

继续处于复苏周期中 内销动力渐足

行业评级

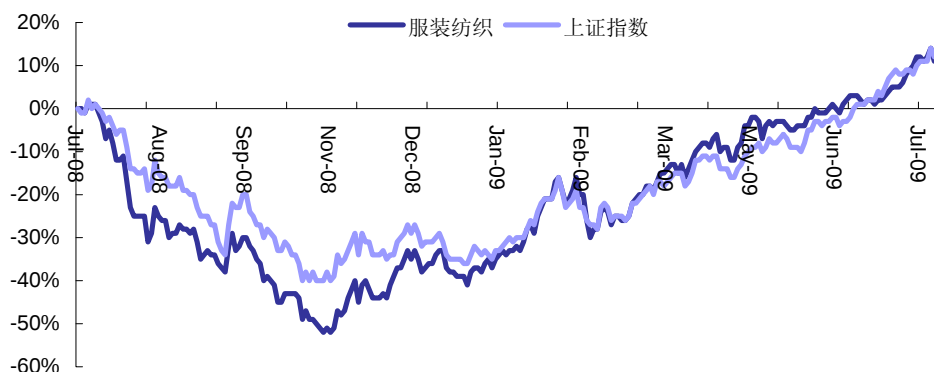
中性/ 维持评级

相关研究

《复苏中前行》(2009/06/29)
 《复苏初期把握弹性》(2009/05/24)
 《看美国的脸色讨论出口好转预期》
 (2009/04/12)
 《服装业去库存化继续进行》发表日期
 (2009/03/30)
 《不可忽视的好转》发表日期
 (2009/02/20)
 《新年伊始 内销经历假日繁荣》发表
 日期 (2009/02/01)
 《内销放缓 企业降价保量》发表日期
 (2009/01/03)
 《等待需求回暖时》发表日期
 (2008/12/14)

- 我们继续维持此前行业跟踪报告中的观点: 纺织服装行业继续处于复苏周期之中, 且直到衣着类 CPI 开始上扬、同时衣着类 CPI/衣着类 PPI 的比值在保持稳定后开始下降, 则预示着繁荣期的到来。我们认为在此轮衰退中纺织服装企业的盈利能力并未受到严重冲击。伴随着行业的复苏, 企业销售收入将回升, 同时利润增速的回升也将非常明显, 下半年纺织行业的企业利润增速触底回升将是必然。
- 内销对纺织行业工业增加值的贡献程度有明显提高, 一方面今年上半年以来, 我国服装品销售额累计增速保持在 18% 的水平, 远高于同期总商品销售额的累积增速; 另一方面, 自今年 2 月份以来纺织行业工业增加值呈持续上升态势, 特别是服装、鞋帽制造业。在纺织行业出口增速为负的背景下, 工业增加值的提升无疑是因为内销贡献逐渐增强所致。
- 伴随着服装秋冬品生产旺季的到来, 加上行业的持续复苏, 企业的生产热情逐渐高涨, 新订单增加明显、原料采购量和采购价格都有所回升, 与此同时企业的库存压力并不大, 说明供给的增加是比较健康、有需求支撑的。
- 生产火热意味着下游企业对纺织原料需求量的增加, 将对棉花、化纤产品价格构成一定支撑。棉价的稳步上升对棉花储备丰富、进口配额充足、同时有一定议价能力的企业构成利好, 意味着其存货跌价风险在降低; 同时与其他同类企业相比, 用棉成本更低, 比较竞争优势更为明显。这类企业包括: 雅戈尔、鲁泰 A、华孚色纺、常山股份等。
- 对投资机会的把握上, 我们认为: 首先判断行业何时从复苏转向繁荣至关重要, 也决定了投资策略何时从偏好弹性较大的周期性成长类公司转向有稳定业绩增长的价值型公司; 其次, 无论从行业现状还是盈利能力来看, 内销为主的企业都有更好业绩支撑, 且目前的估值水平与市场估值水平相比并不高, 是下半年值得关注的品种。这类企业包括: 报喜鸟、美邦服饰、伟星股份等。

最近 52 周股价表现



分析师
 汪蓉
 +755-82492801
 wangrongyjs@lhqz.com

我们的观点

通过对近期公布的行业各项数据做综合分析，我们继续维持此前行业跟踪报告中的观点：纺织服装行业继续处于复苏周期之中，且直到衣着类 CPI 开始上扬、同时衣着类 CPI/衣着类 PPI 的比值在保持稳定后开始下降，则预示着繁荣期的到来。

我们认为在此轮衰退中，纺织服装企业的盈利能力并未受到严重冲击。伴随着行业的复苏，企业销售收入将回升，同时利润增速的回升也将非常明显，下半年纺织行业的企业利润增速触底回升将是必然。

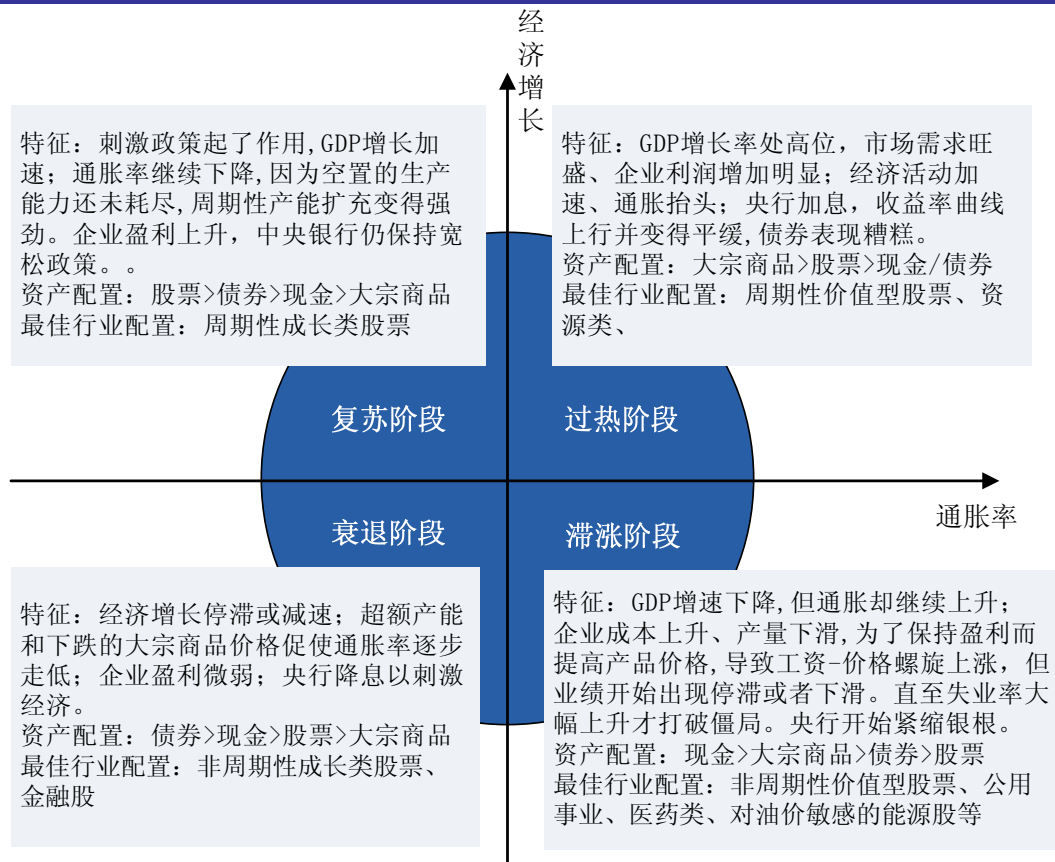
内销对纺织行业工业增加值的贡献程度也有非常明显的提高，一方面今年上半年以来，我国服装品销售额累计增速保持在 18% 的水平，远高于同期总商品销售额的累积增速；另一方面，自今年 2 月份以来纺织行业工业增加值呈持续上升态势，特别是服装、鞋帽制造业。在纺织行业出口增速为负的背景下，工业增加值的提升无疑是因为内销贡献逐渐增强所致。

伴随着服装秋冬品生产旺季的到来，加上行业的持续复苏，企业的生产热情逐渐高涨，新订单增加明显、原料采购量和采购价格都有所回升，与此同时企业的库存压力并不大，说明供给的增加是比较健康、有需求支撑的。

生产火热意味着下游企业对纺织原料需求量的增加，因此对棉花、化纤产品价格构成一定支撑。目前国内棉价大约在 13200 元/吨的水平，预计持续上升至 14000 元/吨的可能性较大。棉价的稳步上升对棉花储备丰富、进口配额充足、同时有一定议价能力的企业构成利好，意味着其存货跌价风险在降低；同时与其他同类企业相比，用棉成本更低，比较竞争优势更为明显。这类企业包括：雅戈尔、鲁泰 A、华孚色纺、常山股份等。

对投资机会的把握上，我们认为：首先判断行业何时从复苏转向繁荣至关重要，也决定了投资策略何时从偏好弹性较大的周期性成长类公司转向有稳定业绩增长的价值型公司；其次，无论从行业现状还是盈利能力来看，内销为主的企业都有更好业绩支撑，且目前的估值水平与市场估值水平相比并不高，是下半年值得关注的品种。这类企业包括：报喜鸟、美邦服饰、伟星股份等。

图 1、投资时钟和配置策略



资料来源：联合证券研究所

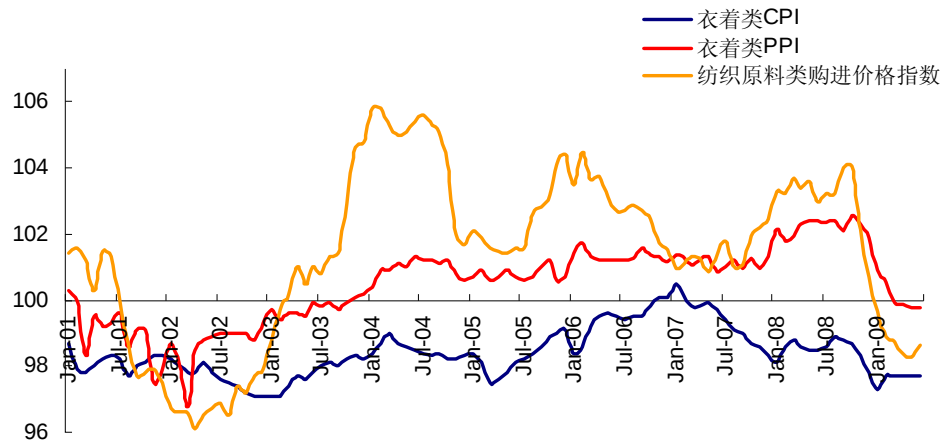
行业继续处于复苏过程之中

我们通过观察衣着类 CPI、PPI 和纺织原料购进价格指数的变化来判断行业运行周期。同时对三项价格指数做简单处理，建立了两个新指标来分析产业链条上、下游价格间相互传导的状况。

通过分析我们判断：行业现在仍处于复苏过程中，表现为：原材料购进价格降幅逐渐收窄、甚至回升；衣着类 CPI/衣着类 PPI 和衣着类 PPI/纺织原料购进价格指数的比值逐步企稳。

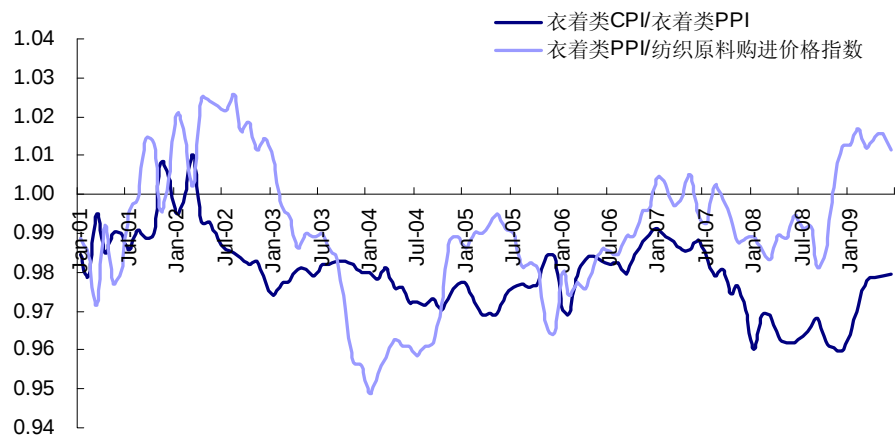
我们认为，当衣着类 CPI 开始上扬、同时衣着类 CPI/衣着类 PPI 的比值在保持稳定后开始下降，则预示着繁荣期的到来。

图 2、衣着类 CPI、PPI 和纺织原料购进价格指数比较



数据来源：CEIC、联合证券研究所。

图 3、衣着类 CPI/衣着类 PPI、衣着类 PPI/纺织原料购进价格比值



数据来源：CEIC、联合证券研究所。

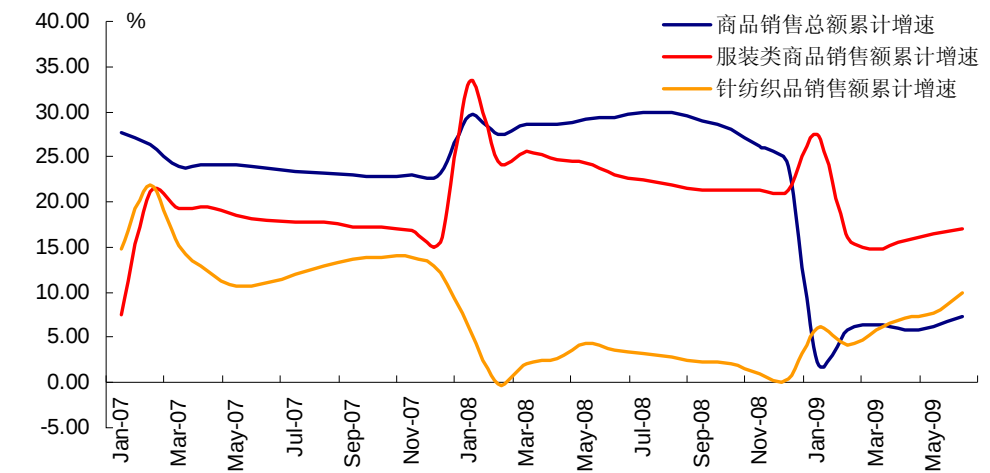
此外我们从两个比值的变动也观察到行业衰退或复苏的过程中，企业的议价能力或成本转嫁能力的变化情况。我们发现，在行业衰退的过程中，尽管生产成本出现较大幅度下降，但“PPI/原料购进价格指数”的值呈上升趋势，说明中下游环节的企业将一部分成本下降的利好收入囊中；同时“CPI/PPI”的值也在上升，说明尽管零售企业打折促销力度较大，但实际上对毛利率水平的冲击要小得多。

由此我们判断，在此轮衰退中，尽管企业销售收入增速受到较大影响，但盈利能力不会受到严重冲击。而伴随着行业的复苏，企业销售收入将回升，同时利润增速的回升也将非常明显，即下半年纺织行业的企业利润增速触底回升将是必然。

内销动力渐足

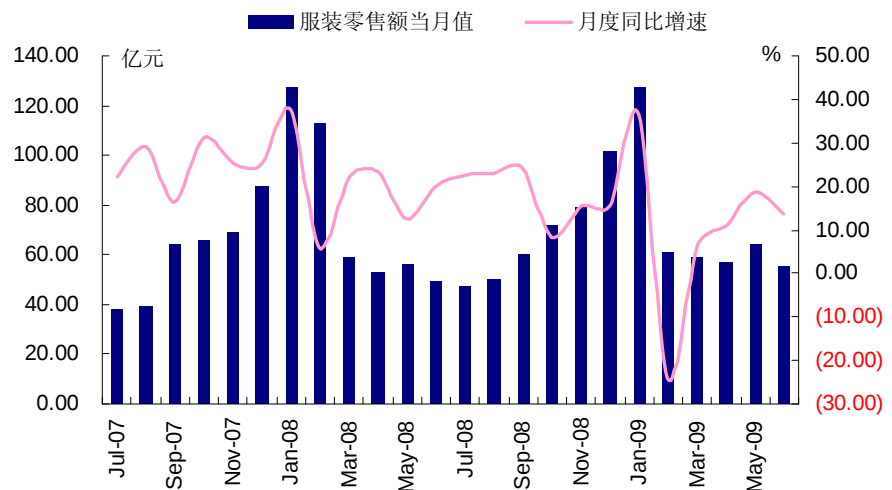
今年 1-6 月份，服装类产品的内销增速尽管与往年相比略有逊色，但仍然保持了 18% 的增长速度，远高于同期总商品零售总额增速。这一方面显示出消费者对衣着类“日常消费品”的依赖性仍然较高；另一方面也显示出服装内销市场发展的强劲动力。

图 4、商品销售总额和服装、针纺织品销售额累计增速比较



数据来源：CEIC、联合证券研究所。

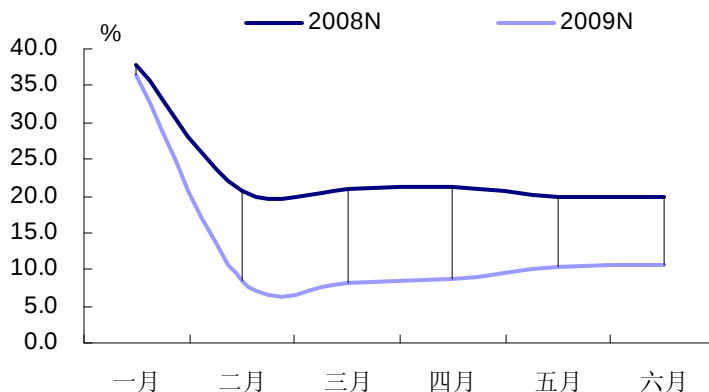
图 5、全国百家大型零售商场服装销售情况



数据来源：中华商务信息网、联合证券研究所。

服装内销增速与去年相比略有逊色，但缺口在收窄

图 6、08 年和 09 年上半年全国百家大型零售商场服装销售累计增速比较

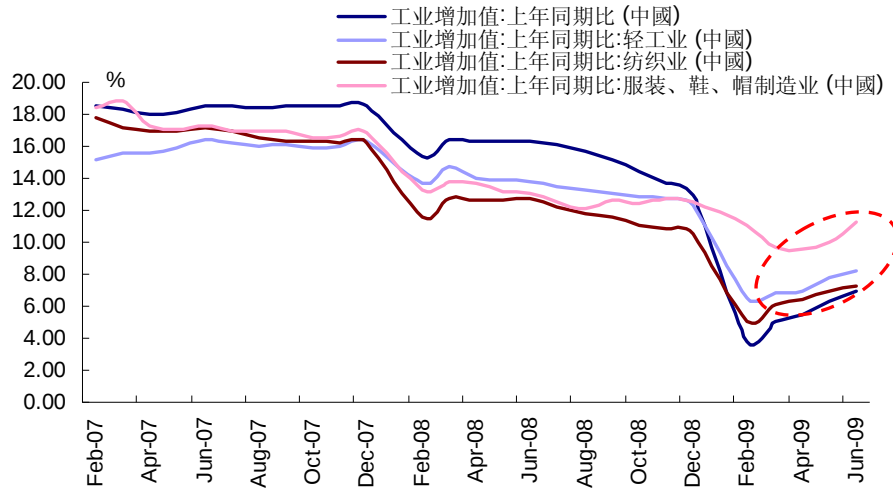


数据来源：中华商务信息网、联合证券研究所。

此外我们看到，自今年 2 月份以来纺织行业工业增加值呈持续上升态势，特别是服装、鞋帽制造业。在纺织行业出口增速为负的背景下，工业增加值的提升

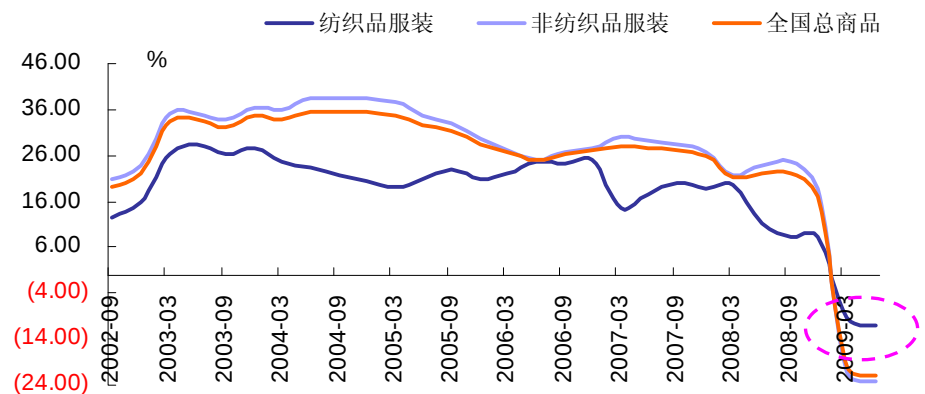
无疑是因为内销的贡献在逐渐增强。

图 7、纺织行业、轻工业和全国工业增加值累计同比增速比较



数据来源: CEIC、联合证券研究所.

图 8、纺织品服装出口累计同比增速变化及与其他商品出口情况比较



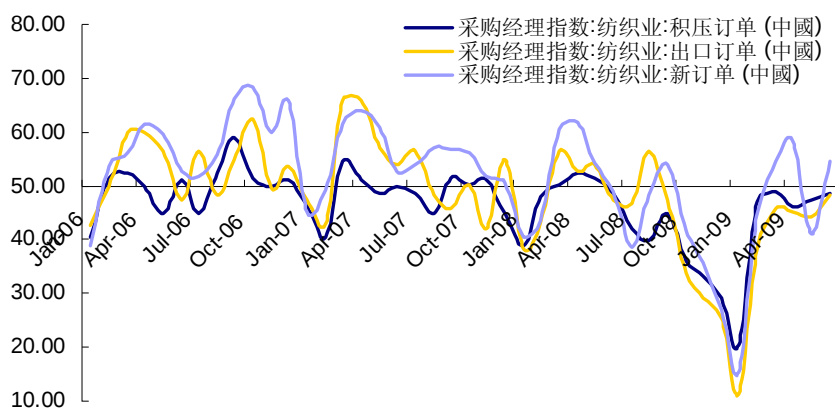
数据来源: 海关总署、联合证券研究所.

企业生产热情渐火热 对棉花等原料价格形成支撑

伴随着秋冬服装生产旺季到来,以及行业复苏的助推,企业的生产热情逐渐燃起。突出表现为各项采购经理指数的好转和主要产品产量出现较明显反弹。

新订单的增加预示着未来纺织品供给量的增加

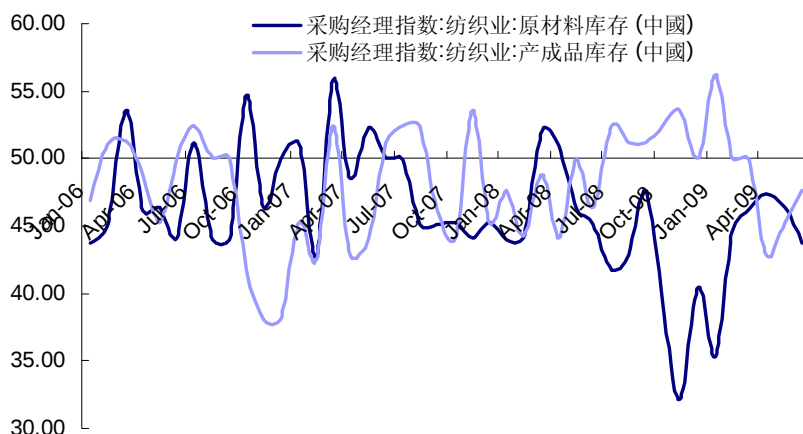
图 9、纺织业订单情况



数据来源: CEIC、联合证券研究所.

纺织业库存消化比较顺利

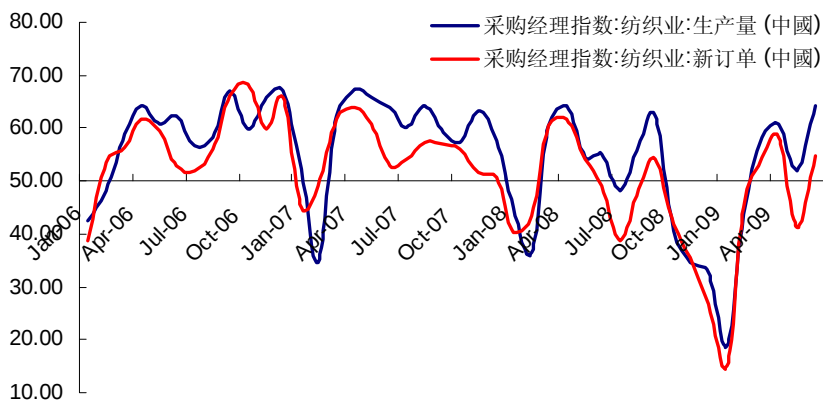
图 10、纺织业库存情况



数据来源: CEIC、联合证券研究所.

纺织业生产扩张明显

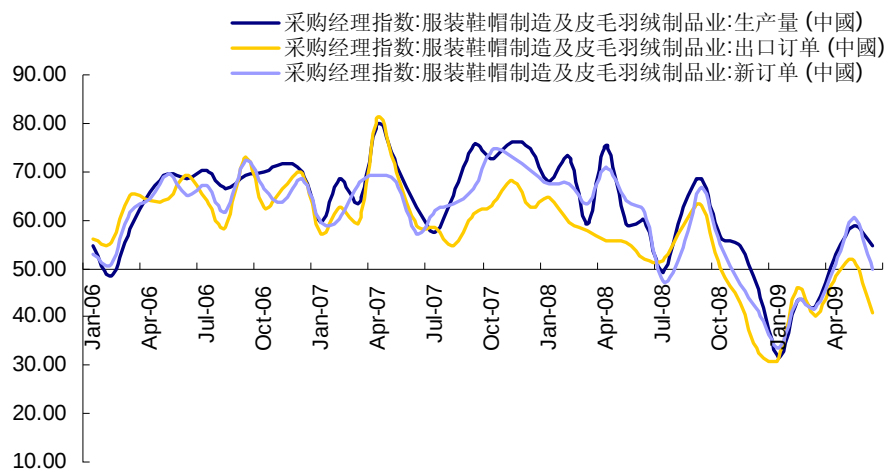
图 11、纺织业生产情况



数据来源: CEIC、联合证券研究所.

6 月份订单出现季节性回落，但总体来说还是处于 50 均值上方；其中内销订单贡献明显

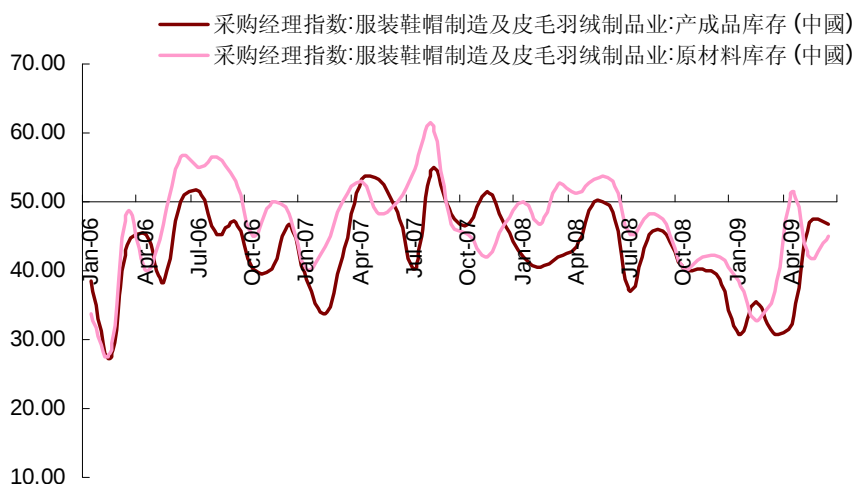
图 12、服装鞋帽及其他制品订单情况



数据来源: CEIC、联合证券研究所。

服装鞋帽及其他制品的库存消化情况良好

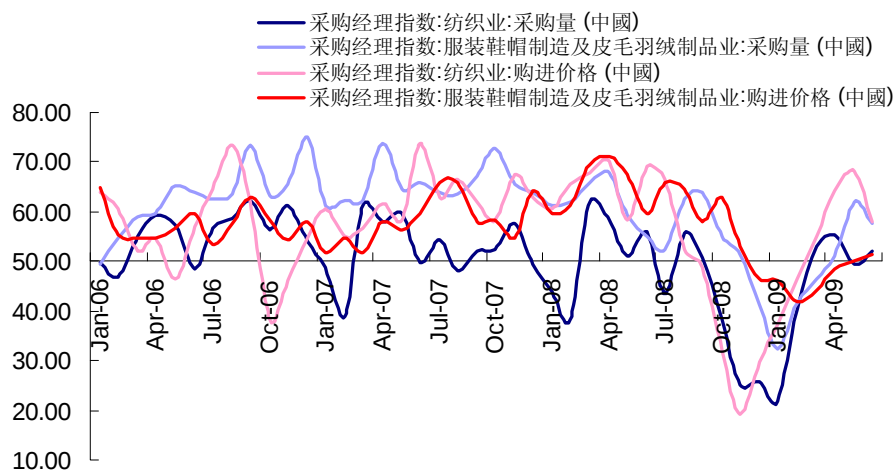
图 13、服装鞋帽及其他制品库存情况



数据来源: CEIC、联合证券研究所。

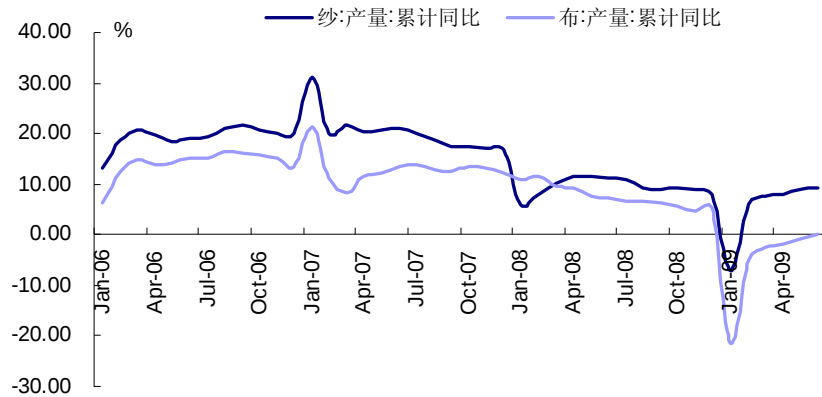
纺织行业原材料购进数量和价格都明显回升，预示着行业生产复苏明显

图 14、服装鞋帽及其他制品生产情况



数据来源: CEIC、联合证券研究所。

图 15、主要纺织品产量累计增速



数据来源: Wind、联合证券研究所。

生产的恢复意味着下游企业对纺织原料需求量的增加, 因此对棉花、化纤产品价格将构成一定支撑。目前国内棉价大约在 13200 元/吨的水平, 预计继续上升至 14000 元/吨的可能性较大。

棉价的稳步上升对棉花储备丰富、进口配额充足、同时有一定议价能力的企业构成利好, 意味着其存货跌价风险在降低; 同时与其他同类企业相比, 用棉成本更低, 比较竞争优势更为明显。这类企业包括: 鲁泰 A、华孚色纺、常山股份等。

目前进口棉价格仍然低于国内棉价, 决定了部分进口配额充足的棉纺企业能够享受更低原料成本, 较其他企业更具竞争优势

图 16、国内外棉花价差



数据来源: 联合证券研究所。

另外考察用棉企业的盈亏平衡点, 对于一般的棉纺企业来说, 纱线产品售价在 18000 元/吨的前提下, 对棉价的承受上限约在 14000 元/吨水平。而目前行业尚处于复苏过程中、繁荣尚未到来, 这样纱线产品的价格仍将受到下游需求的抑制而上涨略显困难。由此来看, 未来棉价将在 14000 元/吨面临较大压力, 除非行业的繁荣加速到来。

图 17、国内棉花价格走势



数据来源：第一纺织网、联合证券研究所。

图 18、国内纱线价格走势（以纯棉 32S 为例）



数据来源：第一纺织网、联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们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。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。