

退税率上调只是短期效应 行业冬天仍继续

——行业 7 月份月度报告

行业评级

中性 / 维持评级

相关研究

《出口退税率变动对企业盈利影响分析》发表日期 (2008/07/15)

《企业效益增速放缓 成本费用压力是主因》发表日期 (2008/06/30)

《行业整体表现难乐观 结构性机会依然存在》发表日期 (2008/06/02)

《衣着类 PPI 飞涨 CPI 仍有上行动力》发表日期 (2008/05/18)

《地震对纺织服装行业影响》发表日期 (2008/05/16)

《出口增长仍不乐观 内销获得难得繁荣》发表日期 (2008/05/04)

《种种不利因素下 品牌服企更具成长性》发表日期 (2008/03/31)

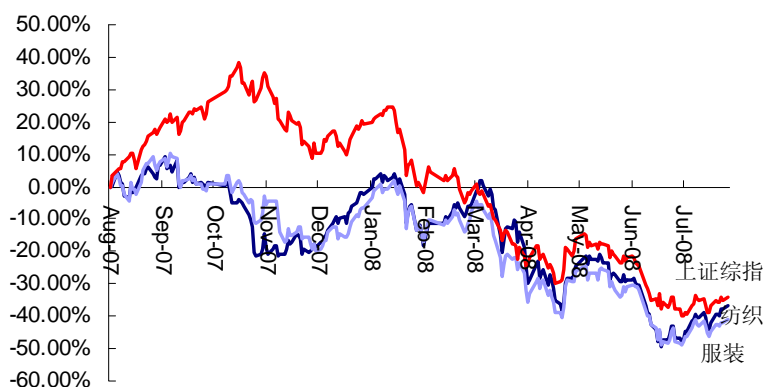
《保库存、弃价格 行业整体提价难》发表日期 (2008/03/11)

《行业月度数据评述：出口增速略升 内销利润空间趋窄》

发表日期 (2008/02/29)

- 2008 年 6 月份衣着类 CPI 同比下降 1.6%，购进价格指数继续上涨 13.5%，衣着类 PPI 也上涨 2.4%。成本推动下产品价格回落预期较弱，尤其是品牌服装价格呈持续上升态势，但某些供过于求产品的价格仍难上涨，衣着类 CPI 的走势呈现明显结构性特征。
- 剔除通胀因素，上半年我国服装、鞋帽类商品零售总额累计增速超过全国平均水平，累计增幅分别达到 27.3% 和 25.4%，略好于去年同期的 21.9% 和 24.8%，显示出我国内销市场的繁荣，内需的增长有望缓解出口低迷对行业造成的冲击。
- 上半年我国纺织品服装出口数据惨淡：人民币口径下，纺织品服装累计出口增速几乎为零，服装出口开始下滑，由升值和成本上升导致的行业困难在近一年正加速体现。我们预计全年累计出口总额在 1923 亿左右，出口增速约为 12.38%。出口退税率的上调对行业来说只是“雪中送炭”，我们看重出口型企业的未来发展前景基于短期效益，更看好的公司包括：瑞贝卡、鲁泰 A、山东如意、金飞达。
- 针对备受关注的中期业绩，我们认为全行业来看导致利润增速大幅放缓的要因是收入增速放缓和融资成本上升。其产品具备更强市场竞争力的上市公司销售收入增速变动并不大，但成本上涨的压力困扰了企业。
- 与此前的基本观点一致：2008 年纺织服装行业的冬天仍在继续。上调 2 个百分点的出口退税率可以给一部分出口企业带来短期利好，但根本压力：升值预期、成本上升和资金压力仍会继续困扰企业。在整个市场低迷的背景下，我们认为规避风险是选择投资标的的首要考虑的因素，风险小、安全边际高的上市公司更有投资价值。基于此，我们继续建议投资：报喜鸟、七匹狼。此类品牌服装企业尽管估值一直偏高，但公司质地优良、成长性好，特别是成本和资金压力均尚小，抗风险能力强。

最近 52 周行业指数表现



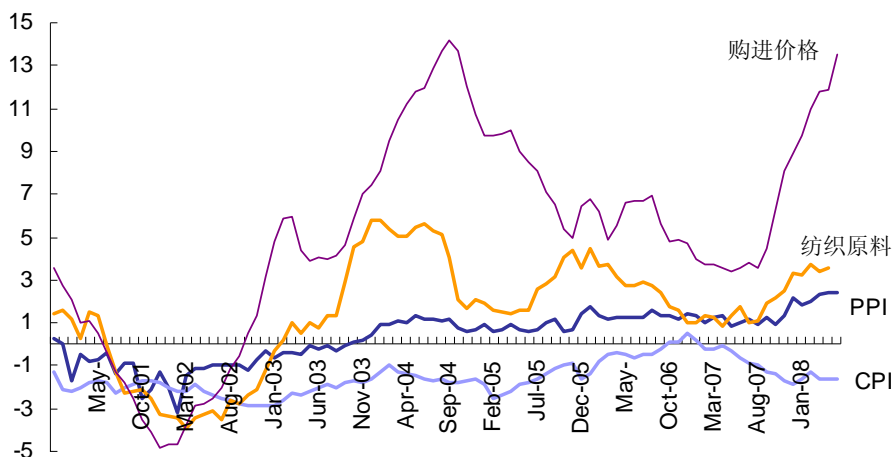
分析师
汪蓉
(0755) 8249 2801
wangrongyjs@lhq.com

成本推动下衣着类产品出厂价格上涨趋势不改

2008年6月份衣着类CPI同比下降1.6%，购进价格指数却继续上涨13.5%，相应的衣着类PPI也同比上涨2.4%。成本推动下，产品价格回落预期较弱，尤其是品牌服装价格呈持续上升态势，但某些供过于求产品的价格仍难上涨，衣着类CPI的走势呈现明显结构性特征。

分别代表了上中下游的价格变动情况

图 1、原燃动购进价格、衣着类 PPI 和 CPI 走势

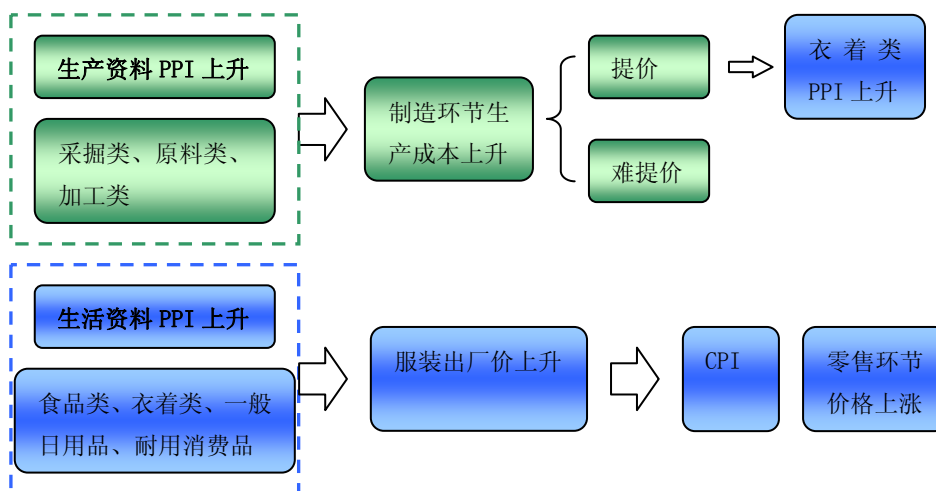


数据来源：国家统计局、联合证券研究所。

PPI 是工业品进入流通领域的最初价格，是制定工业品批发价格和零售价格的基础，PPI 的涨跌可以通过流通领域传导到 CPI。从这一角度看，PPI 在一定程度上被视为是 CPI 的先行指数。

当然 PPI 的影响能否顺利传导至 CPI，还需考虑关键因素——市场供求，如果产品供过于求，传导机制将会受阻，企业不得不承担流通环节的成本上涨压力。

图 2、PPI 向 CPI 传导图示



数据来源：联合证券研究所。

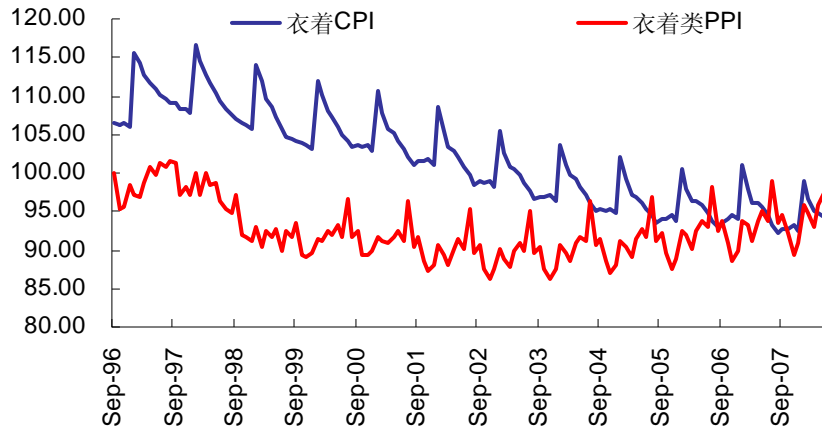
如果以 1996 年为基期看衣着类 CPI 和 PPI 变化情况，假设当年的 CPI 和 PPI 均为 100，则到 2008 年的 5 月份分别变为 120.16 和 48.03。这种状况可以用来解释，在过去的十多年里，我们一直在以廉价的资源和劳动力价格等比较优势争

取利润空间, 并且更多的利润是存续在批发零售环节。

近一段时间 PPI 的快速上行则可以看做是对往年低出厂价的修正和回归, 因为从成本方面可攫取的利润空间已愈发有限, 有议价能力的企业已经开始占用批发零售环节的利益。

根据此逻辑我们认为: 在原燃动价格和劳动力成本持续上涨的背景下, 衣着类 PPI 的上升仍将持续, 但衣着类 CPI 能否相应上行要考虑两种情况: (1) 同质产品众多, 供过于求, CPI 上行较为困难, 成本压力由批发商承担; (2) 产品竞争优势明显, 议价能力强, CPI 则必然上行。由于行业内同质产品仍占绝大多数, 所以总量来看衣着类 CPI 可能仍为负数, 但具备渠道和品牌优势的服装价格上涨趋势将不会改变。

图 3、以 1996 年为基期的 PPI 和 CPI 走势图



数据来源: 国家统计局、联合证券研究所。

注: 假设 1996 年, 衣着类居民消费价格和出厂价格均为 100

另外从价格走势的自然规律看, 每年的 7 月份是当年产品出厂价格 (PPI) 的最高点。而增速来看, 每年 7 月份也是增速最快 (反映到衣着类 PPI 上是减少最少的) 的月份。由此我们预计 7 月份衣着类 PPI 增速将呈现自然环比回落, 但同比增长仍然明显。

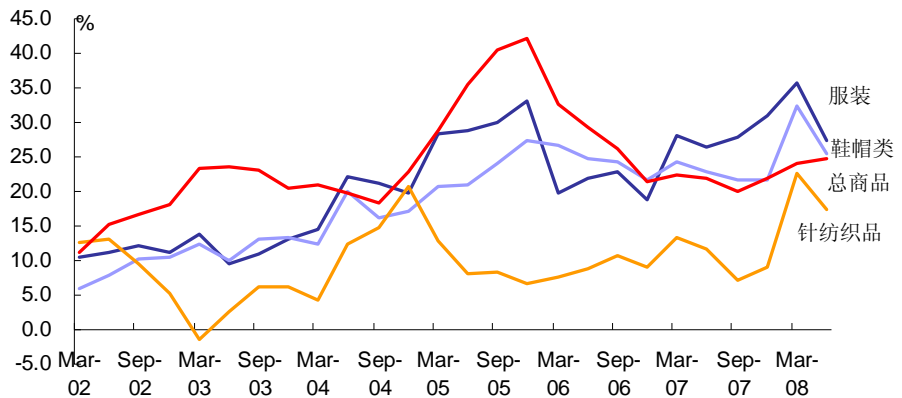
内需增长有望缓解出口低迷对行业造成的冲击

内销市场仍保持快速增长

衣着类产品出厂价格持续上涨背景下, 2008 年上半年我国批发零售贸易品零售总额也获得较快速增长, 特别是剔除通胀因素后, 服装、鞋帽类商品零售总额累计增速超过全国平均水平, 累计增幅分别达到 27.3% 和 25.4%, 略好于去年同期的 21.9% 和 24.8%。

纺织品服装商品零售总额的稳步增长显示出我国内销市场繁荣程度依旧, 尽管存在一定通胀压力, 但居民在衣着类方面的购买能力未见削弱。即使出口低迷导致部分产品出口转内销, 也被内销市场所消化。内需的增长有望缓解出口低迷对行业造成的冲击。

图 4、剔除通胀因素后服装鞋帽、针纺织品批发零售总额季度累计增速



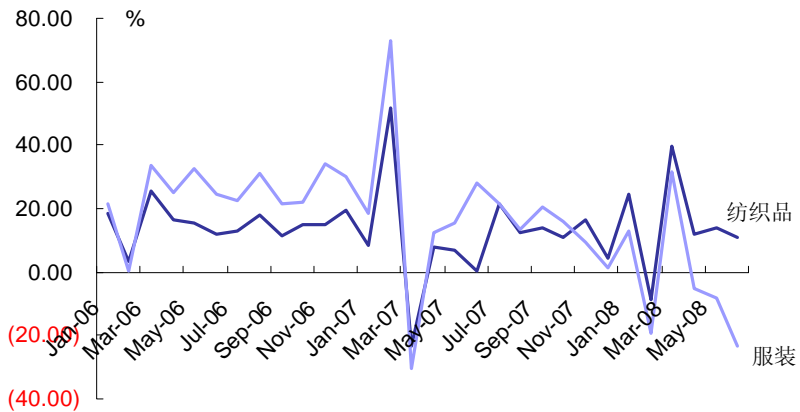
数据来源: 国家统计局、联合证券研究所.

出口退税率上调 2 个百分点难改出口增速放缓趋势

2008 年上半年我国纺织品服装出口数据惨淡: 人民币口径下, 纺织品服装累计出口增速几乎为零, 其中服装出口开始下滑。从纵向比较, 行业出口增速下降的情况在近一年愈演愈烈, 而横向比较, 较之其他非纺织服装出口品, 纺织品服装的出口也是下滑迅速, 表明由升值和成本上升导致的行业困难在近一年正加速体现。

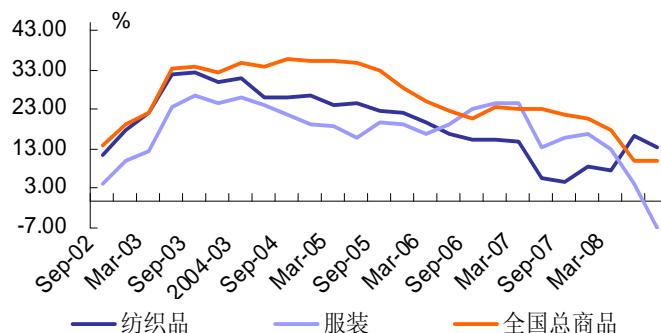
服装出口下降尤其迅速

图 5、人民币口径下纺织品、服装当月出口增速比较



数据来源: 国家统计局、联合证券研究所.

图 6、人民币口径下纺织品、服装和全国总商品累计出口季度增速比较



数据来源: 国家统计局、联合证券研究所.

**退税率上调 2 个百分点
对出口增速有一定提振
作用**

在此前的报告中我们提出, 基于近两个月服装出口的糟糕表现, 我们下调对全年纺织品服装出口增速的预测: 预计全年纺织品服装累计出口总额在 1900 亿美元左右, 出口增速 10.5%。但近日国税总局公布, 自 8 月起上调部分纺织品和服装的出口退税率 2 个百分点。我们认为这一政策可能会刺激进行一般贸易出口企业的出口热情, 尤其是服装企业接单的灵活性会增加, 短期内可能提振出口增速。基于此原因, 我们略微上调对全年纺织品服装出口数据的预测, 预计全年累计出口总额在 1923 亿左右, 出口增速约为 12.38%。

当然对于出口退税率的上调, 我们仍然认为对行业来说只是起到“雪中送炭”的作用, 给企业转变经营思路以缓冲时间。主要理由在于:

1、出口增速放缓的根本原因在于人民币升值和生产成本的上升, 其中生产成本上升主要来自原材料的上涨和劳动力成本的增加。而目前来看, 这两个因素仍然存在。

2、出口退税率上调主要影响一般贸易出口企业, 更多提供低附加值产品的加工类出口企业仍会在行业调整过程中被淘汰, 行业竞争环境会经历一段恶化的阵痛后逐步形成新的竞争格局。目前来看, 阵痛将存在于今年全年。

出口退税率的上调对企业净利润影响程度不一, 一般贸易出口占比大、企业净利润不高的企业对税率上调更为敏感。但我们看重公司的未来发展前景甚于短期效益, 所以对于退税率上调的提振作用只是投资的参考点之一, 更重要的还是关注企业的议价、提价能力和费用控制能力。更看好的公司包括: 瑞贝卡、鲁泰 A、山东如意、金飞达。

表 1、出口退税率上调 1%对上市公司 2008 年净利润影响测算表

证券简称	预测主营业务收入平均值	外销占比 (%)	新增主营业务收入	预测净利润平均值	预测所得税率 (%)	新增净利润	净利润增速 (%)
中银绒业	1075.50	72.08	7.75	58.80	25.00	5.81	9.89%
金飞达	905.86	99.85	9.05	76.12	24.50	6.83	8.97%
江苏阳光	4065.02	71.62	29.11	270.22	25.00	21.84	8.08%
山东如意	604.50	56.47	3.41	53.00	10.17	3.07	5.79%
宏达经编	412.87	54.52	2.25	30.77	25.37	1.68	5.46%
孚日股份	3333.26	47.08	15.69	201.96	32.40	10.61	5.25%
鲁泰 A	4602.61	74.98	34.51	518.87	24.22	26.15	5.04%
瑞贝卡	1738.13	99.24	17.25	288.56	22.94	13.29	4.61%
大杨创世	932.71	50.64	4.72	70.62	41.79	2.75	3.89%
鄂尔多斯	9426.22	36.43	34.34	983.87	37.49	21.47	2.18%

数据来源: wind、联合证券研究所

注: 假设其他经营状况和盈利预测假设不发生变化, 仅出口退税率上调 1%

预测数据来自行业研究员平均值

外销占比来自 2007 年年度数据

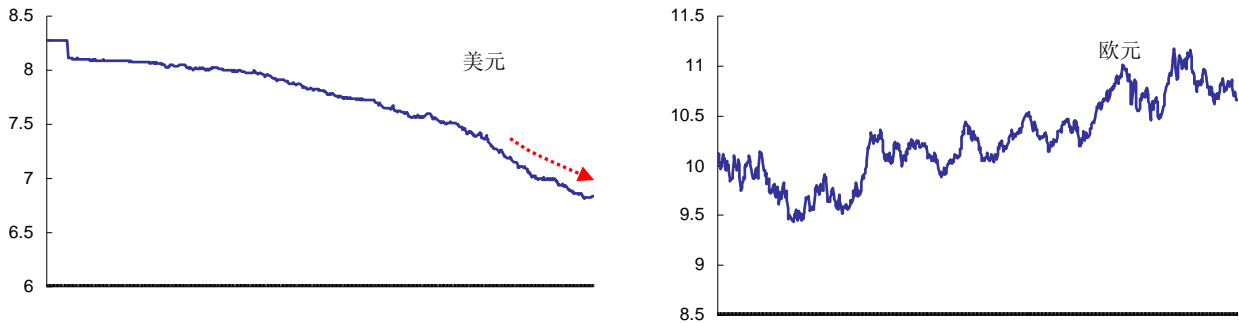
没有所得税率数据的以 25%代替

表 2、出口退税率变动对部分上市公司 EPS 影响分析

公司名	出口退税率变动百分比及 EPS 增加值	
	1%	2%
中银绒业	0.04	0.07
金飞达	0.05	0.10
江苏阳光	0.01	0.02
山东如意	0.02	0.04
宏达经编	0.02	0.03
孚日股份	0.01	0.02
鲁泰 A	0.03	0.06
瑞贝卡	0.03	0.06
大杨创世	0.02	0.03
鄂尔多斯	0.02	0.04

资料来源: 联合证券研究所

图 7、人民币兑美元和欧元走势



数据来源: 人民银行网站、联合证券研究所

收入增速放缓、融资成本增加是企业利润增速放缓的要因

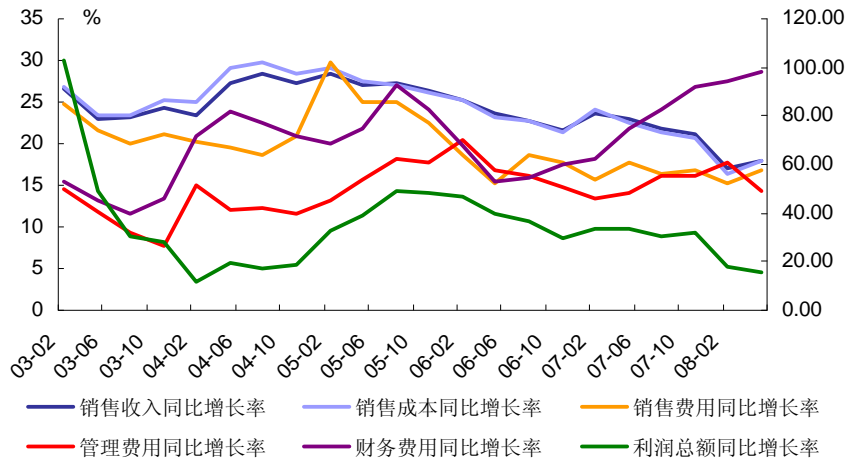
在 6 月份行业月度报告中我们曾分析了规模以上纺织服装工业企业经营效益数据: 企业收入增速已经创出 04 年以来新低, 毛利率略降、财务费用上涨速度快导致企业利润增速出现更大程度放缓。

全行业来看, 销售收入增速下滑明显

从全行业来看, 企业毛利率的下降并非利润总额增速大幅放缓的最主要原因, 更重要的影响因素来自收入增速的放缓和融资成本的上升。融资成本的上升除了贷款利率的上调外, 企业被动增加借款也是重要原因, 而之所以被动增加借款与上下游资金占款导致资金周转效率下降不无关系, 这也可以视为是产业链上企业销售困难的连锁反应。

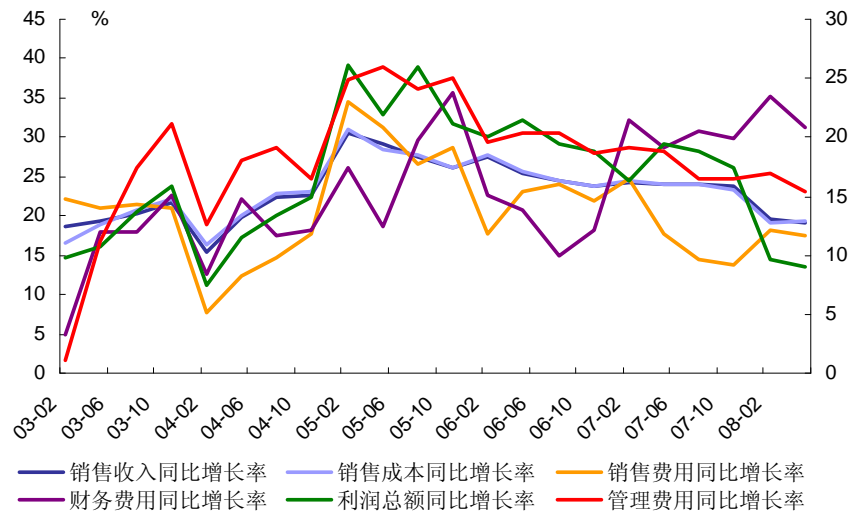
财务费用增长明显
利润总额增速下降幅度
大

图 8、纺织企业 2003 年-2008 年主要财务指标增长情况



数据来源：国家统计局、联合证券研究所。
备注：右轴为利润总额增长率

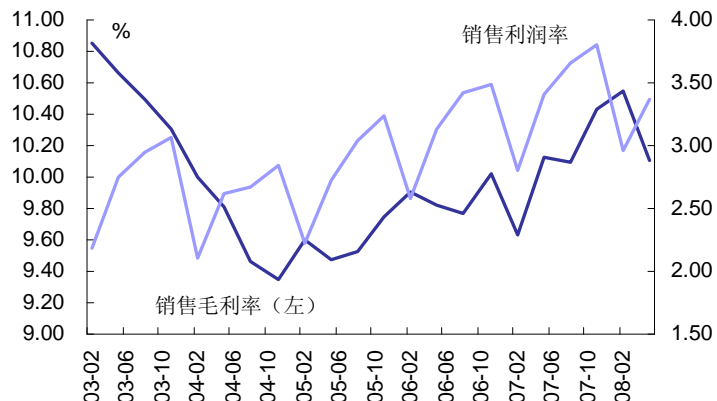
图 9、服装企业 2003 年-2008 年主要财务指标增长情况



数据来源：国家统计局、联合证券研究所。
备注：右轴为管理费用增长率

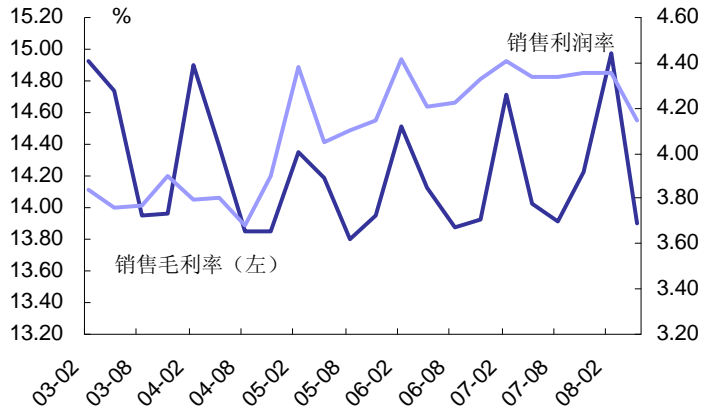
企业毛利和利润率均保
持了较稳定水平，利润
增速的大幅放缓更多来
自收入增速的放缓和财
务费用的快速增长

图 10、纺织企业 2003 年-2008 年销售毛利率和利润率变动情况



数据来源：国家统计局、联合证券研究所。

图 11、服装企业 2003 年-2008 年销售毛利率和利润率变动情况

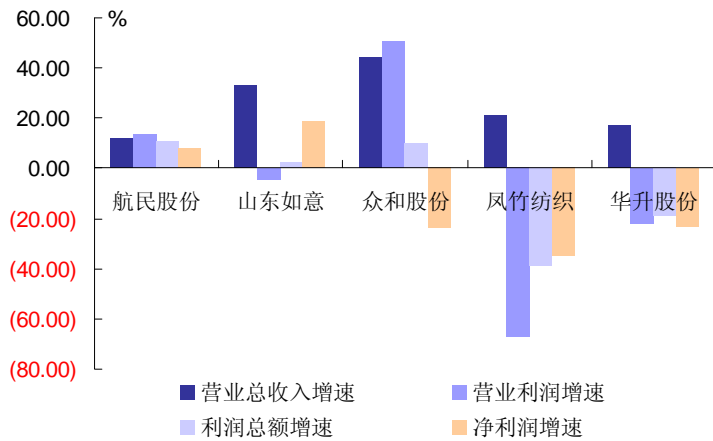


数据来源: 国家统计局、联合证券研究所。

上市公司的表现略有不同, 从已经公布半年报的几家上市公司业绩表现看, 毛利率的下降是影响企业利润下滑的主要因素。其产品具备更强市场竞争力的上市公司销售收入增速变动并不大, 但成本上涨的压力困扰了企业。

我们对已经公布半年报的五家公司财务情况做分析发现: 五家上市公司在销售收入均获得一定程度提升的情况下, 营业利润和净利润的提升幅度却小于该幅度, 三家公司甚至出现营业利润和净利润下滑的状况, 这其中毛利率的下滑和期间费用的提高是重要原因。

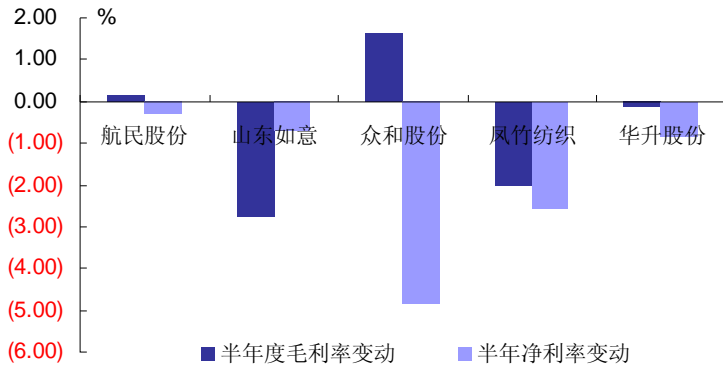
图 12、上市公司半年报主要财务数据同比变动情况



数据来源: wind、联合证券研究所。

除了航民股份和众和股份的毛利率略有提升, 其他公司毛利率均出现下滑, 而净利率的下滑则成为普遍现象。

图 13、上市公司半年报主销售毛利率和净利率同比变动情况



数据来源: wind、联合证券研究所。

投资建议

与此前一直强调的基本观点一致: 2008 年纺织服装行业的冬天仍在继续。上调 2 个百分点的出口退税率可以给一部分出口企业带来短期利好, 使出口企业经营压力有一定程度缓解。但根本压力: 升值预期、成本上升和资金压力仍会继续困扰企业。未来行业发展的趋势是制造环节的利润越来越薄, 靠压缩成本和费用提高利润率的机会越来越少, 企业只有有能力向下游渠道环节要利润, 才能赢得新的成长机会。

在整个市场低迷的背景下, 我们认为**规避风险是选择投资标的首要考虑的因素, 风险小、安全边际高的上市公司更有投资价值**。基于此, 我们继续建议投资: 报喜鸟、七匹狼。此类品牌服装企业尽管估值一直偏高, 但公司质地优良、成长性好, 特别是成本和资金压力均尚小, 抗风险能力强。

表 3、跟踪公司盈利预测、市盈率(百万股、百万元、百万元)

证券简称	最新价格	总股本	总市值	净利润			EPS			PE		
				07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E
报喜鸟	18.50	192	3552.00	82.93	133.03	164.82	0.43	0.69	0.86	42.83	26.70	21.55
七匹狼	16.70	283	4656.53	88.70	138.20	191.70	0.31	0.49	0.68	53.28	34.20	24.65
众和股份	6.65	168	963.71	46.85	45.00	55.55	0.28	0.27	0.33	23.85	24.83	20.11
伟星股份	16.00	195	2779.90	115.72	149.08	186.55	0.59	0.76	0.96	26.96	20.93	16.72
浔兴股份	9.00	155	1303.55	64.82	69.48	103.97	0.42	0.45	0.67	21.52	20.08	13.42
瑞贝卡	15.49	474	6392.55	191.17	281.80	334.11	0.40	0.59	0.70	38.41	26.05	21.98

数据来源: wind、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 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.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@lhzq.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 2008 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，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。