

出口内销仍不乐观 出口择机内销择股

----- 纺织服装行业 3 月运行报告

纺织服装行业 评级：中性（维持）

跟踪报告

2009 年 4 月 8 日 星期三

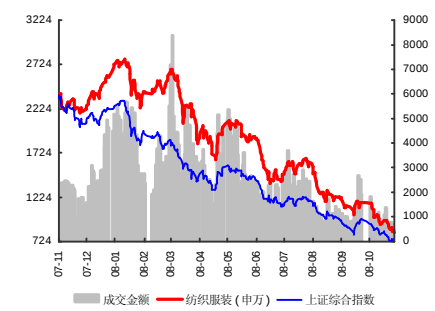
张先萍
021-50586660-8971
zxp@longone.com.cn

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	18.00	5.98
3 个月	35.62	11.43
6 个月	34.07	21.01

行业相对上证综指走势图



重点摘要

- q 本月月报研究亮点：研究了从收入—消费—出口，以美国为例经济变动传导到中国纺织服装出口的时间；以 1997-99 年为例，研究了对出口类上市公司的投资时机。
- q 外需下降造成出口增速大幅下滑。09 年 1-2 月我国纺织服装出口同比增速为 -15.31%，较 08 年 1-2 月回落了 23.5%。外需下滑而非春节是下滑的主要因素。人民币对欧元和日元的升值也是增速下滑原因之一。
- q 下调 09 年中国纺织服装出口增速至 **-11.78 %**。主要假设有：中国占各国的出口比例不变；人民币对美元的汇率相对保持稳定；各国的经济增速参见 IMF 的预测；现行贸易政策。
- q 美国收入变动传导到中国纺织服装出口变动时间为 3-6 个月。目前美国的收入增速仍呈下降之势，所以我们对未来几个月美国的服装消费以及中国的出口状况并不感到乐观。
- q 国内消费增速回落 **8.1 %**。只有人们的收入增速有所改善，或对经济前景预期更为乐观时，服装支出的增速才会提升。
- q 投资策略：出口型企业：自上而下、关注择时。对于出口形势判断最重要，98 年出口见底前 5 个月纺织出口类上市公司的市场表现就开始活跃。此外，在 99.7 出口增速由负转正时，出口类上市公司的二级市场表现也会非常抢眼。而对中国出口底部的判断则又依赖于对国外经济趋势的判断。内销型企业：自下而上、关注个股。虽然消费增速放缓影响品牌服装内生增长，但渠道拓展仍能带来外延式增长。4 月份重点关注公司：报喜鸟。

目 录

行业运行分析	1
1、1-2 月行业收入和利润增速大幅下滑	1
2、1-2 月出口暴跌外需下降是主因	2
3、下调 09 年中国纺织服装出口预期增速至 -11.78%	5
4、中国出口好转的时间	6
5、国内纺织品服装消费增速回落	7
行业投资策略	9
1、出口型企业：自上而下，关注择时	9
2、内销型企业：自下而上，关注个股	9

图形目录

图 1.1-2 月收入 and 利润增速均大幅下滑	1
图 2. 规模以上企业出口和内销均下滑	1
图 3. 毛利率下降和期间费用率上升	2
图 4. 三个子行业工业增加值增速	2
图 5. 09 年 1-2 月我国纺织服装出口大幅下滑	2
图 6. 春节因素并非是下滑的原因	2
图 7. 纺织品比服装出口下滑更甚	3
图 8. 对欧盟出口增速下跌最严重	3
图 9. 美国国内服饰零售增速连续负增长	3
图 10. 1-2 月对美出口纺织服装增速 -8.31%	3
图 11. 1-2 月对欧盟出口纺织服装增速 -12.71%	4
图 12. 欧元区 GDP 季度增速	4
图 13. 人民币对欧元汇率	4
图 14. 人民币对美元汇率	4
图 15. 1-2 月对日本出口纺织服装增速 0.54%	4
图 16. 日本 GDP 季度增速	4
图 17. 日本国内服饰零售增速	5
图 18. 对日元汇率	5
图 19. 美国收入领先服装消费约 3-6 个月	7
图 20. 美国国内服装消费和中国对美出口几乎同步	7

图 22. 消费者信心指数.....	8
图 24. 我国农村家庭人均现金收入和服装支出.....	8
图 24. 典型的纺织出口公司在 98.4 月超越大盘.....	9

表格目录

表一: IMF 对世界经济的最新预测.....	5
表二: IMF 对世界贸易的最新预测.....	5
表三: 09 年中国纺织品服装出口增速的预期调整.....	6

行业运行分析

1、1-2 月行业收入和利润增速大幅下滑

收入略有增长，利润大幅下滑。09 年 1-2 月纺织全行业规模以上企业实现收入 4248 亿元、利润总额 124.8 亿元，同比增长 1.33%和-11.01%；收入和利润增速分别比 08 年下降 12.47%和 9.24%，较 08 年 1-2 月同期增速大幅下滑 24.18%和 24.49%（图 1）。

收入增速同比下滑的主要原因在于出口和内销收入均放缓。规模以上企业中出口 1-2 月的出口增速为-8.45%，较 08 年增速下降了 14.3%；规模以上企业中内销收入的增速为 3.03%，较 08 年增速下降了 12.09%（见图 2）。毛利率较去年同期下降了 0.55% 而期间费用率上升了 0.25%（见图 3）。

工业增加值创新低。2009 年 1-2 月，从纺织、服装、化纤三个子行业来看，化纤行业的工业增加值增速为-5.7%下滑最为明显，环比下降了 6.4%，同比下降了 15.1%；服装行业的工业增加值增速为 11.1%，同比下降 2.2%；纺织工业 5.1%，同比下降 6.5%。

全行业开工率在 80%左右。据中国纺织工业协会 2 月中旬对 140 个纺织产业集群调查（集群内企业达 9.56 万户，从业人数 418 万人），大部分企业在正月初八至十五陆续开工，平均开工率在 80%左右。

图 1.1-2 月收入 and 利润增速均大幅下滑

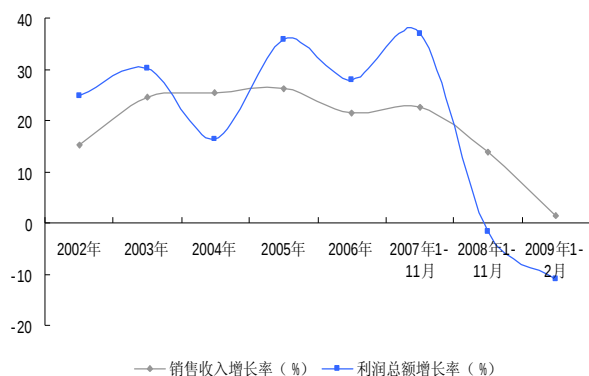
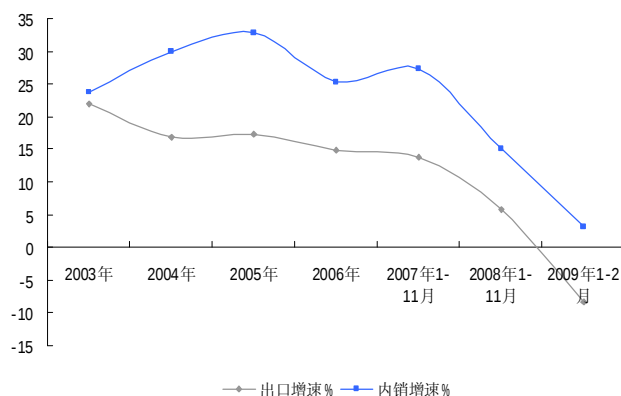


图 2. 规模以上企业出口和内销均下滑



资料来源：中国纺织工业协会、东海证券研究所

图 3. 毛利率下降和期间费用率上升

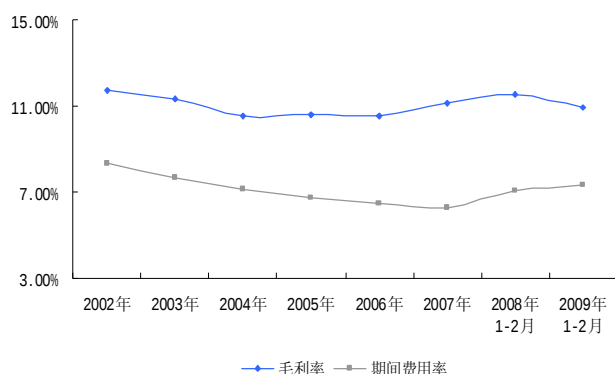
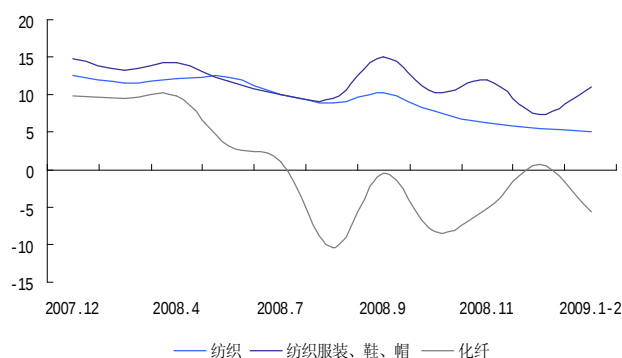


图 4. 三个子行业工业增加值增速



资料来源：中国纺织工业协会、东海证券研究所

2、1-2 月出口暴跌外需下降是主因

出口增速大幅下滑。2009 年 1-2 月我国纺织服装出口额为总额为 211.35 亿元，同比增速为 -15.31%，较 08 年 1-2 月 8.19% 的增速回落了 23.5%，较 08 年 12 月份 8.69% 的增速环比下降了 24%，其中 2 月份出口增速大幅回落至 -35.83%（见图 5）。

春节并非主要原因。至于出口大幅下滑的原因，我们并不认为春节因素是主要原因，因为从历年 1-2 月的出口情况来看出口也都是增长的，出口下滑的主要原因还在于外需下降（见图 6）。

图 5. 09 年 1-2 月我国纺织服装出口大幅下滑

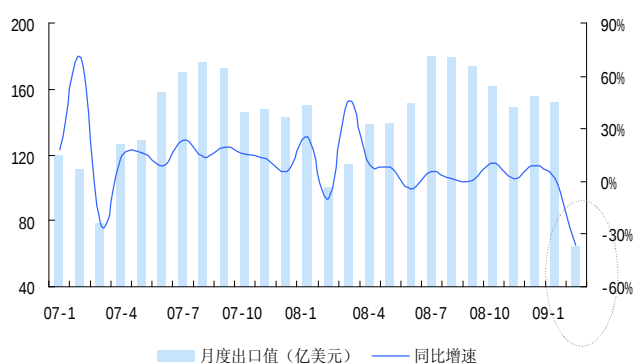
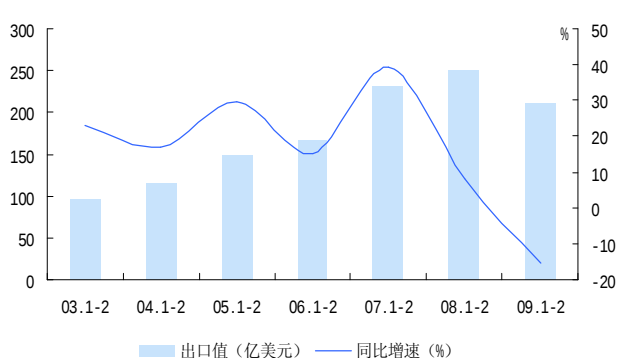


图 6. 春节因素并非是下滑的原因



资料来源：中国第一纺织网、东海证券研究所

纺织品下滑甚于服装，对欧盟出口增速下跌最严重。分产品来看，09 年 1-2 月纺织品出口增速为 -20.5%，服装的出口增速为 -12.2%，分别比 08 年下滑了 35.5% 和 14.6%。纺织品大幅下滑更厉害的原因除了发达国家的需求下降外，还在于那些

从我国进口纺织面料的东南亚国家服装出口的下降（见图 7）。从出口地区来看，09 年 1-2 月对欧盟地区的纺织服装出口增速为 -12.7%，较 08 年大幅下降了 44.6%，对欧盟增速的大幅下跌超出了我们的预期（见图 8）。

图 7. 纺织品比服装出口下滑更甚

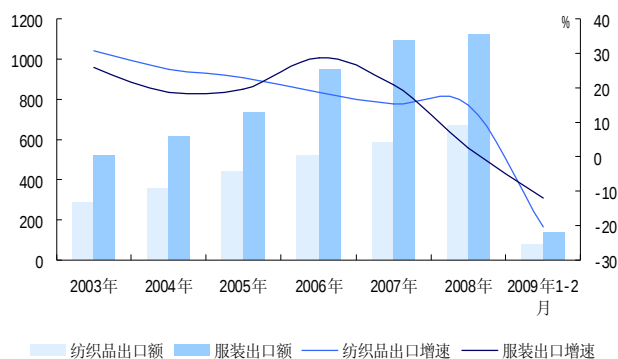
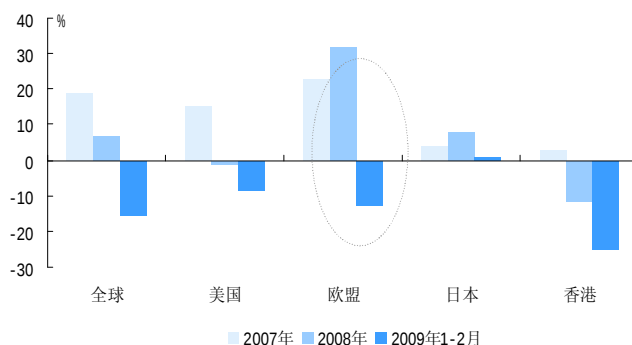


图 8. 对欧盟出口增速下跌最严重



资料来源：中国纺织工业协会、东海证券研究所

外需下降是出口下跌的主要原因。以美国为例，从 08 年 8 月份以来美国国内服装零售增速一直负增长，美国 1、2 月份的服装零售增速分别为 -5.6% 和 -3.9%（见图 9）。而 1-2 月我国对美国纺织服装出口增速为 -8.31%（见图 10）。

图 9. 美国国内服饰零售增速连续负增长

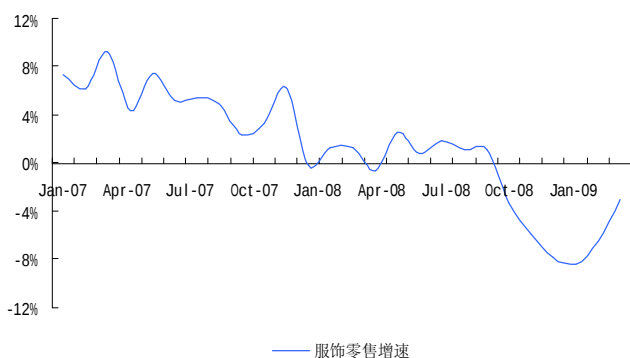
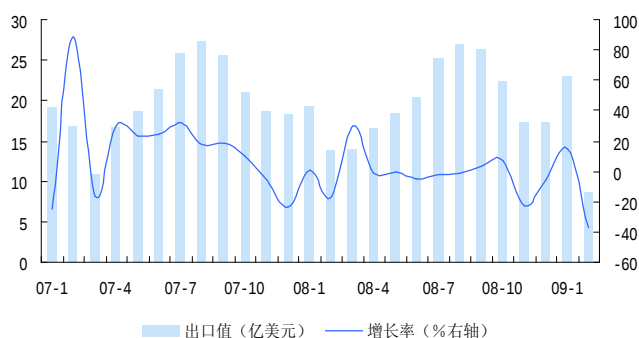


图 10. 1-2 月对美出口纺织服装增速 -8.31%



资料来源：CEIC、东海证券研究所

人民币对欧元的升值使得对欧出口更糟。1-2 月中国对欧盟纺织服装出口增速为 -12.71%（见图 11），而 08 年中国对欧盟的出口可以说是一枝独秀--增速高达 31.8%。对欧盟出口增速大跌的主要原因在于欧盟区经济的大幅下滑（见图 12），人民币相对欧元的升值使得对欧洲的出口情况变得更糟（图 13）。

图 11. 1-2 月对欧盟出口纺织服装增速 -12.71%

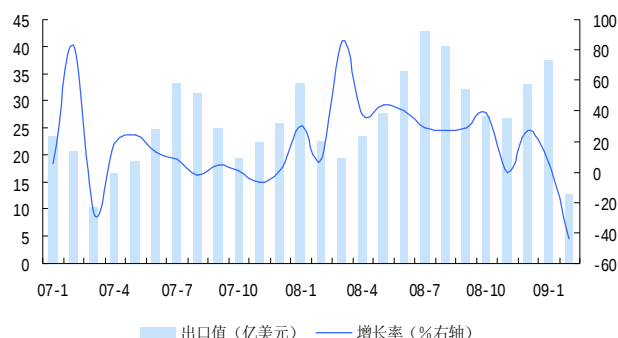
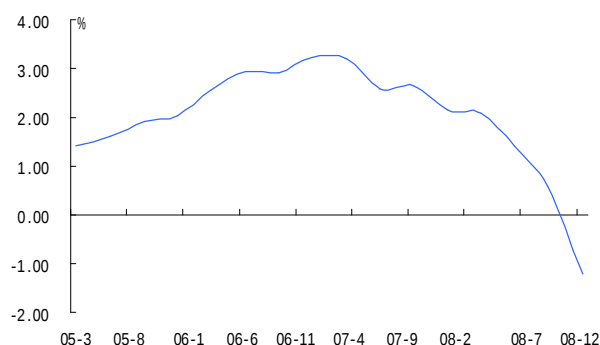


图 12. 欧元区 GDP 季度增速



资料来源: CEIC、东海证券研究所

图 13. 人民币对欧元汇率

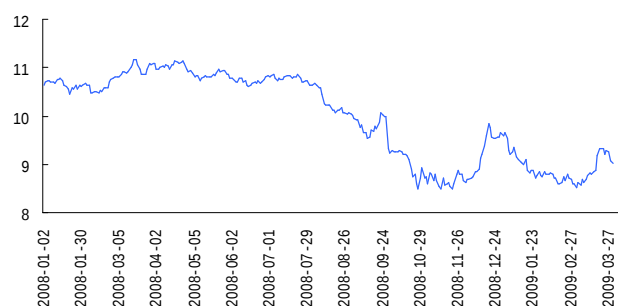
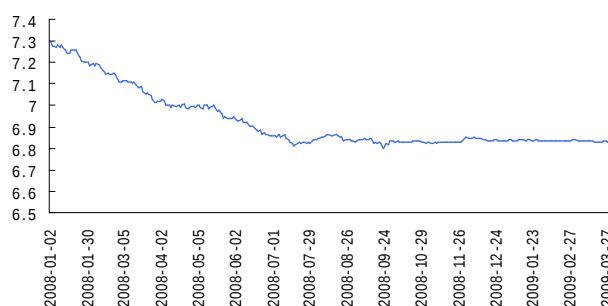


图 14. 人民币对美元汇率



资料来源: wind 资讯、东海证券研究所

对日本出口增速同样下滑。1-2 月中国对日本纺织服装出口增速为 **0.54%**，同比下降了 **7.13%**（见图 15），增速下滑的主要因素也是日本国内经济的下滑（见图 16），国内服饰零售增速持续下滑，1、2 月份分别为 **-4%**和 **-7.7%**（见图 17）。此外人民币相对日元的升值也造成了对日本的出口下滑（见图 18）。

图 15. 1-2 月对日本出口纺织服装增速 0.54%

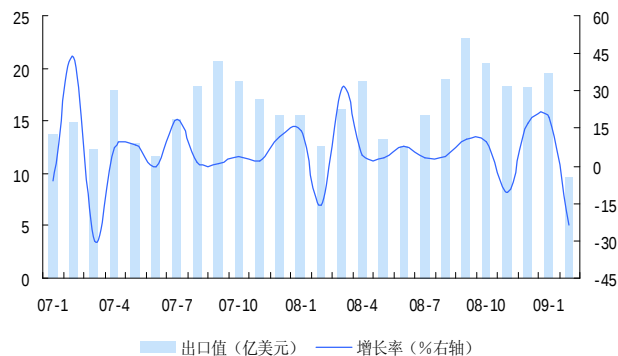
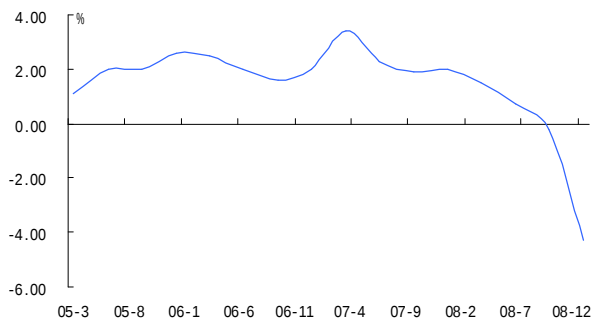


图 16. 日本 GDP 季度增速



资料来源: 中国纺织工业协会、wind 资讯、东海证券研究所

图 17. 日本国内服饰零售增速

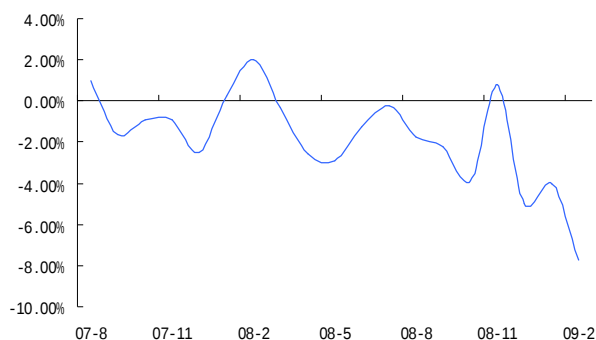
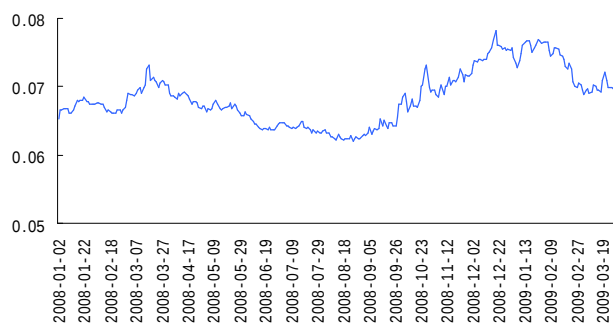


图 18. 对日元汇率



资料来源: CEIC、东海证券研究所

3、下调 09 年中国纺织服装出口 预期增速至 -11.78%

08 年底我们在 IMF11 月做出的对各国经济增长的预期基础之上, 预测了 09 年中国出口纺织品服装出口。然而去年年底全球经济状况的恶化似乎也超出了预期, IMF 近期对世界经济增速做出了下调, 将世界经济增速下调了 1.7%, 全球贸易增速下调了 4.8%。

表一: IMF 对世界经济的最新预测

	2007	2008	最新预期		对上次预期的调整	
			2009	2010	2009	2010
全球	5.2	3.4	0.5	3.0	-1.7	-0.8
美国	2.0	1.1	-1.6	1.6	-0.9	0.1
欧元区	2.6	1.0	-2.0	0.2	-1.5	-0.7
日本	2.4	-0.3	-2.6	0.6	-2.4	-0.5
英国	3.0	0.7	-2.8	0.2	-1.5	-0.9

资料来源: 世界经济展望、东海证券研究所

表二: IMF 对世界贸易的最新预测

	2007	2008	最新预期		对上次预期的调整	
			2009	2010	2009	2010
全球	7.2	4.1	-2.8	3.2	-4.8	-2.5
进口						
发达国家	4.5	1.5	-3.1	1.9	-3.0	-1.8
新兴国家	14.5	10.4	-2.2	5.8	-7.0	-3.6
出口						

发达国家	5.9	3.1	-3.7	2.1	-5.0	-1.8
新兴国家	9.6	5.6	-0.8	5.4	-5.8	-3.5

资料来源：世界经济展望、东海证券研究所

下调 09 年中国纺织服装出口增速至 -11.78 %。两国的贸易受到很多因素的影响，比如比较优势、需求、汇率和贸易政策等。我们感到对中国的出口增速做预测并非常容易，因为其中涉及的影响因素较多。所以我们只能在一定的假设基础之下给出一个预测。我们的主要假设有：中国占各国的出口比例不变；人民币对美元的汇率相对保持稳定；各国的经济增速参见 IMF 的预测；现行贸易政策。在这些假设条件下我们下调 09 年中国纺织服装出口增速至**-11.78 %**。

表三：09 年中国纺织品服装出口增速的预期调整

	预期	实际值	偏差	上次预期	最新预期	调整幅度
出口市场	2008	2008	2008	2009	2009	2009
全球	7.75	6.77	0.98	-0.23	-11.78	12.01
美国	0.1	-0.97	-1.07	-5.00	-7.5	-2.5
日本	6.5	7.67	-1.17	1.50	-0.5	-2.0
欧盟	32.5	31.84	0.66	13.00	-18.0	-31
香港	-12.5	-11.57	-0.93	-15.00	-17.0	-2

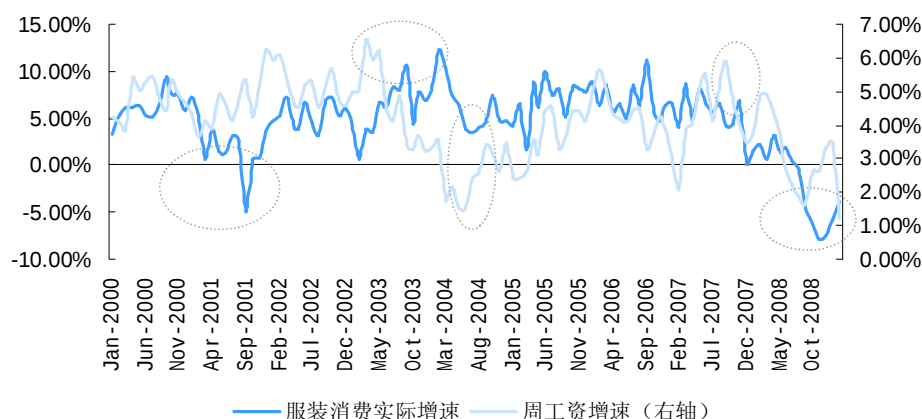
资料来源：东海证券研究所

4、中国出口好转的时间

由于目前中国的纺织服装出口主要受外需因素影响，所以我们关心的另一个问题则是外部经济对中国出口传导的时间为多少，我们以美国研究为例。

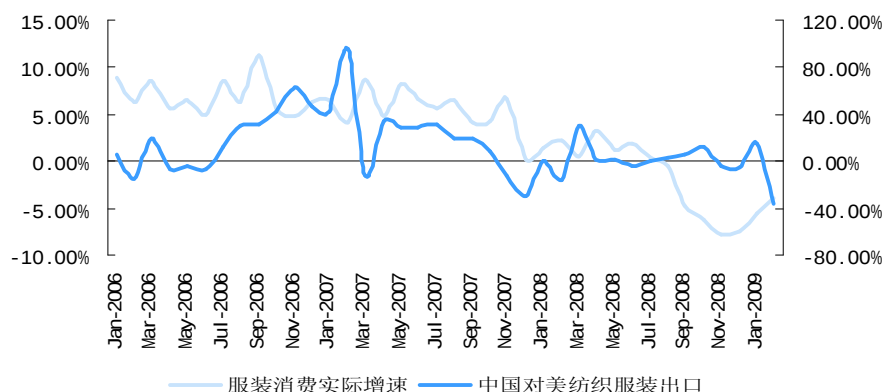
美国收入变动到中国出口变动传导时间在 3-6 个月。收入是影响服装消费的主要因素，在去年的策略报告中，我们也研究了美国收入是消费变动的先行指标。我们以美国人均周工资收入为收入指标，发现收入变动一般领先服装消费增速 **3-6 个月**（见图 19）。而美国国内服装消费与中国对美国纺织品出口增速变动几乎在同步（见图 20），所以我们可以得出美国收入变动传导到中国出口时间大概在 **3-6 个月**。目前美国的收入增速仍呈下降之势，所以我们对未来几个月美国的服装消费以及中国的出口状况并不感到乐观。

图 19. 美国收入领先服装消费约 3-6 个月



资料来源: CEIC、东海证券研究所

图 20. 美国国内服装消费和中国对美出口几乎同步



资料来源: CEIC、东海证券研究所

5、国内纺织品服装消费增速回落

消费增速回落 8.1%。09 年 1-2 月我国社会消费品零售总额增速 **15.2%**，其中限额以上服装鞋帽针织纺织品的零售增速为 **15.9%**，社会消费品和服装纺织品零售的增速分别回落了 **5%**和 **8.1%**（见图 21）。在去年 10 月份我们也预期到了国内服装内销市场随着收入增速的放缓也必将回落的趋势。目前国内的消费者信心指数仍呈下降之势，不过程度较去年四季度有所放缓（见图 22）。

图 21. 服装鞋帽零售 vs 社会消费品零售总额

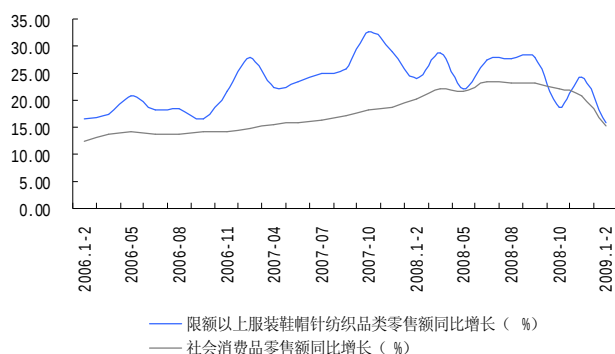
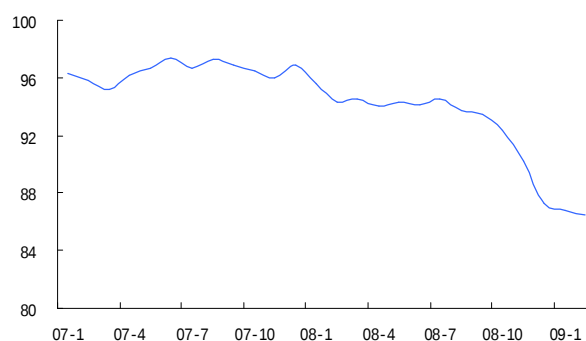


图 22. 消费者信心指数



资料来源：国家统计局、东海证券研究所

我们曾经研究过中国服装消费的影响因素，主要因素为收入（见图 23、24），其次也包括人们对收入的预期，只有人们的收入增速有所改善，或对未来经济前景预期更为乐观时，服装支出的增速才会提升，这是我们对中国服装内销的基本判断。

图 23. 我国城镇家庭人均收入增速和服装支出

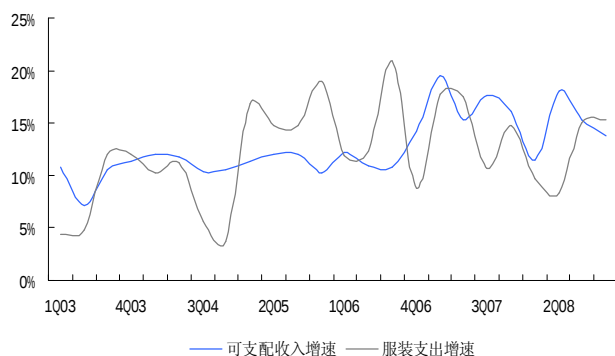
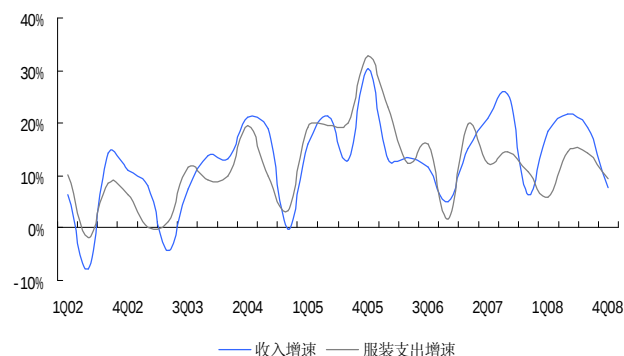


图 24. 我国农村家庭人均现金收入和服装支出



资料来源：国家统计局、东海证券研究所

行业投资策略

1、出口型企业：自上而下，关注择时

对于纺织服装类出口型企业我们采取的投资策略是由上而下，对出口形势拐点判断和投资时机选择较为重要。

我们以 97-99 年为例，由于受到亚洲金融危机的影响，中国的纺织服装出口在 98 年下滑非常明显，出口增速在 98 年 10 月到底，在 99 年 7 月开始出现正增长（见图 23）。我们研究了同一时间段典型的纺织出口类上市公司的市场表现，发现在 98 年 4 月前，这类出口企业的表现是弱于大盘的，而这之后表现就超越大盘，特别是在 98.4-8 月、99.6-9 月表现更为突出。也就是说在出口见底前资本市场出口上市公司的市场表现就开始活跃，98 年是提前了 5 个月。此外，在出口增速由负转正时，出口类上市公司的二级市场表现也会非常抢眼。

图 23. 中国纺织品服装出口曾在 98 年大幅下滑

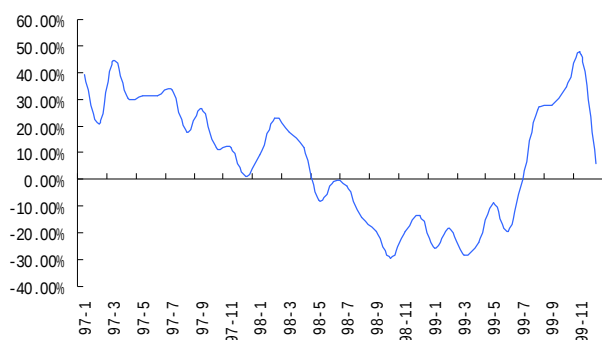
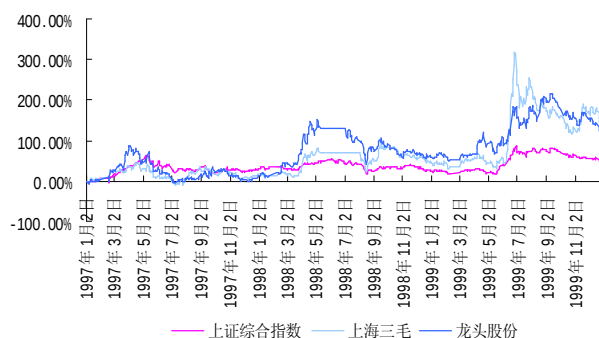


图 24. 典型的纺织出口公司在 98.4 月超越大盘



资料来源：国家统计局、东海证券研究所

根据我们前文以美国为例分析了国外经济变动传导到中国出口变动需 3-6 个月，所以对国外经济趋势的判断可能会成为我们对国内出口类上市公司投资的依据。

2、内销型企业：自下而上，关注个股

对内销型企业特别是品牌服装企业，我们采取自下而上的投资策略，侧重对个股的挖掘，原因在于虽然在消费放缓的情况下内生增长会放缓，但是因为国内品牌服装企业仍在发展阶段渠道外延式的拓展仍然能为公司带来不错的增长。4 月份重点关注股票为报喜鸟。

附注:

分析师简介及跟踪范围:

张先萍: 纺织及轻工行业分析师, 东华大学服装工程学士、复旦大学经济学硕士, 法国 EDHEC 商学院交流学习一年, 两年行业工作经验

重点跟踪公司: 七匹狼, 报喜鸟, 美邦服饰, 鲁泰 A, 雅戈尔, 伟星股份, 晨鸣纸业, 永新股份

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路 989 号中达广场 13 楼

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (86-21) 50586660 转 8967

传真: (86-21) 50585608

邮编: 200122