

纺织服装行业

我们如何看纺服板块 2019 年投资机会 增持（维持）

2018 年 12 月 31 日

投资要点

■ **品牌服饰 2019 年股价波动空间大幅收窄（向上、向下空间都有限）。**投资者不必要担忧品牌服装 2019 年会是 2012 年（批发模式下一波剧烈的去库存导致的大幅调整）重演，目前能够沉淀下来并且发展很好的品牌服装企业，早已经不再是打品牌、扩渠道简单的批发粗放式发展。2012-2017 年，这些企业在产品开发、供应链管理、终端零售管理等方面下了很大功夫，考核也逐步转变为终端零售导向，本质上形成了终端和公司利益一体化共同体思想，压货带来的高波动性逐步成为过去。在此基础上，大家要关注这类公司改革后，市占率逐步提升的趋势（如安踏在体育服饰中占比、巴拉巴拉在童装行业中占比数据均在不断提升）。反观定位鲜明、直营占比高的品牌服饰企业，在行业普遍去库存的 2012 年依然实现一定的增长，如比音勒芬、富安娜、江南布衣等。与此同时，大部分品牌服饰企业估值均处于 18 年 10-15 倍 PE 水平，由于轻资产运作、现金流良好，账上充沛的现金为高分红提供了可能。以上内容均决定了优质的品牌服饰企业向下调整的空间非常有限；而制约板块向上表现的，主要大的经济环境，自今年 6 月份终端零售增速下台阶后，我们认为 2019 年 Q1 数据更为艰难（上一年高基数、春节相对较早、年终收入和就业状况等等）。在对 2019 年的展望中，我们认为有必要单独聊一下波司登，自 2018 年 6 月份推荐以来（基于对企业家精神的认同，以及公司在产品变革、品牌营销投入、终端渠道体系变革感知），我们一路心惊胆战的、也非常荣幸的见证了一家传统的品牌如何逆袭的过程。所幸的是，即使面对终端零售不佳、寒冬推迟，波司登品牌和产品变革顺利的体现到终端零售数据中，这是非常好的开始。从过去的经验看，一家公司的变革至少会有 2-3 年的红利期，我们相信 2019 年的波司登依然值得投资者期待。

■ **优质制造 2019 年全球产业布局是主逻辑。**让投资者没有想到的是，2018 年投资人关注度极低的优质制造鲁泰、百隆等均有一定正收益，我们认为除了业绩稳定性、和年初极低的市场预期紧密相关。我们始终认为，优秀的中国制造业龙头已经形成了全球性的竞争优势，纺织服装行业中的申洲国际就像电子产业中的富士康，护城河极深（产品开发、精益化管理），稳定性也非常强。在产能全球化布局年代，这类公司市场占有率仍在集中化过程中的成长性依然值得投资者期待。展望 2019 年，影响优质制造短期表现的主要是：出口环境、人民币汇率、原料价格。出口环境存在一定向下压力，但估计汇率和原料价格影响相对较小，因此，那些经历过二三十年发展的优质制造企业有望实现业绩的稳定发展。影响优质制造投资长逻辑是全球化的产能布局，我们一直在向各位投资者推荐天虹纺织，在公司收购整合庆茂纺织后，我们的观点更为坚定。

■ **新模式 2019 年依然会保持较快增长。**新模式是新零售的一部分，是阿里（南极电商）、小米（开润股份）、拼多多（南极电商）生态圈的一部分和思想的落地者。新模式从来都是快速变化的，组织架构和发展的理念都在快速变化过程中，这也是投资者会担忧这类公司稳定性的原因，而一旦稳定性被验证、给予的估值也明显偏高（如开润股份）。“新”代表着希望和未来，也正是因为这些新模式发展，我们看到传统零售、批发在过去六七年中被一点点分割和替代。在市场预期和信心都极低的当前时点，我们认为 2019 年该类公司超额收益的概率明显偏大。

■ **风险提示：**宏观经济增速放缓导致终端消费疲软；原材料价格波动

证券分析师 马莉
执业证号：S0600517050002
010-66573632
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦
执业证号：S0600517070001
021-60199793
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川
执业证号：S0600517050003
021-60199793
linjch@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

- 1、《纺织服装行业 2019 年度策略：寻找阿尔法》2018-12-25
- 2、《纺织服装三季报总结：新模式企业可圈可点，品牌、制造受终端需求增长放缓承压》2018-11-05
- 3、《纺织服装周观点：品牌服饰已达估值底部，生产型龙头继续提示关注全球布产主线，新模式龙头值得关注》2018-09-09

内容目录

1. 我们如何看 2019 年服装板块表现	5
1.1. 品牌服饰 2019 年股价波动空间大幅收窄（向上、向下空间都有限）	5
1.2. 优质制造 2019 年全球产业布局是主逻辑	6
1.3. 新模式 2019 年依然会保持较快增长	7
2. 11 月零售增速回落、出口增速放缓	8
2.1. 零售端: 11 月限额以上服装鞋帽针纺织品类零售同比增 5.5%	8
2.2. 出口: 18 年 11 月上游纺织纱线、织物等出口增长放缓	10
2.3. 上游主要原料: 棉价有所回落, 人民币小幅回升	11
3. 上市公司重要公告	16
3.1. 纺织制造	16
3.2. 品牌服饰	17
4. 重点标的估值水平	18

图表目录

图 1: 2018 年大盘及纺服板块走势	7
图 2: 纺服板块全年涨幅前 10	8
图 3: 纺服板块全年跌幅前 5	8
图 4: 全国百家重点大型零售服装类企业零售额同比 (%)	9
图 5: 2016 年 1 月至今百家重点大型零售企业服装类零售额同比 (%)	9
图 6: 社会消费品零售总额:当月同比 (%)	9
图 7: 2016 年年初至今社会消费品零售总额:当月同比 (%)	9
图 8: 限额以上企业消费品零售总额:当月同比 (%)	9
图 9: 16 年年初至今限额以上企业消费品零售总额:当月同比 (%)	9
图 10: 限额以上零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比 (%)	9
图 11: 16 年年初至今限额以上零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比 (%)	9
图 12: 服装、纺织品、鞋类出口增速 (分月同比) (%)	10
图 13: 2016 年 1 月至今服装、纺织品、鞋类出口增速 (分月同比) (%)	10
图 14: 2011 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势	11
图 15: 2016 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势	11
图 16: 32: 2012 年 1 月至今内外棉花价差走势	11
图 17: 2016 年 1 月至今内外棉花价差走势	11
图 18: 2012 年 1 月至今国内长绒棉 137 级价格走势	11
图 19: 2016 年 1 月至今国内长绒棉 137 级价格走势	11
图 20: 2010 年 11 月至今美国皮马棉-1%关税港口提货价走势 (元/吨)	12
图 21: 2016 年 1 月至今美国皮马棉-1%关税港口提货价走势 (元/吨)	12
图 22: 2009 年 11 月至今美元兑人民币汇率走势	12
图 23: 2016 年 1 月至今美元兑人民币汇率走势	12
图 24: 2013 年 1 月至今国内粘胶短纤价格走势	13
图 25: 2016 年 1 月至今国内粘胶短纤价格走势	13
图 26: 2013 年 1 月至今国内涤纶短纤价格走势	13
图 27: 2016 年 1 月至今国内涤纶短纤价格走势	13
图 28: 2012 年 1 月至今国内氨纶 40D 价格走势	14
图 29: 2016 年 1 月至今国内氨纶 40D 价格走势	14
图 30: 2012 年 1 月至今纯棉普梳纱价格走势	14
图 31: 2016 年 1 月至今纯棉普梳纱价格走势	14
图 32: 2012 年 1 月至今纯棉斜纹布价格走势	15
图 33: 2016 年 1 月至今纯棉斜纹布价格走势	15
图 34: 2012 年 4 月至今芝加哥重磅无烙印阉牛皮离岸价 (美分/磅)	15
图 35: 2016 年 1 月至今芝加哥重磅无烙印阉牛皮离岸价 (美分/磅)	15
图 36: 2013 年 1 月至今上金所黄金现货 Au100g (元/g)	16
图 37: 2016 年 1 月至今上金所黄金现货 Au100g (元/g)	16
图 38: 2013 年 1 月至今伦敦现货黄金 (美元/盎司)	16
图 39: 2016 年 1 月至今伦敦现货黄金 (美元/盎司)	16

表 1: 品牌服饰板块估值及分红情况	5
表 2: 2018 年各行业涨跌幅	7
表 3: 重点标的估值表	18

1. 我们如何看 2019 年服装板块表现

艰难的 2018 年终于过去了,回顾这一年,服装和其他消费股表现一致:(1)在 2017Q4 消费数据向好、2018 年 Q1 零售环境屡超预期、起点估值偏低的背景下,18 年初到 5 月份掀起了一波行情;(2)在 6 月成为市场关注焦点、而终端零售环境开始恶化的背景下,下跌通道开启了,除森马服饰等极少数个股,大部分公司的市值创 2017Q4 以来新低。

在我们的研究体系中,始终把整个板块分为三部分和大家探讨投资机会,一是品牌服饰,二是优质制造,三是新模式。展望 2019 年,我们大方向的判断如下:

1.1. 品牌服饰 2019 年股价波动空间大幅收窄(向上、向下空间都有限)

投资者不必要担忧品牌服装 2019 年会是 2012 年(批发模式下一波剧烈的去库存导致的大幅调整)重演,目前能够沉淀下来并且发展很好的品牌服装企业,早已经不再是打品牌、扩渠道简单的批发粗放式发展。2012-2017 年,这些企业在产品开发、供应链管理、终端零售管理等方面下了很大功夫,考核也逐步转变为终端零售导向,本质上形成了终端和公司利益一体化共同体思想,压货带来的高波动性逐步成为过去。在此基础上,大家要关注这类公司改革后,市占率逐步提升的趋势(如安踏在体育服饰中占比、巴拉巴拉在童装行业中占比数据均在不断提升)。

反观定位鲜明、直营占比高的品牌服饰企业,在行业普遍去库存的 2012 年依然实现一定的增长,如比音勒芬、富安娜、江南布衣等。

与此同时,大部分品牌服饰企业估值均处于 18 年 10-15 倍 PE 水平,由于轻资产运作、现金流良好,账上充沛的现金为高分红提供了可能。

表 1: 品牌服饰板块估值及分红情况

上市公司	市值 (亿元)	17 归母 (亿元)	18 归母净 利润 (亿元)	YOY	18PE	19 归母净 利润 (亿元)	YOY	19PE	3 年平 均分红 比例	18 年 股息率
休闲装										
002563.SZ 森马服饰	241	11.4	16.1	41.3%	15.0	18.8	16.7%	12.8	61%	4.1%
3998.HK 波司登	133	6.2	8.1	32.1%	16.3	10.8	33.1%	12.3	77%	4.7%
600398.SH 海澜之家	381	33.3	34.9	4.9%	10.9	36.5	4.5%	10.4	62%	5.7%
603877.SH 太平鸟	90	4.6	6.4	39.9%	14.2	8.4	32.0%	10.7	66%	4.6%
体育										
2020.HK 安踏体育	875	30.9	39.3	27.2%	22.3	48.8	24.4%	17.9	65%	2.9%
2331.HK 李宁	161	5.2	7.1	37.8%	22.6	9.4	32.1%	17.1	0%	0.0%

1368.HK	特步国际	80	4.1	6.3	53.5%	12.8	7.3	16.4%	11.0	82%	6.4%
高端											
603808.SH	歌力思	55	3.0	3.7	23.8%	14.6	4.5	18.9%	12.3	27%	1.9%
603839.SH	安正时尚	43	2.7	3.6	31.9%	12.0	4.7	29.6%	9.3	34%	2.9%
002832.SZ	比音勒芬	61	1.8	2.6	44.5%	23.3	3.7	40.7%	16.5	29%	1.3%
3306.HK	江南布衣	49	4.1	4.9	18.9%	10.1	5.7	17.7%	8.6	61%	6.0%
603587.SH	地素时尚	88	4.8	5.9	23.3%	14.9	6.4	8.6%	13.7	84%	5.6%
家纺											
002327.SZ	富安娜	65	4.9	5.8	17.2%	11.3	6.7	15.8%	9.8	29%	2.6%
002293.SZ	罗莱生活	65	4.3	5.4	25.1%	12.2	6.3	18.1%	10.3	45%	3.7%
603365.SH	水星家纺	40	2.6	3.0	18.1%	13.1	3.6	18.5%	11.1	23%	1.7%
男装											
1234.HK	中国利郎	69	6.1	8.0	30.3%	8.7	9.3	16.7%	7.4	72%	8.3%
601566.SH	九牧王	76	4.9	5.6	14.1%	13.5	6.4	13.6%	11.9	109%	8.1%
002029.SZ	七匹狼	47	3.2	3.5	10.7%	13.4	4.2	19.9%	11.2	25%	1.9%

数据来源：Wind 资讯、东吴证券研究所，其中安正时尚、罗莱生活、水星家纺、李宁、特步来自 Wind 一致预期；股息率利用过去三年平均分红率计算；人民币对港币汇率为 1.1413

以上内容均决定了优质的品牌服饰企业向下调整的空间非常有限；而制约板块向上表现的，主要大的经济环境，自今年 6 月份终端零售增速下台阶后，我们认为 2019 年 Q1 数据更为艰难（上一年高基数、春节相对较早、年终收入和就业状况等等）。

在对 2019 年的展望中，我们认为有必要单独聊一下波司登，自 2018 年 6 月份推荐以来（基于对企业家精神的认同，以及公司在产品变革、品牌营销投入、终端渠道体系变革感知），我们一路心惊胆战的、也非常荣幸的见证了一家传统的品牌如何逆袭的过程。所幸的是，即使面对终端零售不佳、寒冬推迟，波司登品牌和产品变革顺利的体现到终端零售数据中，这是非常好的开始。从过去的经验看，一家公司的变革至少会有 2-3 年的红利期，我们相信 2019 年的波司登依然值得投资者期待。

1.2. 优质制造 2019 年全球产业布局是主逻辑

让投资者没有想到的可能是，2018 年投资人关注度极低的优质制造鲁泰、百隆等均有一定正收益，我们认为除了业绩稳定性、和年初极低的市场预期紧密相关。

我们始终认为，优秀的中国制造业龙头已经形成了全球性的竞争优势，纺织服装行业中的申洲国际就像电子产业中的富士康，护城河极深（产品开发、精益化管理），稳

定性也非常强。在产能全球化布局年代，这类公司市场占有率仍在集中化过程中的成长性依然值得投资者期待。

展望 2019 年，影响优质制造短期表现的主要是：出口环境、人民币汇率、原料价格。出口环境存在一定向下压力，但估计汇率和原料价格影响相对较小，因此，那些经历过二三十年发展的优质制造企业有望实现业绩的稳定发展。

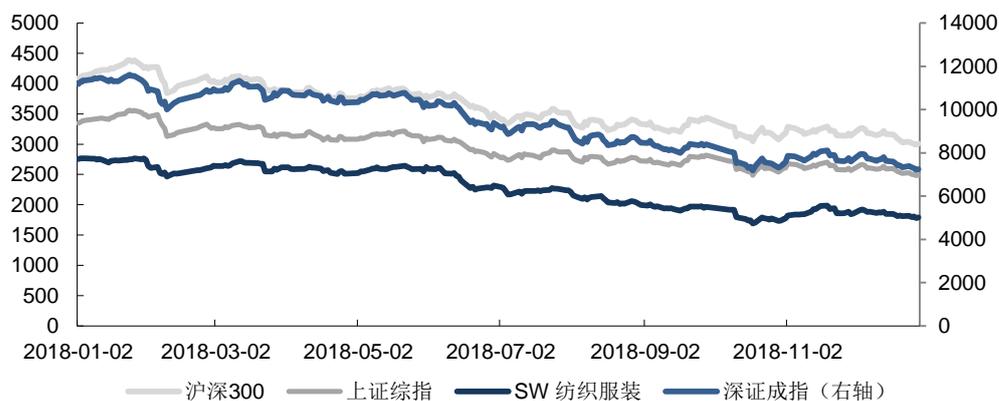
影响优质制造投资长逻辑是全球化的产能布局，我们一直在向各位投资者推荐天虹纺织，在公司收购整合庆茂纺织后，我们的观点更为坚定。

1.3. 新模式 2019 年依然会保持较快增长

新模式是新零售的一部分，是阿里（南极电商）、小米（开润股份）、拼多多（南极电商）生态圈的一部分和思想的落地者。新模式从来都是快速变化的，组织架构和发展的理念都在快速变化过程中，这也是投资者会担忧这类公司稳定性的原因，而一旦稳定性被验证、给予的估值也明显偏高（如开润股份）。

“新”代表着希望和未来，也正是因为这些新模式发展，我们看到传统零售、批发在过去六七年中被一点点分割和替代。在市场预期和信心都极低的当前时点，我们认为 2019 年该类公司超额收益的概率明显偏大。

图 1：2018 年大盘及纺服板块走势



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

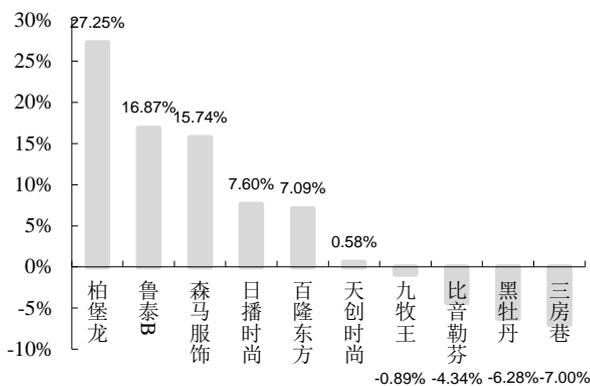
（2018 年沪深 300 下跌 25.31%，上证综指下跌 24.59%，深证成指下跌 34.42%，其中纺织服装行业全年涨跌幅在各行业中位列 20 名，下跌幅度达 34.33%，跑输沪深 300、上证综指，跑赢深证成指）

表 2：2018 年各行业涨跌幅

排名	板块名称	全年涨跌幅	排名	板块名称	全年涨跌幅
1	SW 休闲服务	-10.61%	15	SW 通信	-31.32%
2	SW 银行	-14.67%	16	SW 家用电器	-31.40%
3	SW 食品饮料	-21.95%	17	SW 化工	-31.72%
4	SW 农林牧渔	-22.44%	18	SW 商业贸易	-32.70%
5	SW 计算机	-24.53%	19	SW 采掘	-32.71%
6	SW 非银金融	-25.37%	20	SW 纺织服装	-34.33%
7	SW 医药生物	-27.67%	21	SW 汽车	-34.34%
8	SW 房地产	-28.79%	22	SW 电气设备	-34.95%
9	SW 建筑装饰	-29.27%	23	SW 机械设备	-35.11%
10	SW 钢铁	-29.62%	24	SW 轻工制造	-36.62%
11	SW 公用事业	-29.72%	25	SW 综合	-39.30%
12	SW 交通运输	-30.17%	26	SW 传媒	-39.58%
13	SW 建筑材料	-30.30%	27	SW 有色金属	-41.04%
14	SW 国防军工	-31.04%	28	SW 电子	-42.37%

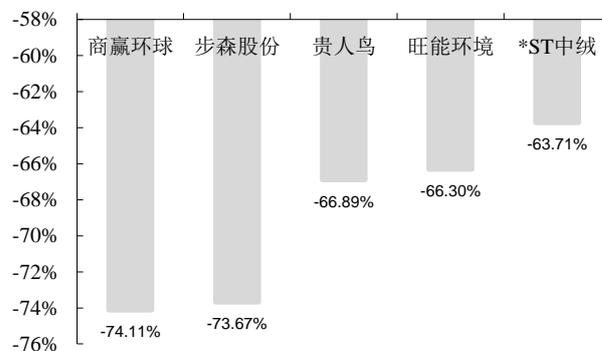
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 2：纺服板块全年涨幅前 10



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 3：纺服板块全年跌幅前 5



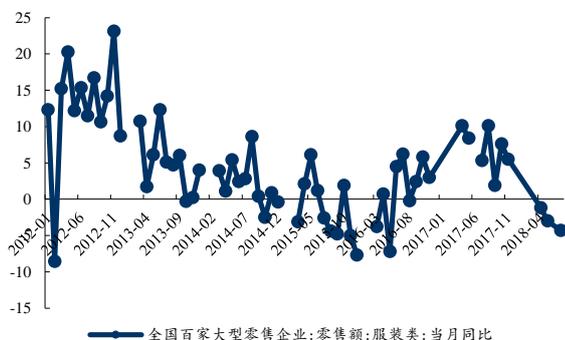
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2. 11 月零售增速回落、出口增速放缓

2.1. 零售端：11 月限额以上服装鞋帽针纺织品类零售同比增 5.5%

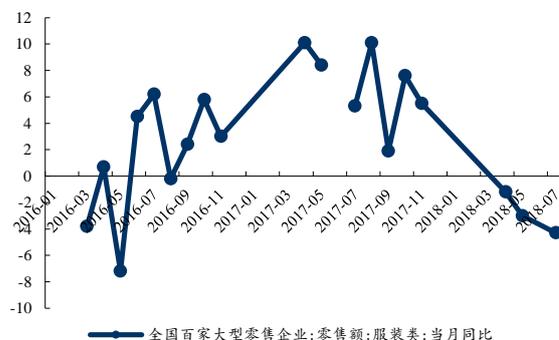
截至 2018 年 11 月份，社会消费品零售额总额同比增长 8.10%，限额以上企业消费品零售总额当月同比增长 2.10%，总体增长出现下滑；11 月限额以上服装鞋帽针纺织品类零售当月同比增长 5.50%，较去年同期增速下滑 4.0pp。

图 4：全国百家重点大型零售服装类企业零售额同比 (%)



数据来源：中华商业信息中心，东吴证券研究所

图 5：2016 年 1 月至今百家重点大型零售企业服装类零售额同比 (%)



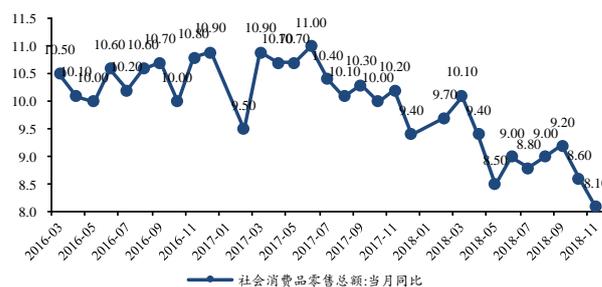
数据来源：中华商业信息中心，东吴证券研究所

图 6：社会消费品零售总额:当月同比 (%)



数据来源：中华商业信息中心，东吴证券研究所

图 7：2016 年年初至今社会消费品零售总额:当月同比 (%)



数据来源：中华商业信息中心，东吴证券研究所

图 8：限额以上企业消费品零售总额:当月同比 (%)



数据来源：中华商业信息中心，东吴证券研究所

图 9：16 年年初至今限额以上企业消费品零售总额:当月同比 (%)

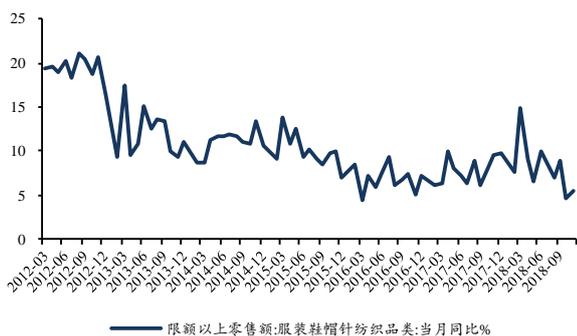


数据来源：中华商业信息中心，东吴证券研究所

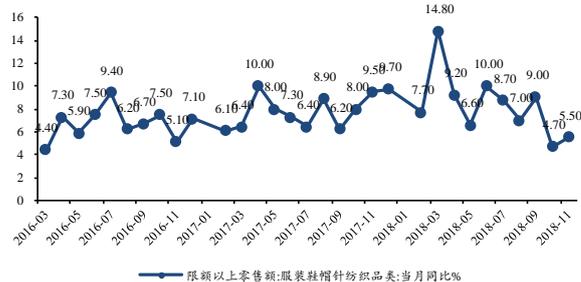
图 10：限额以上零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比

图 11：16 年年初至今限额以上零售额:服装鞋帽针纺

(%)



织品类:当月同比 (%)



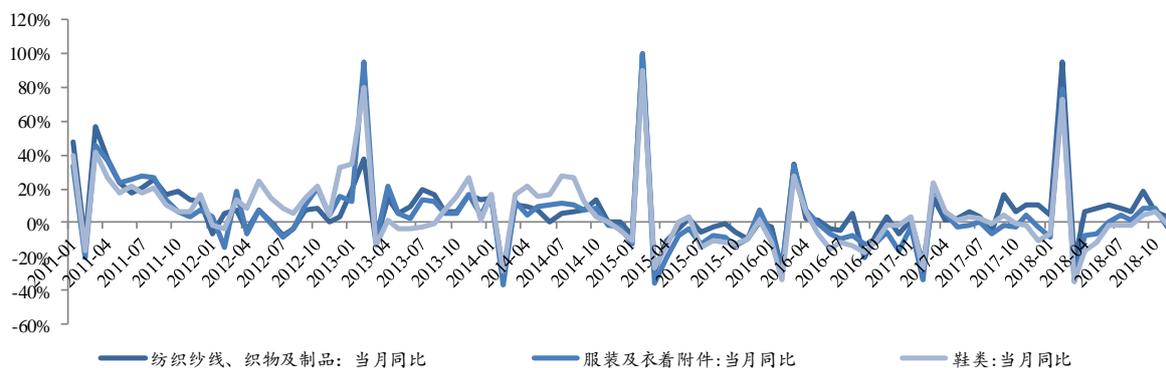
数据来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

数据来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

2.2. 出口: 18年11月上游纺织纱线、织物等出口增长放缓

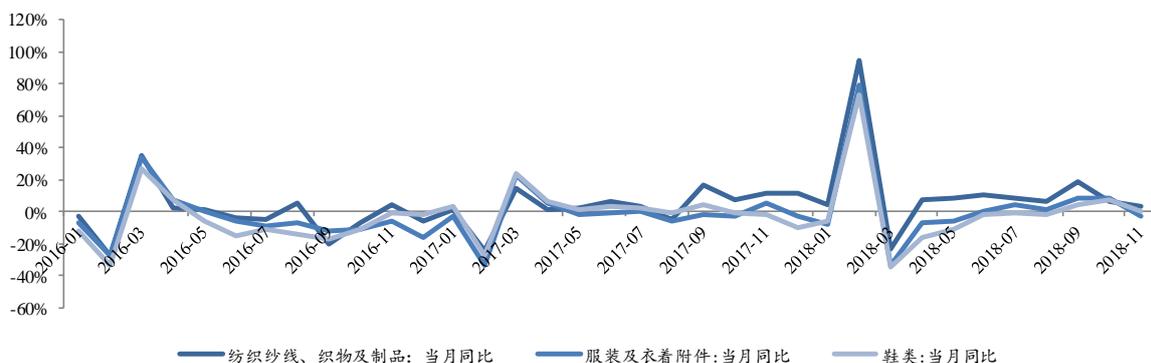
出口方面, 纺织纱线、织物及制品 11 月单月同比增长 3.25%, 服装及衣着附件/鞋类 11 月单月同比下降 2.93%/0.12%, 累计来看, 1-11 月出口累计同比变化 9.30%/0.90%/-2.10%, 上游纱线等标品出口增长较为平稳。

图 12: 服装、纺织品、鞋类出口增速 (分月同比) (%)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 13: 2016 年 1 月至今服装、纺织品、鞋类出口增速 (分月同比) (%)



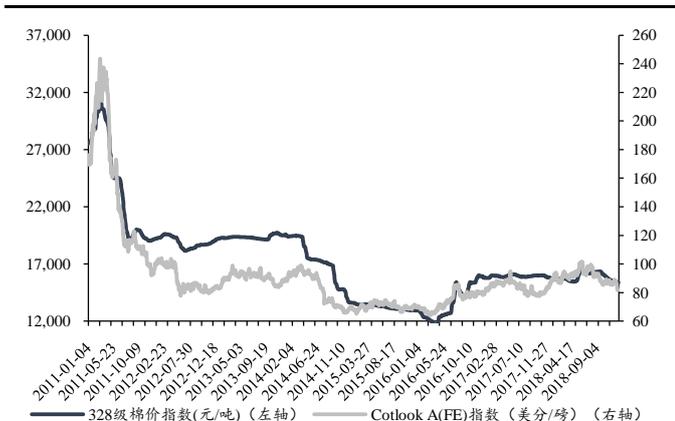
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.3. 上游主要原料：棉价有所回落，人民币小幅回升

328 级现货周均价：15,393.00 元/吨（-0.09%）（周变化-14.00 元/吨，月变化-54.00 元/吨，过去一年变化-330.00 元/吨）

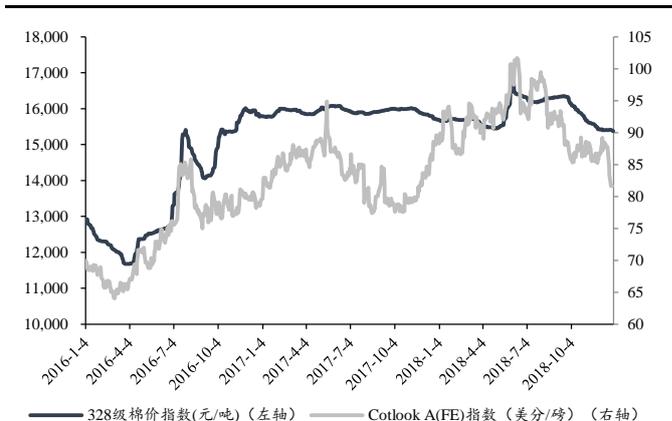
Cotlook A 周均价：81.65 美分/磅(-4.86%)（周变化-4.17 美分/磅，月变化-4.20 美分/磅，过去一年变化-7.95 美分/磅）

图 14：2011 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势



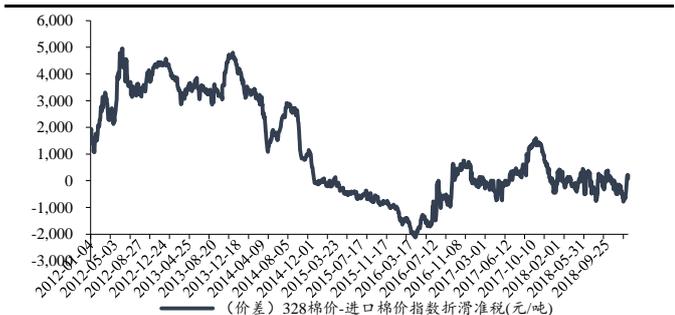
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 15：2016 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势



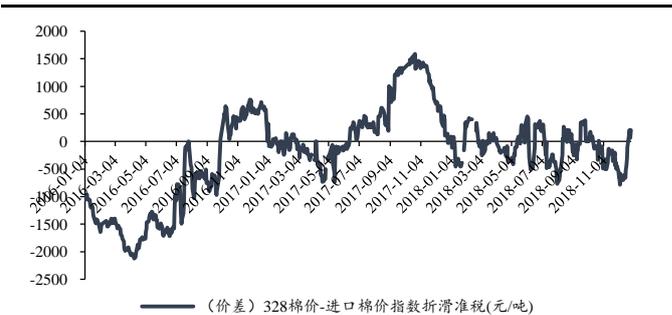
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 16：32：2012 年 1 月至今内外棉花价差走势



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 17：2016 年 1 月至今内外棉花价差走势

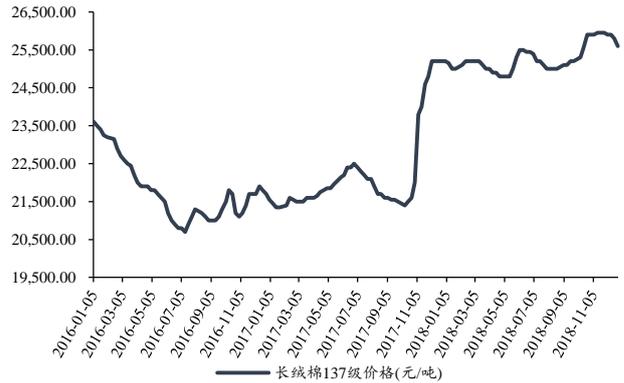
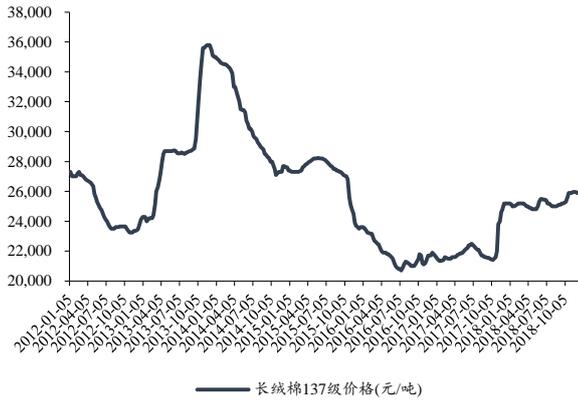


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

长绒棉(137 级)：25,600.00 元/吨(-0.78%)（周变化-200.00 元/吨，月变化-350.00 元/吨，过去一年变化 400.00 元/吨）

图 18：2012 年 1 月至今国内长绒棉 137 级价格走势

图 19：2016 年 1 月至今国内长绒棉 137 级价格走势



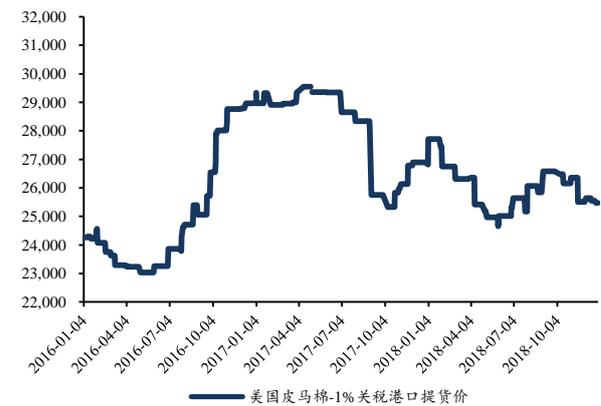
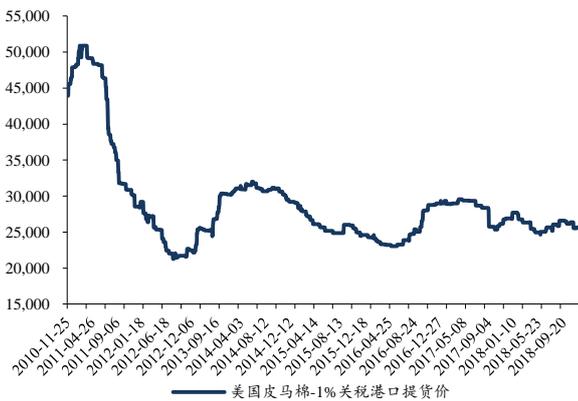
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

进口长绒棉(美国 PIMA 2 级): 25,469.00 元/吨(-0.33%) (周变化-85.00 元/吨, 月价格变化-43.00 元/吨, 过去一年变化-1426.00 元/吨)

图 20: 2010 年 11 月至今美国皮马棉-1%关税港口提货价走势 (元/吨)

图 21: 2016 年 1 月至今美国皮马棉-1%关税港口提货价走势 (元/吨)



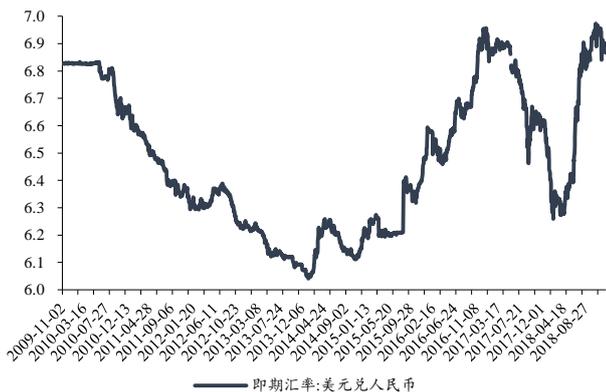
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

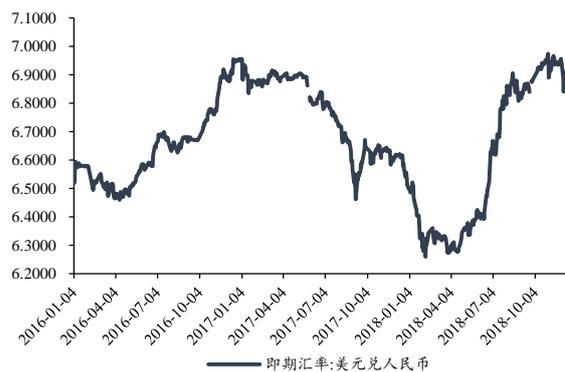
美元兑人民币汇率: 6.8658 (本周变化-0.52%, 月变化-1.19%, 年变化 5.07%)

图 22: 2009 年 11 月至今美元兑人民币汇率走势

图 23: 2016 年 1 月至今美元兑人民币汇率走势



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

化纤:

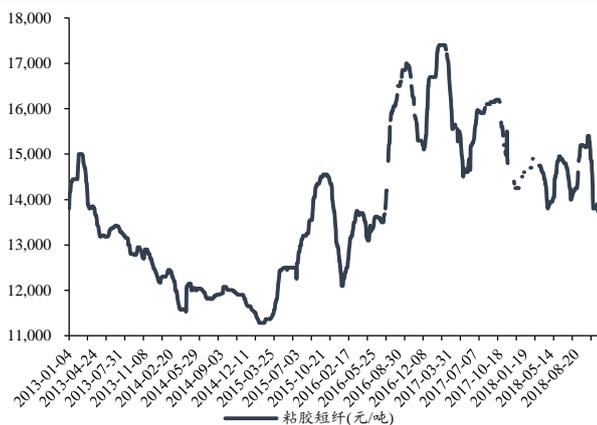
粘短: 13,700.00 元/吨(-0.48%) (本周变化-66.67.00 元/吨, 本月变化-200.00 元/吨, 过去一年变化-700.00 元/吨);

涤短: 8,812.50 元/吨(-2.62%) (本周变化-237.50 元/吨, 本月变化-100.00 元/吨, 过去一年变化-50.00 元/吨)

氨纶 20D: 39,500.00 元/吨(0.00%) (本周变化 0.00 元/吨, 本月变化 0.00 元/吨, 过去一年变化-6000.00 元/吨)

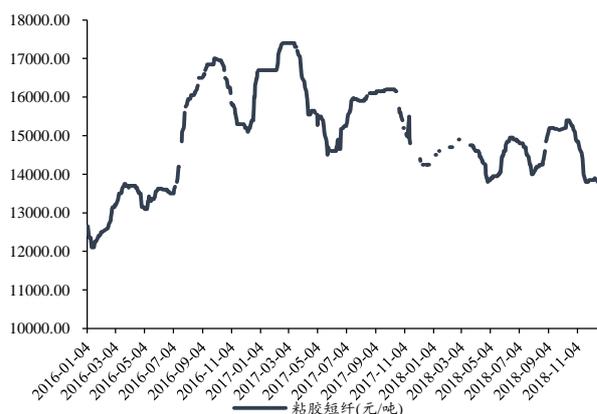
氨纶 40D: 33,500.00 元/吨(0.00%) (本周变化 0.00 元/吨, 本月变化 0.00 元/吨, 过去一年变化-4000.00 元/吨)

图 24: 2013 年 1 月至今国内粘胶短纤价格走势



数据来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

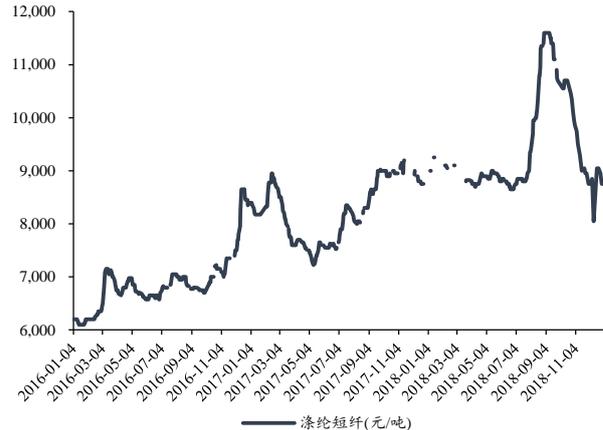
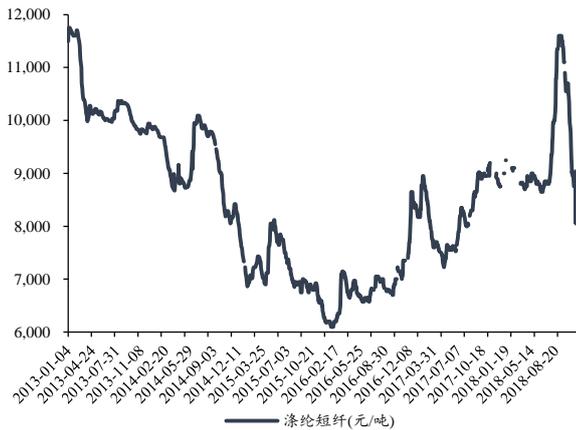
图 25: 2016 年 1 月至今国内粘胶短纤价格走势



数据来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

图 26: 2013 年 1 月至今国内涤纶短纤价格走势

图 27: 2016 年 1 月至今国内涤纶短纤价格走势

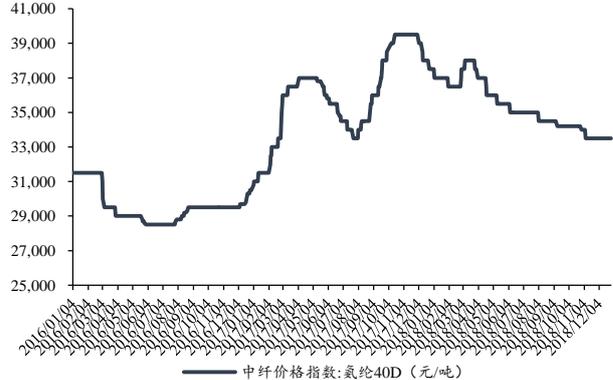
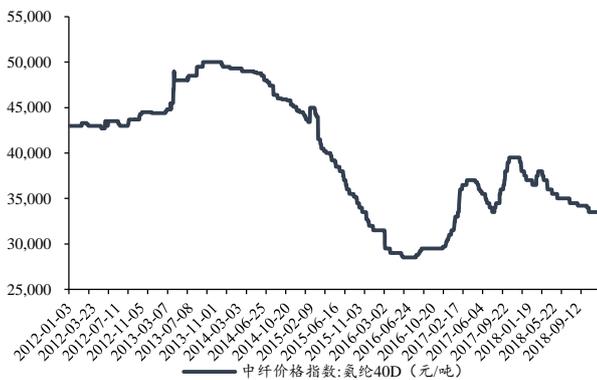


数据来源：中国棉花协会，东吴证券研究所

数据来源：中国棉花协会，东吴证券研究所

图 28：2012 年 1 月至今国内氨纶 40D 价格走势

图 29：2016 年 1 月至今国内氨纶 40D 价格走势



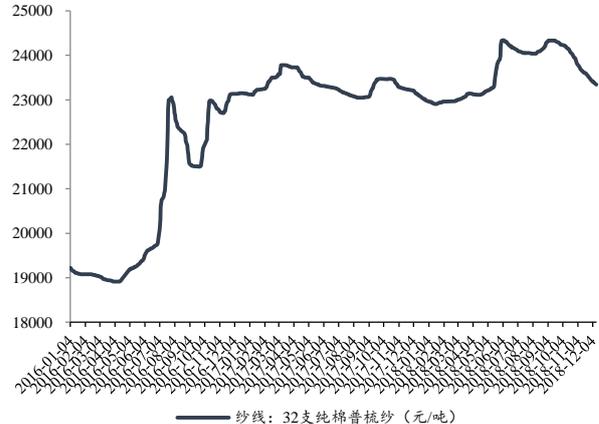
数据来源：中国棉花协会，东吴证券研究所

数据来源：中国棉花协会，东吴证券研究所

棉纱线：32 支纯棉普梳纱 23,345 元/吨(-0.23%) (本周变化-53.00 元/吨，本月变化-310.00 元/吨，过去一年变 210.00 元/吨)

图 30：2012 年 1 月至今纯棉普梳纱价格走势

图 31：2016 年 1 月至今纯棉普梳纱价格走势



数据来源：中国棉花协会，东吴证券研究所

数据来源：中国棉花协会，东吴证券研究所

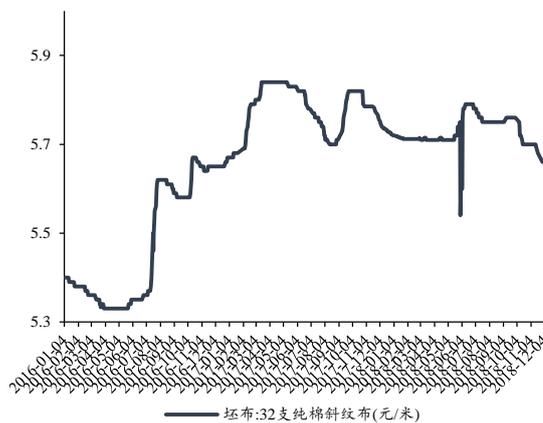
数据来源：中国棉花协会，东吴证券研究所

数据来源：中国棉花协会，东吴证券研究所

坯布：32支纯棉斜纹布 5.65 元/米(-0.13%) (本周变化-0.01 元/米，本月变化-0.05 元/米，过去一年变化-0.09 元/米)

图 32：2012 年 1 月至今纯棉斜纹布价格走势

图 33：2016 年 1 月至今纯棉斜纹布价格走势



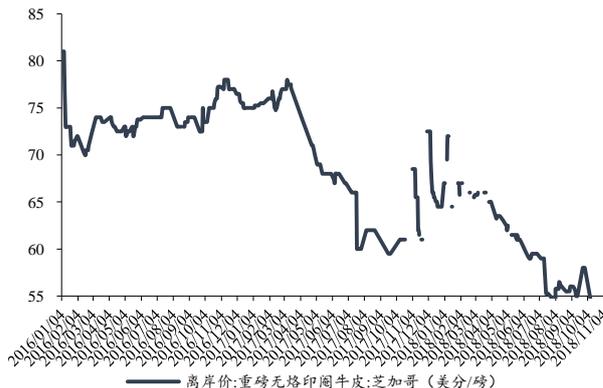
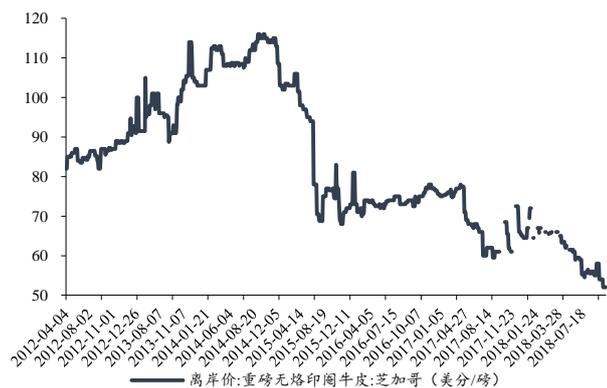
数据来源：中国棉花协会，东吴证券研究所

数据来源：中国棉花协会，东吴证券研究所

牛皮：重量无烙印眼牛皮芝加哥离岸价 52.00 美分/磅(本周变化 0.00 美分/磅，本月变化-2.00 美分/磅，过去一年变化-13.50 美分/磅)

图 34：2012 年 4 月至今芝加哥重磅无烙印阔牛皮离岸价（美分/磅）

图 35：2016 年 1 月至今芝加哥重磅无烙印阔牛皮离岸价（美分/磅）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

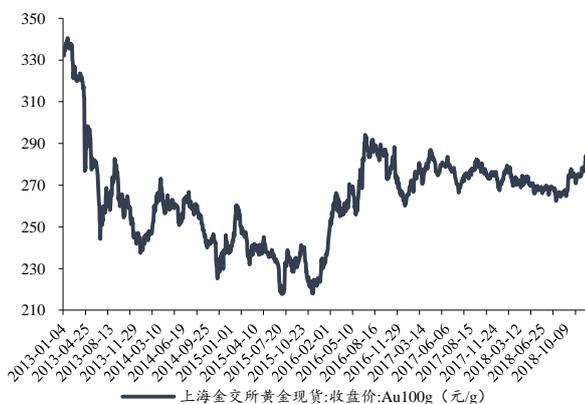
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

黄金：上金所 Au100g 283.32 元/g (1.69%) (本周变化 4.72 元/g，本月变化 8.86 元/g，过去一年变化 11.01 元/g)

伦敦现货 1,269.42 美元/盎司(1.38%) (本周变化 17.25 美元/盎司，本月变化 65.75 美

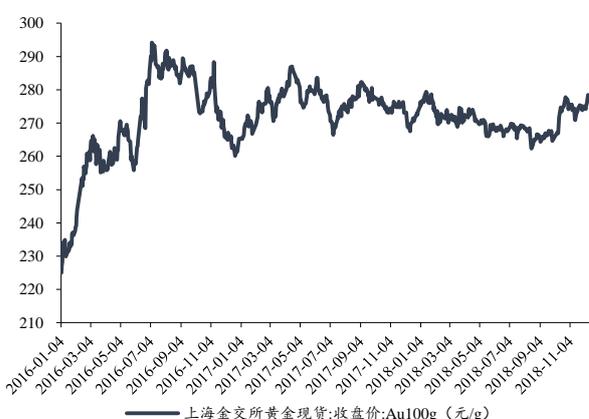
元/盎司，过去一年变-12.00 美元/盎司)

图 36: 2013 年 1 月至今上金所黄金现货 Au100g (元/g)



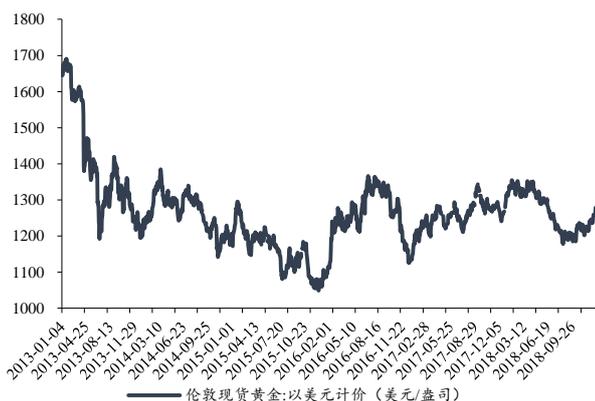
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 37: 2016 年 1 月至今上金所黄金现货 Au100g (元/g)



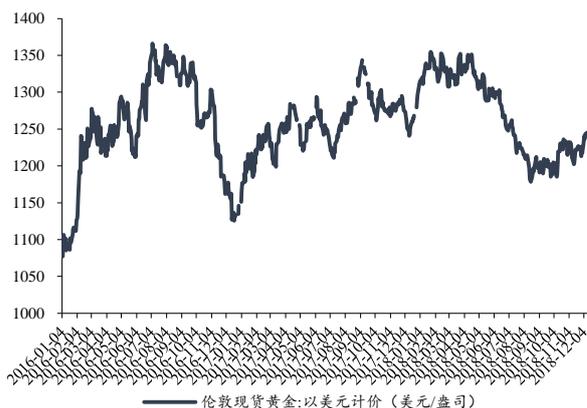
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 38: 2013 年 1 月至今伦敦现货黄金 (美元/盎司)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 39: 2016 年 1 月至今伦敦现货黄金 (美元/盎司)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

3. 上市公司重要公告

3.1. 纺织制造

【航民股份 新增股份上市】公司新增股份性质为有限售条件流通股，发行价格为 9.72 元/股（经除权、除息调整），新增股份数量为 110,082,034 股，已于 2018 年 12 月 20 日办理完毕股份登记手续。

【开润股份 收购资产】公司于 2018 年 10 月 26 日与王贻卫、Billion Islands Ltd.、White Angel Ltd. 签署《股权转让协议》，拟以 2,280 万美元受让乙方持有的 PT. Formosa Bag Indonesia、PT. Formosa Development 的 100% 股权。

【三毛派神 发行股份购买资产】公司发行 193,889,498 股股份购买相关资产获得证监会

核准批复。

【欣龙控股 增资全资子公司】公司对宜昌欣龙卫材增资 4000 万元用于投资建设年产 4000 吨天然纤维非织造材料生产线扩建项目。

【华孚时尚 收到补贴】公司子公司宁海华孚将获得政府各项补偿费用共计 17,740.05 万元；子公司浙江华孚获得政府土地收储补偿款共计 7,511.4 万元。

【诺邦股份 收到补贴】公司收到财政扶持资金 800.13 万元和 440 万元。

【如意集团 收到补贴】公司收到政府补助 1,600 万元。

【孚日集团 减持进展】截至 2018 年 12 月 27 日，持股 5% 以上股东兼公司董事孙日贵先生减持股份数量超过其预披露计划（减持 2,000 万股，占公司总股本 2.2%）的一半。

【嘉欣丝绸 增持进展】公司持股 5% 以上股东凯喜雅自 2018 年 11 月 29 日至 12 月 28 日累计增持无限售条件流通股 5,776,661 股，占公司总股本的 1%。

【华孚时尚 回购进展】公司自 2018 年 11 月 21 日实施首次回购起至 2018 年 12 月 26 日，以集中竞价方式累计回购公司股份数量为 30,387,540 股，占公司总股本的 2%。

【金鹰股份 回购进展】截至 2018 年 12 月 27 日，公司已累计回购股份数量为 3,716,900 股，占公司目前总股本的比例约为 1.02%。

【华茂股份 质押式回购】2018 年 12 月 26 日，公司将无限售流通股 3,800 万股质押给交行安庆分行，质押期限三年。

3.2. 品牌服饰

【安奈儿 收到补贴】截至 2018 年 12 月 28 日，公司 2018 年累计收到政府补贴 1,604.08 万元。

【贵人鸟 收到补贴】2018 年 1 月至 12 月，公司及下属子公司累计获得地方政府补助资金 1,211.81 万元。

【红蜻蜓 收到补贴】2018 年 1 月至 12 月，公司及子公司收到政府补助 3,790.8 万元。

【际华集团 收到补贴】公司于 2018 年 9 月 4 日至 12 月 27 日，累计收到各类政府补助资金 10,246.04 万元。

【日播时尚 减持结果】2018 年 11 月 19 日至 12 月 27 日公司离任董事兼高级管理人员郑征先生减持 450,000 股，减持数量占公司股份总数的 0.19%。

【报喜鸟 增持进展】公司控股股东一致行动人吴婷婷女士于 2018 年 9 月 20 日至 12 月 28 日增持公司股份累计 13,629,442 股，已达到公司总股本的 1.082%。

【海澜之家 回购】2018 年 12 月 27 日，公司首次回购股份 1,932,900 股，占公司总股本的 0.04%。

【健盛集团 回购进展】截至 2018 年 12 月 24 日，公司累计回购公司股份数量为 4,661,109 股，占公司总股本的 1.19%。

【天创时尚 回购预案】公司拟回购资金总额不低于 10,000 万元（含），不超过 20,000 万元（含），拟回购股份价格不超过 14.00 元/股，回购期限为自公司股东大会审议通过

本次回购方案之日起不超过 12 个月。

【探路者 股权回购】2018 年 12 月 21 日公司与图途相关方签署《股权回购及付款协议》，因图途未达成约定的 2015-2017 年度的整体考核目标，图途股东同意按照 15,500 万元回购公司所持有的全部图途股权（占图途全部股份的 15.7%）。

4. 重点标的估值水平

表 3：重点标的估值表

上市公司	市值(亿元)	17 归母 (亿元)	2018 归母 净利润 (亿元)	YOY	18PE	2019 归母 净利润 (亿元)	YOY	19PE	
休闲装									
002563.SZ	森马服饰	241	11.4	16.1	41.3%	15.0	18.8	16.7%	12.8
3998.HK	波司登	133	6.2	8.1	32.1%	16.3	10.8	33.1%	12.3
600398.SH	海澜之家	381	33.3	34.9	4.9%	10.9	36.5	4.5%	10.4
603877.SH	太平鸟	90	4.6	6.4	39.9%	14.2	8.4	32.0%	10.7
体育									
2020.HK	安踏体育	875	30.9	39.3	27.2%	22.3	48.8	24.4%	17.9
2331.HK	李宁	161	5.2	7.1	37.8%	22.6	9.4	32.1%	17.1
1368.HK	特步国际	80	4.1	6.3	53.5%	12.8	7.3	16.4%	11.0
高端									
603808.SH	歌力思	55	3.0	3.7	23.8%	14.6	4.5	18.9%	12.3
603839.SH	安正时尚	43	2.7	3.6	31.9%	12.0	4.7	29.6%	9.3
002832.SZ	比音勒芬	61	1.8	2.6	44.5%	23.3	3.7	40.7%	16.5
3306.HK	江南布衣	49	4.1	4.9	18.9%	10.1	5.7	17.7%	8.6
603587.SH	地素时尚	88	4.8	5.9	23.3%	14.9	6.4	8.6%	13.7
家纺									
002327.SZ	富安娜	65	4.9	5.8	17.2%	11.3	6.7	15.8%	9.8
002293.SZ	罗莱生活	65	4.3	5.4	25.1%	12.2	6.3	18.1%	10.3
603365.SH	水星家纺	40	2.6	3.0	18.1%	13.1	3.6	18.5%	11.1
男装									
1234.HK	中国利郎	69	6.1	8.0	30.3%	8.7	9.3	16.7%	7.4
601566.SH	九牧王	76	4.9	5.6	14.1%	13.5	6.4	13.6%	11.9
002029.SZ	七匹狼	47	3.2	3.5	10.7%	13.4	4.2	19.9%	11.2
新模式									
300577.SZ	开润股份	68	1.3	1.9	41.7%	35.9	2.6	36.7%	26.3
002127.SZ	南极电商	185	5.3	8.4	57.5%	21.9	11.5	36.5%	16.1
002640.SZ	跨境通	168	7.5	12.4	64.9%	13.6	16.9	36.5%	10.0

纱线									
2678.HK	天虹纺织	70	11.5	13.1	13.3%	5.4	16.2	23.9%	4.3
002042.SZ	华孚时尚	83	6.8	7.9	16.8%	10.4	9.8	24.3%	8.4
601339.SH	百隆东方	83	4.9	6.1	24.7%	13.6	7.0	15.0%	11.9
面料									
000726.SZ	鲁泰 A	84	8.4	8.6	2.7%	9.7	9.8	13.3%	8.6
002394.SZ	联发股份	33	3.6	3.8	6.6%	8.5	3.9	1.3%	8.4
2111.HK	超盈国际	18	2.5	3.3	28.9%	5.5	3.9	18.7%	4.6
成衣									
2313.HK	申洲国际	1,168	37.6	46.1	22.5%	25.3	54.7	18.7%	21.3
2232.HK	晶苑国际	97	9.7	10.4	7.1%	9.3	13.7	32.1%	7.0
2199.HK	维珍妮	63	1.9	3.0	56.3%	20.9	5.1	68.3%	12.4
603558.SH	健盛集团	45	1.3	2.1	59.8%	21.5	2.5	20.1%	17.9
印染辅料									
600987.SH	航民股份	61	5.7	6.4	11.3%	9.6	6.9	7.5%	8.9
002003.SZ	伟星股份	53	3.6	3.9	7.0%	13.6	4.4	12.6%	12.1

数据来源：Wind 资讯、东吴证券研究所，其中安正时尚、罗莱生活、水星家纺、李宁、特步、超盈国际、晶苑国际、伟星股份来自 Wind 一致预期；股息率利用过去三年平均分红率计算；人民币对港币汇率为 1.1413

风险提示：

- 1、宏观经济增速放缓导致居民可支配收入增速放缓，降低消费热情，服装作为可选消费将受到较为严重的影响。
- 2、意外天气将影响服装消费：如遇意外暖冬等情况将影响冬装销售，由于冬装单价、毛利高，暖冬将对服装企业造成负面影响。
- 3、原材料价格意外波动：对于生产制造企业来说，原材料成本占据生产成本比重较大，原材料价格的意外波动（尤其意外下跌）将对生产企业毛利率造成较大影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

