

纺织服装

署名人: 孔军

S0960200010037

021-62178407

kongjun@cjis.cn

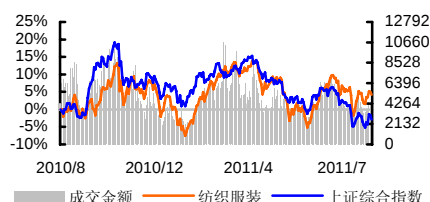
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	63
总市值(亿元)	3147
占 A 股比例(%)	0.81%
平均市盈率(倍)	160.36

行业表现

(%)	1M	3M	6M
纺织服装	-0.83	4.77	-2.56
上证综合指数	-4.64	-4.93	-11.31



相关报告

《纺织服装-“欧美债危机”对纺织服装出口量影响有限》2011-8-11

《纺织服装-价格因素: 上半年圆满收官, 下半年增速递减》2011-7-11

《纺织服装-“纺织”看议价能力、“品牌消费”看床上用品》2011-6-23

《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 年中报分析

中性

业绩和表现符合预期, 继续关注纺织龙头和床上用品

2011 年上半年纺织服装各子行业收入和利润增长符合我们预期, 同时二级市场表现也在我们意料之中。未来随着原材料价格回落, 产品交货价格下降将影响未来出口额增速。我们仍认为影响国内纺织服装出口金额增长的主要因素是价格, 出口量影响较小, 我们仍然建议重点关注纺织各子行业龙头企业。另外内销市场上, 我们认为“品牌床上用品”需求增长快于“品牌服装”, 床上用品板块仍值得关注。

投资要点:

- **板块业绩符合预期, 市场表现意料之中。**上半年纺织服装中的纺织、一般服装、品牌服装和床上用品子行业收入同比分别增长 22.61%、16.07%、39.16%和 48.06%; 净利润分别同比增长 49.11%、7.76%、78.87%和 89.45%。符合我们年初的预期。在二级市场表现方面, 从年初到目前为止, 纺织、一般服装、品牌服装和床上用品子板块收益率分别为 6.01%、-10.93%、-1.30%、27.62%。在大盘总体收益率下降的情况下, 我们推荐的纺织和床上用品这两个板块分别实现 6.01%和 27.62%的收益率。
- **产业链优势和“土豆效应”将保证下半年出口量。**纺织品方面, 由于中国纺织业具有完整的产业链, 中高档服装纺织面料生产能力较强, 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。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, 即使在金融危机时期, 国内纺织服装主要产品仍保持较大的出口量, 在量上并没有下降多少, 因此未来我们认为国内出口的订单量不会出现多大的萎缩。
- **行业“三荒”将使行业两极分化, “订单向大企业集中”使得龙头企业更具话语权。**目前纺织服装行业普遍存在“三荒”, 即: 民工荒、资金荒、电荒使得大多数利润率在 1%以下的中小企业身处困境, 主动减产、停产现象时有发生。相反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。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订单情况良好, 有的已扩产。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。
- **内销市场中“品牌床上用品”增长快于“品牌服装”。**国内纺织消费市场处于消费升级中, 床上用品消费除了随着消费升级而增长外, 还有消费者消费观念转型这一推动力。消费观念转型这一推动力将使“品牌床上用品”在未来几年需求保持较快的增长速度。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。
- **继续关注纱线、坯布、面料龙头企业以及床上用品公司。**我们认为纺织服装行业出口方面, 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、华孚色纺。内销方面继续关注床上用品公司: 罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺。
- **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, 将影响企业效益。

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	16.11	11.38	8.73	6.54	强烈推荐
002042	华孚色纺	1.34	1.66	2.03	2.72	20.71	16.64	13.63	10.17	推荐
002293	罗莱家纺	1.49	2.45	3.97	6.33	61.01	37.19	22.97	14.41	推荐
002327	富安娜	0.95	1.56	2.35	3.71	53.35	32.61	21.71	13.71	推荐
002397	梦洁家纺	0.61	0.87	1.24	1.76	56.18	39.05	27.42	19.38	推荐

一、板块业绩符合预期、市场表现意料之中

上半年纺织服装上市公司在原材料价格上涨的情况下，普遍提高产品销售价格。通过产品提价大多数上市公司克服了原材料、劳动力成本上升的压力，产品销售毛利率同比有所提高。我们将纺织服装板块划分为：纺织、一般服装（除内销品牌以外的服装）、品牌服装（内销品牌）和床上用品。

纺织行业：上半年纺织板块上市公司收入和净利润同比分别增长 22.61% 和 49.11%，销售毛利率和销售净利率分别同比增长 0.72 和 1.67 个百分点。主要原因是棉纱和坯布上半年在年初棉花价格上涨的情况下，产品涨价幅度较大。

一般服装行业：上半年上市公司收入和净利润同比分别增长 16.07% 和 7.76%，销售毛利率和销售净利率分别同比降低 0.53 和 0.66 个百分点。这主要由于一般服装市场竞争力较弱，在劳动力成本上升中，成本转嫁困难，因此我们认为一般的传统服装企业未来应该通过转型或者产品升级实现企业的可持续发展。

内销品牌服装行业：上半年上市公司收入和净利润同比分别增长 39.16% 和 78.87%，销售毛利率和销售净利率分别同比增长 4.24 和 7.24 个百分点。这类上市公司充分享受国内服装消费升级，许多“体量较小”的上市公司通过渠道快速扩张实现了犹如利润的高速增长。

床上用品行业：上半年上市公司收入和净利润同比分别增长 48.06% 和 89.45%，销售毛利率和销售净利率分别同比增长 2.40 和 3.00 个百分点。床上用品上市公司上半年继续享受国内消费升级以及床上用品消费转型双重利好，在内销市场上，“品牌床上用品”消费渐成主流。具体如图表 1。

图表 1 2011 年纺织服装板块中报分析

	收入同比增长	净利润同比增长	销售毛利率同比增加	销售净利率同比增加
纺织	22.61%	49.11%	0.72 个百分点	1.67 个百分点
服装（一般）	16.07%	7.76%	-0.53 个百分点	-0.66 个百分点
服装（内销）	39.16%	78.87%	4.24 个百分点	7.24 个百分点
床上用品	48.06%	89.45%	2.40 个百分点	3.00 个百分点

资料来源：WIND，中投证券研究所

这些子行业上市公司 2011 年上半年实现的收入和业绩也符合我们年初的预计。在上半年二级市场，这些子行业板块表现也正如我们年初预计的一样，在大盘总体收益率下降的情况下，纺织和床上用品这 2 个板块分别实现 6.01% 和 27.62% 的收益率。如图表 2。

图表 2 2011 年纺织服装板块市场估值

	总市值(亿元)	市盈率(TTM, 整体法)	市销率(整体法)	市净率(整体法)	年初到目前的涨幅
纺织	35.54	25.88%	2.02%	2.83%	6.01%
服装（一般）	38.64	36.79%	1.38%	2.29%	-10.93%
服装（内销）	144.80	22.19%	5.46%	5.50%	-1.30%
床上用品	70.73	35.02%	2.49%	4.69%	27.62%

资料来源：WIND，中投证券研究所

二、未来几个月我们继续看好纺织龙头

2.1 完整的产业链优势、国际市场的刚性需求继续保证 2011 年纺织服装订单量

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。

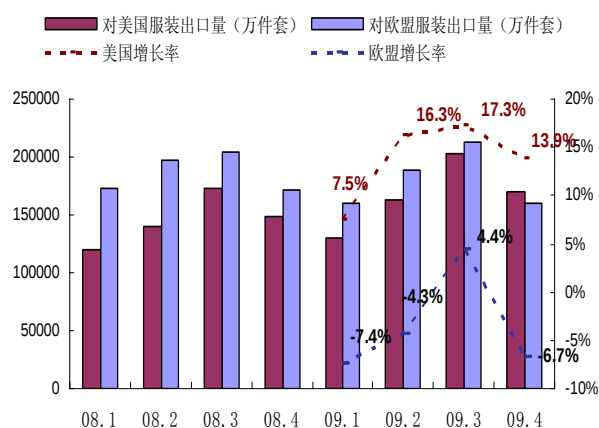
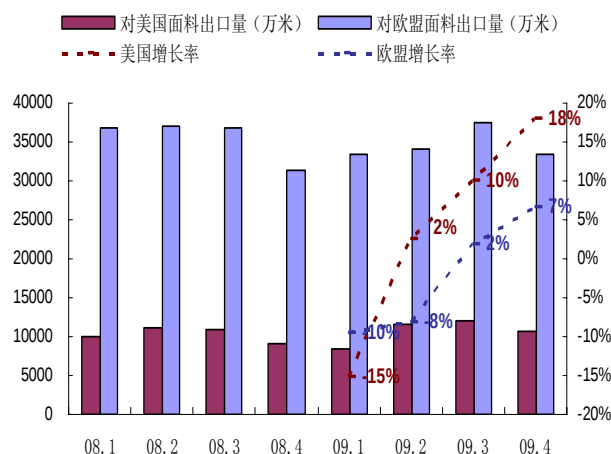
服装方面，由于国内出口的服装在欧美等国仍属于中、低档次，价格是中国服装出口的最大优势（虽然提价，但国外经销商仍有较大的利润）。价廉物美的中国服装仍然是欧美居民的最爱，虽然国际大牌服装销售大幅度萎缩，但是超市等渠道的中、低档服装仍然表现出较强的生命力。据美国商务部纺织品处统计，09 年前 11 月中国出口美国的服装产品为 7961.90 百万平方公尺，较 08 年增长 9.52%，美国市场占有率为 40.60%，市场占有率较上年增加了 6.12 个百分点。

即使在金融危机时期，国内纺织服装主要产品仍保持较大的出口量，在量上并没有下降多少。09 年中国对美国的面料出口量为 42652.24 万米，与 08 年同期基本持平（08 为 41181.42 万米）；对欧盟面料出口量为 138234.72 万米，与 08 年同期比较，下降 2.68%，下降幅度较小。09 年中国对美国服装的出口量为 664028.51 万件套，较 08 年同期增长 14.15%；对欧盟服装的出口量为 722562.81 万件套，较 08 年同期下降 3.20%。如图表 3。

图表 3 金融危机前后对美国、欧盟纺织品、服装出口量情况

对美欧面料出口量情况（万米）

对美欧服装出口量的情况（万件套）



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

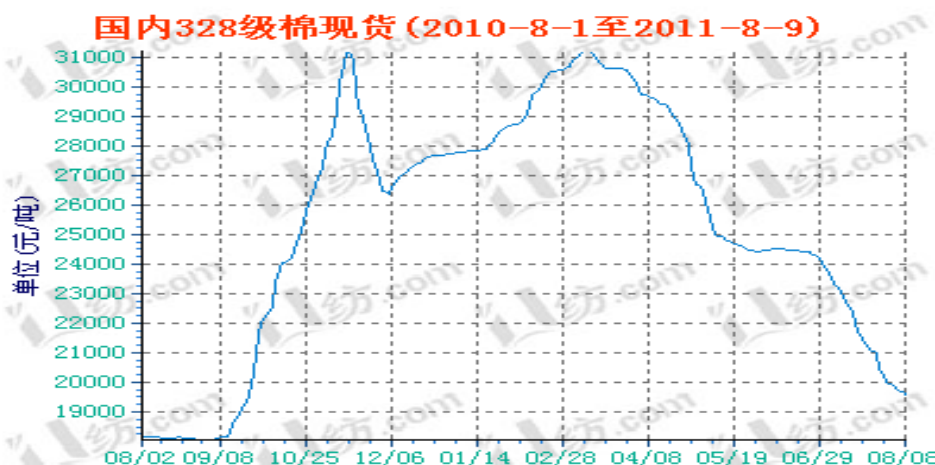
进入 2011 年，特别是上半年，国内出口产品纷纷提价，幅度在 20% 以上。虽然外商对国内出口产品 20%—30% 的提价普遍难以接受，部分欧美客户已经开始缩减在华的采购量，部分低端商品将会更多从东南亚采购，但是我们认为

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，因此订单转移有限。2011年1—5月国内棉纱累计出口量为20.86万吨，同比减少13.01%；棉织物累计出口54.60亿米，同比微降1.3%；化纤织物累计出口25.40亿米，同比增长1%。这一结果基本验证了我们的逻辑推断，我们认为未来国内纺织服装的订单量不会出现大的萎缩，而且随着未来国际经济形势的好转，国内纺织服装出口量将继续保持增长。

2.2 二季度棉价回落将使产品价格缺乏上涨动力，影响下半年出口额增长

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23000元/吨，较3月10日的31200元/吨下跌8200元/吨，跌幅超过26.28%。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4。

图表4 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

目前三大因素不支持棉花价格上涨：

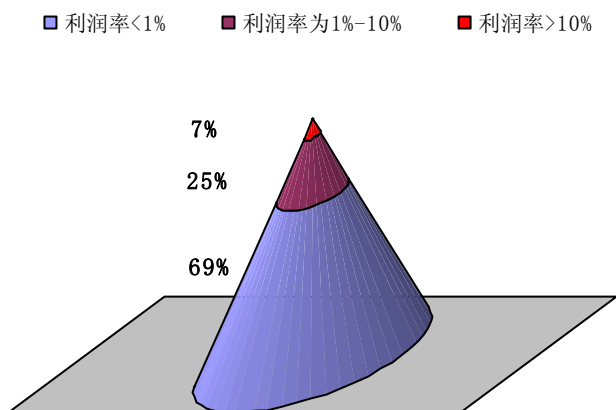
- 1、**库存压力导致需求不旺**：根据中国棉纺协会统计，2011年上半年国内3901户规模以上纺纱企业累计完成纱产量1341.3万吨，同比增长11.14%。2011年上半年国内3580户规模以上织造企业累计完成布产量283.4亿吨，同比增长15.36%。目前无论是国际市场还是国内市场，需求量均没有大的增长，年初形成大量产品库存仍在消化当中，造成当前国内棉花市场的需求并不是非常迫切。
- 2、“三荒一低”导致行业中多数企业主动停产减产：由于民工荒、资金荒、电荒使得行业中70%利润率低于1%的企业做得越多亏得越多，主动性减产停产现象频繁发生。行业中企业的减产、停产使得行业对原材料的需求总量上减少。
- 3、**观望情绪使得企业不敢大量采购原材料**：距离2011年新棉上市还有几个月时间，眼下棉花价格也下跌至国家收储价格，未来虽然下跌空间不大，但是许多纺织生产企业仍然持币观望，大规模采购棉花的欲望不强烈，因此棉花价格上涨动力不强。

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。因此生产企业产品合同价格将下降。出口产品价格下降将影响三季度整个行业出口金额。

2.3 “三荒”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

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 5。

图表 5 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

目前纺织服装行业普遍存在“三荒”，即：民工荒、钱荒、电荒使得大多数利润率在 1%以下的中小企业身处困境，主动减产、停产现象时有发生。相反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。

由于行业中的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。

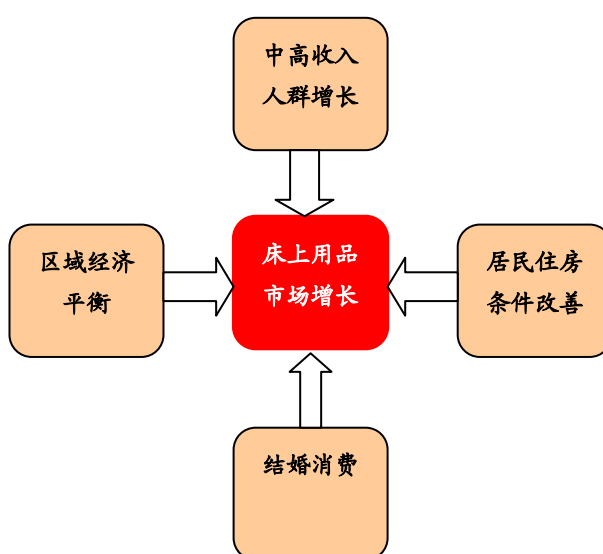
目前纺织服装行业存在的“三荒”现象，虽然大型纺织服装细分龙头企业短期内业绩会有一定的影响，但从长期看，行业规范、产业升级将有利于这些龙头企业的发展。未来在高棉价时代，纺织产业结构调整是必然的，经过大洗牌后，未来只有两类企业能够在激烈的全球市场竞争中生存下去，一是平均利润率超过 5%的优势企业，二是具有较强议价能力的纺织服装企业。企业将两极分化，行业将出现“强者恒强，弱者淘汰”，优势资源将加速向大企业流动。

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。

三、“品牌床上用品”上市未来几年继续保持增长

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，因为“品牌床上用品”消费在国内将渐成主流。未来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。



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。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，改善性住房需求将拉动床上用品的消费。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%。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。目前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，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。

另外我们认为国内纺织消费市场处于消费升级中，床上用品消费除了随着消费升级推动增长外，还有消费者消费观念转型这一推动力，而且消费观念转型这一推动力将使“品牌床上用品”在未来几年里需求保持较快的增长速度。

四、继续关注品牌床上用品公司和纱线、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。出口方面，虽然行业总体出口增速下半年会有所下滑，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低的定单而造成的。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。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。

另外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。而“品牌床上用品”需求市场增长要快于“品牌服装”的增长速度。因此我们仍建议继续关注品牌床上用品上市公司：罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺。

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, 8 年行业分析经历, 9 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 鲁泰 A、报喜鸟、雅戈尔、伟星股份、罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺、七匹狼、山东如意等

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