

行业景气低迷 公司难独善其身

——众和股份（002070）调研快报

2012 年 3 月 19 日

中性/首次

纺织服装

调研快报

谭可 纺织服装行业分析师

执业证书编号：S1480510120013

010-6655 4011

事件：

近日，我们与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。

观点：

1. 下游需求未现好转。

公司产品上 20%直接出口，80%在国内市场销售。虽然美国、欧洲经济在持续复苏中，但公司出口增速并未出现明显提升，公司 2011 年实现境外收入 2.89 亿元，同比增速 21.43%，是自 09 年以来的连续第三年增速下滑，较 2010 年同比增速下降 12.28%。

公司未来还是以内销为重点，子公司华印目前主要做外单的大单出口，未来将利用股份公司这边现有渠道将华印的一部分外单产品也引入到国内来销售。目前子公司在国内的主要销售网络在广东、石狮泉州、上海、浙江等地区。

但是我们认为内销明显提升的可能性不大。由于开发新客户的成本较高且时间长，公司拓展内销将主要依赖向原有客户引入新产品方式，但是现有客户均为成熟厂商，需求量和产品品种相对固定，短期需求放量的可能性较小。

2. 人工成本及存货水平基本稳定。

公司年后的返工率在 80-90%，人工成本去年上涨 10%-20%。经过连续三年的人工成本上涨，目前，一线工人平均 2500 元左右工资，预计 2012 年人工成本将基本保持稳定，不会有明显升幅。

公司原材料中胚布 70%、染化料助剂占 30%，目前胚布的库存量是一个月左右用，公司将保持这个水平。

3. 行业整合是大势所趋，但短期影响有限。

公司主要从事中高档棉休闲服装面料的开发、生产和销售，下游主要为休闲服等品类。随着国家对产业环保要求日益严格，行业整合将是大势所趋。公司作为行业龙头，长期将受益于行业整合带来的市场向优势龙头企业倾斜。公司所处的印染属于国家淘汰落后产能行业，从长期看，随着节能减排标准的提高，印染行业将呈现出行业整合的趋势，公司作为环保水平高企业将受益。但落后产能淘汰还涉及到经济利益等，预计推进进步不会太快，短期内对公司的业绩推动有限。

结论：

在国内增长方式转型背景下，公司所处的印染行业在环保等更高要求下，行业内部整合是必然趋势，公司在生产工艺和环保达标等方面都有较明显优势，可受益行业格局变迁。此外，公司销售方面也摒弃了国内大多数面料生产企业通过中间商间接销售的一般模式，能够较充分享有利润环节。此外，公司为迎合下游企业休闲服饰款式、品类多、周转快的消费特征，练就了“小批量、多品种、快交货”的生产模式。

但受制于下游需求基本稳定和中游产能过剩等因素，公司难以跳脱出行业显现更多投资亮点。我们预计公司 2012 年每股收益为 0.18 元，与 2011 年基本持平，给予“中性”评级。

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，2010-2011 年外派香港研究港股消费板块。

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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。