

服装业去库存化继续进行

——1、2 月份行业数据分析

行业评级

中性/ 维持评级

相关研究

《不可忽视的好转》发表日期
(2009/02/20)

《新年伊始 内销经历假日繁荣》发表日期
(2009/02/01)

《内销放缓 企业降价保量》发表日期
(2009/01/03)

《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)

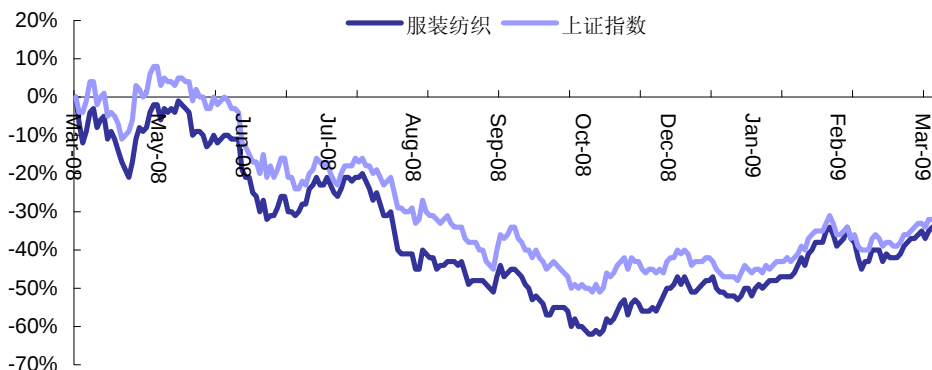
《回暖远未到来》发表日期
(2008/11/05)

《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)

- 随着生产的逐步恢复，二季度行业情况可以概括为：1、外贸需求整体不乐观，但恶化程度在放缓；2、内需长期来看有潜力，但短期受收入预期减少的抑制；3、服装企业降库存化的过程会导致价格继续下跌，进而影响企业经营效益。
- 1、2 月份外贸数据意料之中的差，不过从出口结构来分析，即使面对拥有劳动力成本优势的越南等国，我国的外贸优势仍然存在。从长期来看，我国外贸形势能否好转取决于全球经济的转暖和增长方式的转变；而短期来看则要等待海外需求的回升。不过好的预期在于，美国的国内零售额增幅下降的幅度在收窄，预示着未来出口好转的可能性在增加。
- 相较于外贸形势的不明朗，我们更看好内销市场，主要理由来自对中国经济发展的信心。我们曾测算，如果只依赖城镇化的推进带来人口结构的变化，中国每年的服装市场容量会有至少 10% 的增长，而如果再考虑经济增长带来的居民消费能力提升，市场容量的扩大速度将远超过 10%。当然短期来看，经济增速的放缓对居民收入水平和消费能力的抑制不可避免。我们认为内销零售额增速放缓的很大原因来自价格的降低，主要原因来自服装企业的降库存化行为带来的价格下滑。未来随着服装企业降库存化接近尾声，国内零售额增速的回升是可以期待的。
- 物价指数的纷纷回落对于行业更大的意义在于其预示了企业的生产成本压力在进一步减轻。我们认为，这有助于重新打开企业的降价空间，利用价格优势来应对暂时的经济困难。
- 近期重要的政策来自出口退税率上调至 16%。我们认为政府如此小心翼翼的调整行业出口退税率是出于防止贸易保护主义抬头的想法。由于海外需求的疲弱，单纯依赖上调出口退税率来刺激出口并不现实。退税率调整的更重要意义在于为外贸企业降价留出空间，缓解企业的部分出口压力。

最近 52 周股价表现



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

我们的基本观点

在上个月的行业月度报告中，我们指出：1 季度行业状况可概括为三点：1、需求恢复尚需时日；2、企业经营继续谨慎；3、较去年年底相比，行业有好转迹象。

其中我们特别强调了行业内存在的不可忽视的好转迹象，具体表现为：1、企业降库存化有成效，供求失衡局面获得缓解；2、成本压力明显减小，各类原材料价格回落至历史低位；3、政策面愈发宽松，在融资、出口贸易方面，政府都开辟绿色通道；4、政府为鼓励内需启动临时性行政手段；5、美元升值幅度明显减小。

现在来看市场已经基本认可了上述观点，但更多的分歧和疑虑落在了难以估量的内、外部需求上。综合分析当前的经济形势，我们认为二季度行业的情况可以概括为以下几点：

- 1、外贸需求整体不乐观，但恶化程度在放缓；
- 2、内需长期来看有潜力，但短期受收入预期减少的抑制；
- 3、服装企业降库存化会导致价格继续下跌；
- 4、政府“小心翼翼”的支持行业软着陆。

1、2 月份重要行业数据分析

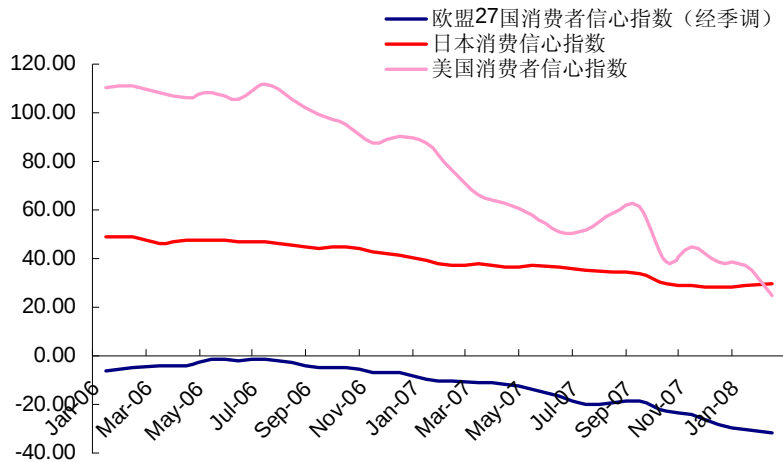
外贸优势尚存，只待需求回升

09 年 1、2 月份出口数据意料中的大幅下滑，前两个月整体纺织品服装出口下滑 14.9%，其中纺织品出口同比下滑 20.68%，服装出口同比下滑 11.07%。糟糕的数据使得市场对出口形势的悲观情绪加重。

我们认为，从长期来看，我国外贸形势能否好转不仅取决于全球经济的转暖，更取决于增长方式的转变。此前我们主要依赖低廉的劳动力成本获得价格上的比较优势，但现在来看，我们这方面的优势已经远不及越南等国，“世界加工厂”从我国向东南亚等国转移的速度已经开始加快了。而我国外贸企业发展的方向，除了依靠政府支持（如降低出口退税率）获得一定议价空间外，更重要的是增加自主创新的能力，包括提升产品的技术含量和设计能力等，逐渐掌握到产业链的上下游资源。

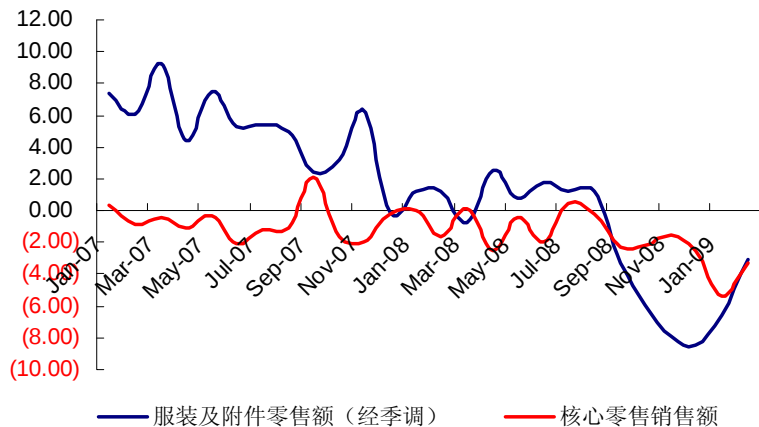
从短期来看，我们仍将继续面对全球需求的放缓和行业转型的阵痛。近期全球大部分国家公布了零售数据，居民消费信心还未见完全恢复，而欧元和日元贬值速度加快，更加重了这两个主要市场的负担。因此外贸需求的整体回暖还未到来。不过好的一面在于，我国的外贸优势并未完全丧失，而且部分国家需求增速下降的幅度在收窄，预示着未来出口好转的可能性在增加。

图 1、美、欧、日消费者信心指数变化



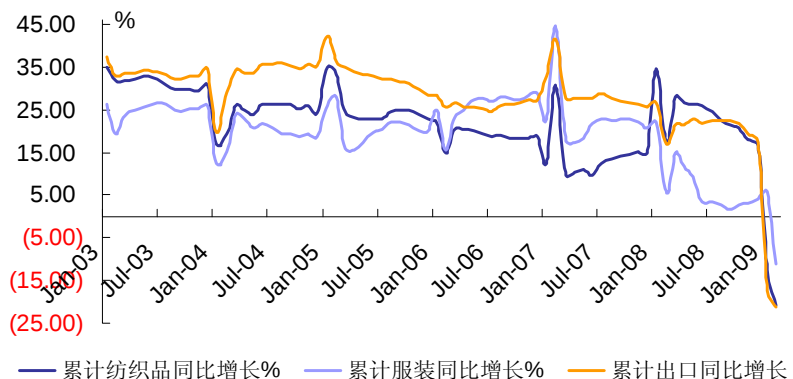
数据来源：CEIC、联合证券研究所

图 2、07.01-09.02 美国纺织品服装零售额和核心零售销售额月度增速比较



数据来源：CEIC、联合证券研究所

图 3、历年我国纺织品服装出口累计增速变化



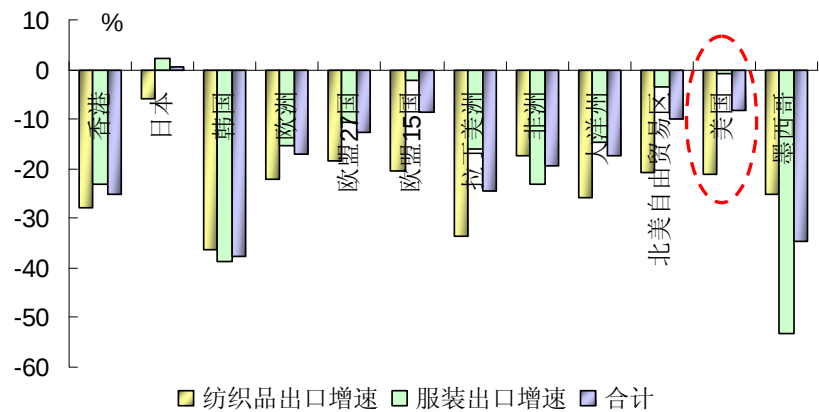
数据来源：中经网、联合证券研究所

分市场来看，今年前两月我国对新兴市场出口的下滑速度甚至超过美、日、欧等传统进口国。以前市场重点担心出口占比较大的美国市场表现，但现在来看，全球几乎难有市场可以幸免，外贸压力将是全球性的。

而分析美国市场的纺织品服装进口情况我们可以看到：我国纺织品的国际竞争优势依然存在，特别是在美国整体需求下降的背景下，我国的市场占有率仍然逐步提升。

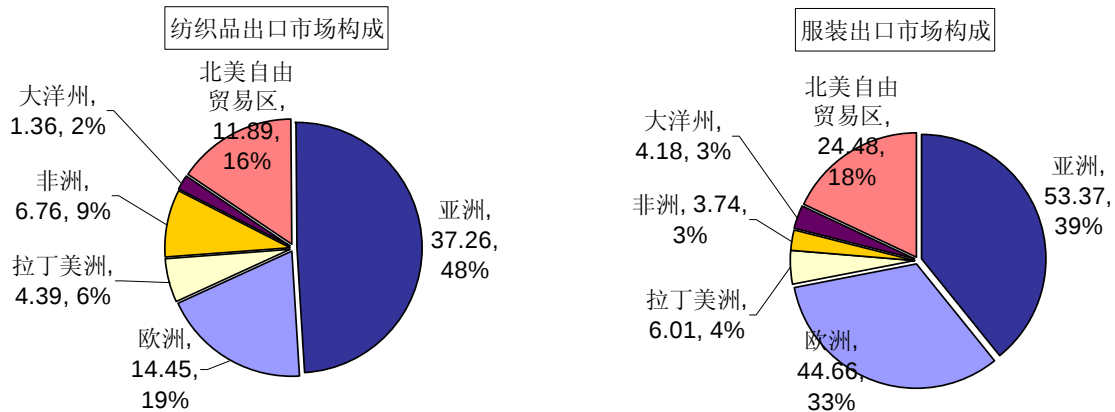
不过也要提示关注越南等国的贸易比较优势，其凭借低廉的劳动力成本正逐步成为欧美国家新的“加工厂”。数据表明，08年2月份至09年1月份美国自越南进口纺织品服装增速达到了35%以上；若以此速度持续下去，我们预计越南对美出口的市场占有率超越我国不过是8-10年的时间。

图 4、分市场 1、2 月份纺织品、服装出口累计增速比较



数据来源：中经网、联合证券研究所

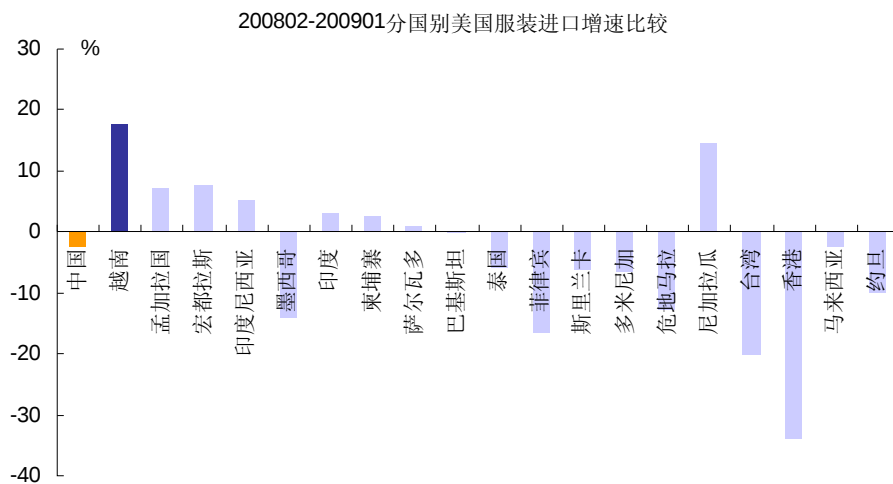
图 5、2009 年 1、2 月份我国纺织品、服装出口市场分布情况



数据来源：第一纺织网

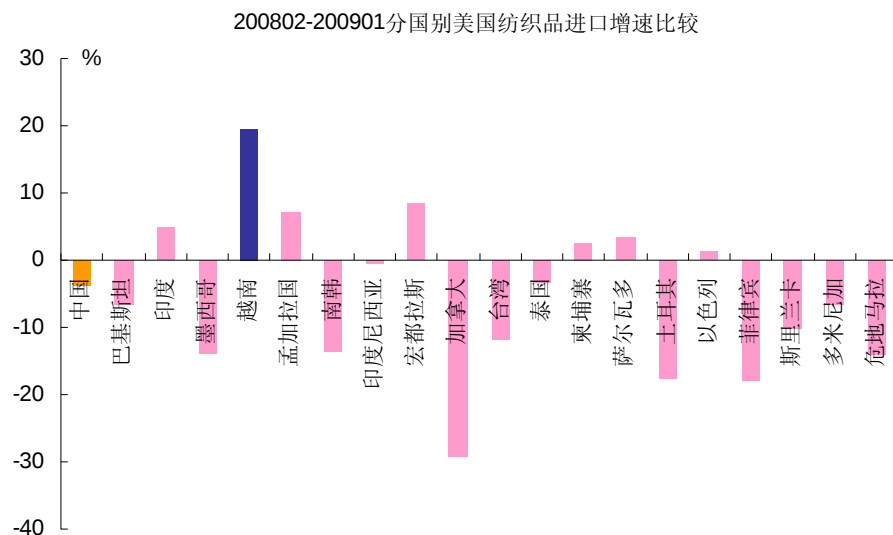
越南的出口比较优势日益显现出来

图 6、08 年 2 月至 09 年 1 月分国别美国服装进口情况



数据来源：海关总署、联合证券研究所

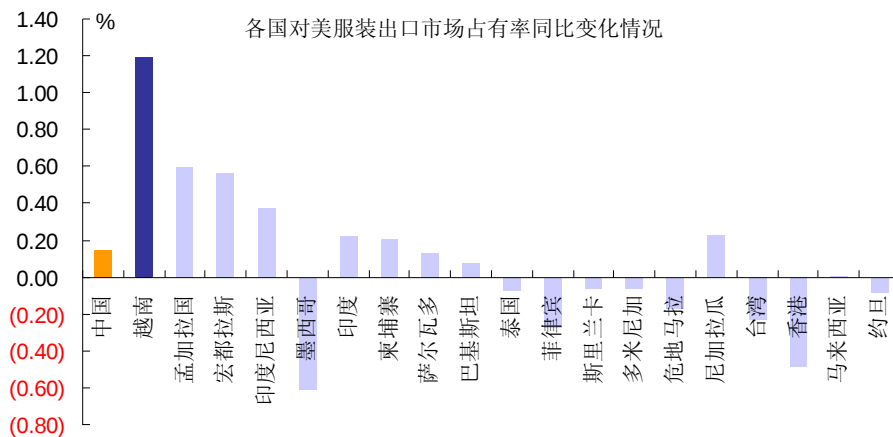
图 7、08 年 2 月至 09 年 1 月分国别美国纺织品进口情况



数据来源：海关总署、联合证券研究所

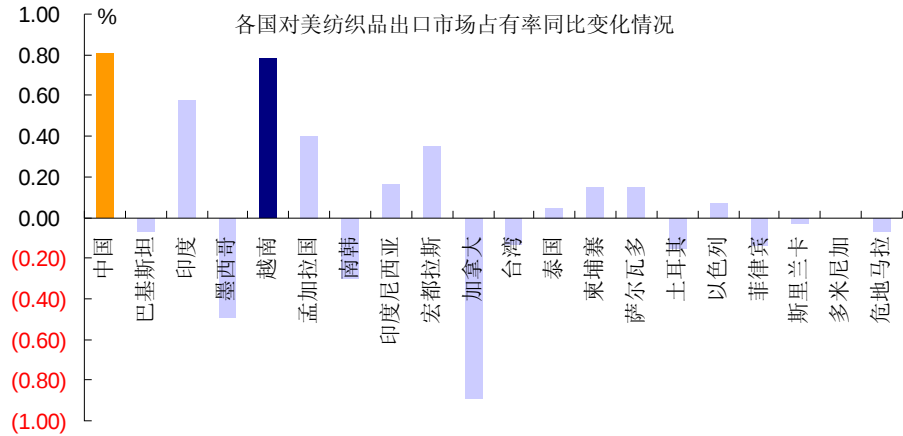
我国对美国纺织品服装出口竞争优势仍然存在，市场占有率稳步提升。但越南的追赶势头迅猛，不可小视

图 8、各国对美服装出口市场占有率同比变化情况



数据来源：海关总署、联合证券研究所

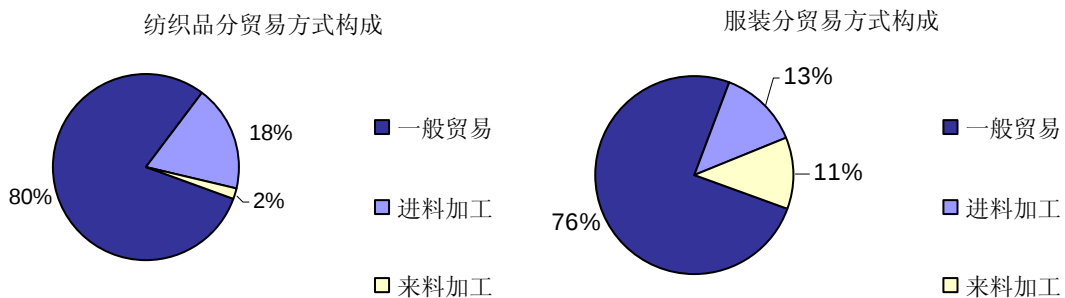
图 9、各国对美纺织品出口市场占有率同比变化情况



数据来源：海关总署、联合证券研究所

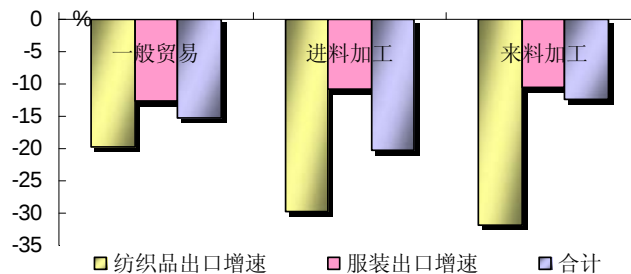
分贸易方式来看，我国纺织品服装的一般贸易出口比重仍在逐步提升，显示出出口结构的日益优化。

图 10、分贸易方式我国纺织品、服装出口构成



数据来源：第一纺织网

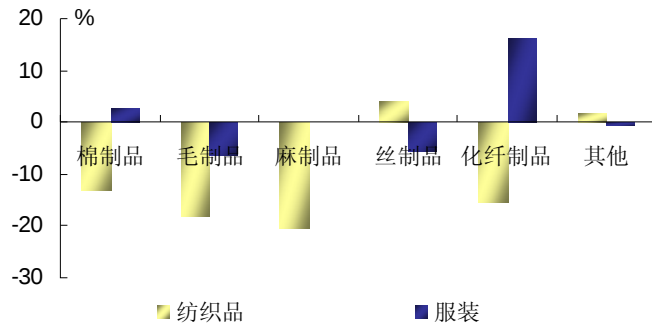
图 11、2009 年 1、2 月份分贸易方式纺织品和服装出口增速比较



数据来源：第一纺织网

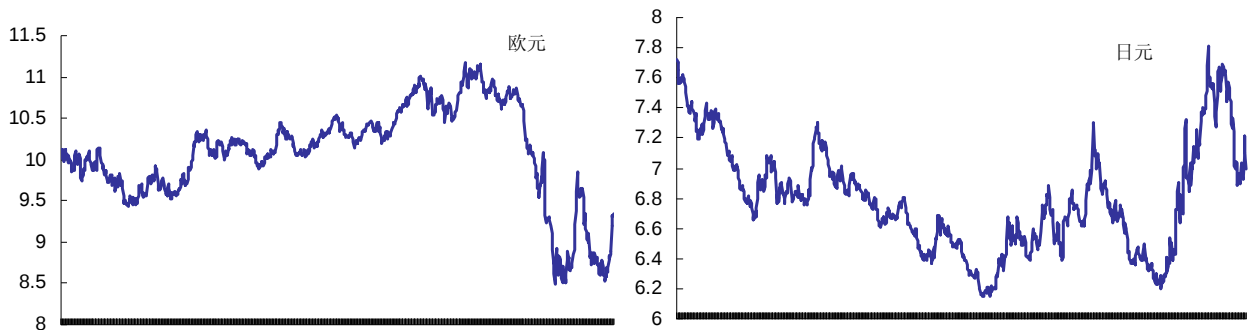
分产品来看，棉制品和化纤制品的服装出口竞争力仍然明显

图 12、2009 年 1 月份分产品纺织品和服装出口增速比较



数据来源：第一纺织网

图 13、人民币兑主要货币汇率走势



数据来源：中国人民银行，联合证券研究所

内销市场企业降价消化库存的过程继续进行

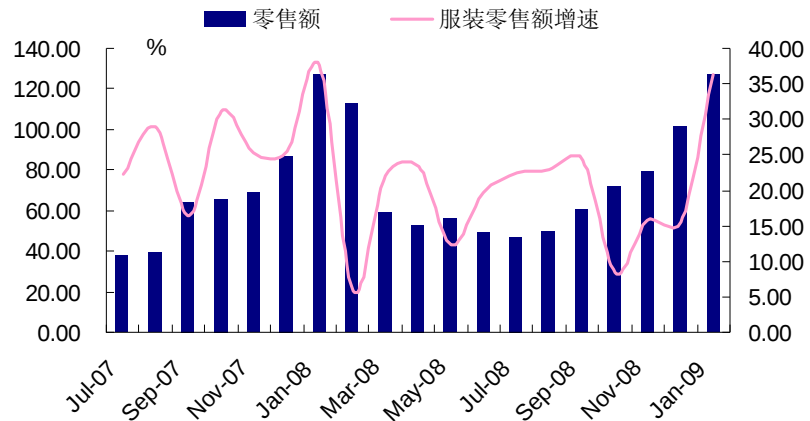
相较于外贸形势的不明朗，我们更看好内销市场，主要理由来自对中国经济发展的信心。我们曾做过测算，如果只是依赖城镇化的推进带来人口结构的变化，中国每年的服装市场容量会有至少 10% 的增长，而如果考虑到经济增长带来的居民消费能力提升，市场容量的扩大速度将远超过 10%。因此，从长期来看，国内居民消费潜力的释放是必然的。

当然短期来看，经济增速的放缓对居民收入水平和消费能力的抑制不可避免，这从近期零售数据的变化可以看出端倪。

从中华商务信息网得到的数据：从 08 年 4 季度开始零售额数据逐渐恶化，月度服装零售额增速曾一度回落至 20% 以下；到了 09 年 1 月份，因为春节因素和企业打折促销力度加强，服装零售额增速重新恢复，但显然这种增长势头未能持续至 2 月份。

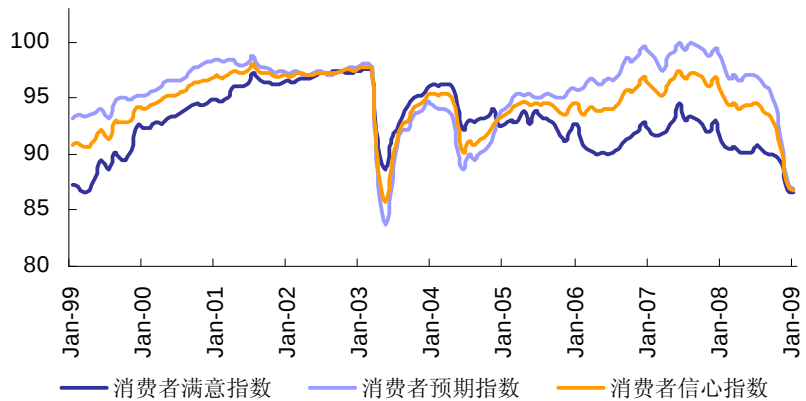
09年1月份全国百家重点大型零售企业服装类零售额增速在36.39%，略低于去年37.7%的水平

图 14、全国百家重点大型零售企业服装类销售额增速比较



数据来源：中华商务信息网

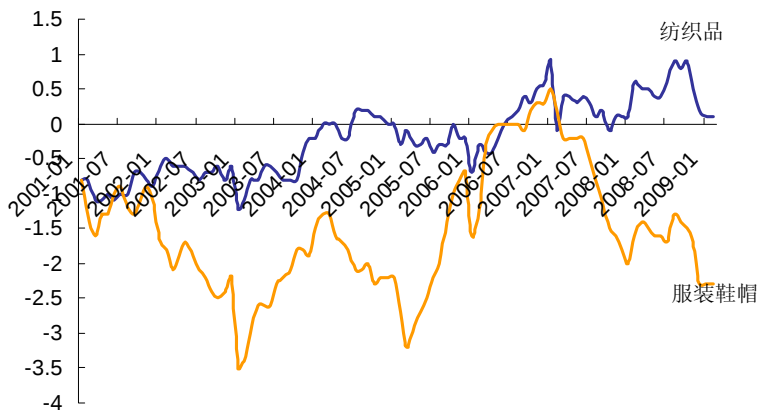
图 15、居民消费信心指数



数据来源：中经网

而根据国家统计局公布的 09 年 1-2 月份累计零售额数据：服装类零售总额增长 17.4%，较去年的 24.9% 下滑了约 7.5 个百分点。很明显，在经历了春节的假日繁荣后，2 月份的服装零售情况并不太乐观。我们认为内销零售额增速放缓的很大原因来自价格的降低，主要原因来自服装企业的降库存化行为带来的价格下滑。未来随着服装企业降库存化接近尾声，国内零售额增速的回升可以期待。

图 16、纺织品服装零售价格指数变动情况



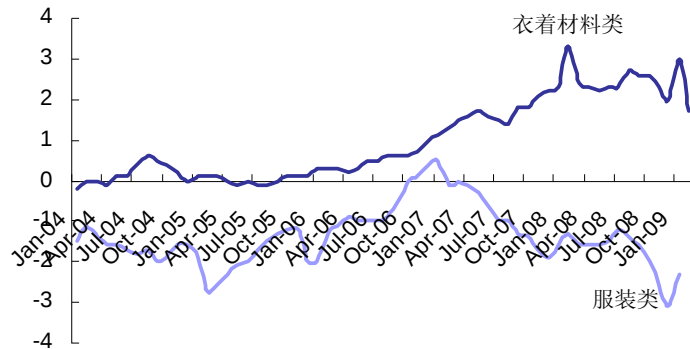
数据来源：中经网

备注：09 年 1 月份数据为估计值

物价指数回落为降价打开空间

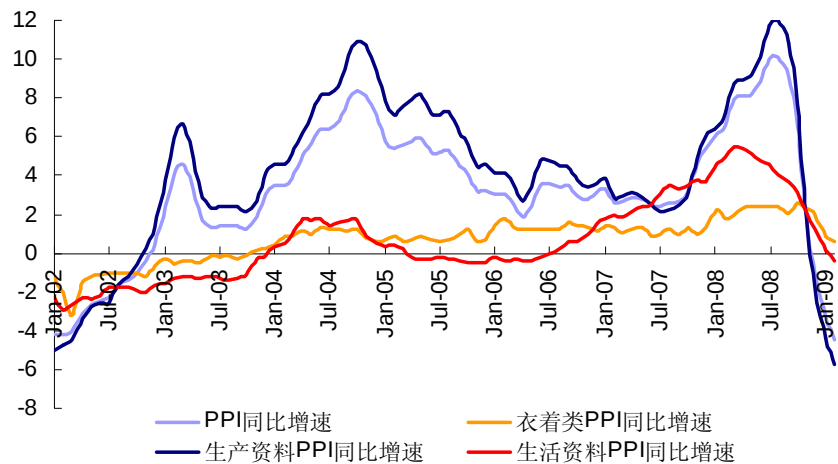
随着物价指数的纷纷回落，市场的通缩预期更盛。对于本行业来说，单纯观察服装类物价指数变化的意义并不大，反而是生产资料价格指数、原材料和燃料动力价格指数的回落更有指导意义。其预示着企业的生产成本压力仍在进一步减轻。我们认为，这有助于重新打开企业的降价空间，利用价格优势来应对暂时的经济困难。

图 17、衣着物价指数变动情况



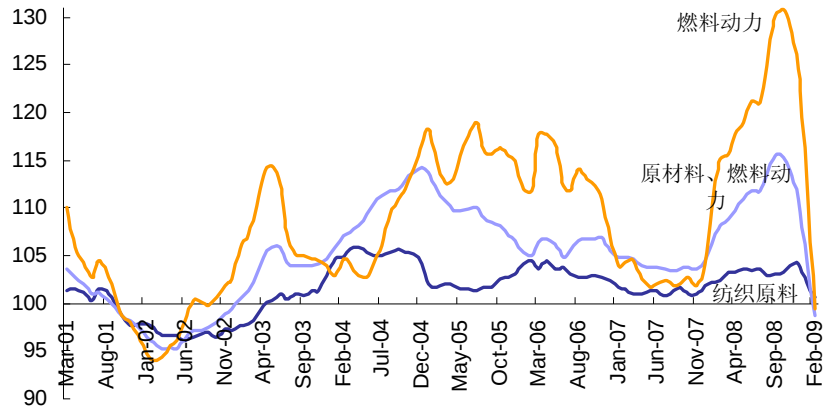
数据来源：中经网

图 18、生产资料价格指数变动情况



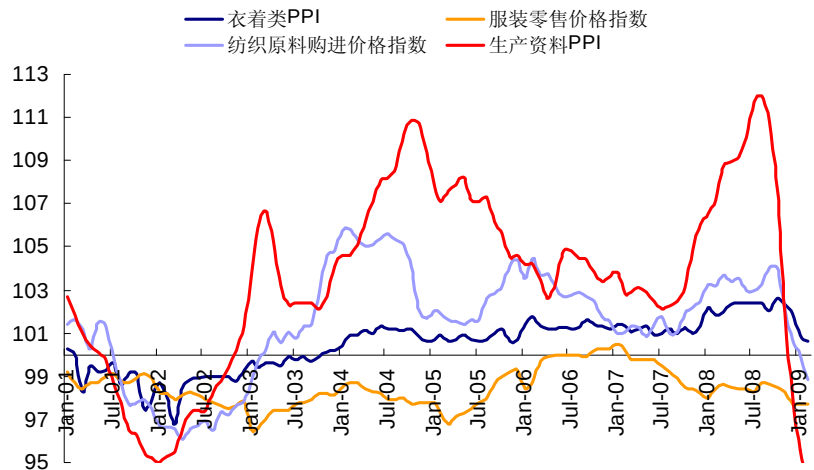
数据来源：中经网

图 19、原材料及燃料动力价格指数变动情况



数据来源：中经网

图 20、纺织品服装生产及零售价格指数比较



数据来源：中经网

重要政策：上调出口退税率至 16%

从 4 月 1 日起政府将上调纺织服装行业出口退税率至 16%，离市场预期的 17% 零税负仅一步之遥。我们认为政府如此小心翼翼的调整行业出口退税率是出于防止贸易保护主义抬头的想法。

由于海外需求的疲弱，单纯依赖上调出口退税率来刺激出口并不现实。退税率调整的更重要意义在于为外贸企业降价留出空间，缓解企业的部分出口压力。

表 1、历年出口退税率调整情况汇总

时间	事件	原因
1985 年 3 月	1985 年 4 月 1 日起实行出口退税政策	
1994 年 1 月	出口退税政策改革，建立起新的增值税、消费税制度为基础的出口退税制度	
1995 年 7 月	纺织品服装出口退税率由 13% 下调到 10%	
1996 年 12 月	纺织品服装出口退税率由 10% 下调到 6%	
1998 年 1 月	纺织品服装出口退税率上调到 11%	亚洲金融危机
1999 年 1 月	纺织品服装出口退税率由 11% 上调到 13%	
1999 年 7 月	纺织品出口退税率由 13% 上调到 15%；服装上调到 17%	
2001 年 7 月	棉纱、棉布、棉制品出口退税率由 15% 上调至 17%	
2004 年 1 月	纺织品服装出口退税率再次回调到 13%	
2005 年 1 月	调整退税分担比例	
2006 年 9 月	纺织品出口退税率由 13% 下调到 11%	减少贸易顺差，调整产业结构
2007 年 7 月	服装、鞋帽、箱包出口退税率由 13% 下调到 11%，粘胶纤维出口退税率由 11% 下调到 5%	减少贸易顺差，调整出口产品结构，引导投资方向
2008 年 8 月	部分纺织品、服装出口退税率由 11% 重新上调至 13% (8 月 1 日执行)	缓解外贸经济压力
2008 年 10 月	部分纺织品、服装出口退税率由 13% 上调至 14% (11 月 1 日执行)	应对全球经济危机，缓解外贸压力
2009 年 2 月	上调纺织品服装出口退税率至 15%	
2009 年 4 月	上调纺织品服装出口退税率至 16%	

数据来源：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。