

寻找棉价大幅波动下的抗风险品种

——纺织服装行业 2011 年投资策略

核心观点

1、出口增速料逐步回落 我们认为国内原料、劳动力要素成本上涨，以及人民币升值等因素将对出口构成持续压力，中国纺织品服装已经占据欧美市场 30% 份额，进一步增长空间有限。在比较优势逐步削弱的情情况下，海外订单也出现了向东南亚低生产成本地区转移的趋势，我们认为出口增长未来将在高基数基础上陆续放缓。同时，美国消费信心呈现疲态，复苏情况低于预期，随着欧盟紧缩政策的实施，将加重市场悲观预期，预计欧美市场消费需求将进一步受压。

2、国内市场依然旺销 重点零售企业服装类商品零售额 10 月同比增速为 26.50%，表明需求依然旺盛。随着原料价格大幅上涨，纺织品出厂价格 PPI 当月同比上涨 10.15%，衣着类 PPI 当月同比上涨 1.8%。我们认为上游纺织企业对原料价格敏感度最高，涨幅领先于终端产品，由于在订货会制度下原料成本转移有一个滞后过程，我们认为衣着类 PPI 将在明年二季度有明显上升。消费者信心指数连续上升 5 个季度后首次出现回落，反映消费者在物价总水平上涨的背景下对未来通胀的担忧，消费意愿有所下降，不过整体信心水平仍然处于乐观区间内。

3、原料波动成为最大变量，预计棉价将回归理性 危机后全球棉花消费恢复速度超出预期，在充裕流动性配合下，农产品价格的普遍上涨，助推棉花看多气氛。棉价前期大幅上涨，有偏离基本面之嫌，随着国产新棉陆续上市，新疆棉花运力加大，及进口棉陆续到港，国内涉棉企业惜售心态有望缓解，同时调控力度加大，棉价重心将具备逐步下移条件。

4、行业投资策略 原料剧烈波动，抗风险能力强的公司将是投资首选标的。棉纺织行业产业集中度将呈现上升趋势，产品附加值高，成本控制力强的公司是首选。在内需依然旺盛环境下，我们继续看好品牌服装和家纺两个子行业的优势公司。行业推荐的公司分别为：

1) 华孚色纺：公司色纺纱生产工艺先进，产品附加值高，服装家纺对色纺纱需求增速较快。公司全方位的产业链有利于对棉花走势的预测和决策，对棉花资源的控制和采购优势，使其综合实力强于传统纺织企业。2011 年 EPS 为 1.91 元，PE14 倍，给予推荐-A 的评级。

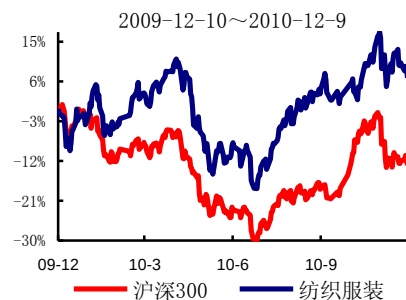
2) 美邦服饰：公司大批量采购形成规模效应，具备较强的议价能力，随着品牌价值逐步提升，单品价格提价幅度逐年提高，我们看好新品牌未来作为公司提升市场份额和巩固品牌形象的重要支点。2011 年 EPS 为 1.17 元，PE32 倍，给予强烈推荐-A 的评级。

3) 罗莱家纺：家纺产品受益居民消费升级明显，生活消耗品属性强，行业龙头品牌认可度较高，提价顺畅，家纺行业的整体增速不低于 15%，品牌家纺的成长速度能达到 30%，我们坚定看好公司行业领先地位。2011 年 EPS 为 1.93 元，PE40 倍，给予推荐-A 的评级。

重点公司

简称	代码	股价	EPS(元)			P/E			P/B	评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
华孚色纺	002042	26.94	0.69	1.42	1.91	39	19	14	4.0	推荐-A
美邦服饰	002269	37.58	0.60	0.79	1.17	63	48	32	8.9	强烈推荐-A
罗莱家纺	002293	78.87	1.03	1.48	1.93	77	53	40	7.3	推荐-A
搜于特	002503	99.50	0.90	1.00	1.66	110	99	60	35.8	推荐-A

行业表现对比图



相关报告

1. 《国都证券-行业研究-行业专题-纺织服装：投资品牌服装分享行业景气》
2010-10-13

研究员：李韵

电话：010-84183225

Email: liyun@guodu.com

执业证书编号：S0940210090002

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1.出口受制欧美复苏压力，内需依然旺盛	4
1.1 前十月纺织服装出口继续保持增势，单月数据环比回落.....	4
1.2 内需依然旺盛，服装类 PPI 预计明年有明显上升.....	5
2.原料成本大幅波动成为行业最大变量	6
2.1 棉花价格飙升成因	6
2.2 棉价上涨，化纤价格水涨船高	7
2.3 预计棉花价格将回归理性，化纤价格也将随之回落	7
3.纺织业盈利改善、服装子行业景气依然	8
3.1 纺织行业受益需求改善明显，压力从四季度开始显现	8
3.2 服装子行业维持高景气	11
4.行业投资策略——选择抗风险能力强的投资标的	13
4.1 看好成本控制能力强的高端纺织企业——华孚色纺	13
4.1.1 色纺纱工艺先进，产品附加值高	13
4.1.2 色纺纱产品市场前景广阔，公司目标远大	13
4.1.3 原料渠道丰富，成本控制能力强	14
4.2 时尚服装议价能力强，受成本压力最小——美邦服饰	15
4.2.1 成本占比小，企业议价能力强	15
4.2.2 公司管理能力强，新品牌前景值得期待	16
4.3 家纺行业依然处于高增长阶段——罗莱家纺	17
4.3.1 享受市场景气，提价能力强	17
4.3.2 品牌优势助推加盟良性增长	17

图表目录

图 1: 2005 年 - 2010 年 10 月纺织品服装累计出口增速 (%)	4
图 2: 美国消费者信心指数	4
图 3: 美国服装零售单月值 (百万美元)	4
图 4: 限额以上及全国重点大型百货商场零售增速 (%)	5
图 5: 重点零售企业服装类商品零售额同比变化 (%)	5
图 6: 衣着类 CPI、PPI 变动情况 (%)	5
图 7: 消费者信心指数	5
图 8: 国内棉花产量、消费量 (万吨)	6
图 9: 棉花种植面积 (千公顷)	6
图 10: 国棉 328 价格走势 (元/吨)	6
图 11: Cotlook:A 指数 (美分/磅)	6
图 12: 粘胶短纤 1.5D 今年走势 (元/吨)	7
图 13: 涤纶短纤 1.4D 今年走势 (元/吨)	7
图 14: 纯棉 40s 纱线价格走势 (元/吨)	9
图 15: 纱线累计产量 (万吨), 同比增速 (%)	9
图 16: 棉布前三季度产量、销量 (亿米)	9
图 17: 当季较年初库存对比 (%)	9
图 18: 纺织板块前三季毛利率、净利率增速 (%)	10
图 19: 纺织板块前三季营业收入、营业利润增速 (%)	10
图 20: 纺织板块前三季度净资产收益率 (%)	10
图 21: 纺织板块前三季度存货周转率 (次)	10
图 22: 服装累计产量 (万件), 同比增速 (%)	11
图 23: 重点大型百货商场销量 (百万件), 同比增速 (%)	11
图 24: 服装板块前三季毛利率、净利率增速 (%)	11
图 25: 服装板块前三季营业收入、营业利润增速 (%)	11
图 26: 服装板块前三季度净资产收益率 (%)	12
图 27: 服装板块前三季度存货周转率 (次)	12
图 28: 色纺纱产品	13
图 29: 色纺纱产品竞争格局	14
图 30: 毛利率水平 (%)	14
图 31: 销售成本率 (%)	14
图 32: 美邦服饰加权单价, 及提价幅度 (%)	16
图 33: 搜于特加权单价, 及提价幅度 (%)	16
图 34: 罗莱家纺近三年收入、净利增速	17
图 35: 罗莱家纺 2008 - 2010Q3 毛利率水平 (%)	17
表 1: 全球棉花产销存预测 (单位: 万吨)	8
表 2: 中国棉花产销存预测 (单位: 万吨)	8
表 3: 行业重点公司	12
表 4: 华孚色纺 2010 - 2012 盈利预测 (单位: 百万元)	15
表 5: 美邦服饰 2010 - 2012 盈利预测 (单位: 百万元)	16
表 6: 罗莱家纺分产品收入预测 (百万元)	18
表 7: 罗莱家纺 2010 - 2012 盈利预测 (单位: 百万元)	18

1. 出口受制欧美复苏压力，内需依然旺盛

1.1 前十月纺织服装出口继续保持增势，单月数据环比回落

据海关总署发布数据显示，2010年1-10月，我国纺织品服装累计出口1676.11亿美元，同比增长22.98%。其中，纺织品累计出口626.15亿美元，服装累计出口1049.96亿美元，增速分别为29.40%和19.50%，出口规模依然维持在较高水平。

从单月数据来看，出口增速自9月开始出现回落，10月份出口纺织品服装共178亿美元，环比数据下降11.07%。我们认为在国内原料、劳动力要素成本上涨，以及人民币升值等因素压制了出口增长，同时，中国纺织品服装已经占据欧美市场30%份额，进一步增长空间有限，而且海外订单有逐步向以越南、印度为代表的东南亚低成本地区转移的趋势，我们认为出口增长未来将在高基数基础上陆续放缓。

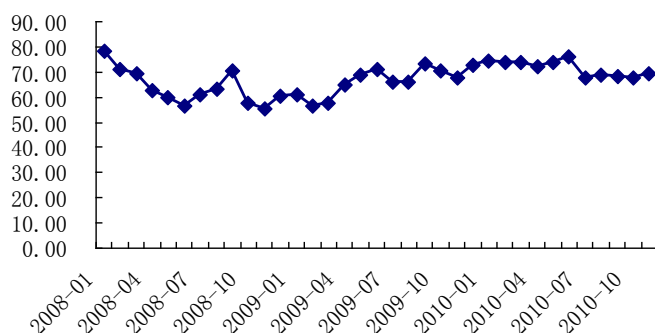
图1：2005年-2010年10月纺织品服装累计出口增速（%）



资料来源：海关总署、国都证券研究所

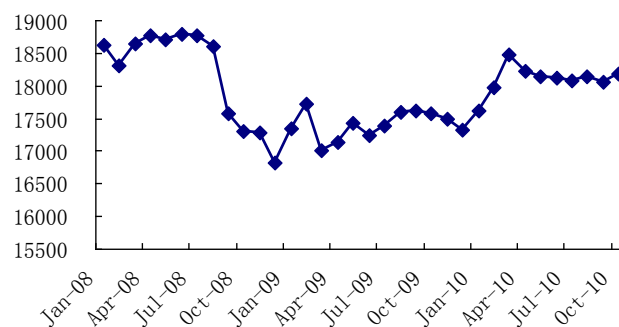
欧美市场上半年补库存完成后需求又开始出现放缓，美国消费者信心指数自6月份76的高点回落后，已经在67-69徘徊近5个月，纺织服装对美国、欧盟出口下降与其国内服装零售增速回落、消费者信心指数下降是相符合的。

图2：美国消费者信心指数



资料来源：国都证券研究所

图3：美国服装零售单月值（百万美元）



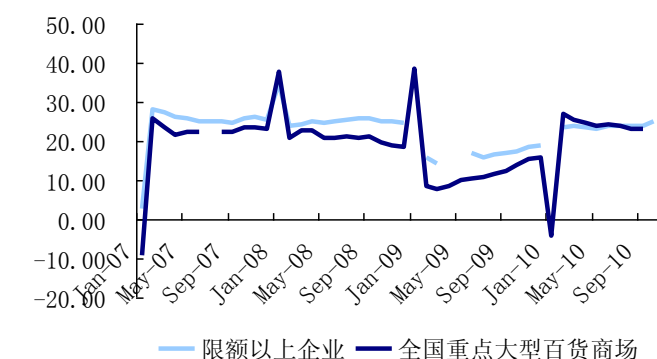
资料来源：国都证券研究所

目前美国经济复苏情况低于预期，10月份失业率达9.6%，非农就业人口四个月前下跌。此外，美国新屋销售年化月率下降8.1%，房地产市场低迷，都加重了市场悲观预期，随着未来欧盟未来紧缩政策的实施，我们预计欧美市场消费需求将进一步受压。

1.2 内需依然旺盛，服装类 PPI 预计明年有明显上升

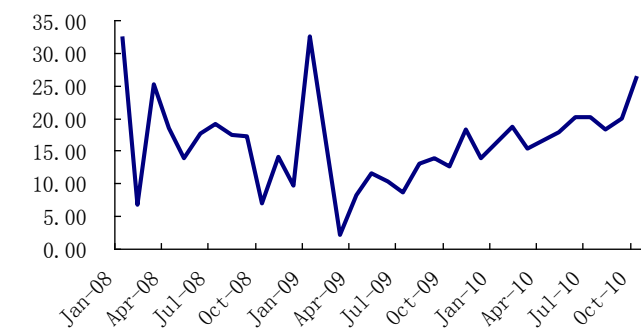
内销方面，限额以上服装鞋帽针织类零售额累计同比增速为25.10%，全国重点大型百货商场服装销售截1-9月同比增速为23.17%。10月份重点零售企业服装类商品零售额当月同比增速为26.50%，较8月份的低点有较大幅度提高。我们认为进入四季度迎来服装消费旺季，加之今年入冬较早，服装消费将较往年有所增加。

图 4：限额以上及全国重点大型百货商场零售增速（%）



资料来源：国都证券研究所

图 5：重点零售企业服装类商品零售额同比变化（%）

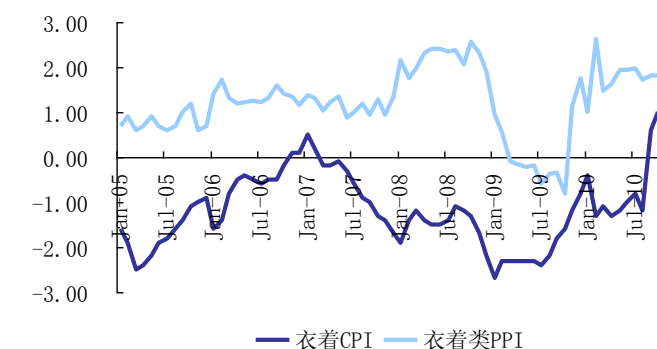


资料来源：国都证券研究所

10月份居民消费价格总指数同比上涨4.4%，其中衣着类CPI环比上涨1%，衣着类PPI当月同比上涨1.8%，我们看到，随着9月份原料价格大幅上涨，纺织品出厂价格出现了较为明显的涨幅，纺织业PPI当月同比上涨10.15%。由于在订货会制度下原料成本的传导有一个滞后过程，我们认为衣着类PPI将在明年二季度有明显上升。

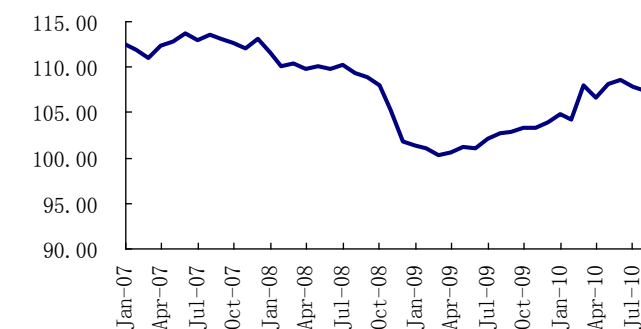
消费者信心指数自6月份达到高点后开始回落，9月份降至104，环比下降2.9，较二季度下降了5点，在连续上升5个季度后首次出现回落。这一信号反映消费者在物价总水平上涨的背景下对未来通胀的担忧，消费意愿有所下降，不过整体信心水平仍然处于乐观区间内。

图 6：衣着类 CPI、PPI 变动情况（%）



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

图 7：消费者信心指数



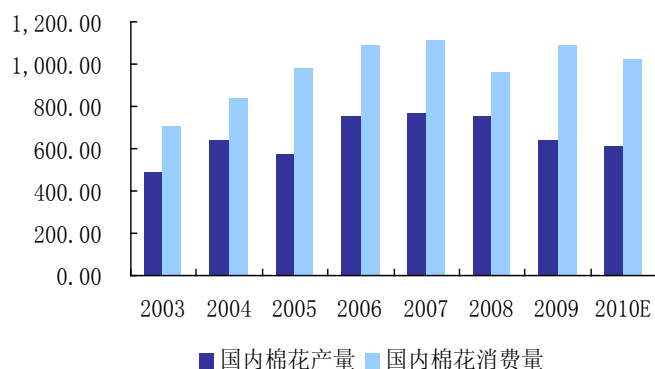
资料来源：国都证券研究所

2. 原料成本大幅波动成为行业最大变量

2.1 棉花价格飙升成因

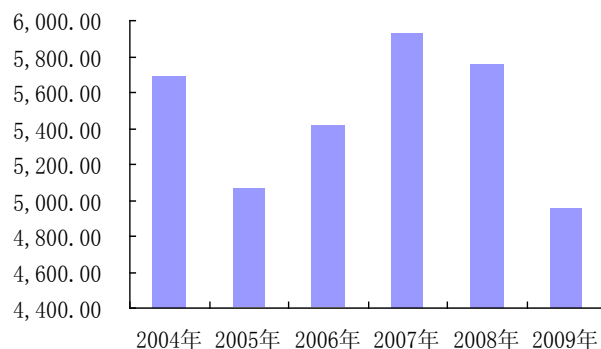
从 08 年、09 年开始，棉花相对于小麦、玉米、大豆的收益率都是比较低的，致使全球棉花种植面积大幅下降，产量也出现大幅下降。今年棉花播种期遭受低温、吐絮期遭遇连续强降雨等灾害天气，棉花质量和产量均受到不利影响。根据国家棉花市场监测系统对 2010 年度中国棉花产量调查反映，今年全国棉花单产 84.0 公斤/亩，下降 4.4%，总产量 605 万吨，减少 5.5%。

图 8: 国内棉花产量、消费量 (万吨)



资料来源: 国家统计局、美国农业部、国都证券研究所

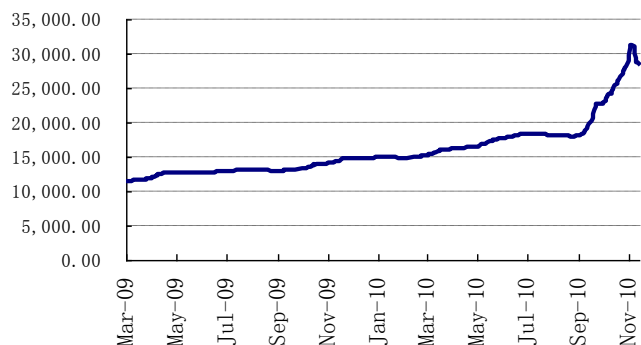
图 9: 棉花种植面积 (千公顷)



资料来源: 国都证券研究所

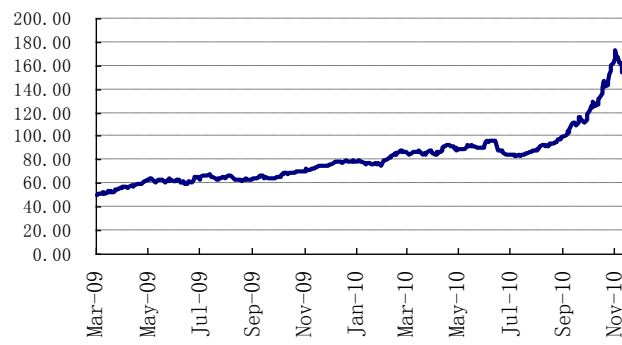
经过 08 年金融危机之后，全球经济复苏势头强劲，刺激全球棉花消费市场恢复的速度远远超出市场预期。在上述这两个方面的影响下，棉花供需矛盾越来越突出，USDA 数据显示，在 2009 - 2010 年度，全球的棉花消费量超过产量 15 个百分点，这导致国际棉花库存锐减。而今年农产品价格普遍上涨，同时在宽松流动性配合下，更是加大了市场的看多气氛。在棉花强烈看涨氛围下，加大棉农惜售心理，导致供求关系更加紧张。国棉 328 价格从年初 14879 元/吨开始一路上涨，11 月份触及最高价 31302 元/吨，郑棉期货价格也不断刷新棉花期价上市以来的最高价。

图 10: 国棉 328 价格走势 (元/吨)



资料来源: 国家统计局、国都证券研究所

图 11: Cotlook:A 指数 (美分/磅)



资料来源: 国都证券研究所

2.2 棉价上涨，化纤价格水涨船高

国内主要纺织原料使用比例一般为棉花 50% - 55%，涤纶 35%，粘胶 10%，三者之间存在竞争、替代关系。在天然纤维原料价格高涨情况下，原油价格维持较稳定水平，形成化学纤维的价差优势，纺织企业会对涤纶等化学纤维需求增加，加之限电、停产维修等因素对其价格形成了有效支撑。

整个化纤板块从 9 月份开始出现普涨格局。涤纶短纤价格从 9 月初 9600 元/吨涨至 19000 元/吨，涨幅接近一倍。由于粘胶纤维企业以棉浆为生产原料，棉花成本上涨也推动粘胶纤维的价格上行，同时下游人棉纱价格走强也支撑粘胶纤维的价格走强，粘胶短纤价格同期也从 18300 元/吨涨至最高 30000 元/吨附近。

图 12: 粘胶短纤 1.5D 今年走势 (元/吨)



资料来源：中纺化纤、国都证券研究所

图 13: 涤纶短纤 1.4D 今年走势 (元/吨)



资料来源：中纺化纤、国都证券研究所

2.3 预计棉花价格将回归理性，化纤价格也将随之回落

随着近期发改委联合 7 部门要求严厉查处哄抬棉价行为，以及央行宏观调控等措施集中出台，国内棉花现货价格从 11 月 10 日的 3.2 万元/吨的历史高位急剧回落到 2.7 万元/吨，棉价多头行情暂告一段落。我们认为，棉花价格经前期大幅上涨后，国内棉价有偏离基本面之嫌，随着国产新棉陆续上市，新疆棉花运力加大，以及进口棉陆续到港，国内涉棉企业惜售心态有望缓解。10 月份 CPI 的高企可能促使更严厉调控措施出台，在不出现大的偶发事件情形下，棉价重心将具备逐步下移条件，未来几个月国内棉花供应将逐渐得到缓解。

据国际棉花咨询委员会 (ICAC) 10 月报告显示，2011/12 年度，全球棉花产量将进一步恢复；全球期末库存消费比 39.0%，同比明显回升，明年可能成为棉花供求关系由紧转松的拐点。此外，该报告对不含中国在外的国外库存消费比相对乐观，预测值均在 40% 以上。

表 1: 全球棉花产销存预测 (单位: 万吨)

项目	2009/10 年度预计			2010/11 年度预计			2011/2012 年度		
	当月	较上月	同比%	当月	较上月	同比%	当月	较上月	同比%
期初库存	1186.8	-14.2	-3	896	-49	-24.5	906	-71	1.1
产量	2179.5	-6.5	-6.6	2525	1	15.9	2642	59	4.6
进口	775.5	2.5	18.9	838	33	8.1	843	12	0.6
消费	2464.8	17.8	4.9	2514	22	2	2553	26	1.6
出口	779.9	10.9	17.8	838	33	7.4	843	12	0.6
期末库存	896.2	-48.8	-24.5	906	-71	1.1	995	-38	9.8
库存消费比	36.36	-2.3	-28	36.04	-3.2	-0.9	38.97	-1.9	8.1
库存消费比 (不含中国)	41	-1	-29.3	41	0	0	44	0	7.32

资料来源: 中储棉花信息中心、国都证券研究所

国家棉花市场监测系统 10 月份发布最新产销存预测, 考虑到当前粮棉比价处于较高水平, 调高 2011/12 年度国内棉花产量至 773.9 万吨, 同比增长 14.5%; 当年度棉花消费量保持在 1087.9 万吨, 同比增长 3.5%, 期末库存较上月上调 16.9 万吨至 241.5 万吨, 期末库存消费比为 22.17%, 环比调增 1.5 个百分点。

表 2: 中国棉花产销存预测 (单位: 万吨)

项目	2009/10 年度预计			2010/11 年度预计			2011/2012 年度		
	当月	较上月	同比%	当月	较上月	同比%	当月	较上月	同比%
期初库存	324.2	0	-7.8	231.6	0.7	-28.5	199.6	-15.7	-13.8
产量	675.7	0	-15.4	675.9	-28.1	0	773.9	23.9	14.5
进口	250.4	0	73.1	303.3	3.3	21.1	303.7	0.6	0.1
消费	1041	0	5.2	1051.5	-1.8	1	1087.9	0	3.5
出口	0.5	-0.4	-69.5	0.6	-0.6	8.2	1.1	-0.2	96.5
期末库存	231.6	0.7	-28.5	199.6	-15.7	-13.8	241.5	16.4	21
库存消费比	22.24	0.1	-32	18.97	-1.4	-14.7	22.17	1.5	16.9
期初库存	324.2	0	-7.8	231.6	0.7	-28.5	199.6	-15.7	-13.8

资料来源: 中储棉花信息中心、国都证券研究所

各种限制措施遏制了棉价过快上涨, 棉花价格快速回落导致粘胶短纤、涤纶短纤应声下跌, 化纤产品价格的剧烈波动, 将促使下游观望态度进一步增强, 我们认为在下游需求未明显改善之前, 化纤产品仍将以回落后调整基调为主。

3. 纺织业盈利改善、服装子行业景气依然

3.1 纺织行业受益需求改善明显, 压力从四季度开始显现

在全球经济复苏及国内需求稳定增长的大环境下, 纺织行业进入黄金季节, 国际国内市场呈现产品供不应求的局面。原料大幅上涨对上游棉纺企业影响最为直接, 在棉花价格大幅上涨带动下, 纱线呈现价升量增的井喷行情。以纯棉 40s 纱为例, 10 月份上涨了 80%, 达到 4.4 万元/吨, 前 10 个月累计产量 2238 万吨, 较去年同比增长 15.5%。

纱线行业毛利率 2010 年 1-9 月份为 10.27%, 三费比率为 4.55%, 利润率为 4.81%,

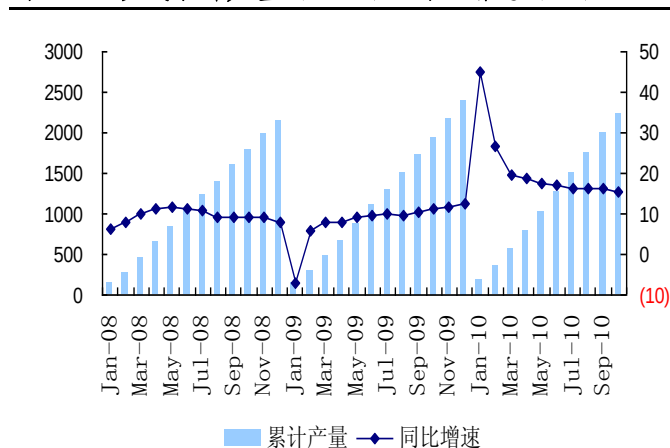
剔除非经常性损益的影响，税前利润率为 5.73%；行业库存比率为 5.93%。10 月份纱线销售速度进一步加快，纺织企业的纱线销售率为 102.4%，较 9 月初提高 4.6 个百分点，库存天数 37.9，较 9 月份减少 1.4 天，纺织企业产销顺畅，整体经营状况健康。

图 14: 纯棉 40s 纱线价格走势 (元/吨)



资料来源: sinotex、国都证券研究所

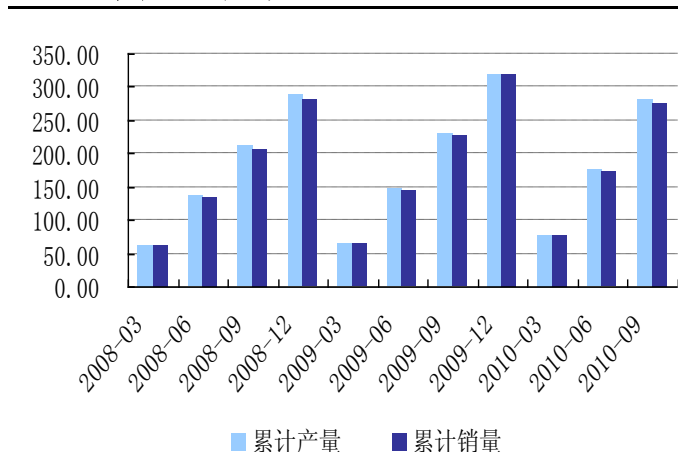
图 15: 纱线累计产量 (万吨), 同比增速 (%)



资料来源: 国都证券研究所

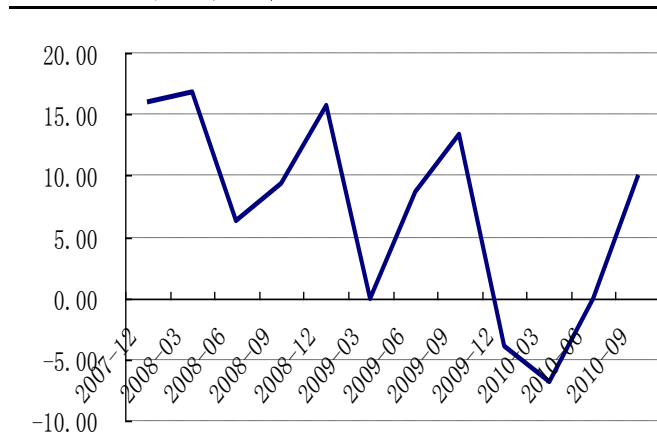
棉布前三季度累计产量 279.46 亿米，累计销量 275.80 亿米，分别较去年增长 21.63%和 21.77%，并已接近去年全年总量，产销率达到 99.50%。在产销两旺态势下产品库存增量一直保持在较低水平。

图 16: 棉布前三季度产量、销量 (亿米)



资料来源: wind、国都证券研究所

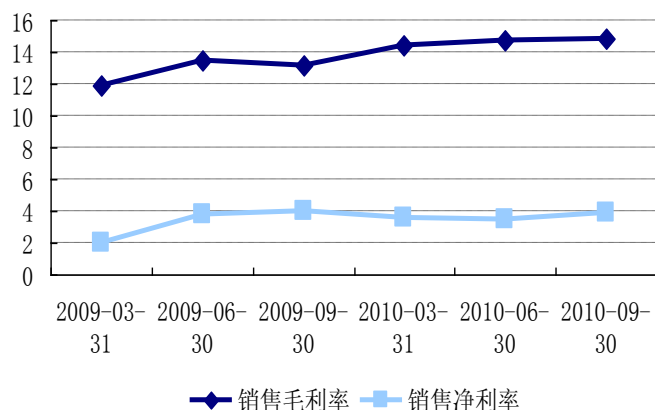
图 17: 当季较年初库存对比 (%)



资料来源: 国都证券研究所

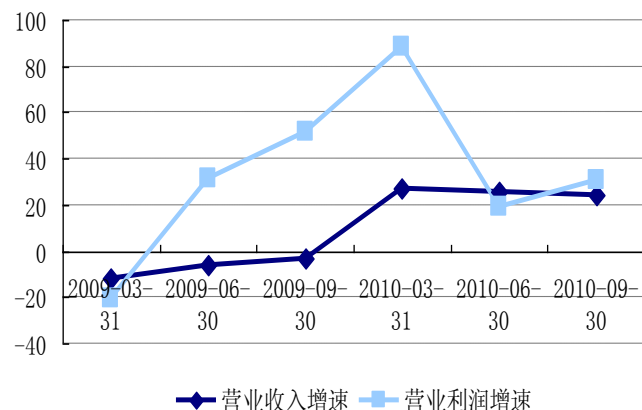
根据申万纺织行业 09-10 年前三季度行业盈利数据对比，行业销售毛利率水平 14.86%，同比提高 1.66%，收入增速 24.28%，营业利润同比增长 30.46%，盈利能力改善明显，创下近 3 年来最好水平。

图 18: 纺织板块前三季毛利率、净利率增速 (%)



资料来源: 国都证券研究所

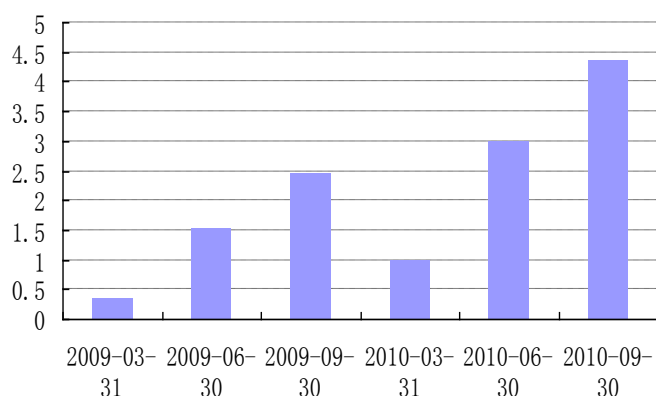
图 19: 纺织板块前三季营业收入、营业利润增速 (%)



资料来源: 国都证券研究所

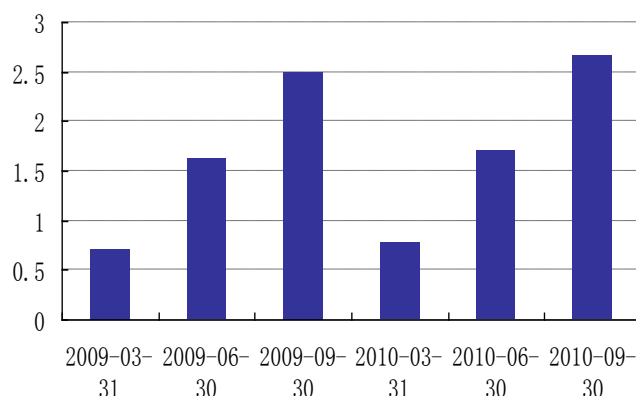
纺织行业前三季度净资产收益率由 2.46%提高至 4.36%，同比大幅提高，存货周转次数也逐季改善，由 2.48 次提高至 2.66 次。

图 20: 纺织板块前三季度净资产收益率 (%)



资料来源: 国都证券研究所

图 21: 纺织板块前三季度存货周转率 (次)



资料来源: 国都证券研究所

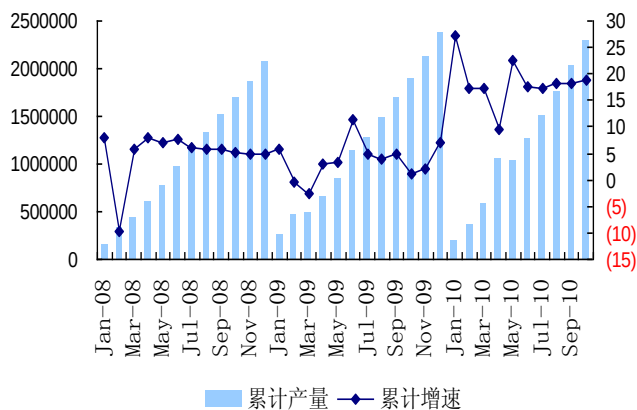
棉花价格的剧烈波动，对纺织行业冲击明显。棉价自高点已回落 20%，棉花流通企业因为囤积着高价收购的棉花，面临着发生亏损的局面，而在高棉价压力下，纺织企业只能依靠前期库存生产，或采取接小单、短单业务。广交会期间，国外采购厂商基本接受了 2.8 万元/吨的棉花高价，并且开始执行一个星期的弹性接单制，即国内企业 7 天内不接单就意味着自动放弃，这种方式无疑会使国内企业明年的生产计划安排陷入被动。棉价剧烈波动会加速棉纺织行业的重组，促使产业集中度上升，一批中小企业面临淘汰压力，这也是产业结构调整的大趋势，也将给行业领先者留出市场空间。

综合以上这些因素，我们认为，无论从实体经济的影响因素来看，还是从基数效应的影响来看，今年四季度中国纺织企业利润增速都面临较大的回落压力。

3.2 服装子行业维持高景气

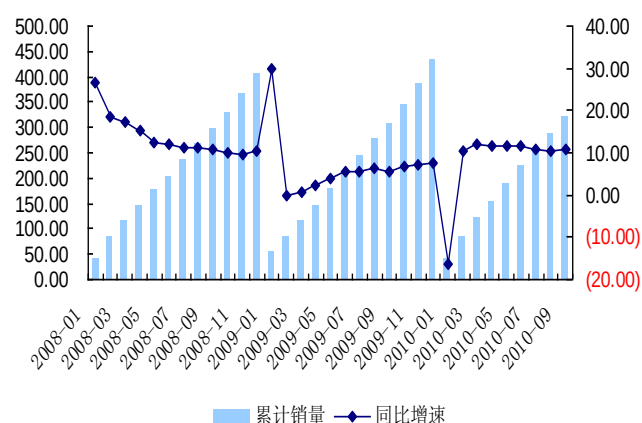
服装行业今年1-10月份继续保持较高增速，截至10月份累计产量为228亿件，增速达到18.71%，已接近去年全年238亿件的总量。全国重点大型百货商场服装销量前十月达到320万件，同比增长10.23%，预计全年增速在13%左右。

图 22: 服装累计产量 (万件), 同比增速 (%)



资料来源: 国都证券研究所

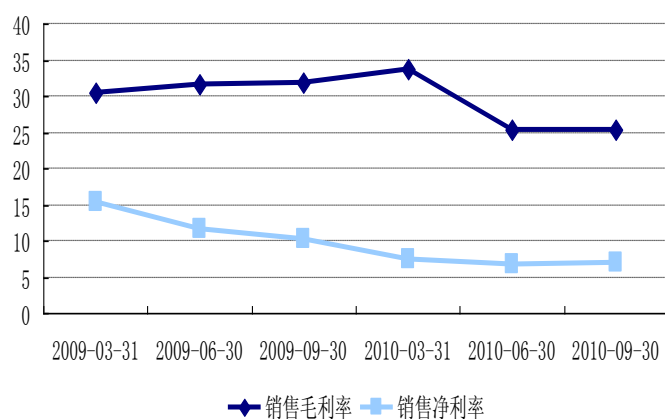
图 23: 重点大型百货商场销量 (百万件), 同比增速 (%)



资料来源: 国都证券研究所

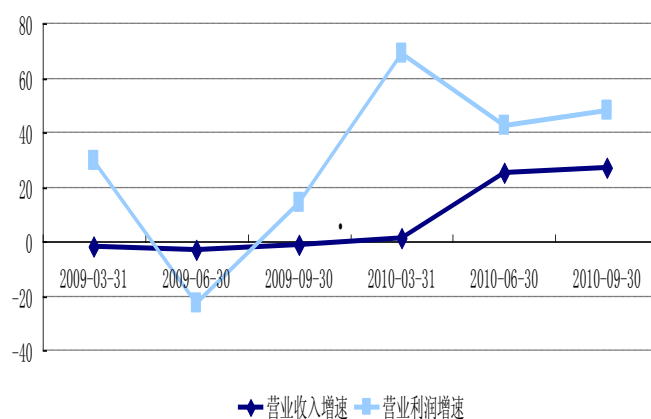
根据申万服装行业09-10年前三季度行业盈利数据对比，行业销售毛利率水平14.86%，同比提高1.66%，收入增速24.28%，营业利润同比增长30.46%，盈利能力改善明显，创下近3年来最好水平。

图 24: 服装板块前三季毛利率、净利率增速 (%)



资料来源: 国都证券研究所

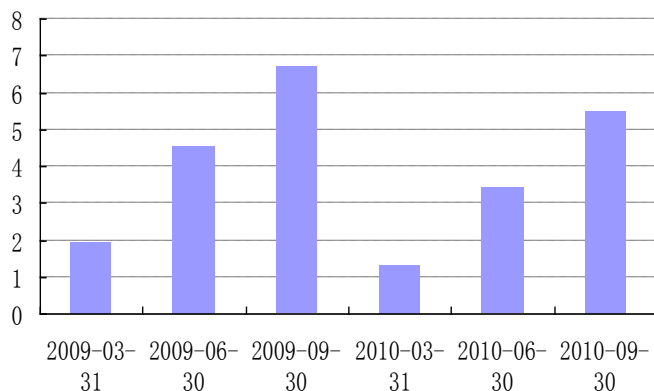
图 25: 服装板块前三季营业收入、营业利润增速 (%)



资料来源: 国都证券研究所

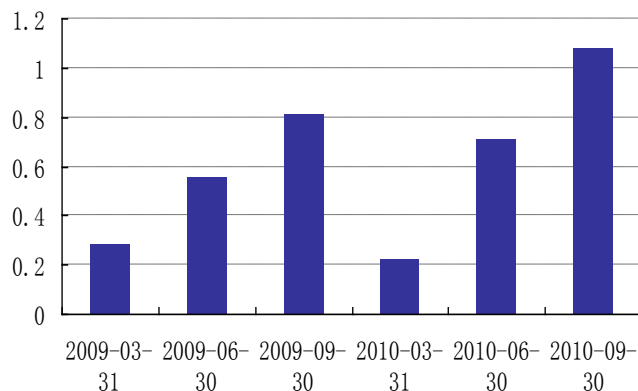
申万服装行业前三季度净资产收益率由 6.7%提高至 5.49%，同比略有下降，存货周转次数也逐季改善，由 0.81 次提高至 1.07 次。

图 26: 服装板块前三季度净资产收益率 (%)



资料来源: 国都证券研究所

图 27: 服装板块前三季度存货周转率 (次)



资料来源: 国都证券研究所

根据对行业重点公司统计，整体盈利情况良好，行业整体毛利率提高 1.87 个百分点，尤其是品牌服装、家纺公司通过产品结构调整、新品推广，以及规模效应获得较强议价能力，同时凭借丰富的销售渠道，使得毛利水平提高快于行业水平。

表 3: 行业重点公司

代码	上市公司	销售毛利率 (%)		营业利润同比增长 (%)
		2009	2010	
000982	中银绒业	19.40	19.80	-12.36
002003	伟星股份	35.98	36.30	48.61
002029	七匹狼	38.97	40.96	29.02
002036	宜科科技	15.94	14.26	190.11
002044	江苏三友	11.49	13.19	27.26
002098	浔兴股份	25.25	24.33	78.36
002154	报喜鸟	50.59	53.98	59.38
002239	金飞达	18.49	13.95	-49.55
002269	美邦服饰	43.43	44.48	119.69
002291	星期六	45.83	47.14	-10.2
002293	罗莱家纺	39.01	37.79	58.04
002327	富安娜	42.59	45.79	49.11
002397	梦洁家纺	36.64	41.44	65.36
002425	凯撒股份	47.08	52.72	35.1
002485	希努尔	36.34	36.89	67.66
002494	华斯股份	20.07	23.00	30.5
300005	探路者	45.44	47.92	10.17
600107	美尔雅	29.85	32.89	23.71
600137	浪莎股份	29.11	23.58	-2.1
600233	大杨创世	27.02	30.13	6.47
600272	开开实业	26.12	25.09	-19.21
600398	凯诺科技	20.83	26.66	79.88
600400	红豆股份	22.23	20.13	127.33
	行业平均	25.99	26.87	36.16

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

4.行业投资策略——选择抗风险能力强的投资标的

受需求增长推动和前期低基数效应影响纺织行业利润增速水平处于相对历史高位，预计 2010 年四季度，去年同期低基数弱化影响将更为明显，行业利润增速将被拉低。我们认为，纺织企业今年业绩超常增长的重要因素是得益于低价原料库存储备，但随着库存棉花逐步消化，成本压力将在明年 6 月逐步开始显现，纺织企业将面临考验。随着成本压力的向下游蔓延，服装家纺类等终端消费品企业也将面临这一问题，但我们认为，服装家纺产品距离消费者最近，而且具备相当的议价能力，成本转嫁能力也最强。

4.1 看好成本控制能力强的高端纺织企业——华孚色纺

4.1.1 色纺纱工艺先进，产品附加值高

所谓色纺纱，即先将纤维染成有色纤维，然后将两种以上不同颜色的纤维经过充分混合后，纺制成具有独特混色效果的纱线。“先染色、后纺纱”的新工艺，缩短后道加工生产流程，与时尚服装快速消费潮流相符合。色纺纱呈现出的色彩自然、时尚，织成的面料具有朦胧的立体效果，纺成的纱不必经过染色处理即可直接用作针织物或机织物，使用无污染，可最大程度控制色差，其生产工艺比传统工艺可节约用水 50% 左右，减少污水 50% 左右，是纺织行业中的“绿色”产品，符合低碳制造的时代要求。

图 28：色纺纱产品



资料来源：国都证券研究所

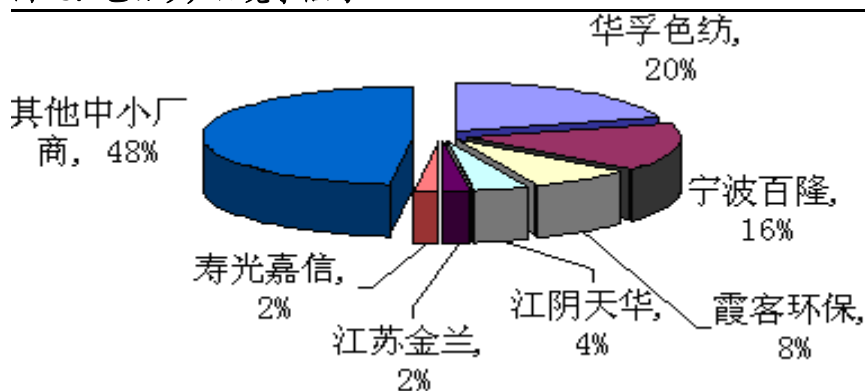
4.1.2 色纺纱产品市场前景广阔，公司目标远大

色纺纱被广泛应用于服装面料产品设计之中，拓宽了产品的丰富度，其复杂精细的制作工艺提升了整体品质，使得国内外知名品牌服装企业 POLO、GAP、森马、李宁对色纺纱的运用格外重视。目前，国际市场色纺纱制品已十分流行，国内色纺纱的需求量呈逐年上升趋势。色纺、混纺等新型纱线的需求将以高出普通纱线两倍的速度增长，预计色纺纱年增速将达到 15% - 20% 的水平。

我们坚定看好色纺纱的未来发展趋势，作为纺织业中的朝阳产业，目前色纺尚处在起步阶段，整体产量只占纱线总产量的 2%，按全国纺纱产能近亿锭规模计算，如果未来纱线产业形成色织、布染色、色纺三分天下的格局，那么，色纺纱产业规模将超过 2000 万锭，未来产业前景非常广阔，发展空间巨大。

华孚色纺是全球最大的色纺纱供应商，在全球中高端色纺纱市场的占有率达到50%以上。具有100万锭，年产15万吨的生产规模。公司位列中国制造业500强，十大纺织企业，公司志在成为世界级纱线王国。

图 29：色纺纱产品竞争格局



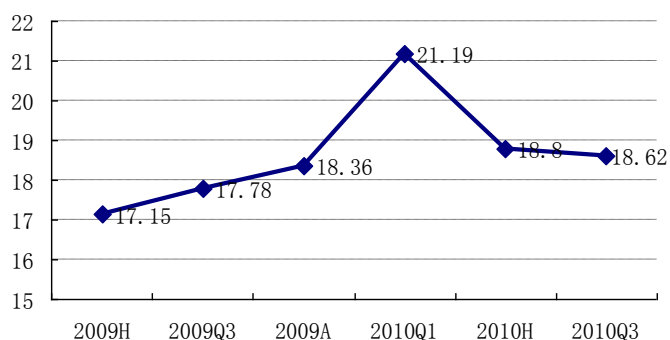
资料来源：国都证券研究所

4.1.3 原料渠道丰富，成本控制能力强

棉花作为主要原料占成本比例65%左右。公司一向注重原料成本控制，棉花供货渠道可靠，货源充足，能够优质高效地满足生产经营需要。为了严格控制采购价格，降低采购成本，公司对大宗批量物资全部实行招标采购，对小批量零星物资实行比质比价择优采购。公司2009年前五名供应商采购合计总金额达到61%。公司集团关联公司自有棉田8万亩可提供30%原料，新疆生产建设兵团提供30%，中棉集团下属企业及中纺棉花进出口公司通过战略合作关系提供其他所需部分原料。

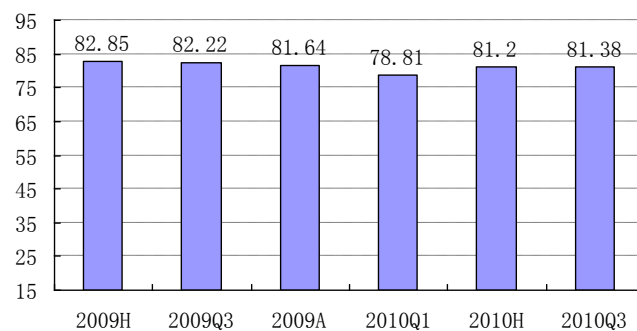
公司在今年二季度大幅增加原料储备，原料存货由4.2亿元增加到8.3亿元，说明公司对棉花价格上涨作出了准确预判。三季度主营毛利水平18.3%，较二季度基本持平，没有受到三季度棉价涨幅达到25%的影响。

图 30：毛利率水平（%）



资料来源：国都证券研究所

图 31：销售成本率（%）



资料来源：国都证券研究所

我们认为低棉价时代已经过去，未来纺织企业应习惯在高棉价下生存环境，公司全方位的产业链将有利于对棉花走势的预测和决策，保持棉花资源的控制和采购优势。因此，我们认为具备较强抗风险能力的华孚色纺是投资纺织行业的首选标的。

新疆、上虞两个项目达产后公司将新增色纺纱产能 2.26 万吨、半精纺纱产能 1.2 万吨，较现有产能扩张 30% 左右。公司测算两项目达产后每年收入和净利润将分别增加 14.33 亿元和 2 亿元，公司在色纺纱行业的龙头地位将进一步巩固。

表 4：华孚色纺 2010 - 2012 盈利预测（单位：百万元）

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3197	4939	6190	8201
营业成本	2609	4000	5014	6683
营业税金及附加	5	15	19	16
营业费用	123	193	248	328
管理费用	141	188	238	316
财务费用	84	121	103	97
资产减值损失	10	0	0	0
公允价值变动收益	7	10	10	10
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	233	432	579	770
营业外收入	26	0	0	0
营业外支出	21	0	0	0
利润总额	239	432	579	770
所得税	54	97	130	173
净利润	185	335	448	597
少数股东损益	24	0	0	0
归属母公司净利润	161	335	448	597
EBITDA	433	622	756	954
EPS（元）	0.69	1.42	1.91	2.54

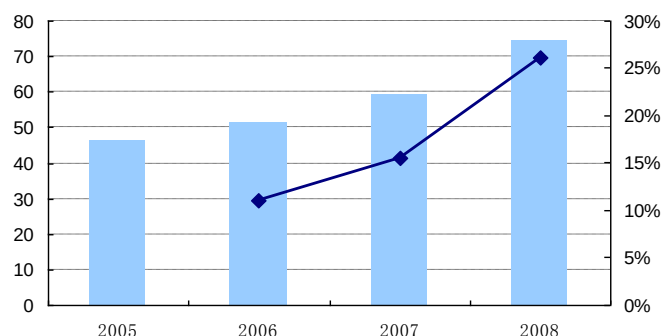
数据来源：国都证券研究所

4.2 时尚服装议价能力强，受成本压力最小——美邦服饰

4.2.1 成本占比小，企业议价能力强

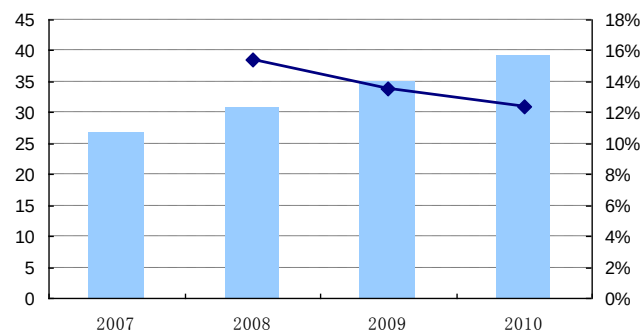
服装产品主要原材料为各种面料、辅料，包括棉纱、针织布、梭织布等，今年以来上游原料价格大幅上涨，终端产品面临一定成本压力，但公司产品所使用原料需要经过多道加工环节，每一环节都将消化一定的成本压力，最终传导至终端产品时不会造成过大压力。公司单品平均价格每年也有 5% 的自然上浮空间，也能够消化一定成本压力。公司超过 6000 万件以上的年采购规模，使其具备了较强的议价能力，目前进入公司供应商名录的企业数量有 500 多家，可供选择余地较大。2005 年 - 2008 年公司单品价格逐渐提高，由 46 元提高至 74 元，年提价幅度分别为 11.4%，15.49% 和 26.08%，比照同类公司搜于特，2007 - 2010 年也保持年 12% 以上的提价幅度。

图 32: 美邦服饰加权单价, 及提价幅度 (%)



资料来源: 国都证券研究所

图 33: 搜于特加权单价, 及提价幅度 (%)



资料来源: 国都证券研究所

4.2.2 公司管理能力强, 新品牌前景值得期待

公司直营品牌 Me&City 全年销售收入预计增速达到 100%，但由于直营门店扩张速度过快，前期费用尚不能完全消化，短期内实现盈亏仍有压力。我们认为，Me&City 的收入快速增长，反映了市场对新品牌认可度的提升，一般新门店需要至少 1-2 年的时间才能实现盈亏平衡，对新开门店应给予一定培育时间。公司 Me&City 事业部除了与 Mb 共享流行信息外，采取独立运作模式，有利于新品牌逐渐摆脱 Mb 品牌的影响，假以时日，该品牌运作将逐渐纯熟，我们看好新品牌未来作为公司提升市场份额和巩固品牌形象的重要支点。

表 5: 美邦服饰 2010-2012 盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5218	7277	9934	13236
营业成本	2895	3930	5265	7015
营业税金及附加	28	44	60	79
营业费用	1451	1892	2583	3441
管理费用	217	306	417	596
财务费用	53	49	48	30
资产减值损失	14	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	562	1057	1561	2075
营业外收入	83	0	0	0
营业外支出	12	0	0	0
利润总额	633	1057	1561	2075
所得税	29	264	390	519
净利润	604	793	1171	1556
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	604	793	1171	1556
EBITDA	805	1158	1672	2173
EPS (元)	0.60	0.79	1.17	1.55

数据来源: 上市公司公告, 国都证券研究所

4.3 家纺行业依然处于高增长阶段——罗莱家纺

4.3.1 享受市场景气，提价能力强

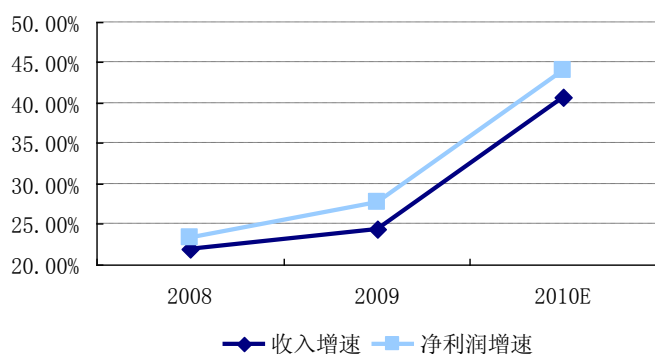
我们认为，家纺产品与其他服装鞋类不同之处在于，生活消耗品属性较强，对消费者来说购买家纺产品不存在时机问题，对潮流的敏感度弱于服装，因此其销售周期比较长；随着健康生活观念普及，消费者希望通过家纺产品的优良品质来提升自己的生活档次，因此家纺产品受益居民消费升级明显，我们认为家纺行业的整体增速将不低于 15%，品牌家纺的成长速度能达到 30%。

家纺产品的坯布占成本比重达到 80%，今年在棉花价格上涨带动下，棉纱、坯布等原料价格也一路走高，其中 32X32 坯布前三季度已累计上涨 32.73%，坯布涨价将推升成本近 25%，预计品牌家纺提价幅度将不低于 10%，

4.3.2 品牌优势助推加盟良性增长

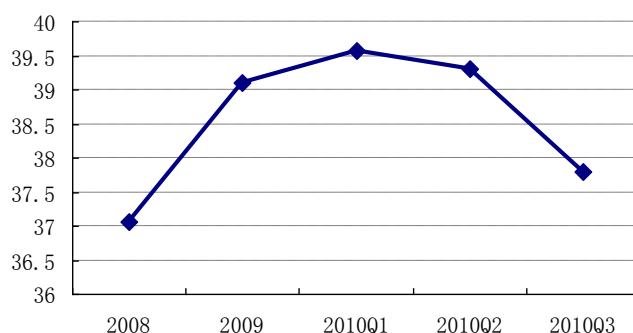
公司主要原材料面料、坯布、化纤、羽绒、羊毛和蚕丝等采购成本均出现不同幅度上升，导致毛利水平有所下降。第三季度毛利率为 35.7%，环比下降 3.3%，同比下降 2.31%，面对原料成本大幅上涨，公司除加强采购环节控制，同时也通过提高终端销售价格来维持毛利水平，三季度价格调整滞后，提价效果预计在四季度会有所反映，毛利率水平预计与去年持平。由于公司品牌认可度较高，产品提价较为顺畅，能够将成本压力转移至终端价格。根据市场调研报告，大多数消费者表示，只要保证产品品质，可以接受原材料价格上涨因素带来的产品价格调整。

图 34：罗莱家纺近三年收入、净利增速



资料来源：国都证券研究所

图 35：罗莱家纺 2008 - 2010Q3 毛利率水平 (%)



资料来源：国都证券研究所

今年预计净增门店 150 个左右，总计将达到 1900 家，其中 60% - 70% 为商场专柜。公司考虑到对加盟商来说在中心城市和大城市的开店成本较高，公司将在这类地方以发展直营店为主，同时在加盟商力量薄弱的地区也会开设直营门店来弥补加盟商的不足，公司目前主要销售区域在华东市场，未来计划逐步向中西部地区扩张，扩大其市场份额。目前加盟商的销售情况普遍好于预期，90% 加盟商能够完成或超额完成销售计划。虽然公司有退货机制，但退货费用由加盟商承担，所以退货比例并不高，加盟商一般通过促销等方式自我消化存货。

表 6：罗莱家纺分产品收入预测（百万元）

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
罗莱品牌							
营业收入	513	669	786	938	1360	1768	2352
YOY		30%	17%	19%	45%	30%	33%
营业成本	382	431	489	563	830	1096	1458
YOY		12.85%	13.58%	15.02%	16%	16%	15%
毛利率	25.59%	35.61%	37.75%	40.00%	39.00%	38.00%	38.00%
雪瑞丹							
营业收入	17	33	36	43	52	62	74
YOY		94.12%	9.09%	19.44%	20%	20%	20%
营业成本	10.32	20.12	21.47	23.64	30	36	43
YOY		94.96%	6.71%	10.11%	26.60%	20.00%	20.00%
毛利率	38.00%	39.00%	41.00%	43.00%	42%	42%	42%
尚玛可							
营业收入	19	35	41	53	72	97	130
YOY		84.21%	17.14%	29.27%	35%	35%	35%
营业成本	14.97	27.82	32.64	37	52	70	94
YOY		85.84%	17.33%	13.36%	39.23%	35.00%	35.00%
毛利率	19.43%	21.47%	21.70%	30.00%	28%	28%	28%
迪士尼							
营业收入		8.72	24.7	52	104	198	356
YOY			183.26%	110.53%	100%	90%	80%
营业成本		4.92	13.78	28	58	111	199
YOY			180.08%	103.19%	108.00%	90.00%	80.00%
毛利率		43.57%	44.20%	45.19%	44%	44%	44%
其他							
营业收入	0	9	7.38	23	23	23	23
营业成本	0	9	5.99	22	22	22	22
总计							
主营收入	549.00	754.72	902.00	1145.00	1610.25	2147.24	2935.00
YOY		37.47%	19.51%	26.94%	40.63%	33.35%	36.69%
主营成本	407	493	563	673	991	1334	1816
YOY		21.04%	14.32%	19.58%	47.21%	34.60%	36.11%
毛利率	25.86%	34.73%	37.56%	39.00%	38.44%	37.86%	38.12%

数据来源：国都证券研究所

表 7：罗莱家纺 2010 - 2012 盈利预测（单位：百万元）

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1145	1611	2148	2936
营业成本	697	991	1334	1816
营业税金及附加	4	6	8	11
营业费用	201	283	365	499
管理费用	55	72	97	132
财务费用	-1	-19	-17	-19
资产减值损失	-0	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	189	277	361	496
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	197	277	361	496
所得税	51	69	90	124
净利润	146	208	271	372
少数股东损益	2	0	0	0
归属母公司净利润	144	208	271	372
EBITDA	192	274	378	529
EPS（元）	1.03	1.48	1.93	2.65

数据来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com