

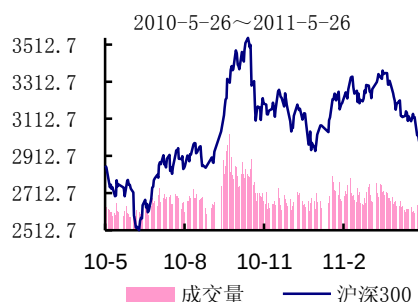
原料价格高位回落，关注中报超预期企业 ——纺织服装行业

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(首次评级)

纺织服装

市场走势图



相关研究

- 1 《纺织服装(3006):内需出口双双超预期,关注优势品牌企业》2011.4
- 2 《纺织服装(3006):成本重压之下,潜伏优质抗压龙头》2011.3
- 3 《纺织服装(3006):纺织服装业:出口超预期增长》2011.2
- 4 《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
- 5 《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

投资要点:

- **内需依然保持强劲** 2011 年 1-4 月, 纺织服装累计零售额 2562 亿元, 同比增长 35.1%, 高出全社会消费品零售 16.52% 的同比增速达 18.58 个百分点。其中, 4 月份, 纺织服装零售总额为 551 亿元, 同比增长 42.4%, 较 3 月份环比上升约 20.5%。4 月份国内纺织服装消费需求强劲, 呈快速增长态势。
- **提价效应减弱, 出口继续高增长压力较大** 2011 年 1-4 月, 我国服装纺织累计出口 685 亿美元, 同比增长 27.4%, 其中, 纺织品出口累计 289.31 亿美元, 同比增长 34%, 服装累计出口额为 395.69 亿美元, 同比增长 22.9%, 行业出口增速仍高于 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, 但产品的提价确实抑制了行业整体出口销量增长, 部分订单已转向成本更具有优势的东南亚地区。随着原材料价格的高位回落, 继续提价存在一定难度, 后期提价效应将会逐渐减弱。行业继续保持高增长的压力较大, 出口增速将可能逐月放缓。
- **纺织原料价格降幅明显, 主要产品产量出现回落** 今年 4 月份以来, 中国 328 级棉花价格指数已跌破“25000 元/吨”关口, 累计跌幅达 18.3%, 接近于去年 10 月份棉价。外棉 CotlookA 指数为 165.15 美分/磅, 跌幅达到 27.5%, 大大高于国内棉花价格。下游需求的疲弱成为棉价大幅回落的主因。同时, 涤纶、粘胶、氨纶等化纤产品价格也相应回落, 其中, 短纤和氨纶降幅较大。国内涤纶短纤、粘胶短纤和氨纶分别较 4 月份下降了 12%、20% 和 15%。这一方面是棉价回落的示范效应, 另一方面是 MEG、聚酯 PTA 等化纤原料成本的下降。随着原料价格的下降, 在去年产量高基数下, 主要产品产量也已出现回落。2011 年 4 月份, 纱线、布、服装产量分别为 230.3 万吨、48.6 亿米和 20.07 亿件, 分别同比增长 7.17%、10.11% 和 9.58%, 均相较于 3 月份环比回落。同时, 化纤产品当月产量 265.47 万吨, 同比增长 7.45%, 环比回落约 10%。
- **给予行业“增持”评级** 国内服装零售终端消费需求继续保持强劲, 是行业保持景气的重要动力。原料价格继续回落至去年上涨前价位较难, 这将使行业成本压力依然存在, 同时企业短期去高价库存压力也将影响行业整体盈利能力。我们看好具有良好终端管理和产品定价能力的品牌企业, 这部分企业通过去年订货会已基本确定上半年的业绩, 中报超预期可期。同时, 部分依靠技术、设计研发优势而具有定价能力和具有完备产业链优势的优质纺织企业将能够抵御原料成本剧烈波动风险, 且消化库存能力较强。近期随大盘深度调整, 纺织服装板块中业绩良好的公司估值优势将逐渐凸显, 建议逢低关注, 给予行业“增持”评级。近期建议关注今年中报超预期的公司, 6 月份继续推荐业绩增长较明确的品牌企业和前期调整较深, 具备估值优势的大型优质纺织企业, 重点推荐富安娜、鲁泰 A。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
富安娜	39.07	推荐	0.95	1.27	1.71	2.33	41	31	23	17
鲁泰 A	12.12	推荐	0.74	0.90	1.02	1.12	16	13	12	11

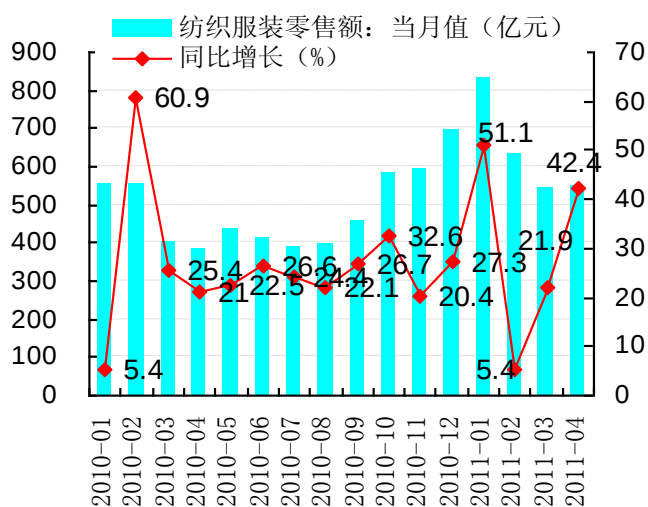
一、内需保持较快增长，出口增长继续超预期

1.1 纺织服装国内消费需求保持强劲

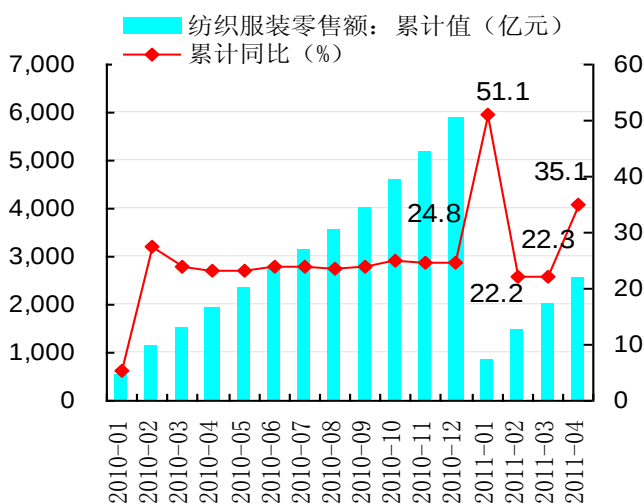
2011 年 1-4 月，纺织服装累计零售额 2562 亿元，同比增长 35.1%，高出全社会消费品零售 16.52% 的同比增速达 18.58 个百分点。其中，4 月份，纺织服装零售总额为 551 亿元，同比增长 42.4%，相较 3 月份环比上升约 20.5 个百分点。

4 月份，商务部监测重点商业企业服装类和鞋帽类商品零售额分别同比增长 28.7% 和 29.1%，均达到近两年以来的次高点。可见，4 月份国内纺织服装消费需求强劲，呈快速增长态势。

图表 1 纺织服装 4 月当月零售额及同比增速



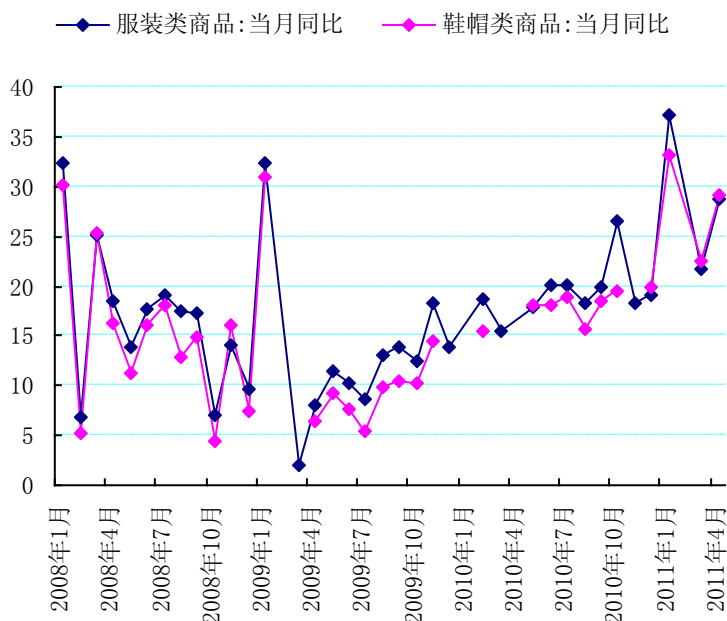
图表 2 纺织服装 1-4 月累计零售额及同比增速



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 商务部监测重点商业企业行业零售情况



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

1.2 提价效应减弱，纺织服装出口继续保持高增长压力较大

4 月份，我国纺织服装当月出口额为 198.75 亿美元，同比增长 36.6%，其中，纺织品出口为 87.67 亿美元，同比增速达 37.2%，服装出口额为 111.07 亿美元，同比增长 36.2%。4 月份行业出口略低于 3 月份，但仍保持较快增长。

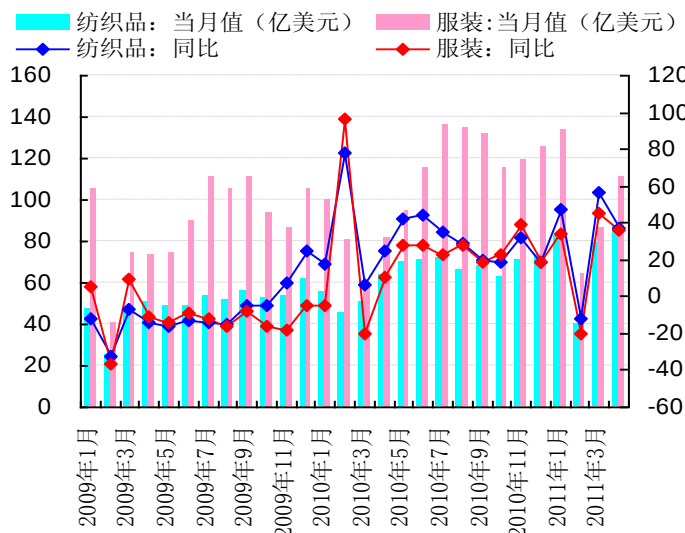
从 2011 年 1-4 月累计出口额综合来看，我国服装纺织累计出口 685 亿美元，同比增长 27.4%，其中，纺织品出口累计 289.31 亿美元，同比增长 34%，服装累计出口额为 395.69 亿美元，同比增长 22.9%，行业出口增速仍高于 2010 年全年出口 23.7% 的水平，再实现超预期增长。欧美地区服装零售情况良好，2011 年 4 月，美国服装当月零售额为 187.34 亿美元，相比去年同比增长 5.3%，相较于 3 月份的 4.5% 环比略有回升，同时，欧元区消费者信心指数均有所回升。

出口产品提价仍然出口超预期增长的主因。2011 年 1-4 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 49.3%、29.4% 和 43%，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 3.8%、1.9%，亚麻及苧麻机织物仅同比增长 3.6%，均远远低于去年同比增速。我们认为，出口产品的提价确实抑制了行业整体出口销量增长，尤其对中低端纺织产品出口影响较大，部分订单已转向成本更具有优势的东南亚地区。未来行业出口数量的增长确实将面临天花板的问题，随着产品附加值的提升和行业成本的提高，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，近期随着原材料价格的高位回落，继续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。

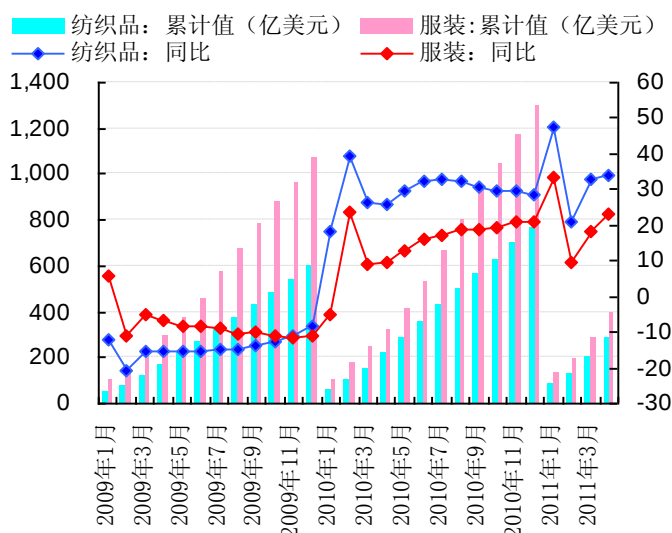
近期关于出口退税率下调的市场传言也加剧了出口型企业的压力，我们认为：首先，纺织品出口退税率的下调符合国家产业升级要求，未来出口退税率的下调将是趋势。其次，目前出口所执行的 16% 的出口退税率处于历史高点，主要是自 08 年经济危机后所上调。随着去年行业出口实现大幅恢复性增长，成功突破“2000 亿美元”关口，当前出口形势屡超预期将可能促出口退税政策的下调。但是，今年以来，行业整体承受了来自于原料成本剧烈波动、劳动力成本大幅上升以及人民币升值等多重压力，前期出口实现高增长主要因出口产品提价贡献。我们认为，作为调节纺织产业出口的重要政策工具，国家出口退税政策的具体调整时间窗口和调整幅度将会充分考虑行业运行情况，如市场所传言的一次性大幅下调 5 个百分点至 2007 年 11% 的概率并不大。同时，人民币升值压力是阻碍出口保持高增长又一负面因素，今年年初以来，人民币累计升值约 1.25%。

因此，随着提价效应的减弱，同时考虑到今年原材料、人力成本的上升、出口退税政策调整以及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 4 月当月出口额及同比增长



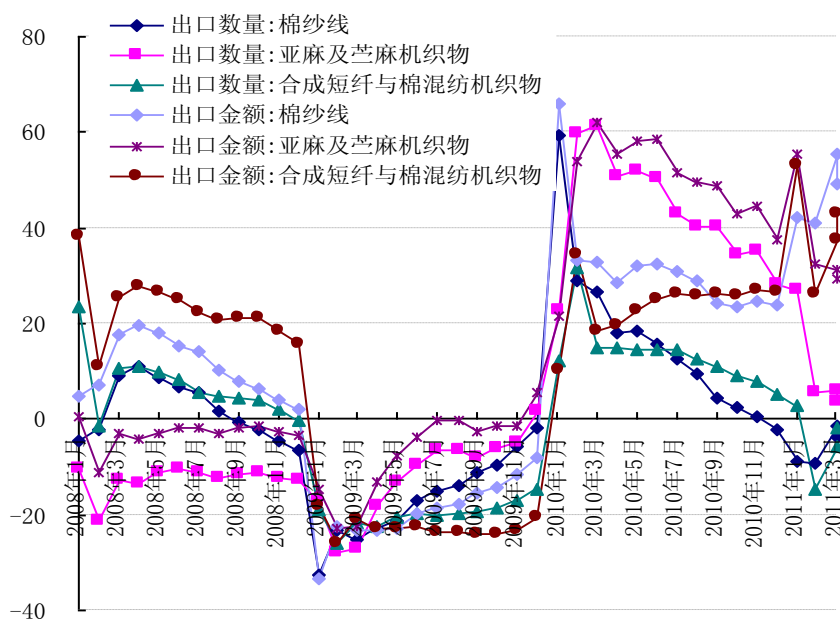
图表 5 中国纺织服装 1-4 月累计出口额及同比增长



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

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



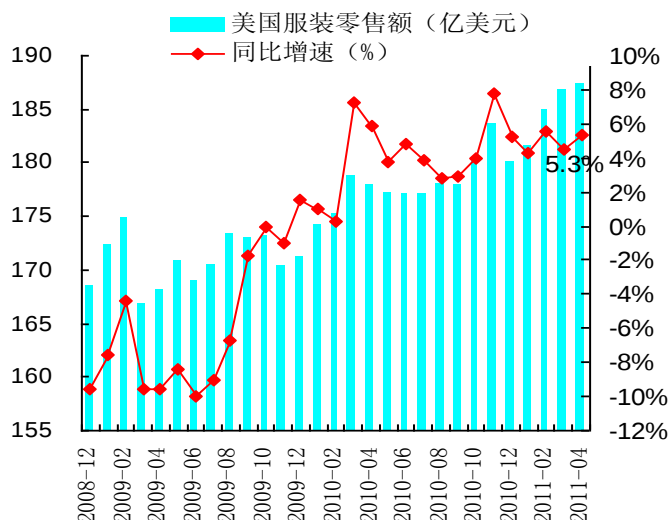
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

表格 1 近年中国对纺织服装类商品出口退税率调整情况

调整时间	调整后	调整前
1995 年 7 月	10%	13%
1996 年 2 月	6%	10%
2004 年 1 月	13%	15% (纺织品)、17% (服装)
2006 年 9 月	11%	13% (纺织品)
2007 年 7 月	11%	13% (服装)
2008 年 8 月	13%	11%
2008 年 11 月	14%	13%
2009 年 2 月	15%	14%
2009 年 4 月	16%	15%

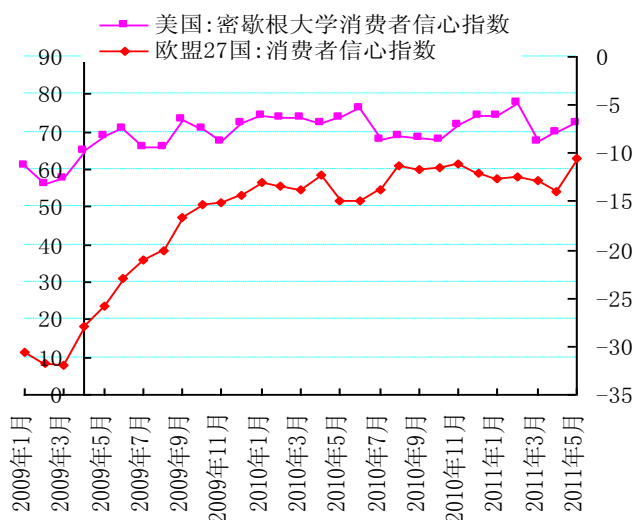
数据来源: 华泰证券研究所整理

图表 7 美国服装零售额及同比增速



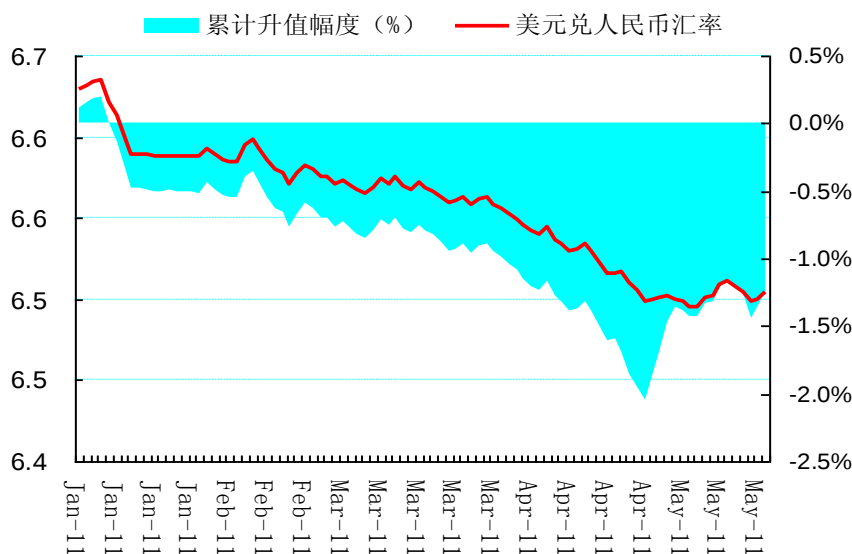
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

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 1.25% (截止 2011 年 5 月 24 日)



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

二、纺织原材料价格降幅明显，主要产品产量出现回落

2.1 棉花价格已跌至 25000 元/吨以下

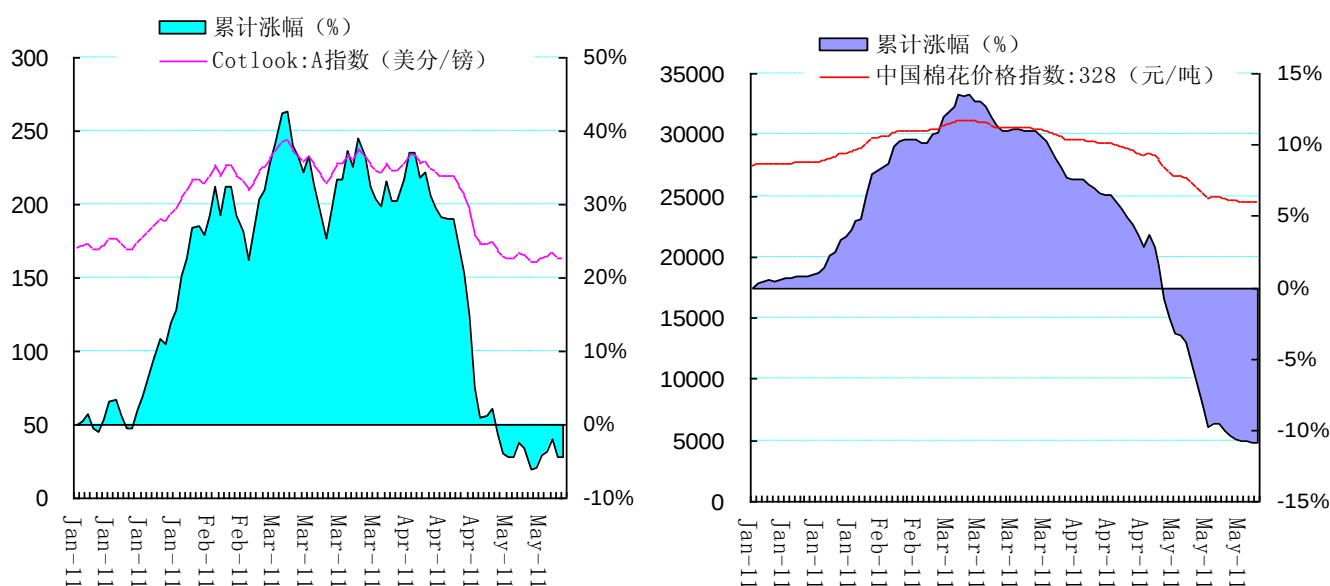
进入今年4月份后，国内和国外棉花价格纷纷从高位震荡向下，均已跌至今年年初棉价以下。截止5月24日，中国328级棉花价格指数已降至24510元/吨，累计跌幅达18.3%，跌破“25000元/吨”关口，已接近于去年10月份棉价。截止5月24日，外棉现货价格Cotlook: A指数降为165.15美分/磅，跌幅达到27.5%，跌幅大大高于国内棉花价格。

下游需求疲弱是棉价高位回落的主因。我们看到，纱线、坯布价格自4月份以来也分别下降了5%、8%，下游纱线、坯布价格持续下降使得纺织品产销价格倒挂现象出现，纺织企业普遍采购意愿不强烈。另外，由于通胀压力尚未缓解，今年国家货币政策偏向紧缩，如去年大量资金对棉花的炒作现象较少。同时，从棉花供给情况看，随着巴西、阿根廷等南半球新

棉的上市，棉花市场供给量有一定增加。

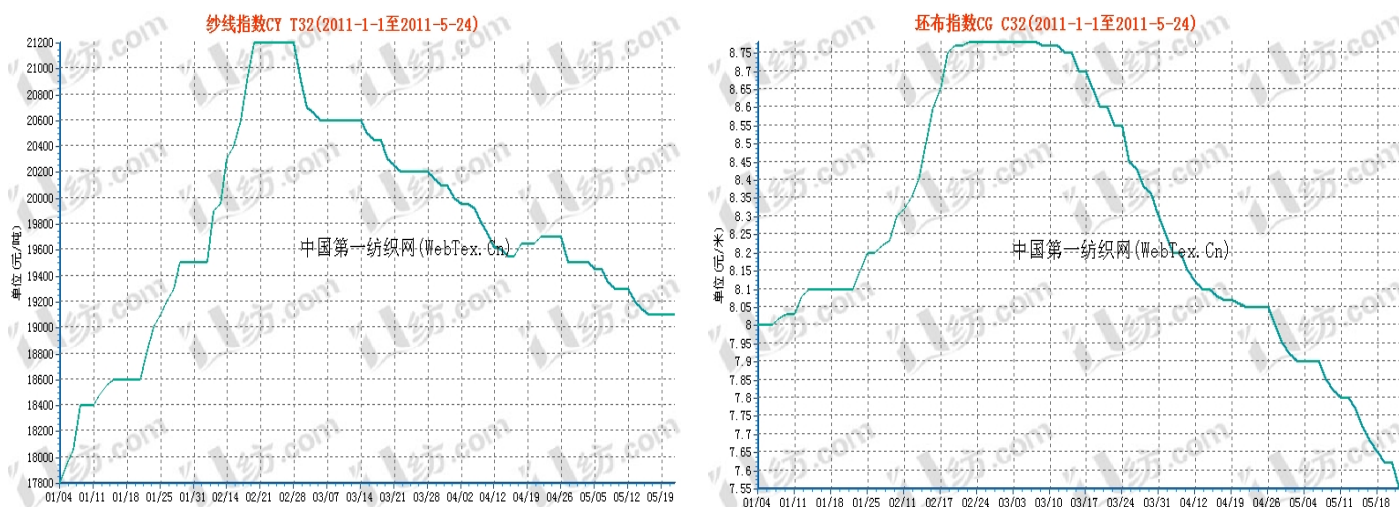
但是，我们认为，棉花价格跌破20000元/吨的可能性较小，将继续维持高位震荡。首先，棉花种植成本、运输等流通成本已大幅提高；其次，尽管，国内外棉花近期均有一定下跌，但国内外棉花价格倒挂现象依然存在，进口棉花需求意愿不高；再次，国家今年公布了19800元/吨的国储棉收购价将对棉花价格构成一定支撑。最后，全球经济的向好趋势不改，国内纺织服装行业需求仍保持较快增长，棉花终端消费需求依然保持旺盛这一支撑棉花价格继续维持高位的关键因素依然存在，棉价进一步大幅回落的可持续性存在一定困难。我们认为，在今年新棉上市之前，棉价将会继续保持高位震荡，需求因素仍将主导未来棉价的方向。

图表 10 中棉和美棉现货价格自 2011 年 4 月份以来分别下跌 18.3%和 27.5%（截止 2011 年 5 月 24 日）



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表 11 自 2011 年 4 月份以来，纱线、坯布价分别下降了 5%、8%



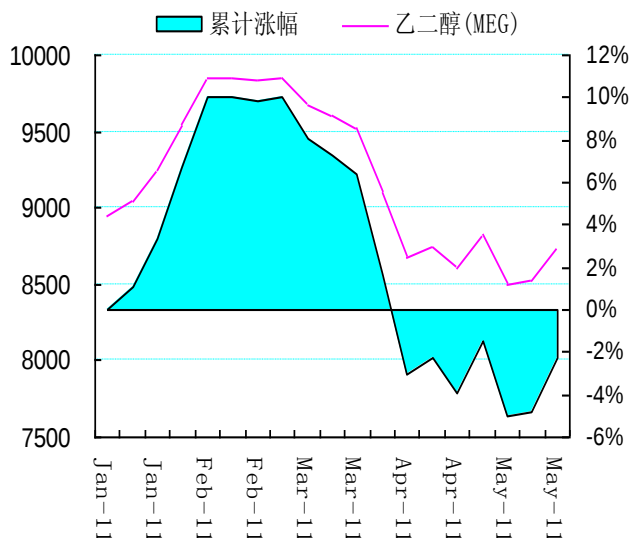
资料来源：第一纺织网

2.2 化纤产品价格纷纷下降

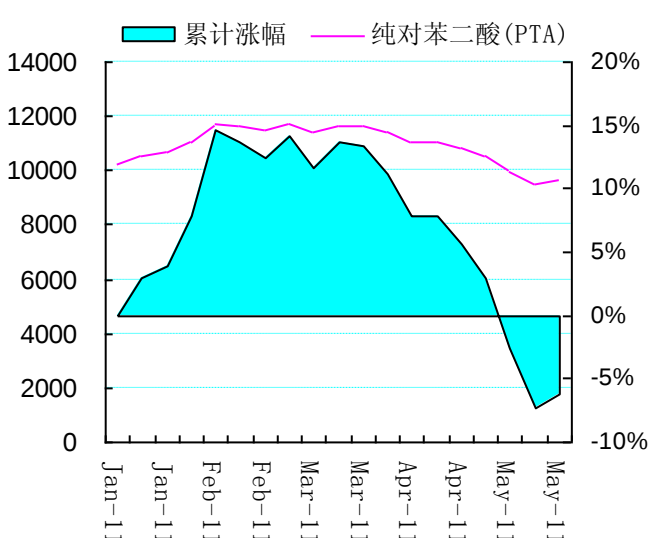
自今年4月份以来,随着棉花价格的大幅回落,对棉花具有一定替代效应的涤纶、粘胶、氨纶等化纤产品价格也相应回落,其中,短纤维和氨纶纤维降幅较大。5月20日,国内涤纶短纤价格为12650元/吨,较4月份下降了12%;涤纶长丝(POY)为13800万元/吨,下降了6%;粘胶短纤和粘胶长丝价格自4月以来分别下降了20%,下降了1%;氨纶价格下降了15%。

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,其中化纤产品成本降低。其中,作为涤纶短纤主要生产原料的PTA,其用量占到涤纶短纤生产成本的80%以上,截止5月20日,国内PTA价格自4月以来下降了16%,国内MEG价格自4月以来下降了4%。

图表12 国内MEG价格4月以来下降了4%



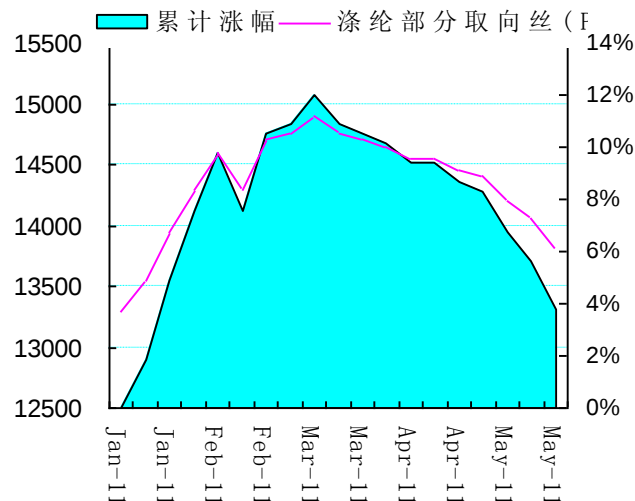
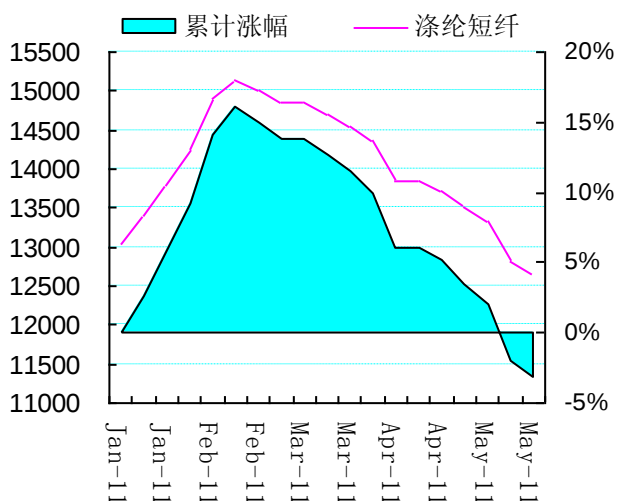
图表13 国内PTA价格自4月以来下降了16%



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

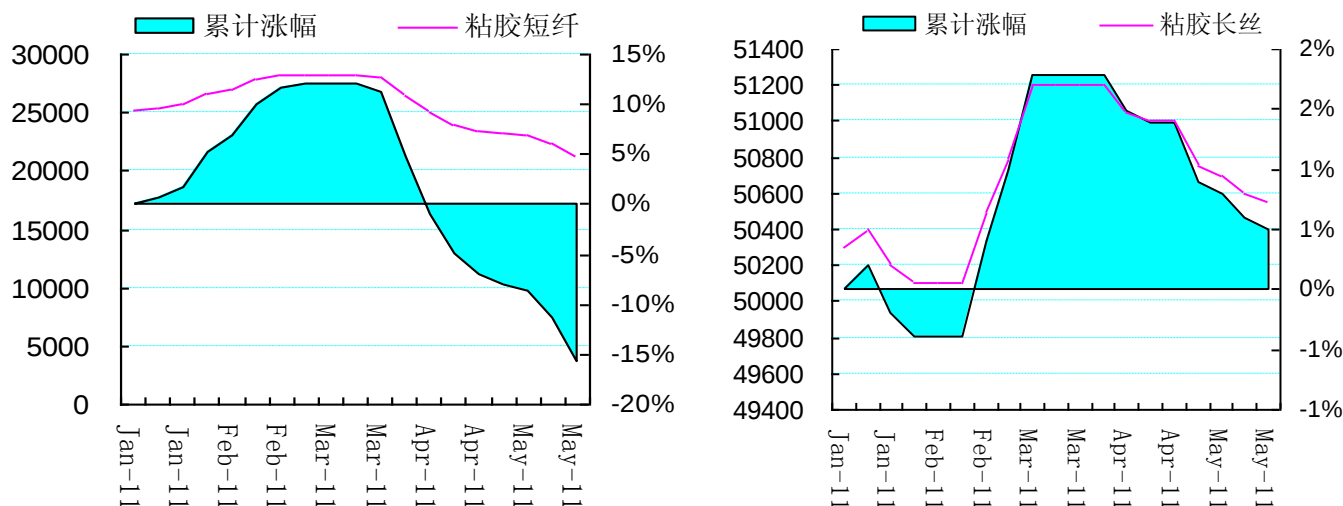
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表14 国内涤纶短纤价格自4月以来下降了12%, 涤纶长丝(POY)下降了6%



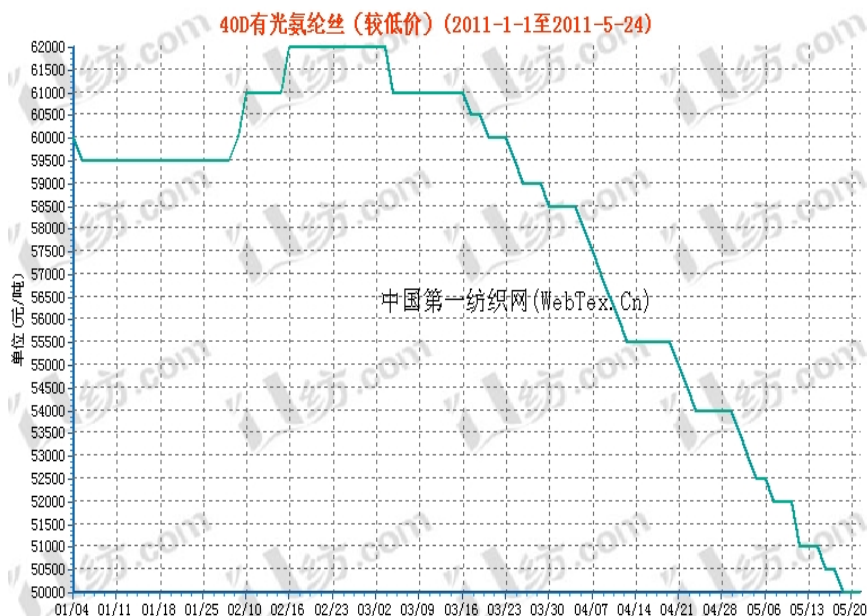
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表15 国内粘胶短纤价格自4月以来下降了20%，粘胶长丝下降了1%



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 16 国内氨纶价格自 4 月以来下降了 15%



资料来源: 第一纺织网

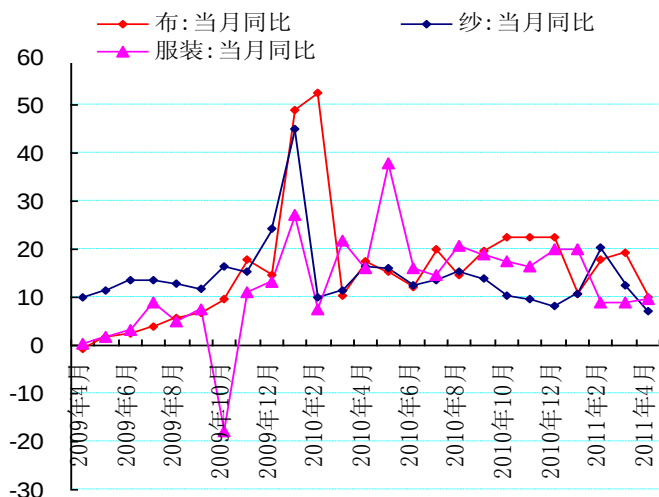
2.3 受产品价格下降影响，主要产品产量出现回落

2011 年 4 月份，纱线、布当月产量分别为 230.3 万吨和 48.6 亿米，分别同比增长 7.17%、10.11%，处于产业链的下游服装当月产量为 20.07 亿件，与去年同期相比增长 9.58%，均相较于 3 月份环比回落。

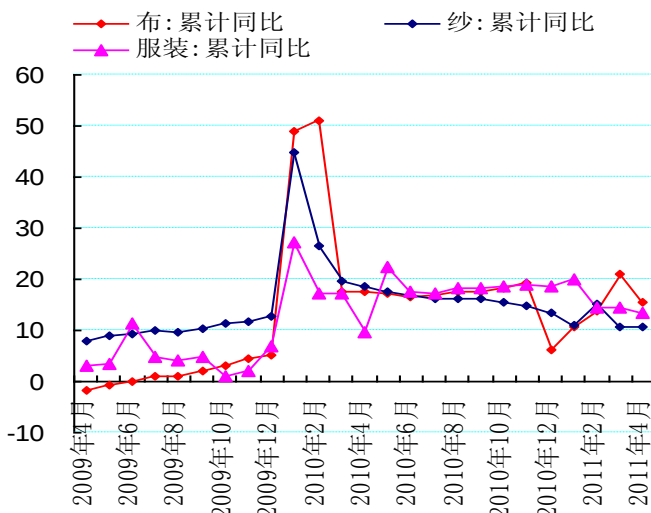
2011 年 4 月份，化纤产品当月产量 265.47 万吨，同比增长 7.45%，相较于 3 月环比回落约 10 个百分点。其中，在化纤产品中占比达 80%的涤纶纤维产量增速也大幅回落，2010 年 4 月份产量为 215.17 万吨，同比增长仅 7.98%。氨纶产量经过前期回落后，4 月份产量为 2.32 万吨，同比增长 4.86%，较 3 月份略有回升，但增速仍远远低于去年同期。

我们认为，在去年化纤产量高基数下，随着棉花、化纤原料和产品价格的下降，化纤产品产量也将会继续回落。

图表 17 11 年 4 月布、纱线、服装产量当月同比增速

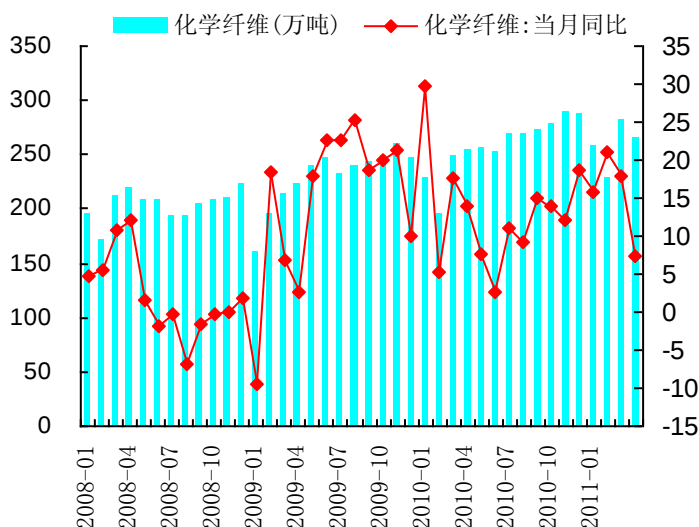


图表 18 11 年 1-4 月布、纱线、服装产量累计同比增速



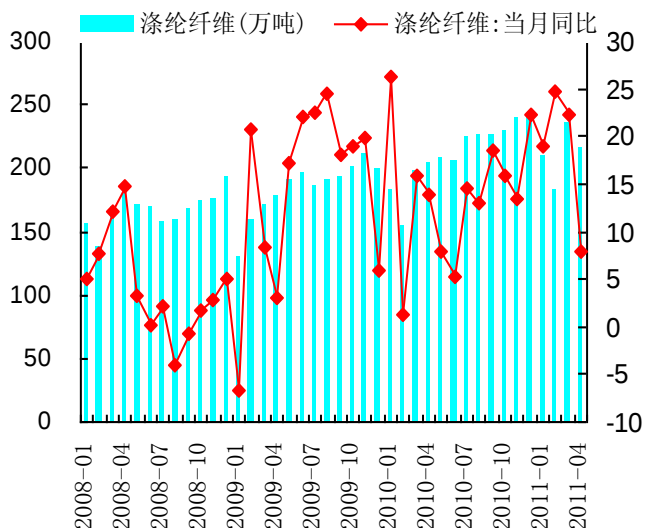
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 19 2011 年 4 月化纤产量当月值及同比增速 (%)



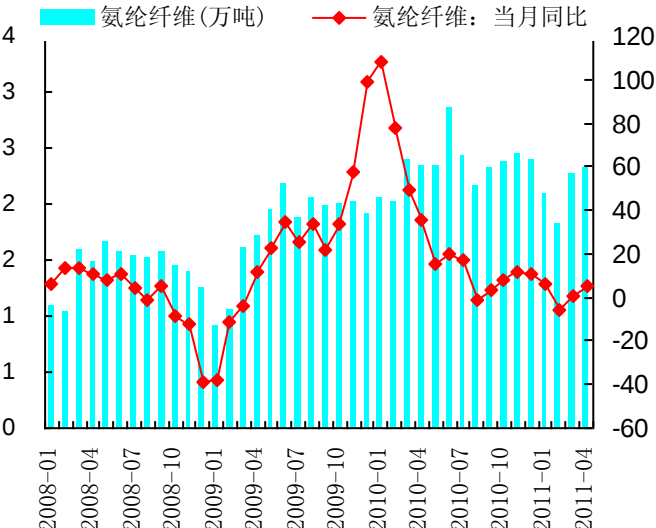
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 20 2011 年 4 月涤纶当月产量及同比增速



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 21 2011 年 4 月氨纶当月产量及同比增速



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

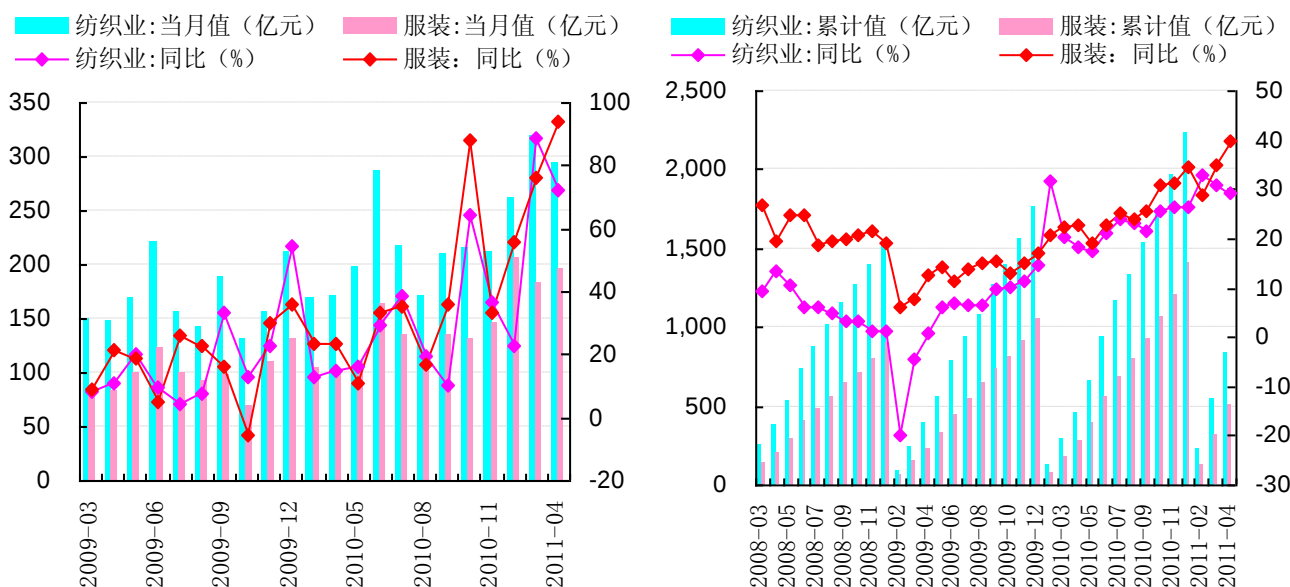
三、行业投资保持快速增长，行业盈利能力已现回调

3.1 行业固定资产投资保持快速增长

2011 年 1-4 月，行业固定资产累计投资 1349.6 亿元，其中，纺织业累计投资 842.8 亿元，服装制造业累计值为 506.8 亿元，分别同比增长达到 29.2%和 39.9%。4 月份，纺织业固定资产投资 294.15 亿元，服装业投资额为 195.44 亿元，分别同比增长 72.34%、93.85%。

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重要支撑。同时，由于行业固定资产投资主要集中于上半年，且投资具有一定惯性和延续性，投资增速对行业整体反应也有一定的滞后性。

图表 22 2011 年 1-4 月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 原料价格回落，行业短期盈利能力将受高价库存影响

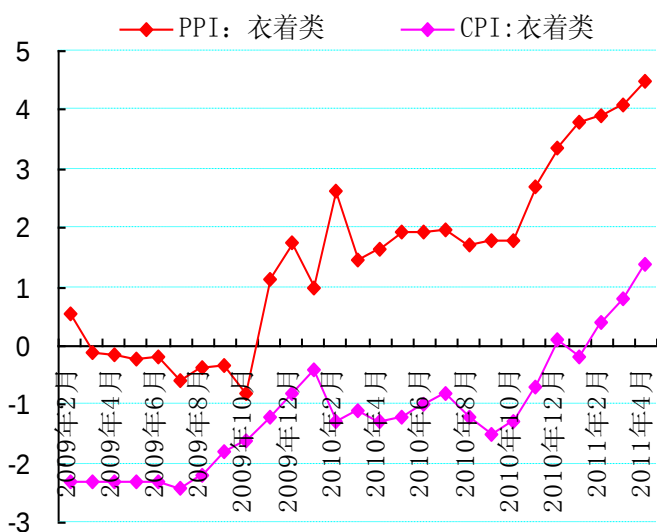
4 月份，居民消费价格总指数 CPI 同比上涨 5.3%，衣着类消费价格指数较去年同比上升 1.4%，较 3 月环比上升 0.6 个百分点，这是自今年 2 月份同比转正后继续攀升。同时，衣着类出厂价格指数 PPI 当月同比上涨 4.5%，较 3 月份环比上升 0.4%。我们看到，随着近期原材料价格的高位回落，4 月份纺织原材料购进价格指数已从 3 月份 17.6%的历史高点向下，略回落至 17.2%。这主要由于原料成本从上游纺织端传导至下游零售终端一般会有 3-6 个月的传导期，近期原料价格的下降将会逐步从上游向下传导至下游消费终端。

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存在，纺织服装企业将面临更加严峻的成本压力。随着原料价格的回落，长期看来将会降低企业成本，但是行业短期内将会进入一个艰难的去高价库存期，而下游产品继续提价动能减弱，整体呈现“高价库存，低价产品”的状况将影响行业整体盈利能力。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

能力已现减弱迹象。2011 年一季度，纺织企业和纺织服装制造业利润总额累计同比增长 49.01%和 43.33%，较 3 月份分别环比下降 1.51%和 2.74%，销售净利润率分别环比下降 0.03%和 0.42%。

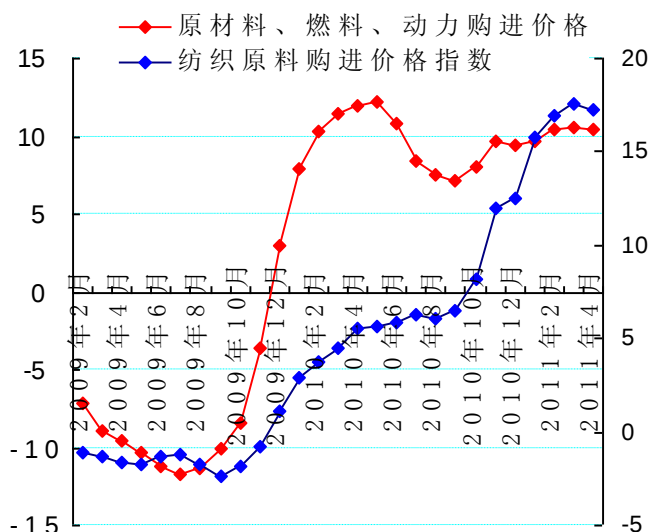
原料价格的剧烈波动将直接考验行业纺织服装企业灵活应对成本变动风险的能力和品定价能力。我们重点看好具有品牌优势，对产品具有提价能力的品牌零售服装企业。另外，由于部分具有技术优势和高附加值的大型出口型纺织企业对产品具有一定定价权，同时拥有完整产业链优势的大型企业的抗压能力较强，这类优质企业的盈利能力具有可持续性。

图表 23 衣着类 PPI 和 CPI 当月同比增长 (%)



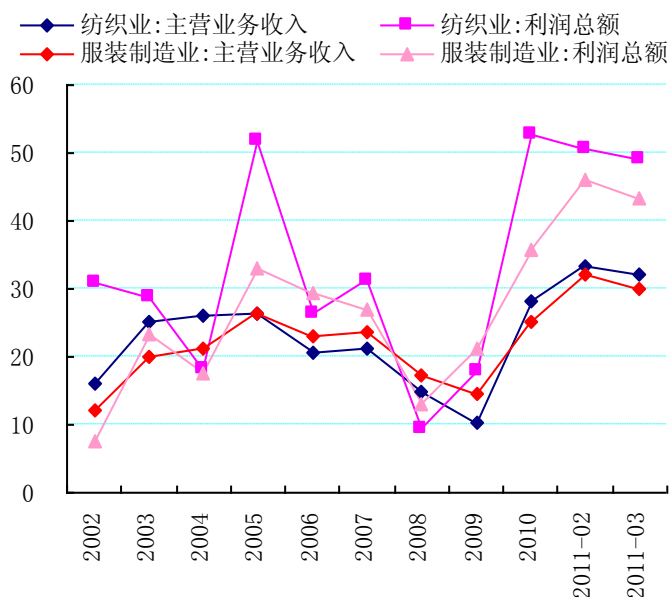
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 24 纺织原料购进价格指数当月同比增长 (%)



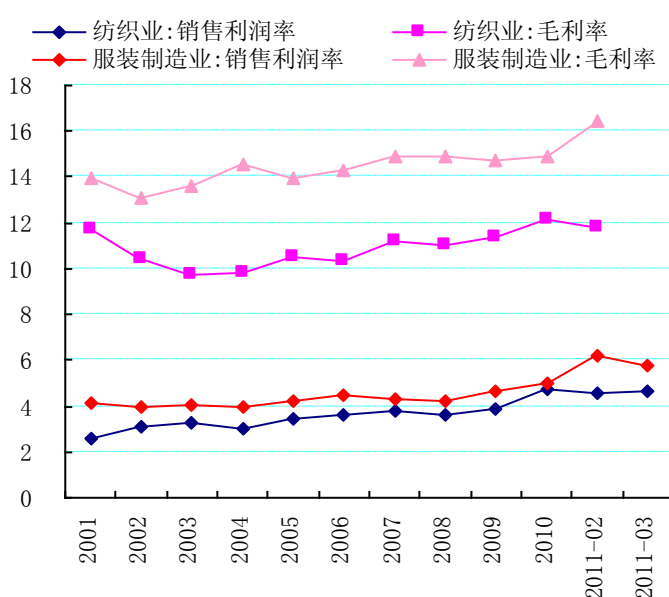
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 25 纺织服装行业主营业务收入和利润总额同比增速



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 26 纺织服装行业销售利润率和毛利率



四、投资策略和重点公司推荐

国内纺织服装需求强劲，将继续保持较快的增长态势，是行业保持景气的重要动力。尽管棉花、化纤等原料价跌幅较大，但是由于支撑其继续向下回落的动能逐渐趋弱，未来原料价格继续下降至去年 9 月份上涨之前的价位较难。随着原料价格的回落，长期来看将会降低企业成本，但是由于去年高价原料库存，短期内行业将会进入一个艰难的去高价库存期，行业盈利能力将会受影响。我们看好具有良好终端管理和产品定价能力的品牌企业，这部分企业通过去年订货会已基本确定上半年的业绩，中报超预期可期。同时，部分具有完备产业链优势和具有技术、设计研发优势的纺织企业将能够抵御原料成本剧烈波动风险，订单充足，消化库存能力较强。

近期随大盘深度调整，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估值优势将逐渐凸显，建议逢低关注，给予行业“增持”评级。近期建议关注今年中报超预期的公司，6 月份继续推荐业绩增长较明确的品牌企业和前期调整较深，具备估值优势的大型优质纺织企业，重点推荐富安娜、鲁泰 A。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—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；

—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

—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；

—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。