

## 纺织服装

署名人: 孔军

S0960200010037

021-62178407

kongjun@cjis.cn

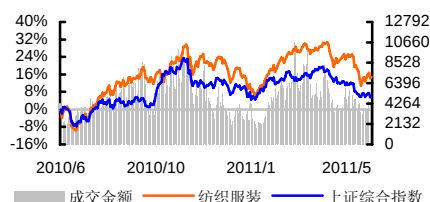
评级调整: 维持

## 行业基本资料

|            |        |
|------------|--------|
| 上市公司家数     | 64     |
| 总市值(亿元)    | 3189   |
| 占 A 股比例(%) | 0.85%  |
| 平均市盈率(倍)   | 151.97 |

## 行业表现

| (%)    | 1M    | 3M    | 6M    |
|--------|-------|-------|-------|
| 纺织服装   | -7.66 | -8.40 | -3.87 |
| 上证综合指数 | -6.42 | -8.52 | -4.78 |



## 相关报告

《纺织服装-“产品提价”将使上半年出口增幅超上年同期》2011-5-10

《纺织服装-产品提价使得一季度出口金额大增》2011-4-11

《纺织服装-产业链前端看龙头、终端看床上用品》2011-3-31

《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 2011 年前 5 月出口分析

中性

### 前 5 月出口的增长符合我们预期

2011 年前 5 月纺织服装出口金额继续大幅增长,符合我们前期的预期。出口金额大幅增长的主要原因是出口产品同比价格提高的幅度较大,而提价产品在第二季度的“集中交货”将使上半年出口额增幅继续超过上年同期。下半年随着原材料价格回落,产品价格将会有所下降,下半年出口额增速将放缓。我们认为目前“订单向大企业集中”使得大型龙头企业话语权增加。我们仍建议重点关注纺织各子行业龙头企业。

### 投资要点:

- **前 5 月纺织服装出口金额大增,在情理之中。**根据海关总署统计数据显示,2011 年 1-5 月我国纺织品服装累计出口 888.35 亿美元,同比增长 26.55%,其中,纺织品出口 375.49 亿美元,同比增长 31.52%,服装及其附件出口 512.86 亿美元,同比增长 23.14%。这一结果符合我们的预期。出口额出现大幅度增长的主要原因是:在原材料价格、劳动力成本不断上升的环境下,国内出口企业纷纷提高出口产品价格,出口产品同比价格提高的幅度较大,导致出口金额的大幅度提高。
- **上半年出口增幅将超过上年同期,但下半年增幅将放缓。**2011 年 2 季度将是纺织服装“提价产品”最高价格的交货集中时期(这是由于二季度交货的产品大部分都是在原材料成本高企的时期签订的合同),因此我们认为上半年国内纺织服装出口金额将继续保持大幅增长,增幅将继续超过上年同期水平,但是下半年,出口产品将会在原材料价格回落的情况下,有所下降,行业出口金额增幅将放缓。
- **完整的产业链优势继续保证 2011 年纺织服装订单量。**虽然外商对国内出口产品 20%—30%的提价普遍难以接受,部分欧美客户已经开始缩减在华的采购量,部分低端商品将会更多从东南亚采购,但是中国具有完整的产业链优势。因此我们认为订单转移有限,在国内纺织产业链优势和欧美刚性需求的作用下,国外对中国的产品具有较大的依赖性,2011 年国内纺织服装出口将继续保持增长。
- **成本上涨将使行业两极分化,“订单向大企业集中”使得龙头企业更看中订单质量。**目前人工费上涨 20—30%将影响纺织服装行业 70%的企业。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。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。订单向大企业集中,大企业市场话语权增加。就目前情况看,大型纺织出口型企业普遍反映 2011 年年初订单情况良好,已做好扩产准备。另外在中小企业不敢接单的情况下,大型企业有较大的订单选择权,订单质量为这些企业所重视。
- **关注纱线、坯布、面料龙头企业。**展望 2011 年我们认为纺织服装行业内销市场仍然在国内消费升级的环境下,继续保持稳定增长。出口方面,虽然行业总体出口增速下半年会有所放缓,但是这并不是订单问题,而是大部分小企业迫于原材料成本压力减少接单量,这样就造成订单向大型出口型企业集中,各子行业龙头企业将有较多选择订单的机会。2011 年各子行业龙头企业将会有较多利润增长的机会。因此我们认为 2011 年仍应重点关注纺织行业各子行业的龙头企业。值得关注的上市公司有:鲁泰 A、华茂股份、新野纺织、华孚色纺。
- **风险提示:**未来人民币升值幅度过大将吞噬企业的订单利润,以及未来全球经济走向将直接影响企业的订单量。

| 股票代码   | 股票名称 | 10EPS | 11EPS | 12EPS | 13EPS | 10PE  | 11PE  | 12PE  | 13PE  | 投资评级 |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 000726 | 鲁泰 A | 0.74  | 1.05  | 1.37  | 1.83  | 14.46 | 10.21 | 7.83  | 5.87  | 强烈推荐 |
| 002070 | 众和股份 | 0.22  | 0.30  | 0.41  | 0.52  | 30.01 | 22.26 | 16.58 | 12.88 | 推荐   |
| 600987 | 航民股份 | 0.56  | 0.66  | 0.81  | 1.02  | 13.60 | 11.42 | 9.30  | 7.39  | 推荐   |
| 002042 | 华孚色纺 | 1.34  | 1.63  | 2.11  | 2.74  | 17.07 | 14.02 | 10.79 | 8.33  | 推荐   |

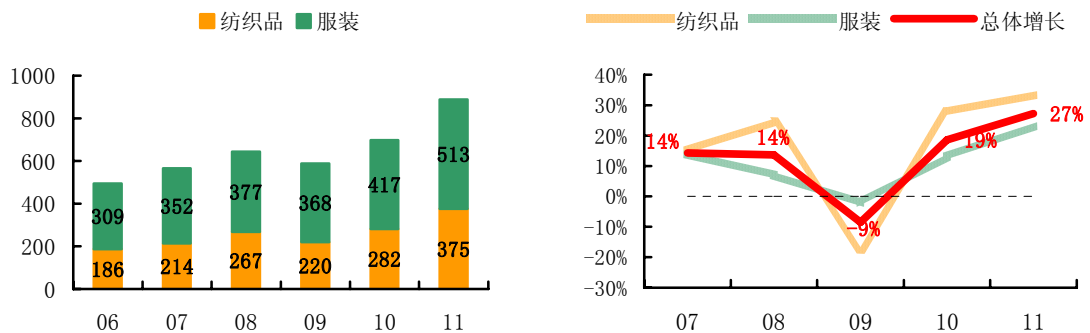
## 一、前 5 月纺织服装出口金额大增，符合我们之前预期

第一纺织网根据海关总署公布的数据测算后显示，2011 年 1-5 月我国纺织品服装累计出口 888.35 亿美元，同比增长 26.55%，增速较 1-4 月份的 27.39%回落了 0.84 个百分点。其中，纺织品出口 375.49 亿美元，同比增长 31.52%，服装及其附件出口 512.86 亿美元，同比增长 23.14%。如图表 1。

图表 1 近年来纺织服装前 5 月累计出口情况（亿美元）

国内纺织品、服装出口金额（亿美元）

国内纺织品、服装出口金额增长情况



资料来源：海关数据（经中国第一纺织网整理），中投证券研究所

2011 年前 5 月纺织服装出口额增幅较上年同比出现大幅度增长，增长了 8.63 个百分点（2010 年前 5 月增幅为 18.62%），符合我们上期对出口额增长原因的判断。出口额出现大幅度增长的主要原因是：在原材料价格、劳动力成本不断上升的环境下，国内出口企业纷纷提高出口产品价格，由于出口产品价格每月环比均在不断提高，因此出口产品同比价格提高的幅度较大，导致出口金额的大幅度提高。

值得注意的是：2011 年 2 季度将是纺织服装“提价产品”最高价格的交货集中时期，这是由于二季度交货的产品大部分都是在原材料成本高企的时期签订的合同。我们仍然认为上半年国内纺织服装出口金额将继续保持大幅增长，增幅将继续超过上年同期水平。

## 二、完整的产业链优势继续保证 2011 年纺织服装订单量，但下半年出口增速将放缓

### 2.1 完整的产业链优势继续保证 2011 年纺织服装订单量

纺织品方面，由于中国纺织业具有完整、先进的产业链，中高档服装纺织品面料生产能力较强，多年来欧美等国的品牌服装企业从中国大量进口面料，进而再加工成服装。据美国商务部纺织品处统计，09 年前 11 月中国出口美国的

布类产品为 1716.30 百万平方公尺，市场占有率为 25.44%。同样除了服装面料以外的其它纺织品如：纱、纤维等在欧美地区同样也是市场占有率遥遥领先。

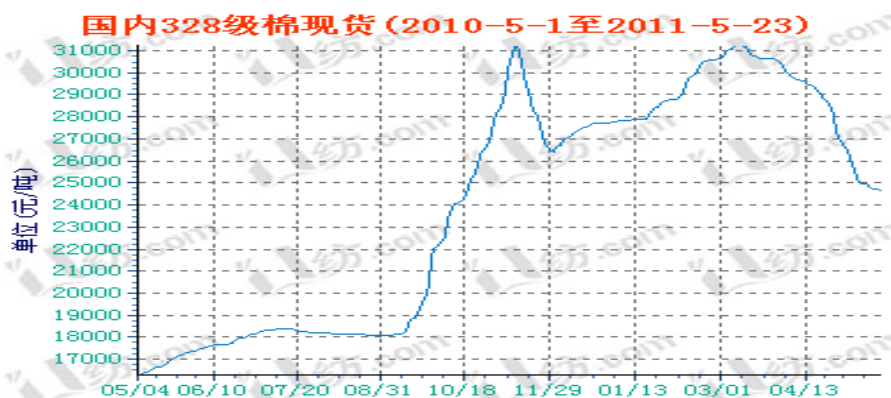
服装方面，由于国内出口的服装在欧美等国仍属于中、低档次，价格是中国服装出口的最大优势（虽然提价，但国外经销商仍有较大的利润）。价廉物美的中国服装仍然是欧美居民的最爱，虽然国际大牌服装销售大幅度萎缩，但是超市等渠道的中、低档服装仍然表现出较强的生命力。据美国商务部纺织品统计，09 年前 11 月中国出口美国的服装产品为 7961.90 百万平方公尺，较 08 年增长 9.52%，美国市场占有率为 40.60%，市场占有率较上年增加了 6.12 个百分点。

虽然外商对国内出口产品 20%—30% 的提价普遍难以接受，部分欧美客户已经开始缩减在华的采购量，部分低端商品将会更多从东南亚采购，但是原材料上涨是全球性的，而且原材料成本占纺织产品的比重较大（普遍在 50% 以上，有的产品在 80% 以上）。因此我们认为订单转移有限，在国内纺织产业链优势和欧美刚性需求的作用下，国外对中国的产品具有较大的依赖性，2011 年国内纺织服装出口将继续保持增长。

## 2.2 二季度棉价回落将使产品价格缺乏上涨动力，影响下半年出口增长

棉花价格自 3 月中旬开始持续走低，4 月中旬后跌幅加大。目前，棉花价格约为 24800 元/吨，较 3 月 10 日的 31200 元/吨下跌 6400 元/吨，跌幅超过 20.5%。在前期棉花价格的直线上涨情况下，目前棉花价格回调在情理之中。如图表 2。

图表 2 近一年主要棉花价格走势



资料来源：中国第一纺织网，中投证券研究所

虽然棉花价格走势疲软，这里有需求原因也有今年播种面积增加的原因，但是未来棉花价格的走势将维持在我们年初预计的 2.5 万元/吨左右。国家发改委 3 月 30 日正式发布 2011 年棉花临时收储预案。新政将按照每吨 19800 元的皮棉价格来折算，这个收储价格很可能也是今后较长时期我国棉花价格的底线，如果加上收储等其他费用和合理利润，未来也应该在 2.5 万元/吨左右。

棉花价格较年初有所下降，导致生产企业丧失进一步提价的依据，加上行业竞争激烈，生产企业在保证一定利润的情况下进一步压低产品价格。因此二

季度生产企业产品价格将下降。二季度出口产品价格下降将影响三季度整个行业出口金额。

## 三、成本上涨将使行业两极分化，“订单向大企业集中”使得龙头企业更看中订单质量

### 3.1 目前人工费上涨 20 - 30%将影响纺织服装行业 70%的企业

2010 年国内纺织服装行业人工成本平均增长了 20-30%。目前国内纺织服装企业劳动力成本平均占生产成本的 15%—30%，其中纺织企业略低（占比约为 10%—15%），服装企业人工费占比要高（占比约为 25%—30%）。因此若行业平均人工费上涨 20%，则纺织服装企业的生产成本将上升 3%—6%。如图表 3。

图表 3 企业人工费涨幅对应成本涨幅

| 人工成本平均占比区间 | 人工上涨幅度 | 对应成本上涨   |          |          |
|------------|--------|----------|----------|----------|
|            |        | 人工占比 15% | 人工占比 20% | 人工占比 30% |
| 15%-30%    | 10%    | 1.50%    | 2.00%    | 3.00%    |
|            | 15%    | 2.25%    | 3.00%    | 4.50%    |
|            | 20%    | 3.00%    | 4.00%    | 6.00%    |

资料来源：中投证券研究所

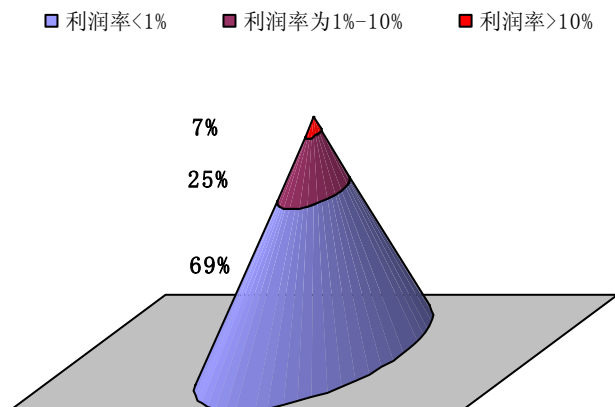
纺织服装行业系劳动密集型行业（特别是服装行业），企业生产成本中 15%—30%是人工成本。在目前劳动力成本普遍上涨的形势下，纺织服装生产企业生产成本均有所上升，平均上涨幅度在 3%—6%之间，这对于行业中的大多数企业造成了较大的压力（近 70%的企业利润率在 4%以下）。这些企业大多为中小企业，产品大多为中低档次、创新能力差，平均 3%—6%的成本上涨将导致亏损。

而对于少数利润率在 10%以上的大型企业，特别是细分子行业龙头企业，由于中小企业不堪负重地退出，业务量还会在原有基础上有所增加，因此，劳动力成本上升，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，行业规范将有利于这些龙头企业的发展。

### 3.2 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

工信部的统计数据显示，2011 年一季度，1/3 的优势纺织企业创造了全行业 90%以上的利润。其中，平均利润率不小于 10%的企业占到企业总数的 7%，创造了全行业 35.3%的利润；平均利润率为 5%的企业占到企业总数的 24.5%，创造了全行业 53.8%的利润；平均利润率不到 1%的企业占到全部企业数量的 68.5%，其利润仅占全行业的 10.9%。如图表 4。

图表 4 行业中企业盈利能力分布



资料来源：工信部，中投证券研究所

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定的影响，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，未来只有两类企业能够在激烈的全球市场竞争中生存下去，一是平均利润率超过 5%的优势企业，二是具有较强议价能力的纺织服装企业。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。

规模较大的出口企业由于许多中、小企业的退出，订单向大企业集中，大企业市场话语权增加。就目前情况看，大型纺织出口型企业普遍反映 2011 年年初订单情况良好，已做好扩产准备。另外在中小企业不敢接单的情况下，大型企业有较大的订单选择权，订单质量为这些企业所重视。

## 四、关注纱线、坯布、面料龙头企业

2010 年纺织服装复苏行情使得行业中的企业利润均呈现增长，纺织产业链公司平均利润增长 30%以上，是近年来增长速度最快的，虽然这里有 09 年比较基数较低的原因，但是需求拉动特别是出口需求的强劲增长，使得行业逐渐复苏是主要的原因。

展望 2011 年我们认为纺织服装行业内销市场仍然在国内消费升级的环境下，继续保持稳定增长。出口方面，虽然行业总体出口增速上半年会有所下滑，但是这并不是订单问题，而是大部分出口型企业不接利润率的定单而造成的。小企业迫于原材料成本压力减少订单，将造成订单向大型出口型企业集中，各子行业龙头企业将有较多选择的机会。2011 年各子行业龙头企业将会有较多利润增长的机会。因此我们认为 2011 年仍应重点关注纺织行业各子行业的龙头企业。

目前国内以纱线、坯布、面料为主业的上市公司有：鲁泰 A、华茂股份、新野纺织、华孚色纺。这些公司值得关注。

## 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        |