

纺织服装行业 2010 年中期投资策略

关注旺季消费，品牌与渠道价值带来高增长

欧亚菲 研究员
 电话：020-87555888-641
 eMail: oyf@gf.com.cn

李燕华 研究助理
 电话：020-87555888-636
 eMail: lyh9@gf.com.cn

行业效益持续回升，生产成本上升明显

从行业效益增长、固定资产投资完成额方面来看，纺织服装行业效益在持续复苏。但原材料价格在高位运行，棉花价格仍在上涨。目前已有 16 个城市提高最低工资标准，国内低端劳动力成本上升明显而且是大趋势，企业利润率将被挤压。而具有规模和品牌效应的企业可以通过持续优化产品结构、提高产品售价将成本压力传导给消费者，成本上升对业绩影响相对较小。

国内市场前景广阔，出口增速将趋温和

今年前 5 个月国内社会消费品零售总额累计同比增长 18.2%，其中限额以上零售企业中服装、鞋帽、针、纺织品类零售总额累计同比增长 24.87%，服装消费稳步复苏。随着 CPI 的持续走高及温和的通货膨胀显现，我们认为国内服装零售将继续保持高增长。

长期来看，国内消费市场未来发展前景广阔，主要推动力为国民收入水平不断提升，居民的消费能力和消费意愿不断提高；其次城镇化进程将带来更多的城镇居民；最后中西部地区经济加速发展将提升中西部地区居民收入水平，从而提升当地服装类消费。

今年前 5 个月我国纺织服装完成出口额累计 702.15 亿美元，同比上升了 19.31%，其中纺织品和服装分别同比上升了 29.65% 和 13.12%。今年出口形势急剧好转主要由于海外补库存需求和去年出口数据基数较低。目前美国零售库存销售比仍处低位，短期订单较多，零售商仍较为谨慎。我们认为下半年纺织服装出口将持续增长态势，但比上半年要缓和，全年增长预计在 10%-15%。

投资策略

我们继续看好国内品牌零售型企业，下半年是家纺、品牌服装（含户外用品行业）和女鞋的消费旺季，维持整个行业“买入”投资评级。我们认为品牌认可度较高，渠道扩张较快和渠道控制力较强的公司有望得到较快发展。根据公司股票估值、收入弹性来选择，倾向于选择中等偏低 PEG 值，高盈利能力和高收入弹性的公司，重点建议关注七匹狼、报喜鸟、罗莱家纺、富安娜、探路者、美邦服饰、梦洁家纺和星期六。

对于出口型纺织企业，面对人民币将强的升值压力和成本上升，建议关注细分行业龙头如：华孚色纺和鲁泰 A。

风险提示

人民币升值带来汇率风险，国内经济复苏减速。

行业评级

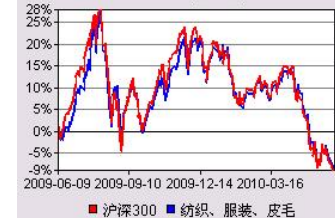


前次评级

无评级

行业走势

纺织、服装、皮毛(010301)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-5.25%	-16.58%	-7.67%
沪深 300	-4.85%	-18.35%	-8.82%

目录索引

一、行业效益持续回升，生产成本上升明显	4
(一) 行业效益持续回升	4
(二) 固定资产投资增速温和回升	5
(三) 原材料价格高位运行	5
(四) 劳动力成本上升明显，逐步提升是大趋势	6
二、国内市场将迎来高增长，未来前景广阔	8
(一) 居民收入增长	9
(二) 城镇化进程推动农村和三四线城市消费	11
(三) 中西部经济快速发展	13
三、出口复苏未来将趋温和	14
四、投资回顾与策略	17
五、重点公司跟踪	19
七匹狼:	20
报喜鸟:	20
罗莱家纺:	21
富安娜:	22

图表索引

图 1: 纺织业累计收入及利润总额增速	4
图 2: 服装、鞋帽业累计收入及利润总额增速	4
图 3: 纺织业逐月收入及利润总额增速	4
图 4: 服装、鞋帽业逐月收入及利润总额增速	4
图 5: 纺织服装全行业固定资产投资累计完成情况	5
图 6: 纺织与服装行业固定资产投资累计完成情况	5
图 7: 国内 328 级棉花价格走势	6
图 8: 美国 Cotlook 指数走势	6
图 9: 国内涤纶短纤均价走势	6
图 10: 国内粘胶短纤均价走势	6
图 11: 纺织服装行业销售利润率	7
图 12: 社会消费品及纺织服装类累计零售增长	8
图 13: 社会消费品及纺织服装类当月零售增长	8
图 14: 全国 200 家重点大型百货商场零售累计增长	8
图 15: 全国 200 家重点大型百货商场零售当月增长	8
图 16: 纺织服装行业景气指数	9
图 17: 近三年消费者信心指数	9
图 18: 2005-2008 年城镇居民家庭收入分布	10
图 19: 城镇按收入等级人均衣着消费支出	10
图 20: 农村按收入等级人均衣着消费支出	10
图 21: 人均 GDP 及增速	11
图 22: 城镇与农村人均消费性支出同比增长	11

图 23: 城镇与农村人均衣着支出同比增长	11
图 24: 城镇化进程“S”型轨迹	12
图 25: 中国城镇化进程	12
图 26: 2009 年各城市城镇居民人均衣着支出情况	13
图 27: 08 年各城市农村居民人均衣着支出情况	13
图 28: 纺织服装历年出口增速	14
图 29: 纺织服装月度累计出口增速	14
图 30: 纺织服装与全国出口月度累计出口增速	14
图 31: 中国对美国纺织服装出口增长情况	15
图 32: 中国对欧盟纺织服装出口增长情况	15
图 33: 美国服装零售每月同比增长情况	15
图 34: 美国服装零售库存销售比率	15
图 35: 欧盟 27 国服装零售贸易指数 (销售额)	16
图 36: 欧盟 27 国服装零售贸易指数 (销售量)	16
图 37: 近三年美国消费者信心指数	16
图 38: 近三年欧盟 27 国消费者信心指数	16
图 39: 人民币汇率变化	17
表 1: 已提高月最低工资标准的城市	7
表 2: 我国城乡居民衣着消费支出情况	12
表 3: 2010 年 2 季度涨跌幅前 10 名	18
表 4: 品牌零售型公司估值对比	19
表 5: 重点跟踪公司一览	19

一、行业效益持续回升，生产成本上升明显

(一) 行业效益持续回升

根据国家统计局数据,2009 年前 11 月纺织业完成销售收入 20055.55 亿元,实现利润总额 777.18 亿元,分别同比增加 10.32%和 17.75%;服装、鞋帽制造业完成销售收入 8884.8 亿元,实现利润总额 414.88 亿元,分别同比增加 14.52%和 21.31%。

2010 年前两个月纺织业完成销售收入 3237.58 亿元,实现利润总额 125.47 亿元,分别同比增加 27.5%和 83.14%;同期服装、鞋帽制造业完成销售收入 1471.37 亿元,实现利润总额 74.1 亿元,分别同比增加 19.6%和 20.96%。

图 1: 纺织业累计收入及利润总额增速

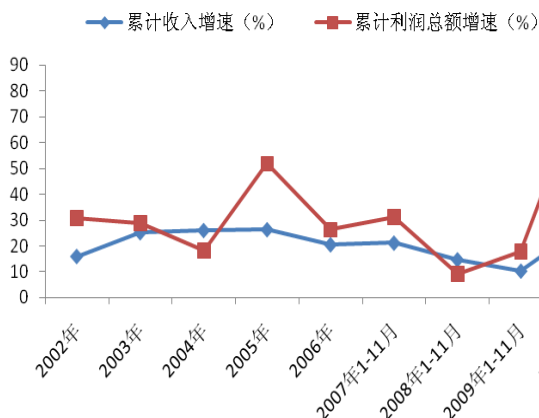
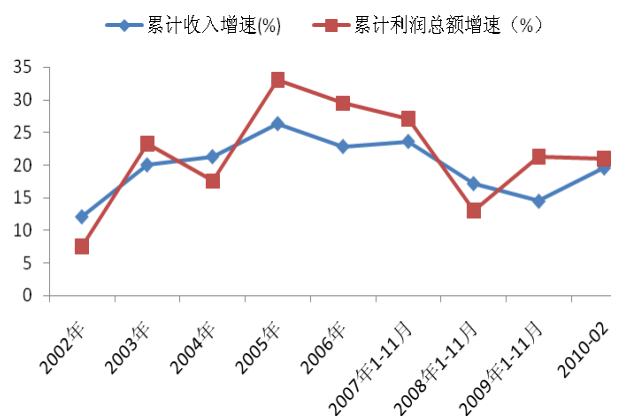


图 2: 服装、鞋帽业累计收入及利润总额增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 3: 纺织业逐月收入及利润总额增速

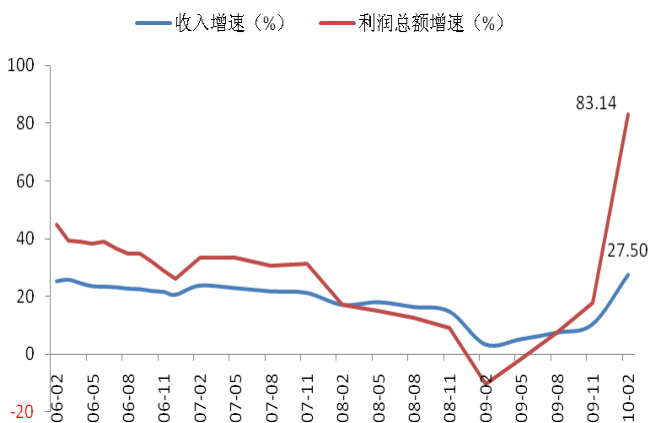
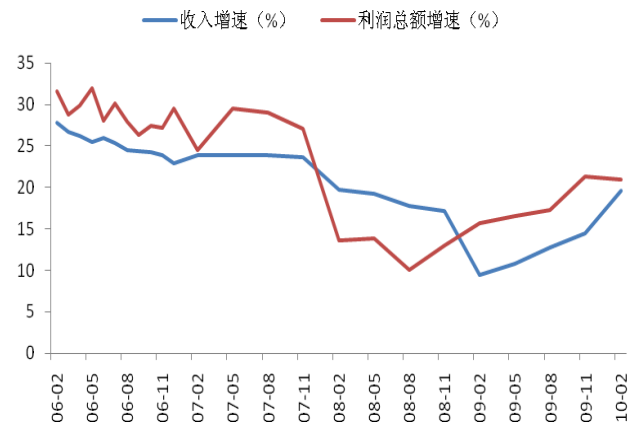


图 4: 服装、鞋帽业逐月收入及利润总额增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

纺织行业收入增速于 2009 年 2 月份降入低谷之后进入复苏通道，逐步缓慢回升，年底增速恢复将近 08 年初的水平。2010 年以来，纺织行业收入和利润开始强劲回升，主要由于市场需求回升，加上金融危机时原材料成本较低，大部分纺织企业原材料储备较多，目前产品价格涨势迅猛，利润增幅较收入更高。

(二) 固定资产投资增速温和回升

根据国家统计局数据，2008 年纺织服装行业完成固定资产投资 2430.06 亿元，同比增长仅为 6.44%，是近年来最低增幅。2009 年一季度保持惯性增速下跌，至 4 月份开始逐步回升，全年完成固定资产投资额为 2818.8 亿元，同比增长 16%。2010 年 2 月行业固定资产投资增速高达 27.31%，随后放缓，前 5 个月的固定资产投资增速为 18.12%。

随着我国纺织业的许多生产基地逐渐向中西部转移，加上纺织服装行业技术革新和设备更新，使得我国纺织服装业固定资产投资额将维持较高增长态势。

图 5: 纺织服装全行业固定资产投资累计完成情况

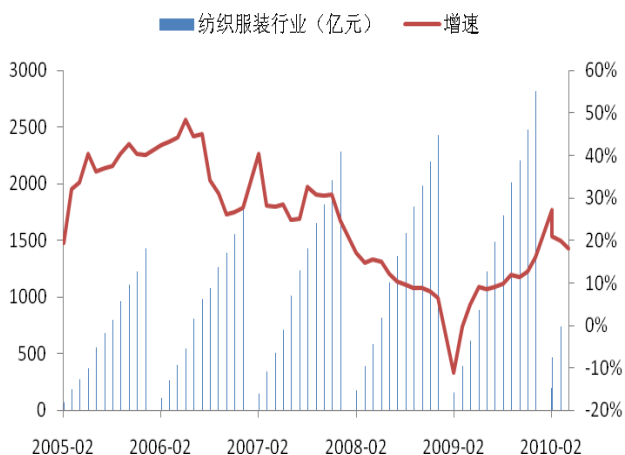
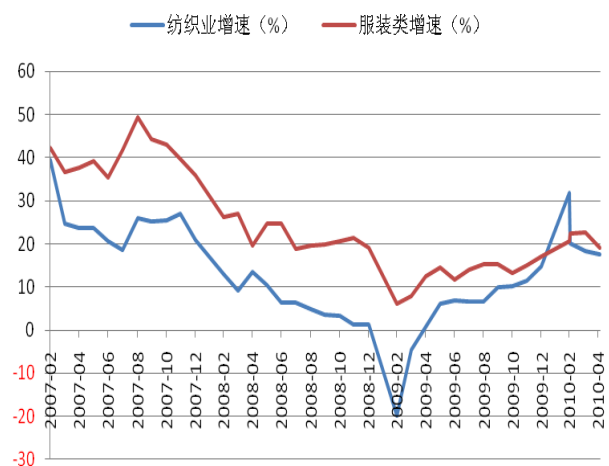


图 6: 纺织与服装行业固定资产投资累计完成情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

(三) 原材料价格高位运行

棉花价格从 2008 年底开始微幅反弹，09 年 4 月份开始加速上涨，7 月开始小幅上涨，10 月份之后开始暴涨，2009 年底国内 328 级棉现货价格高达 14913 元/吨，但涨势一直持续，目前 328 级棉花价格已高达 17682 元/吨，超过 06 年以来的价格高点。此外，受美元贬值以及美国产棉区受灾等因素影响，美国棉价也大幅上涨，目前 Cotlook 远东指数平均价格为 94.4 美分/磅。

2009 年底粘胶短纤和涤纶短纤的价格分别为 18850 元/吨和 9600 元/吨，较年初分别上涨 62.5%和 33.33%，目前粘胶短纤和涤纶短纤的最新价格分别为 18530 元/吨和 9480 元/吨，开始有所回落。我们预计今年下

半年棉花等原材料价格仍保持震荡上涨的态势。

图 7: 国内 328 级棉花价格走势

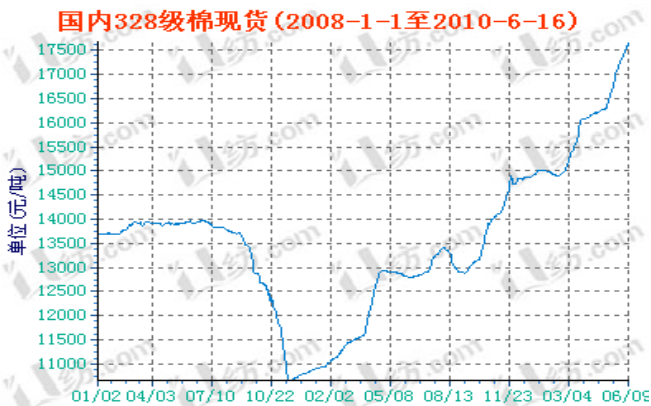


图 8: 美国 Cotlook 指数走势

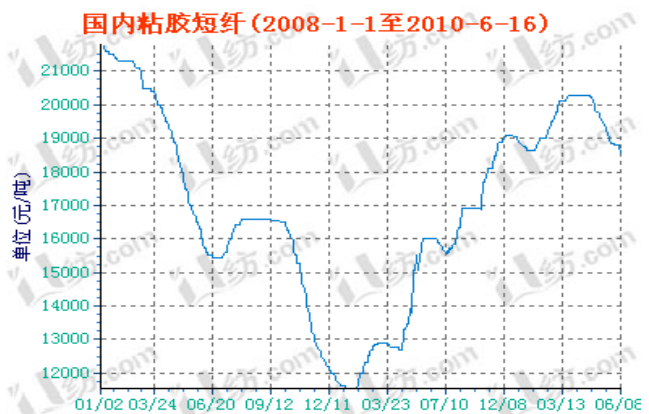


数据来源: 第一纺织网、广发证券发展研究中心

图 9: 国内涤纶短纤均价走势



图 10: 国内粘胶短纤均价走势



数据来源: 第一纺织网、广发证券发展研究中心

(四) 劳动力成本上升明显, 逐步提升是大趋势

国内低端劳动力成本上升明确而且是大趋势, 目前中国已有多个城市提高最低工资标准, 对于纺织服装类劳动密集型企业, 劳动力成本上升对企业利弊兼有。

一方面, 工资上涨可以提高居民尤其是中低收入者的收入水平, 可以推动国内消费尤其是必需品和中低档可选消费品, 其中品牌服装、家纺和女鞋行业等直接面对消费者的企业均收益。

另一方面, 劳动力成本上升也会挤压企业的利润率, 对于纺织服装这种低端劳动密集型行业不利影响较大, 主要由于纺织服装制造业议价能力较低、劳动力成本占比较高和技术壁垒不高等。

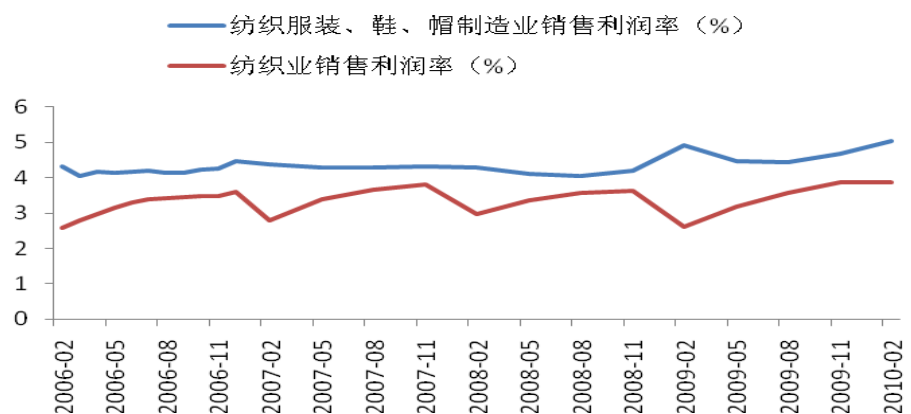
表 1: 已提高月最低工资标准的城市

指标名称	2009 年	2010 年	同比增长
北京	800.00	960.00	20.00%
上海	960.00	1,120.00	16.67%
天津	820.00	920.00	12.20%
福建	480.00	600.00	25.00%
广东	530.00	660.00	24.53%
湖北	450.00	600.00	33.33%
湖南	500.00	600.00	20.00%
吉林	550.00	680.00	23.64%
江苏	590.00	670.00	13.56%
江西	420.00	500.00	19.05%
宁夏	490.00	605.00	23.47%
山东	500.00	600.00	20.00%
山西	570.00	640.00	12.28%
陕西	480.00	580.00	20.83%
云南	520.00	630.00	21.15%
浙江	690.00	800.00	15.94%

数据来源: 人力资源和社会保障部、广发证券发展研究中心

纺织服装行业尤其是服装制造业是低端劳动力密集型行业, 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, 假设劳动力成本平均上涨 20%, 那么行业生产成本平均上涨幅度约为 3%—6%, 这对于行业中的大多数企业造成了较大的压力。目前纺织业行业平均销售利润率为 3.88%, 纺织服装、鞋、帽制造业平均销售利润率为 5.04%, 对于处于行业平均水平之下的中小企业来说, 平均 3%—6%的成本上涨将导致亏损。但对于少数行业龙头企业来说, 利润率一般都在 10%以上, 短期劳动力成本上升将带来一定的冲击, 但长期来说, 随着亏损企业的退出, 有利于龙头企业的市场份额的提升。

图 11: 纺织服装行业销售利润率



数据来源: 海关总署、广发证券发展研究中心

二、国内市场将迎来高增长，未来前景广阔

自从 2008 年底经济危机以来，我国服装零售市场增速明显下降，2009 年国内服装市场增速逐步回升，全年国内社会消费品零售总额同比增长 15.5%，其中纺织服装类零售总额同比增长 22.43%。

2010 年以来，国内消费市场继续保持增长态势，前 5 个月国内社会消费品零售总额累计同比增长 18.2%，其中限额以上零售企业中服装、鞋帽、针、纺织品类零售总额累计同比增长 24.87%，纺织服装类增速一般超过社会消费品增速，复苏阶段弹性较大。

另外，随着 CPI 的持续走高及温和的通货膨胀显现，我们认为社会消费品零售总额将继续保持高增长。

图 12: 社会消费品及纺织服装类累计零售增长

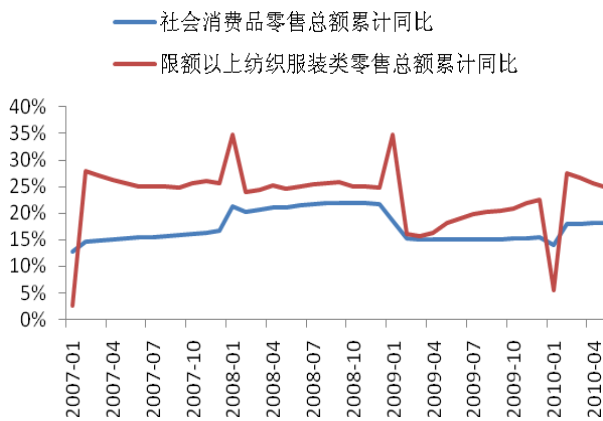
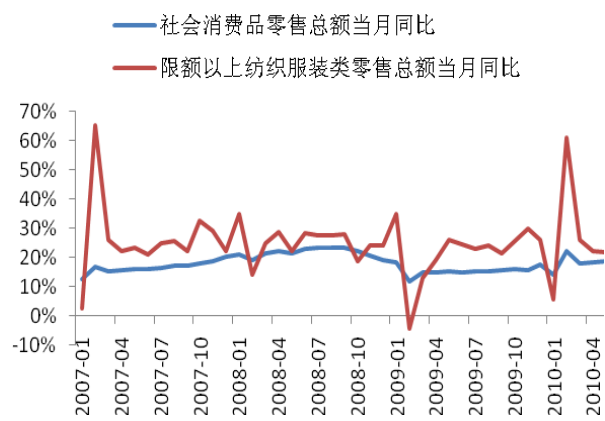


图 13: 社会消费品及纺织服装类当月零售增长



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 14: 全国 200 家重点大型百货商场零售累计增长

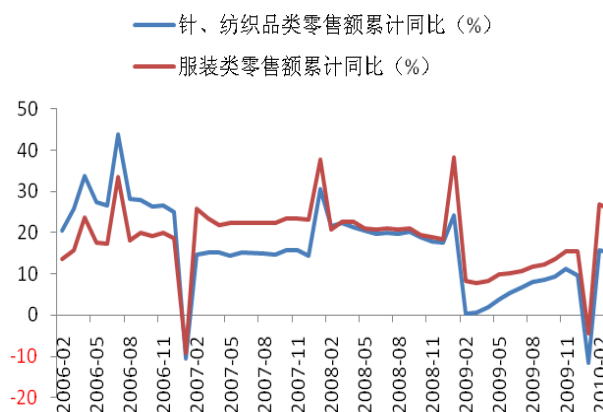


图 15: 全国 200 家重点大型百货商场零售当月增长



数据来源：中国毛纺织行业协会、广发证券发展研究中心

全国 200 家大型百货商场纺织服装零售数据也显示 09 年零售额增速逐步回升，除去 1 月份季节因素外，整体增速已达危机前水平。2010 年

前 3 个月服装类和针、纺织品类累计零售额同比分别增长 25.53%和 15.08%。即使在消费淡季 3 月份的服装类和针、纺织品类当月零售额也分别增长了 20.52%和 12.72%。淡季不淡主要由于国内消费市场的稳步复苏和通胀预期。随着 CPI 的持续走高及温和的通货膨胀显现，我们认为社会消费品零售总额将继续保持高增长

另外，2010 年 4 月的国内消费者信心指数、满意指数和预期指数分别为 106.6、106.2 和 106.8，自 09 年 3 月以来稳步上升。纺织服装行业景气指数也从 08 年大幅下滑后触底逐步回升，从数据可以看出，两者高度相关。因此，我们认为行业景气和消费者信心均处在反复回升阶段。

图 16: 纺织服装行业景气指数

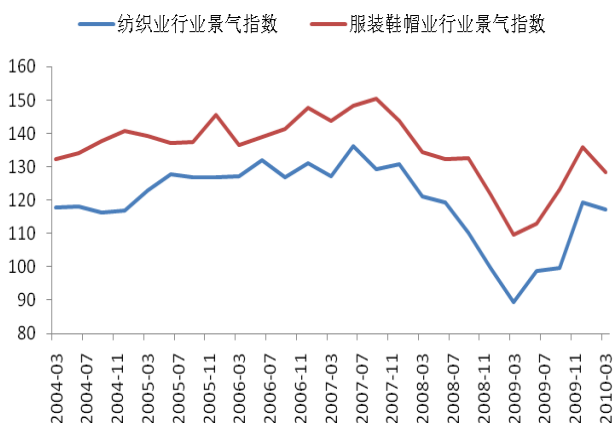
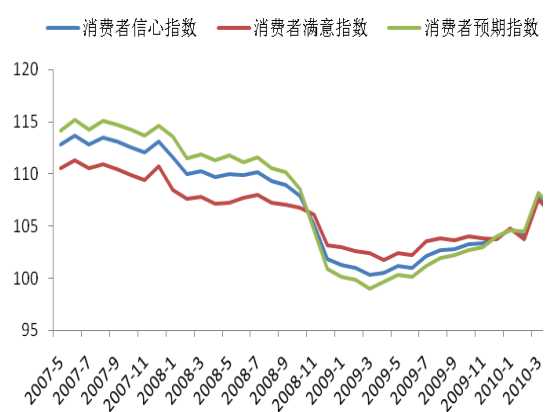


图 17: 近三年消费者信心指数



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

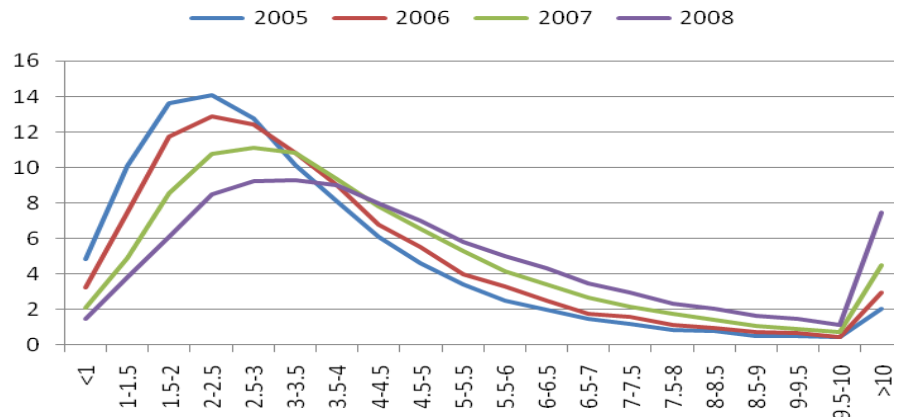
国内纺织服装消费在危机中能保持增长主要由于经济危机没有导致国民储蓄降低。从长期来看，国内服装消费市场未来发展前景广阔，主要推动力为国民人均生产水平进入快速增长期，人均消费水平不断提升，居民的消费能力和消费意愿不断提高；其次为城镇化进程带来更多的城镇居民，城镇居民的更高消费水平将推动衣着消费；最后中西部地区经济加速发展提升中西部地区居民收入水平，从而带来当地衣着消费提升。

(一) 居民收入增长

从 05-08 年城镇家庭收入结构分布可以看出，与 05 年相比，年收入超过 3.5-4 万元的家庭比重有所上升，中低收入家庭比重有所下降，显示城镇居民收入水平持续提高，整体收入的提升。但中低收入阶层比重仍然较大，未来提升空间较大。

城乡居民的人均服装消费额也稳步提高，而且收入水平越高，提升幅度越明显。

图 18: 2005-2008 年城镇居民家庭收入分布



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

图 19: 城镇按收入等级人均衣着消费支出

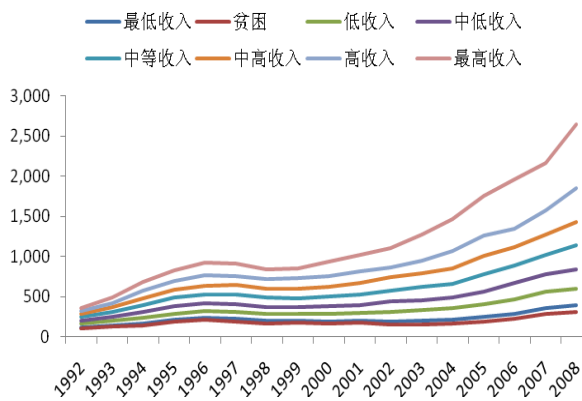
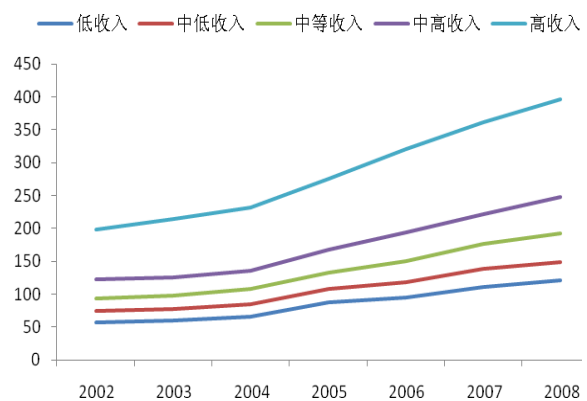


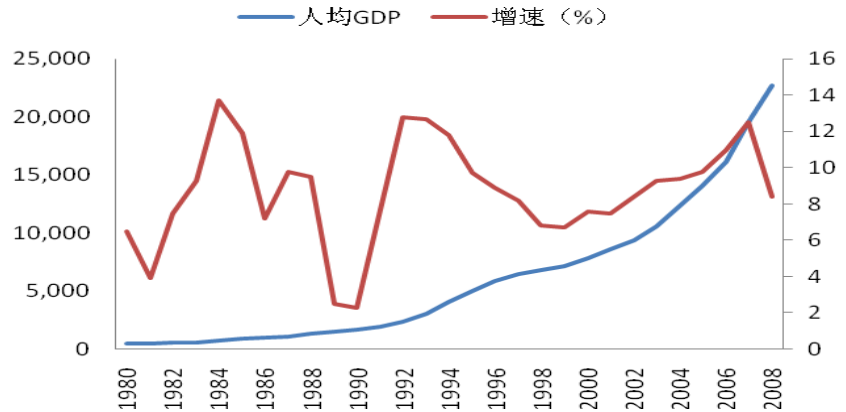
图 20: 农村按收入等级人均衣着消费支出



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

08 年我国人均 GDP 已超过 3000 美元,根据目前的增长速度,预计 2015 年人均 GDP 将可能突破 8000 美元。根据国际经验,当人均 GDP 超过 3000 美元后,消费者的结构和习惯会有所改变,开始更多的追求品牌和产品所蕴含的文化,中国已开始进入服装消费的黄金增长期。

图 21: 人均 GDP 及增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

(二) 城镇化进程推动农村和三四线城市消费

目前我国城乡之间的服装消费差距明显,城镇和农村的人均衣着支出同比增长从 2005 年呈现逐渐放缓的趋势。08 年,农村居民人均消费性支出 3,660.68 元,为城镇居民人均消费性支出的 32.56%;农村居民人均衣着支出占消费性支出为 5.79%,而城镇居民消费性支出中衣着类占比为 10.37%;农村居民每年用于衣着类的消费仅为城镇居民的 18.17%。2009 年,农村人均衣着支出约为 233 元,相当于城镇人均衣着支出的 18.1%,低于平均水平且有下降的趋势。我们预计随着人均收入的逐渐增长、政府的消费刺激政策、农村生活环境的改善,农村与城镇间的差距将逐渐缩小,释放巨大消费潜力。

图 22: 城镇与农村人均消费性支出同比增长

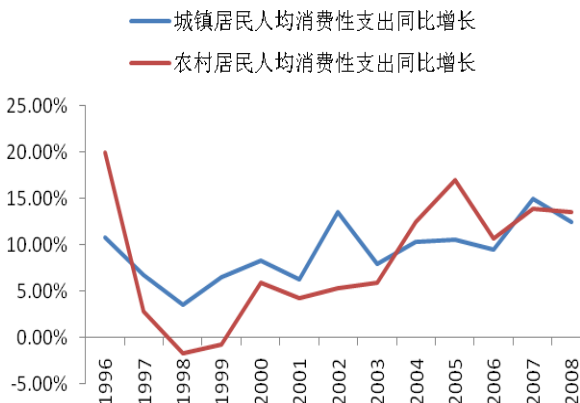
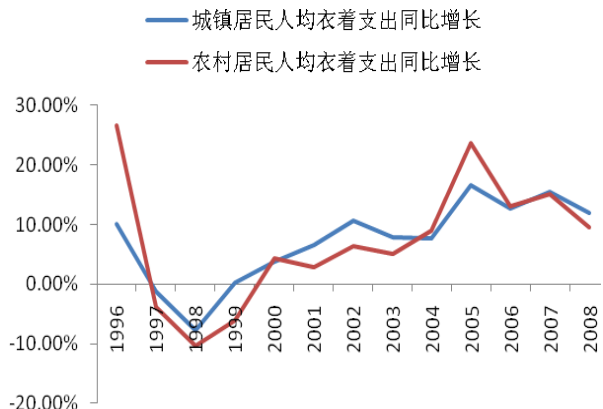


图 23: 城镇与农村人均衣着支出同比增长



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

表 2: 我国城乡居民衣着消费支出情况

	城镇居民 人均消费 性支出 (元)	城镇居民 人均衣着 支出(元)	城镇人 均衣着 支出占 比	农村居民 人均消费 性支出 (元)	农村居 民人均 衣着支 出(元)	农村人 均衣着 支出占 比	农村人均消 费性支出/ 城镇人均消 费性支出	农村人均 衣着支出/ 城镇人均 衣着支出
1995	3,537.57	479.20	13.55%	1,310.36	89.79	6.85%	37.04%	18.74%
1996	3,919.47	527.95	13.47%	1,572.08	113.77	7.24%	40.11%	21.55%
1997	4,185.64	520.91	12.45%	1,617.15	109.41	6.77%	38.64%	21.00%
1998	4,331.61	480.86	11.10%	1,590.33	98.06	6.17%	36.71%	20.39%
1999	4,615.91	482.37	10.45%	1,577.42	92.04	5.83%	34.17%	19.08%
2000	4,998.00	500.46	10.01%	1,670.13	95.95	5.75%	33.42%	19.17%
2001	5,309.01	533.66	10.05%	1,741.09	98.68	5.67%	32.80%	18.49%
2002	6,029.88	590.88	9.80%	1,834.31	105.00	5.72%	30.42%	17.77%
2003	6,510.94	637.73	9.79%	1,943.30	110.27	5.67%	29.85%	17.29%
2004	7,182.10	686.79	9.56%	2,184.65	120.16	5.50%	30.42%	17.50%
2005	7,942.88	800.51	10.08%	2,555.40	148.57	5.81%	32.17%	18.56%
2006	8,696.55	901.78	10.37%	2,829.02	168.04	5.94%	32.53%	18.63%
2007	9,997.47	1,042.00	10.42%	3,223.85	193.45	6.00%	32.25%	18.57%
2008	11,242.85	1,165.91	10.37%	3,660.68	211.80	5.79%	32.56%	18.17%

数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

美国地理学家诺瑟姆于 1979 年提出各国城镇化过程的轨迹为“S”型曲线的理论(如图 13)。按照国际经验,城镇化水平在 30%-70%之间是一个国家城镇化加速发展的阶段。2009 年我国城镇化率为 46.6%,自 1985 年一直处于上升态势,正迎来一个高速城镇化的过程。城乡居民在服装消费能力上存在巨大差异,城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。

图 24: 城镇化进程“S”型轨迹

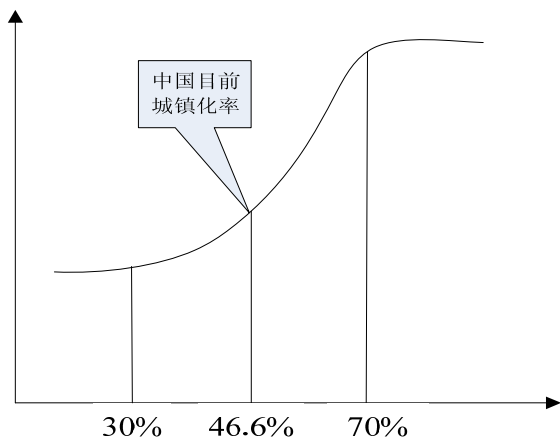
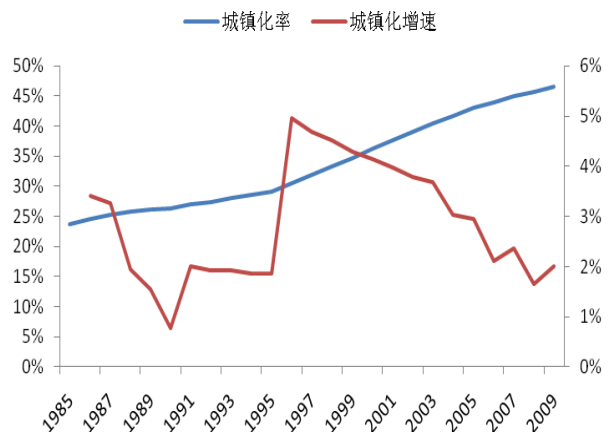


图 25: 中国城镇化进程



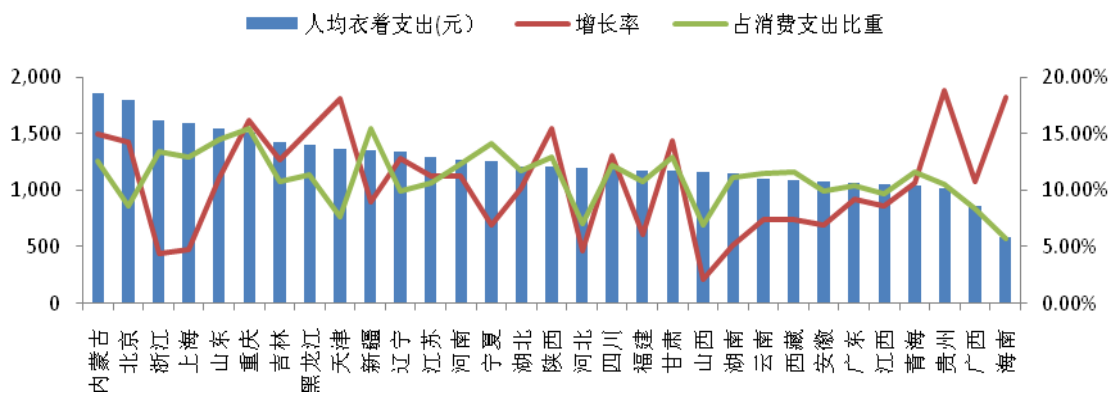
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

(三) 中西部经济快速发展

我国目前不同地区间衣着消费也存在着很大的差异。人均衣着类支出较高的集中在一线城市和东部沿海地区，而较低的均为中西部地区的内陆城市。其中城镇居民人均衣着支出最高的省份是最低的省份的 3.19 倍，农村居民人均衣着支出最高的省份是最低的省份的 5.95 倍，差距很大。

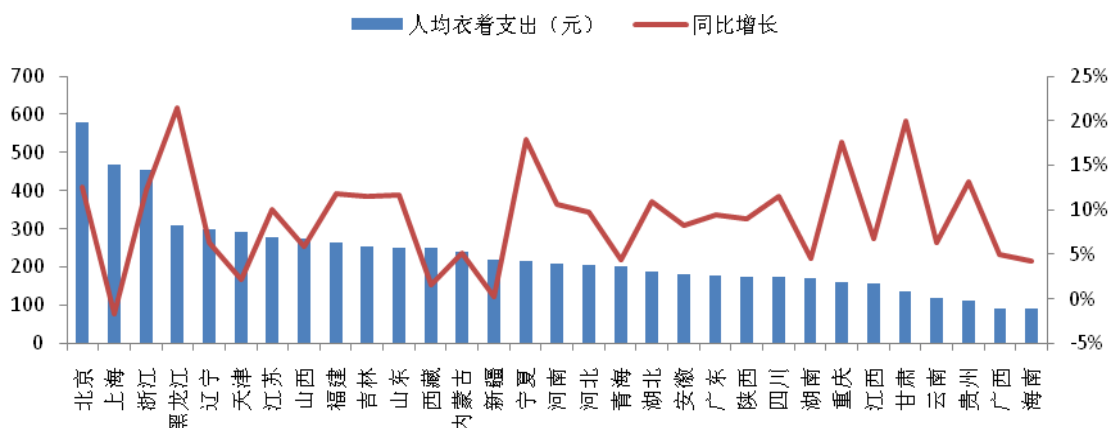
另外，在衣着支出的增速方面，中西部地区要明显高于东部沿海地区。目前中西部地区的 GDP 增速已经开始超过东部沿海地区，随着中西部地区中部崛起，地区间经济实力差距的缩小，基数较低的中西部地区随着经济的高速发展，未来服装消费具有很大的增长潜力。

图 26: 2009 年各城市城镇居民人均衣着支出情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 27: 08 年各城市农村居民人均衣着支出情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

整体国民收入水平提高、城市化进程和中西部地区经济快速发展等因素将有效推动未来服装消费增长，充分说明国内的服装消费还有巨大的增长空间，未来发展前景广阔。

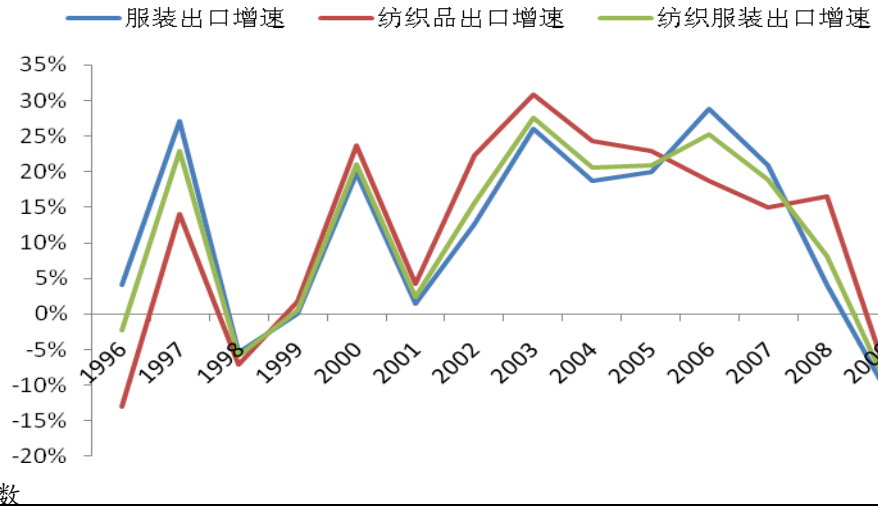
三、出口复苏未来将趋温和

我国是纺织服装出口大国，中国纺织品服装出口占全球贸易额的比重已接近 40%，自 2006 年以来出口增速逐步下滑。

经济危机对我国出口影响较大，2009 年我国出口整体降幅达 16.02%，纺织服装全年累计出口 1670.24 亿美元，同比下降了 9.8%，其中纺织品出口 599.73 亿美元，服装出口 1070.61 亿美元，分别同比下降了 8.26% 和 10.63%。

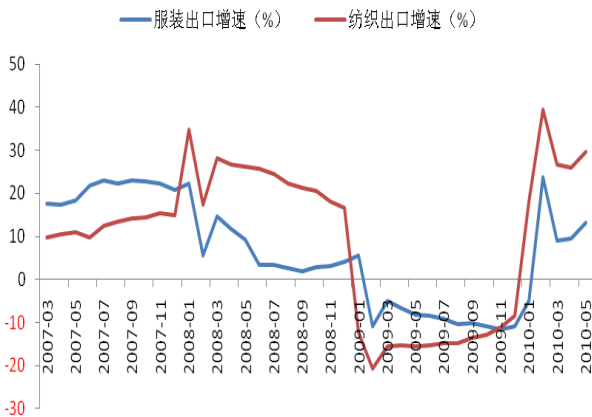
2010 年前 5 月，我国纺织服装完成出口额累计 702.15 亿美元，同比上升了 19.31%，5 月份环比增长 30.54%。其中纺织品出口恢复情况好于服装出口，纺织类出口累计 285.61 亿美元，同比上升了 29.65%；服装出口累计 416.53 亿美元，同比上升了 13.12%。今年出口形势急剧好转主要由于海外补库存需求和去年出口数据基数较低。

图 28: 纺织服装历年出口增速



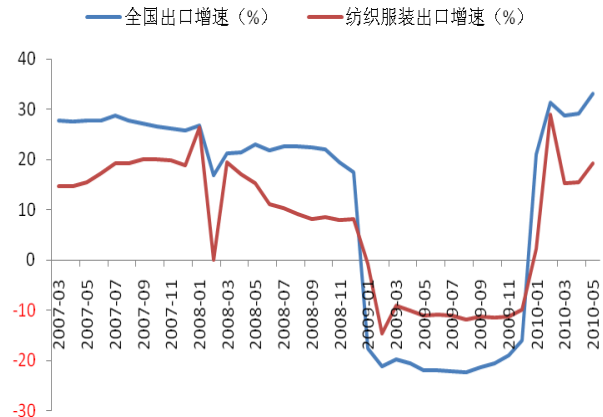
数据来源: 海关总署、广发证券发展研究中心

图 29: 纺织服装月度累计出口增速



数据来源: 海关总署、广发证券发展研究中心

图 30: 纺织服装与全国出口月度累计出口增速



我国纺织服装产品主要出口国是美国和欧盟，今年初有个急剧增长，主要由于经济危机期间去库存严重，短期订单回升激增，但美国零售库存销售比持续下降，目前仍在低位徘徊，持续补库存需求仍强烈。

另外，从历史数据可以看出，我国对美国 and 欧盟的出口增长情况与出口国服装类零售增速高度相关，从美国 and 欧盟国内服装零售情况可以判断我国纺织服装出口趋势。

美国和欧盟服装零售增长指标从 09 年以来回升显著，趋势明显。美国零售库存销售比仍处低位，说明短期订单较多，零售商仍较为谨慎，未来补库存预期较强；欧盟服装销售量增长持续，高于销售额，说明中低端消费比高端消费复苏情况更好。此外，从消费者信心指数数据来看，美国和欧盟从 09 年 3 月份以来一直处于回升态势，因此，海外需求趋势向好，从而我们判断我国纺织服装出口情况将继续保持增长态势。

图 31: 中国对美国纺织服装出口增长情况

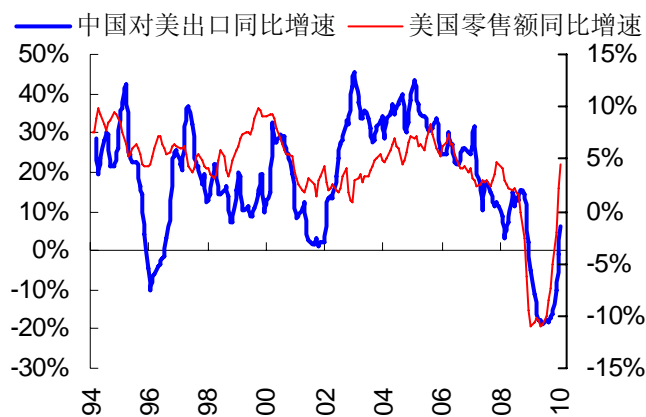
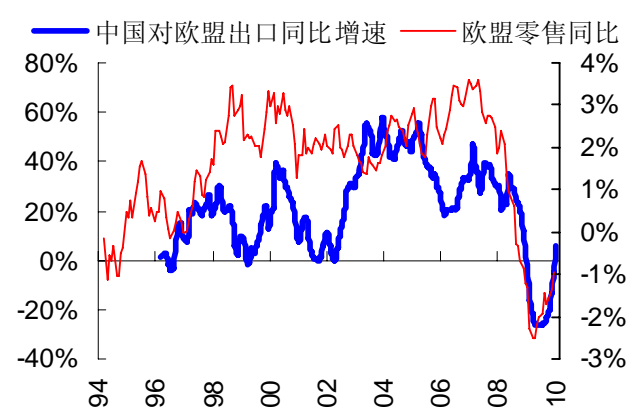


图 32: 中国对欧盟纺织服装出口增长情况



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

图 33: 美国服装零售每月同比增长情况

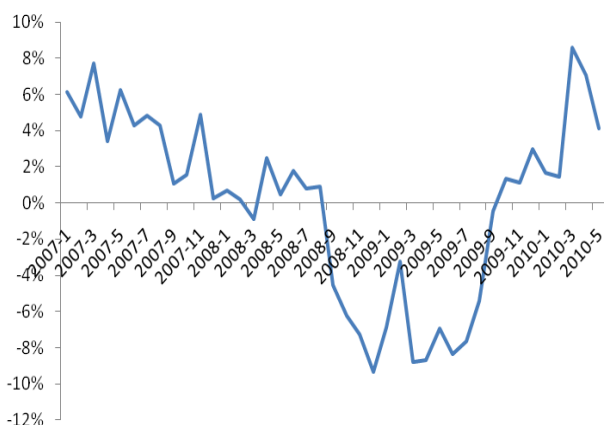
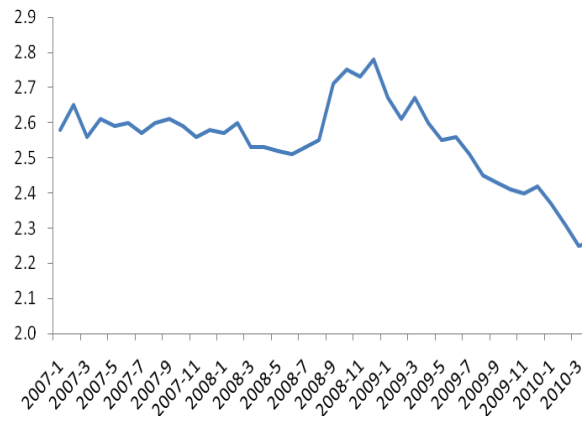


图 34: 美国服装零售库存销售比率



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

图 35: 欧盟 27 国服装零售贸易指数 (销售额)

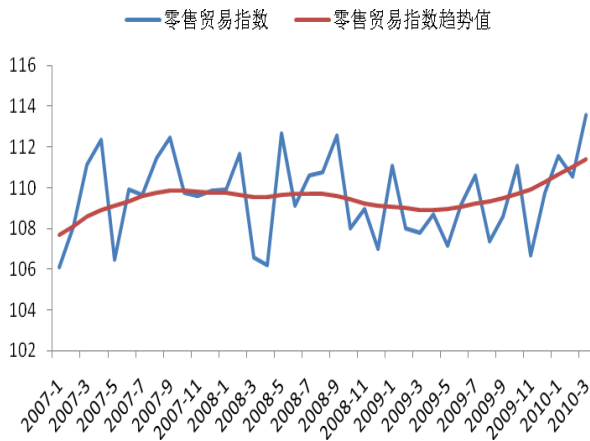
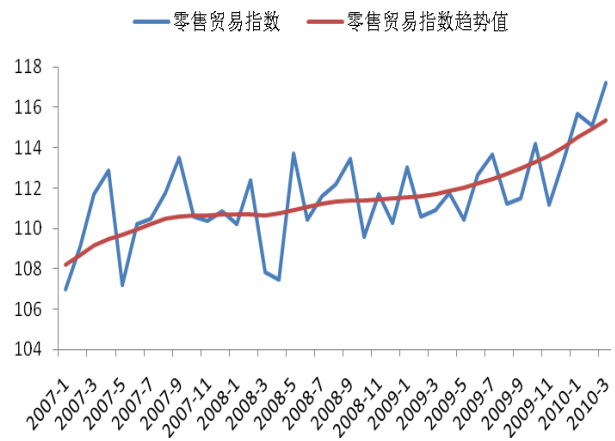


图 36: 欧盟 27 国服装零售贸易指数 (销售量)



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

图 37: 近三年美国消费者信心指数

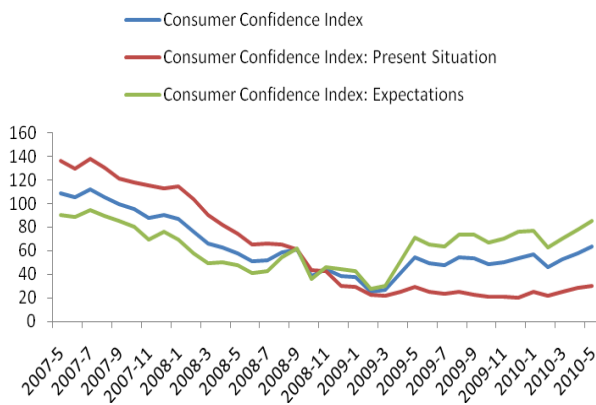
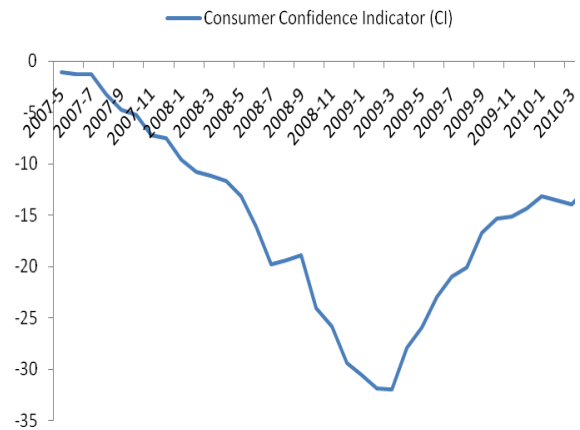


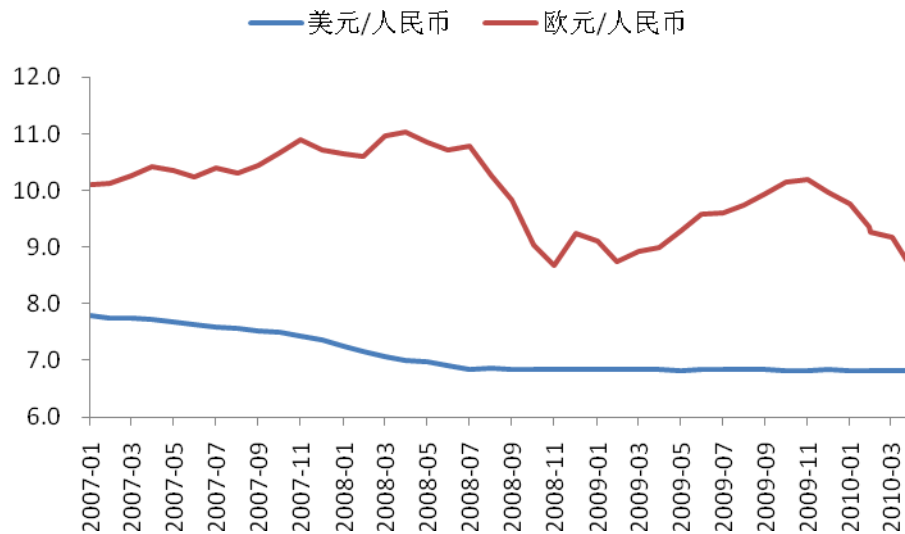
图 38: 近三年欧盟 27 国消费者信心指数



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

但是不利因素也不少, 目前欧洲债务危机的影响程度仍不确定, 虽然我们认为在欧元深度贬值和美元坚挺的背景下, 人民币短期面临升值的压力变小, 但长期来看中国劳动生产率的提高和经济地位的提升使人民币仍面临升值压力, 而且作为中美政治谈判的筹码, 何时升值仍存在较大不确定性; 另外国内低端劳动力成本逐步上升是大趋势, 出口退税政策在未来经济全面复苏和美国反补贴调查案例不断增多的情况下, 未来不排除进行调整的可能性, 这对毛利率相对较低的纺织出口型企业将可能产生较大程度的负面影响。

图 39: 人民币汇率变化



数据来源: 海关总署、广发证券发展研究中心

整体来说, 纺织服装品是生活必需品, 刚性需求较强。目前我国纺织服装出口额占全球比重已经接近 40%, 在世界上仍是竞争力第一, 但未来占比能否继续提升取决于我国纺织业的持续竞争力, 如: 劳动力成本、原材料价格、人民币汇率和贸易环境等。尽管我国纺织服装业生产资源丰富、规模庞大、产业配套完善, 但随着劳动力成本不断上涨并将是大趋势, 人民币升值压力不断增加等因素, 未来纺织服装生产基地将逐渐向综合成本更低的地区转移, 如越南、印度等。我国纺织服装出口的鼎盛时期已经过去, 未来出口增速将相对放缓。

综合以上分析, 我们认为下半年纺织服装出口将持续增长态势, 但比上半年要缓和, 整体增长趋势不变, 全年增长预计在 10%-15%。

对于出口型纺织企业, 面对人民币将强的升值压力和成本上升, 大多数出口型纺织企业将面对较大的生存压力。但对于少数行业龙头企业来说, 利润率一般都在 10% 以上, 短期劳动力等成本上升将带来一定的冲击, 但长期来说, 随着亏损企业的退出, 有利于龙头企业的市场份额的提升。建议关注细分行业龙头如: 华孚色纺和鲁泰 A。

四、投资回顾与策略

我们在纺织服装行业 2010 年 2 季度投资策略报告中指出, 从行业效益增长、固定资产投资完成额方面来看, 纺织服装行业正在稳步复苏。随着国外消费复苏, 行业出口将逐渐恢复, 但未来难以恢复到危机前水平。随着国内经济的复苏、居民收入水平提高、经济增长结构调整和城市化进程等, 服装内需市场前景广阔, 经过 09 年的去库存和居民消费意愿的提升, 2010 年品牌服装类企业业绩将出现高增长。具体投资策略为看好具有能有效转移成本的优质企业, 具体为品牌服装类企业和盈利能力较强的细分出口制造行业的龙头企业, 如: 罗莱家纺、富安娜、七匹狼、报喜鸟、

美邦、探路者、星期六、华孚色纺和伟星股份。重点推荐成长性和盈利弹性均相对较好的品种，为罗莱家纺、富安娜和七匹狼。

表 3: 2010 年 2 季度涨跌幅前 10 名

证券简称	收盘价 (元)	2 季度 涨跌幅 (%)	市盈率
宜科科技	10.52	30.36	273.41
罗莱家纺	51.67	21.00	47.72
七匹狼	30.46	16.93	42.26
富安娜	42.23	15.67	50.52
华孚色纺	20.20	5.43	29.46
探路者	22.00	1.01	66.95
中银绒业	13.38	-1.25	56.98
报喜鸟	22.50	-1.79	35.23
山东如意	15.28	-1.80	49.69
金飞达	11.80	-1.96	81.94

数据来源：广发证券发展研究中心

注：剔除 ST 股，主业非纺织服装股，收盘日为 2010 年 6 月 18 日

对于 2010 年下半年，我们依然认为转移成本能力很重要。因为面对原材料价格的高位运行，劳动力成本不断上升，纺织服装劳动密集型企业成本上升所受冲击较大，而具有规模和品牌效应的企业，具有较强的成本转移能力，可以通过持续优化产品结构、提高产品售价来将成本压力传导给消费者，对业绩影响相对较小。

另外，随着我国人均生产水平进入快速增长期，人均消费水平不断提升，居民购买力和消费意愿将不断提高；同时城镇化进程和中西部地区经济加速发展将带来更多的城镇居民和提高中低收入群体的收入水平，国内服装消费市场未来发展前景广阔。

同时，国内品牌服装、家纺和女鞋等大多数为中档品牌消费品，在国家呼吁提高中低收入群体收入水平的号召背景和劳动力薪资水平不断上升的趋势下，中低收入群体的收入水平有望增速最快，从而有望提高国内品牌服装等消费品企业的消费速度。

因此，我们继续看好国内品牌零售型纺织服装公司，下半年家纺、品牌服装(含户外用品行业)和女鞋将进入消费旺季，我们维持整个行业“买入”的投资评级。

在品牌零售型企业中，我们认为品牌认可度较高，渠道扩张较快和控制力较强的公司有望得到较快发展。一般来讲，品牌认可程度不同，公司所对应的 PEG 值也将有所不同，公司品牌认可度越高，其 PEG 值越高。我们根据公司股票估值、收入弹性来选择，倾向于选择中等偏低 PEG 值，高盈利能力和高收入弹性，意味着随着公司品牌资产价值的提高将可能激发业绩高增长。根据这我们建议关注七匹狼、报喜鸟、罗莱家纺、富安娜、探路者、美邦服饰、梦洁家纺和星期六。重点推荐七匹狼、报喜鸟、罗莱家纺和富安娜。

表 4: 品牌零售型公司估值对比

公司名称	股价 (元)	PEG	PB	PS	ROE	ROA	ROIC
罗莱家纺	51.67	1.08	4.73	5.07	13.54%	14.42%	59.26%
富安娜	42.23	1.03	4.58	4.36	12.26%	11.43%	11.42%
梦洁家纺	48.80	1.68	2.78	3.35	8.37%	7.30%	33.10%
七匹狼	30.46	1.04	5.26	3.66	16.22%	14.74%	15.60%
报喜鸟	22.50	0.92	3.53	4.76	13.47%	12.21%	24.67%
探路者	22.00	1.00	5.76	7.23	11.52%	9.78%	114.00%
美邦服饰	20.90	1.00	5.89	3.30	20.61%	14.19%	19.76%
星期六	14.40	1.16	2.80	3.47	9.13%	8.84%	8.20%

数据来源: 广发证券发展研究中心

五、重点公司跟踪

表 5: 重点跟踪公司一览

公司名 称	总股本 (百万 元)	总市值 (百万 元)	流通市 值(百万 元)	EPS (元)			PE			评级
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
家纺										
罗莱家纺	140	7,253	1,814	1.08	1.48	1.97	47.84	34.91	26.23	买入
富安娜	103	4,350	1,098	0.83	1.18	1.56	50.88	35.79	27.07	买入
梦洁家纺	63	3,074	625	1.89	1.47	1.91	25.82	33.20	25.55	买入
品牌服装										
七匹狼	283	8,617	8,617	0.72	0.94	1.24	42.26	32.45	24.50	买入
报喜鸟	290	6,518	2,306	0.64	0.86	1.14	35.23	26.22	19.82	买入
探路者	134	2,948	748	0.66	0.44	0.57	33.48	49.97	38.29	买入
美邦服饰	1,005	21,005	2,195	0.6	0.73	0.95	34.76	27.10	21.04	买入
女鞋										
星期六	280	4,025	1,030	0.53	0.47	0.62	27.20	30.64	23.23	买入
出口制造										
华孚色纺	235	4,749	1,503	0.69	1.21	1.44	29.45	16.66	14.04	买入
瑞贝卡	740	6,858	6,858	0.2	0.33	0.46	46.05	27.99	20.17	买入

数据来源: 广发证券发展研究中心

七匹狼:

公司 2010 年继续采用稳健的产品和渠道战略, 积极推进品牌建设, 推出了红标、绿标、蓝标 (SWJEANS)、童装 (SWKIDS)、女装 (SWLADIES) 及圣沃斯 (SEPEWOLVES) 六大产品系列。2009 年, 红绿标占比 87.24%, 蓝标占比 6.54%。公司蓝标产品丰满度不断扩张下 2009 年已经单独开店 115 家, 圣沃斯品牌主要是拉高公司的品牌和档次; 公司还将推出相对高端的紫标, 主要走商场路线; 还将推出相对低端的品牌走超市路线。

公司围绕经销商管理优化和直营店稳健扩张来推进整合公司销售渠道。公司设立六个大区 and 11 个子分公司, 负责对当地区域的管控和直营体系的拓展, 同时设立区域经理制度, 加强对代理商的服务和资讯的传递。目前有 3249 家销售网点, 扩张步伐稳健, 渠道规模化优势逐渐体现。公司未来继续实行减少外延扩张的策略, 重点在于整合渠道 (扁平化)、增加产品种类和提升平效; 渠道形式方面重点拓展百货公司、Shopping Mall 和超市等新商业形态。

随着国内经济逐步复苏, 消费增速也将逐步提高。公司业绩将随国内消费水平提高而继续保持高速增长。此外, 公司产品定位中档, 主要在二三线城市销售, 能充分享受城镇化进程和中低收入者收入水平的提高带来的消费升级。

公司是男装休闲服中具有较高品牌价值和渠道规模的龙头企业之一, 具有较好的长期投资价值, 在国内消费市场景气逐渐提升的时期, 业绩有望实现持续高增长。预计 2010-2012 年 EPS 分别为: 0.94 元、1.24 元和 1.63 元。对应 10 年的 PE 为 32.45 倍, 估值较为合理, 未来随着估值消化, 股价有进一步上涨的空间, 维持“买入”评级。

报喜鸟:

公司前几年一直保持高速增长, 2004-2009 年收入复合增长率为 30.1%, 净利润复合增长率为 47.13%。2010 年, 随着国内经济形势的总体回升, 但服装面料等原辅材料以及人工成本持续上涨, 行业产能过剩现象仍很严重, 市场竞争更加激烈。因此公司的主要机会仍然来自国内服装需求继续稳步增长和服装消费升级大趋势的延续带来的公司收入的稳健增长, 主要体现在毛利率的稳中有升、门店的增长和宝鸟团购业务的恢复。具体为:

(1) 报喜鸟主要通过产品售价提高 5%-10% 来转移成本上升, 小幅提升毛利率, 渠道网点预计保持 10%-12% 左右的扩张。同时进行产品线延伸, 2010 年, A、B、C、D 系列要继续稳步发展, 同时试水女装业务。

(2) 宝鸟业务计划努力提高职业服接单质量, 做好大系统大订单的订单突破与落实, 拓宽业务领域, 出口加工业务努力接单弥补产能缺口, 努力恢复到金融危机前水平。

(3) 圣捷罗品牌今年计划新开店 70-80 家, 重点抓单店业绩, 推行积

极的加盟政策，让加盟商实现更多的盈利，进行区域重点投放，在东北、浙、沪区域进行重点开拓。

(4) 投资方面，主要进行连锁网络升级扩张，加大直营网点开设；其次在永嘉县瓯北镇河田工业区兴建现代化物流中心，项目总投资约4500万元，2010年度预计投资3000万元。

公司具有较强的内涵增长实力和潜力，而渠道进程提速将给公司带来新的增长动力，我们预计2010-2012年EPS分别为0.858、1.135和1.357元。目前股价对应PE为26.22倍。公司6月18日发布公告进行首期股票期权激励计划第一个行权期行权，显示公司高管对公司未来股价长期走势充满信心，此外公司限售股解禁时间为2010年8月16日，这有望成为公司股价的刺激因素，给予公司“买入”评级

罗莱家纺：

公司目前在国家家纺行业市场综合占有率第一，盈利能力从较强，从05年至09年收入复合增长率为36.23%，净利润复合增长率为52.88%。今年一季度实现营业收入3.59亿元，同比增长40.81%，实现归属于上市公司股东的净利润5090万元，同比增长43.23%，继续保持高速增长。从历史业绩来看，公司一个非常显著的亮点就是毛利率水平，即使在金融危机的背景下仍然稳中有升，06年、07年、08年、09年和10年1季度分别为25.63%、34.81%、37.06%、39.10%和39.57%，同时公司持续较强的盈利能力保持了良好的成长性。

展望未来，我们认为公司能继续保持良好的成长性。主要基于以下观点：(1) **产品下游需求空间广阔**。受国内居民收入持续增长及消费升级等因素的驱动，近年来家用纺织品行业已经成为纺织行业中成长速度最快和发展潜力最大的子行业，行业发展前景广阔，为公司的持续高速增长提供了良好的下游需求环境。据纺织工业协会统计，2000年以来我国家纺行业以年增长20%以上的速度快速发展，伴随着国内居民消费能力的提高、消费观念的转变，以及婚庆市场的火爆等，预计在未来几年内仍将保持这样的高成长速度。(2) **不断提供高附加值的产品，毛利率继续稳步提升**。公司采用以“罗莱”品牌为核心的多品牌发展战略，公司将逐步提高产品附加值较高的产品来提升综合毛利率(3) **渠道扩张步伐加速，结构不断优化**。从销售渠道来看，加盟渠道占比约81.36%，直营渠道约16.27%，剩下约2.37%为外贸，近几年加盟渠道销售收入的复合增长率约为21.30%，而直营渠道销售收入的复合增长率约为53.11%，远高于加盟渠道销售收入的增幅。从毛利率来看，公司直营渠道的销售毛利率比加盟渠道要高20个百分点左右。近几年，公司加大了直营渠道的建设力度，未来3年内公司计划将部分加盟商经营的发展乏力的中心省会城市逐步改变为直营模式，使得直营的销售额逐步达到总销售额30%左右的水平。(4) **单店盈利能力强**。近几年加盟渠道销售收入的复合增长率约为21.30%，远高于加盟渠道单店数量的增长率20.17%，表明公司加盟渠道销售的增长不仅来源于渠道的数量扩张，更来源于渠道单店销售额的提升，显示出加盟商的盈利能力不断增强。

我们看好家纺行业长期发展前景，在国内消费场景气逐渐提升的时期，公司作为家纺行业龙头，业绩有望实现持续高增长。我们预计2010~2011年EPS分别为1.48元、1.98元和2.51元。对应10年PE35倍，我们认为公司今年合理价值在60元左右，维持“买入”评级。

富安娜：

富安娜产品定位中高端，产品定位“艺术家纺”，坚持以时尚性和原创性为公司持续发展的核心竞争力。采用自有多品牌战略，现拥有“富安娜”、“馨而乐”、“维莎”、“圣之花”、“劳拉夫人”等品牌，未来几年的品牌发展思路是在保持主品牌富安娜的市场竞争力的同时，大力发展第二品牌馨儿乐，公司专门建立独立的团队进行运作，启用吴佩慈为形象代言人，计划未来设立独立店铺，采用与富安娜同样的“直营+加盟”的销售模式，预计未来几年馨儿乐品牌将获得高速发展。

渠道方面，截止今年5月公司终端门店1338家，其中直营店338家，加盟店1000家，同时单店平效同比增长15%左右。今年计划新开门店400家，其中直营店100家，加盟店300家左右，未来几年将继续保持高速扩张趋势。

目前我国家纺行业处于“跑马圈地”的快速扩张阶段，行业品牌集中度低，具有较强的地域特性，低档产品同质化竞争激烈，中高端产品竞争环境相对宽松，需求较旺盛。未来随着居民生活水平提高、城镇化进程推进等因素推动下，行业增速有望保持高速增长。

公司是家纺行业中具有较高品牌价值和渠道规模的龙头企业之一，盈利能力较强，从05年至09年收入复合增长率为23.62%，净利润复合增长率为36.6%。今年一季度实现营业收入2.53亿元，同比增长39.3%，实现归属于上市公司股东的净利润3631万元，同比增长46.67%，继续保持高速增长。

我们看好家纺行业长期发展前景，在国内消费场景气逐渐提升的时期，公司业绩有望实现持续高增长。预计2010~2012年EPS分别为：1.18元、1.56元和2.05元。对应10年PE35.79倍，目前估值较为合理，未来随着估值消化，股价有进一步上涨的空间，维持“买入”评级。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

纺织、服装、皮毛(010301)行情走势



相关研究报告

纺织服装行业 2010 年 2 季度投资策略	李燕华	2010-03-23
纺织服饰行业 2009 年中期策略	刘伟军	2009-06-26
纺织、服装、皮毛(010301)	刘伟军	2009-04-19
纺织服饰行业 2009 年二季度投资策略	刘伟军	2009-03-24

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。