

纺织服装行业



2011 年棉价波动，明年棉纺织企缓慢回暖

2011 年 10 月 31 日

投资要点：

●PTA 与棉花作为国内两大期货品种，国内纺织原料中，棉花与化纤占总量的 90%左右，而化纤中涤纶又占 80%左右。理论上两者用量因价格变化而产生替代。因此，PTA 与棉花的相互关系主要通过 PTA 下游的涤纶短纤与棉花的替代关系而实现。

●2011 年棉花丰收，但棉花价格近日持续走低，导致上游棉农担心棉花收益下降，部分棉农甚至打算“弃棉从粮”。新疆、山东等棉花主产区的棉农普遍出现惜售心理。许多棉农反映，今年种棉只能保本。

●棉价偏低的主要原因：一是今年全球棉花产量达到 2700 万吨，而需求量稳中有降在 2500 万吨左右，供过于求，外棉价格大幅下跌并低于国内棉价；二是国内棉花丰收，需求与上年基本持平，供需缺口缩小；三是欧美市场不景气，棉纺织品需求缩减，外贸订单减少，纺织企业经营困难，棉纱价格难以提升；四是国内劳动力成本和原材料成本上升，棉纺织品成本提高，国际竞争力下降，外贸订单向东南亚一些低成本国家转移。

●2011 年初以来，我国绵纺织企业原材料价下跌，棉价在跌，服装却高喊涨价口号。反常表现的背后，其实是部分企业高位囤棉的后果。

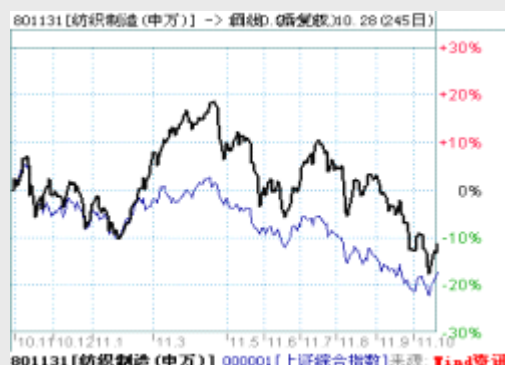
●我国绵纺织企业上市公司中，行业龙头企业鲁泰 A 在外围市场低迷，原材料价格波动的影响下，第三季度报表净利润任然达到 2.07 亿元，同比增长 42.79%。

●维持纺织制造品行业“强于大市”评级。

纺织制造行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率：19.74
市净率：2.03

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌	-4.87%	-19.11%	-11.39%
大盘涨跌	2.42%	-15.45%	-17.47%

资料来源：爱建证券研发部

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	09EPS	10EPS	11EPS
鲁泰 A	推荐	0.87	0.62	0.93
华孚色纺	中性	0.74	1.56	0.82

资料来源：公司公告

联系人：季晋
邮箱：jijin@ajzq.com

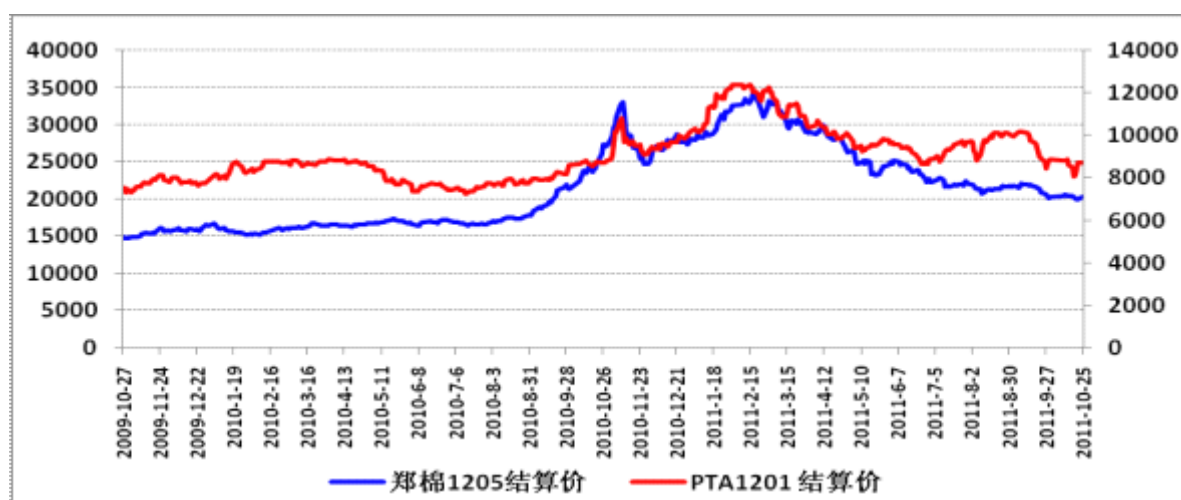
注册证券分析师：吴正武
执业证书编号：S0820511030001
电话：021-3222 9888-3509
邮箱：wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

一、棉花指数与 PTA 存在替代效应，PTA 随棉价波动而波动

PTA 与棉花作为国内两大期货品种，前者是石化行业的产品，同时又是纺织行业的原料，而后者是农产品，同时也是纺织行业的重要原料。国内纺织原料中，棉花与化纤占总量的 90% 左右，而化纤中涤纶又占 80% 左右。10 月份开始气温走低，纺织品消费将出现季节性增长，对 PTA 的需求量也会增大。但是 PTA 价格并不会因此出现大幅上涨，相反，随着宏观经济形式不明朗，下游纺织企业愈加保守，PTA 消费预期偏于消极。棉纱一般占纺织原料的 60%，涤纶占 30%—35%，理论上两者用量因价格变化而产生替代。因此，PTA 与棉花的相互关系主要通过 PTA 下游的涤纶短纤与棉花的替代关系而实现，PTA 与棉花的替代关系属于间接替代，尤其是在棉花紧缺且价格高企时，涤纶短纤对棉花的替代预期加强，从而 PTA 与棉花的相关性大大加强。

图 1：郑州商品交易所棉花指数、PTA 指数结算价（单位：元/吨）



资料来源：Wind 期货行情，爱建证券

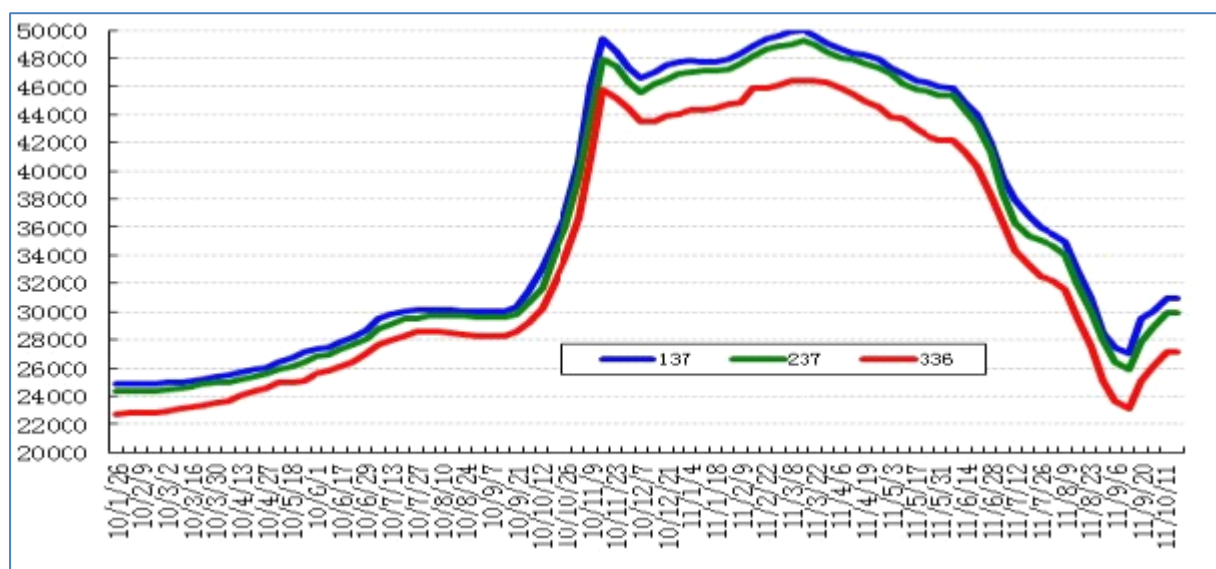
1 至 8 月份，我国化学纤维累计产量 2200.84 万吨，同比增长 16.36%。由于棉花和 PTA 在纺织品中具有替代效应，从目前的棉花与 PTA 的比价关系来看，也不支持 PTA 价格走强。从往年来看棉花与 PTA 的比价中间值应该在 2.5 左右，如果高于此值，棉价可能过高，下游厂家倾向于使用 PTA 等化纤产品，而低于此值，下游厂家可能倾向于多用棉花。目前根据期货主力合约郑棉 1205（cf1205）和 PTA1201（ta1201）的比价关系看，中间价在 2.3 左右，低于 2.5，且这个值有继续缩减的趋势。可以看出随着棉花价格继续走低，厂家更倾向于使用棉花。

二、2011 年棉花丰收，价格却持续走低

2010 年度国内棉花产量减少，供需缺口扩大，国际经济形势动荡多变、国内宏观政策调整等多种因素影响，棉花价格年初暴跌年末暴涨，创历史增幅之最。受去年高棉价、高收益的吸引，2011 年度棉农积极性大大提高，全国植棉面积有所增加。中国棉花协会统计全国植棉面积 8018 万亩，同口径比较，较上年增长 4.1%。价格方面，国庆节过后，棉花现货继续维持弱势，至 10 月 28 日，中国棉花价格指数（CC Index328）收于 19432 元/吨，较最高点时降幅达 40%，再度低于 19800 元/吨的临时收储价。

2011 年棉花丰收，但棉花价格近日持续走低，导致上游棉农担心棉花收益下降，部分棉农甚至打算“弃棉从粮”。新疆、山东等棉花主产区的棉农普遍出现惜售心理。许多棉农反映，今年种棉只能保本。由于近年来种棉收益持续比种粮低，山东等地不少棉农已把适合种粮的棉花地改种粮食。长绒棉，价格也从 2009 年底开始发力，2010 年 1 月还处于 2 万元/吨上下的价位，2010 年 11 月，价格已超过 4 万元/吨。对下游议价能力较强的品牌服装家纺企业来说，棉价下降则意味着成本的降低。

图 2：中国棉花价格指数长绒棉报价走势图（单位：元/吨）



资料来源：中国棉花协会，爱建证券

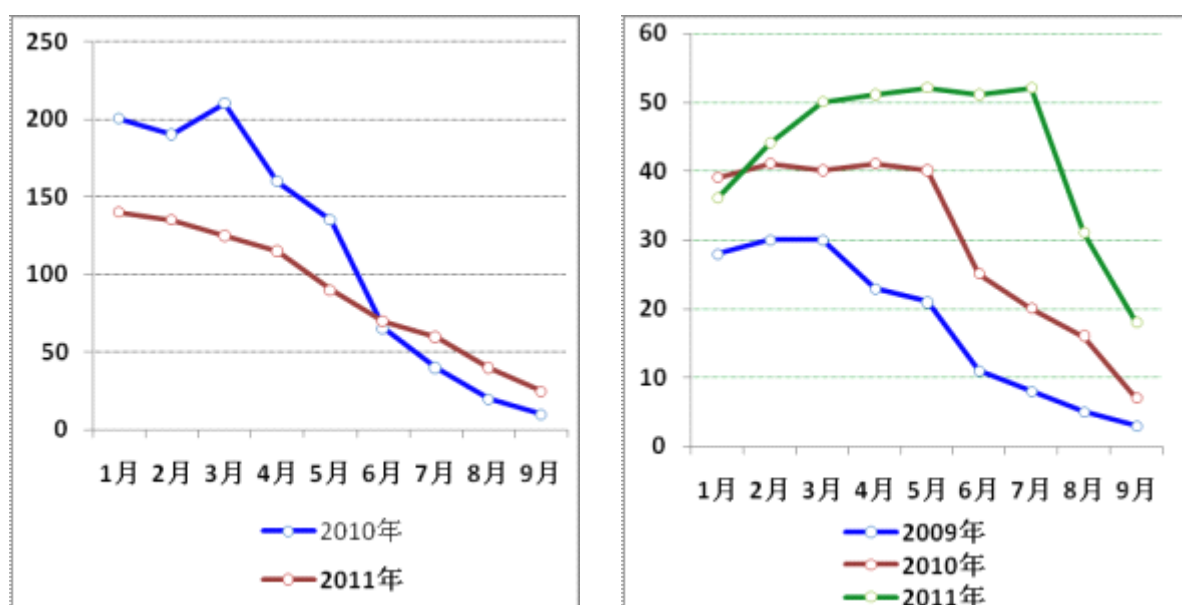
棉价偏低的主要原因：一是今年全球棉花产量达到 2700 万吨，而需求量稳中有降在 2500 万吨左右，供过于求，外棉价格大幅下跌并低于国内棉价；二是国内棉花丰收，需求与上年基本持平，供需缺口缩小；三是欧美市场不景气，棉纺织品需求缩减，外贸订单减少，纺织企业生产经营困难，棉纱价格难以提升；四是国内劳动力成本和原材料成本上升，棉纺织品成本提高，国际竞争力下降，外贸订单向东南亚一些低成本国家转移。

三、棉花期货近一个月来每吨下降 2000 元，服装价格不跌反涨

今年刚上市的秋装价格并没有和棉价一样缩水。按照理论上的认识，棉价下跌会导致棉纱降价、纺织行业成本降低直到服装成本降低，但现实是服装业很多利润在流通过程中被耗散了。无论是知名品牌服装，还是普通服装，价格均比去年有所上升。一件标价 2000 多元的品牌风衣，一条标价 500 多元普通牛仔裤，这是服装店里刚上市的新装，却让不少老百姓望而却步。据了解，该品牌秋装进价比往年上涨 10% 至 20%，而从目前情况看，预计即将上市的冬装进价也不会松动。

一件成衣的制衣周期从棉花收购上来到加工成服装至少需要三四个月的时间。虽然棉价从今年 3 月开始下跌，但如今上市的秋装是去年年底到今年年初收购上来的高价棉，所以价格才居高不下。截至 2011 年 9 月底，内地 101 家棉花仓库的商品棉周转库存量 17.7 万吨，环比减少 16 万吨，同比增加 10.9 万吨。截至 2011 年 9 月底，内地 101 家棉花仓库的商品棉周转库存量 17.7 万吨，环比减少 16 万吨，同比增加 10.9 万吨，参见图 3。

图 3: 2009-2011 年同期内地周转库存 (万吨) 图 4: 2009-2011 年内地周转库存 (万吨)



资料来源: 中国棉花协会, 爱建证券

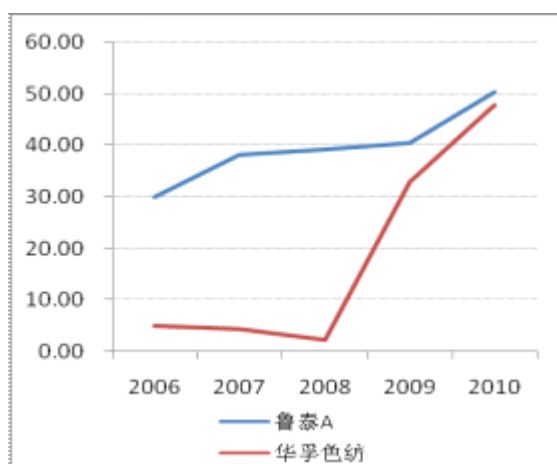
此外, 某服装经销商算了一笔账: 一件售价为 800 元的棉毛上衣, 如果其原料采用进口纯毛、纯棉, 价格大概在每米 200 元; 用国产原料, 每米价格为 70 元到 80 元, 再加上 80 元到 100 元的加工费, 综合下来原始成本约为 300 元。但当这件成本为 300 元左右的衣服加上品牌在物流、商场等流通环节走一遍, 就可卖到 800 元, 其价格上行原因显而易见。

四、棉纺织行业上市公司经营规模和盈利水平比较

我国棉纺织业上市公司有鲁泰 A, 华孚色纺、黑牡丹、孚日股份等 15 家公司。其中, 鲁泰 A 主要从事衬衫用色织面料和衬衫的生产、销售, 色织面料的销售占公司销售总额的 80% 左右, 其经营规模及盈利能力逐年持续提高。华孚作为全球最大的色纺纱企业之一, 约 107 万锭的生产能力, 华孚色纺占有中高档色纺纱 40% 以上的市场份额, 已形成了龙头企业主导行业竞争的格局。

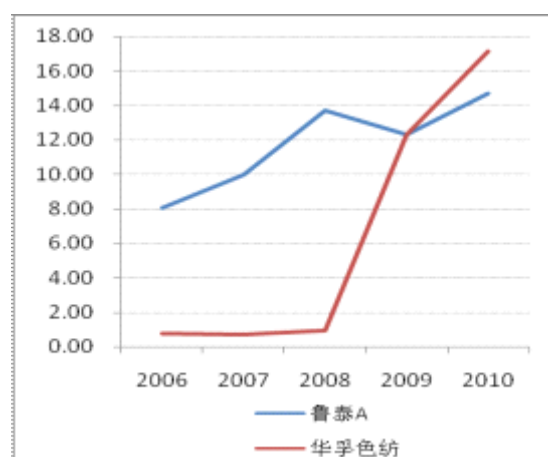
华孚色纺营业收入从 2008 年开始逐年上升, 达到 47.83 亿元, 同比增长 45.38%, 比鲁泰 A 的同比增长率高出 20.85 个百分点。存货方面, 华孚色纺在 2008 年期末出现拐点, 2009 年末达 12.31 亿元, 同期与鲁泰 A 几乎持平。不过根据最新公布的 2011 年度第三季度报告来看, 鲁泰 A 存货达 20.52 亿元, 创历史新高, 华孚色纺则为 17.57 亿元。鲁泰 A 集棉花种植加工、纺纱、漂染、织布、后整理及成衣制造于一体的完整的产业链优势, 一体化的产业链使公司受棉花价格的波动影响较小, 抗风险能力较强。2011 年上半年由于棉花价格的大幅波动, 提高了公司生产成本控制的难度。

图 5：二家公司营业收入比较（亿元）



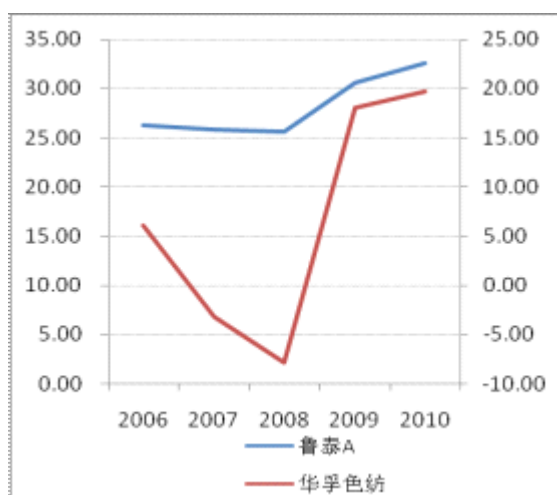
资料来源：公司公告

图 6：二家公司存货比较（亿元）



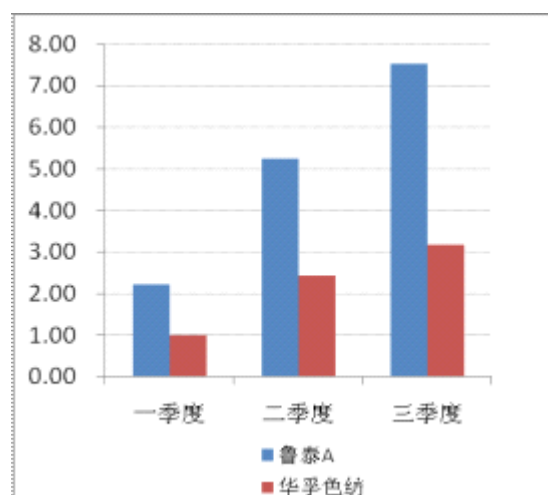
资料来源：公司公告

图 7：二家公司销售毛利率比较（%）



资料来源：公司公告

图 8：二家公司 2011 年净利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

鲁泰 A2011 年第三季度实现净利润 2.07 亿元，同比增长 42.79%。今年 1-9 月，公司营业收入为 36.14 亿元，同比增长 22.95%，净利润 5.73 亿元，同比增长 40.47%，每股收益为 0.58 元，同比增长 41.46%。华孚色纺营业收入持续增长，净利润增速符合预期。公司实现营业收入 28.15 亿元，同比增长 22.98%；归属母公司净利润 2.41 亿元，同比增长 46.76%。基本每股收益 0.87 元。2011 年第二季度收入同比下降 1.3%，毛利率较一季度下降 4.2PCT，判断销售量价均有环比下滑。在棉价下跌等众多不利市场环境下，公司实现了营业收入、净利润两位数持续增长，保持了色纺纱毛利率同比持平的盈利水平，体现出公司良好的营运能力。

六、行业投资建议和评级

我们认为未来纺织服装消费增速呈现振荡缓慢下滑趋势，而且三季报显示纺织服装零售类企业业绩增长的质量有所下滑。明年初随着棉价等原料价格低位运行，纺织服装销量增速有望回升，从而实现量价转化，考虑到高价位将对消费者的消费意愿的负面影响将逐渐弱化，我们预计 2012 年消费增速呈缓慢回升态势。**维持绵纺织行业“强于大市”评级。**

七、重点上市公司盈利预测和评级

表 1：重点上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	10 月 28 日 下午收盘价	EPS(元)			PE			最新评 级
				2009	2010	2011	2009	2010	2011E	
000726	鲁泰 A	纺织制造	9.57 元	0.57	0.62	0.93	22.69	16.27	10.30	推荐
002042	华孚色纺	纺织制造	10.39 元	0.74	1.56	0.82	1,807.42	56.60	12.67	中性

资料来源：历史数据来源于公司公告

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/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。

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级:

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格,本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任,爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有,未经书面许可,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权

的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。