

纺织服装行业

跟踪报告

# 看好棉价向上拐点，产业链标的业绩弹性将现

## ——纺织服装行业跟踪报告

行业研究——纺织服装行业

证券研究报告

✍️ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎️ : 联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨  
✉️ : [mail@stocke.com.cn](mailto:mail@stocke.com.cn)

### 细分行业评级

纺织服装 增持

### 报告导读

20 年全球棉花减产、21 年疫情后需求恢复，叠加全球流动性充裕、大宗商品涨价催化，我们全面看好棉花在 21 年的向上拐点。

### 投资要点

#### □ 棉花价格历史复盘：供需关系和货币因素双重驱动

复盘棉价的历史变化趋势，我们看到（1）在棉花 10-11 年的大牛市中，全球棉花减产带来的供不应求以及流动性充裕背景下大宗商品的集体上涨是共同催化因素；（2）在经历 12-16 年的供过于求以及去库存后，全球棉价在 17-18 年保持稳定；（3）19/20 年由于贸易争端和疫情导致棉价再次下探，但随着疫情后的需求逐步修复以及流动性充裕背景下全球大宗商品的再次涨价，棉价在近期再次出现明显复苏势头。

#### □ 中国棉花缺口持续接轨全球，全球供给收缩需求复苏

首先从供需关系来看，中国棉花自从 14 年开始持续处于供不应求的状态。供给方面，目前估值年产量稳定在 600 万吨；同时库存方面国储库存已基本消化完毕；需求方面，国内目前纱线库存已接近历史低点，面料库存也处于历史正常水平，随着下游需求的恢复我们预计 21 年棉花需求将回到过去每年 800 万吨以上的水平。长期看我们认为目前中国 200 万吨的缺口将长期依赖进口棉花，带动我国棉价进一步与国际接轨。

全球棉花的供需在 21 年也有望逆转。虽然遭遇疫情导致 20 年全球棉花库存提升，但是由于（1）供给端，美国、巴西、巴基斯坦等产棉大国在其他经济作物提价挤压以及天气因素影响下减产明显；（2）需求端，在疫情之后服装消费有望逐步恢复正常状态，带动棉花消费也逐步修复逐步回到正常水平。因此在 21 年的供需格局，成为棉价上涨的支撑。

#### □ 当前时点棉花判断：供需关系拐点确认支撑上行，全球流动性充裕背景下大宗商品涨价增加催化

首先我们从全球棉花的供需关系上，认为棉价已经具备上涨基本条件。中国棉花库存已在低位，在 21 年供需基本稳定的情况下，200 万吨的产能缺口将在长期由海外进口补充。同时在全球产量收缩、需求逐步恢复的大背景下我们认为全球棉花在供需格局上已经迎来拐点。

另一方面，我们从过去十年棉花价格的复盘中看到，上一轮棉价的大涨是在产量大减供不应求的基础上叠加全球货币超发带来的大宗商品集体涨价。我们认为，21 年全球大宗商品同样处于相似的趋势中。

因此，在供需格局拐点为基础、全球大宗商品涨价催化的局面下，我们全面看好 21 年的棉价走势，看好产业链龙头公司业绩弹性，推荐天虹纺织、关注百隆东方、华孚时尚。

风险提示：疫情恶化超出预期，终端需求恢复不及预期

### 公司推荐

### 相关报告

报告撰写人：马莉  
数据支持人：陈腾曦、林骥川、詹陆雨

## 正文目录

1. 棉花价格历史复盘：供需关系和货币因素双重驱动 .....	3
2. 中国棉花缺口持续接轨全球，全球供给收缩需求复苏.....	4
2.1. 中国棉花需求逐步复苏，供给相对稳定，将长期依赖进口 .....	4
2.1.1. 中国棉花供给：产量稳定、库存触底 .....	4
2.1.2. 中国棉花需求：下游库存健康，需求逐步企稳回升.....	6
2.1.3. 供需缺口长期存在，进口将成为解决方案.....	7
2.2. 供给减少、需求复苏，全球棉花供给边际逆转 .....	7
3. 当前时点棉花判断：供需格局拐点确认支撑上行，大宗商品涨价催化 .....	8

## 图表目录

图 1：棉花价格历史复盘 .....	3
图 2：我国进口棉纱数量 .....	6
图 3：盛泽地区样本织造企业库存天数 .....	6
图 4：我国纱线库存天数 .....	6
图 5：玉米、小米价格走势 .....	8
表 1：全球棉花产消情况 .....	4
表 2：中国棉花产消情况 .....	4
表 3：中国棉花生产情况 .....	5
表 4：国储棉轮出情况 .....	5
表 5：全球主要棉花生产国产量 .....	7

## 1. 棉花价格历史复盘：供需关系和货币因素双重驱动

复盘棉价走势，我们可以看到几大阶段：

(1) 2010-2011 年棉价大幅向上，主要由于供不应求及货币宽松：主要由于 09/10 年度全球与中国棉花减产、供不应求；同时叠加金融危机后的流动性宽松，带动棉价大幅上涨。

(2) 2012-2016 年全球棉花供过于求，进入下行去库存通道，中国为保护棉农利益在 11-13 年三年人为收储超过 1000 万吨，导致这段时间棉价明显高于海外市场；全球棉花则由于 12 年之后产量持续放大导致供过于求价格下降，并在 15、16 年产量收缩完成去库存。

(3) 2017-2018 年全球棉花基本供需平衡，中国棉花正在逐步消化之前的国储库存，因此在种植面积不断下降的情况下价格基本保持稳定。全球棉花价格也在供需平衡下基本保持在稳定的状态。

(4) 2019 到 2020.9 月份在贸易战和疫情双重打击下棉价进入低迷，库存再次高企。但随着 2020.9 月以来随着经济复苏以及全球流动性宽裕下带动大宗商品的集体上涨，棉价逐步恢复正常水平。

图 1：棉花价格历史复盘



资料来源：WIND，浙商证券研究所

**表 1：全球棉花产消情况**

(单位：万吨)	全球棉花产量	全球棉花消费量	全球棉花库存	库消比
2007/2008	2,611	2,688	1,353	0.50
<b>2008/2009</b>	<b>2,332</b>	<b>2,394</b>	<b>1,318</b>	0.55
<b>2009/2010</b>	<b>2,213</b>	<b>2,591</b>	<b>965</b>	0.37
2010/2011	2,534	2,486	1,065	0.43
2011/2012	2,757	2,239	1,594	0.71
2012/2013	2,690	2,345	1,960	0.84
2013/2014	2,622	2,394	2,244	0.94
2014/2015	2,595	2,426	2,431	1.00
2015/2016	2,093	2,444	2,076	0.85
2016/2017	2,322	2,529	1,751	0.69
2017/2018	2,695	2,673	1,760	0.66
2018/2019	2,582	2,616	1,748	0.67
2019/2020	2,659	2,234	2,162	0.97
2020/2021E	2,457	2,520	2,097	0.83

资料来源：USDA，浙商证券研究所

## 2. 中国棉花缺口持续接轨全球，全球供给收缩需求复苏

### 2.1. 中国棉花需求逐步复苏，供给相对稳定，将长期依赖进口

首先，从最基础的供需关系来看，中国棉花自从14年开始持续处于供不应求的状态。供给方面，目前我国棉花供给维持在每年 600 万吨的水平，同时目前库消比已处于正常状态。但是中国的棉花消费量稳定在 800 万吨/年的水平，因此中国在棉花消费上实际上每年都有 200 万吨的缺口。

**表 2：中国棉花产消情况**

(单位：万吨)	中国棉花产量	中国棉花消费量	中国棉花进口量	中国棉花库存	库消比
2008/2009	799	958	152	487	0.51
2009/2010	697	1,089	237	332	0.31
2010/2011	664	1,002	261	231	0.23
<b>2011/2012</b>	<b>740</b>	<b>827</b>	<b>534</b>	<b>677</b>	<b>0.82</b>
<b>2012/2013</b>	<b>762</b>	<b>784</b>	<b>443</b>	<b>1,096</b>	<b>1.40</b>
<b>2013/2014</b>	<b>713</b>	<b>751</b>	<b>307</b>	<b>1,365</b>	<b>1.82</b>
2014/2015	653	740	180	1,457	1.97
2015/2016	479	762	96	1,267	1.66
2016/2017	495	838	110	1,000	1.19
2017/2018	599	893	124	827	0.93
2018/2019	604	860	210	777	0.90
2019/2020	593	719	155	803	1.12
2020/2021E	<b>599</b>	<b>838</b>	229	790	0.94

资料来源：USDA，浙商证券研究所

#### 2.1.1. 中国棉花供给：产量稳定、库存触底

首先，从供给方看，自从收储政策结束，14 年以来随着棉花价格的大幅下滑中国的棉花产量迅速萎缩，从最高时期的 760 万吨稳定在目前 600 万吨左右。棉花种植面积也在从高峰期快速下降，稳定在当前水平。

同时，我国棉花的种植面积目前整体保持稳定，短期内的增产难度较大。一方面随着棉价持续走弱棉农种植意愿较低，另一方面其他经济作物（玉米等）的价格不断走强，也让棉花的种植面积在近年持续保持稳定

**表 3：中国棉花生产情况**

	中国棉花播种面积（千公顷）	中国棉花产量（万吨）
2007	6,200.00	806
2008	6,050.00	799
2009	5,300.00	697
2010	5,250.00	664
2011	5,500.00	740
2012	5,300.00	762
2013	4,800.00	713
2014	4,400.00	653
2015	3,050.00	479
2016	2,900.00	495
2017	3,400.00	599
2018	3,500.00	604
2019	3,450.00	593
2020	3,250.00	599

资料来源：USDA，浙商证券研究所

同时，过去几年国储棉成为解决中国供需不平衡的关键；但目前国储已进入低库存区间无法再成为调节变量。为了保证棉农利益的收储虽然让我国棉价在 11-13 年持续保持稳定，但是留下了超过 1000 万吨的库存。因此从 15 年开始，国储每年都会有 200 万吨以上的轮出，一方面缓解库存压力，另一方面保证了我国棉花供应的稳定。

但在 19 年开始，国储棉的库存已经降至 200 万吨以下的低位，并开始轮入来保证国库的棉花储备量。因此，国储棉的库存已不能再提供太多供给增量。

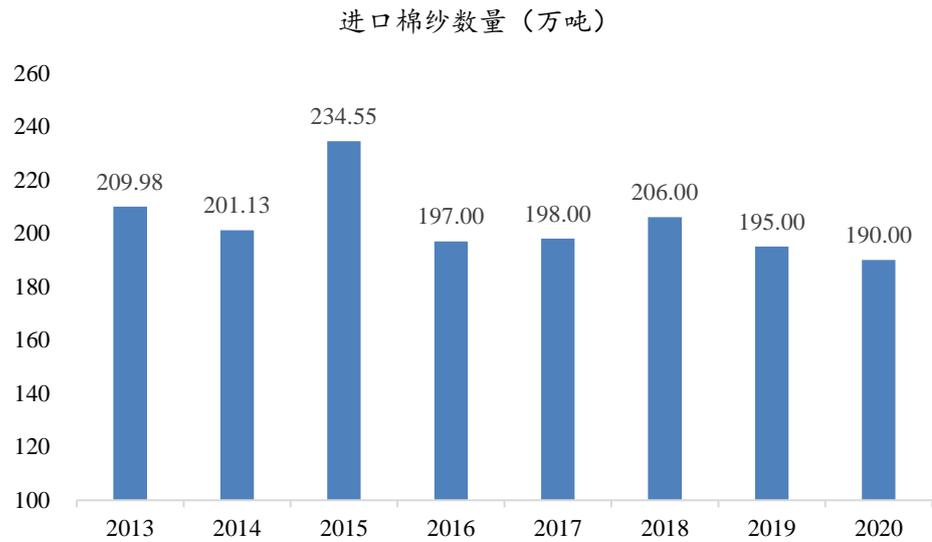
**表 4：国储棉轮出情况**

(单位：万吨)	国储棉实际轮出（万吨）	轮入（万吨）	剩余库存（万吨）
14-15	6.34		1114
15-16	266		848
16-17	322		526
17-18	249		278
18-19	100		178
19-20	50	37.2	160

资料来源：公开资料，浙商证券研究所

另外，棉纱进口作物棉花需求的另一种替代，最近几年一直处于 200 万吨左右的稳定位置。

图 2：我国进口棉纱数量



资料来源：WIND，浙商证券研究所

### 2.1.2. 中国棉花需求：下游库存健康，需求逐步企稳回升

随着市场对 21 年疫情影响减弱以及服装需求复苏的预期，我国纱线企业的库存水平自 20 年四季度开始明显向下，到 20 年 12 月的库存水平已经来到近 5 年来的新低。虽然终端需求尚未完全恢复，但是经历了 20 年 3 月~9 月两个季度的库存消化和工厂停产，目前我国的纱线库存水平已经明显低于历史同期。

另一方面，中游织造环节看，目前的面料库存基本处于历史同期的正常水平。疫情留下的高库存同样在 20 年第二~第三季度经历充分消化，压力明显缓解。

因此我们认为，从纱线和面料环节来看，目前产业链库存已经处于健康水平。

图 3：盛泽地区样本织造企业库存天数

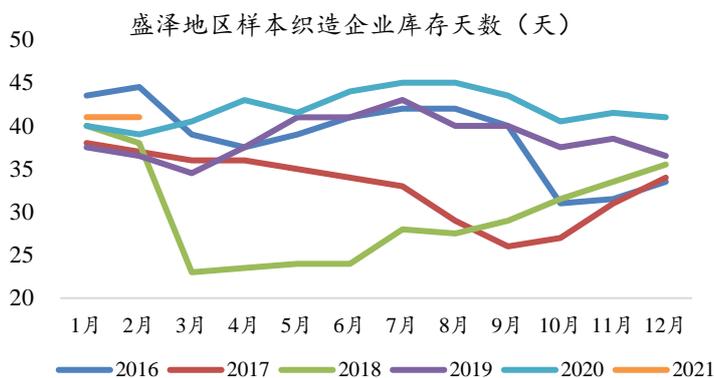
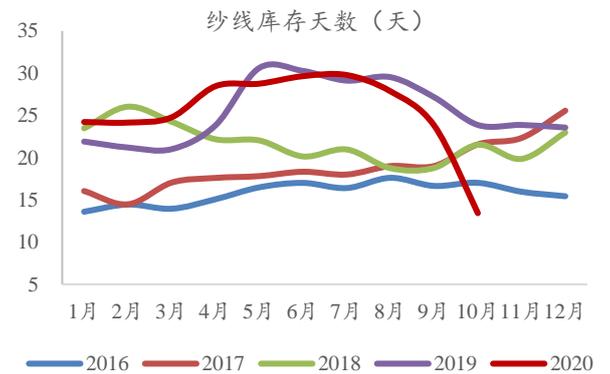


图 4：我国纱线库存天数



资料来源：WIND，浙商证券研究所

虽然终端需求仍未完全恢复，但在目前全球服装库存较轻的状态下，我们预期 21 年品牌商将会逐步开启正常的补库节奏。以美国和中国为例，无论是整体市场还是龙头上市公司，在经历了近一年的库存清理之后，目前整体库存基本已恢复到了接近历史正常的水平上，因此高库存将不再是品牌商的核心关注点。

我们认为随着整体市场需求的逐步复苏，来自终端的补库需求将会逐渐回到过往几年的正常水平。这有望让产业链整体的订单开始正常运转。从 USDA 的预测中也可以看到其预测中国的棉花需求在 21 年已经恢复到正常水平。

### 2.1.3. 供需缺口长期存在，进口将成为解决方案

配额逐步放开，进口将成为解决我国棉花供需缺口的长期方法。虽然有进入 WTO 时承诺的 89.4 万吨配额进口数量限制，但是在目前我国棉花供需长期保持 200 万吨缺口的情况下，进口数量增加将成为最稳妥的解决方式。

我国在 19/20 年已经分别在原有配额基础上新增了 80 万/40 万吨棉花关税配额外优惠关税税率进口配额，我国棉花的进口量也在近两年持续提升。因此我们预计我国的棉花价格将进一步与海外接轨。

## 2.2. 供给减少、需求复苏，全球棉花供给边际逆转

受到天气及其他经济作物涨价挤压，全球主要棉产地减产，预计未来一年全球棉产量下降。在全球的几个主要产地中，除了中国和印度的产量保持稳定外，包括美国、巴基斯坦、巴西在内的几个产棉大国未来一年的产量均预计有所下降。美国由于干旱以及飓风天气影响产量有所下降，同时为了棉花的种植也有可能受到其他经济作物挤压。其他例如巴西和巴基斯坦，也纷纷受到天气（巴基斯坦还有蝗灾影响）、其他经济作物挤压和疫情影响导致产量下滑明显。

**表 5：全球主要棉花生产国产量**

(单位：万吨)	全球棉花产量	全球棉花消费量	印度产量	美国产量	巴基斯坦产量	巴西产量
2009/2010	2,213	2,591	501	265	209	119
2010/2011	2,534	2,486	575	394	188	196
2011/2012	2,757	2,239	631	339	231	189
2012/2013	2,690	2,345	621	377	202	131
2013/2014	2,622	2,394	675	281	207	174
2014/2015	2,595	2,426	642	355	231	152
2015/2016	2,093	2,444	564	281	152	128
2016/2017	2,322	2,529	588	374	168	153
2017/2018	2,695	2,673	631	455	179	283
2018/2019	2,582	2,616	562	400	165	201
2019/2020	2,659	2,234	642	<b>434</b>	<b>135</b>	<b>300</b>
2020/2021E	<b>2,457</b>	<b>2,520</b>	642	<b>347</b>	<b>94</b>	<b>261</b>

资料来源：USDA，浙商证券研究所

全球的棉花需求基本与中国一致，开始逐步恢复。随着疫情影响逐渐触底，我们预计 21 年全球服装需求也将出现明显回升。根据我们跟踪，龙头服饰品牌大多将自身流水增长目标设定为恢复至 19 年水平，上游纺织企业无论在中国还是在东南亚工厂的接单水平也已经逐步恢复至 18 年的水平。从 USDA 的预测中也可以看到其同样认为 21 年全球需求将逐步回升至正常状态。

因此从全球棉花的供需关系看，需求的逐步复苏和供给的明显减少，使得 21 年全球棉花供求格局改善，成为棉价上涨的最大支撑。

### 3. 当前时点棉花判断：供需格局拐点确认支撑上行，大宗商品

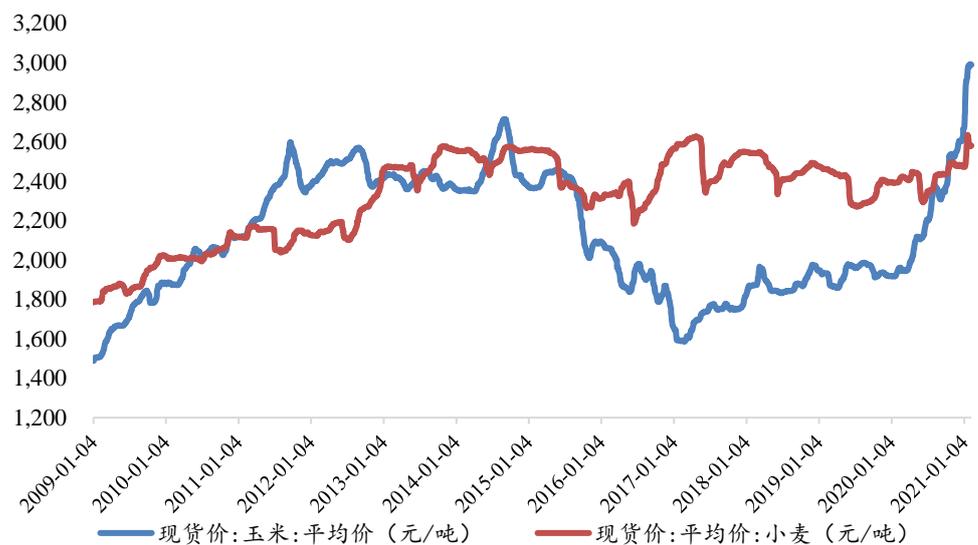
#### 涨价催化

首先我们从全球棉花的供需关系上，认为棉价已经具备上涨基本条件。从中国角度，经过几年的去库存我国棉花库存已经基本回到健康水平；同时随着消费需求的复苏和整体产量的相对刚性，目前我国 200 万吨的供需缺口基本需要来自海外的进口。

从全球角度，消费需求的逐步回升逐步带动了全球的纺织产业重新运转，棉花需求正在出现明显恢复。同时由于全球其他经济作物涨价以及天气影响，预计未来一年全球棉花减产严重。虽然全球棉花库存整体仍处于较高位置，但是供需关系的明显扭转以及需求长期看的持续复苏，将会是未来棉价上升的最大基础。

同时我们从过去十年棉花价格的复盘中看到，上一轮棉价的大涨是在产量大减供不应求的基础上叠加全球货币超发带来的大宗商品集体涨价。我们认为，21 年全球大宗商品同样处于相似的趋势中。

图 5：玉米、小米价格走势



资料来源：WIND，浙商证券研究所

因此，在供需拐点为基础，全球大宗商品涨价催化的局面下，我们全面看好 21 年的棉价走势；看好产业链上相关标的业绩弹性，推荐天虹纺织，关注百隆东方、华孚时尚。

#### 4. 风险提示

- 1、疫情再次超预期恶化，导致整体宏观经济再次波动
- 2、全球经济恢复不及预期，带来棉花需求恢复速度较慢

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>