

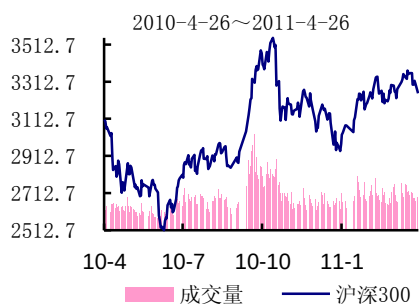
内需出口双双超预期，关注优势品牌企业 ——纺织服装行业

研究员：高国
执业证书编号：S0570210030022
电话：025-83290912
E-mail: gaoguo108@163.com
地址：南京市中山东路90号

行业评级：增持

纺织服装

市场走势图



相关研究

- 1《纺织服装(3006):成本重压之下,潜伏优质抗压龙头》2011.3
- 2《纺织服装(3006):纺织服装业:出口超预期增长》2011.2
- 3《纺织服装(3006):行业盈利超预期可期,估值调整凸显投资价值》2011.1
- 4《纺织服装(3006):棉价进入“2”时代,优势企业利润将大幅攀升》2010.12
- 5《纺织服装(3006):内需保持强劲增长态势,业绩超预期可期》2010.11

投资要点:

内需回归平稳较快增长 今年一季度,我国纺织服装累计零售额 2014 亿元,同比增长 22.3%,高出全社会消费品零售增速约 6 个百分点。其中,3 月份,纺织服装类零售总额为 546 亿元,同比增长 21.9%。居民消费信心指数等各项指标均已从底部大幅回升,居民的消费意愿有所恢复。国内纺织服装消费需求总体已基本回归至去年平均水平,平稳较快增长态势将会继续保持。

出口实现超预期增长,产品提价是主因 今年一季度,我国服装纺织累计出口 486.27 亿美元,同比增长 23.9%,其中,纺织品出口累计 201.65 亿美元,同比增长 32.7%,服装累计出口额为 284.61 亿美元,同比增长 18.4%,行业出口增速基本恢复至 2010 年全年出口 23.7%的水平。出口产品提价是出口超预期增长的主要因素,部分出口产品数量同比增速大大低于出口金额的增速。

原材料价格高位回落 今年3月份以来,中国328级棉花价格指数降至28712元/吨,下降了5.7%,跌破“30000元/吨”关口。外棉现货价格Cotlook:A指数降为206.4美分/磅,跌幅为7.6%,跌幅高于国内棉花价格。棉花需求出现诸多不确定性是棉价高位回落的主要因素。

自今年3月份以来,涤纶、粘胶、氨纶等化纤产品价格也相应回落,其中,粘胶纤维和氨纶纤维降幅较大。国内涤纶短纤价格下降了7.6%;涤纶长丝(P0Y)下降了2%;粘胶短纤和粘胶长丝价格分别下降了17%,0.4%;氨纶价格下降了10.5%。这一方面是受到棉花价格回落的示范效应,另一方面是由于MEG、聚酯PTA等化纤产品原料价格也有一定回落,化纤产品成本降低。

给予行业“增持”评级 尽管纺织原料价格高位回落,由于国内棉花消费需求继续保持旺盛,这一支撑原料价格继续维持高位震荡的关键因素依然存在。这将使行业成本压力依然存在,行业整体盈利能力承压。但同时也将促进行业集中度的提升,优质行业龙头将受益。我们建议继续关注抗压能力较强,具有品牌优势和提价能力的品牌企业。

未来随着大盘风格转换,板块中业绩增长明确且具有估值优势的优质企业将迎来一波估值修复行情。给予行业“增持”评级。5月份继续推荐业绩增长明确的品牌企业,重点推荐富安娜、罗莱家纺、报喜鸟。

重点公司

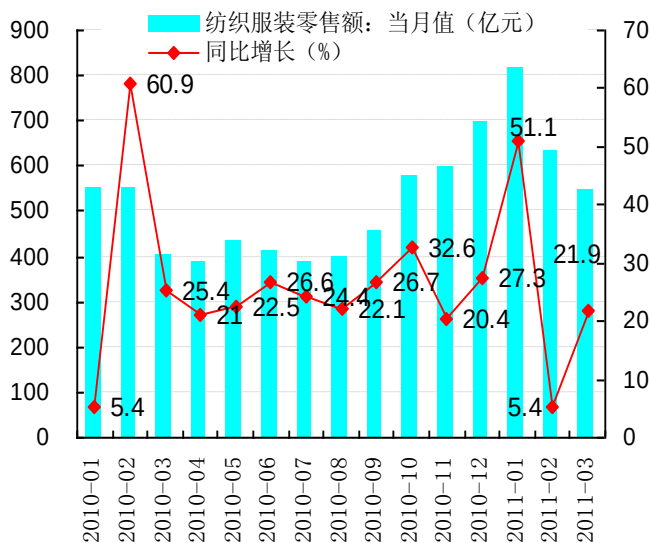
股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
富安娜	39.76	推荐	0.84	0.95	1.27	1.71	47	42	31	23
罗莱家纺	70	推荐	1.03	1.49	2.01	2.69	68	47	35	26
报喜鸟	28.8	推荐	0.64	0.85	1.09	1.4	45	34	26	21

一、内需回归平稳较快增长，出口增长实现超预期

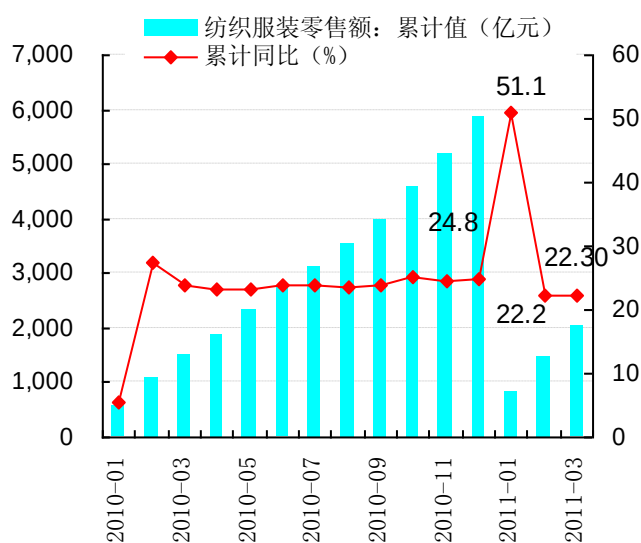
1.1 纺织服装国内消费需求趋于稳定

2011 年一季度，社会消费品累计零售总额 42922 亿元，同比增长 16.3%，纺织服装类累计零售额 2014 亿元，同比增长 22.3%，高出全社会消费品零售增速约 6 个百分点。其中，3 月份，纺织服装类零售总额为 546 亿元，同比增长 21.9%。同时，居民消费信心指数等各项指标均已从底部大幅回升，达到 08 年以来的平均值 105 以上，居民的消费意愿有所恢复。可见，国内纺织服装消费需求总体已基本回归至去年平均水平，平稳较快增长态势将会继续保持。

图表 1 纺织服装 3 月当月销售额及同比增速



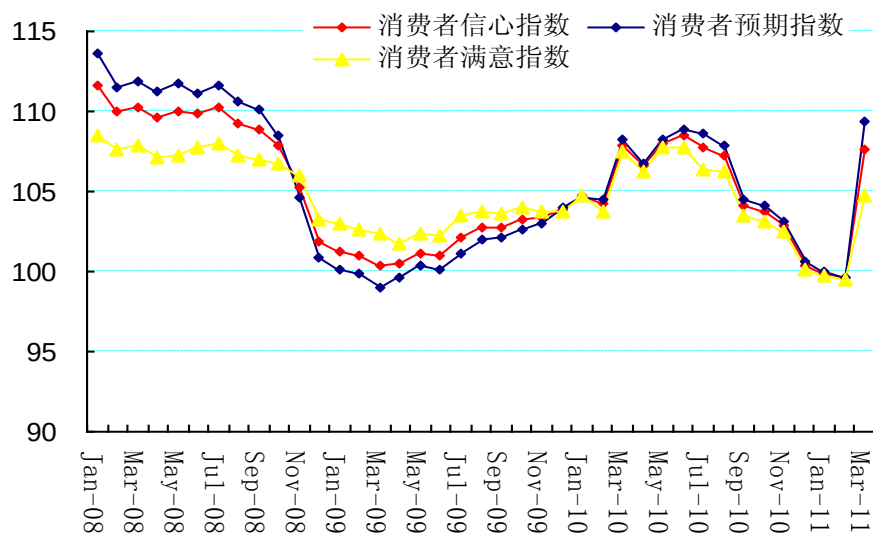
图表 2 纺织服装 1-3 月累计零售额及同比增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表 3 消费者指数从底部大幅回升



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

1.2 纺织服装出口超预期增长，产品提价是主因

3 月份，我国纺织服装当月出口额为 165.69 亿美元，同比增速大幅增长 50.6%，其中，纺织品出口为 78.98 亿美元，同比增速达 56.4%，服装出口额为 86.71 亿美元，同比增长 45.6%。3 月份行业出口一改 2 月下滑态势，春节假后国外需求实现恢复性超预期增长。

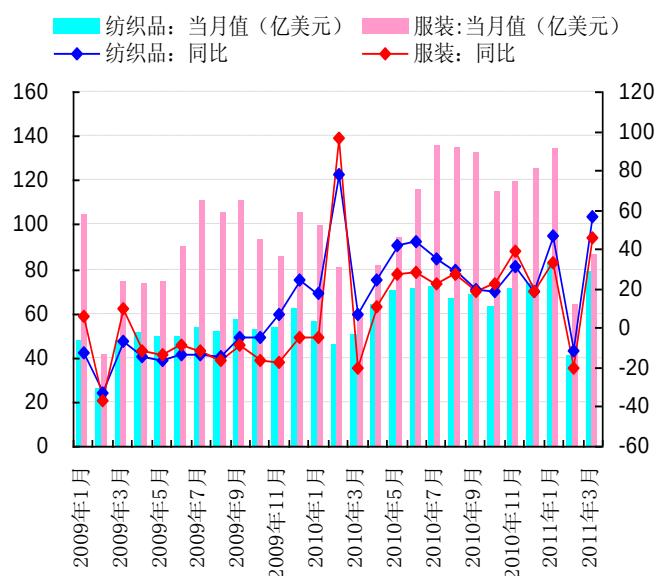
从 2011 年 1-3 月累计出口额综合来看，一季度我国服装纺织累计出口 486.27 亿美元，同比增长 23.9%，其中，纺织品出口累计 201.65 亿美元，同比增长 32.7%，服装累计出口额为 284.61 亿美元，同比增长 18.4%，行业出口增速基本恢复至 2010 年全年出口 23.7% 的水平。

出口产品提价是出口超预期增长的主因。2011 年 1-3 月棉纱线、亚麻及苧麻机织物、合成短纤与棉混纺机织物累计出口金额分别同比增长 55.3%、31.4% 和 37.7%，而相应出口数量同比增速大大低于出口金额的增速，其中，棉纱线和合成短纤与棉混纺机织物分别同比下降 1.6%、5.6%，亚麻及苧麻机织物仅同比增长 5.9%。

同时，人民币升值压力和欧美经济恢复进程的趋缓是阻碍出口保持高增长的负面因素。今年年初以来，人民币已经累计升值约 1.6%，若国内通胀压力不减也将部分导致人民币升值趋势延续，全年升值 4% 将几无悬念。2011 年 3 月，美国服装当月零售额为 189.46 亿美元，相比去年同比增长 3.37%，相较于 2 月份的 3.55% 环比略有下降，同时，欧元区消费者信心指数自去年 12 月份以后仍继续回落。

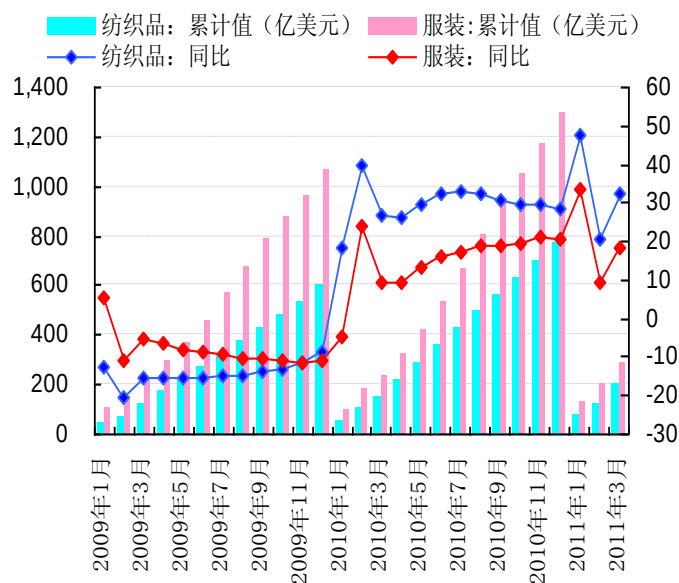
未来行业出口数量的增长确实将面临天花板的问题，附加值的提升，出口产品提价将是行业出口增长的主要动力。但是，提升出口产品附加值是个长期的过程，提价对于行业整体而言目前存在一定难度，后期提价效应将会逐渐减弱。同时，考虑到今年原材料、人力成本的上升，人民币不断升值等因素的负面影响，行业出口继续保持高增长的压力较大。我们继续维持二季度策略中出口增速将放缓，全年增速为 15% 的观点。

图表 4 中国纺织服装 3 月当月出口额及同比增长



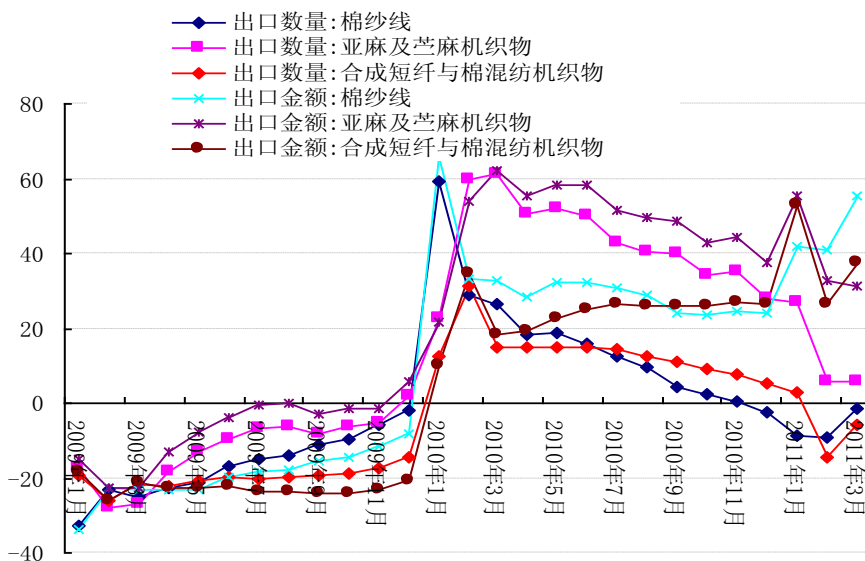
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 5 中国纺织服装 1-3 月累计出口额及同比增长



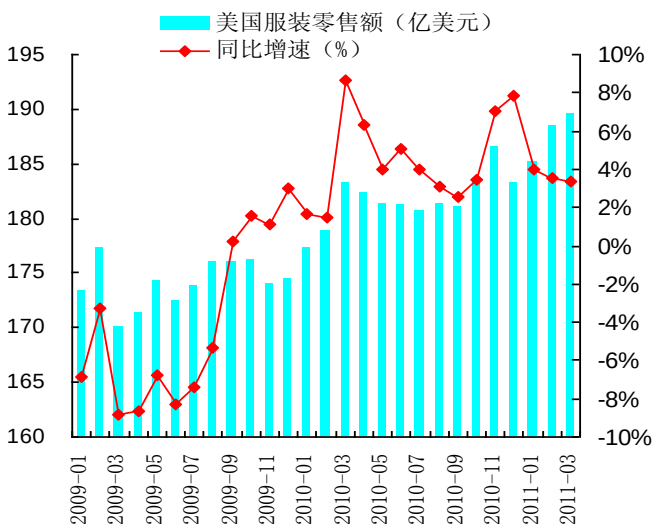
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 6 2011 年以来，中国纺织产品出口金额同比增速大大高于出口数量同比增速



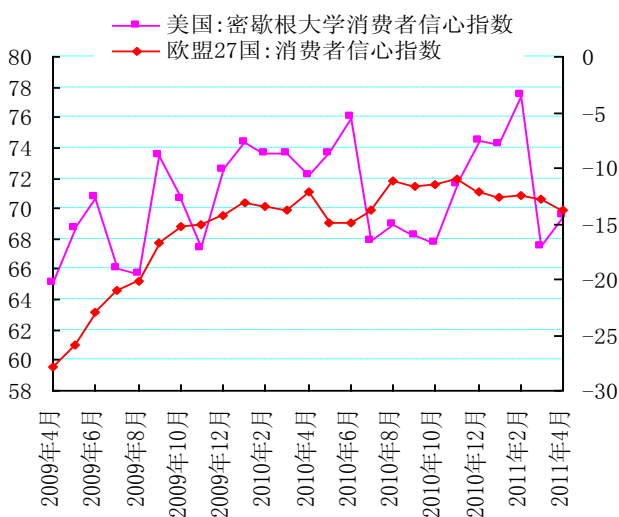
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 7 美国服装零售额及同比增速



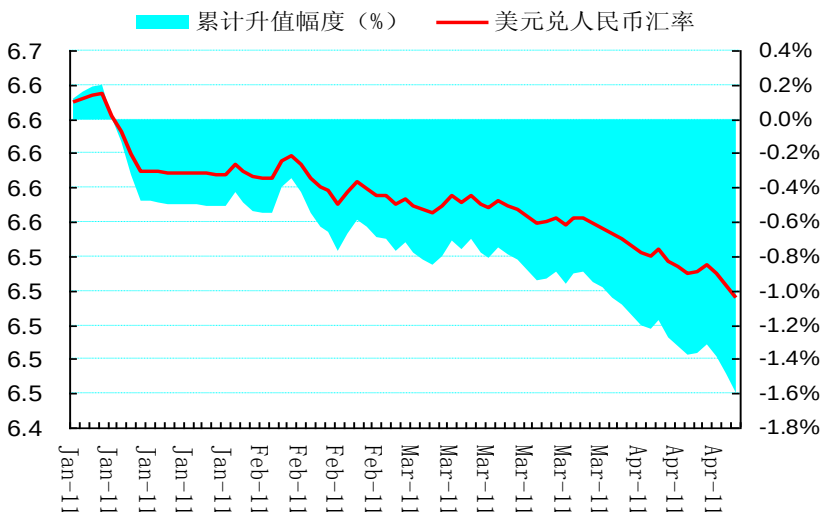
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 8 美国和欧洲消费者信心指数



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 9 人民币兑美元汇率自今年年初以来升值已达 1.6% (截止 2011 年 4 月 22)



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

二、纺织原材料价格高位回落，主要产品产量保持平稳增长

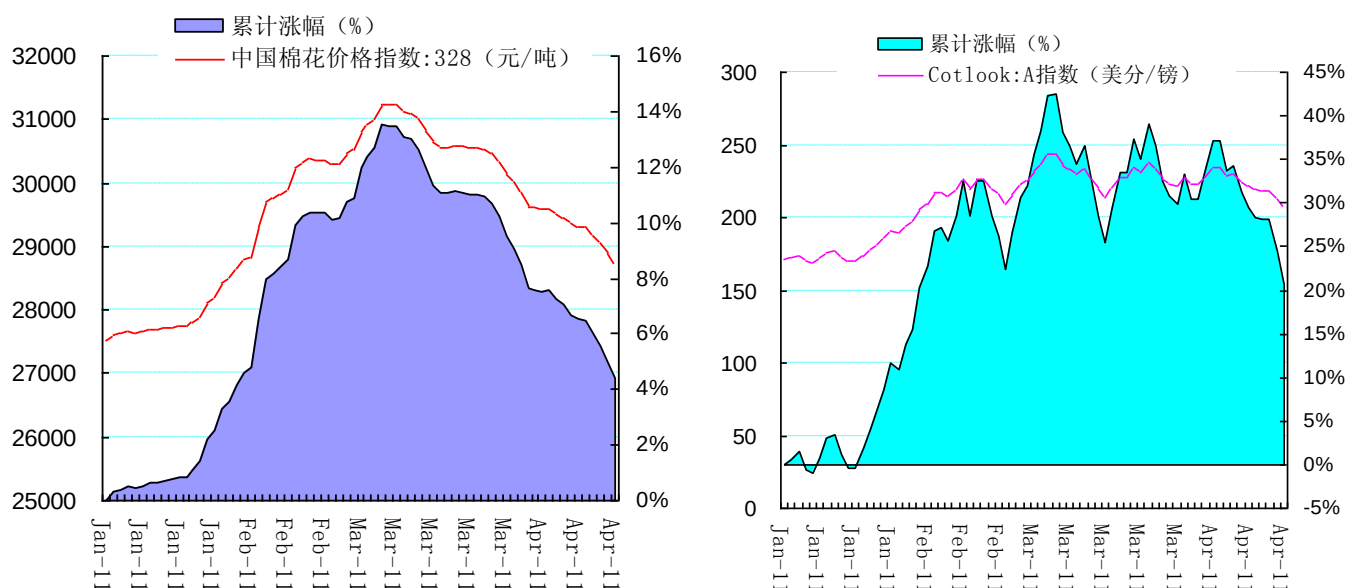
2.1 棉花价格大幅回落

今年3月份以来，国内和国外棉花价格均纷纷从高位大幅回落。截止4月22日，中国328级棉花价格指数降至28712元/吨，下降了5.7%，已跌破“30000元/吨”关口，接近于年初棉花价格。截止4月21日，外棉现货价格Cotlook:A指数降为206.4美分/磅，跌幅为7.6%，跌幅高于国内棉花价格。同时，纱线、坯布价格自3月份以来也分别下降了6%、8.2%，超过国内棉花价格的跌幅。

棉价的高位回落主要是由于需求端出现诸多不确定性。由于今年国家经济政策偏向紧缩，纺织行业整体运营也受到一定负面影响。同时，通胀压力不断攀升和人民币升值等因素引发对行业需求负面影响的担忧，另外，日本地震的影响以及国际政治形势的不稳定的外围因素也加深了这一担忧。

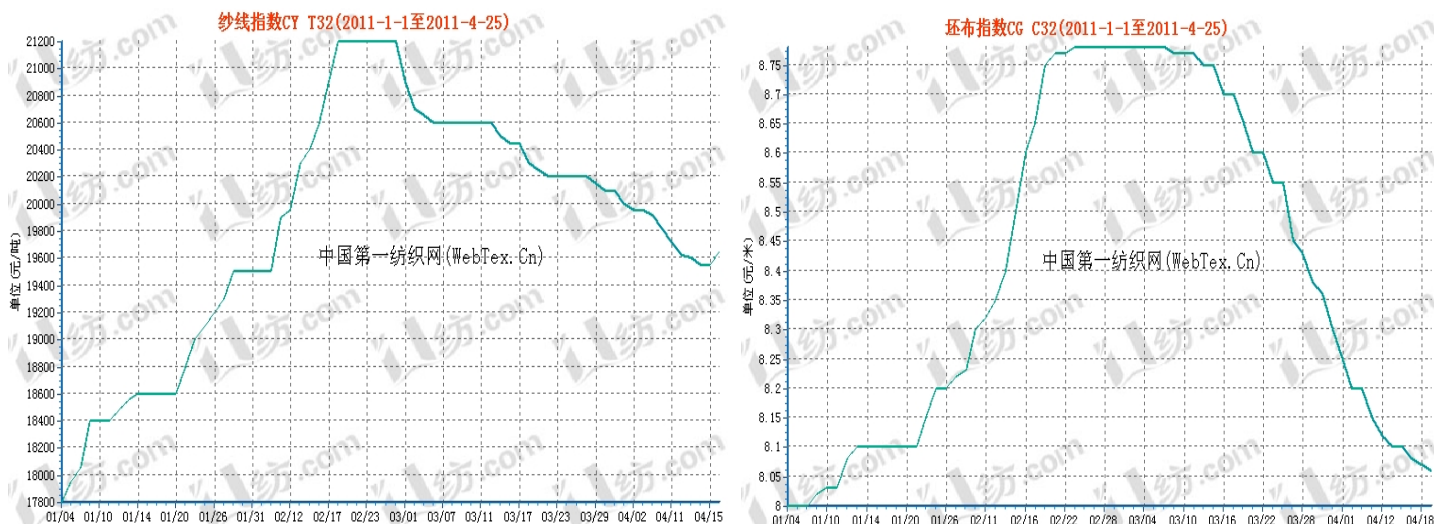
我们认为，全球经济的向好趋势不改，国内纺织服装行业需求仍保持较快增长，棉花需求依然保持旺盛这一支撑棉花价格继续维持高位震荡的关键因素依然存在，棉价回落的可持续性存在一定困难。我们认为，在今年新棉上市之前，棉价将会继续保持高位震荡，需求因素将主导未来棉价的方向。

图表 10 中棉和美棉现货价格自 2011 年 3 月份以来分别回落 5.7%和 7.6%（截止 2011 年 4 月 22 日）



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表 11 自 2011 年 3 月份以来，纱线、坯布价分别下降了 6%、8.2%



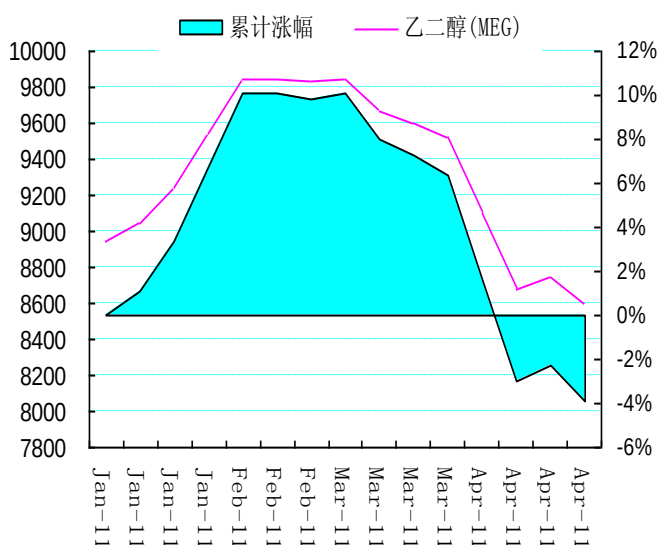
资料来源：第一纺织网

2.2 化纤原料价格下降，化纤产品价格随之回落

自今年 3 月份以来，随着棉花价格的大幅回落，对棉花具有一定替代效应的涤纶、粘胶、氨纶等化纤产品价格也相应回落，其中，粘胶纤维和氨纶纤维降幅较大。4 月 22 日，国内涤纶短纤价格为 13720 元/吨，下降了 7.6%；涤纶长丝（POY）为 14450 元/吨，下降了 2%；粘胶短纤和粘胶长丝价格自 3 月以来分别下降了 17%，下降了 0.4%；氨纶价格下降了 10.5%。

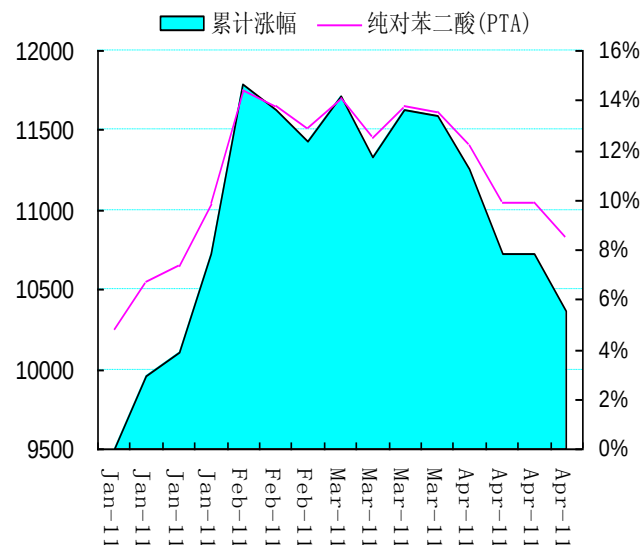
这一方面是受到棉花价格回落的示范效应，我们从对棉花价格更为敏感的短纤价格降幅高于长丝纤维也可以看出。另一方面是由于 MEG、聚酯 PTA 等化纤产品原料价格也有一定回落，化纤产品成本降低。截止 4 月 22 日，国内 MEG 价格和 PTA 价格自 3 月以来分别下降了 12.7%、7.5%。

图表 12 国内 MEG 价格 3 月以来下降了 12.7%



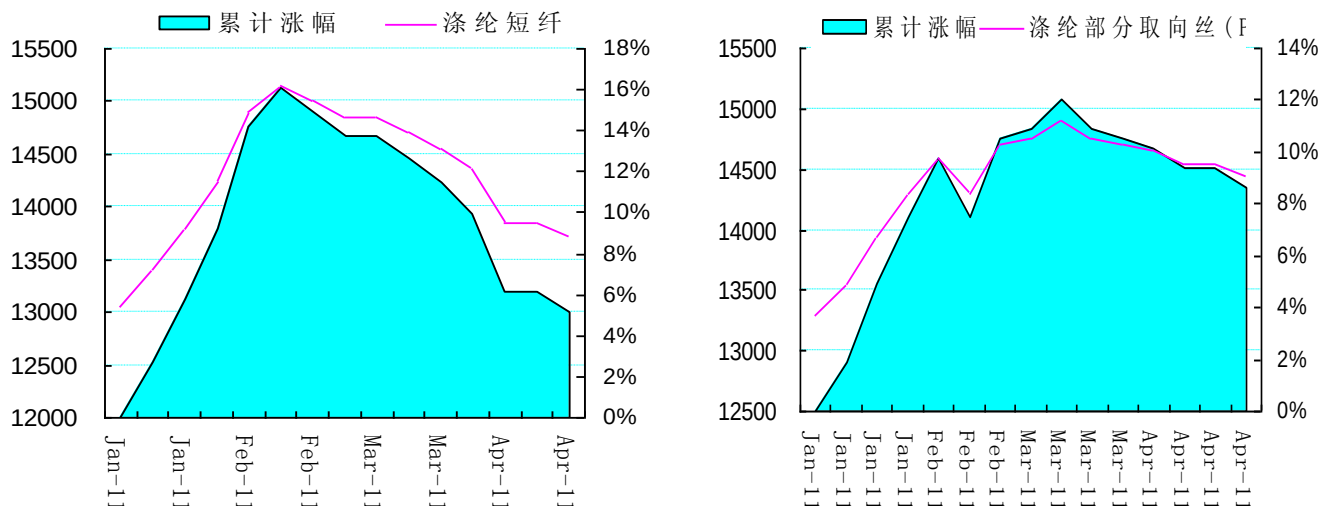
资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表 13 国内 PTA 价格自 3 月以来下降了 7.5%



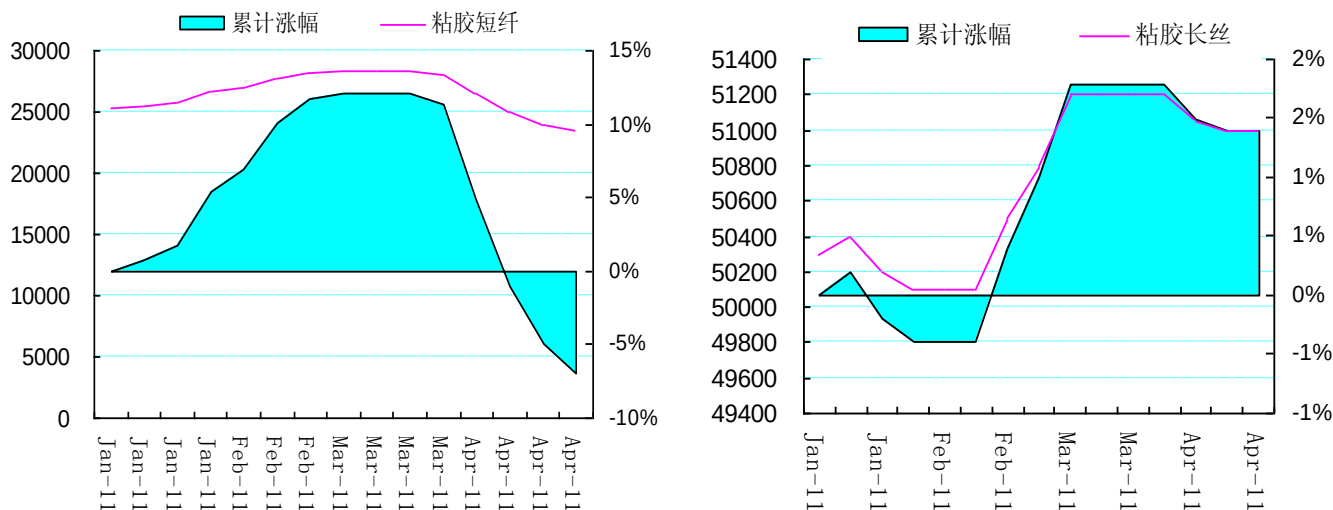
资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表 14 国内涤纶短纤价格自 3 月以来下降了 7.6%，涤纶长丝（POY）下降了 2%



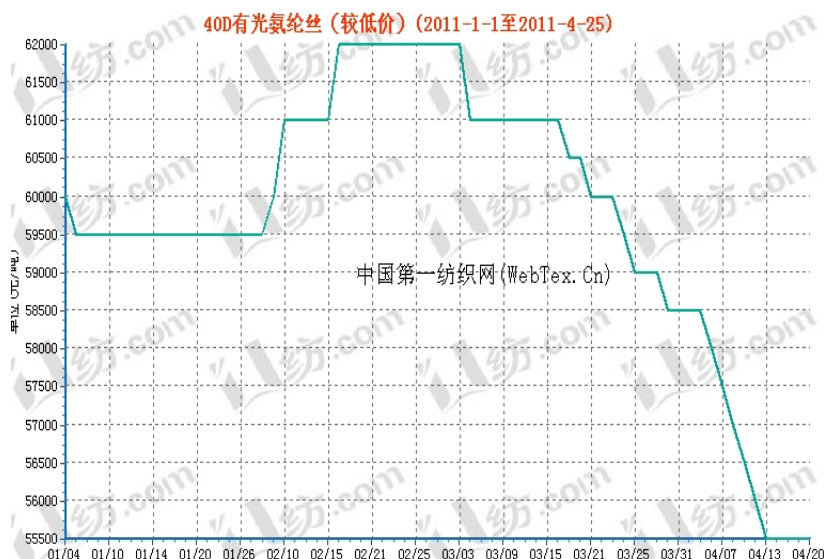
资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表15 国内粘胶短纤价格自3月以来下降了17%，粘胶长丝下降了0.4%



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表 16 国内氨纶价格自 3 月以来下降了 10.5%



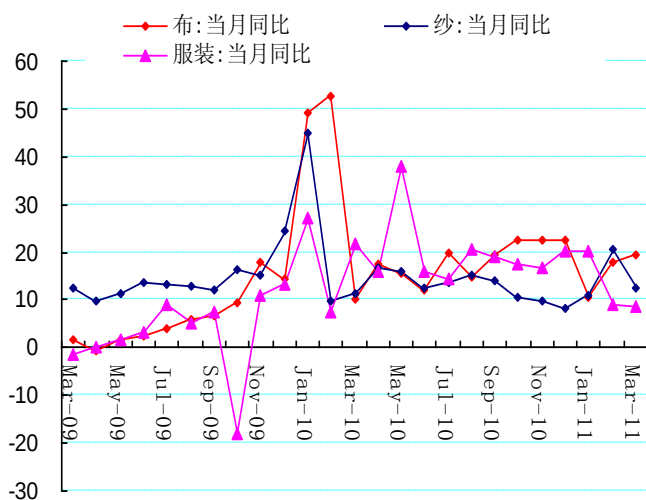
资料来源：第一纺织网

2.3 纺织服装主要产品产量保持平稳增长

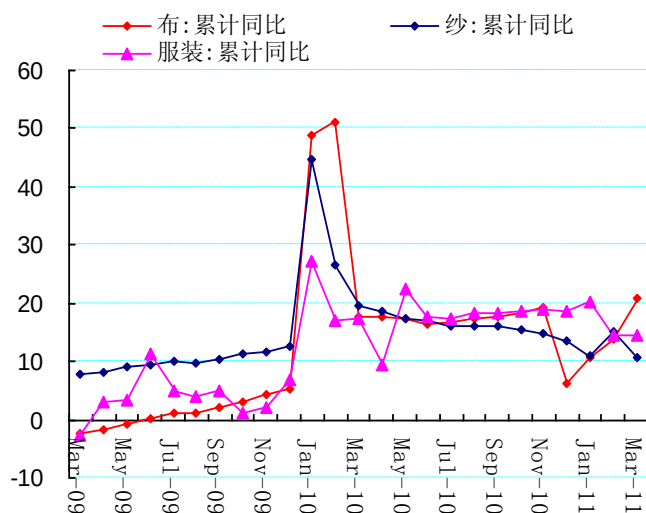
2011 年一季度，纱线、布累计产量分别为 617.95 万吨和 132.66 亿米，同比增长 10.83%、20.9%，处于产业链的下游服装今年一季度累计产量为 53.56 亿件，与去年同期相比增长 14.64%，均保持较快平稳增长。

2011 年一季度，化纤累计产量 772.67 万吨，累计同比增长 16.85%，相较于 2 月累计环比略有回落，但仍然处于较快增长水平。其中，氨纶产量增速继续放缓，而在化纤产品中占比最高的涤纶产量增速依然保持最快，2010 年一季度产量已累计达 628.02 万吨，同比增长 20.96%。这主要是由于涤纶纤维对棉花替代效应最强，棉花价格尽管有所回落，但是仍居于高位，涤纶需求仍保持较快增长。

图表 17 11 年 3 月布、纱线、服装当月同比增速

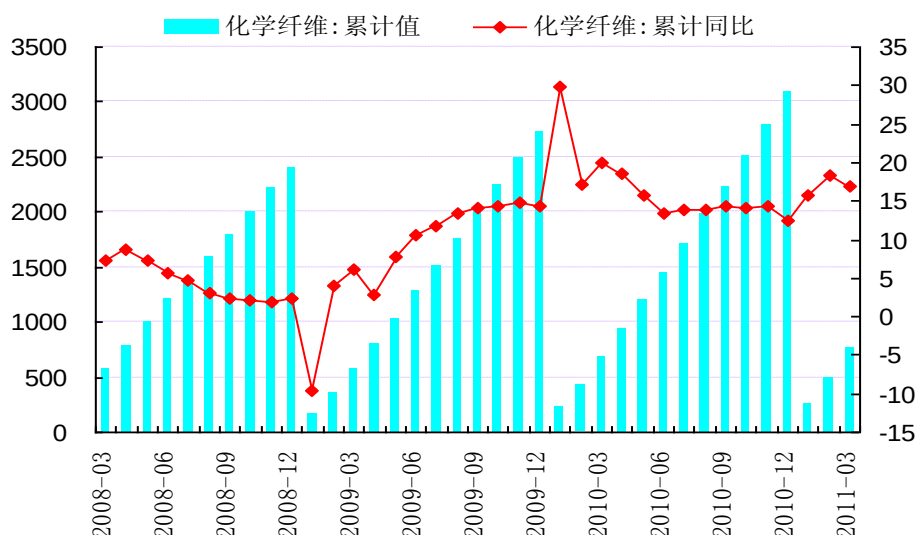


图表 18 11 年 1-3 月布、纱线、服装累计产量同比增速



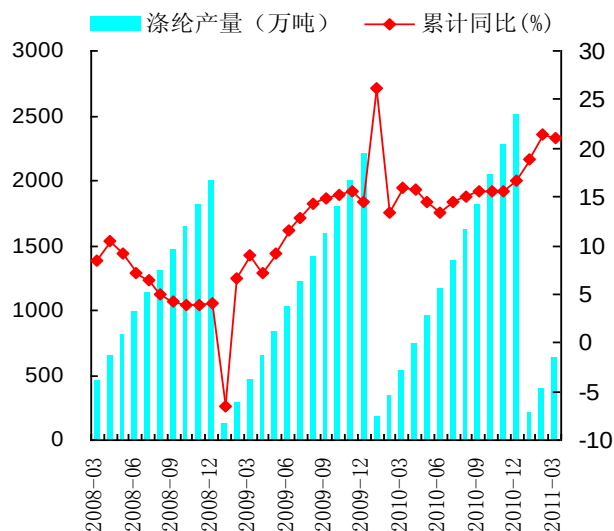
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 19 2011 年一季度化纤产量累计值及同比增速 (%)



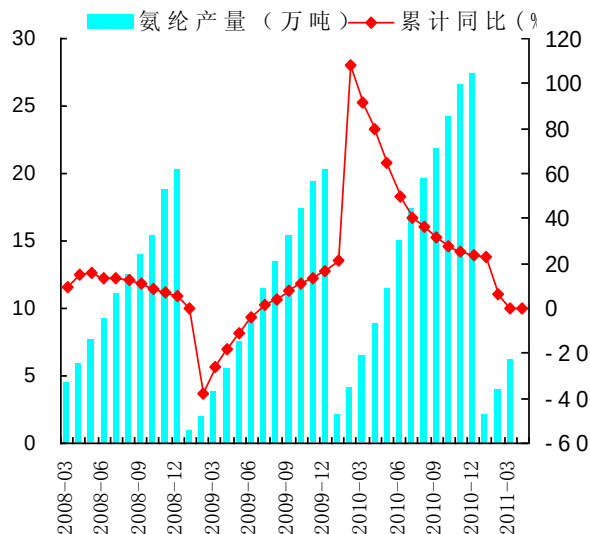
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 20 2011 年一季度涤纶累计产量同比增速



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 21 2011 年一季度氨纶累计产量同比增速



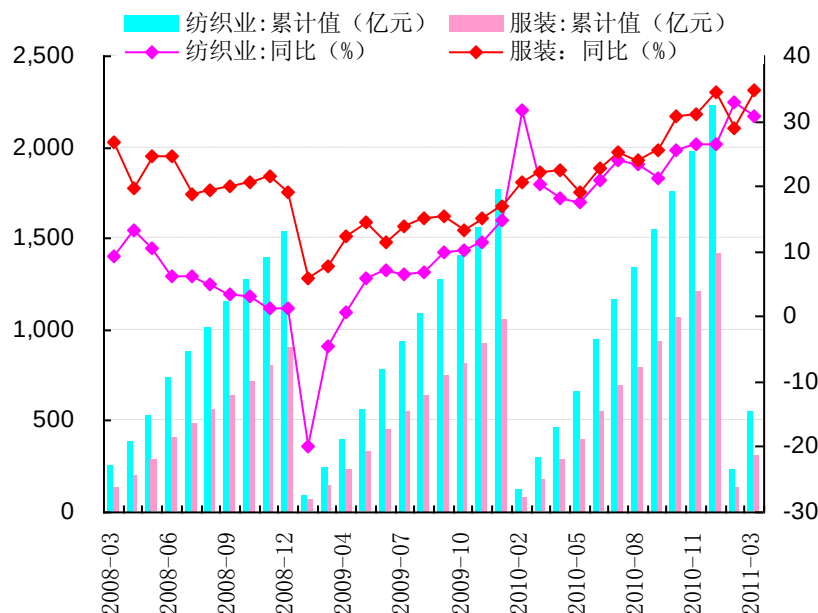
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

三、行业投资保持快速增长, 行业整体盈利承压

3.1 行业固定资产投资保持快速增长

2011 年一季度, 行业固定资产累计投资 860.02 亿元, 其中, 纺织业累计投资 548.69 亿元, 服装制造业累计值为 311.33 亿元, 分别同比增长达到 30.9%和 34.9%。行业固定资产投资延续去年快速增长态势, 国内消费需求较快增长和全球经济的继续向好对纺织服装行业投资快速增长提供了重要支撑。

图表 22 2011 年一季度纺织服装行业固定资产投资保持快速增长态势



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

3.2 上游纺织业盈利能力初现减弱迹象

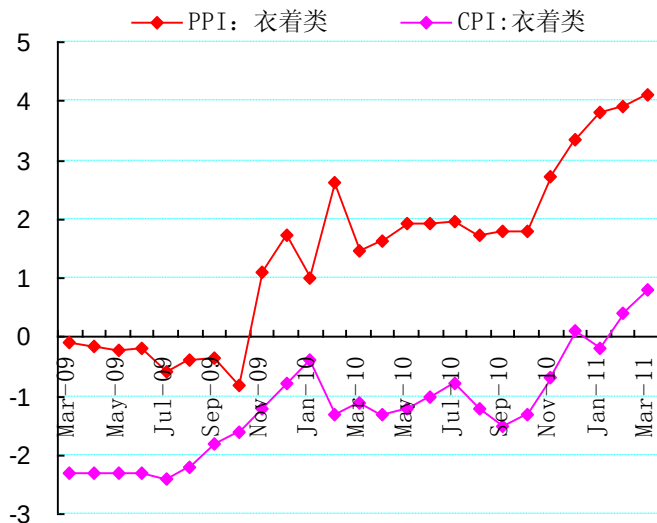
3 月份，居民消费价格总指数 CPI 同比上涨 5.4%，衣着类消费价格指数较去年同比上升 0.8%，较 2 月环比上升 0.4 个百分点，这是自今年 2 月份同比转正后继续攀升。3 月份，纺织原材料购进价格指数同比升至 17.6% 的历史高点，高出全部原材料价格指数同比增速 7.1 个百分点，衣着类出厂价格指数 PPI 当月同比上涨 4.1%，均达到近十年以来的最高点。由于原料成本从上游纺织端传导至下游零售终端一般会有 3-6 个月的传导期，目前行业整体供应链成本传导较顺畅，今年年初以来仍处于历史高位的纺织原料成本上升已经在零售终端有所现。

去年纺织服装行业整体盈利能力大幅提升主要是得益于低价库存的贡献和产品提价，而由于去年 9 月份后的高价原料库存因素，今年以来原材料价格继续维持高位震荡，今年纺织服装企业将面临更加严峻的成本压力，行业整体盈利能力可能受影响。

我们看到，尽管行业整体收入和盈利均处于较高水平，产业链上游行业盈利能力初现减弱迹象。2011 年 1-2 月，上游纺织企业利润总额累计同比增长 50.52%，比 2010 年全年增速下降约 2.1%，销售净利润率，较 2010 年全年下降约 0.1 个百分点，为 4.61%，主要是由于毛利率下降约 0.35 个百分点。下游纺织服装制造业利润总额累计同比增长 46.07%，销售利润率和毛利率再创新高，达到 6.21% 和 16.42%。尽管下游纺织服装制造企业盈利依然保持向上趋势，而这主要是由于产业链传导存在一定滞后期，未来行业盈利减弱存在向下游传导的压力。

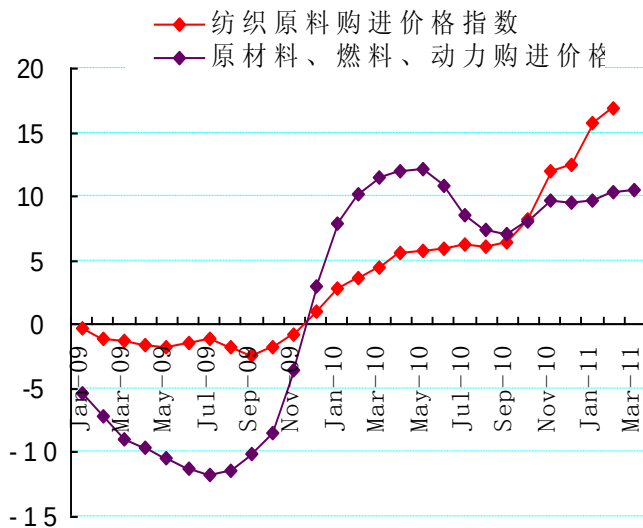
如果原材料价格继续维持历史高位震荡，这将直接考验行业纺织服装企业通过提价进行成本转嫁能力，以及灵活应对成本变动风险的能力。我们重点看好具有品牌优势，对产品具有提价能力的品牌零售服装企业。另外，由于部分具有技术优势和高附加值的大型出口型纺织企业对产品具有一定定价权，所以抗压能力较强，这类优质企业的盈利能力具有可持续性。

图表 23 衣着类 PPI 和 CPI 当月同比增长 (%)



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

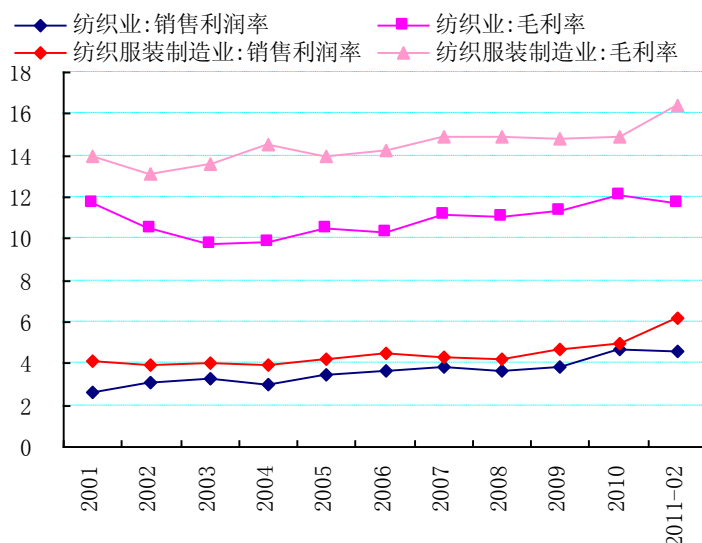
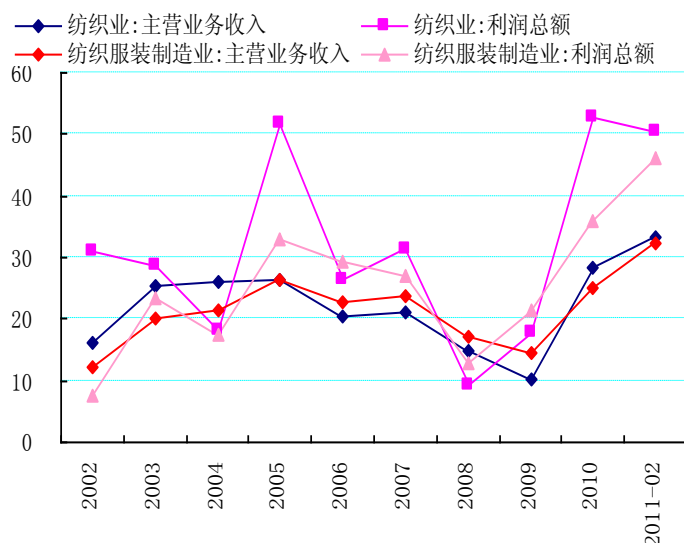
图表 24 纺织原料购进价格指数当月同比增长 (%)



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表 25 纺织服装行业主营业务收入和利润总额同比增速

图表 26 纺织服装行业销售利润率和毛利率



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

四、投资策略和重点公司推荐

随着一季度国内消费需求和出口需求双双大幅回升, 行业需求将保持平稳较快的增长态势。同时, 尽管棉花、化纤等原料价格近期已经历一波高位回落, 但是由于支撑其继续向下回落的力量逐渐趋弱, 而全球经济的向好趋势不改, 国内纺织服装行业需求仍保持较快增长, 棉花需求依然保持旺盛这一支撑棉花价格继续维持高位的关键因素依然存在, 未来原料价格将继续保持高位震荡的概率较大。这将会使行业整体继续面临高成本压力, 行业整体盈利能力承压。但是, 行业成本压力将有利于行业集中度的提升, 并促进行业不断升级, 优质行业龙头将受益。我们建议继续关注抗压能力较强, 具有品牌优势和提价能力的品牌零售企业。

未来随着大盘风格转换, 纺织服装板块中业绩增长明确且具有估值优势的优质企业将迎来一波估值修复的上涨行情。给予行业“增持”评级。5 月份重点推荐业绩增长较为明确的品牌企业, 重点推荐富安娜、罗莱家纺、报喜鸟。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。