单月同比涨幅在 29% 至 50% 之间。主要原因是全球棉花供给紧张，库存降低，棉花需求量大、供需矛盾非常突出。投机资金的介入也是重要原因。
- **预计棉价年内维持在 20000 元/吨以上的价格水平，增长速度放缓，长期有可能回落：**10 年中国棉花供需缺口达到 348.36 万吨，棉价有可能进一步走高，但是上涨速度会放缓。短期内由于供需面无法及时调整，加上投机资金的追捧，棉价依然会维持在高水平上。长期来看，随着下游提价，需求回落和棉花的种植面积扩大，棉价增长速度可以得到遏制。
- **预计棉价上涨对行业的不利影响将体现在 2011 年上半年。**具体表现为企业利润率下降，大量中小企业停产倒闭，但从长期看，生存下来的优势企业市场份额将扩大，并推动行业集中度提升。
- 继续推荐业绩确定性强，估值偏低的细分行业龙头。推荐次序为浔兴股份（拉链）、伟星股份（纽扣&拉链）、鲁泰（色织布）和华孚色纺（色纺纱）。
- 品牌服装类个股在 10 月的风格轮动中经历了较大的调整，目前整体板块仍有泡沫，但部分个股的投资价值已开始显现。我们预计板块的下一轮行情可能出现在 11 年春节前后，建议在四季度逢低建仓。重点推荐报喜鸟，建议现价买入；七匹狼、美邦服饰、富安娜和罗莱家纺建议目前价格回调 10%-15% 后择机买入。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

中性

上次评级：

中性

细分行业评级

纺织服装制造业	中性
品牌服装及家纺	增持

相关报告

纺织服装业：《下半年国内外需求依然旺盛》

2010.09.08

纺织服装业：《劳动力成本、原料价格与汇率波动压缩行业利润》

2010.06.21

纺织服装业：《建材下乡-交流 2：高屋建瓴》

2010.02.04

纺织服装业：《盈利增速前高后低，目前是介入时点》

2009.12.02

纺织服装业：《内需前景看好 出口难以乐观》

2009.11.30

1. 出口

1.1. 出口数据继续向好

2010 年 9 月中国纺织服装出口值为 200.16 亿美元，同比增长 24.47%，环比增长 3.28%。其中纺织品出口 68.15 亿美元，服装出口值为 132.01 亿美元。2010 年 1-9 月中国纺织服装累计出口 1454.82 亿美元，同比增长 23.8%，其中纺织品出口 571.23 亿美元，服装出口 883.58 亿美元。

图 1：10 年单月及累计出口同比增速（百万美元）

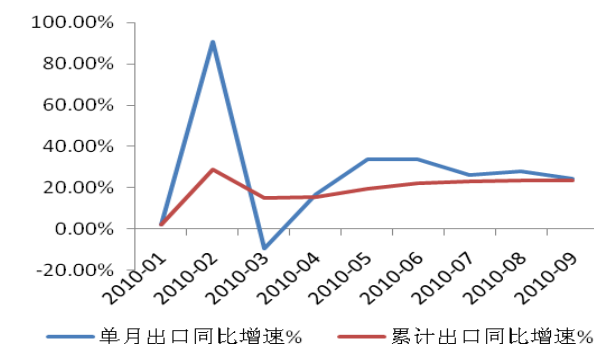
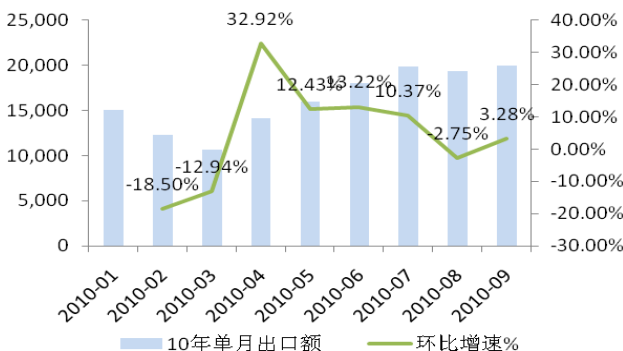


图 2：10 年单月出口额及环比增速（百万美元）



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

自 3 月以来，行业累计出口值同比增速一直保持平稳上升态势，前三季度累计出口额同比增速已经达到 24.47%，三季度出口额创行业单季度出口新高。三季度内各月出口额接近，环比波动在 3% 左右。

1.2. 出口结构及预测

10 年各月累计出口额同比增速从 6 月起持续保持在 22% 以上，从图 3 可以看出，对欧盟出口和对美国出口累计额的同比增速维持在较高水平，1-8 月同比增速分别为 21.6% 和 30.7%，在次贷危机后消费需求恢复较快。对香港出口累计额同比约在 10% 左右，对日本出口累计额同比增速较低，上半年持续负增长，从 6 月起首次转正，但幅度很小，1-8 月同比增速为 2.3%。

在香港和日本的增速较小的情况下，整体出口额仍保持了较高的增长速度，缘自出口结构中欧盟和美国的占比较大，欧盟是我国第一大出口地区，占比约在 20% 至 25% 之间。对美出口占比约在 15% 至 17%；日本约占总出口的 10% 左右，对港出口占比约为 5%-7%。而香港作为出口再加工基地，其终端需求大部分来源于欧美发达市场，因此归根结底，拉动中国纺织服装出口贸易的力量来自美国与欧盟。

图 3: 累计出口额对地区同比增速 (%)

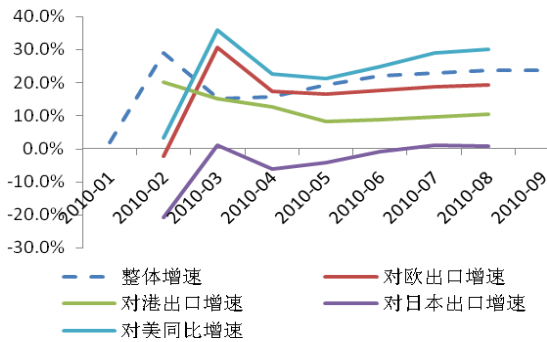
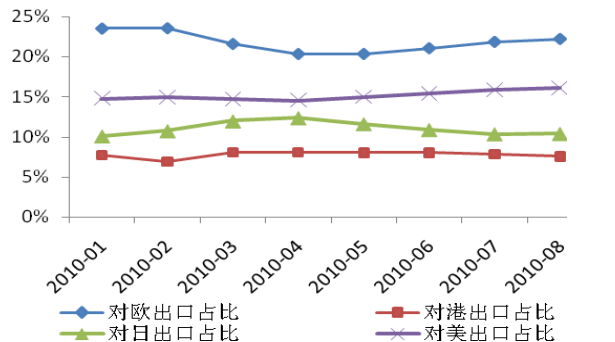


图 4: 各地区累计出口额占比 (%)



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

展望全年的出口值,可以从四个方面来分析其趋势:一是出口的季节性变化,冬季服装单品价值较高,刚性需求大,从历史上看,四季度的出口值占全年比重较高,接近 30%,略低于三季度占比。环比来看,四季度比三季度略有下降,降幅约在 10%左右。二是主要出口地区的经济状况及消费意愿。这可以从国内零售总额、PMI、CPI 等指标得到印证。三是人民币兑外币的汇率。在人民币升值的情况下,会对纺织服装的出口竞争力造成不利影响。四是中国纺织服装出口额在各国进口量中的比重。即使在国外总需求没有明显增加的情况下,纺织服装出口额还可以通过提高综合竞争力以获得贸易国更大的市场份额。五、出口价格变化导致产品国际竞争力变化情况。

我们判断 10 年行业出口值同比实现 16%至 20%增长率的概率比较大,相较 9 月行业报告的预期值 20%有所下调,主要原因有:

首先,前三季度的增长基数已经达到 23.8%,四季度只要保持较为稳定的增长率就可以达到目标,09 年 10 月至 12 月的单月出口额同比增速分别为-12.67%、-9.8%和 4.28%,与 09 年前三季度平均单月出口额增速 -11.88%相比,已有所好转。而 10 年前三季的高增长率有相当程度是基于 09 年的低基数,据此,四季度同比增速将低于前三季度值。即将到来的寒冬将会增加服装消费的实际需求,对四季度服装出口规模形成一定支撑。

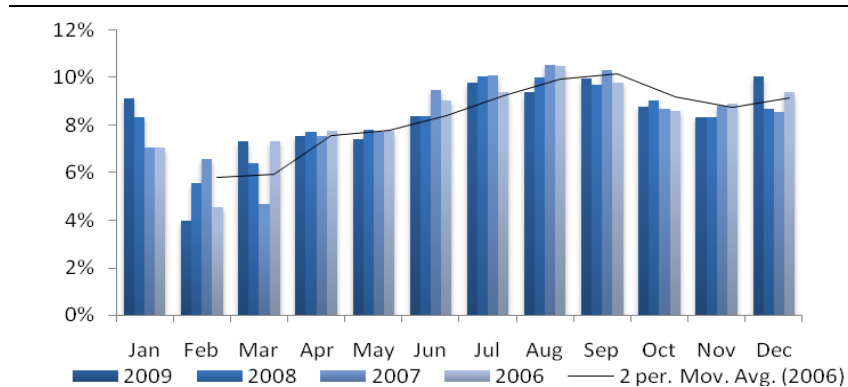
其次,美国、欧盟的经济运行比较平稳,GDP 增速处于上升通道中。美国纺织服装消费额比 08 年下半年和 09 年有了明显回升,日本纺织服装消费额年度变化很小,季度数据处于规律性的波动中,在年末会迎来一个约 15%左右的同比增幅。人民币对欧元 7-10 月贬值 7%,但对美元近两个月来升值较多,9 月单月升值 1.64 个百分点,10 月 20 日比 9 月初升值 2.01 个百分点,在 10 月 20 日央行宣布对存贷款基准利率加息 0.25 个百分点后,市场对于人民币升值的预期加强,未来人民币对美元的升值还将继续,对欧元汇率应该也会有所回升。

再次,原材料价格在 10 年持续飙升,棉价在 9 月 30 日达到了 15 年来历史最高位,为 22416 元/吨。10 年 9 月的均价,比起棉价开始飙升的 09 年 3 月份上涨了 68.88%。美棉价格也一直在上涨,9 月美棉现货价格同比上涨了 65%,力度与国棉价格相当。在棉价一日一价,产品价格难以准确定位时,国外进口商对于供货商的快速反应能力以及信誉都会

提出更高的要求，相比起东南亚等国的纺织企业，国内企业在这些方面的优势更加明显，比较优势反而会有所增强。

我们认为，升值以及原料成本的大幅上涨在短期内不会影响中国纺织品服装的出口数量，但由于成本上涨的压力不可能全部转嫁，以人民币计价的收入以及出口企业的利润率都会受到一定的影响。

图 5：各月度在全年出口额累计值中占比情况



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

图 6：美国纺织服装零售额及同比增速（百万）

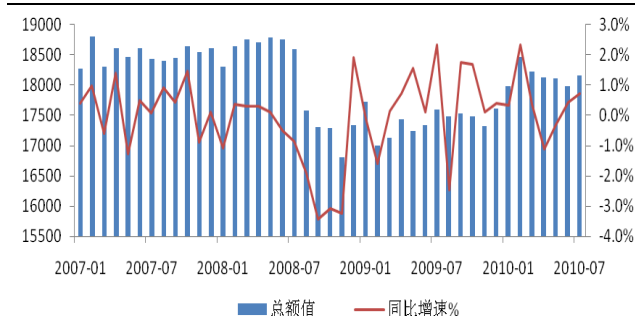


图 7：日本纺织服装零售额及同比增速（百万）

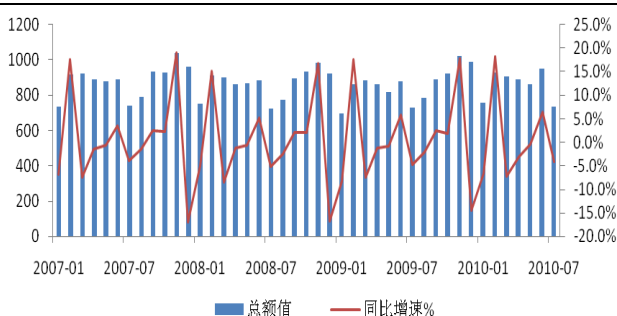


图 8：人民币对美元汇率

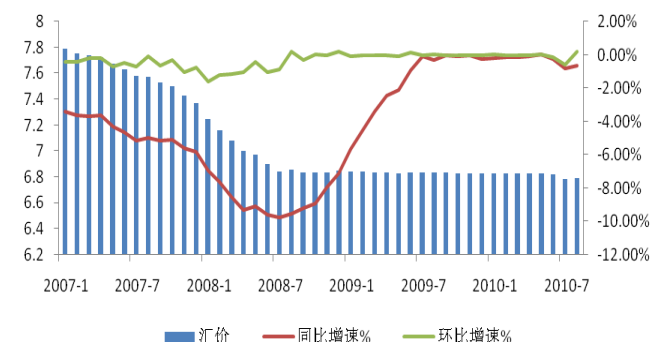


图 9：人民币对欧元汇率

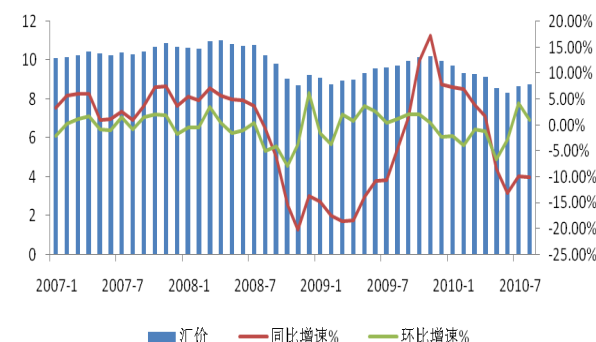


图 10：美国纺织服装进口量及中国的占比

图 11：欧盟纺织服装进口总量及中国的占比

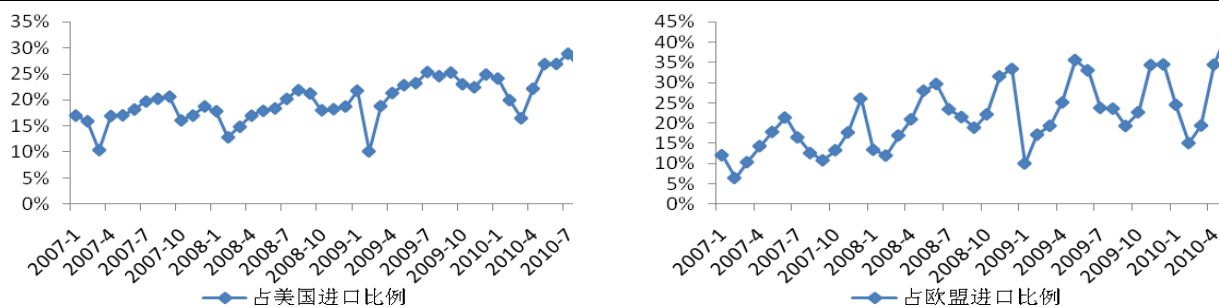
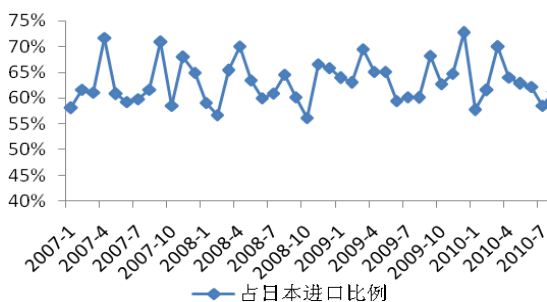


图 12: 日本纺织服装进口总量及中国的占比



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

2. 国内消费稳定增长

10 年 8 月, 中国实现社会消费品零售总额为 12570 亿元, 同比增长 24.26%。1-8 月社会消费品零售总额为 97492 亿元, 同比增长 23.78%, 扣除 CPI 影响, 实际同比增长 19.59%。8 月服装纺织品零售总额为 398.6 亿, 同比增长 22.91%。1-8 月服装纺织品零售总额为 3540.5 亿元, 同比增长 25.23%。总体来说, 增速自 3 月份以来持续处于稳定状态, 约在 20%-25%之间。

图 13: 中国社会消费品零售总额同比增速

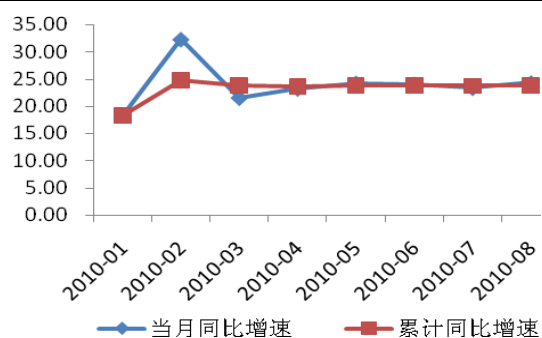
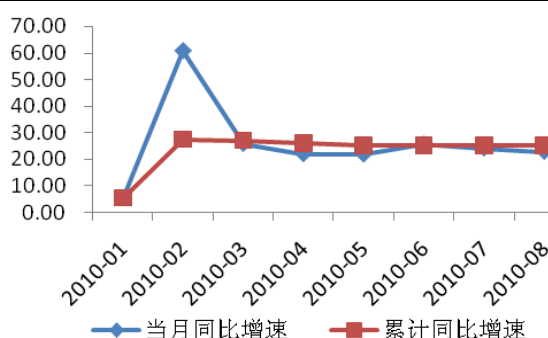


图 14: 中国纺织服装零售总额同比增速



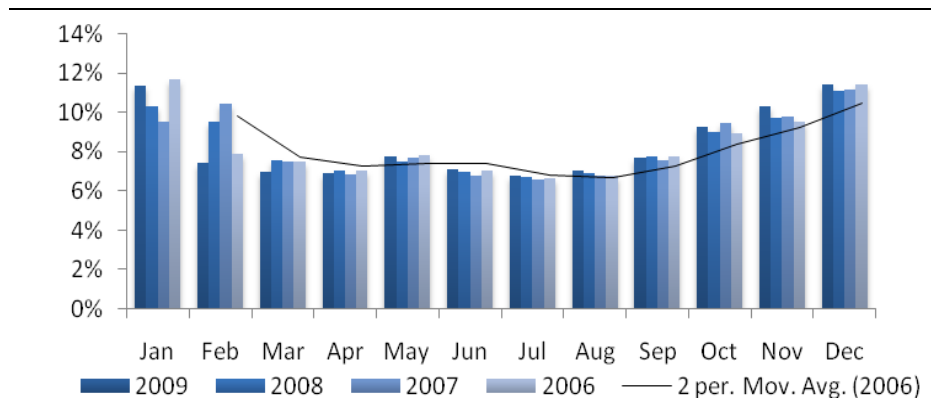
数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

从消费的季节性来看, 一季度与四季度占全年总销售额的比重最高, 二季度与三季度相对较低。10 年前三季度服装纺织品已经显示出了较好的增长, 随着冬季的到来, 四季度即将迎来新一轮的销售高峰期, 比三季度将呈现环比上升的趋势。

气象学家预测今年将迎来比较寒冷的冬天, 对于促进四季度冬季服装销售放量有明显作用。在纺织原料 (棉花及替代性化学纤维) 剧烈涨价的

前提下，成本压力逐渐向品牌制造商和零售渠道转移，这一转移过程预测在四季度会显现出来，目前零售商提价已初见端倪，秋冬装提价幅度约在 10% 左右，未来有可能随着产业链上的成本转嫁而继续提高。量与价的双重释放有利于四季度纺织服装零售额的增长，在前三季度增速保持在 20% 的基础上，我们认为四季度的同比增速会在这一基础上有所上升，预计约在 25% 左右。

图 15：月度服装纺织品零售额占全年总额的比值



数据来源：WIND 资讯，国泰君安证券研究

3. 棉价高企，对制造业和品牌商影响各有不同

3.1. 棉价市场价格：持续上涨，创 15 年来棉价历史新高

国内棉花 328 现货价格自 09 年 3 月加速上涨以来，在 9 月 30 日创下了年内最高价，22416 元/吨。9 月均价同比上涨 49.5%，1-9 月单月同比涨幅在 29% 至 50% 之间，产品月度均价由 1 月的 14994 元/吨上涨到 9 月的 19470 元/吨，年内涨幅为 29.85%。美棉价格按现行人民币汇率计价，由 1 月的均价 9922 元/吨上涨到 9 月的均价 13696 元/吨，年内涨幅为 38.04%。9 月价格同比增加 65%，1-9 月单月同比增速位于 41% 至 93% 之间。美棉价格绝对值低于国棉价格，但是上涨速度超过了国棉。随着中国供求缺口的扩大，对进口棉花的依赖程度加大，会加速美棉的价格增长速度。

替代性化学纤维粘胶短纤和涤纶短纤价格 9 月均价分别是 18948 元/吨和 10623 元/吨，同比增长了 12.1% 和 21.3%。年内涨幅分别是 1.2% 和 4.7%，呈现前高后低趋势，一季度涨价较多，从 5 月开始同比增速降低，环比增速为负，价格开始回落，9 月重回上升轨道，分别环比增加了 9.2% 和 10.4%。与棉花相比，化纤价格涨得不多，但波幅巨大。在棉价上涨预期持续增强时，粘胶短纤与涤纶短纤价格在四季度同比及环比上涨的可能性比较大。但由于他们与棉花之间也并非完全的替代关系，行业内棉花、粘胶短纤、涤纶短纤和其他原材料的使用比例为 50% : 35% : 10% : 5%。棉花中 80% 左右的用量是比较固定的，其余 20% 可以在价格上升时被化纤所替代。虽然棉花缺口比去年增长了 21.77 万吨，但其中只有 4.35 万吨是化纤增量空间，因此我们预计化纤价格在四季度会环比上升，但幅度会不会超过目前棉花的上涨幅度。

图 16：国棉 328 现货价格（元/吨）及同环比增速

图 17：美棉现货标准级价格（美分/磅）及同环比增速

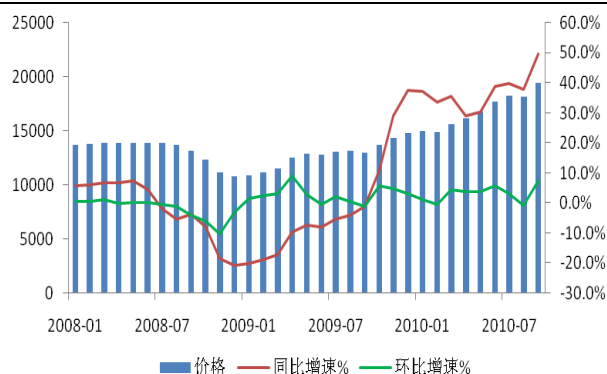


图 18: 国内粘胶短纤价格（元/吨）及同环比增速

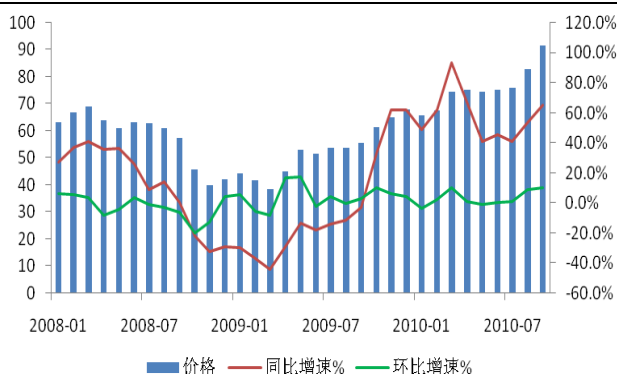
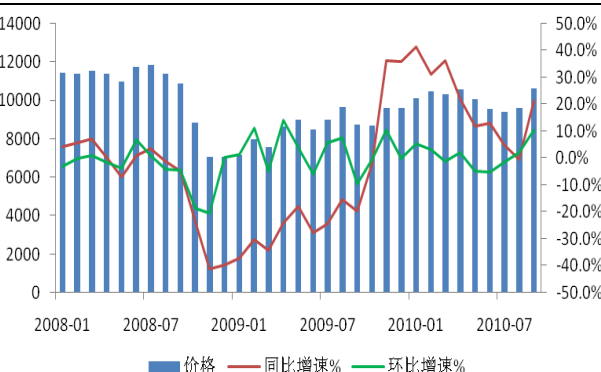
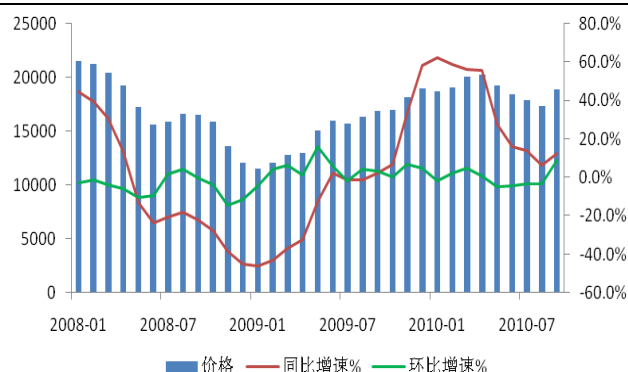


图 19: 国内涤纶短纤价格（元/吨）及同环比增速



数据来源：第一纺织网，国泰君安证券研究

3.2. 棉价上涨原因：供需不平衡

全球范围内棉花库存不足:

2009年9月我国主要的产棉区新疆、山东、河北等地低温多雨，引发棉花大幅减产预期，从10月份起，棉花现货价格开始大幅蹿升，上涨势头持续到10年8月份仍在继续。美国9月《农业市场月度报告》显示，过去5年中，全球棉花供不应求。2009至2010年度全球棉花消费回升，较供给高出15%；而库存将减少36%，达1994年以来最低水平。美棉价格从09年3月开始大幅上升，与前期棉价大幅下跌，棉农减少棉田种植面积有关。2010年，由于棉花不能满足国内需求，全球第二大棉花种植国印度颁布了出口限令。印度政府预计，10月将恢复棉花出口，但出口量仅有550万包，约为今年预计产量2950万包的18%。全球第四大棉花种植国巴基斯坦今年发生了重大洪涝灾害导致棉花产量锐减，目前巴基斯坦官方已将2010至2011年度棉花产量预期由238万吨下调至197万吨，下降了18%。

库存方面，10年预计美国库存为60.96万吨，低于09年的63.14万吨；全球棉花总库存为1079.7万吨，低于09年的1136.74万吨；中国棉花总库存为405.4万吨，低于09年的449.38万吨。在库存不足的同时，工厂消费棉花量还在不断上升，全球总需求为2601.59万吨，比09年的2534.97万吨增加了66.62万吨，库消比下降了3.3个百分点。中国需求增加了32.66万吨，库消比下降了5.4个百分点。棉花供需的缺口是国内棉价与全球棉价高企的重要原因。

表 1: 美国/中国历年棉花库存与用量值 (万吨)

年份	期初库存	产量	进口	工厂消费	出口	缺口	期末库存	库存/消费
美国								
10/11*	63.14	363.6	0	71.85	293.93	-291.75	60.96	16.70%
09/10*	138.04	265.41	0.22	74.03	266.71	-191.38	63.14	18.50%
08/09*	218.81	279.12	0	78.16	289.14	-200.96	138.04	37.60%
07/08*	206.4	418.25	0.22	99.94	297.19	-318.31	218.6	55.00%
06/07*	132.16	470.07	0.44	107.56	283.26	-362.51	206.4	52.80%
05/06*	119.75	520.14	0.65	127.8	382.11	-392.34	132.16	25.90%
04/05*	75.11	506.21	0.65	145.66	314.39	-360.55	119.75	26.00%
03/04*	117.35	397.57	1.09	136.51	299.59	-261.06	75.11	17.20%
02/03*	162.2	374.7	1.52	158.29	259.09	-216.41	117.35	28.10%
01/02*	130.63	441.98	0.44	167.65	239.5	-274.33	162.2	39.80%
00/01	85.35	374.27	0.44	192.9	146.75	-181.37	130.63	38.50%
全球								
10/11*	1136.74	2489.03	786.42	2601.59	786.86	112.56	1079.7	41.50%
09/10*	1365.13	2240.17	777.28	2534.97	767.7	294.8	1136.74	44.80%
08/09*	1363.17	2340.1	654.04	2393.66	656.66	53.56	1365.13	57.00%
07/08*	1374.5	2610.74	848.91	2677.36	837.59	66.62	1364.26	51.00%
06/07*	1355.34	2655.15	813.85	2678.01	806.45	22.86	1377.76	51.40%
05/06*	1316.36	2540.63	968.66	2534.97	970.62	-5.66	1355.34	53.50%
04/05*	1046.38	2645.35	727.85	2366.45	762.25	-278.9	1316.36	55.60%
03/04*	1037.02	2106.7	740.48	2134.14	722.85	27.44	1046.38	49.00%
02/03*	1187.25	1980.86	657.31	2142.19	663.19	161.33	1037.02	48.40%
01/02*	1075.78	2148.94	637.93	2056.19	634.67	-92.75	1187.25	57.70%
中国								
10/11*	449.38	718.49	250.38	1066.85	0.65	348.36	405.4	38.00%
09/10*	487.05	707.6	235.14	1034.19	0.65	326.59	449.38	43.40%
08/09*	446.34	799.05	152.41	957.99	1.74	158.94	487.05	50.70%
07/08*	447.21	805.58	251.04	1110.4	1.31	304.82	446.34	40.10%
06/07*	490.75	772.92	230.57	1088.62	1.96	315.7	447.21	41.00%
05/06*	400.4	618.34	419.77	979.76	0.87	361.42	490.75	50.00%
04/05*	413.24	659.71	139.13	838.24	0.65	178.53	400.4	47.70%
03/04*	380.36	518.18	192.25	696.72	3.7	178.54	413.24	59.00%
02/03*	410.41	548.67	68.15	651	16.33	102.33	380.36	57.00%
01/02*	429.79	531.25	9.8	571.53	7.4	40.28	410.41	70.90%

数据来源: 美国农业部, 国泰君安证券研究

需求升温、纱价带动棉价上涨:

在出口和内销持续快速增长的背景下, 10 年中国纺织业与服装业产量扩容很快, 8 月纱产量同比增长 19.4%, 棉纱产量同比增长 20.3%, 1-8 月纱产量同比增长 15.9%, 棉纱产量同比增长 13.7%。下游的服装产量 8 月达到 2501 万件, 同比增长 23%, 1-8 月产量总额同比增长 16.8%。来自服装的需求促进了坯布和纱线的产量扩张, 进而对棉花需求加大, 催生了棉价的不断上涨。

纱价从4月至10月上涨了37.03%，纱价的上涨使得在棉价相对较低时期储备存货的纺纱企业获得了快速的盈利增长。纺织行业1-8月累计主营业务收入同比增长了24.69%，而利润总额则同比增长55.14%，在收入扩张的利润增加更快，说明企业的盈利能力提高了，这与纱价上涨密不可分。纱价的上涨促使纺织企业加大生产规模，对棉价形成了新一轮的刺激因素。而棉价的上涨作为成本推动因素也更加速了纱价的上涨，两者形成相互助推、交织上涨的关系。

图 20: 单月纱产量 (千吨) 及增速%



图 21: 单月服装产量 (千吨) 及增速%

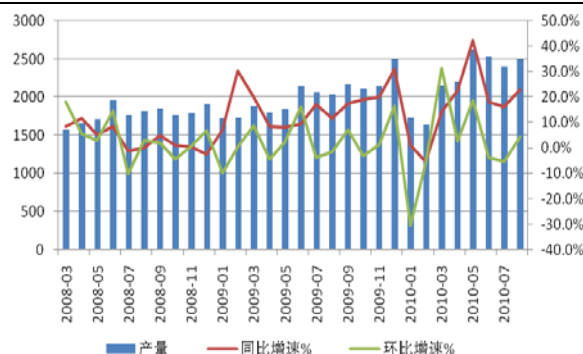


图 22: 纱线价格 (元/吨)

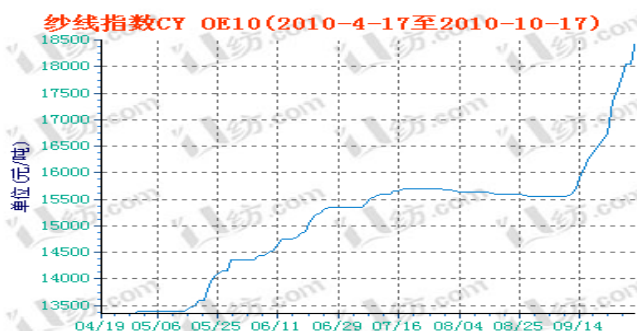
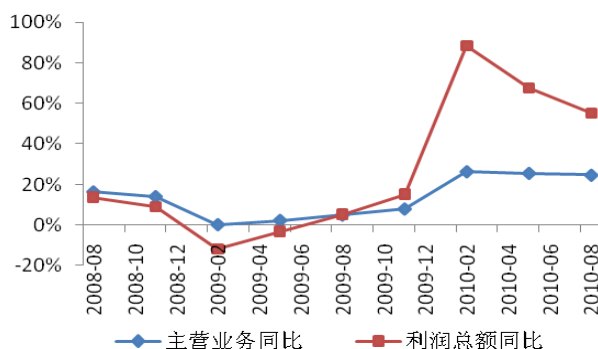


图 23: 纺织行业累计主营业务和利润同比增速



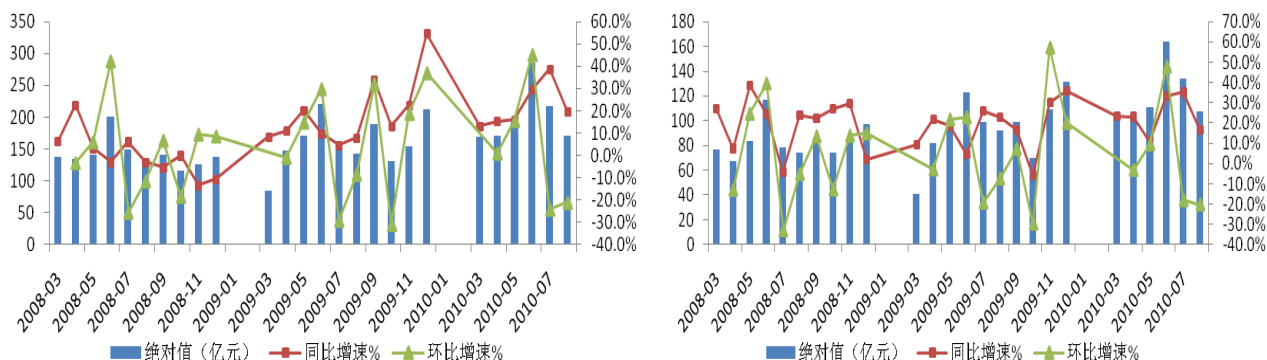
数据来源: CEIC, 第一纺织网, 国泰君安证券研究

固定资产投资快速增长:

8月纺织业固定资产投资额同比增长19.59%，服装制造业同比增长16.59%。1-8月纺织业总投资额同比增长23.33%，服装制造业同比增长23.94%，09年同期纺织业投资额同比仅增长6.74%，服装制造业同比增长15.22%。今年的固定资产投资速度加速增长，反映出对未来消费量的预期是持续提高的。

图 23: 纺织业单月固定资产投资额 (亿元) 及增速

图 24: 服装业单月固定资产投资额 (亿元) 及增速



数据来源：CEIC，第一纺织网，国泰君安证券研究

3.3. 棉价未来走势

从供需缺口来说，据美国农业部预计，10 年中国供需缺口达到 348.36 万吨，同比增加 21.77 万吨，同比增长 6.66%。而 09 年供需缺口为 326.59 万吨，比 08 年扩大了 167.65 万吨，同比增长 105%。我们认为，尽管全球和中国的库存总量在下降，但是形势的严峻程度不如 09 年剧烈，供需缺口增速比 09 年大幅好转，因此在基本上棉价有可能进一步走高，但是上涨速度会明显放缓。

而世界上唯一有产量盈余的国家是美国，近十年美国的供需缺口一直为负，10 年达到-291.75 万吨，比 09 年增加 100.37 万吨的盈余产量。因此，中国的供需缺口需要依靠从美国进口棉花来填补，每年进口棉花占到中国总用棉量的 25%左右。因此美棉价格也有可能因为国棉价格的推动而水涨船高。而美棉价格反过来又成为国棉价格居高不下的保底线。

从基本面上来分析，我们认为棉价持续停留在 20000 元/吨以上的概率较大，但未来环比增速会明显放缓甚至下降。

投机资金炒作：短期内棉价有可能继续攀升

中棉协在 8 月发布的一份行业预警中提到，“大中型企业目前库存十分充裕，有的大型纺织企业存有 6 个月的用棉量。”而在过去两年，大企业的囤棉量甚至也不过一个月。纺织企业的低价位高库存既带来了纺织业今年的高盈利，也进一步加剧了棉花供应紧张的趋势。而国内棉花库存不足，对棉花供应的调节力度丧失殆尽。8 月 10 日，中储棉发布公告投放了 60 万吨。9 月下旬，有关部门称，将继续通过竞拍方式投放 40 万吨国储棉，以缓解现货市场供应紧张程度。在这一次投放之后，中储棉的库存大约只有 80 万吨，对 348 万吨的缺口来说余额较小。

在棉价狂涨的背后，除了基本供需矛盾的激化，也少不了投资力量的推波助澜，今年初，新疆浙江商会估算至少有 100 亿的浙江民资撤离山西煤矿和国内房地产转战新疆棉花。从以往游资炒作大蒜、绿豆等农产品的情况看，棉花正在成为这一轮热炒的对象，投机氛围高涨。目前棉农惜售心理非常强，而经销商在购进棉花之后压货囤积的现象非常严重，短期内可能还会助长棉价上升。

下游行业提价，棉花种植面积扩大：长期来看棉价将会有所回落

此轮棉花涨价效应正在慢慢传导至终端零售行业，相比起棉花的暴涨来，终端服装零售价格目前涨幅不大，随着时间的推移，成本压力终究会在品牌商和零售渠道商上显示出来，服装的涨价不可避免，而这必定会影响终端需求，引发服装厂商减少产量，对棉纱与坯布的需求逐渐降低。

从供给端来说，今年新棉已陆续上市，年内棉产量业已确定，棉农会根据今年棉价来确定明年的种植规模，如果棉价持续走高，明年的种植面积有可能会增加。

从行业下游来说，大型棉纺企业还有一定的棉花存货，但大多数生产型企业已经停止采购棉花，囤棉多是经销商行为。若未来经销商对于棉价的预期出现转变，也会带动棉花价格出现下跌。

3.4. 棉价对行业的影响

3.4.1. 纺织行业：成本压力下行业分化加剧

对棉纺行业来说，它的盈利能力直接受到棉纱价格与棉花价格的影响。2010年以来纱价与棉价价格相互促进，交织上涨，总体来说纱价与棉价的价差不断在扩大，因此纺织业的利润总额在1-8月份同比增长了55.14%。我们认为，未来棉纺行业的利润水平取决于公司的成本转嫁能力以及原材料供应源的稳定情况。如果纱价与棉价的价差能够保证纺织行业获取利润，则对行业的影响不大。若纱价涨幅不能覆盖棉价上涨所增加的成本，没有库存、没有稳定的棉花来源以及资金实力不够雄厚的小型企业将无力承受如此高昂的生产成本，从而行业面临新一轮洗牌，市场集中度上升。

从另一个角度分析，行业成本的上涨是自上而上传导，而需求下降的传导方向则是自下而上的，随着终端需求下降，产品价格下降将从服装端延伸至棉花端，纱价的下降会早于棉价，这时棉纺企业成本压力才会真正体现。

对粘胶短纤行业来说，粘纤作为棉花的替代品，在棉价上涨的过程中，它的替代效应较为显著，价格也随着棉价上升。二季度时扩张产能的效应开始显现，在粘纤价格上涨的情况下，1-8月混纺纱产量同比增长20.4%，高于棉纱产量增速13.7%，纱产量增速15.9%。但是在粘纤价格上涨的背后，棉短线的涨价压力亦会侵蚀公司盈利能力。

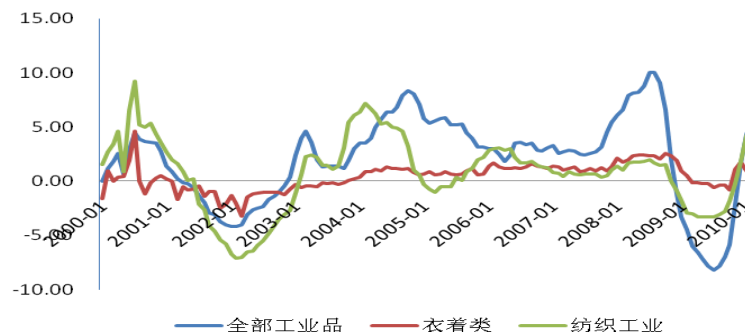
对于涤纶短纤行业，它也是棉纺行业的替代品，9月价格同比上涨21.3%，环比增速10.4%。涤纶的涨幅与棉价比起来较小，比起2007年11月份的22200元/吨的价格水平，目前均价18948元/吨还有上涨空间。我们认为在此轮棉花涨价过程中，涤纶行业在产品价格和利润空间上都会有一定提高。

3.4.2. 服装行业

服装行业的收入水平因内需和出口的好转而增加，1-8月累计主营业务收入同比增长22.32%。但利润空间会由于原材料价格上涨而下降，原材料短短三个月内上涨45%，但服装产品的提价却是一个渐近的过程，

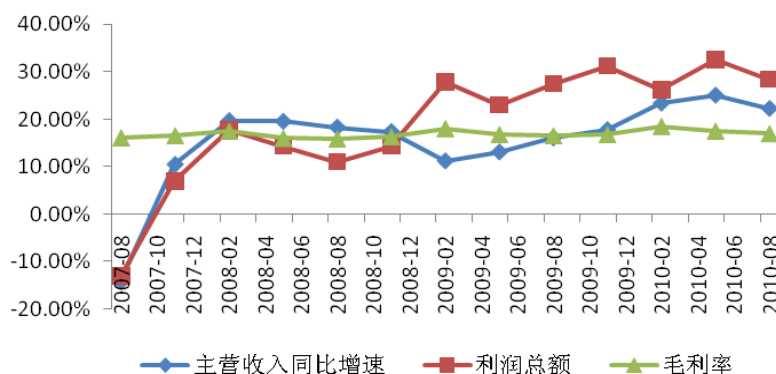
纺织工业 PPI 8 月同比增速为 9.82%，衣着类 PPI 8 月同比上升 1.72%，对于服装行业而言，意味着成本的增长快于收入、而且差值还在持续扩大中，说明服装制造业的利润在不断被挤压。

图 25: PPI 当月同比



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 26: 服装行业利润率水平



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

4. 纺织服装板块走势情况

10 年 9 月 20 日至 10 月 18 日，纺织服装板块下跌 1.25%，同期上证综指上涨 13.64%，沪深 300 上涨 15.54%。年初至今上证综指下跌 9.91%，沪深 300 下跌 7.62%。纺织服装板块上涨 3.84 %。今年以来，纺织服装板块整体表现强于大盘，自 9 月开始，由于通胀预期和流动性泛滥等问题，金融和农产品价格迅速上升，板块风格开始转换，资源品行业拉动大盘上涨，而纺织服装板块出现下跌行情，表现弱于大盘。

按照 09 年的业绩测算，纺织服装板块的市盈率为 42.52 倍，其中纺织板块为 87.33 倍，服装板块为 29.75 倍。而同期上证综指整体市盈率为 22.34 倍，深成指整体市盈率为 29.43 倍。纺织服装板块估值相对大盘偏高，服装板块估值较低。

5. 行业观点

本期月报重点讨论棉花。我们认为，棉花价格的上涨对行业的影响可以分为三个层面。从短期看，棉价上涨将推高下游纱、布等产品的价格，此前储备了低价棉花的企业利润空间会有所扩大，这一现象在 10 年上半年表现的尤为明显。而随着近期棉花价格连创新高，而企业低价储备又逐步耗尽，这一阶段已接近尾声。进入中期，棉价与产成品价格高位企稳，企业很难将成本的上涨全部转嫁给下游，在这一阶段企业无论好坏，利润率都会下降，但下降的程度会视企业的经营能力而有所不同。我们判断时点可能出现在 11 年上半年。而当棉价从高位开始回落时，由于企业普遍还在用高价库存进行生产，利润率会呈现加速下滑的态势。但从长期来看，棉价上涨会造成大量的中小企业因为无法接单而停产倒闭，有利于生存下来的优质企业扩大市场份额，促进行业集中度提升。

棉价上涨也会拉动替代纤维价格的上涨，但考虑到对棉花的需求具有较大刚性，只有部分能够被替代纤维取代，因此替代纤维暴涨的可能性不大。两大替代纤维中，粘胶短纤的盈利受制于棉短绒，我们判断涤纶短纤生产企业受益棉价上涨的程度要更大一些。

本期月报延续 9 月月报的观点，继续推荐业绩确定性强，估值偏低的细分行业龙头，推荐次序为浔兴股份（拉链）、伟星股份（纽扣&拉链）、鲁泰（色织布）和华孚色纺（色纺纱）。

品牌服装类个股在 10 月的风格轮动中经历了较大的调整，目前整体板块仍有泡沫，但部分个股的投资价值已开始显现。我们预计板块的下一轮行情可能出现在 11 年春节前后，建议在四季度逢低建仓。重点推荐报喜鸟，建议现价买入；七匹狼、美邦服饰、富安娜和罗莱家纺建议目前价格回调 10%-15% 后择机买入。

表 2：品牌服装公司估值情况

	股票简称	10/20 日价格	10 年 PE	11 年 PE	PEG
002154.SZ	报喜鸟	25.54	30.05	23.87	0.99
002029.SZ	七匹狼	32.25	33.95	27.33	1.21
002269.SZ	美邦服饰	27.65	36.87	29.73	1.51
002327.SZ	富安娜	40.8	48.00	36.76	1.53
002293.SZ	罗莱家纺	71.3	50.21	40.06	1.59
002425.SZ	凯撒股份	35.29	56.92	41.52	2.29
002291.SZ	星期六	16.88	39.26	30.69	2.42
002397.SZ	梦洁家纺	41.7	42.55	33.63	2.84
300005.SZ	探路者	37.5	93.75	66.96	3.07

表 3: 重点公司盈利预测与投资评级

	股票简称	10/20 日 价格	PB	EPS			PE			投资建议
				2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
002003	伟星股份	27.20	5.53	0.84	1.17	1.52	32.38	23.25	17.89	增持
002098	浔兴股份	10.85	3.04	0.20	0.38	0.55	54.25	28.55	19.73	增持
002042	华孚色纺	24.10	4.02	0.69	1.23	1.47	34.93	19.59	16.39	增持
000726	鲁泰 A	9.41	2.32	0.57	0.76	0.85	16.51	12.38	11.07	增持
600177	雅戈尔	12.61	2.43	1.47	0.72	0.95	8.58	17.51	13.27	增持
002154	报喜鸟	25.54	4.52	0.64	0.85	1.07	39.91	30.05	23.87	增持
002029	七匹狼	32.25	6.23	0.72	0.95	1.18	44.79	33.95	27.33	增持
002193	山东如意	14.94	3.70	0.31	0.51	0.70	48.19	29.29	21.34	谨慎增持
002327	富安娜	40.80	5.01	0.64	0.85	1.11	63.75	48.00	36.76	谨慎增持
002293	罗莱家纺	71.30	7.66	1.08	1.42	1.78	66.02	50.21	40.06	谨慎增持
002269	美邦服饰	27.65	10.63	0.60	0.75	0.93	46.08	36.87	29.73	谨慎增持

数据来源: 国泰君安证券

作者简介:

张威: 清华大学工学学士，中央财经大学经济学硕士，国泰君安证券纺织服装行业研究员，08、09 年新财富纺织服装行业最佳分析师第三名。

魏贞珍: 北京大学金融学硕士，国泰君安纺织服装行业助理研究员。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		