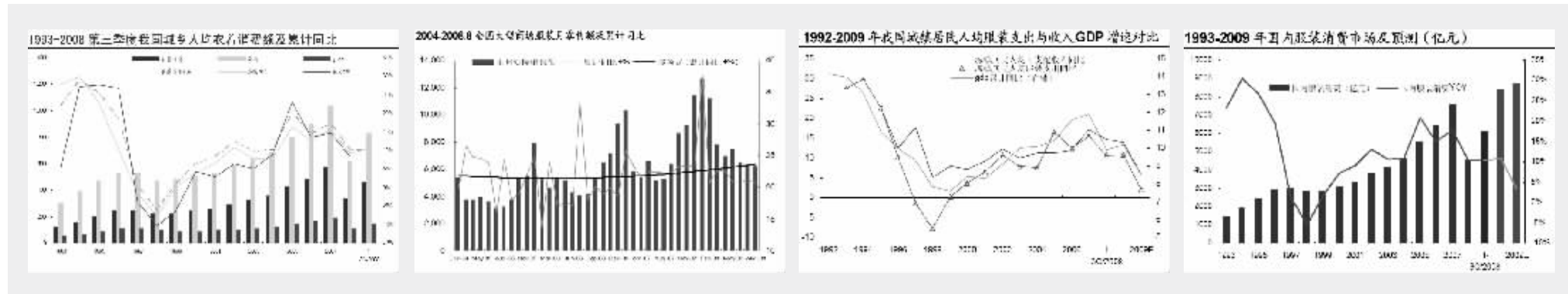


# Companies

## 2009年纺织业展望:内销增幅回落,出口环境渐暖



### 重点公司

#### 鲁泰A(000726) 中高档面料领域的佼佼者

鲁泰所生产的色织布是中高档纺织面料,该行业具有较高的技术和资金壁垒,顶级产品的生产均集中在发达国家,属于技术创新引领产业升级的予行业之一。鲁泰在该领域是国内的佼佼者,其技术开发能力、工艺水平及管理均处于国内领先地位。经济危机会使欧美消费者更加偏向于中国生产的相对便宜的纺织面料,因此,公司受经济危机的影响有限。根据三季报公布的数据,2008年业绩有较快增长,现金流良好,且目前公司估值已接近历史最低水平,尽管短期来看,公司也可能受到经济危机影响,但从长期来看,公司具备投资价值。预计公司未来三年EPS为0.67、0.73、0.79元。

#### 雅戈尔(600177) 内销服装仍将维持稳定增长

雅戈尔是国内少数多元化投资取得成功的纺织服装企业之一,百年一遇的经济危机却使公司纺织服装、房地产、投资三大领域同时面临下行风险。公司内销服装仍将维持稳定的增长,公司于2007年底收购的香港衫巨头新马集团被行业内认为是最具潜力的海外并购。新马的高成本是其微利的主要原因,经济危机正好可以使公司专注于与新马的业务整合,在欧美经济反弹时,雅戈尔服装业务将成为最先受益的环节。房地产业务也将于未来两年经受考验,但公司立足于宁波、苏州的较为保守的发展策略将不会为公司造成较大的风险。公司投资虽然比年初时有较大幅度缩水,但其主要投资品种——中信证券仍然为公司带来巨额收益,通过出售部分中信证券为公司带来巨额现金,这也是公司未来轻松渡过经济危机的主要保障之一。预计公司未来三年EPS为1.03、0.83、1.06元。(长江证券)

#### 美邦服饰(002269) 有效网络扩张保障利润高速增长

前三季度公司实现收入28.5亿元,同比增长42%,实现净利润3.4亿,同比大幅增长204%。以最新的6.7亿总股本计算,摊薄后EPS为0.51元。第三季度实现收入12.2亿,净利润1.6亿,同比分别增长39%和99%,第三季度摊薄后EPS为0.24元。第三季度产品结构的变化和附加值提升使产品价格得到提高,同时期间费用率由中期的27.1%下降到24.6%,从而毛利率由中期的43.0%提高到43.7%,净利润率由中期的11%提高到第三季度的13.3%。公司直营店36%和加盟商44%的收入增长仍主要是通过销售面积增加和单价的提升。三季度公司店面数量实现32%的增幅达到了2641家店面。根据2008年中期产品销量增长和产品提价幅度以及三季度同类服装销售价格来看,产品提价幅度均出现回落,因此,公司未来2年收入增长主要仍通过店面扩张。

公司主流客户集中在18-25岁,其消费偏好和周期性显著低于整体消费市场,新推出的ME&city产品设计、品牌策划能有效发挥团队能力,为未来享受经济景气上升打下有力基础。维持对公司2008-2009年0.89元和1.22元盈利预测。

#### 报喜鸟(002154) 向一线品牌学习提升公司增长质量

2008年1-9月公司实现销售收入5.58亿元,同比增长109%,实现归属于母公司股东净利润5645万元,同比增长135%,ROE9.45%,摊薄EPS为0.29元。前三季度公司综合毛利率48.4%,同比增加1.57个百分点,上市以来公司毛利率稳步提升。公司一直积极向国际一线男装品牌如AR-MANI、BOSS、ZEGNA等学习服装设计、品牌策划与延伸、营销网络优化等,奠定了公司品牌美誉度的不断提升,是公司持续成长的基本驱动力。公司在服装品质提升基础上稳步提高正装产品价格,在相关期刊媒介上的品牌精细化营销丰富品牌内涵,有条不紊推出国内大型品牌形象店面,提高公司品牌美誉度。公司通过有效的品牌延伸和产品链扩张,有效规避了资产价格下跌和居民收入增速放缓对居民人均服装消费支出增速回落的影响,公司在不断提升产品品质基础上的稳健的门店扩张和对电子商务的有效投入,保障公司增长更具持续性。预计公司2008-2009年EPS为0.60元和0.78元。

#### 伟星股份(002003) 低估值稳健增长辅料龙头

2008年1-8月全国大型商场服装零售量同比增长11.89%,继续较快增长。公司主要服务国内品牌服装企业,直接受益国内服装消费升级。股权激励行权价4.25元,大股东延长锁定期提升投资价值。2008年公司股权激励对象如期行权,行权价4.25元,行权数量616万股,占总股本3%,主要经营和管理层的行权增强了公司利益一致性和经营激励机制。大股东伟星集团自愿将其2008年9月份到期的限售流通股推迟2年,3.58元的最低股改限售价格、10%的ROE行权条件和2008年4季度进入股权激励行权期,都将提升公司投资价值。三季报公司预计2008年公司实现净利润同比增长30%-50%,即公司预计2008年EPS为0.77-0.89元。2008年1月增发新增产能1.06亿米和金属扣30亿粒,水晶钻20亿粒,增幅分别为71%、150%和100%。三季报公司募投项目开展符合预期,维持对公司2008-2009年EPS0.84元和1.09元的盈利预测。(国信证券)

●2009年内销市场主要压力包括居民收入增速放缓,财富缩水的消费滞后效应、消费信心下滑等,参考过去40余年美国、韩国和印度等国家居民衣着类消费与宏观经济的演变,结合我国1992-2007年国内居民衣着消费与宏观经济之历史,预计2009年我国整体服装内销市场同比增长1.3%-5.3%。

●出口退税上调到位、利率下降、人民币兑美元基本持平或贬值、原材料成本下降、出口市场份额提高等构成2009年投资出口龙头的主要推动力。对主要出口地区纺织服装消费的敏感性分析,预计2008年和2009年中国纺织服装出口额同比增长6.9%和1.6%。

●我国人均服装和家纺消费远低于发达国家水平,长期看我国内销品牌服饰仍将持续增长。基于内销市场下滑判断,品牌服饰企业以防御性为主基调,选择经营稳健品牌服饰公司以分享下一轮景气来临,如美邦服饰、报喜鸟、七匹狼和伟星股份。

○国信证券 方军平

#### 内销:2009年预计增长3.3%

宏观经济预期放缓,居民收入增速回落,服装内销增速放缓。2008年1-3季度城镇居民人均可支配收入同比增长14.68%,农村人均现金收入

同比增长19.57%,增速同比下降2.56个百分点和上升4.15个点。1-3季度2008我国城镇居民人均衣着消费839元,同比增长10.58%,增速同比回落5.27个点;1-3季度农村居民人均衣着消费150元,同比增长9.64%,增速同比回落7.28个点。全国大型商场服装2008年1-8月零

售量同比增长11.03%,零售额同比增长20.81%。

我们参考了过去40余年美国、韩国和印度等国家多轮经济周期中居民衣着类消费与宏观经济的关系演变,结合我国1992-2007年国内居民衣着消费与宏观经济之历史,参考宏观对2009年GDP之判断,我们预计2009年我国整体服装内销市场同比增长幅为1.3%-5.3%,平均3.3%。

#### 出口:预计2009年增长1.6%

欧美日是我国纺织服装出口主要市场。2008年1-10月纺织服装累计出口1537亿美元,同比增长8.6%,增速较去年同期下降11.5个点。2008年1-9月我国出口欧盟15国259亿美元,同比增长33.6%,出口美国181亿美元,同比下降0.72%,出口日本146亿美元,同比增长6.41%,欧盟15国、日本分别占出口19.54%、13.66%和11.01%。

主要国家经济下滑,全球纺织服装消费整体下滑,预计2009年美国和欧元区进口全球纺织服装同比下滑5%和1.2%。根据国际货币基金组织2008年11月预测,我们对1990-2007年美国对全球进口纺织服装金额增速与相应宏观经济的敏

感性分析,我们预计2009年美国自全球进口纺织服装总额将同比下滑5.1%,欧盟将同比下滑1.2%。

对主要出口地区纺织服装消费的敏感性分析,我们预计2008年和2009年中国纺织服装出口额同比增长6.9%和1.6%,分别达到1877亿美元和1906亿美元。我们的预测假定了2009年人民币对美元汇率保持乐观,假定其不会再出台硬性的数量控制,行业的综合配套优势将保证国内企业市场份额进一步提高约3个百分点。

行业以中小企业为主,在解决就业上发挥着重要作用,进一步的扶持政策扶持将提升2009年行业投资价值。预计2009年即将执行的和可能推出的政策扶持措施将包括:人民币贬值,贷款利率下调以及地方为推动就业对行业内企业的税收优惠等。

#### 投资策略:推荐内销稳健增长品牌服饰和强议价力出口龙头

需求下滑,单位成本上升,前三季度纺织服装行业上市公司整体利润负增长,现金流状况优于整体A

## 本币小幅贬值对纺织出口刺激有限

○国泰君安 李质仙 张威

#### 受益程度取决于全年平均汇率水平

若出口额(美元)不变,人民币兑美元贬值可以增加出口企业的人民币收入。但从年度考察,出口企业受益程度应取决于年度平均汇率的变化,而不是短期内的涨跌。截至12月5日,2008年美元兑人民币的平均汇率为6.9563。假设全年维持此水平,那么只有2009年美元兑人民币平均汇率高于6.9563,出口企业才会获益。超过越多,受益越明显。若2009年平均汇率低于6.9563,汇率变化对出口的影响仍然是负面的。

2005年汇改以来,人民币兑美元汇率一直维持升值趋势。由于出口合同签订至企业结汇中间存在一定时滞,出口企业因此承受了不小的汇兑损失。若2009年人民币持续贬值,企业有可能因此获得汇兑收益。此外,由于2009年人民币汇率走势不确定性增强,也增加了出口企业应用远期汇率工具进行套期保值的难度。

在我国纺织品服装出口结构中,对美出口占14%。加上其他使用美元作为官方货币,或币值与美元挂钩的国家和地区,人民币兑美元汇率变化

所能影响的出口额不超过行业出口总额的40%。而我国对欧盟、日本的出口占出口总额的比重分别为20%和11%。在关注人民币兑美元汇率变化的同时,不应忽视人民币兑欧元、兑日元汇率变动对行业出口的影响。

#### 贬值收益不可能全部由出口企业获得

由于我国大部分纺织服装产品附加值较低,出口企业议价能力差,人民币贬值的带来的收益不可能完全由出口企业获得,即外商会根据人民币贬值幅度调整产品报价。这正像人民币升值时部分压力转移给外商一样,否则两年来人民币累计升值15%以上,理论上全行业早已亏损。一般来讲,出口企业能够获得贬值收益的50%-80%,不同企业的受益程度是由议价能力乃至竞争力决定的。

#### 小幅贬值对改善行业出口影响有限

2009年人民币大幅贬值的概率极低,而小幅贬值5%以内的可能性较大。这对改善行业出口影响有限。首先,欧美经济陷入衰退,消费者信心指数位于历史低点,人民币小幅贬值可以降低

低国内纺织服装成本,但难以刺激欧美低迷的消费需求;其次,2008年除中国外,其他主要纺织品出口国的货币兑美元都经历了大幅贬值,如印度卢比贬值21.05%,泰铢贬值15.96%,印尼卢比贬值22.16%,越南盾贬值6.23%;2009年人民币兑美元汇率不可能出现如此高的贬值幅度。与这些国家相比,中国纺织品的比较优势仍在下降。基于以上两点,维持2009年行业出口同比下降5%-10%的判断。

#### 对上市公司影响分析

若人民币出现贬值,则两类出口型企业受益较大。一类是科技水平领先,产品附加值高、订单充裕的公司。这类公司议价能力强,可以较多的享受到人民币贬值带来的收益。代表企业包括鲁泰A、金飞达、孚日股份和山东如意。另一类是出口结构中对中国出口占比较少,对美国和日本出口占比较大的企业,在享受人民币对美元和日元贬值收益的同时,还减少了人民币兑欧元升值带来的损失。典型的企业包括产品100%出口美国的金飞达、80%以上出口亚洲和美洲的孚日股份。因此,人民币贬值过程中受益最为明显的纺织服装公司,依次为金飞达、鲁泰A和孚日股份。

## 纺织服饰国内市场增速明年下降至17%-12%

○广发证券 刘伟军

#### ——国内市场有望持续增长

人均可支配收入、城市化率及人口数量增长是纺织服饰需求增长的主要动力。根据国家“十一五”发展规划,人口数量年均增长控制在8%以下,城镇与农村居民人均可支配收入年均增长5%,全国城市化率达到47%,全国总人口达到13.6亿,国内市场有望持续增长。

#### ——宏观经济减速导致增速回落难以避免

受益于人均可支配收入持续增长,城市化率提高等因素,纺织服饰国内市场持续增长。2008年1-9月限额以上服装、针纺织品销售额累计同比增长25.9%。宏观经济景气指数、批发零售企业景气指数及消费者信心指数

持续下滑,宏观经济减速迹象明显。受宏观经济减速影响,城镇与农村居民人均可支配收入增长也将放缓,纺织服饰国内市场增速回落恐难避免。

#### ——2009年国内市场增速可能回落至17%-12%

保守假设城市化率与人口自然增长率,以2008年前3季度居民可支配收入增速近似代替2008年全年居民可支配收入增速,分析宏观经济增速对2009年国内纺织服饰需求增速影响。

参照2007年城市化率44.9%,2000-2007年城市化率每年平均增加1个百分点的速度,2010年城市化率将超越“十一五”规划47%的目标,保守假设城市化率2008-2010年城市化率分别为46%、46.5%、47%。

参照2007年人口自然增长率

5.17%,2000-2007年人口自然增长率年均下降0.34个百分点,假设2008-2010年人口自然增长率分别为4.5%、4%、3.5%。

参照2008年前3季度居民可支配收入增速,以2008年前3季度居民可支配收入增速近似代替2008年全年居民可支配收入增速,假设2008年城镇及农村居民人均收入增速分别为14.68%、19.57%。

参照2007年限额服装鞋帽、针、纺织品批发零售总额中服饰与家纺所占比例(服饰约72.16%、家纺约27.84%),中性情况下,预计2009年纺织服饰国内市场增速可能下降至为17%-12%。