

内销放缓 企业降价保量

——12月行业月度报告

行业评级

中性/ 维持评级

相关研究

《等待需求回暖时》发表日期
(2008/12/14)

《政府支持提振信心》发表日期
(2008/11/29)

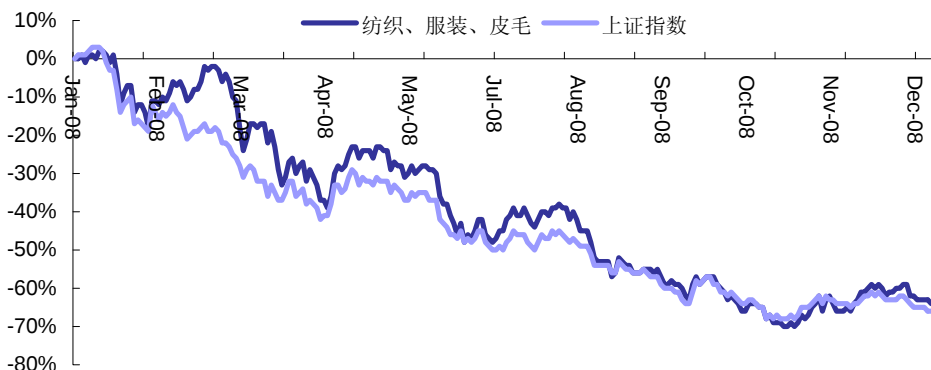
《回暖远未到来》发表日期
(2008/11/05)

《出口堪忧 但内销依然可期待》发表日期
(2008/09/25)

《转机未现 方向已指》发表日期
(2008/09/05)

- 11 月份出口增速继续回落, 尤其是纺织品当月出口增速仅为负 3.77%, 环比下降了 18 个百分点; 而服装出口增速也再次降至个位数。10 月份出口增速的反弹不过是昙花一现。在国外经济形势尚不明朗、消费者信心严重不足的背景下, 预计外贸形势仍将继续维持弱势。
- 10 月份受长假因素影响消费数据波动较大, 至 11 月份特殊因素影响逐渐消除, 各项零售数据略有回升, 但整体来说国内消费仍有放缓迹象。但同时我们也认为服装零售总额增速仍有望保持两位数增长。
- 无论从公布的行业数据、还是草根调研的情况, 我们都可以深刻感受到行业内打折促销力度之强。而随着各项价格指数的纷纷回落, 即使成本压力减轻, 但因需求仍然疲软, 明年行业的主旋律将可能是“降价保量”。
- 承接前几月投资增速放缓的趋势, 11 月份投资增速回落更为明显, 一些纺织品产量增速甚至已经为负。对明年宏观经济和国内需求的不确定性预期, 是导致企业纷纷以更为谨慎的态度制订和实施生产计划的重要原因。
- 此外行业的不景气从今年企业经营效益数据也可见一斑。企业销售收入增速大幅放缓, 期间费用较快增长, 利润增速再次低于收入增速。不过目前尚未看到企业存货积压严重的情况。说明大多数企业在需求放缓时及时调节了生产节奏和销售策略, 避免了货品的大量积压。
- 预计 2009 年企业对管理费用的控制更为严格; 而因为政策环境的宽松和人民币升值速度的放缓, 企业的财务支出将减轻。但另一方面企业可能为了扩大销售额而增加销售费用的支出, 会对企业利润造成较大影响。
- 我们对行业继续维持中性评级, 建议低配纺织行业, 标配服装行业。建议回避议价能力较弱的出口型企业; 关注内销为主企业, 尤其是品牌实力和渠道控制力较强的品牌服装企业; 同时关注政府重点扶持和政策倾斜的龙头企业。

最近 52 周股价表现



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

基本观点

在 11 月份行业月度报告中我们指出：由于财务数据的滞后反映，企业更差的经营情况将在 09 年上半年表现得更为明显；伴随着美、欧等国经济的继续疲弱，出口可能会继续下降；居民收入水平增速、消费信心和消费预期会受到影响，进而影响国内消费；供需矛盾仍然存在。

但另一方面，行业供给在稳步下降，未来产品供给过剩压力有望缓解；各类原材料和燃料动力价格加速回落，成本压力得到减轻；据实质性意义的政府扶持政策不断出台，企业的外部经营环境逐步好转。这些现象又使我们不至于对现状过度悲观。

11 月份各项行业数据的公布在一定程度上验证了我们的上述判断。同时我们也看到：1、在国外经济形势尚不明朗、国外消费者信心严重不足的背景下，外贸颓势将继续持续；2、内销增速趋缓不可避免，但仍可保持两位数增长；3、因为需求疲弱，降价保量可能成为当前和明年行业的主旋律；4、受不确定性预期影响，企业生产计划的制订更为谨慎，明年企业接单压力将增大；5、企业根据需求放缓的实施，及时调整生产节奏和销售策略，保证了存货周转效率，但同时销售收入增速明显放缓，而受到期间费用大幅增加的影响，利润增速放缓程度更甚。

行业数据分析

外贸颓势继续持续

10 月份出口增速的反弹只是昙花一现

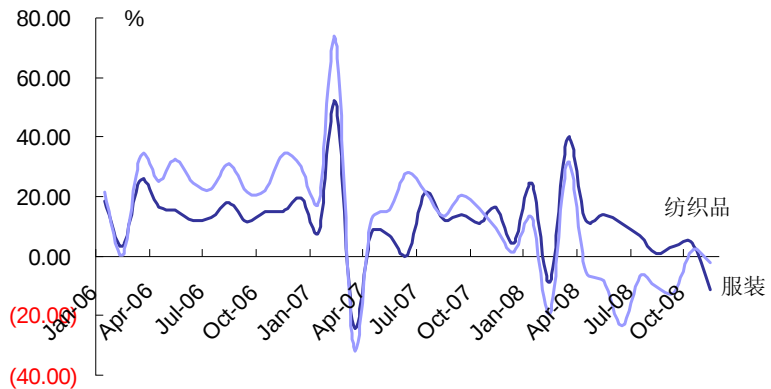
与前几个月相比，11 月份出口增速继续回落，特别是纺织品当月出口增速为负的 3.77%，环比下降了 18 个百分点；而服装出口增速也再次降至个位数；纺织品服装合计出口增速较 10 月份下降了 9.78 个百分点。种种迹象均表明，10 月份出口增速的反弹只是昙花一现。

11 月份以人民币口径计算的纺织品服装出口增速继续下降 5.29%，其中纺织品出口增速大幅下降 11.23%，是今年除 2 月份以外的又一次负增长。显然人民币升值速度的放缓也没能缓解外贸颓势。

数据显示，1-11 月份，我国纺织品服装累计出口 1691.5 亿美元，同比增长 8.03%，其中纺织品累计出口 604.1 亿美元，同比增长 18.12%；服装累计出口 1087.01 亿美元，同比增长 3.10%。

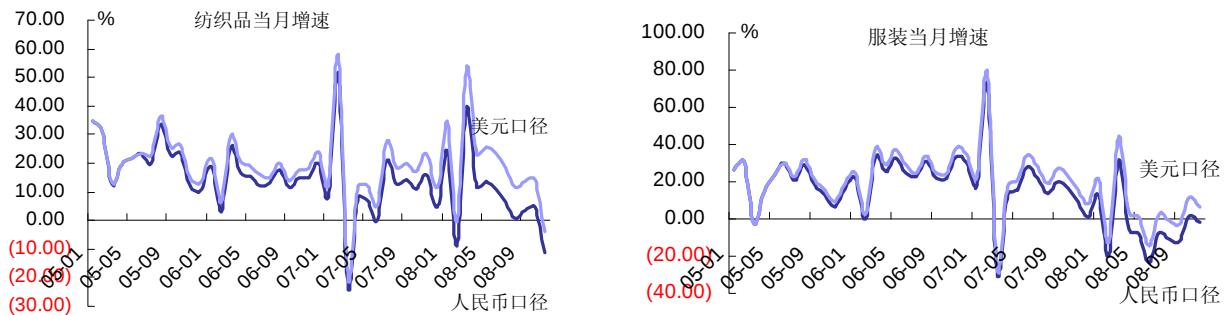
在此前的行业报告中，我们多次提到了影响外贸形势的最根本因素来自外部需求。在国外经济形势尚不明朗、国外消费者信心严重不足的背景下，预计我国的外贸形势仍将继续维持弱势。

图 1、人民币口径下纺织品、服装当月出口增速比较



数据来源：海关总署、联合证券研究所

图 2、不同口径下纺织品和服装当月出口增速比较



数据来源：海关总署、联合证券研究所

内销增速趋缓，但仍可保持两位数增长

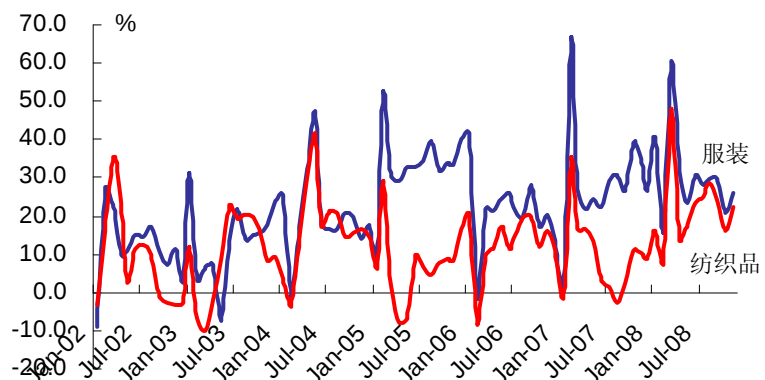
国内消费有放缓迹象

10 月份受长假因素影响，消费数据波动较大，至 11 月份特殊因素影响逐渐消除，各项零售数据略有回升。但整体来说，国内消费仍有放缓迹象。

11 月批发零售贸易业社会消费品零售总额同比增长了 20.6%，增速较上年同期上升 1.8 个百分点，环比下降 1.3 个百分点。

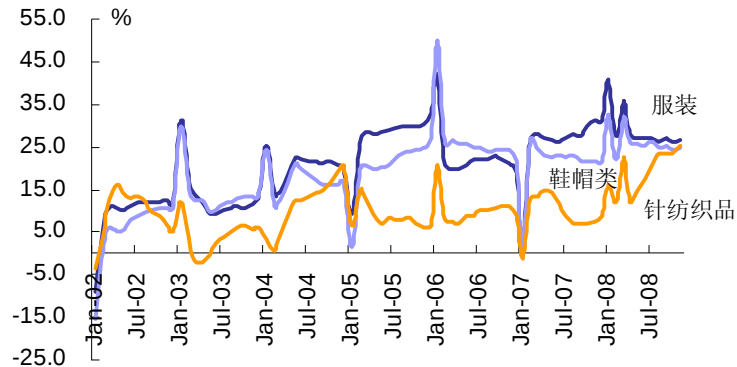
其中服装类零售总额增速再次回升至 25.4%，同比下滑 7.5 个百分点；鞋帽类零售总额增长 24.2%，同比下滑 0.4 个百分点；针纺类零售总额增长 16.8%，同比上升 1.0 个百分点。

图 3、以可比价格计算服装和纺织品零售总额当月增速变化



数据来源：中经网、联合证券研究所

图 4、以可比价格计算服装、鞋帽和纺织品零售总额累计增速变化



数据来源：中经网、联合证券研究所

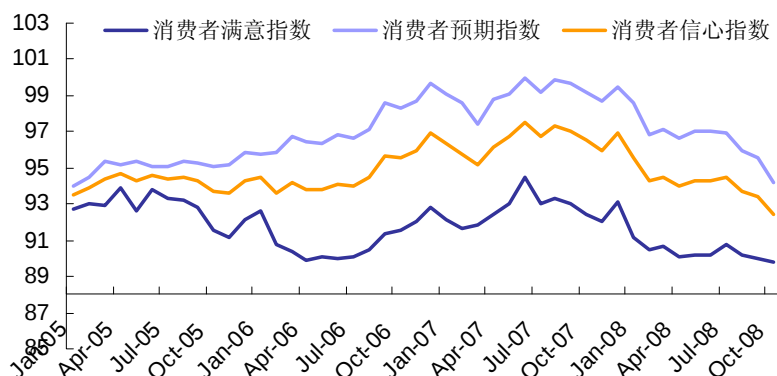
不确定性预期导致居民
消费更为谨慎

同此前在系列月度报告中一直坚持的观点，我们认为考察内销市场的关键在于居民的收入水平和消费预期变化。从消费者景气指数变化看，居民对收入增长和失业的担忧程度渐深，对未来预期的不确定导致其自主降低了消费意愿，内销增速的回落不可避免。

但同时我们也认为服装零售总额增速虽然回落，但仍有望保持两位数增长，主要理由在于：

- 1、衣着类产品作为“日常消费品”的特征仍然明显，且国内消费者的品牌消费观念正日趋成熟，对衣着产品的支出占消费比重将保持稳定；
- 2、城镇化率的稳步提升使得潜在的农村居民消费能力被逐步释放，国内服装市场容量可以保持每年至少 10% 的增长；
- 3、政府将拉动内需、扩大居民收入和全面刺激国内消费明确提上日程，也在一定程度上增强了对内销市场的信心。

图 5、05-08.10 消费者满意指数、预期指数和信心指数变化情况



数据来源：中经网、联合证券研究所

需求疲弱 降价保量成主旋律

步入 12 月份，无论从公开的经济数据、还是草根调研获知的情况，我们都可以深刻感受到服装业的打折、促销力度之强、范围之广。而**随着各项价格指数**

的纷纷回落，即使成本压力减轻，但因需求仍然疲软，明年行业的主旋律将可能是“降价保量”。

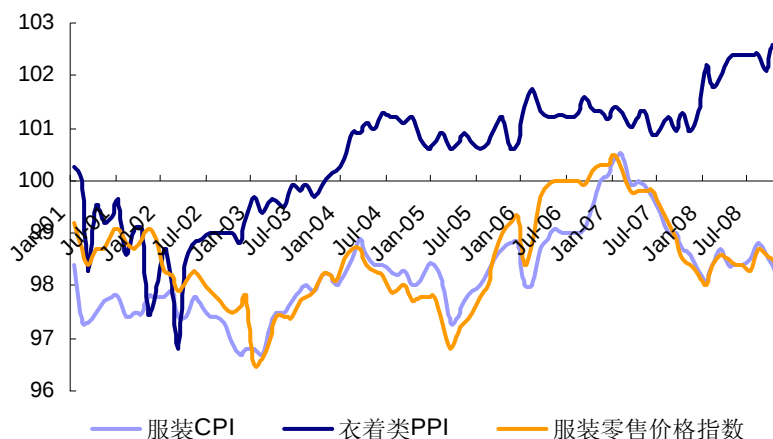
数据显示，11月份原材料、燃料动力价格指数增速继续回落，仅上涨4.7%，增速环比回落6.3个百分点。其中燃料动力类购进价格指数仅上涨13.2%，增速环比回落11.42个百分点；纺织原料类购进价格指数仅上涨2.14%，增速环比回落1.93个百分点。

11月份工业品出厂价格指数(PPI)同比上涨仅1.99%，增速环比下降了4.61个百分点，其中生产资料出厂价格同比上涨仅1.95%，增速环比下降5.75个百分点；生活资料出厂价格同比上涨2.12%，增速环比下降1个百分点。衣着类出厂价格则继续上涨2.32%，增速环比略下降0.28个百分点。

11月份CPI同比上涨2.4%，环比回落1.6个百分点，而衣着类CPI继续下降1.7%，环比略回落0.4个百分点，其中服装类CPI下降2%。

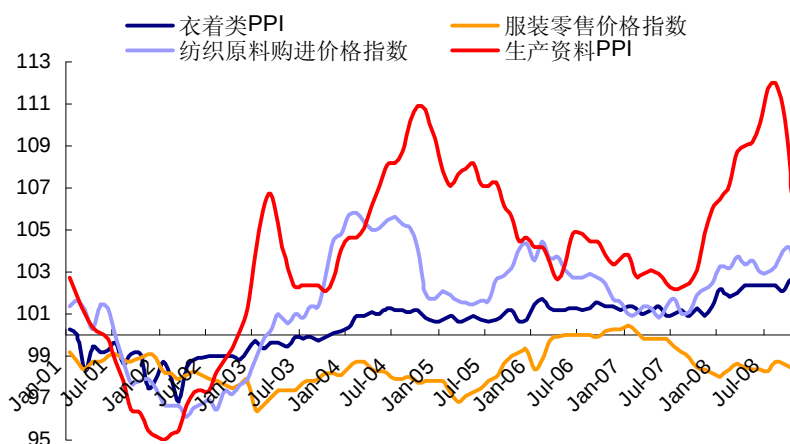
无论是生产品价格抑或消费品价格都逐步回落

图6、衣着类产品出厂价格指数、消费价格指数和零售价格指数比较



数据来源：中经网、联合证券研究所

图7、原料价格、产品出厂价格和终端零售价格指数变动比较



数据来源：中经网、联合证券研究所

受不确定性预期影响 企业生产计划制订更为谨慎

承接前几月投资增速放缓的趋势，11月份投资增速回落更为明显，一些纺织

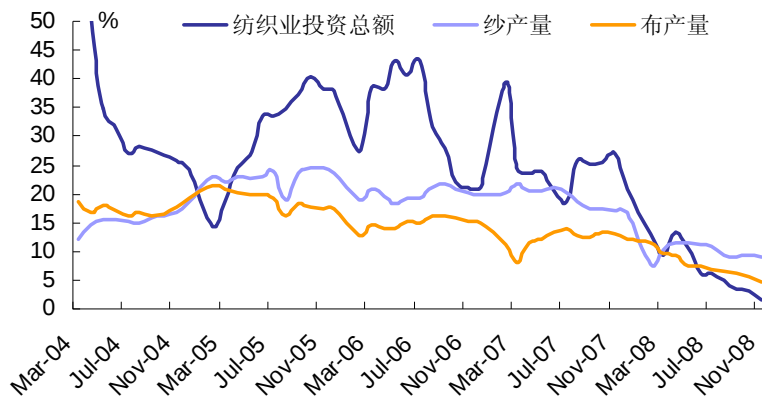
品产量增速甚至已经为负。对明年宏观经济和国内需求的不确定性预期，是导致企业纷纷以更为谨慎的态度制订和实施生产计划的重要原因。

数据显示，1-11 月份纺织业投资总额累计增速仅为 1.4%，较上年同期增速回落 25.6 个百分点；服装鞋帽业投资总额累计增速为 21.5%，较上年同期增速回落 18.3 个百分点。

主要产品产量增速回落更为显著：11 月份纱产量增速仅为 4.12%，同比回落 9.78 个百分点；布产量增速下滑 3.96%，同比回落 14.86 个百分点；服装产量增速约为 3.29%，同比增速回落 4.5 个百分点。

纺织业投资增速放缓非常明显

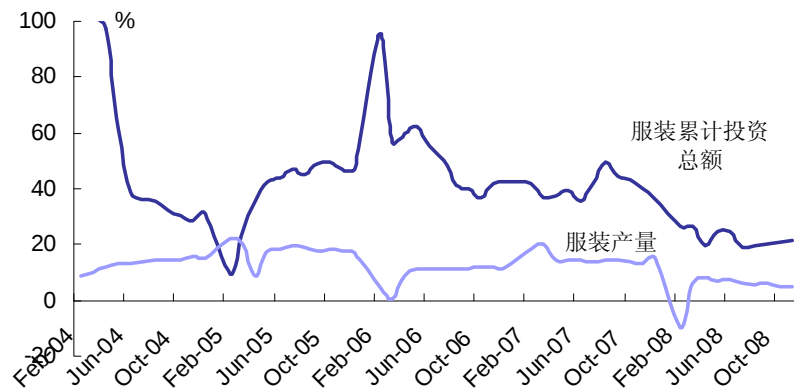
图 8、纺织业投资总额和主要产品产量累计增速变化



数据来源：中经网、联合证券研究所

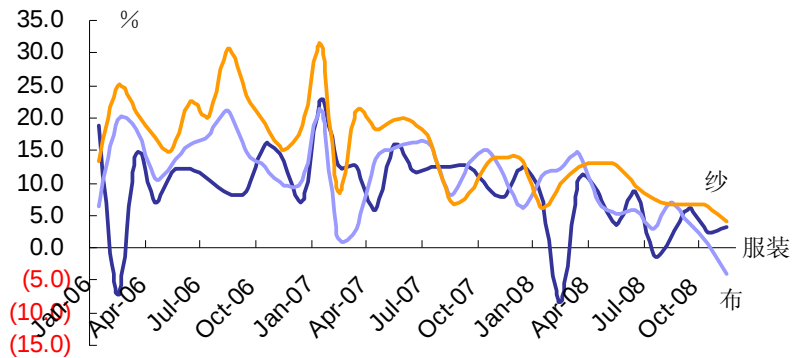
服装业投资增速变化尚平稳

图 9、服装业投资总额和主要产品产量累计增速变化



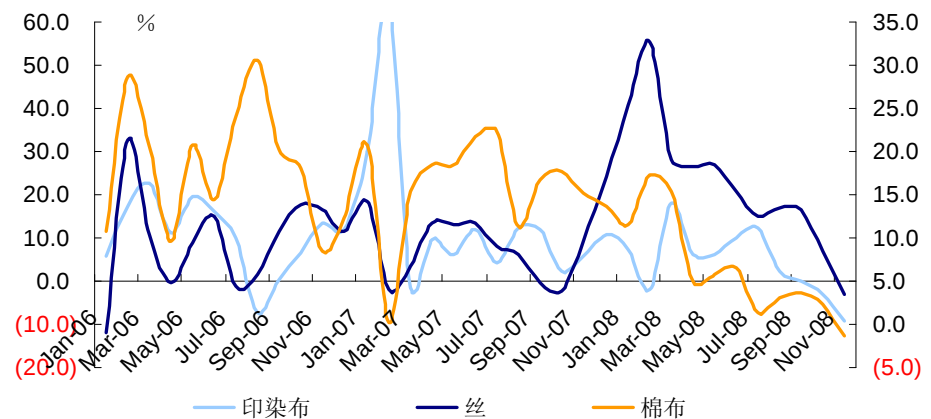
数据来源：中经网、联合证券研究所

图 10、主要产品产量月度增速变化（1）



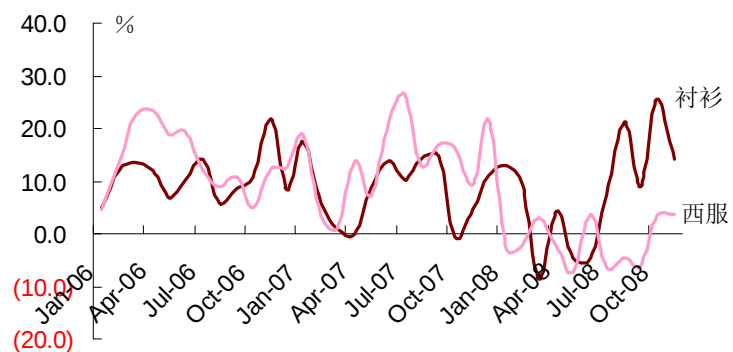
数据来源：中经网、联合证券研究所

图 11、主要产品产量月度增速变化（2）



数据来源：中经网、联合证券研究所

图 12、主要产品产量月度增速变化（3）



数据来源：中经网、联合证券研究所

企业利润增速降至个位数

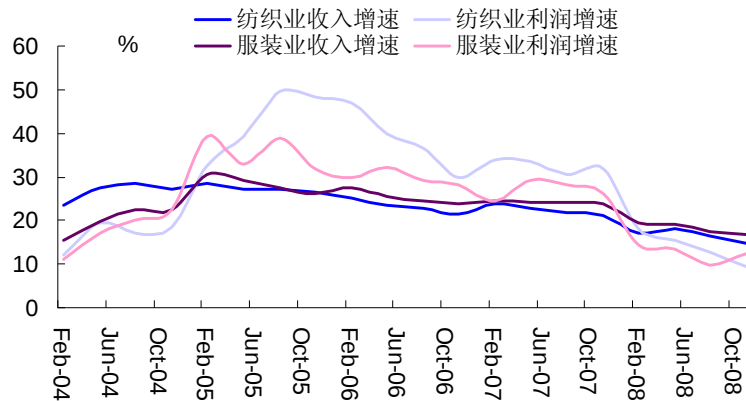
本月公布了前 11 个月企业经营效益数据，行业的不景气程度从企业经营数据的表现上可见一斑。

数据显示：今年前 11 个月我国规模以上纺织企业收入增速为 14.75%，同比下降 6.47 个百分点；利润增速为 9.26%，同比大幅下降 22.45 个百分点。规模以上服装企业收入增速为 16.79%，同比回落 6.94 个百分点；利润增速为 12.43%，

同比下降了 13.79 个百分点。

五年内仅 04 和 08 年企业利润增速远低于收入增速

图 13、纺织、服装企业收入和利润增速变化



数据来源：中经网、联合证券研究所

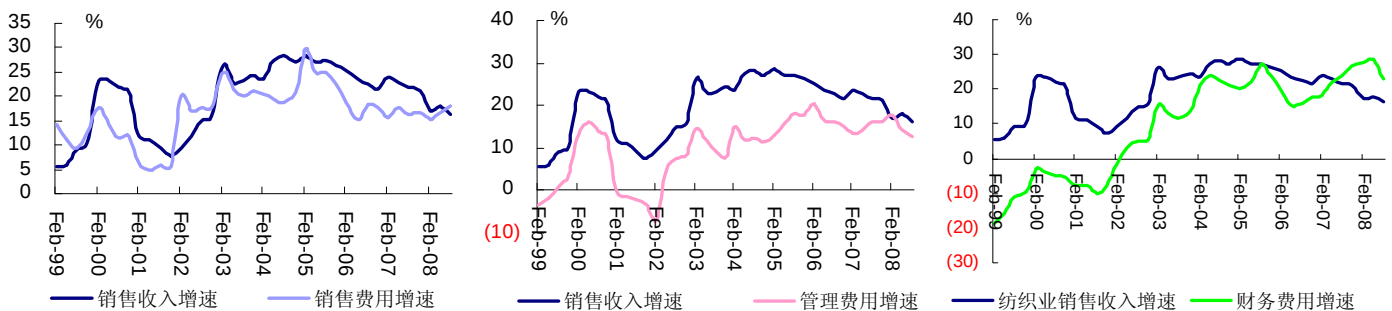
企业利润增长对期间费用率的变动非常敏感

导致利润增速大幅回落的主要原因，除了产品销售收入增速的下降外，期间费用的较快增长也是影响因素之一，特别是财务费用的大幅增加加重了企业负担。

我们预计在 2009 年，企业会对管理费用控制更为严格；而因为政策环境的日趋宽松和人民币升值速度的放缓，企业的融资成本和汇兑损失会有所降低，财务支出也将逐渐降低。

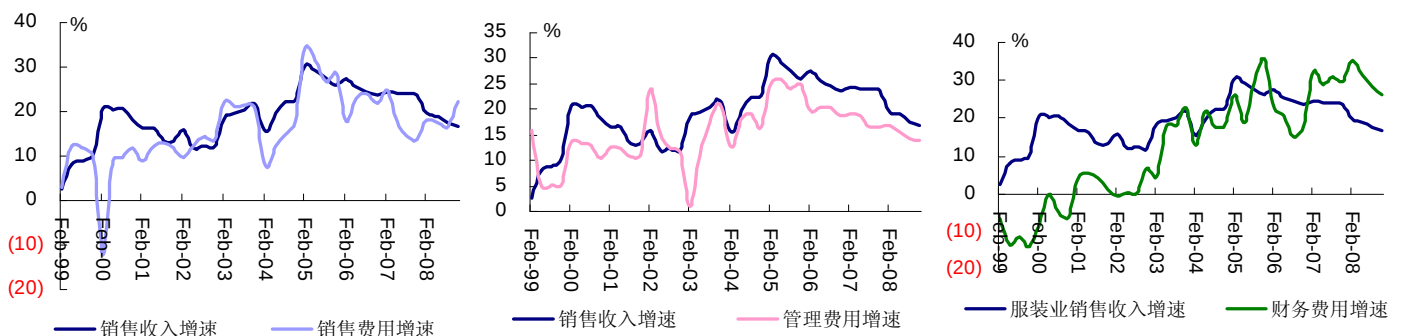
但另一方面企业可能为了扩大销售额而增加销售费用的支出，这部分增速的波动将对企业利润造成较大影响。经过测算我们发现，销售费用率上升 0.1 个百分点，服装企业利润增速可能下降 2.8 个百分点，而纺织企业利润增速可能下降 3.1 个百分点。可以看出企业利润增长对销售费用率的变动是非常敏感的。

图 14、纺织企业收入和期间费用变化比较



数据来源：中经网、联合证券研究所

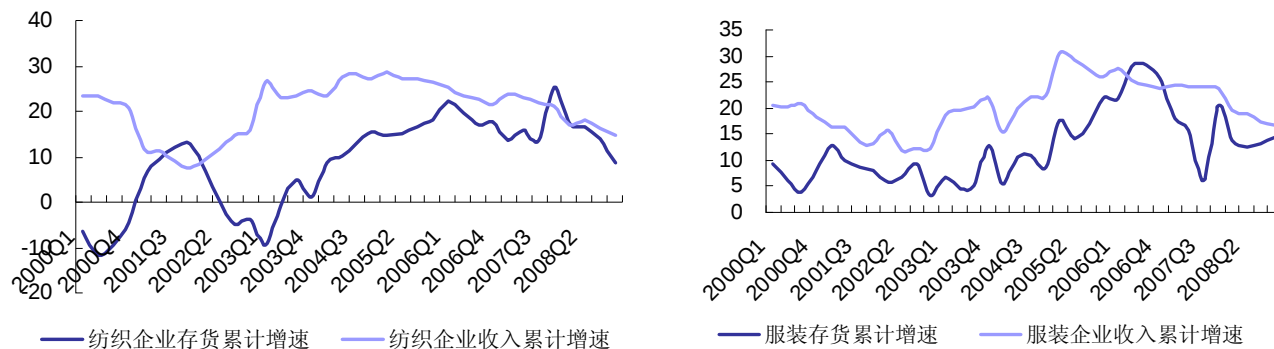
图 15、服装企业收入和期间费用变化比较



数据来源：中经网、联合证券研究所

而观察企业存货的变化,我们发现存货增速的变动方向与收入增长基本同步,当收入增速放缓时,存货增速也趋缓。从当前数据来看,目前尚未看到企业存货积压严重的情况。说明行业内大多数企业在需求放缓的同时及时调节了生产节奏和销售策略,避免了货品的大量积压。

图 16、企业存货变化和收入增长的关系 (%)



数据来源：国家统计局、联合证券研究所

投资建议

我们对行业继续维持中性投资建议。对于纺织行业,我们建议低配。理由在于: 1、受下游服装企业普遍谨慎的订单计划影响,纺织企业的订单量受到较大冲击,与去年同期的景气度形成鲜明对比;预计到明年1季度,服装企业纷纷开始制订新一季订单时,若市场消费预期依旧悲观,则纺织企业的订单数额仍有继续缩减趋势; 2、外贸压力继续存在,尽管退税率有继续上调至 17%的预期、人民币汇率增速在放缓、政府对加工类贸易的诸多限制在逐步松绑,但因为外部需求继续走弱,出口疲软局面或将持续影响至 09 年上半年。对于纺织行业的回暖仍需持续关注国内外需求变化和供求平衡的调节是否到位。

而对于服装行业我们建议标配,特别是品牌服装企业。理由在于: 1、相较于纺织业,服装业由于处于产业链终端,主控能力更强,在制订计划、调节生产和销售节奏上更为灵活,尤其是品牌服装企业具备较强的议价能力和终端控制力,抗风险能力更强; 2、在国内关于“品牌”的消费理念尚刚刚普及,服装消费占个人消费的比重仍随着居民财富积累和消费偏好的改变在缓慢、稳步提升,对经济波动的敏感度尚不高,内销保持 10-20%增速仍有可能; 3、短期内来看,服装企业对明年宏观经济形势难以把握,导致企业预期悲观、制订计划更加保守和谨慎,爆发式增长或激进的经营策略恐难看到,但我们认为这并不影响企业的吸引力,因稳健的经营策略是度过经济危机最佳防御方式,对长期发展是有利的。长期来看,对服装行业关注的焦点仍在于宏观经济的变化是否对普通居民的日常消费产生了重大影响,以及居民的消费信心是否回升。

我们建议回避议价能力较弱的出口型企业;关注内销为主的企业,尤其是品牌实力和渠道控制力较强的品牌服装企业;同时关注政府重点扶持和政策倾斜的龙头企业。另外考虑经济周期下行阶段的背景,我们认为企业的资产负债结构是否优良、现金流是否充裕、经常性收益增长是否稳健、存货积压状况是否较轻等也是筛选投资标的重要指标。

综合考虑，推荐公司包括：瑞贝卡、金飞达、报喜鸟、美邦服饰、伟星股份。

表 1、重点跟踪公司盈利预测、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		调整理由
				08E	09E	08E	09E	08E	09E	
报喜鸟	11.38	192	21.85	126.51	133.46	0.66	0.70	17.27	16.37	放慢渠道扩张速度
七匹狼	10.69	283	30.24	166.81	196.60	0.59	0.69	18.13	15.38	前期扩张速度太快，导致存货压力较大；放慢渠道扩张速度；
美邦服饰	27.64	670	185.19	749.80	912.64	1.12	1.36	24.70	20.29	——
雅戈尔	7.40	2227	164.77	2039.51	2002.74	0.92	0.90	8.08	8.23	——
金飞达	7.19	134	9.63	55.49	81.88	0.41	0.61	17.36	11.77	——
瑞贝卡	9.24	474	43.82	229.02	291.51	0.48	0.61	19.13	15.03	——
伟星股份	10.50	201	21.13	167.39	189.51	0.83	0.94	12.62	11.15	下游客户制订生产计划更为谨慎对公司订单量产生负面影响；因被评为高新技术企业获得所得税率优惠；股权激励调整总股本
众和股份	4.54	168	7.65	45.00	55.55	0.27	0.33	17.00	13.77	——
浔兴股份	5.19	155	8.04	52.00	64.70	0.34	0.42	15.47	12.43	下游服装、箱包企业出口下滑严重，直接影响到其对公司产品的需求

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@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。