

# 纺织服装行业 2011年2季度报告

评级：增持 维持评级

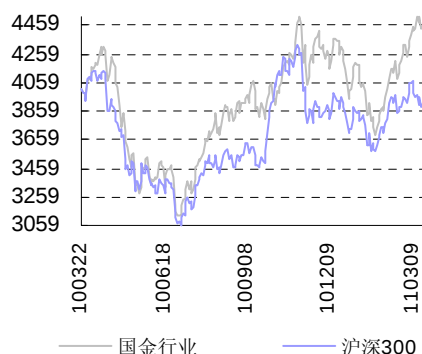
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

## 纺织服装零售企业的投资机会即将到来

### 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  | 4470.26  |
| 沪深300指数   | 3215.69  |
| 上证指数      | 2906.89  |
| 深证成指      | 12721.99 |
| 中小板指数     | 7408.43  |



### 相关报告

1. 《等待黎明的到来》，2011.3.13
2. 《都是棉花惹得祸》，2011.3.10
3. 《优质纺织服装零售企业需要潜伏》，2011.3.6

### 投资建议

- **行业策略：**纺织服装零售板块估值优势逐渐凸显（七匹狼 11 年动态市盈率 24 倍左右，伟星 19 倍左右，罗莱、富安娜和梦洁三个家纺企业 30 倍左右），以及棉价的下跌将消除市场对于品牌企业毛利率和消费者购买意愿下降的担忧，我们认为上述的市场和基本面因素将推动 2 季度纺织服装零售板块行情的到来。
- **推荐组合：**我们继续推荐优质的纺织服装零售企业：七匹狼、伟星、富安娜、罗莱和梦洁，此外一季报靓丽、未来业绩可能高增长的报喜鸟、搜于特和探路者也值得关注。

### 行业观点

- **棉花成为上半年影响行业的最关键因素：**纺织原料价格基本随棉价而波动；生产和出口型企业由于高棉价制约了需求，未来如果棉花降价，企业毛利率也将降低；国内纺织服装零售企业则由于棉花在 2010 年 9-11 月两个月内上涨幅度超过 70% 而可能影响到毛利率，为转嫁成本压力而提高售价可能影响消费者购买意愿。
- **3-6 月，棉价将明确未来方向：**3-4 月进入传统旺季，供需状况将明了；5 月全球棉花种植面积确定，未来供应将明确；6 月前，中国、美国都可能收紧银根；
- **我们认为棉价向下概率略大于向上概率：**资金、市场供需和政策是影响棉价的最关键三大因素，其中资金是推动棉花涨价的关键因素，而供需改善、欧美消费者难以接受高价产品，以及国家政策不断打压棉价，是压制棉价的关键因素。考虑到棉花是此波全球农产品期货的龙头，我们认为向下概率略大。如果棉价下跌，纺织原料、出口和制造类企业宜观望，纺织服装零售迎来投资机会；如果上涨，正好相反，但棉价过高对中长期实体经济将产生严重不利影响。
- **我们仍维持之前行业效益增长预期不变：**即出口增速在 10-15% 之间，内销收入增速超过 20%。

### 风险提示

- 棉价继续上涨，虽然短期内纺织原料和制造类企业都有交易性机会，但在中长期将严重损害行业和企业经营；
- 市场对纺织服装零售板块认识不足，习惯采取类似投资品的从上往下思路研究和投资，可能导致板块整体平淡。但即使如此，我们看好的个股下跌空间也有限。

张斌

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

**图表1：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<br>(元) | 10EPS<br>(元) | EPS<br>11%10 | 11EPS<br>(元) | EPS<br>11%10 | 12EPS<br>(元) | 10PE | 11PE | 12PE | 投资<br>评级 | 上期<br>评级 |
|--------|------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|------|------|----------|----------|
| 002029 | 七匹狼  | 31.28      | 0.966        | 34.0%        | 1.294        | 33.2%        | 1.724        | 32.4 | 24.2 | 18.1 | 买入       | 买入       |
| 002003 | 伟星股份 | 22.73      | 0.980        | 24.0%        | 1.215        | 27.2%        | 1.546        | 23.2 | 18.7 | 14.7 | 买入       | 买入       |
| 002327 | 富安娜  | 34.59      | 0.935        | 35.6%        | 1.268        | 34.6%        | 1.707        | 37.0 | 27.3 | 20.3 | 买入       | 买入       |
| 002293 | 罗莱家纺 | 67.11      | 1.507        | 36.4%        | 2.055        | 35.0%        | 2.774        | 44.5 | 32.7 | 24.2 | 买入       | 买入       |
| 002397 | 梦洁   | 37.20      | 1.077        | 35.0%        | 1.454        | 33.7%        | 1.944        | 34.5 | 25.6 | 19.1 | 买入       | 买入       |
| 002154 | 报喜鸟  | 26.30      | 0.856        | 26.1%        | 1.079        | 24.6%        | 1.344        | 30.7 | 24.4 | 19.6 | 买入       | 买入       |
| 002563 | 森马服饰 | 61.14      | 1.494        | 40.8%        | 2.103        | 35.1%        | 2.841        | 40.9 | 29.1 | 21.5 | 买入       |          |
| 002503 | 搜于特  | 82.40      | 1.135        | 75.5%        | 1.992        | 50.2%        | 2.992        | 72.6 | 41.4 | 27.5 | 买入       | 买入       |
| 300005 | 探路者  | 30.20      | 0.402        | 55.0%        | 0.623        | 43.7%        | 0.895        | 75.1 | 48.5 | 33.7 | 买入       | 买入       |

来源：国金证券研究所

## 棉花成为影响全行业效益的关键因素

在欧美经济缓慢复苏、国内经济趋稳的情况下，尽管国内存在流动性收紧的问题，但纺织服装行业对资金要求不高，相对于不断上升的劳动力成本、房产租金以及人民币汇率而言，棉价波动幅度更大（10年9-11月，两个月上涨幅度超过70%，历史罕见。按可比价格计算，当前棉价已经超过历史上的曾经最高：南北战争时期的棉价），我们认为短中期内棉花成为影响行业运行的最关键因素，棉花牵一发而动全身（图表2）。

**图表2：棉花对行业影响分析**

|               | 棉花影响分析                                                                                                                                     |
|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 纺织原料          | 价格唯棉花“马首是瞻”，棉花高价运行，因为成本原因直接推高粘胶价格，间接导致氨纶、涤纶等涨价。<br>未来一旦棉价风吹草动，其它纺织原料跟着“受伤”，棉价下跌企稳后，各原料价格也将稳定，企业经营才能趋于正常                                    |
| 纺织服装制造企业和出口企业 | 高价棉花一方面压制国外需求，另一方面也使得国内生产企业接单谨慎，再加上高棉价对资金要求大，限制了企业经营。我们认为2月纺织品服装出口增速明显降低是因为天价棉花压制了外商需求所致<br>未来一旦棉价下跌，出于“买涨不买跌”的心理，国外需求短期内可能难以复苏，产业链也需要时间调整 |
| 国内纺织服装零售      | 棉价在短期内暴涨（10年9-11月，上涨幅度超过70%），即使零售企业具有定价权，许多品牌形象一般、经营水平不高的企业仍难以避免受伤，而且高价原料直接导致成品涨价，影响消费者购买意愿<br>棉价如果下跌，高棉价对企业毛利率和消费者购买意愿的不利影响将消除            |

来源：国金证券研究所

始于09年的棉价上涨（棉价波动具体情况见后文），经历了3个阶段：

- 09年初-10年初：从11000元左右（328级，下同）涨至16000元左右。一方面是国内外需求复苏，另一方面是产业链补库存；
- 10年初至10年9月：从16000元缓慢涨至18000元。一方面是出口超预期，另一方面国内纺织品服装消费也完全恢复高速增长，整个产业链信心恢复，此外资金日益成为推动棉价上涨的主要因素；
- 10年9月至今：其中9-11月，上涨幅度超过70%，最高超过31000元，此后在国家政策调控下回落，但在期货带领以及棉花采购成本推动下，升高至30000元。

从 10 年开始，我们认为棉花金融属性越来越强，资金、供需和政策成为影响棉价的最关键因素（图表 3），而全球资金（包括美国棉花期货，棉花成为此波农产品期货行情的龙头）参与使得此波棉花行情为历史上仅见，也是行情复杂的关键原因。

图表3：影响棉价的因素因素分析

|    |      | 有利于棉价上涨的因素                                                                                                           | 有利于棉价下跌的因素                                                                                                                                            |
|----|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 供需 | 供应量  | 如果5-6月或者9月在主要产棉区发生灾难性天气，影响棉花收成。不过和天气对赌，胜算实在太小                                                                        | 美国2011年棉花意向种植面积扩大近15%，中国近5%，在高棉价影响下，预计包括印度在内的产棉大国都将增加种植面积                                                                                             |
|    | 需求   | 随着全球经济发展，棉花用量稳步提高                                                                                                    | 由于棉价在短期内翻番，在欧美经济缓慢复苏背景下，欧美消费者接受3万元以上棉价的难度很大。2月纺织品服装出口增速明显降低，我们认为主要原因在于高棉价抑制了国内需求                                                                      |
|    |      | 尽管当前，外商接受高棉价难度较大，但不能完全排除未来接受3万以上棉价的可能性，尽管这意味着今年国外秋冬装零售价可能上涨两成以上                                                      | 由于棉价较高，棉价与涤纶短纤价差扩大到15000元左右，这可能使得服装设计师通过风格变化，加大涤纶用量、相应减少棉花用量，以降低成本                                                                                    |
| 政策 | 国家政策 |                                                                                                                      | 政府调控国内棉花价格的能力和决心不容忽视。之前政府主要通过抛售国储棉、增加进口棉花配额、调节棉花进口滑准税、行政指导控制棉花种植面积等手段调节棉价，去年4季度以来更多依赖行政手段调控棉价，如近期改变期货交易的仓单规则，政府目的是使得棉农、棉纺企业和棉花流通企业三方共赢，保持棉价在一个相对合理的位置 |
| 资金 | 期货   | 棉花期货是这波农产品期货行情的龙头，期货暴涨是去年下半年以来，以及未来推动棉价上涨的最关键因素                                                                      | 期货既可以通过做多获利，也可以通过做空获利，一旦棉花价格趋势反转，如果棉价上涨时那样，期货也可以成为价格下跌的助推器                                                                                            |
|    | 产业资金 | 棉花流通领域参与者众多且极其庞杂，而且从棉花到最终纺织品和服装，产业链较长，流通领域和产业链历史上习惯通过低价囤货获取额外收益，本轮棉价上涨中，流通领域和下游企业的囤货功不可没，如鲁泰等棉纺大型企业10年初储备了够10个月用量的棉花 | 由于10年新棉价格过高，棉花下游企业囤棉现象明显减少，10年新棉上市后的价格上涨更多是期货价格推动，以及棉农和流通领域企业期望值较高所致一旦棉价向下趋势形成，整个产业链的降库存反过来成为降价的助推器。历史上每次棉价下跌都是非常惨烈的，21世纪就曾在04年和08年底接近10000万元水平       |

来源：国金证券研究所

当前资金成为推高棉价的主要因素，而市场供需和政策成为打压棉价的关键因素，综合考虑，我们认为棉价向下概率略大于向上概率，而且由于资金参与程度深，如果下跌可能不同于以往的单边下跌，途中存在反弹可能。

从时间来看，我们认为 3-6 月将决定未来棉价方向：

- 3-4 月是国内生产旺季，市场将检验 10 年棉花产量和 11 年需求之间的供需状况；
- 3-5 月，全球主要产棉国种植面积将明确，特别是 5 月全球 11 年棉花种植棉价将最后确定，这样 11 年棉花产量也将基本确定；
- 6 月美国将确定是否继续实施货币宽松政策，从目前复苏情况来看，不再实施的可能性偏大；此外国内不断收紧市场流动性。

基于对棉价的判断，我们预期上半年，纺织品服装出口增速难以提高，仍维持全年 10-15%增速预期不变；原料价格将随棉价波动而波动（原料价格具体情况见后文），但无论向上还是向下，企业效益较 10 年都难有增长；国内纺织品服装零售继续保持高速增长，品牌企业效益可能出现分化，上市的品牌企业由于资金优势和品牌优势将化解成本压力，效益保持高速增长。

我们继续看好纺织服装零售，棉价向下或成为行情的催化剂  
 一季度主题投资造就行业涨幅榜前十名，纺织服装零售有所分化

**图表4：2011 年一季度涨跌幅榜**

| 涨幅 (%) |              | 跌幅 (%) |        |
|--------|--------------|--------|--------|
| 海欣股份   | 115.56       | 报喜鸟    | -17.30 |
| 华茂股份   | 47.73        | 华斯股份   | -15.95 |
| 凤竹纺织   | 37.50        | 深纺织A   | -13.78 |
| 申达股份   | 30.45        | 星期六    | -13.59 |
| 红豆股份   | 27.43        | 富安娜    | -12.28 |
| 华润锦华   | 25.51        | 探路者    | -11.88 |
| 新华锦    | 25.15        | 希努尔    | -11.59 |
| 金鹰股份   | 21.75        | 梦洁家纺   | -11.43 |
| 天山纺织   | 21.39        | 美邦服饰   | -10.19 |
| 三毛派神   | 19.07        | 杉杉股份   | -9.97  |
| 板块指数   | 上证综合指数: 3.52 |        |        |
|        | 深圳成份指数: 2.11 |        |        |
|        | 化纤板块: 9.38   |        |        |
|        | 纺织服装板块: 8.71 |        |        |

来源：国金证券研究所

今年一季度涨幅榜前十名几乎全部是主题投资品种，而跌幅榜中，去年涨幅较大的一些纺织服装零售个股位居其中。我们之前的行业报告中指出 11 年纺织服装零售板块可能出现分化，一季度行情表明分化已经开始；此外，去年新上市的华斯股份和希努尔等也由于股价偏高而下跌较大。化纤板块则是由于棉价的高位运行而上涨较大。

#### 棉价向下或成为行情催化剂

我们认为棉花是 2 季度的最大不确定因素，不同方向可能导致不同的投资策略（图表 5）。

**图表 5：不同棉价运行方向下投资策略**

|      |            | 投资策略                                                                                |
|------|------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 如果下跌 | 纺织原料       | 包括粘胶、氨纶等在内的原料价格随之下跌。在价格企稳前， <b>采取观望策略</b> 。价格企稳后，毛利率将回升，需求也将上升。各原料价格将按照原来各自的规律波动    |
|      | 出口和制造类企业   | 需求短期内可能受到影响，而且原料价格下降过程中，企业毛利率可能受损， <b>建议采取观望策略</b> 。价格企稳后，企业经营将恢复正常，需求也将回升          |
|      | 国内纺织服装零售企业 | 对消费者购买意愿和相关企业毛利率的影响将逐渐消除；棉价下降后，零售终端价格难以降低或者下降幅度低于棉价，零售企业将受益。 <b>或将迎来纺织服装零售的买入良机</b> |
| 如果上涨 | 纺织原料       | 原料继续涨价，涤纶、氨纶、粘胶等相关个股存在交易性机会                                                         |
|      | 出口和制造类企业   | 企业难以采取类似10年初那样的低价大量储备原料策略来获得高利润， <b>只有交易性机会</b>                                     |
|      | 国内纺织服装零售企业 | 对消费者购买意愿影响不断加大，零售企业转嫁成本的空间缩小。纺织服装零售个股上涨空间受到压制                                       |

来源：国金证券研究所

去年下半年以来，纺织服装零售板块进入调整，直至今日。调整并不是因为市场担心业绩，而主要是板块轮动，市场热点转向周期类个股，此外高棉价导致市场对企业毛利率下降的担心，以及对产品涨价后消费者购买意愿可能下

降的担忧。我们认为“解铃还须系铃人”，未来纺织服装零售板块的复苏仍有赖于市场热点的转换和原料的降价。我们认为 3-6 月棉价向下概率略大，而且纺织服装零售个股年报靓丽，企业 3/4 月的秋冬装订货会有超预期可能，纺织服装零售或将迎来一波新的行情。

近期纺织服装零售板块有所反弹，但反弹过后版块内如七匹狼、伟星、报喜鸟、富安娜等优质企业估值仍然较低。七匹狼估值只有 24 倍、伟星股份 19 倍、报喜鸟 24 倍，梦洁家纺 26 倍、富安娜 27 倍，具有非常高的安全边际。市场热点转换已经具备基础。我们认为对于这些质地优良的品牌零售企业，需要在估值低的时候介入，采取买入并持有的策略。

我们仍建议重点关注七匹狼、伟星、罗莱、富安娜、梦洁等个股；此外，我们预计报喜鸟、探路者、搜于特以及新上市的森马服饰一季报业绩较好，也建议关注

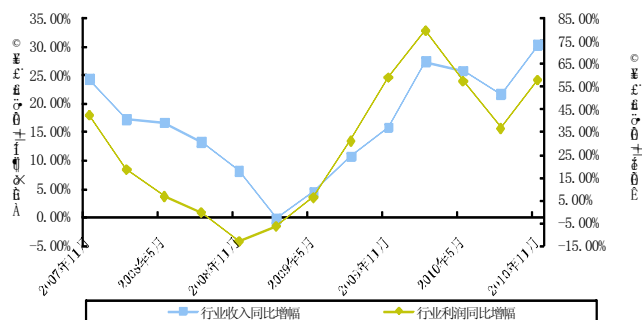
对于以出口为主的生产制造类企业，我们建议应当更多关注企业的毛利率波动，而不是收入情况，我们应当在毛利率低点介入、高点卖出。出口企业的毛利率受到成本、出口政策、汇率等因素影响。由于许多企业 10 年储备大量低价原料，去年三季度原料高价时，毛利率最高，自三季度以来，随着劳动力成本继续提高以及原料价格有所回落，我们预计毛利率有所回落，除非二季度棉花价格继续飙升，否则目前不是大举介入出口制造类企业的时机。

## 行业运行回顾

### 行业效益明显回升

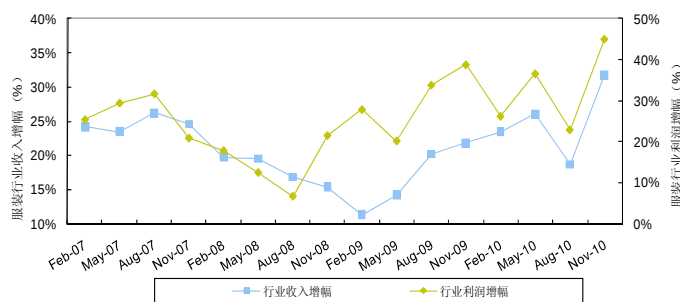
根据国家统计局数据，1-11 月，规模以上纺织企业实现收入 40862 亿元、利润总额 2004 亿元，26.2%的收入增速低于 53.3%的利润总额增幅。其中服装行业收入、利润总额分别同比增长 25.3%和 34.2%；纺织业收入、利润总额分别同比增长 25.9%和 52.7%；化纤行业收入、利润总额分别同比增长 29.9%和 127.5%。三大子行业效益都出现明显增长。

图表 6：全行业 06 年以来逐月效益增长情况

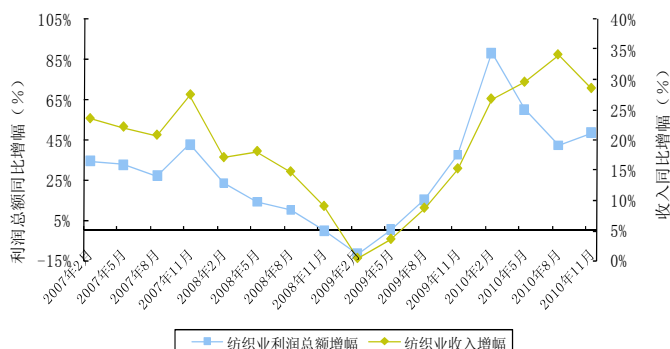


来源：来源：华通数据、国金证券研究所（全行业包括服装、纺织和化纤三大子行业，某些统计数据包括纺机行业，可能导致与本报告数据的差异）

图表 7：服装行业效益增长情况

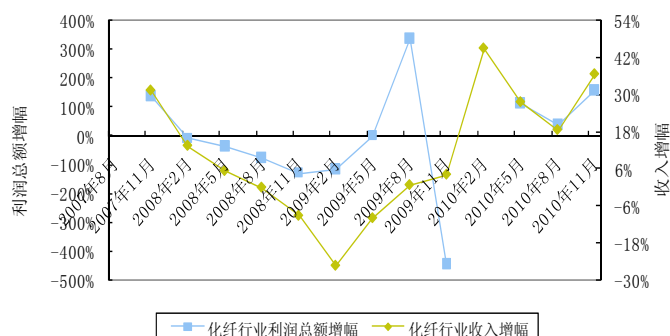


图表 8：纺织业效益增长情况



来源：华通数据、国金证券研究所（化纤行业在 10 年 2 月盈利，而 09 年同期亏损）

图表 9：化纤行业效益增长情况



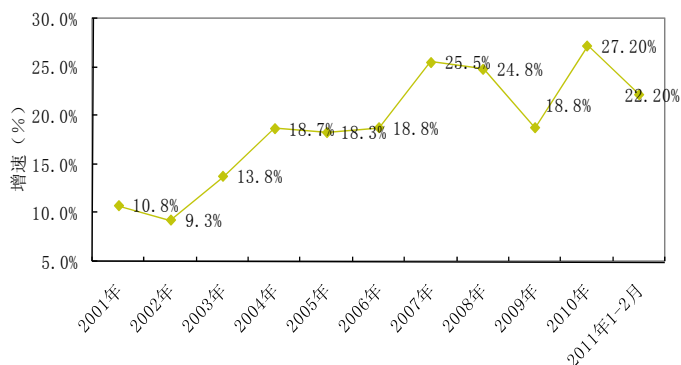
2010 年 4 季度的棉价飙升，使得产业链和原料史无前例的价格同步上涨，这是 4 季度行业效益增速回升的主要原因。

### 国内纺织服装零售保持高速增长

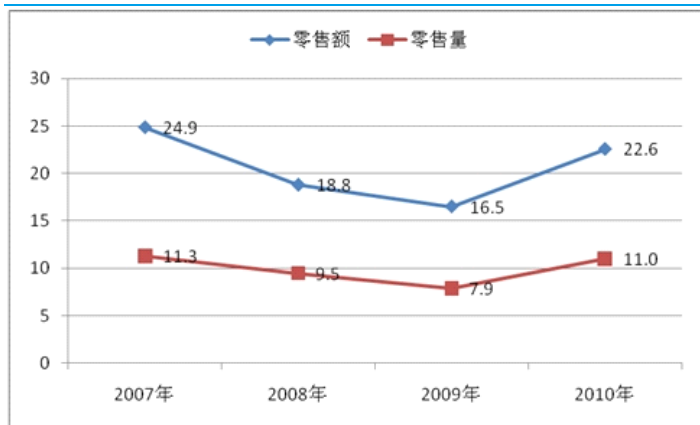
2009 年，国内服装市场开始好转，全年批发零售服装纺织品总额增速达到 18.8%。进入 2010 年批发零售增速进一步回升，达到 27.2%，2011 年 1-2 月在去年同期高增长情况下仍实现 22.2% 增长(图表 10)。根据中华全国商业信息中心监测数据，全国百家大型零售企业服装类零售额 2010 年累计同比增长 22.6%(图表 11)，接近历史最高水平。国内纺织服装消费的高速增长与居民消费意愿增强、服装企业促销和原料涨价推动产品涨价等因素有关。

**2011 年 1-2 月国内批发零售服装纺织品总额增速仍保持在 22.2% 的高水平**

图表 10：近年国内批发零售服装纺织品总额同比增幅



图表 11：近年全国百家重点商场服装零售变化情况



来源：华通人数据库、中华全国商业信息中心、国金证券研究所

目前影响零售企业效益的主要障碍在于原料价格、店铺租金和商场扣点过高，但这只会延缓扩张速度不会改变增长趋势。

总之，随着经济好转、居民收入，包括农民工收入提高、以及原料涨价，我们仍维持原有判断，即认为 2011 年国内纺织服装销售仍将维持目前 20%、甚至更高的水平增长。

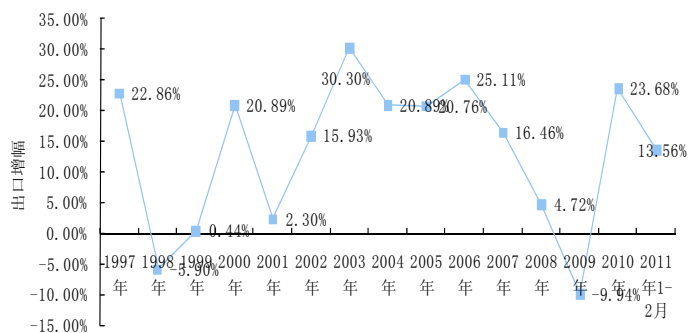
### 未来出口增速逐渐回落

2010 年，由于基数缘故，1-2 月出口剧烈波动，全年增速始终维持在较高水平，全年达到 23.68%，超过我们预期，这是因为。一方面纺织品和服装做为生活必需品，刚性需求较大，而且兼有较强的时尚性，一旦欧美经济企稳，需求开始上升，另一方面，升值、成本上升也会促使一些外商提前下单。

由于 2010 年外商的提前下单，以及高棉价下，买卖双方陷入观望，2011 年 2 月出口增速明显下降。2011 年 1-2 月份我国纺织品服装累计出口 320.60 亿美元，同比增长 13.56%，增速较 1 月份的 38.58% 显著放缓。单从 2 月数据来看，服装、纺织品、纺织品服装分别出口 64.2 亿美元、40.3 亿美元和 104.4 亿美元，三者分别同比下降 20.5%、11.8% 和 17.4%；从环比数据看，三者分别下降 52%、51.2% 和 51.7%。我们认为高棉价是出口下滑的主要因素，在棉价方向明确前，出口增速难以回升，维持全年 10-15% 出口增速预期不变。

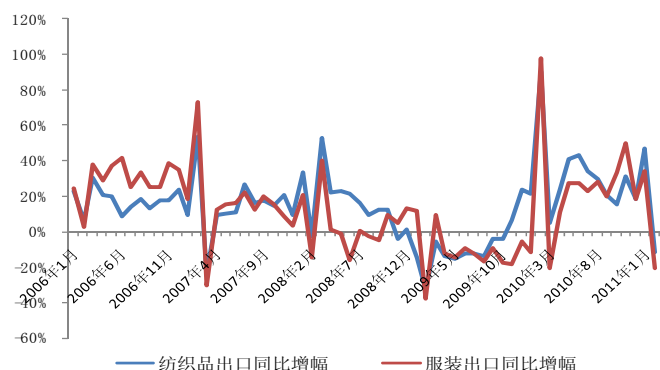
**2 月纺织品服装出口同比下降，主要是高棉价下，买卖双方观望，以及 2010 年外商提前下单透支所致，预计在棉价方向明确前，出口增速难以提升**

图表 12: 历年纺织品服装出口增长情况



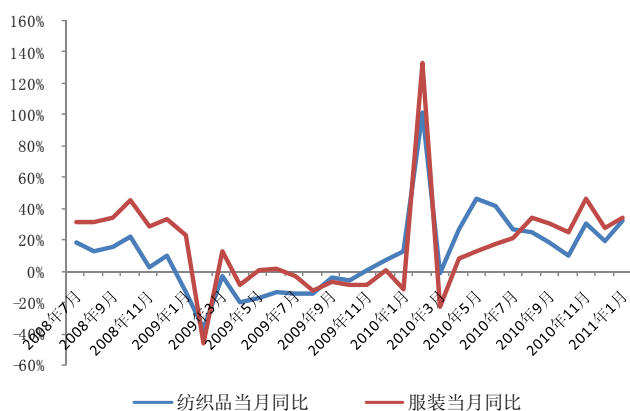
来源: 华通数据、国金证券研究所 (注关于纺织品服装出口, 国家统计局和行

图表 13: 近年纺织品和服装出口增长情况



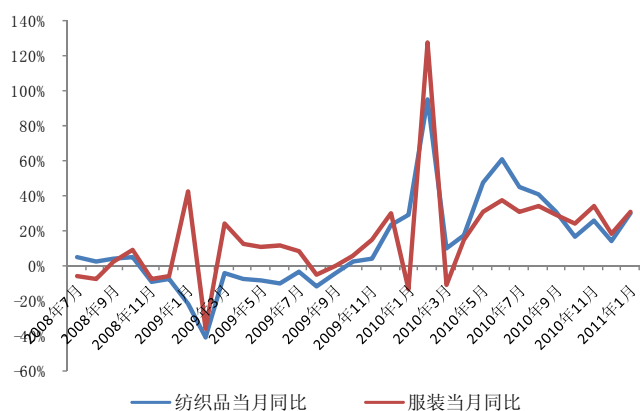
业协会统计中心数据有细微差别)

图表 14: 08 年以来对欧盟出口



来源: 华通数据、国金证券研究所 (2月对美国 and 欧盟出口数据尚未公布)

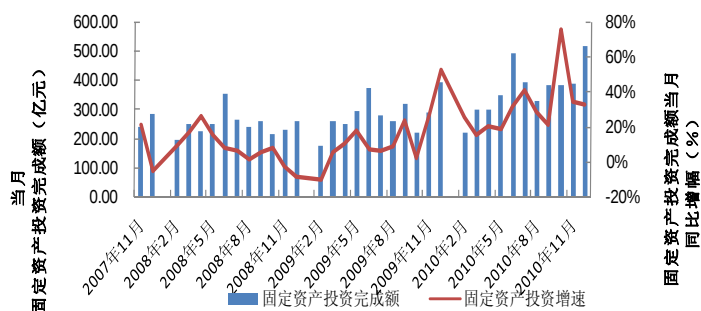
图表 15: 08 年以来对美国出口



### 固定资产投资增速保持较高水平

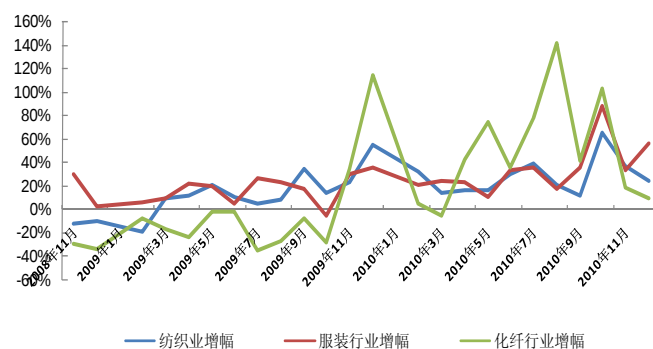
2010 年, 行业固定资产投资增速明显提高, 全行业完成固定资产投资额 3518 亿元, 同比增长 30.4%, 较 09 年提高 5.2 个百分点; 其中服装、纺织业和化纤分别为 1412 亿、2230 亿和 392 亿元, 分别同比增长 34.3%、26.1%和 43.2%。固定资产投资增长基本反应了行业发展的事实和前景。

图表 16：07 年以来逐月固定资产投资完成情况

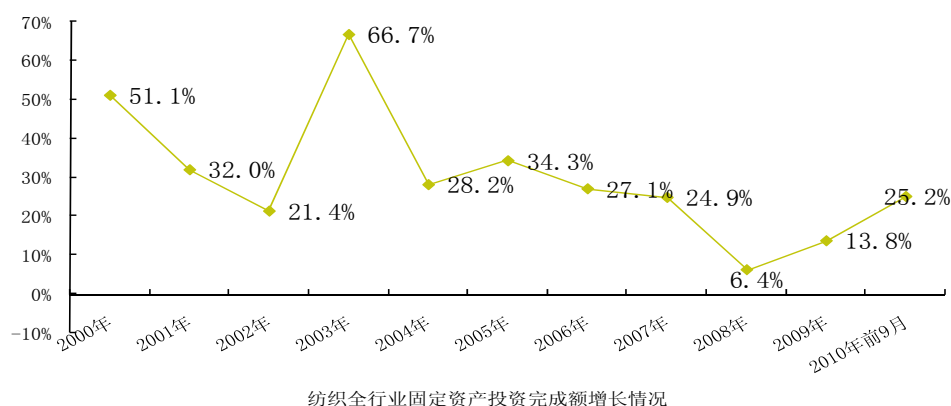


来源：华通人数据库，国金证券研究所

图表 17：三大子行业固定资产投资当月完成情况



图表 18：2000 年以来纺织全行业固定资产完成额变化情况



纺织全行业固定资产投资完成额增长情况

来源：华通人数据库，国金证券研究所

### 纺织原料价格基本随棉花而波动

图表 19：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）    | 1917.70       |                | 14.62       | 154.29        |               |
| 产量同比增幅       | 18.84%        |                | 34.80%      | 27.80%        |               |
| 08年产量（万吨）    | 2004.60       |                | 20.20       | 131.90        |               |
| 产量同比增幅       | 4.10%         |                | 0.20%       | -10.20%       |               |
| 09年全年产量（万吨）  | 2204.39       |                | 20.31       | 151.22        |               |
| 产量同比增幅       | 14.52%        |                | 21.2%       | 14.33%        |               |
| 10年产量（万吨）    | 2513.00       |                | 27.43       | 183.50        |               |
| 产量同比增幅       | 16.67%        |                | 22.82%      | 8.17%         |               |
| 11年2月均价（元/吨） | 涤纶短纤<br>14996 | 涤纶FDY<br>17607 | 氨纶40D 61571 | 粘胶短纤<br>27718 | 粘胶长丝<br>50239 |
| 价格月度环比增幅     | 6.14%         | 5.82%          | 3.44%       | 8.00%         | 0.04%         |

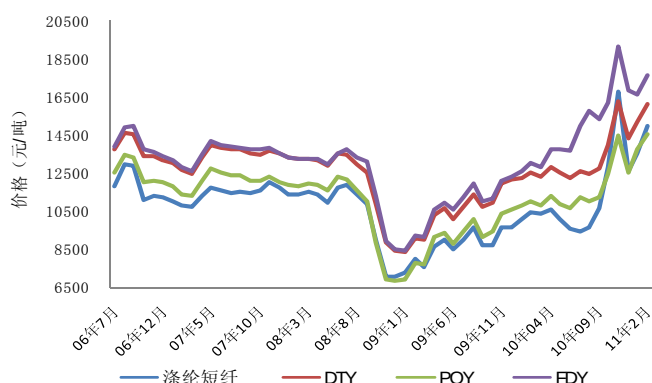
来源：中国化纤经济信息网、华通数据、国金证券研究所（价格均为月度均价）

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

多年以来涤纶价格随油价波动而波动。近期棉价暴涨，由于棉价对涤纶价格具有价格示范效应，涤纶价格随棉花和原油价格波动。

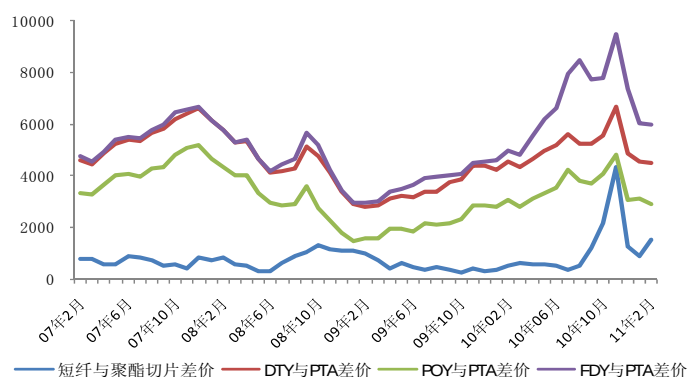
图表 20: 涤纶长短丝价格



来源: 中国化纤经济信息网, 国金证券研究所

图表 21: 涤纶长短丝与 PTA 价差

单位: 元/吨

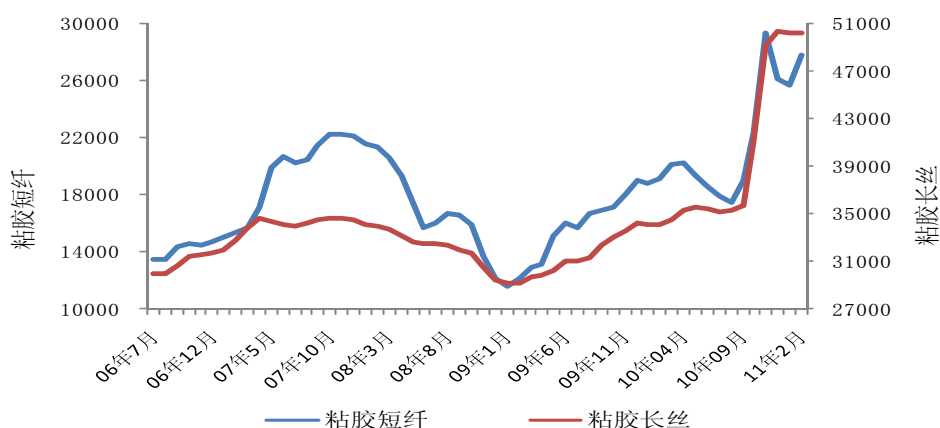


### 粘胶

09 年 4 季度以来, 粘胶涨价基本由于原料推动所致, 因此价格走势基本取决于棉价。粘胶短纤从 17000 元左右涨至最高的 30800 元, 长丝同样从 33000 元左右涨至最高的 51200 元。目前粘胶短纤和长丝最新价分别是 28300 和 51200 元。从出口情况看, 粘胶短纤的出口从 10 年下半年开始基本平稳, 每月在 6000 吨左右, 粘胶长丝出口情况则从 10 年下半年开始不断减少。价格在一定程度上已经开始压制需求。

图表 22：粘胶长短丝价格走势

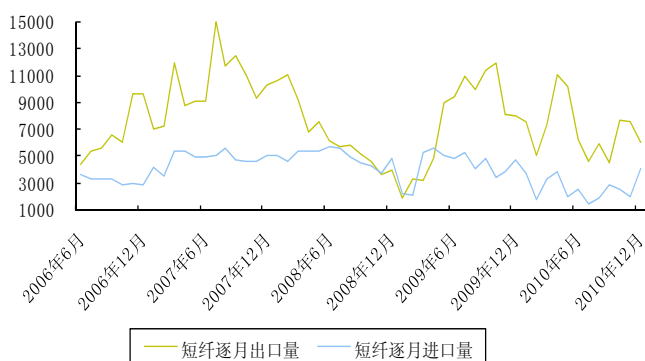
单位：元/吨



来源：国金证券研究所

图表 23：粘胶短纤进出口情况

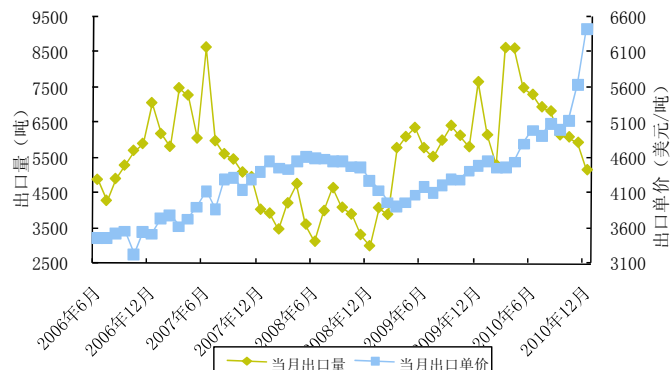
单位：吨



来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所（注：长丝进口量很少，国际产能已基本转移至中国，国外主要生产国是印度）

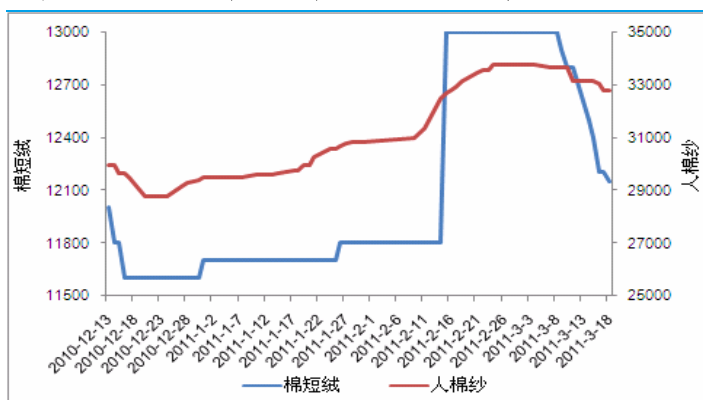
图表 24：粘胶长丝出口情况

单位：吨



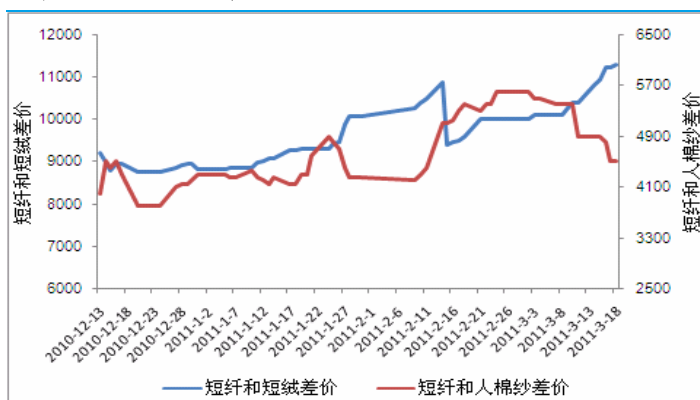
图表 25：近期人棉纱和棉短绒价格

单位：元/吨



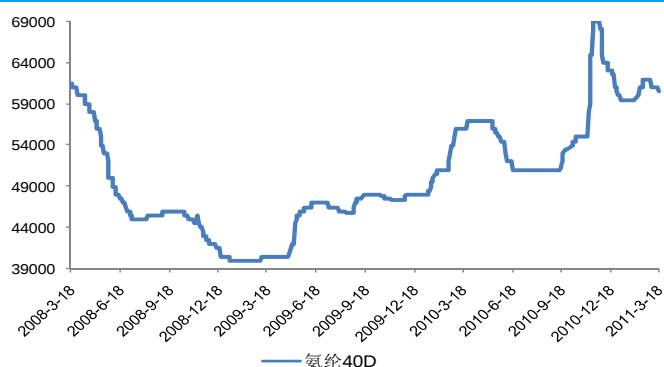
来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所

图表 26：近期人棉纱和粘胶短纤企业理论盈利空间



氨纶搭棉价“顺风车”

图表 27: 08 年以来氨纶价格波动 单位: 元/吨



来源: 中国化纤经济信息网, 国金证券研究所

氨纶价格随棉价波动, 今年刚进入旺季即降价

棉价由资金、供需和政策三个主要因素决定, 其中资金推动价格向上, 而供需和政策都不支持棉价上涨

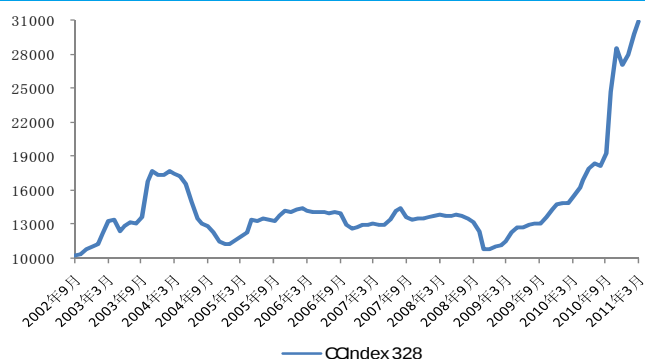
2010 年 9 月氨纶 (40D) 由于棉价暴涨而再次上涨, 曾在 11 月中下旬创下 69000 元高点, 然后随棉价回落而降价, 目前价格 60500 元, 氨纶也是 2011 年刚进入旺季即降价的品种。搭棉价“顺风车”, 根基不牢。

棉花可能在 3-6 月确定未来方向, 向下概率略大于向上

棉价从 08 年 12 月开始反弹, 进入 2010 年 9 月后, 几乎呈直线上升之势, 两个月涨幅超过 70%。同期, 国际棉价也是直线飙升 (图表 31), 创下历史最高。国内棉价最高 31302 元 (328 级), cotlookA (EF) 最高为 243 美分/磅。

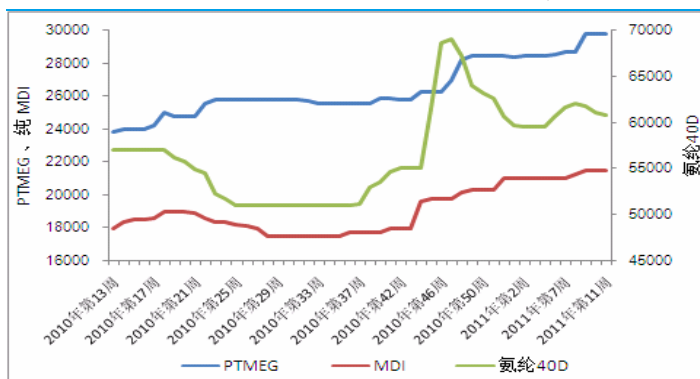
棉价由资金、供需和政策三个主要因素决定, 其中资金推动价格向上, 而供需和政策推动向下, 3-6 月将决定方向, 我们认为向下概率略大于向上。

图表 29: 近年来棉价 (328) 波动情况 单位: 元/吨

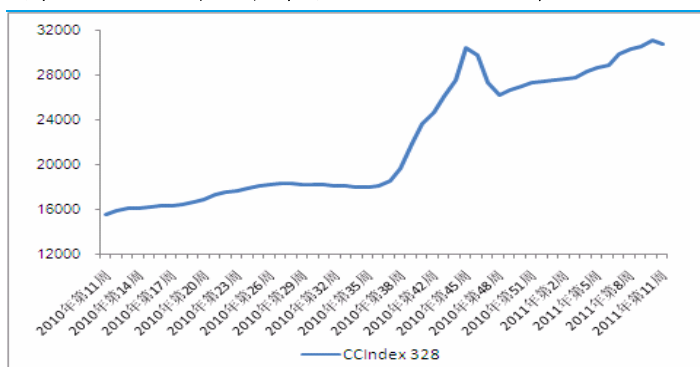


来源: 第一纺织网, 国金证券研究所

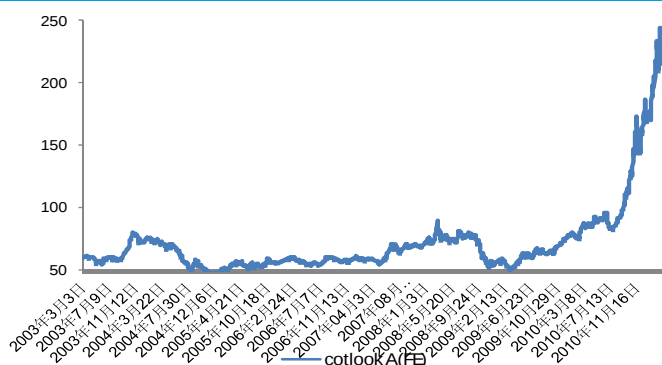
图表 28: 近期氨纶与原料价格波动 单位: 元/吨



图表 30: 近一年以来棉价 (328) 波动 单位: 元/吨

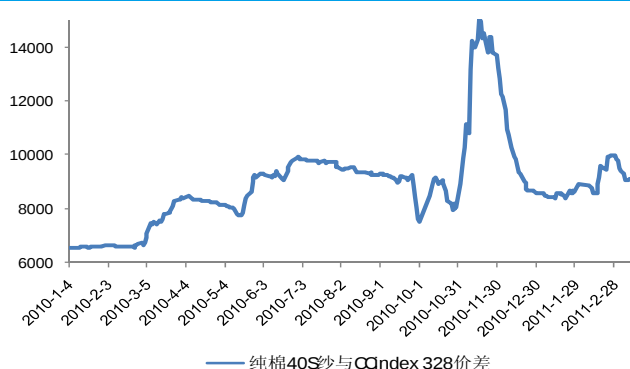


图表 31: 美国 cotlook A(FE) 指数近年来波动



来源: 第一纺织网, 国金证券研究所

图表 32: 近一年棉纱与棉花价格价差



## 行业内重点公司简介

### 七匹狼：买入

- 从长期来看，未来国内服装消费市场仍将高速发展，公司已有品牌地位保证充分享受消费升级带来的发展机会：作为全球流行时尚的领头羊“服装”，不仅引领时尚，品牌服装企业还是商业经营模式的领先者。我们认为未来国内服装消费仍将高速增长，而公司加盟商+专卖店+灵活多变的市场营销+时尚产品的整体经营模式，水平高于其它竞争对手，无疑将最大程度享受市场发展带来的商机；
- 09 年以来，租金、生产成本和劳动力成本飙升，市场竞争加剧，以往纺织服装零售企业那种单纯依靠代理商或者直营体系开店的发展模式需要调整。公司秉承一贯的谨慎经营、积极应对的经营思路，公司开始对经营策略进行适当调整：1、加大对代理和加盟商扶持力度，通过直接和加盟商联系以及增加授信额度来扶持，促进多开店；2、开始精细化经营，加强商品企划能力，了解终端市场需求，指导订货，以提高坪效。在当前成本上升、市场快速发展的情况下，我们赞同上述经营举措的实施，这些措施将保证公司在 2010 年店铺质量改善的前提下，2011 年实现 10%左右的店铺数量增长，从而保证了业绩高增长；
- 由于公司经营策略适当，库存下降，我们预计 3 月订货会有超预期可能。我们预计未来业绩增速达到或超过 30%。公司目前动态市盈率在 23 倍左右，明显低估，维持买入建议。

### 伟星：买入

- 我们坚定看好公司的短中长期发展趋势：虽然处于劳动密集型的制造行业，但是公司拥有领先的经营模式，内部管理水平业内最高，尤其是强大的设计能力和全方位覆盖市场的销售网络等核心软实力使公司经营在业内遥遥领先。zara, hm, 报喜鸟，七匹狼等几乎所有国内销售的知名品牌都是公司的客户；公司的销售网络覆盖所有的产业集群，销售人员都有能力参与客户的产品设计开发，正是这种附加值使公司具有了不可替代性，更因此把小纽扣做出了大未来；
- 公司以 7.33 元/股实施配股，计划使用 3.61 亿元资金建设深圳和临海纽扣和拉链生产基地。配股的实施有利于进一步提高公司竞争力，保证业绩持续快速增长；
- 目前公司动态市盈率不到 20 倍，凸显投资价值，目标价位 30.38 元，维持买入建议。

### 罗莱家纺：买入

- 家纺和服装一样，市场前景广阔，但服装无论从时尚性、企业品牌经营水平都远高于家纺，国内家纺企业仍主要针对婚庆市场，居民消费习惯仍在逐渐转变过程中，因此理论上，家纺市场发展空间大于服装。我们也要意识到家纺行业品牌经营的水平落后于服装和鞋类，渠道竞争是主要竞争形式，公司是第一个上市的家纺品牌，将充分享受上市给公司的资金和品牌知名度带来的上市红利效应，这是我们看好公司未来发展的最基本原因，我们预期未来公司业绩以 30%甚至更高速度增长是完全有可能的；
- 公司与富安娜虽都是家纺行业龙头，但两者经营策略有明显差异：公司更注重市场营销和网络扩张，富安娜更注重产品特色和经营理念的体现，各有千秋，未来谁能在市场竞争中胜出，目前无法判断，我们只能密切关注两企业的经营策略是否更能适应市场变化；
- 尽管近期棉价暴涨，但公司是品牌企业，可以利用较强的品牌地位，通过产品设计和市场营销明显降低成本影响。

### 富安娜：买入

- 家纺行业处于价廉物美到个性时尚的转变阶段，宏观经济发展，城市化的高速进程将给行业带来源源不断的市场需求，未来几年将处于高速成长期；而目前阶段家纺企业主要处于渠道竞争阶段，因此上市对于公司品牌知名度的提升，募集资金对于增加产能，扩大销售网络都起到了非常显著的作用，上市红利效应在短期之内将成为公司业绩高增长的主要推动力；
- 公司经营管理策略较为灵活，主要体现在对产品风格的调整以及对渠道扩张方式的调整上。09年下半年即开始对产品风格进行小幅度调整，在坚持自我特色的同时，适当兼顾市场流行，这种主动适应市场趋势的调整立竿见影的体现在订货额的增长上；公司上市之后逐步增加加盟渠道，加盟渠道在目前租金偏高，未来市场存在一些不确定性的情况下，相较直营风险更低，扩张速度也能够保证；
- 同罗莱一样，棉价上涨对公司业绩影响不大；
- 公司7月20日以34.24元的行权价格向196名激励对象授予300万份股票期权，股权激励方案的推出充分显示了公司管理层对于近几年家纺市场以及公司业绩高增长的信心。

### 梦洁：买入

- 我们认为公司未来业绩高速增长一方面是由于家纺市场的高速发展、上市红利效应的推动，另一方面也是由于公司一改前几年平稳发展的经营策略，加快销售网络建设；
- 公司外延扩张和内涵增长并举。上市之后，公司一方面利用募集资金加快销售网络布局，另一方面上市吸引更多加盟商加盟，预计今年店铺可能新增超过400家，未来几年的销售网络增长超过300家的可能性也很大；公司毛利率仍将稳定提升。新产品提价，直营收入提高以及毛利率较高的寐品牌占总收入比重的扩大，将使得公司未来几年综合毛利率稳定提升；
- 和罗莱、富安娜一样，棉价波动对公司影响不大，维持买入建议。

### 报喜鸟：买入

- “报喜鸟”品牌经过多年耕耘，已经成为正装市场中比较有竞争力的品牌。未来随着内销市场的持续稳定增长，出口市场逐步复苏，同时公司去年再融资更是为公司未来发展筹集了足够的资金的情况下，因此我们认为公司未来业绩将保持稳定增长；
- 我们赞成公司对圣捷罗品牌采取稳健推进的策略：我们一直认为建设新品牌绝非一日之功，尤其是在目前商铺租金较高的市场情况下，稳健推进而不是盲目扩张圣捷罗品牌的策略更为可取；
- 宝鸟职业服团购业务增长较快：宝鸟公司09年开始在全国各地设立办事处，争取未来逐步扩展国内团购市场，10年上半年该项业务开展顺利，成为了公司业绩的超预期因素，我们预计未来职业服团购业务将保持一个较为快速的增长速度；
- 股权激励行权表明信心：2010年6月11日，公司120名可行权对象中的63名进行了股权激励的第一次行权，行权价格为12.20元，行权数量为4,067,524股，占可行权股份总数的83%。此次行权也表明了公司管理层对于公司未来发展和业绩增长抱有强烈信心，维持买入评级。

### 森马：买入

- 公司主要经营服饰设计与开发、外包生产、服饰营销和分销，拥有“森马”休闲服饰和“巴拉巴拉”儿童服饰两大知名品牌，2008年两大品牌的国内市场占有率分别排名第二、第一。
- 公司坚持共赢合作经营理念（与加盟商和供应商共赢），在此理念指引下，双品牌运作成为公司优势所在，休闲服“森马”品牌专注于需求增长很快

的二三四线市场，“巴拉巴拉”童装品牌具有先发优势，未来国内休闲服和童装市场的持续快速增长使得公司未来仍有巨大发展空间，我们预计公司未来 3 年净利润复合增长率有望达到 36.6%；

■ 与美邦相比，美邦优势在于产品和市场营销，公司在于强大的销售网络，美邦在 1、2 线城市称雄，公司在 3、4 线城市占优，虽然两者定位相似，但已形成差异化竞争，美邦激进经营和公司共赢合作经营是双方差异形成的基础；

■ 公司此次发行 7000 万股，发行价 67 元，募集资金用于扩大销售网络和进行信息化网络建设，这些都为公司未来发展打下基础；

■ 我们预计公司 11-13 年完全摊薄 EPS 为 2.103、2.841、3.804，分别同比增长 40.8%、35.1%和 33.9%。根据和近期上市纺织服装行业新股和美邦的估值比较分析，考虑到公司是目前上市纺织服装零售企业唯一成功运行双品牌的企业，我们给予公司 11 年 33-37 倍估值，对应的合理价格区间在 69.4-77.8 元之间。

#### 探路者：买入

■ 户外用品行业未来几年复合增速仍将超过 30%：1，居民消费逐步由传统型消费进入质量升级型消费，休闲娱乐和体育健身等将成为消费支出中增速较快的项目；2，中国丰富的旅游资源，户外运动配套设施的完善，以及人均汽车保有量的持续提升将促进户外运动的发展；3，尽管经过前十年复合 50% 的高速增长，但户外用品整体规模仍然偏小，未来仍将高速增长；

■ 户外用品市场规模低于运动品行业，但发展阶段不同，目前仍处于高速成长期，这是公司业绩增长的最关键因素。不过国际品牌的大举进入和国内品牌的实力不强，使得市场竞争中，国际品牌对国内品牌施加的压力较大，公司业绩发展也有赖于自身实力提高；

■ 公司未来机遇和风险并存。尽管公司品牌经营水平仍有待提高，但公司在国内户外用品市场的先发优势、上市红利效应，以及募集资金助推公司销售网络建设，将保证公司获得等于或高于行业均值的增长速度，给予买入评级。

#### 搜于特：买入

■ 公司是国内三四类市场休闲服零售业的领导者之一，生产完全外包，以特许加盟为主的销售模式进行休闲服饰的设计和零售。主要品牌为“潮流前线”，截止 2010 年，店铺数量达到 1166，较 09 年 810 个增长 30.5%，直营店数量为 128，较 09 年增加 5 个，初步形成遍布全国的营销网络；

■ 公司经营模式与同为休闲服品牌的七匹狼和美邦相比，本质上大同小异，公司最大特点在于在 3、4 线城市的相对强势地位，未来发展前景主要取决于公司能否根据自身 3/4 线城市、产品高性价比这个特点，对市场变化做出快速而合理的反应。我们认为公司凭借多年来在 3/4 线城市经营的成功经验，是能够抓住 3/4 线城市发展商机的；

■ 公司此次上市发行 2000 万股，发行价 75 元/股，计划通过募集资金扩大营销网络和信息系统建设。一般认为休闲服行业平均增速在 20-30%之间，我们认为公司有望凭借上市融资优势，未来业绩有望实现高于行业均值的增长；

■ 公司 2010 年年报显示实现营业收入 6.33 亿元，同比增长 67.09%；净利润 9080.15 万元，同比增速为 67.96%，完全摊薄后 EPS1.135 元。分配方案为每 10 股转增 10 股并派发现金红利 10 元。我们维持买入建议。

■ 根据和当前 A 股上市的纺织服装零售公司分析比较，考虑到公司未来业绩是高增长，我们给予公司 11 年 40-50 倍市盈率，对应的合理价格区间在 60.08-75.1 元之间

■



**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**公司投资评级的说明:**

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**行业投资评级的说明:**

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 921 室