

纺织服装

署名人: 孔军

S0960200010037

021-62178407

kongjun@cjis.cn

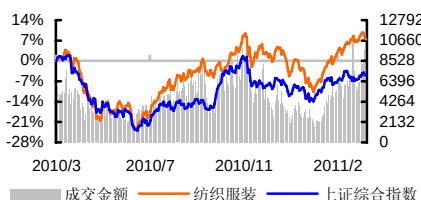
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	62
总市值(亿元)	3420
占A股比例(%)	0.84%
平均市盈率(倍)	164.41

行业表现

(%)	1M	3M	6M
纺织服装	3.82	11.34	12.17
上证综合指数	1.75	7.11	11.30



相关报告

《纺织服装-纺织龙头企业不惧“出口增速下滑”》2011-3-11

《纺织服装-龙头企业有能力从容应对人工成本上升》2011-3-3

《纺织服装-2010 出口看订单量, 2011 年看订单质量》2011-1-13

《鲁泰 A—公司未来将继续保持良好的增长》2010-10-21

纺织服装 2011 年二季度投资策略

中性

产业链前端看龙头、终端看床上用品

2011 年国内纺织服装需求将继续复苏, 但过程是曲折的, 人民币升值、原材料和劳动力成本压力将严重影响行业的平均利润水平, 从整个行业板块来看, 我们整体给予“中性”, 但是仍有看好的投资标的, 由于国内纺织消费市场不断升级, 我们除了继续看好国内“品牌”床上用品公司外, 同时也看好具有棉花资源优势的纺织龙头企业。

投资要点:

- **2011 年棉花供需紧张使得棉价将继续在高位震荡。**由于国内外棉花供给仍然趋紧, 据美国农业部(USDA)2010 年 11 月月度供需报告中对 2010/2011 年度全球棉花供应缺口仍高达 34.2 万吨, 据国家棉花市场监测系统预计 2011 年棉花产量 707.8 万吨而 2011 年度棉花消费为 1052.4 万吨。另外由于国内进口棉主要地区产量及政策不容乐观以及国内大多用棉企业库存难以维持到新棉上市。我们判断 2011 年国内棉花供求缺口的存在将使棉价高位震荡。
- **在高棉价时代具有资源优势的下游龙头企业市场话语权增强。**棉花价格上涨使得纺织服装产业链(纱线、坯布、面料、服装以及纺织品)中的各个环节产品价格都在上升, 但是各个环节的涨价幅度基本于成本涨价幅度相当, 因此在原材料价格剧烈波动的情况下, 原材料库存低的中、小企业利润必然受到较大的影响, 在加之利润率原本就低, 因此限产、停产现象在中、小企业中普遍出现。行业调整使得“订单向大企业集中”, 提高了大型龙头企业话语权和优质订单选择权。
- **在 4 大推动力的作用下, 国内“品牌”床上用品未来几年具有较大的市场增长空间。**目前国内家用纺织品消费仅占纺织品总量的 20%, 而在发达国家中, 特别是美国和日本, 家用纺织品比例更高达 40%左右, 超过服装成为第一大消费领域。未来随着国内居民可支配收入的提高, 消费习惯的逐渐改变, 舒适、健康的床上用品将作为居民的首选, 因此床上用品市场在国内具有广阔的市场前景。另外我们认为未来几年推动国内床上用品增长的推动力主要表现为: 中高收入人群增长带动消费升级、区域经济协调发展、居民住房条件改善和婚庆消费。
- **目前国内低端床上用品生产企业竞争激烈, 而中高端“品牌”床上用品生产企业竞争相对宽松。**据统计, 全国现有床上用品企业 3 千多家, 并且每年还在不断增长。由于家用纺织品市场前景广阔, 消费潜力巨大, 大量民营资本也纷纷涉足家用纺织品行业, 导致国内床上用品行业严重供大于求, 行业竞争日趋激烈。但是竞争主要集中在低档产品, 这是由于低档床上用品产能过剩、同质化现象严重, 而中高档产品由于具有品牌、质量、营销和服务等优势, 且品牌、渠道构成了较大的时间和资金壁垒, 竞争环境相对宽松。国内低端床上用品严重供大于求, 生产企业竞争激烈, 而中高端家纺产品市场竞争相对宽松。
- **床上用品子行业中短期可以关注罗莱家纺, 中长期可以看富安娜和梦洁家纺; 棉花下游龙头企业建议关注鲁泰 A 和华孚色纺。**床上用品子行业我们建议关注罗莱家纺、富安娜和梦洁家纺。罗莱家纺销售策略能够使公司销售的快速增长, 业绩增长较快, 短期值得关注。富安娜和梦洁家纺具有较大的增长后劲, 值得中长期关注。在棉花下游龙头企业中, 我们建议关注鲁泰 A 和华孚色纺。

风险提示:

- 国民经济增长的可持续性和居民可支配收入的增长快慢将影响行业的发展

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
002293	罗莱家纺	1.08	1.59	2.17	3.15	56.62	38.58	28.21	19.47	推荐
002327	富安娜	0.64	0.83	1.20	1.64	52.90	41.04	28.29	20.80	推荐
002397	梦洁家纺	0.94	1.17	1.65	2.29	38.60	30.81	21.92	15.83	推荐
000726	鲁泰 A	0.00	0.74	0.98	1.27	0.00	14.20	10.82	8.30	强烈推荐
002042	华孚色纺	0.00	1.34	1.44	1.80	0.00	20.20	18.70	14.99	推荐

目 录

序言	4
一、纺织行业进入高棉价时代	4
1.1 2011 年棉花供需紧张使得棉价将继续在高位震荡	4
1.1.1 国内棉花供给仍然趋紧	4
1.1.2 国内进口棉主要地区产量及政策不容乐观	5
1.1.3 国内大多用棉企业库存难以维持到新棉上市	6
1.1.4 2011 年国内棉花供求缺口的存在将使棉价高位震荡	6
1.2 在高棉价时代具有资源优势的下游龙头企业市场话语权增强	7
1.2.1 棉花价格上涨在产业链中逐级传导，将使众多中、小企业退出市场竞争	7
1.2.2 行业调整使得“订单向大企业集中”，提高了大型龙头企业话语权	8
二、床上用品内销市场需求 2011 年继续保持增长	9
2.1 四大驱动力推动国内“品牌”床上用品持续增长	9
2.1.1 中高收入人群增长，人均可支配收入提高，带动居民消费升级	9
2.1.2 城市化进程推动居民住房条件改善，推动床上用品的改善性需求	10
2.1.3 结婚新人形成床上用品市场的刚性需求	11
2.1.4 区域经济的协调发展将进一步促进床上用品市场增长	12
2.2 未来几年床上用品市场仍将保持较快增长	12
三、2011 年二季度投资策略——关注品牌床上用品公司和纱线、面料龙头企业	13
3.1 床上用品上市公司比较及投资策略	13
3.1.1 国内床上用品上市公司比较	13
3.1.2 床上用品上市公司投资策略	14
3.2 纺织纱线、坯布龙头企业投资策略	15
3.2.1 鲁泰 A (000726) (推荐)——色织面料龙头，具有较大的棉花资源优势	15
3.2.2 华孚色纺 (002042) (推荐)——色纺纱行业的龙头企业，具有较大的棉花资源优势	16
图表 1 近年来全球和国内棉花产量与需求情况	4
图表 2 10 年国内棉花进口地区占比	5
图表 3 我国棉花历年进口量 (单位: 万吨)	5
图表 4 2011 年 1 月底国内企业皮面库存情况	6
图表 5 2011 年棉花需求量预测图	6
图表 6 近五年来主要棉花和纱线价格走势 (单位: 万元/吨)	7
图表 7 2010 年棉纺织产业链行情变化一览表	7
图表 8 2011 年纺织产业链中原材料涨幅对应成本涨幅	8
图表 9 历年国内居民人均年消费增长情况	10
图表 10 历年中国城市化率	10
图表 11 近年来国内结婚人数增长情况	11
图表 12 国内各省市城镇床上用品市场占比	12
图表 13 国内各省市城镇床上用品人均消费水平 (元)	12
图表 14 国内床上用品市场增长情况	13
图表 15 罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺公司情况	14

图表 16	罗莱家纺盈利预测表 (单位: 百万元)	14
图表 17	富安娜盈利预测表 (单位: 百万元)	15
图表 18	梦洁家纺盈利预测表 (单位: 百万元)	15
图表 19	鲁泰 A 盈利预测表 (单位: 百万元)	16
图表 20	华孚色纺盈利预测表 (单位: 百万元)	17

序言

2011 年国内纺织服装将处于曲折复苏过程中，人民币升值、劳动力成本压力严重影响行业的平均利润水平，产业结构升级和调整将继续成为行业发展的主基调。从整个行业板块来看，我们整体给予“中性”投资评级，但是由于国内纺织消费市场的不断升级，我们看好国内“品牌”床上用品公司，另外由于低棉价时代的结束，订单向大企业集中，我们也看好具有棉花资源优势的纺织龙头企业。

一、纺织行业进入高棉价时代

1.1 2011 年棉花供需紧张使得棉价将继续在高位震荡

1.1.1 国内外棉花供给仍然趋紧

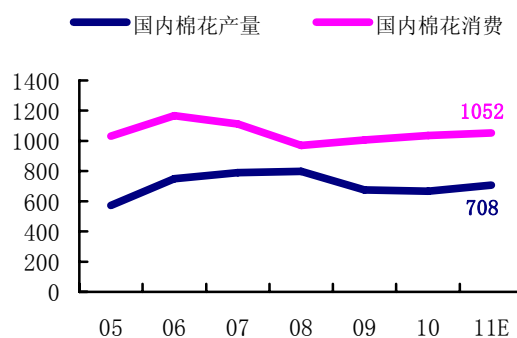
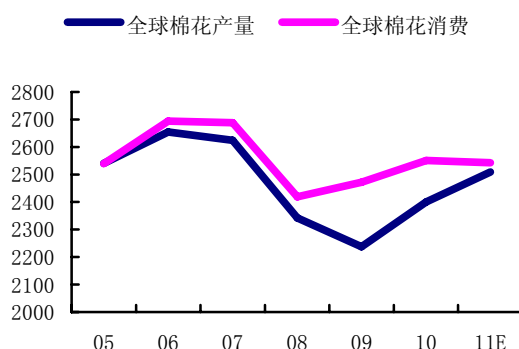
根据美国农业部(USAD)2010 年 11 月月度供需报告中对 2010/2011 年度全球和中国棉花的产量、需求数据进行分析。全球的供需格局：生产 2509.3 万吨，消费 2543.5 万吨，因高棉价抑制全球消费降低 3%。但供应缺口仍高达 34.2 万吨，使期末库存量继续下降 5%，为 918.8 万吨。2009/2010 年度和 2010/2011 年度的全球库存消费比分别下降至 37%和 36%，是自 1993/1994 年度以来的最低值。

根据国家棉花市场监测系统 11 月调查，2011 年度全国植棉意向面积 8079.5 万亩，同比增幅 6.8%（小于之前市场预期），其中，黄河流域棉区同比增加 7.7%，长江中下游同比增加 6.7%，新疆自治区增加 5.1%。预计 2011 年棉花产量 707.8 万吨。另外由于印度棉花出口政策不确定、前期美棉出口装运量较低等因素不利于我国棉花进口，以及化纤等产品替代作用，国家棉花市场监测系统下调 2011 年度棉花消费至 1052.4 万吨。根据这一结果，不考虑进口和企业年初库存，2011 年供需缺口在 344 万吨。如图表 1。

图表 1 近年来全球和国内棉花产量与需求情况

全球棉花产量和消费（万吨）

国内棉花产量和消费（万吨）

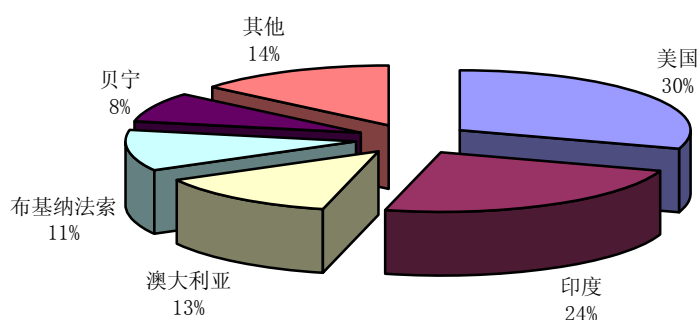


资料来源：中国棉花网，美国农业部，国家监测系统，中投证券研究所

1.1.2 国内进口棉主要地区产量及政策不容乐观

近年来我国棉花进口地区主要为美国、印度和澳大利亚。我国从这 3 个地区进口的棉花量占总进口量的 50% 以上。09 年我国从这 3 个国家进口的棉花占总进口量的 64%，因此未来这三个地区棉花出口量和出口政策将直接影响我国进口棉花的数量和价格。09 年国内棉花进口地区占比如图表。

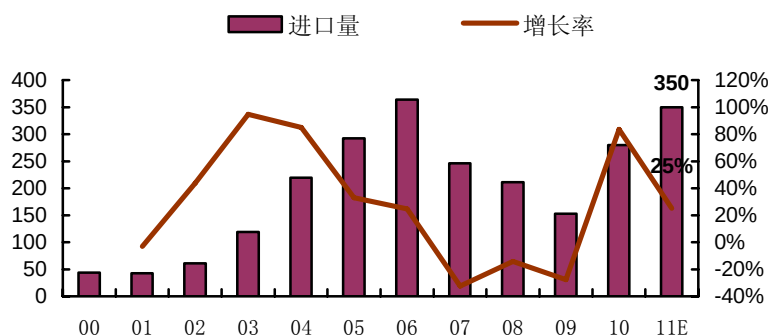
图表 2 10 年国内棉花进口地区占比



资料来源：中国海关，中投证券研究所

受 2010 年度棉花供应紧张及国际棉价的屡创新高推动，虽然 2011 年度世界各产棉国棉花产量多数有所增加（如：2011 年美国棉花有效种植面积同比增幅在 4% 左右；澳大利亚 2011 年度出口量也有望超过 2000 年的 80.6 万吨历史记录），但是印度 2011 年棉花产量或有下降，且印度棉花的出口政策给他的棉花出口带来较多的不确定因素，因此未来国内棉花进口对国内棉花的供给在 2011 年难有大幅度的增长，当然这里也有国家“进口棉配额”发放的原因。棉花历年进口量如图表。

图表 3 我国棉花历年进口量（单位：万吨）

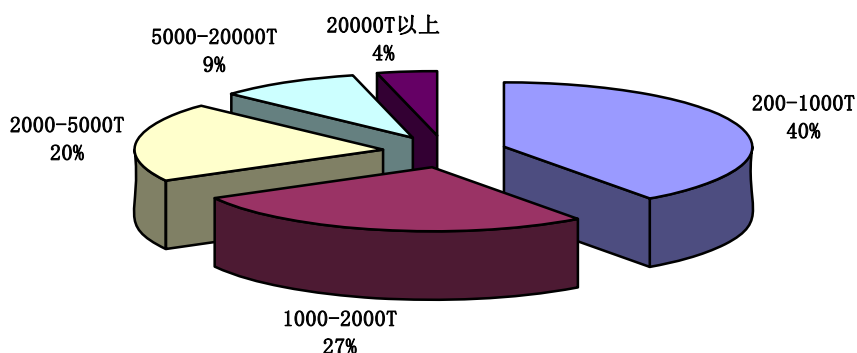


资料来源：中国海关，中投证券研究所

1.1.3 国内大多用棉企业库存难以维持到新棉上市

虽然国内棉花 10 年底有些库存，根据中国棉花网统计，截止 2011 年 1 月底，国内棉花商业库存总量为 297 万吨（包括外棉和进入流通环节的棉花，不包括国储棉）。另外从调查企业来看，存棉量在 200-1000 吨的企业占到了 40%，环比增加 2 个百分点；存棉量在 1000-2000 吨的企业占 27%，环比减少 2 个百分点；存棉在 2000-5000 吨的企业占 20%，环比增加 2 个百分点；9%的企业存棉量在 5000-20000 吨，环比减少 2 个百分点；4%的企业存棉在 20000 吨以上，环比持平。（如图表）。

图表 4 2011 年 1 月底国内企业皮面库存情况



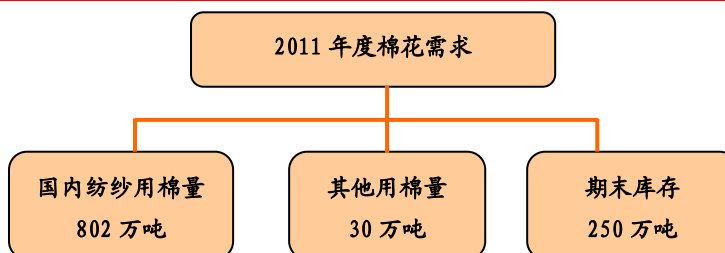
资料来源：中国棉花网，中投证券研究所

国内大多数棉纺织企业原材料—棉皮库存一般为 3—6 个月，从这一点上看，中、小皮棉库存占市场主体，高库存基本不变，在 2011 年下半年新棉上市之前，还是有不少企业需要采购棉花。

1.1.4 2011 年国内棉花供求缺口的存在将使棉价高位震荡

根据棉花检测系统预测，预计 2011 年棉花产量 708 万吨，加上 350 万吨左右的进口棉花，扣除棉花商业企业库存约 297 万吨（暂按 10 年的库存水平），预计 2011 年棉花总供给量为 761 万吨。另外根据棉花监测系统预测棉花需求量为 1052 万吨，因此棉花供给缺口在 291 万吨左右。这一供给缺口还没有统计棉花的出口量，若加上棉花的出口量，供给缺口还要增加。

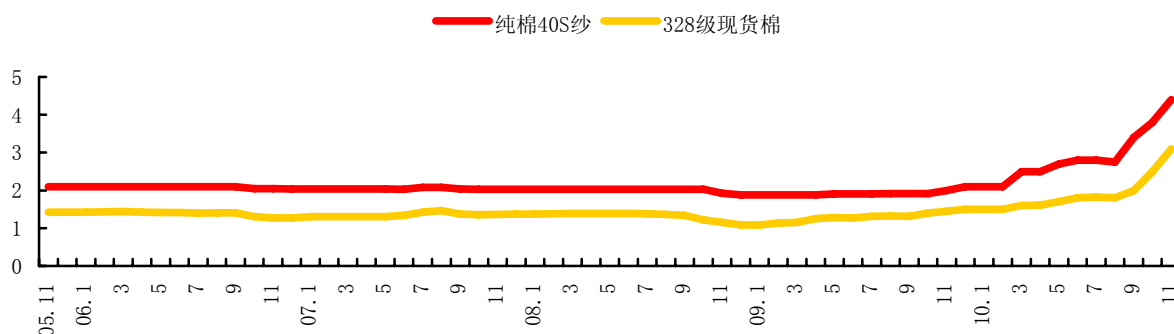
图表 5 2011 年棉花需求量预测图



资料来源：中投证券研究所

棉花供给缺口的存在，将使得棉花供给仍然趋紧。而 2011 年大部分生产企业年初库存保持在 2000 吨以下（占统计企业数的 67%），因此 2011 年企业对棉花需求的紧张程度不会比 2010 年有所缓解，这将导致市场的棉花价格不会呈下降趋势，棉价将在目前的高位水平震荡。如图表。

图表 6 近五年来主要棉花和纱线价格走势（单位：万元/吨）



资料来源：中国第一纺织网，中投证券研究所

1.2 在高棉价时代具有资源优势的下游龙头企业市场话语权增强

1.2.1 棉花价格上涨在产业链中逐级传导，将使众多中小企业退出市场竞争

在国内纺织行业复苏需求不断增加的情况下，2010 年主要棉花价格由年初的不足 1.3 万元/吨，涨到目前的 2.8 万元/吨。在棉花价格上涨中，纺织产业链的各个环节产品价格均有所上涨，但是各个产业链上的产品涨价幅度均小于原材料涨价幅度，如纯棉纱价格涨幅为 68.3%（小于棉花上涨幅度 84.1%）；纯棉坯布价格涨幅为 55.6%（小于纯棉纱价格涨幅 68.3%）；纯棉面料价格涨幅为 38%（小于纯棉坯布价格涨幅 55.6%）。如图表 3。

图表 7 2010 年棉纺织产业链行情变化一览表

产品	规格	1 月初均价	12 月底均价	累计上涨	涨幅（%）
棉花（元/吨）	329 级	15100	27800	12700	84.10%
纯棉纱（元/吨）	C32	20700	34838	14138	68.30%
纯棉坯布	C32S×32S 130×70 2/1 63"	7.2	11.2	4	55.60%
纯棉面料	C32S×32S 130×70 2/1 58"	10	13.8	3.8	38.00%

资料来源：中国棉纺织信息网，中投证券研究所

虽然纺织产业链中的纱线、坯布、面料生产企业，原材料涨价对其生产成本提高具有一定的占比，但是由于原材料成本占比都较大，因此对生产成本的提高还是较大的。假如：棉花价格上涨 80%，则下游纺纱企业生产成本上升 60%—64%；纱线价格上涨 70%，则下游坯布企业生产成本上升 56%—60%；坯布价格上涨 60%，则下游面料企业生产成本上升 26%—30%具体详见图表 4。

图表 8 2011 年纺织产业链中原材料涨幅对应成本涨幅

	原材料成本	棉花上涨 80%	纱线上涨 70%	坯布上涨 60%	面料上涨 40%
	占比	纺纱成本上升	坯布成本上升	面料成本上升	服装成本上升
纺纱（原材料—棉花）	75%—80%	60%—64%			
坯布（原材料—纱线）	80%—85%		56%—60%		
面料（原材料—坯布）	70%—75%			42%—45%	
服装等纺织品（原材料—面料）	65%—75%				26%—30%

资料来源：中投证券研究所

根据以上分析，棉花价格上涨，在纺织服装产业链（纱线、坯布、面料、服装以及纺织品）中，虽然各个环节产品价格都在上升，但是各个环节的涨价幅度基本于成本涨价幅度相当，因此在原材料价格剧烈波动的情况下，原材料库存低的中、小企业利润必然受到较大的影响，在加之利润率原本就低，因此限产、停产现象在中、小企业普遍出现。

1.2.2 行业调整使得“订单向大企业集中”，提高了大型龙头企业话语权

目前我国纺织行业中小企业数量占主体，无序竞争严重，尤其是在产品的中、低端市场。比如出口型企业中，90%以上是 OEM 带工企业，前几年利润率一直维持在 5%—10%之间。成本上升和人民币升值，将使这些企业普遍难以支撑，部分企业已经出现减、停产现象，市场的无序竞争环境有所改善。

大型企业特别是细分子行业龙头企业具有技术、品牌优势，新产品开发力度较强，议价方面具有较大的话语权。企业利润率大多在 10%以上，这些企业通过新产品的不断开发，产品附加值的增加，有较大的成本转移能力。

再有由于中小企业不堪负重地退出，行业无序竞争环境改善，大型企业业务量还会在原有基础上有所增加。“订单向大企业集中”又使得大型企业订单选择权增加，优质订单将保证大型企业的利润增长。

因此，生产成本上升，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。未来在高棉价时代，纺织产业结构调整是必然的，经过大洗牌后，企业将两极分化，行业将出现“强者恒强，弱者淘汰”，优势资源将加速向大企业流动

预计 2010 年国内纱线大型企业产品的毛利率将由 09 年的平均 4%提高到 18%以上，企业盈利能力大大增强。在未来棉花价格继续保持高位的形势下，预计纱线、坯布价格将处于高位，国内纱线、坯布上市公司的全年业绩将大幅增长。国内以纱线、坯布为主业的上市公司有：鲁泰 A、华茂股份、新野纺织、华孚色纺。值得关注。

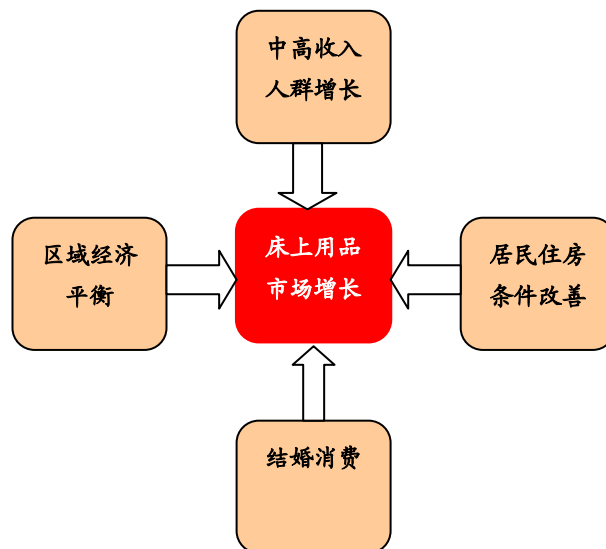
二、床上用品内销市场需求 2011 年继续保持增长

2.1 四大驱动力推动国内“品牌”床上用品持续增长

据中国家纺协会统计，目前国内家用纺织品消费占纺织品总量的 20%，服装仍是纺织品中的大头。而在发达国家中，家用纺织品消费与服装用纺织品、产业用纺织品已经形成了“三分天下”，特别是美国和日本，家用纺织品比例更高达 40% 左右，超过服装成为第一大消费领域。因此随着国内国民经济的增长，国内中高收入人群的扩大，国内家纺产品将会越来越得到居民的接受和重视，中、高档次家纺产品的市场也将随之迅速增长。国内家纺市场具有广阔的市场前景。

另据中国家纺协会统计，在中国的家庭消费习惯下，家纺产品消费中用于床上用品占比为 1/3 小多点，窗帘毛巾为 1/3，其他（如布艺沙发、地毯等）消费接近 1/3。床上用品的使用周期在家纺产品介于毛巾和窗帘等一次性投入产品之间，价格远大于毛巾，家庭经济收入的高低决定床上用品的更换频率，随着国内居民可支配收入的提高，家庭保健意识的增加，舒适、健康的床上用品将作为居民的首选，因此床上用品市场将在未来几年内能够得到迅速增长。

在目前国内经济形势下，我们看好未来几年的床上用品市场，认为推动国内未来几年床上用品增长的推动力主要有：中高收入人群增长带动消费升级、居民住房条件改善和婚庆消费。如下图所示。

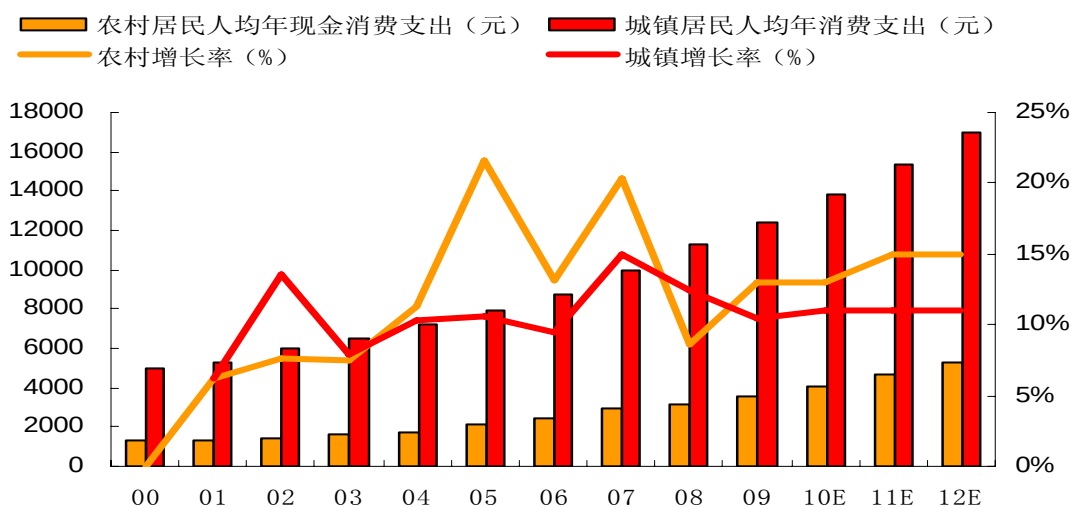


2.1.1 中高收入人群增长，人均可支配收入提高，带动居民消费升级

进入 21 世纪，随着国内经济的快速增长，居民收入稳步提高，使得居民消费支出稳步增长，近年来均保持在 10% 左右。预计未来几年居民消费支出将

继续保持增长，特别是农村居民消费增长，增长将快于城镇居民消费的幅长。如图表 1。

图表 9 历年国内居民人均年消费增长情况



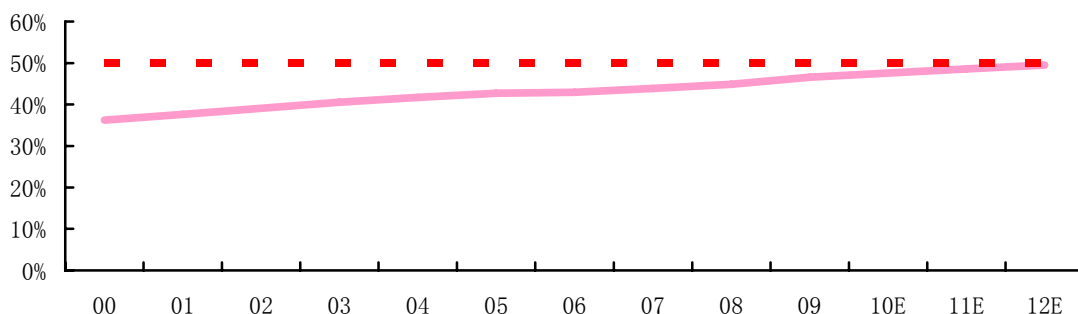
资料来源：国家统计局，中投证券研究所

随着我国经济的不断发展，居民生活水平的持续提高，人们的生活由“温饱型”向“小康型”转变，人们对居室环境和生活质量的需求由实用性、经济性向舒适性、文化性和个性化逐渐转变。随着居民消费水平的进一步提高，国内家纺市场的成长空间将更为广阔。床上用品市场将率先在未来几年呈现较快的增长。

2.1.2 城市化进程推动居民住房条件改善，推动床上用品的改善性需求

中国城市化速度近年来均以 1 个百分点的速度增长，并且未来几年将会继续城市化进程，速度将会保持在 1 个百分点左右。如图表 5。

图表 10 历年中国城市化率



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

中国的城市化进程，必定形成房地产市场的刚性需求，其中包括大量的改善性住房需求。

家纺市场需求与房地产市场发展关系密切。据有关研究表明，约有 82% 的中国消费者在迁入新居或装修时需购置各类家纺产品用于装饰居所。另据一项调查结果表明，目前中国家装消费达到 3000 亿元，这一数字仍以每年 30% 的比例增长，而其中，25% 的家装消费开支则用于家用纺织品消费，因此在家庭装修消费市场中，家纺产品消费约有 750 亿元。在家用纺织品消费中，根据国内居民消费习惯，有 1/3 消费用于床上用品，市场在 250 亿元左右。

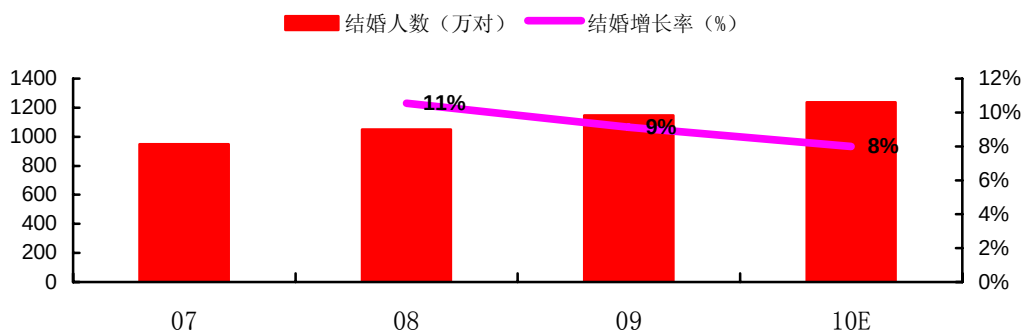
2009 年我国商品房销售面积达 9.37 亿平方米，是 2005 年商品房销售面积的 1.69 倍，复合年均增长率约为 14%，给我国家纺产品的市场需求提供了有力支撑。据统计，至 2009 年，我国规模以上家纺企业完成工业总产值 1755.14 亿元，是 2005 年家纺行业工业总产值的 2.3 倍，复合年均增长率达 23%。

农村等新兴市场的需求将显著增加。目前，占中国人口总数 56% 的农村人口对于家用纺织品的消费只占消费总量的 20%，随着农村改革，农村居民生活水平提高，以及城市化推进，农村人口对市场需求的不断增加将推动中国家用纺织品市场的长期发展。

2.1.3 结婚新人形成床上用品市场的刚性需求

据民政部统计，2009 年我国登记结婚达 1145.8 万对，是 2005 年的 1.4 倍，复合年均增长率约为 8.6%。2010 年上半年登记结婚人数为 537.4 万对，同比增长 5%。预计 2010 年结婚人数将继续在 09 年的基础上保持增长。如图表 6。

图表 11 近年来国内结婚人数增长情况



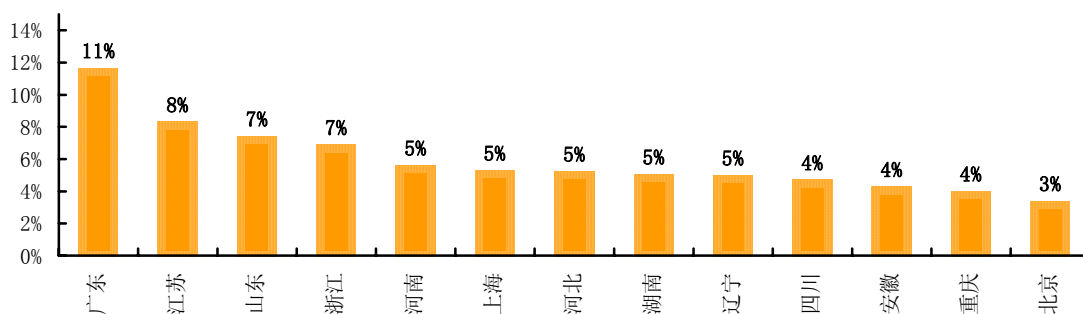
资料来源：民政部，中投证券研究所

按照每对新人平均消费床上用品 1000 元，目前则新人婚庆将形成 120 亿的床上用品刚性需求。根据人口结构分析，未来几年适婚人数将呈现增长，因此结婚人数将继续保持增长，预计年增长率将在 5% 以上。庞大的婚庆需求成为家纺消费前景乐观的重要支撑。

2.1.4 区域经济的协调发展将进一步促进床上用品市场增长

国内城镇床上用品市场（即品牌床上用品市场）集中在较发达省市。根据 08 年国内城镇床上用品市场情况分析，国内 13 个省市占据总市场的 74%，其中广东省最大，占 11%。如图表 4。

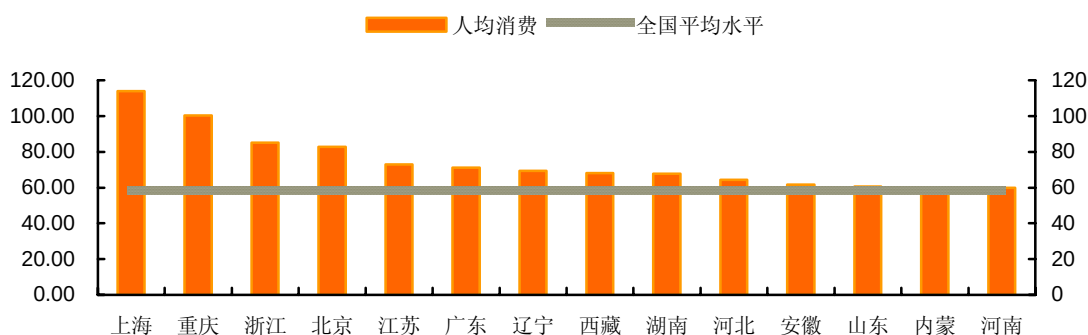
图表 12 国内各省市城镇床上用品市场占比



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

从图表 7 中可以看出，虽然有的省份以人口众多而具有较大的市场，但是从市场规模较大的前几个省份看，发达省份因具有较大的消费能力而形成较大的市场规模。另外从图表 5 中可以看出，人均床上用品消费金额居前的省份也是经济发达省份，08 年国内城镇平均床上用品消费金额为 58.36 元，人均床上用品消费高于平均水平有 14 个省份，占 31 个省份的 45.16%。因此未来几年，随着国内区域经济平衡，其他省份消费能力的增长将促进床上用品市场的进一步增长。

图表 13 国内各省市城镇床上用品人均消费水平（元）



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

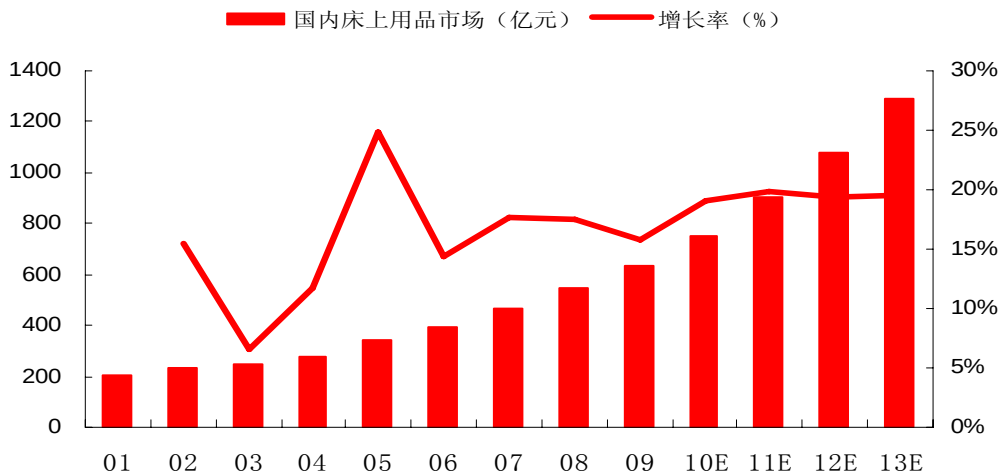
2.2 未来几年床上用品市场仍将保持较快增长

在国内床上用品消费需求中，原来消费结构为：婚庆需求要占总消费的 50%、家居 20%、其他 30%。随着国内居民生活水平提高，健康睡眠意识的增强，日常家居改善性需求随之产生，家居消费比例已由原来的 20%提高到目前

的 33%左右，目前国内床上用品消费结构约为：婚庆占比为 33%、家居占比 33%、其他 34%。

根据国内床上用品的消费结构，以及各个消费群体的需求增长，我们可以预计未来国内床上用品总市场仍将以 19%的速度继续保持增长。如图表 6。

图表 14 国内床上用品市场增长情况



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

虽然国内家纺市场具有较大的增长空间，但是全国市场仍是处于“大行业，小企业”状态，市场相当分散，还有的是大部分国内著名品牌仍集中于区域内销售，地域性较强，品牌向全国推广还需要一定的时间。

未来几年内，随着人们物质生活水平的不断提高、住宅建设的不断发展，国内将形成一个更巨大的床上用品消费市场。

三、2011 年二季度投资策略——关注品牌床上用品公司和纱线、面料龙头企业

在 2011 年二季度中内销市场继续保持稳定增长，我们关注品牌床上用品公司；另外在高棉价时代，而且二季度是国内纺织纱线、坯布企业的生产旺季，我们建议关注具有棉花资源渠道优势的纺织龙头企业。

3.1 床上用品上市公司比较及投资策略

3.1.1 国内床上用品上市公司比较

目前国内床上用品上市公司有 4 家，分别为：罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺和维科精华。罗莱、富安娜、梦洁这三家公司为品牌上市公司，国内市场占有率在国内排名靠前，他们分别地处华东、华南、华中，各自在自己的区域中具有较高的市场影响力。维科精华床上用品产品档次较低，产品创利能力较低，我们在此就不予以分析。

罗莱家纺：公司以自有品牌—「罗莱」为核心品牌，并同时代理（授权）经营国外品牌，主要的有：澳大利亚的「SHERIDAN 雪瑞丹」、法国的「SAINT MARC 尚·玛可」和美国的「DISNEY 迪士尼」等，另外还有多个国际其他品牌。华东是公司销售的核心区域（主要为上海），销售占比为 40%以上。由于公司采取的是“加盟为主、直营为辅”的销售策略，因此公司加盟连锁销售额占公司总销售额的 84%以上。

富安娜：公司拥有“富安娜”、“馨而乐”、“维莎”、“圣之花”、“劳拉夫人”等品牌的床上用品。公司以“富安娜”作为核心品牌，通过品牌的多元化扩大市场占有率。多品牌战略使得公司产品覆盖了以中高端为主体的消费人群。华南是公司销售的核心区域（销售占比为 30%以上）。目前公司直销收入占比接近 40%，这一特点是有别于其它家纺上市公司的地方。目前公司正加大加盟商的扩张速度，预计未来公司加盟销售收入增长较大。

梦洁家纺：公司拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”三个品牌的床上用品。“梦洁”为公司核心品牌，通过品牌的多元化，针对不同消费群体战略，扩大市场占有率。公司品牌文化为“爱在家庭”，通过文化内涵打造国内床上用品品牌。华中是公司销售的核心区域（09 年销售占比为 53%）。公司渠道销售收入结构中加盟连锁销售额占公司总销售额的 75%以上，虽然目前公司加盟渠道收入占比大，但是近年来公司加强直营销售力度，预计未来公司直营销售收入将成为公司的主要收入来源渠道。

罗莱、富安娜、梦洁三家公司具体比较分析如图表 18。

图表 15 罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺公司情况

	罗莱家纺	富安娜	梦洁家纺
销售终端数量（个）	2000	1370	1662
其中：自营店（个）	300	364	291
加盟店（个）	1700	1006	1469
上半年收入（亿元）	6.62	4.42	3.47
自营收入占比	14.62%	39.13%	22.50%
自营毛利率	57.00%	60.49%	55.00%
加盟毛利率	39.00%	39.02%	33.00%
预计 10 年收入增长	30%	40%	45%
净利率	11.60%	10.54%	8.16%
预计 10 年净利润增长	27%	35%	30%

资料来源：中投证券研究所

3.1.2 床上用品上市公司投资策略

短期成长性公司——罗莱家纺（推荐）

公司利用加盟商优势，针对国内二、三级城市消费群，实现渠道快速扩张，填补了很多空白的地县市场。公司这一销售策略能够使得公司短期内实现销售的快速增长，业绩增长较快。罗莱家纺公司盈利预测表如图表 19。

图表 16 罗莱家纺盈利预测表（单位：百万元）

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1145	1766	2566	3669
收入同比(%)	24%	54%	45%	43%
归属母公司净利润	152	223	305	442
净利润同比(%)	35%	47%	37%	45%
毛利率(%)	39.1%	37.2%	37.9%	38.2%

ROE(%)	11.4%	15.3%	17.3%	20.0%
每股收益(元)	1.08	1.59	2.17	3.15
P/E	63.54	43.24	31.67	21.85
P/B	7.23	6.61	5.47	4.38
EV/EBITDA	45	30	20	14

资料来源：中投证券研究所

中长期成长性公司——富安娜和梦洁家纺（推荐）

富安娜、梦洁目前拥有的销售渠道数量相对较少，而且销售大部分集中在各自的区域，在全国具有一定的品牌知名度，但是不是很有影响力，一、二线城市仍有许多销售空白点，未来几年这些公司将加大加盟商的引进力度，实现渠道快速扩张，从中长期看，富安娜和梦洁具有较大的增长后劲。富安娜、梦洁家纺公司盈利预测表如图表 20、21。

图表 17 富安娜盈利预测表（单位：百万元）

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	792	1050	1383	1893
收入同比(%)	16%	33%	32%	37%
归属母公司净利润	86	111	161	219
净利润同比(%)	31%	29%	46%	36%
毛利率(%)	43.0%	43.9%	44.3%	44.8%
ROE(%)	8.3%	10.0%	12.8%	14.8%
每股收益(元)	0.64	0.83	1.21	1.64
P/E	61.97	48.22	33.05	24.32
P/B	5.12	4.84	4.23	3.60
EV/EBITDA	38	30	21	15

资料来源：中投证券研究所

图表 18 梦洁家纺盈利预测表（单位：百万元）

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	631	818	1132	1576
收入同比(%)	2%	30%	38%	39%
归属母公司净利润	89	111	156	216
净利润同比(%)	76%	25%	40%	39%
毛利率(%)	36.3%	41.1%	40.0%	39.9%
ROE(%)	42.2%	10.6%	13.0%	15.3%
每股收益(元)	0.94	1.17	1.65	2.29
P/E	45.39	36.22	25.81	18.59
P/B	19.16	3.85	3.35	2.84
EV/EBITDA	45	28	20	14

资料来源：中投证券研究所

3.2 纺织纱线、坯布龙头企业投资策略

3.2.1 鲁泰 A（000726）（推荐）——色织面料龙头，具有较大的棉花资源优势

- 公司前三季度增长符合预期。公司前三季度实现收入 36.13 亿元，利润总额 7.32 亿元，归属于母公司所有者的净利润 5.73 亿元，分别同比增长了 22.95%、52.69%、40.47%。公司收入增长符合我们的预期，因为前三季度在纺织服装出口形势好转的环境下，公司产品出现量增价升。由于公司产品价格不断提高，公司产品平均毛利率得以提高（公司前三季度平均毛利率为 32.84%，同比提高 2.98 个百分点，

其中母公司产品毛利率为 29.14%，同比提高 4.81 个百分点），消化了工资及研发费用造成的管理费用增长，使得公司利润总额增长大幅超过收入增长。但是由于所得税费用较多，使得公司净利润同比增长低于利润总额的增长。

- **未来公司生产、销售将继续保持良好的增长态势。**目前公司生产订单饱满。在出口需求增加拉动和原材料价格上涨推动下，预计 2010 年产品平均价格较 09 年增长将超过 10%。另外公司拥有稳定的客户资源，具有较强的抗风险能力，虽然未来人民币升值将严重影响纺织服装的总体出口，但是公司的客户优势以及技术品牌优势会给予公司较大的定价发言权，加上人民币升值环境下“订单向大企业集中”又将保证公司的订单增长，未来公司生产、销售将继续保持良好的增长态势。
- **棉花储备优势使得公司 2010 年原材料成本上涨远低于行业平均水平，劳动力成本上涨不会对公司业绩产生大的影响。**公司棉花来源于三个渠道：新疆鲁泰（年均供棉 5 千吨），配额棉和国家储备棉。目前公司现有的储备棉可以用到年底。虽然 2010 年公司棉花成本较 09 年将有所提高，但是公司棉花储备优势使得公司原材料成本提高幅度远小于行业平均幅度，因此市场产品平均价格的提高将使公司产品毛利率得以提高。目前公司劳动力成本上涨速度为每年平均上涨 10-20%（约成本上涨 1% 左右），该部分成本上涨并不会对公司业绩产生很大的影响。
- **若人民币升值，公司有条件通过一系列措施将损失减少到最少。**公司出口产品美元占比为 80%。人民币升值将对公司产生不利影响，公司目前规避风险主要措施是加快收款周期和合同价格不定死（主要通过产品结构提高产品价格）。另外公司还通过远期锁定外汇（即套期保值），可以抵消部分人民币升值所带来的损失。

图表 19 鲁泰 A 盈利预测表（单位：百万元）

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4036	4949	6086	7617
同比(%)	3%	23%	23%	25%
归属母公司净利润	570	803	1059	1394
同比(%)	11%	41%	32%	32%
毛利率(%)	30.6%	32.6%	33.6%	34.6%
ROE(%)	14.5%	17.9%	20.4%	22.8%
每股收益(元)	0.57	0.81	1.06	1.40
P/E	17.74	12.60	9.56	7.26
P/B	2.58	2.26	1.95	1.65
EV/EBITDA	10	9	7	5

资料来源：中投证券研究所

3.2.2 华孚色纺（002042）（推荐）——色纺纱行业的龙头企业，具有较大的棉花资源优势

- **在纺织服装行业复苏、出口回暖的形势下，公司前三季度收入大幅增长。**前三季度国内纺织服装行业复苏，纱线需求旺盛，各类纱线价格在棉花价格的推动下飞速上涨。另外在全球经济回暖形势下，出口也呈现快速回升势头。公司产品在需求回升的形势下，价格上涨了 20%

以上。公司前三季度产品价格齐升，实现营业收入 36.14 亿元，同比增长 43.47%。

- **公司产品平均毛利率提升使得公司业绩翻番。**公司前三季度产品平均毛利率达 18.62%，同比增加 1.04 个百分点。公司产品毛利率的提高主要得益于产品价格的提高。在棉花价格不断上涨的情况下，纱线价格从 4 月份开始迅速上涨，到目前涨幅接近 100%，由于国内大型棉纺企业大多有自己的棉花进货渠道，因此棉花平均采购价格较低，在纱线市场价格上涨的情况下，这些企业产品的毛利率都会得到提升。因此公司前三季度产品平均毛利率较去年同期提高是理所当然的。
- **公司作为行业细分龙头将保持稳定增长。**虽然色纺纱应用市场的提高需要一个逐步的过程，但是发展的趋势是确定的，若未来经济快速发展，不排除市场对色纺纱的需求迅速增长，因此作为色纺纱的龙头企业，公司未来将保持稳定增长。
- **未来棉花价格的进一步上涨将使公司业绩进一步增长。**目前国内棉花进一步上涨，由原来 1.7 万元/吨涨到目前 2.2 万元/吨。棉花价格上涨推动下游纱线价格的上涨。大型纱线生产企业由于具有较大的棉花进货渠道优势，棉花成本普遍低于市场平均水平，在众多中小企业无力承受棉价上涨带来压力的形势下，大型纱线企业议价能力增强，利润率上升。因此在棉价上涨情况下公司业绩将进一步增长。

图表 20 华孚色纺盈利预测表（单位：百万元）

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3197	4482	5327	5951
同比(%)	-6%	40%	19%	12%
归属母公司净利润	161	269	345	442
同比(%)	6349%	67%	28%	28%
毛利率(%)	18.4%	18.8%	19.2%	19.7%
ROE(%)	12.8%	17.8%	18.6%	19.2%
每股收益(元)	0.69	1.15	1.47	1.88
P/E	39.94	23.91	18.67	14.58
P/B	5.12	4.26	3.47	2.80
EV/EBITDA	16	10	8	7

资料来源：中投证券研究所

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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