

纺织服装

2009年9月30日

行业经营趋好 关注稳定增长企业

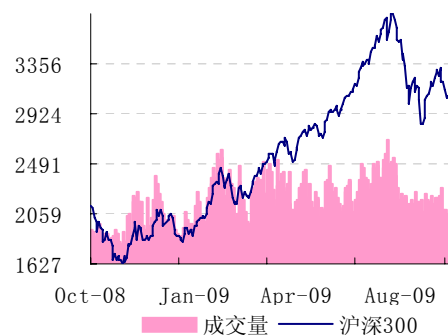
投资要点:

- 1、从年初到8月份，纺织品产量同比增长率一直处于增长态势。特别是进入8月份，布产量同比增长率由连续4个月的负增长开始转为正增长。纱线与纤维的同比增长率也创下新高。从各子行业来看，纤维行业同比增长率在5月份以后一直保持15%以上的增长速度，至8月份达到最高值；纱线行业同样保持2位数的增速；布产业稍差，但也在8月份实现了正增长。产销率也接近99%，产量数据与产销率表明，企业经营日趋好转。
- 2、来自全国规模以上零售企业服装类商品的零售数据表明，5月份以后，服装零售额增速达到25%以上，特别是10月份以后是服装业的传统旺季，服装内销增速将继续攀高。
- 3、美国采购经理人指数是美国经济的先行指标，8月份，进口订单指数与综合指数均创下今年的新高，库存指数处于较低水平，预示未来将加大外购力度。
- 4、四季度新棉将上市，但2010年棉花供需失衡的情况已基本确定，各方预期一致，2010年全国棉花价格将高于2009年水平，在这种情况下，新棉上市将不会对当前棉花价格造成太大冲击。
- 5、从估值水平来看，纺织板块估值水平略高，但纺织板块更应关注个股；服装板块估值具有一定吸引力；粘胶板块以未来12个月的收益情况来看，估值具有吸引力。看好具有较强抗风险能力的纺织龙头企业与增长确定的服装企业，谨慎看好化纤企业在四季度中的表现。
- 6、四季度推荐具有独特竞争力的纺织龙头企业华孚色纺；增长确定、估值具有优势的报喜鸟。

研究员：高国
电话：025-84457777-383
E-mail：GAOGU0108@163.COM
地址：南京市，中山东路90号

行业评级：增持

市场走势



相关研究

《行业经营趋好，个股投资价值显现》
2009、9、14

重点公司

公司简称	股价 9、29	EPS				P/E				评级
		08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	
华孚色纺	12.39		0.67	0.97	1.17		18	13	11	买入
七匹狼	17.95	0.54	0.65	0.76	0.92	33	28	24	20	推荐
报喜鸟	15.78	0.64	0.6	0.76	1.05	25	26	21	15	买入
海利得	25.5	0.73	1.13	1.41	1.67	35	23	18	15	推荐
山东海龙	7.3	-0.2	0.25	0.55	0.66	-37	29	13	11	推荐

一、产量与产销率数据表明行业经营形势趋好

表 1: 纺织工业产量情况

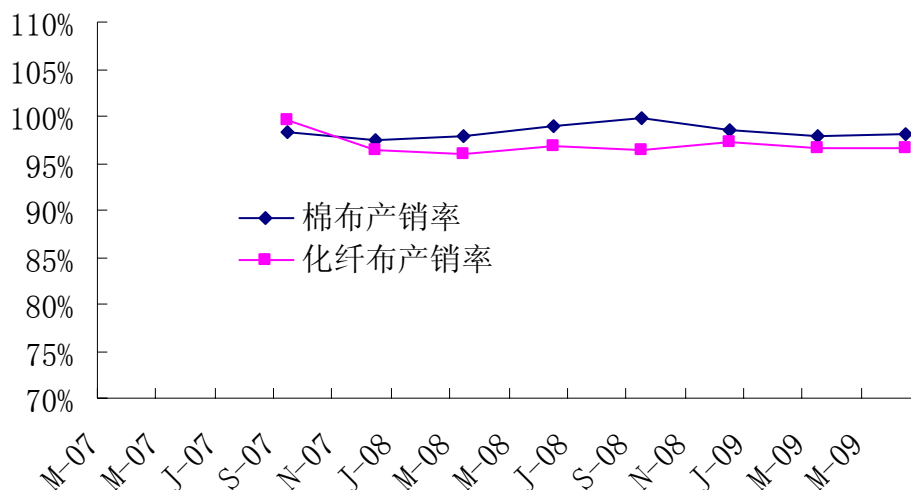
指标名称	布产量 亿米	纱产量 万吨	化学纤维产量 万吨	布 同比增长	纱线 同比增长	纤维 同比增长
2009-01	31.54	136.49	160.29	-23%	-10%	-18%
2009-02	37.73	150.36	194.62	9%	17%	14%
2009-03	46.22	195.35	213.09	0%	11%	1%
2009-04	45.10	195.35	222.66	-2%	8%	1%
2009-05	47.61	204.72	239.82	-1%	8%	15%
2009-06	51.53	221.38	246.52	-1%	11%	19%
2009-07	48.04	204.66	232.30	-2%	10%	21%
2009-08	50.00	206.72	240.05	3%	12%	24%

来源: WIND 华泰证券研究所

纺织工业的产量基本能反映行业所面临的需求情况。从统计数据可以看出,从年初到8月份,纺织品产量同比增长率一直处于增长态势。特别是进入8月份,布产量同比增长率由连续4个月的负增长开始转为正增长。纱线与纤维的同比增长率也创下新高。从各子行业来看,纤维行业同比增长率在5月份以后一直保持15%以上的增长速度,至8月份达到最高值;纱线行业同样保持2位数的增速;布产业稍差,但也在8月份实现了正增长。按在产业链上所处的位置来看,从产业链的上游到下游,依次为纤维、纱线与布。布产业处于产业链最下端,最先感受到市场所发生的变化,当布企业对后市产生向好的预期时,会加大对原材料的采购,由于“牛鞭效应”的存在,上游企业会逐渐加大存货与生产量,从而最上游的纤维行业最敏感的反映了市场的变化。根据对历史经验数据的观察,2008年,产业处于下降期时,纤维行业同样最敏锐的表现了这一变化。其产销量均首先变化且变化最大。这给我们启示,当行业处于上升或下降期时,最上游行业业绩弹性最大。

布、纱线、纤维产量的同比增幅较大,是否真正的由市场消化掉呢?我们考察行业的库存来判断产量的增加是否仅仅是增加了库存,而未在实体中得到消化。

图 1: 行业产销率



来源: WIND 华泰证券研究所

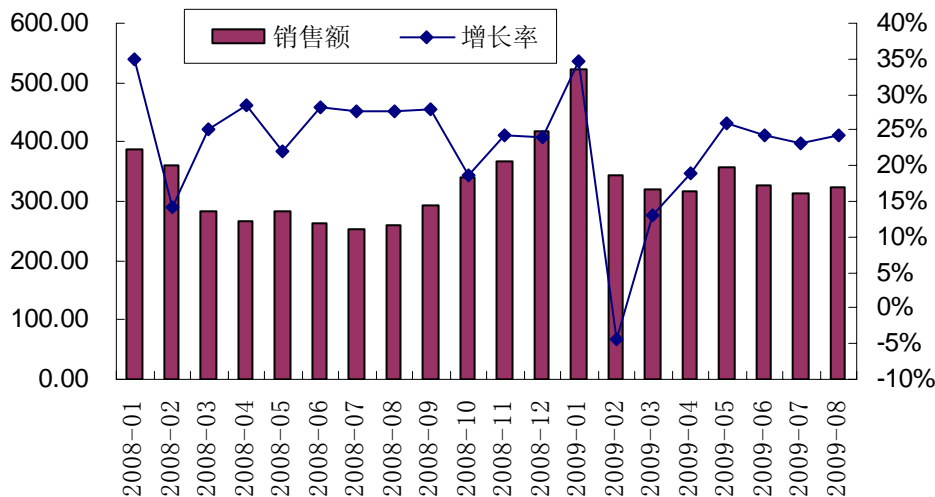
观察今年以来企业产销率情况,棉布与化纤布二个品种产销率均在98%以上,前6个月,全国棉

布累计产量 145.83 亿米，累计销量 143.8 亿米，产销率 98%；化纤布累计产量 70.35 万吨，累计销量 69.2 万吨，产销率 99%。研究过去二年间纺织品的产销情况，可发现，过去二年间，分别处于行业周期的峰顶与谷底，但企业产销率均在 95%以上，波动不大。生产企业处于市场最前端，他们会根据市场需求安排生产，产量基本代表了市场的需求量。

二、内需增长确定，外需四季度将转好

企业产量的迅速增加，首先来自于内销的快速增长。

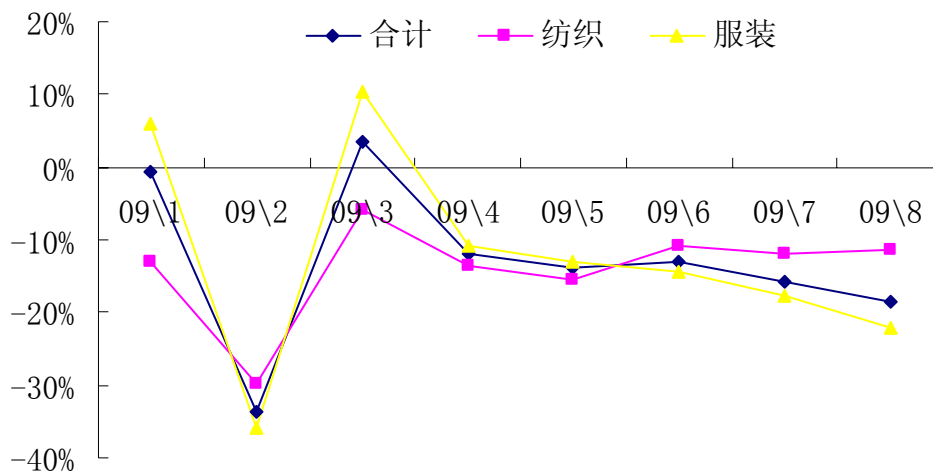
图 2：全国规模以上企业服装零售额（亿元）



来源：WIND 华泰证券研究所

来自全国规模以上零售企业服装类商品的零售数据表明，5 月份以后，服装零售额增速达到 25% 以上，其实这一数据并不特别，即使在 2008 年，全国服装零售额增速也几乎达到 30%。特别是进入 10 月份以后是服装业的传统旺季，服装内销增速有可能继续攀高。

图 3：纺织服装出口同比增速



来源：WIND 华泰证券研究所

纺织服装出口同比增速近三个月无大的改观，8 月份同比增速甚至有恶化趋势。但是，2009 年产品价格与 2008 年变化较大，同时，由于汇率因素的影响，仅仅比较金额意义不大。美国商务部纺织品办公室的数据显示，2009 年 1-7 月份，美国纺织品进口数量同比减少 10.2%，而从中国进口纺

织品数量同比减少5.2%，因而仅从数量的角度来考虑，今年出口到美国的纺织品数量减少不大。由于贸易保护主义、汇率因素，中国出口到欧盟、亚洲其他国家纺织品数量降幅大于出口到美国的降幅。

汇率方面，人民币对美元今年以来汇率稳定，基本为6.83附近，但美元汇率波动较大，同时，其他一些国家汇率有贬值现象，今年9月份，人民币兑其他货币的汇率分别是：

表2：人民币兑其他货币的汇率

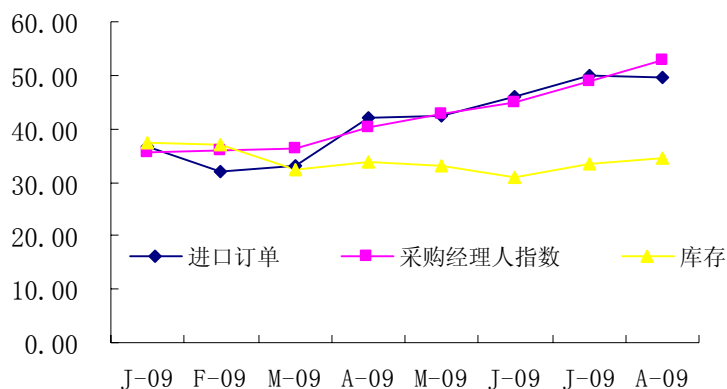
时间	卢比	林吉特	比索	韩元
2008、9	6.50	0.50	1.54	157.98
2009、9	7.03	0.51	1.94	176.80

来源：WIND 华泰证券研究所

印度、韩国、菲律宾等国家也是我国重要的纺织品出口国，人民币的相对升值产生了一定负面影响。但由于汇率引起的出口减少并非整体市场需求的减少。由于汇率引起的出口变化不表示未来出口将继续恶化。

三、景气指数指标趋好

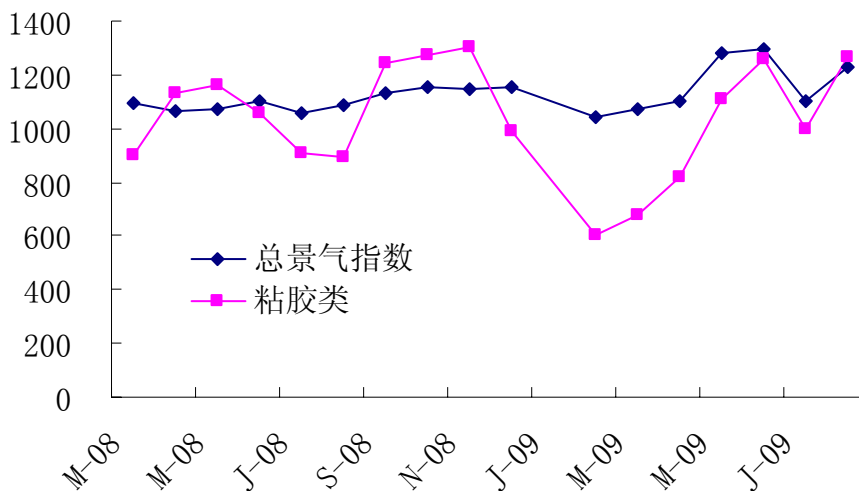
图4：美国采购经理人指数



来源：WIND 华泰证券研究所

美国采购经理人指数是美国经济的先行指标，8月份，进口订单指数与综合指数均创下今年的新高，库存指数处于较低水平，预示未来将加大外购力度。

图5: 柯桥纺织指数

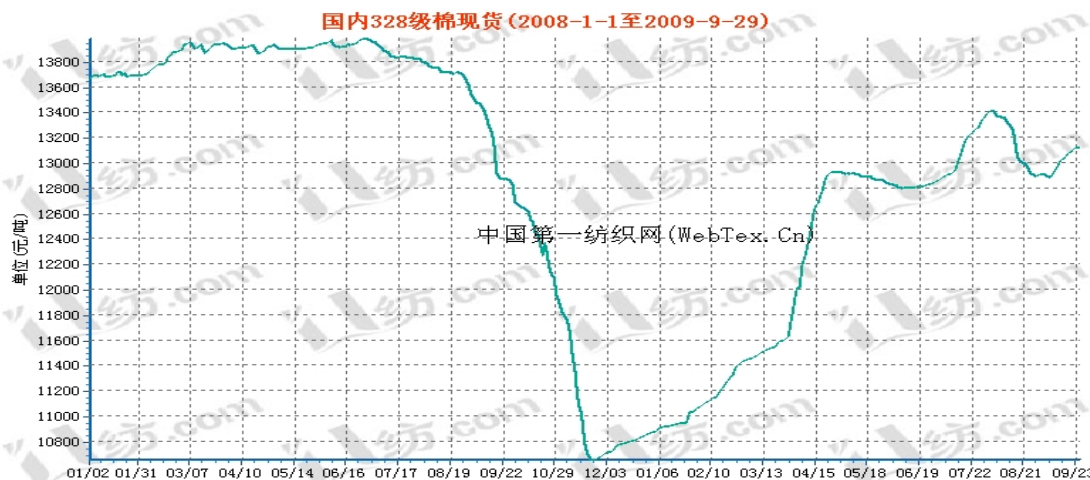


来源: WIND 华泰证券研究所

柯桥是我国重要的纺织品集散地,柯桥纺织指数反映了纺织品市场交投活跃度。柯桥纺织品景气指数在2、3、4三个月经过低谷期,于5、6月交投活跃,7月份经过整理,8月份重现高景气状态。其中粘胶类产品作为纺织原材料,表现更加明显。从景气指标可以看出,当前行业景气度与2008上半年相差不多。同时,行业季节性明显。四季度是纺织业旺季,届时,行业将保持高景气。

四、棉花供给未来趋于紧张

图6: 2008、1-2009、9国内棉花价格变化



来源: 第一纺织网

中储棉去年10月份开始收储了272万吨棉花,今年1月份后,棉花价格一路上行,至5月份,已上涨30%多,价格达到13000元/吨。为平抑棉价,降低棉纺企业的成本压力,中储棉5月份开始抛售棉花152万吨,8月份抛售60万吨,二次抛售的底价均是12600元/吨,中储棉抛售的212万吨棉花很快被市场消化,棉花价格仍稳定在13000吨以上。

最近三年,棉花种植面积连续减少,2008年,同比减少240万亩;2009年,同比减少1000多万亩,棉花产量,2008年,同比减少12万吨,预计2009年将同比减少50万吨。

表 3: 最近三年中国棉花产量情况

项目	棉花种植面积 万亩	棉花产量 万吨
2007	8880	762
2008	8640	750
2009E	7592	700

来源: 农业部

四季度新棉将上市, 但 2010 年棉花供需失衡的情况已基本确定, 各方预期一致, 2010 年全国棉花价格将高于 2009 年水平, 在这种情况下, 新棉上市将不会对当前棉花价格造成太大冲击。

五、估值水平处于合理区间

表 4: 当前纺织股的估值水平

板块名称	预测市盈率 未来 12 个月	预测市盈率 2009	预测市盈率 2010
SW 纺织	36	26	20
SW 毛纺	24	32	26
SW 棉纺	43	25	20
SW 印染	20	21	18
SW 服装 II	30	23	20
SW 化学纤维	27	40	30
SW 涤纶	28	28	74
SW 粘胶	20	36	17
SW 其他纤维	83	121	75

来源: WIND

当前纺织板块未来 12 个月动态估值为 36, 2009、2010 年动态估值分别是 26、20 倍。服装板块未来 12 个月、2009、2010 年动态估值分别为 30、23、20 倍。化纤板块中的粘胶行业未来 12 个月、2009、2010 年动态估值分别为 20、36、17 倍。从估值水平来看, 纺织板块估值水平略高, 但纺织板块更应关注个股; 服装板块估值具有一定吸引力; 粘胶板块以未来 12 个月的收益情况来看, 估值具有吸引力, 由于 2009 年上半年业绩不佳, 因而 2009 年全年估值水平偏高, 但应看到, 粘胶行业处于上升的周期中, 决定粘胶行业投资价值的不是 2009 年业绩, 而是对粘胶行业周期性的判断。

六、投资策略

四季度进入国内服装销售的旺季, 5 月份以后, 全国服装内销增速在 25%以上, 四季度仍会保持较高增速; 外销方面, 8 月份的采购经理人指数创下新高预示美国开始加大了对外采购, 进口订单指数上升, 预示接下来的时间, 美国将加大进口力度, 其中, 中国作为美国最大的纺织品进口国, 在四季度将受益于美国对外采购的增加。

1、谨慎看好纤维行业

纤维行业可敏感反映行业的变化。涤纶行业价格变化受原材料 PTA 影响大。而 PTA 与石油价格关联性强, 涤纶行业未来发展不确定性较强。粘胶纤维原材料为棉短绒, 成本相对固定, 其价格的变化首先由需求拉动。四季度谨慎看好纤维行业中的粘胶行业。理由如下:

1.1 粘胶行业利润受挤压, 但四季度粘胶价格有望提高

今年初至今，粘胶价格由 11600 元/吨上升至 17000 元/吨。进入 9 月份后，粘胶价格基本稳定在 17000 元/吨附近，而粘胶原材料棉短绒与浆粕却有较大的上涨。8 月份至今，棉短绒由 3750 元/吨，上升至 5000 元/吨，棉浆粕由 7800 元/吨上升至 8800 元/吨，棉短绒的价格迅速增长。棉短绒价格的飞涨原因如下：今年棉花减产各方面已形成共识，同时，由于新疆棉花外运困难、黄河流域阴雨天气 20 多天，不利棉花生长。据中国农科院棉花研究所的研究，今年全国成铃数为 16.9 个/株，苗情差于去年同期近半成。今年棉花减产可能超出先前的预期。棉花减产会造成棉短绒的供给不足的预期，从而引起价格的上升。

原材料的价格提升从一定程度上挤压了粘胶行业的利润，粘胶行业通过提价来化解成本压力。

1.2 粘胶行业仍可保持合理利润

当前市场对粘胶行业的担忧主要是认为短绒企业会侵蚀粘胶行业利润。我们认为不必对此过于担心，在全行业处于上升景气周期时，粘胶行业仍能保持合理利润水平。首先，棉短绒价格为短纤价格的 1/4，浆粕价格为短纤的 1/2 的比价关系，是产业链利润在各环节合理分配的状况。当前浆粕价格为短纤的 1/2，仍处于合理范围内。其次，四季度，新棉上市，棉短绒供给将相应的增加。短绒价格存在回调的可能性。这取决于短绒企业与短纤企业的博弈过程。当前短绒企业已占了行业较大的利润，并且短绒企业囤货也对价格上升起了一定作用，新棉的上市会对囤货的短绒企业造成一定压力；第三，寻求替代品、或者从国外进口短绒是缓解成本压力的解决方法。美国、哈萨克斯坦等中亚国家是我国重要的棉花进口国，未来也将是国内厂商寻求短绒进口的目标国家。根据第一纺织网的统计数据，2007、2008 年，我国分别进口短绒 13.4 万吨、7.8 万吨。棉短绒进口数量具有较大弹性。当短绒价格持续保持高位时，粘胶生产企业可采取进口的方法得到短绒供应。另外，当前木浆价格 1100 美元/吨，折合人民币 7500 元/吨，比木浆便宜约 1300 元/吨。粘胶生产企业可加大木浆比例来降低成本。第四，从粘胶行业利润的历史数据来看，2000-2008 年，粘胶行业平均利润在 19% 左右，其中，2004、2007 年为全行业景气峰顶的二年，行业利润分别为 24%、29%。2010 年，行业仍处于上升周期，我们认为全年可保持 22% 的毛利率水平。

四季度，粘胶企业继续提价的可能性较大。新绒上市，短绒价格适度回调，将构成对粘胶行业的利好。我们谨慎看好粘胶行业四季度的表现。

2、看好纺织行业中龙头企业

纺织行业上半年回暖明显，一季度行业平均毛利率 11.7%，二季度行业毛利率 12.4%，和去年同期水平相当。统计的 28 家纺织企业一季度收入同比增长率为-15%，二季度收窄为-13%。而纺织行业中的龙头企业，更显著表现出抗危机能力。

上半年，纺织中的龙头股华孚色纺、瑞贝卡、鲁泰 A，二季度营业收入同比均实现了正增长。其中瑞贝卡二季度营业收入同比增长 16%、鲁泰 A 二季度营业收入同比增长 7.1%。可以说，从营业收入的角度来说，行业龙头表现均独立于行业整体水平。

3、服装企业增长确定

品牌服装企业包括报喜鸟、七匹狼、美邦服饰等企业。5 月份以来，内销的服装零售额同比增长在 25% 左右。相应的品牌服装企业也将保持很快的增长速度。三季度品牌服装的业绩值得期待。

七、重点公司推荐

根据前面对行业的分析，重点推荐增长确定，且具有一定估值优势的公司。

华孚色纺（002042）

华孚色纺身处激烈竞争的纺织企业，但色纺纱行业却是其中难得的蓝海领域。色纺纱产能小，技术壁垒高是行业处于蓝海的主要原因。

前 6 个月，在行业普遍低迷的情况下，公司色纺纱销量同比增长 14.29%，其国际贸易区域同比增长 48%。表现靓丽。公司细化管理，严格成本控制，吨纱生产成本同比下降 8.9%，强议价能力保证公司产品价格基本不变。综合原因使得公司色纺纱毛利率提高至 18.09%，综合毛利率提高至 17.15%。

预计 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.7 元、0.97 元、1.17 元。给予 2010 年 17 倍估值，公司合理股价 16.49 元。给予“买入”评级。

报喜鸟（002154）

报喜鸟上半年营业收入同比增长 35%。其时尚品牌 S. ANGELO 的品牌推广于上半年展开，至中报时，时尚品牌网点增加 73 家。未来的增长来自二方面，经典系列和时尚系列的内生增长与门店扩张；职业服团购和定制服装的发展。预计 2009、2010、2011 年 EPS 为：0.6 元、0.76 元、1.05 元。给予 2009 年 30 倍市盈率，公司合理股价 18 元。给予“买入”评级。

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。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。