

纺织服装行业 2011 年 4 季度报告

评级：增持 维持评级

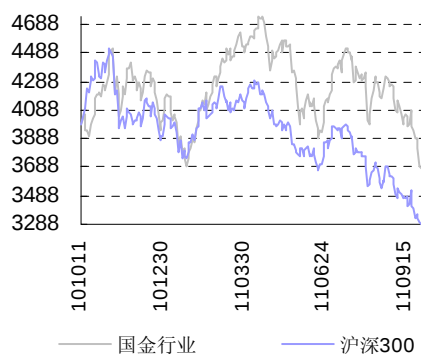
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

优质纺织服装零售企业防御性强

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	31.16
市场优化平均市盈率	22.26
国金纺织服装指数	3680.62
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19
深证成指	11568.17
中小板指数	5685.36



相关报告

1. 《8 月份纺服出口额环比下降 6.51%》，2011.9.25
2. 《本周板块表现平淡》，2011.9.18
3. 《基本面真空期,防御为主》，2011.9.14

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

投资建议

- **行业策略：**优质纺织服装零售企业业绩增长确定性强，板块估值优势明显（七匹狼 11 年动态市盈率 25 倍左右，森马和九牧王 25 倍左右，罗莱、富安娜和梦洁三个家纺企业 30 倍左右，伟星 14 倍左右），明年国内纺织服装零售市场有望实现销量增速回升，在目前市场比较低迷的情况下，零售板块防御性强；
- **推荐组合：**我们继续看好国内纺织服装零售市场发展，不过考虑到未来销量增速回升仍有不确定性，而且企业良莠不齐，因此，我们坚持两大选股原则我们坚持两条选股原则：质地优良、谨慎扩张。我们继续推荐优质的纺织服装零售企业：七匹狼、九牧王、罗莱、富安娜、梦洁、伟星、森马，此外烟台氨纶（现改名泰和新材）的芳纶 1414 产业化项目投产、芳纶 1313 持续旺销，也值得关注。

行业观点

- **4 季度行业运行基本延续原有趋势：**预计 4 季度棉价有可能企稳，可能运行区间在 2 万左右，1.8-2 万之间的可能性略大；由于前几年产能过快增长、今年以棉价为首的原料暴跌，出口和制造类企业 4 季度仍将处困境中；在国内经济保持快速发展的情况下，纺织服装零售继续保持增长，但售价提高对消费者购买意愿的压制作用短期内难以完全消除，我们看好的优质零售企业业绩超过行业均值，但进一步提高的难度也不小；
- **明年行业运行将有所改善：**综合考虑供需和企业经营状况，我们预计明年纺织原料价格有望触底缓慢回升；出口和制造企业继续深度行业整合，但由于原料价格暴跌的不利影响逐渐消除，企业经营状况有所改善；随着原料涨价效应消失，国内纺织服装零售价格有望平稳，高价产品对消费的抑制作用减弱，销量增速有望回升。

风险提示

- 今年纺织服装零售企业发展更多依赖价格提升，目前棉价已经下跌，4 季度原料价格有望企稳，这样明年产品价格将不再提高。当价格因素消除后，销量增速能否提高是市场主要担忧之处。我们认为企业依靠外延加内生扩展，和原有品牌地位，实现销量和价格转换是有可能的；
- 市场预计明年中国经济发展可能减速，因而未来国内纺织服装消费增速可能减缓。纺织服装零售品牌近 20 年的发展史，其实是近 20 年的“大牛市”，无论是资本市场还是实业都没有经验面对当前的复杂局面，不过考虑到中国城镇化进程和企业自身的发展空间，过度担心是没有必要的；
- 在市场竞争加剧的情况下，单个企业的经营风险是存在的。我们认为未来纺织服装零售个股将日益分化，无论是业绩增速还是估值水平差别将日益明显；
- 目前支撑棉价的关键因素在于国家收储制度，而 10 月后新棉才大量上市，收储制度的支撑作用有待市场检验。如果棉价继续下跌，一方面将进一步恶化生产制造企业的生存环境，另一方面也可能导致未来棉价再度大幅上涨，影响整个产业链经营。

图表1：重点推荐公司简介

代码	简称	最新股价	EPS			PE			推荐理由
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
002029	七匹狼	35.09	1.41	1.93	2.58	24.9	18.2	13.6	公司是福建休闲服装的模式创始者和服装经营人才的“黄埔军校”、未来发展一方面依靠省代在3线城市城市的扩张，另一方面逐渐提高产品品质、设计和品牌形象，兼顾外延扩张和内生增长，我们预计未来业绩增速在30%
601566	九牧王	24.12	0.88	1.22	1.66	27.3	19.8	14.5	国内男裤行业龙头企业，追求产品品质的经营理念和理想化的销售网络是公司核心竞争优势。依靠已有品牌地位实现30%增长是完全有可能的。
002293	罗莱家纺	83.00	2.60	3.84	5.63	31.9	21.6	14.7	我们看好家纺，首先是因为国内家纺市场的快速发展，而且家纺产品功能性强，品牌建设难以一蹴而就，再加上家纺市场启动时间稍晚，使得家纺市场竞争程度相对缓和，龙头企业地位相对稳固；其次，在市场快速发展情况情况下，龙头企业利用已有市场优势，能够获得高于行业均值的发展速度。因此，富安娜、罗莱和梦洁都是我们重点推荐公司。
002327	富安娜	47.08	1.45	2.09	2.97	32.4	22.5	15.9	
002397	梦洁家纺	28.39	0.93	1.31	1.76	30.4	21.7	16.1	
002003	伟星股份	16.57	1.19	1.54	1.99	13.9	10.8	8.3	公司销售、研发和生产完美结合，内部管理和经营水平国内最高，销售能力明显领先同行，主要客户是国内大中型品牌服装企业，具有一定的议价能力，业绩增长风险较低，目前对应11年估值低于15倍，安全边际较高
002563	森马服饰	50.47	2.05	2.75	3.68	24.6	18.3	13.7	国内知名的中低档时尚休闲服品牌，在共赢合作的经营理念指引下，森马和巴拉巴拉两大品牌在3/4线共同快速发展，我们预计未来公司有望以30%的增速持续发展
002254	泰和新材	17.08	0.61	0.88	1.11	28.0	19.5	15.4	国内最优秀的特种纤维生产企业，是国内氨纶行业龙头，最早实现芳纶1313和1414产业化生产的国内企业，未来芳纶业务有望不断为业绩增长做出重大贡献

来源：国金证券研究所

图表2：重点关注公司业绩预期

代码	简称	业绩增长预期依据
002029	七匹狼	预计未来外延扩张速度10%左右，内生增长20%左右（今年价格占15%，销量占5%，明年正好倒过来），毛利率相对稳定。公司未来加强内生增长，而内生增长是业绩超预期的最大来源
002293	罗莱家纺	家纺市场增速在30%或者略高水平，三家企业都是龙头，有望保持比行业均值高10个百分点的水平，即业绩增速在40%左右。进一步细化，今年价格占比25%左右，数量占比15%左右，三家企业尚未完全全国布局，外延空间比较大
002327	富安娜	
002397	梦洁家纺	
002003	伟星股份	公司竞争实力非常强，有望获得超过行业均值的速度发展，一般预期国内服装销售增长25%左右，出口增长15%左右。毛利率方面，纽扣已经非常成熟，未来稳中有降，拉链仍处于发展期，稳中有升
002563	森马服饰	森马是休闲服龙头企业，预计收入增速在30%，较行业的25%略高；童装保持40%以上增速
601566	九牧王	公司男裤市场地位牢固，加盟和直营体系完善，商场店铺、专卖店相辅相成，因此我们认为公司增长可靠性高，以30%左右速度持续增长
002254	烟台氨纶	特种纤维龙头企业。未来芳纶业务有望保持40%以上毛利率，芳纶1414项目已经投产，下半年产生效益，芳纶1313作为工业味精需求不断上升，而且公司计划再扩产3000吨，可能在年底或者明年初投产

来源：国金证券研究所（烟台氨纶已经改名为泰和新材，考虑到历史缘故，本文仍继续沿用原名称）

4 季度行业基本延续原有趋势，拐点待明年

从投资角度，我们将纺织行业分成原料、出口和制造（因为上市纺企中，制造类企业，除了伟星以外，其它企业超过 50% 产品直接或者间接出口）、纺织服装零售三大板块。我们预计 4 季度棉价有可能企稳，可能运行区间在 2 万左右，1.8-2 万之间的可能性略大；由于前几年产能过快增长、以棉价为首的原料暴跌，出口和制造类企业 4 季度仍将处困境中；纺织服装零售继续保持增长，但售价提高对消费者购买意愿的压制作用短期内难以完全消除，我们看好的优质零售企业业绩超过行业均值，但进一步提高的难度也不小。

纺织原料：4 季度底部有望形成，未来价格有望稳中略升

棉花是这波原料价格波动的领头羊，价格已经如我们之前预期的那样下跌、跌破 2 万（见之前的棉花专题报告和行业周报）；我们一直认为 4 季度棉价有可能企稳，因为新棉在 10-12 月大量上市，新的供需关系建立。

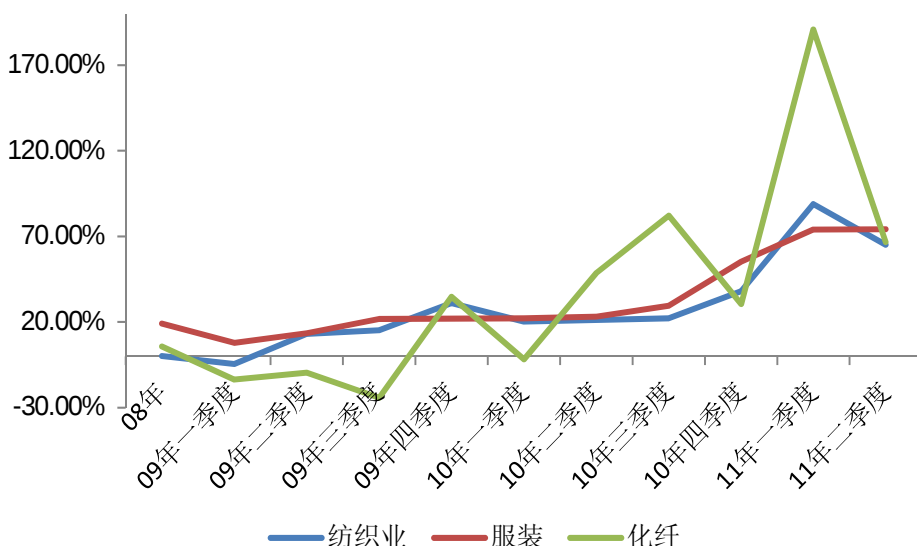
我们一直认为影响棉价的三大因素是资金、供需和政策：从全球资金来看，我们看不到再度宽松的明显迹象；从供需来看，今年包括中国在内的全球棉花丰收已成定局，而需求，则由于全球经济复苏艰难，再加上高价一定程度上抑制需求，全球需求难有较大增长；从政策来看，国家出台的 1.98 万元收储制度指明了政策希望的价格区间。因此，我们始终预期 4 季度棉价可能在 1.8-2 万左右波动。

同样从资金、供需、政策来看，未来棉价相对平稳，稳中略升。从资金来看，面对通货膨胀威胁，全球资金再度宽松可能性依然较小；从供需来看，供应保持增长问题不大，而在全球经济艰难复苏过程中，需求仍难以明显增长；从中国角度看，由于劳动力和生产成本上升，中低端产品生产逐渐由中国向东南亚和印度等国转移，我们预计未来国内棉花需求可能呈现平稳或低速增长局面，国内棉花需求增长减速可能从根本上抑制未来棉价波动；从政策来看，政策始终不渝，保持棉价相对平稳。

我们认为明年的原料价格稳中略有回升，一方面是需求没有明显改善，另一方面今年参与囤货和炒作资金损失惨重，需要时间恢复元气，因此回升难度不小，而化纤企业目前基本是全行业亏损边缘，有较强劲动力推升价格，综合考虑，价格以稳中略升为主。

出口和制造业：继续低迷、行业整合加剧

图表3：08 年以来，每个季度纺织行业固定资产投资完成额增长情况



来源：聚源数据、国金证券研究所

09 年以来，由于国内货币宽松、而 09-10 年出口和内销两旺，使得许多大中型纺织生产企业盲目扩大产能，行业固定资产投资高速飙升（图表 3），国内供需在已经严重供过于求的情况下进一步恶化。在今年新增产能投放之时，

欧美经济复苏再度蹒跚、国内销量增速反而下滑（图表 11），而国内银根紧缩，因此，我们认为今年下半年制造企业效益将下滑，行业整合加剧，那些过快扩张的企业经营困难。

在劳动力和生产成本不断上升的情况下，全球纺织服装生产基地的再次转移已经从 05 年后开始，而且近年来速度不断加快，因此，我们早就判断出口纺企的黄金时期永远过去，随着行业整合进行，无序竞争的减少，未来企业的业绩波动也相应减小。

我们认为未来将有更多类似利丰、裕元、申州国际（都是香港上市的大型 oem 企业）的大型制造类企业出现，而且这些企业主要针对国内纺织服装零售企业，一方面可以给资本市场提供更多优秀企业投资，另一方面有助于大型纺织服装零售企业，此外还能有效保证产品安全

纺织服装零售：4 季度仍难以摆脱销量增速缓慢下滑趋势，未来销量增速有望回升

近年来，国内纺织服装零售持续高速增长（图表 10/11），但我们也注意到，今年销量增速下滑（图表 11），这主要是原材料和劳动力涨价推动成品价格提升，从而抑制需求所致。我们认为在中国经济保持较快增长的情况下，国内纺织服装零售有望继续保持增长，不过，考虑到今年秋冬装提前备货，原料降价效应减弱，以及劳动力成本和租金、扣点等成本继续提高，价格难以下降，从而在中短期内继续压制需求。因此，自从 5 月纺织服装销售一度放缓后，我们即预计未来纺织服装消费增速呈现振荡缓慢下滑趋势，而且中报显示纺织服装零售类企业业绩增长的质量有所下滑（图表 4）。

明年随着棉价等原料价格低位运行，纺织服装销量增速有望回升，从而实现量价转化，考虑到高价位将对消费者的消费意愿的负面影响将逐渐弱化，我们预计 2012 年纺织服装消费增速呈缓慢回升态势；考虑到劳动力、租金成本继续飙升，而市场竞争日益加剧，我们认为企业在坚持外延式扩张同时，需要适当注意内生增长，从单纯依赖外延扩张，转变为外延为主、内生为辅。

图表4：中报行业财务指标简析

单位：百万元	主营业务收入			净利润			应收账款			存货			经营现金流量净额		
	2010年 中期	2011年 中期	同比	2010年 中期	2011年 中期	同比	2010年 中期	2011年 中期	同比	2010年 中期	2011年 中期	同比	2010年 中期	2011年 中期	同比
纺织全行业	82159	103806	26.3%	4890	6768	38.4%	13939	16215	16.3%	59142.6	76386.8	29.2%	2590	-4078	n. a
纺织全行业(1)	76808	98416	28.1%	4193	5805	38.5%	13245	15878	19.9%	39371	53084	34.8%	2378	-1483	n. a
纺织服装零售	10936	14932	36.5%	1130	1857	64.3%	1692	2967	75.4%	4885	8700	78.1%	-453.84	-957.13	n. a
我们的分析和判断	由于棉价为首的原料价格3月开始下滑，考虑到价格下滑1-3个月的传导时间，以及国内外经济不振对需求的影响滞后性，中报业绩继续保持高速增长是正常的；														
	纺织服装零售板块尽管收入和净利润增速都超过行业均值，但应收账款、存货和经营现金流量状况都有所下滑，业绩增长质量有所降低。考虑到上市的零售企业利用资金优势和目前行业整合良机，适当加快发展速度，财务指标出现一些波动也是正常的，财务指标波动尚不足以表明未来业绩增速有可能下滑；														
	纺织全行业的存货和经营现金流量状况都有所恶化，特别是经营现金流量由正转负（去年同期财务指标较好主要是需求旺，而同时原料低价所致）预示着未来行业效益增速将下滑；应收账款增幅低于效益增幅，我们将之解读为企业面对未来的市场前景，尽量压缩结帐周期所致；														
	我们认为制造类纺企下半年可能是最困难时期，一方面是09年、10年大量企业盲目投资，产能急剧增加，另一方面原料价格暴跌和需求不旺，使得前期投入成为企业严重负担。														

来源：国金证券研究所（纺织全行业（1）指剔除雅戈尔后数据，因为雅戈尔业务中房地产占比很大）；n. a 表示没有意义

我们继续看好纺织服装零售，防御优势明显

纺织服装零售在 3 季度再放异彩

今年 3 季度纺织行业涨幅榜前十名部分是主题投资品种，如金飞达、三毛派神等，但大部分都是纺织服装零售企业；跌幅榜中，基本是题材股和化纤股，如凯撒、美尔雅、天山纺织、友利控股、华峰氨纶、吉林化纤等；此外，一些新上市的次新股也位居其中，它们由于发行价过高、或者市场对公司发展

前景过度乐观而下跌，如嘉麟杰、鹿港科技等。三季度纺织服装零售光芒再放，一方面是业绩优秀，中报业绩大部分超预期，另一方面是在市场低迷时，资金寻求业绩增长确定性高的品种。

图表 5：2011 年 3 季度涨跌幅榜

排序	涨幅前十		跌幅前十	
1	金飞达	20.91	凯撒股份	-42.90
2	三毛派神	19.81	美尔雅	-41.35
3	富安娜	13.98	天山纺织	-32.80
4	九牧王	11.61	友利控股	-31.80
5	七匹狼	10.69	嘉麟杰	-30.27
6	新华锦	8.59	华峰氨纶	-28.76
7	罗莱家纺	7.03	新民科技	-28.16
8	探路者	6.58	吉林化纤	-28.16
9	山东海龙	5.47	鹿港科技	-26.57
10	森马服饰	4.73	开开实业	-26.32
上证综合指数		-14.59		
深证成份指数		-15.02		
纺织服装（申万）		-11.42		
化学纤维（申万）		-16.31		

注：7月1日到9月30日涨跌幅

来源：聚源数据、国金证券研究所

业绩增长可靠性高——优质纺织服装零售企业防御性强

我们认为 4 季度包括棉价在内的原料价格可能企稳，明年春节前后有望稳中有所升，因此年底前后，粘胶、氨纶和棉纺板块或有投资机会。其中粘胶短纤板块，如吉林化纤、南京化纤、澳洋科技、新乡化纤、三友化工等，氨纶板块，如烟台氨纶、华峰氨纶和友利控股等，棉纺，如华孚色纺、鲁泰等值得关注。

我们继续看好国内纺织服装零售市场发展，不过考虑到未来销量增速回升仍有不确定性，而且企业良莠不齐，因此，我们坚持两大选股原则：

- 1、质地优良：国内纺织服装零售企业尽管经历了 08 年短暂的寒冬，但之前的近 20 年历史是“大牛市”，远超房地产行业。高速发展中，不少企业根基并不扎实，考虑到未来复杂的市场情况，那些质地优良的企业更可能在未来的市场竞争中胜出；
- 2、外延发展为主、内生为辅：在经营成本上升、竞争加剧，而消费者品位和消费理念不断提升的情况下，狂热外延式扩张风险较大，我们更看好在继续外延扩张同时，适当加强内生的品牌企业。

目前七匹狼、罗莱、富安娜、梦洁、伟星、森马和九牧王等优质企业估值仍然较低。七匹狼、九牧王、森马 11 年动态估值 25 倍左右、伟星股份 14 倍、梦洁家纺 30 倍、富安娜和罗莱 32 倍左右，具有较高的安全边际。我们认为对于这些质地优良的品牌零售企业，需要在估值低的时候介入，采取买入并持有的策略。

- **目前估值：**在业绩增长确定的前提下，从估值水平来看，一方面，随着板块的整体回调，估值中枢已下降；另一方面，优质的零售企业未来业绩的快速增长所对应的盈利预测不具备下调空间。
- **从目前的调整情况来看：**我们也注意到纺织服装零售板块的相对估值偏高，尽管经过调整，但优质公司都处于历史高位，而其它行业估值下降较快，我们认为纺织服装零售板块存在修正相对估值的风险。尽管存在继续调整风险，但考虑到我们推荐公司的业绩确定性高，未来板块依然具有较高防御性。

当前，纺织服装零售企业动态估值基本在 25-30 倍之间，没有分化，未来如果大盘继续调整，板块可能分化，即那些管理层能力一般，业绩增长可靠性低的企业估值可能下降，而优质企业估值能够维持并有所提高。

我们仍建议重点关注七匹狼、九牧王、罗莱、富安娜、梦洁、伟星、森马和烟台氨纶（现改名为泰和新材）等个股。

我们建议关注烟台氨纶，一方面目前氨纶价格已经降至谷底，明年有望回升，另一方面 5 月底公司募投项目芳纶 1414 产业化项目投产，下半年贡献利润，同时芳纶 1313 需求不断上升，新建项目可能在年底前后投产，这些都为公司下半年和明年效益大增打下基础。

投资风险

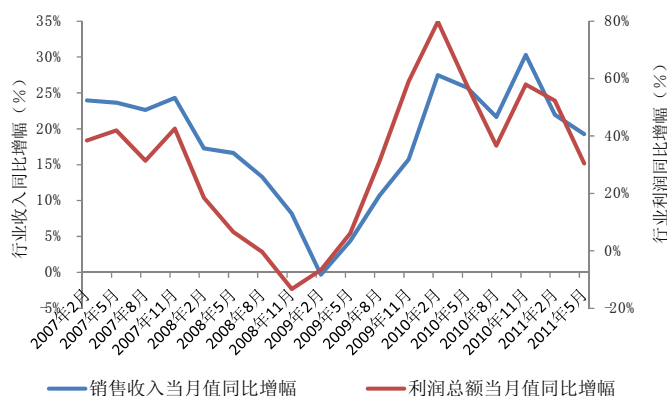
- 今年纺织服装零售企业发展更多依赖价格提升，目前棉价已经下跌，4 季度原料价格有望企稳，这样明年产品价格将不再提高。当价格因素消除后，销量增速能否提高是市场主要担忧之处。我们认为企业依靠外延加内生扩展，和原有品牌地位，实现销量和价格转换是有可能的；
- 市场预计明年中国经济发展可能减速，因而未来国内纺织服装消费增速可能减缓。纺织服装零售品牌近 20 年的发展史，其实是近 20 年的“大牛市”，无论是资本市场还是实业都没有经验面对当前的复杂局面，不过考虑到中国城镇化进程和企业自身的发展空间，过度担心是没有必要的；
- 在市场竞争加剧的情况下，单个企业的经营风险是存在的。我们认为未来纺织服装零售个股将日益分化，无论是业绩增速还是估值水平差别将日益明显；
- 目前支撑棉价的关键因素在于国家收储制度，而至今新棉尚未大量上市，收储制度的支撑作用有待检验。如果棉价继续下跌，一方面将进一步恶化生产制造企业的生存环境，另一方面也可能导致未来棉价再度大幅上涨，影响整个产业链经营。

行业运行回顾

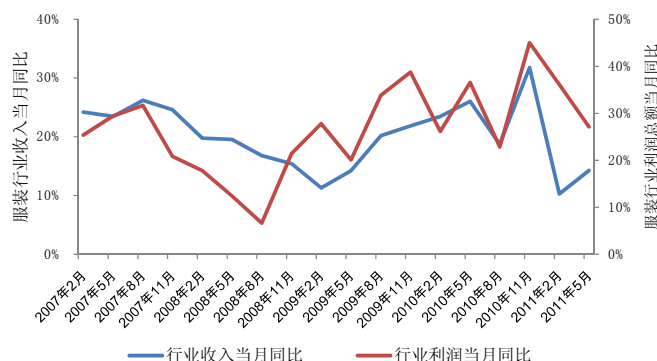
行业效益持续增长

根据国家统计局数据，11 年 1-5 月，规模以上纺织企业实现收入 19134 亿元、利润总额 962.6 亿元，20.2%的收入增速低于 37.4%的利润总额增幅，不过两者差距已经由 1-2 月的 30.3 个百分点降至 17.2 个百分点。其中服装行业收入、利润总额分别同比增长 12.9%和 30.4%；纺织业收入、利润总额分别同比增长 20.4%和 35.1%；化纤行业收入、利润总额分别同比增长 36.2%和 67%。三大子行业效益都出现明显增长，但利润总额和收入增速差距都出现收窄。

图表 6：全行业 07 年以来逐月效益增长情况

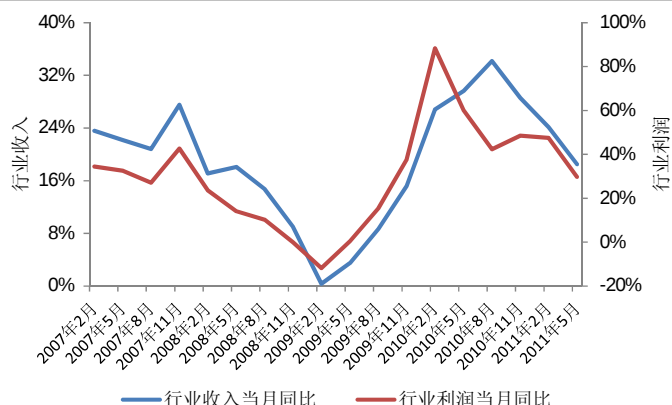


图表 7 服装行业效益增长情况

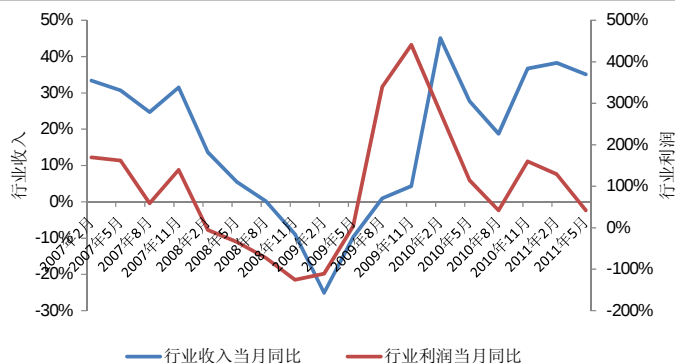


来源：来源：聚源数据、国金证券研究所（全行业包括服装、纺织和化纤三大子行业，某些统计数据包括纺机行业，可能导致与本报告数据的差异）（由于行业效益没三个月公布一次，因此所谓当月指当期三个月效益比较。今年 3 月开始行业效益每个月公布一次，但缺乏去年同期数据）

图表 8: 纺织业效益增长情况



图表 9: 化纤行业效益增长情况



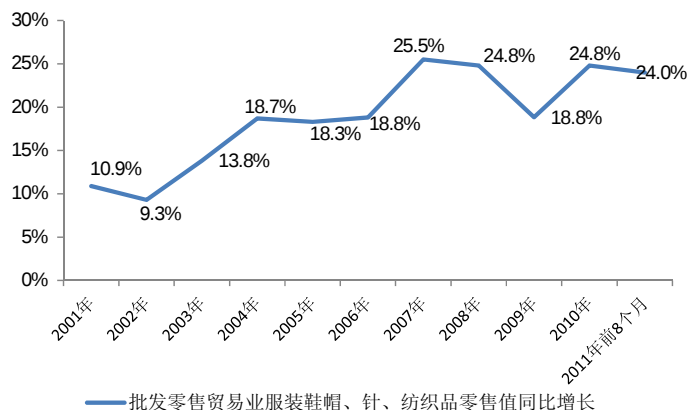
来源: 聚源数据、国金证券研究所 (化纤行业在 10 年 2 月盈利, 而 09 年同期亏损)

2010 年 4 季度的棉价飙升, 使得产业链和原料史无前例的价格同步上涨, 这是行业效益增长的主要原因; 但今年 3 月开始棉价暴跌, 使得整个产业链经营困难, 这是利润总额和收入增速差距缩小的最关键因素; 此外, 高价原料主要对中小型企业经营产生较大不利影响, 而统计局主要统计限额以上企业, 应该来说, 统计结果并不能完全反映行业现状

国内纺织服装零售额保持高速增长, 销量增长不尽如人意

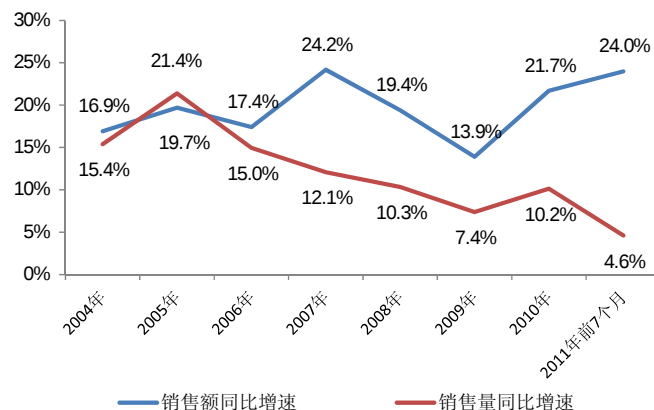
国内限额以上企业服装纺织品批发零售总额在 2011 年 1-7 月较去年同期同比增长 24%(图表 10); 根据中华全国商业信息中心监测数据, 全国百家大型零售企业服装类零售额 1-7 月同样同比增长 24%(图表 11), 都接近历史最高水平。在金额靓丽的同时, 销量增长则创下 04 年以来最低, 只有 4.6 的增长, 还低于 08 年的 7.4% 水平 (图表 11), 这表明高价原料对国内需求的抑制作用趋于明显。

图表 10: 近年国内批发零售服装纺织品总额同比增幅



来源: 华通人数据库、中华全国商业信息中心、wind 数据、国金证券研究所

图表 11: 近年全国百家重点商场服装零售变化情况



尽管目前棉价暴跌, 但影响零售企业效益的主要障碍在于原料价格 (同比仍上升 10-20%)、店铺租金和商场扣点过高, 但这只会延缓扩张速度不会改变增长趋势。

未来出口增速回落

2010 年, 纺织品服装增速始终维持在较高水平, 这是因为, 一方面纺织品和服装做为生活必需品, 刚性需求较大, 而且兼有较强的时尚性, 一旦欧美经济企稳, 需求开始上升, 另一方面, 升值、成本上升也会促使一些外商提前下单, 此外高价原料推高产品价格也是出口金额大增的关键因素。2011 年, 出

口继续延续上一年的高速增长，使得前 8 个月纺织品服装出口 1597 亿美元，其中服装 964 亿、纺织品 633 亿美元，三者分别同比增长 27.3%、29%和 24.7%。

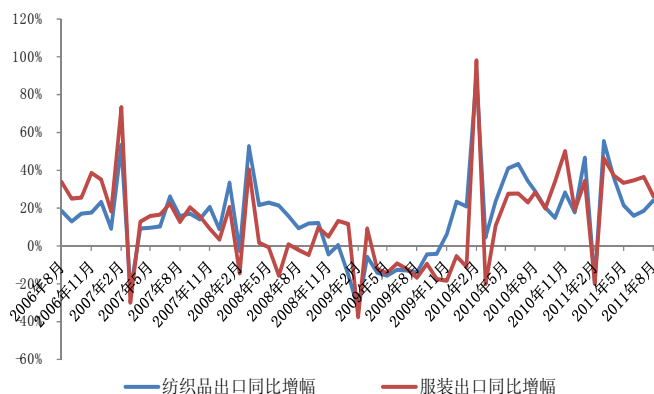
今年以来纺织服装的高增长主要由于原料价格的飙升推动产品价格上涨所致，而数量增幅不高，据第一纺织网统计，数量增幅低于 3%。考虑到国内棉价从 3 月初开始下跌，以及价格传导和订单完成周期（一般 2-3 个月），仍维持全年纺织品服装出口前高后低预期不变。

图表 12：历年纺织品服装出口增长情况

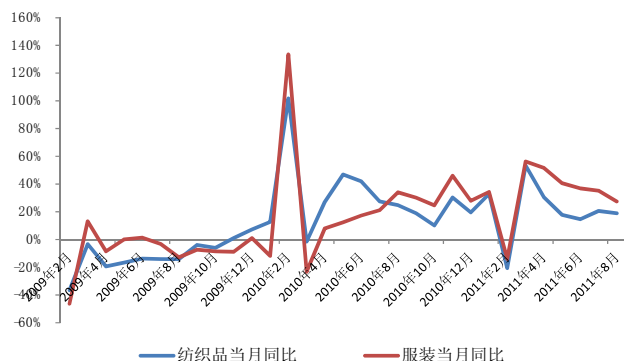


来源：第一纺织网、国金证券研究所

图表 13：近年纺织品和服装出口增长情况

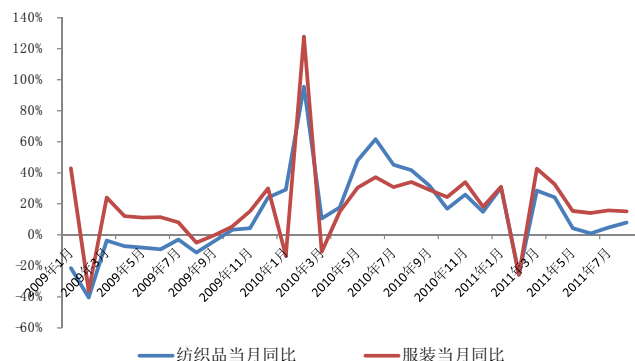


图表 14：09 年以来对欧盟出口



来源：华通数据、国金证券研究所 (2 月对美国和欧盟出口数据尚未公布)

图表 15：09 年以来对美国出口

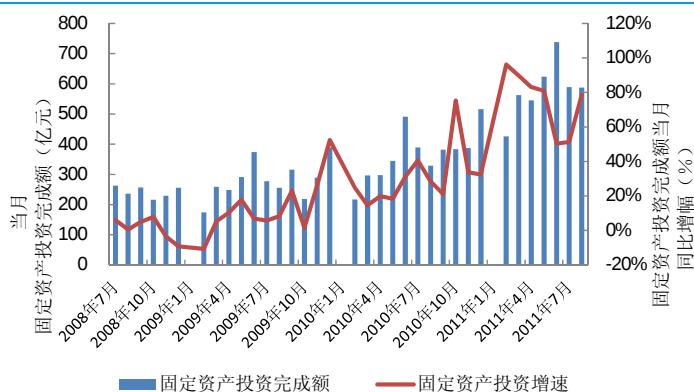


固定资产投资超高速增长

纺织行业固定资产投资在 09 年、10 年连续两年高速增长基础上。2011 年 1-8 月，纺织行业固定资产投资继续超高速增长，固定资产投资完成额达到 4073 亿元，同比增长 72.2%，其中服装、纺织业和化纤分别增长 70.5%、71.5%和 84.2%。当前固定资产投资完成额大增更多反映了 10 年出口和内销双旺的市场情况，随着今年出口增速下降，以及原料价格回归，我们预计未来增速下滑是必然的。

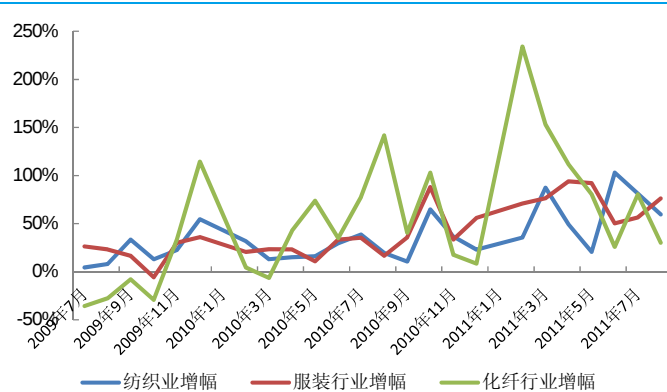
今年企业经营困难，除了原料和市场原因，前几年，特别是最近两年产能过多过快释放也是主要原因，未来行业整合势在必行，未来市场变化将冷却企业的扩张热情，恢复理性经营。

图表 16：07 年以来逐月固定资产投资完成情况

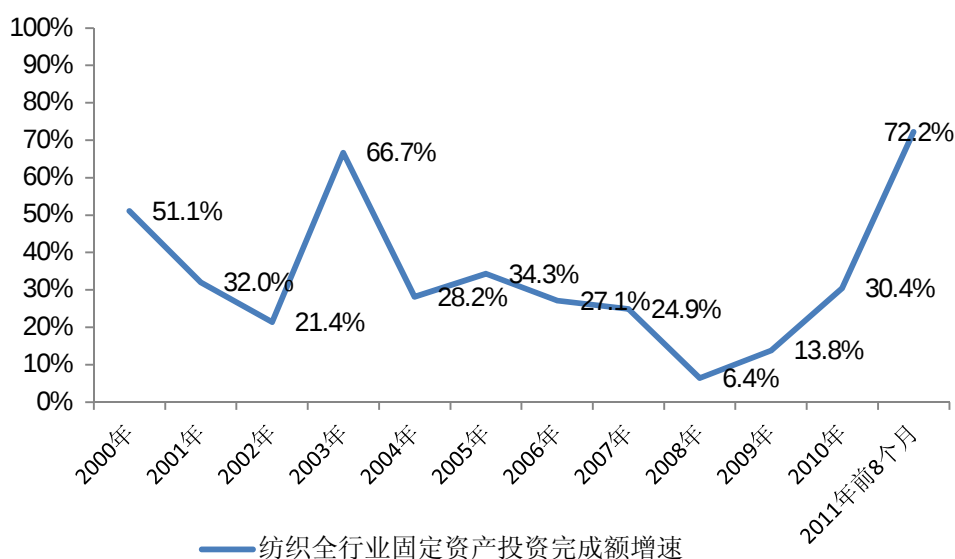


来源：华通人数据库，国金证券研究所

图表 17：三大子行业固定资产投资当月完成情况



图表 18：2000 年以来纺织全行业固定资产完成额变化情况



来源：聚源数据，国金证券研究所

纺织原料价格基本随棉花而波动

图表 19：主要化纤品种产量和价格变化

	涤纶		氨纶	粘胶	
主要用途	服装和工业用途		服装	服装	
08年产量(万吨)	2004.60		20.20	131.90	
产量同比增幅	4.10%		0.20%	-10.20%	
09年产量(万吨)	2204.39		20.31	151.22	
产量同比增幅	14.52%		21.2%	14.33%	
10年产量(万吨)	2513.33		27.43	183.50	
产量同比增幅	16.67%		22.8%	8.17%	
11年前7月产量(万吨)	1564.85		14.95	117.44	
产量同比增幅	18.43%		-1.82%	14.37%	
11年9月均价(元/吨)	涤纶短纤 13657	涤纶FDY 16227	氨纶40D 45409	粘胶短纤19415	粘胶长丝45923
价格月度环比增幅	4.06%	3.72%	2.04%	5.26%	0.12%

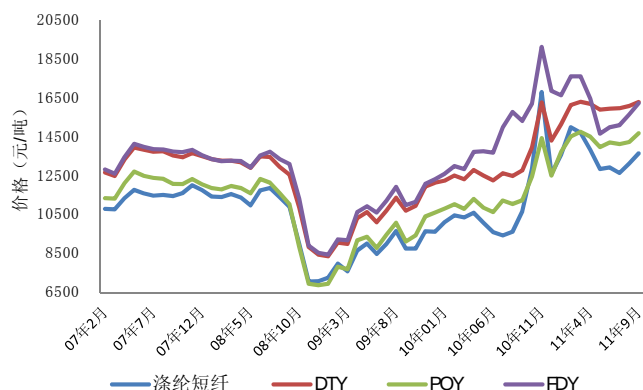
来源：中国化纤经济信息网、华通数据、国金证券研究所（价格均为月度均价）

纺织原料价格详细波动情况见每周的纺织原料价格周报。

涤纶随棉价和原油价格波动

多年以来涤纶价格随油价波动而波动。2/3 季度棉价暴跌，由于棉价对涤纶价格具有价格示范效应，也相应导致涤纶价格下跌。

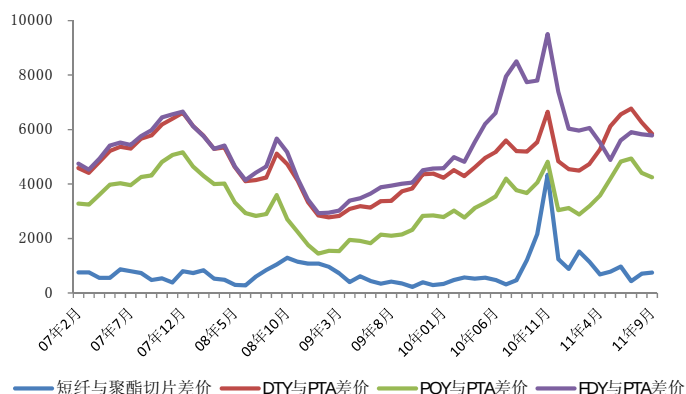
图表 20：涤纶长短丝价格



来源：中国化纤经济信息网，国金证券研究所

图表 21：涤纶长短丝与 PTA 价差

单位：元/吨

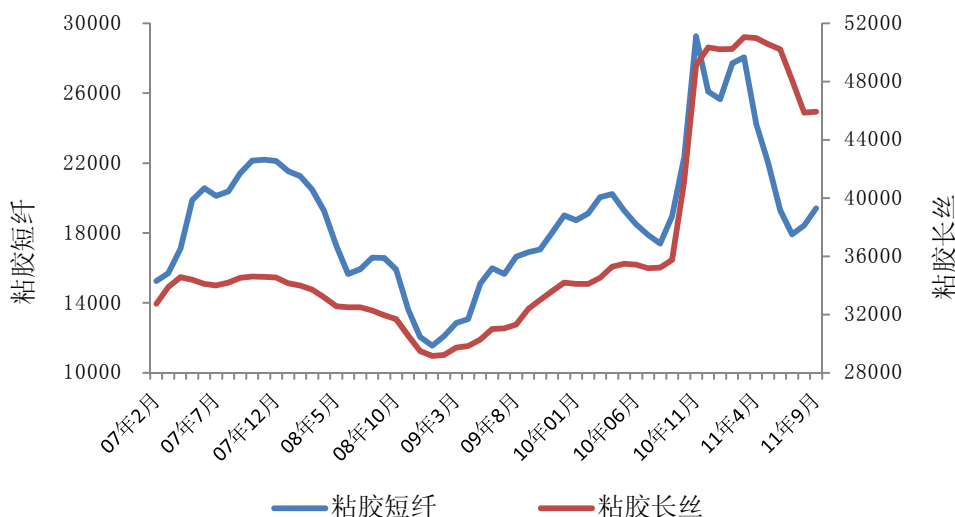


粘胶跟随棉价波动

10 年下半年以来，由于棉价的暴涨直接影响粘胶短纤原料棉短绒价格波动，粘胶价格被动跟随棉价波动，粘胶短纤从 17000 元左右涨至最高的 30800 元，长丝同样从 33000 元左右涨至最高的 51200 元。3 月，随着棉价下跌，粘胶特别是短纤价格暴跌，目前粘胶短纤和长丝最新价分别是 19800 和 46050 元。

图表 22：粘胶长短丝价格走势

单位：元/吨



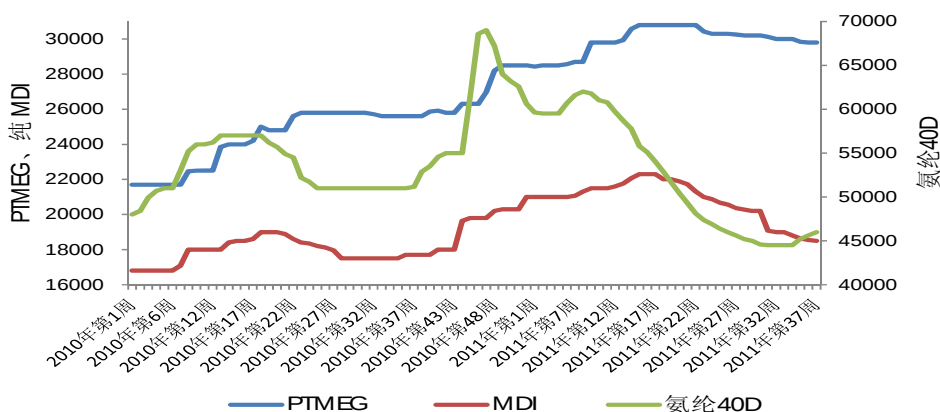
来源：中国化纤经济信息网，国金证券研究所

氨纶同样跟随棉价下跌

2010 年 9 月氨纶（40D）由于棉价暴涨而再次上涨，曾在 11 月中下旬创下 69000 元高点，由于棉价回落以及产能过多释放而降价，目前价格 46000 元，氨纶也是 2011 年刚进入旺季即降价的品种。

图表 23: 氨纶和原料价格 10 年以来走势

单位: 元/吨



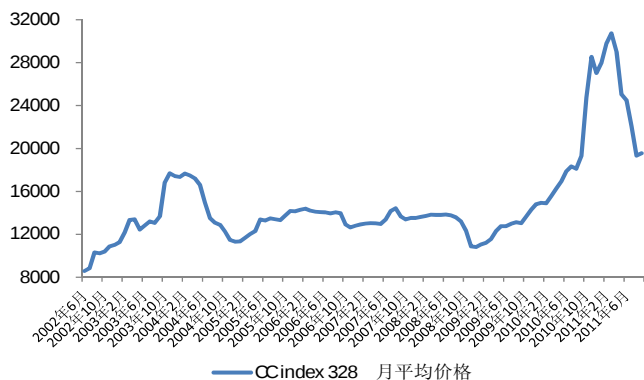
来源: 中国化纤经济信息网、国金证券研究所

棉花如我们预期那样下跌, 4 季度确定未来运行区间

棉价从 08 年 12 月开始反弹, 进入 2010 年 9 月后, 几乎呈直线上升之势, 两个月涨幅超过 70%。同期, 国际棉价也是直线飙升 (图表 26), 创下历史最高。国内棉价最高 31302 元 (328 级), cotlookA (EF) 最高为 243 美分/磅。

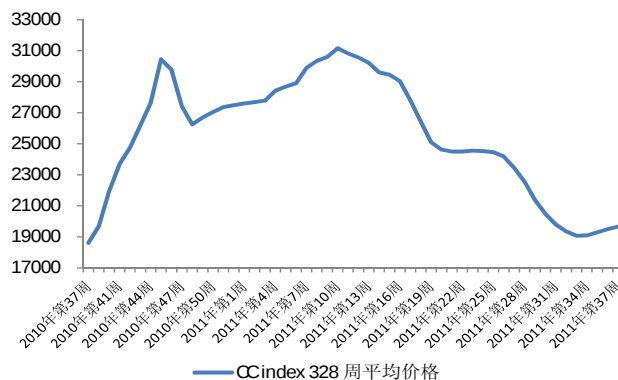
棉价由资金、供需和政策三个主要因素决定, 其中资金推动价格向上, 而供需和政策推动向下, 3 月初, 棉价如我们预期那样下跌, 8 月跌破 2 万, 最低跌至 19060 元, 近期随着国储收棉制度推出, 再加上之前下跌较快, 有所反弹, 目前最新价 19952 元。

图表 24: 近年来棉价 (328) 波动情况 单位: 元/吨

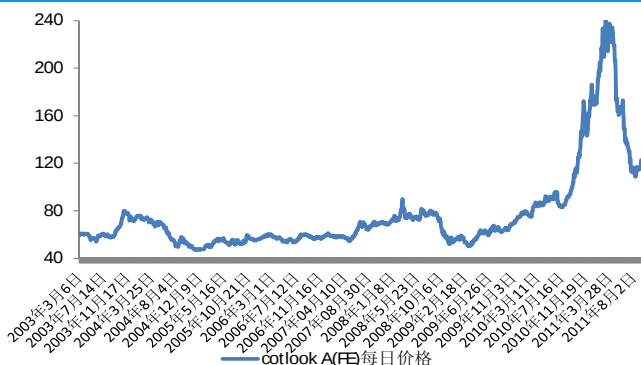


来源: 第一纺织网、国金证券研究所

图表 25: 近一年以来棉价 (328) 波动 单位: 元/吨

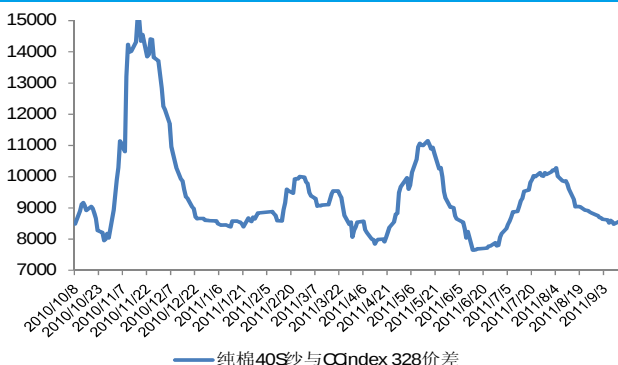


图表 26: 美国 cotlook A(FE) 指数近年来波动



来源: 第一纺织网、国金证券研究所

图表 27: 近一年棉纱与棉花价格价差



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B