

[2009.10.16]

内需稳步回升 出口复苏艰难

——前三季度纺织服装行业综合数据分析

李质仙

张威

010-59312812

010-59312817

lizhixian@gtjas.com

zhangwei7452@gtjas.com

本报告导读：

- 本期月报从生产、投资、出口、国内消费、企业经济效益以及采购经理人指数(PMI)六个方面对行业2009年前三季度的运行情况进行了综合分析。

投资要点：

- 纺织及服装制造业作为一个完全竞争的行业，又长期处于供过于求的状态，需求变动是影响行业效益的主要因素，经营状况呈自产业链下游向上游传导的趋势。
- 从前三季度的情况看，行业运行情况较年初明显改善：主要产品产量以及固定资产投资增速均有回升；国内零售额恢复到20%以上的增速；企业经营两级分化的情况也得到了一定程度的缓解。但另一方面，前三季度行业出口并没有太大起色，外需依然低迷；化纤等原材料价格上涨也给下游织造企业造成了很大的经营压力；近期服装产量增速的下降以及对发达国家的出口下滑都值得警惕。
- 国内消费将在未来很长一段时间内成为行业增长的主要推动力。由于天气转冷、节假日众多，四季度历来是服装消费的旺季。我们维持四季度行业策略报告的观点，继续看好品牌服装及家纺类公司。由于前期我们推荐的报喜鸟和七匹狼，近期股价涨幅远超过市场平均涨幅，短期内投资吸引力有所下降，建议投资者在四季度选择更低的价格介入。此外，对新上市的星期六和罗莱家纺，我们认为股价仍存在“新股泡沫”，近期内仍不具备投资价值。
- 维持对纺织及服装制造业的“中性”评级。推荐产能扩张刚刚完成、未来两年复合增长率40%以上的山东如意、和色纺纱行业龙头、未来仍有资产注入预期的华孚色纺。

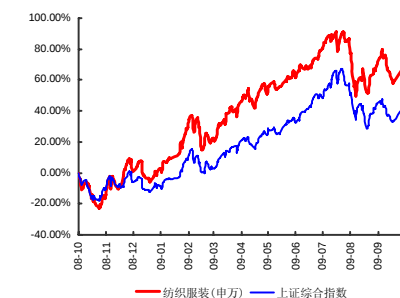
细分行业评级

服装制造业	中性
纺织业	中性
品牌服装及家纺	增持

重点公司评级

报喜鸟	增持
七匹狼	增持
雅戈尔	增持
美邦服饰	增持
伟星股份	增持
华孚色纺	增持
山东如意	增持
众和股份	谨慎增持
浔兴股份	谨慎增持
凤竹纺织	谨慎增持
红豆股份	谨慎增持

纺织服装行业市场表现



相关报告

品牌服装消费趋势及投资机会

(09.09.27)

中国纺织品服装出口展望

(09.08.17)

本报告从生产、投资、出口、国内消费、企业经济效益以及采购经理人指数（PMI）六个方面对行业 2009 年前三季度的运行情况进行了综合分析，此外，还对行业固定资产投资对产出的影响，以及 PMI 细分指数与行业实际运行状况的对应关系进行了研究。

1. 生产与投资

1.1. 行业生产平稳回升

08 年 1-8 月，行业共生产化学纤维 1749 万吨、纱线 1515 万吨、布 358 亿米、服装 152 亿件。其中，化纤、纱线、和服装产量分别同比增长 9.3%、8.4% 和 13.4%；布产量同比下降 2%。

与年初相比，化纤产量反弹最快，8 月单月的同比增速达到 24.01%。纱线与布的产量增速相对比较平稳。服装产量增速自年初以来一直维持在较高水平，但 8 月增速较 7 月出现下降。作为一个完全竞争的行业，又长期处于供过于求的状态，需求变动是影响纺织行业效益的主要因素。若未来下游服装产量增速持续下滑，会对上游产品的产量和价格产生负面影响。

图 1 09 年 1-8 月主要产品产量变动

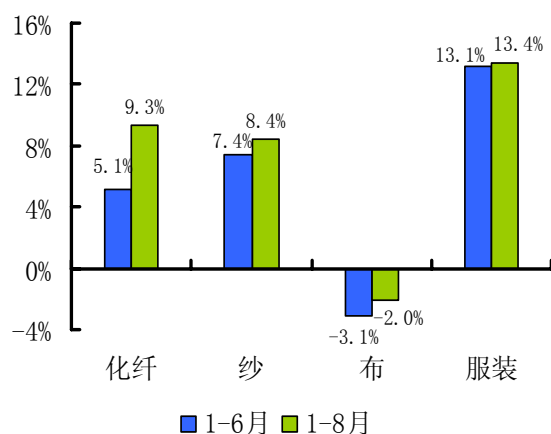
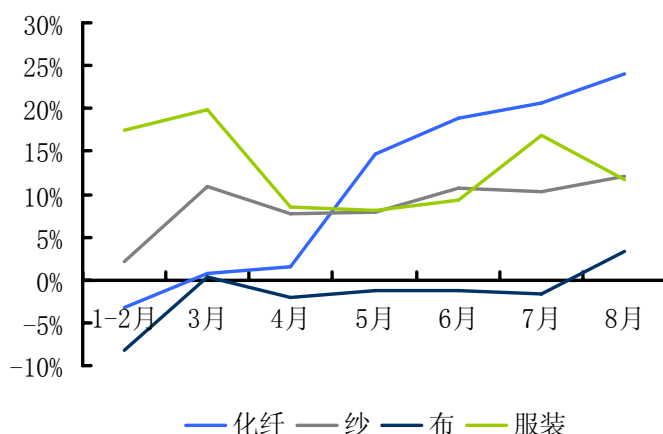


图 2 主要产品产量月同比增速变化

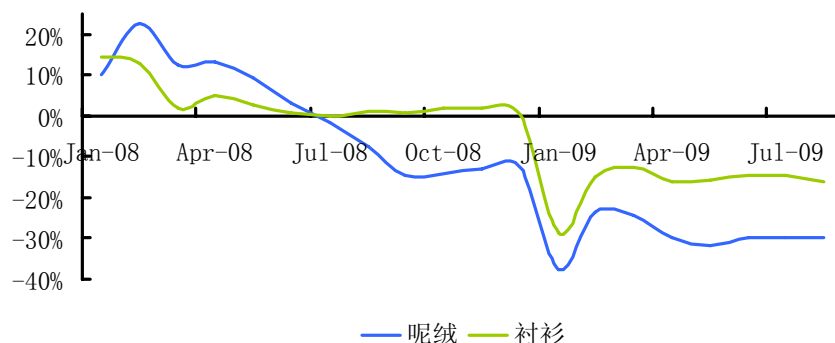


数据来源：CEIC、国泰君安证券

1.2. 不同产品产量增速分化

09 年行业细分产品的产量增速出现分化。1-8 月呢绒产量 3.28 亿米，同比下降 30.01%；衬衫 5.91 亿件，同比下降 16.05%。呢绒和衬衫的产量增速分别低于所属大类产品（布及服装）的产量增速 28 和 29.5 个百分点。呢绒是生产西装的主要面料，呢绒与衬衫产量减少也反映出正装需求的下降。

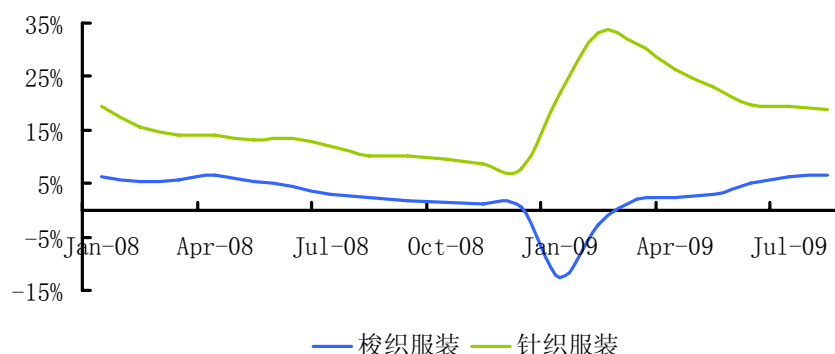
图 3 08-09 年呢绒及衬衫产量同比增速



数据来源：CEIC、国泰君安证券

另一方面，091-8 月针织服装产量同比增长 18.85%，高于梭织服装产量增速 12 个百分点，年初两类服装产品的产量增速差一度达到 30 个百分点以上。一般认为，梭织服装代表着高端和正式，针织服装则代表低档化和休闲化。两者产量增速的变化，也反映出金融危机后服装消费水平的下降以及消费休闲化的趋势。

图 4 08-09 年梭织服装及针织服装同比增速

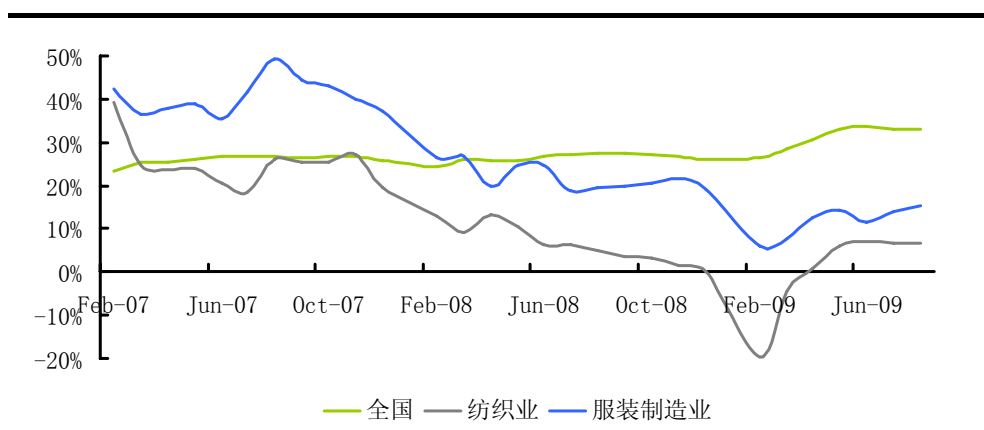


数据来源：CEIC、国泰君安证券

1.3. 固定资产投资增速反弹

1-8 月，纺织业累计固定资产投资同比增长 6.74%，服装制造业 15.22%，较年初低谷时分别提高了 26.5 和 9.23 个百分点，行业投资呈现复苏迹象，但与全国的平均投资水平差距较大。同期全国累计固定资产投资增速 33.05%，高于纺织业 26.31 个百分点，服装制造业 17.83 个百分点。自 08 年开始，纺织两个子行业的固定资产投资持续低于全国平均水平，也预示着未来行业在国民经济中的地位会进一步下降。

图 5 行业累计固定资产投资增速变化



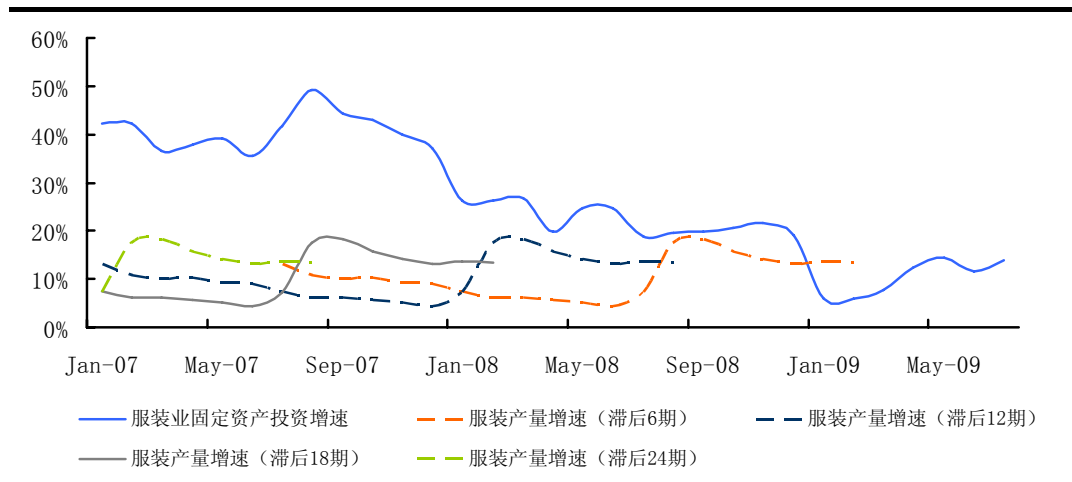
数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

1.4. 行业固定资产投资转化为产出大致需要 18 个月

我们以服装制造业为例，分析了行业固定资产投资与产出的关系。研究发现，固定资产投资增速曲线与滞后 18 个月的服装产量增速曲线相似程度最高。可以认为，行业固定资产投资完全转化为产出大致需要一年半的时间，这与企业实际经营情况接近。

从图 6 中可以看到，09 年初行业固定资产投资出现了大幅的下降。根据前面的结论，2010 年下半年时行业产量增速会下滑。若届时全球经济复苏态势良好，需求增加，供求关系的变化会带来产品价格的上涨，企业效益也会有所提升。

图 6 服装制造业固定资产投资与不同滞后期数的服装产量关系



数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

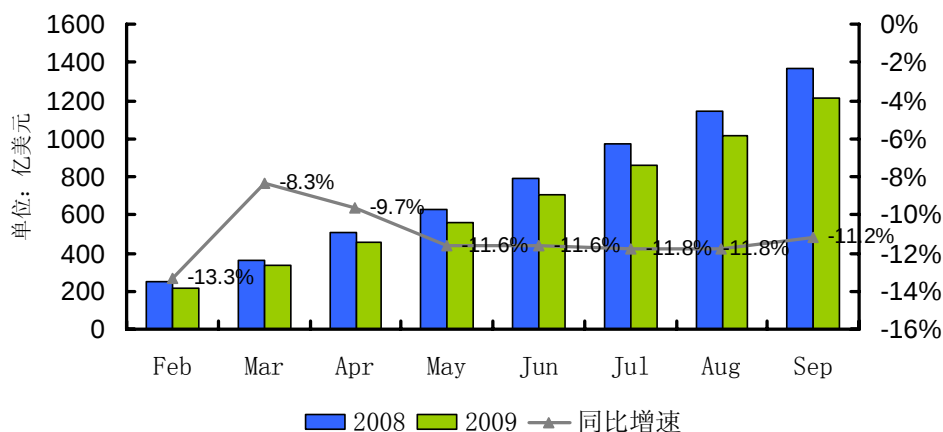
2. 出口

2.1. 1-9 月行业出口同比下降 11.17%

09 年前三季度，行业累计实现出口额 1216.43 亿美元，同比下降 11.17%；增速较 1-8 月回升 0.64 个百分点。其中纺织品出口 431.03 亿美元，同比下降 13.7%；服装出口 785.4 亿美元，同比下降 10.2%。

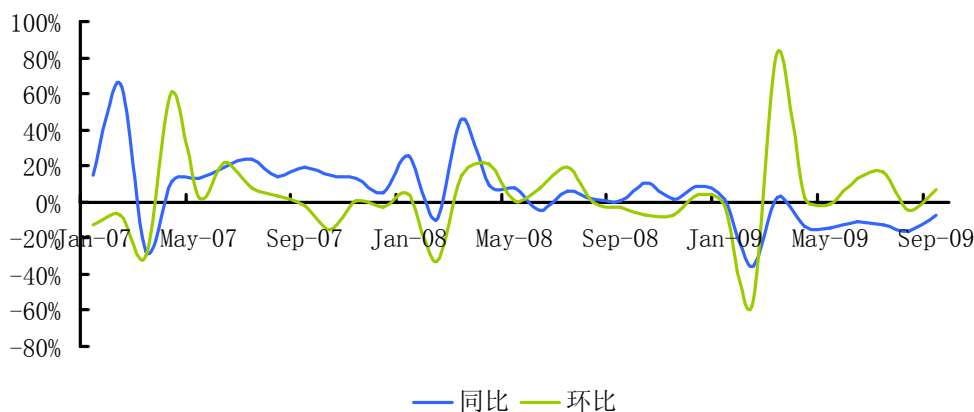
9月单月，行业完成出口额167.51亿美元，同比下降6.94%，环比上升6.72%。其中纺织品出口56.7亿美元，同比下降4.63%；服装出口110.81亿美元，同比下降8.08%。基数较低（08年9月行业出口同比仅增长0.53%）以及工作日增加（08年国庆假期自9月28日起）是出口增速回升的重要原因。我们预计由于上年基数原因，09年后几个月的出口同比增速仍将提升，但三季度出口旺季已过，未来环比增速会逐步下降。

图7 09年1-9月行业累计出口量及同比增速变化



数据来源：第一纺织网、国泰君安证券

图8 纺织品服装月度出口同比及环比变化

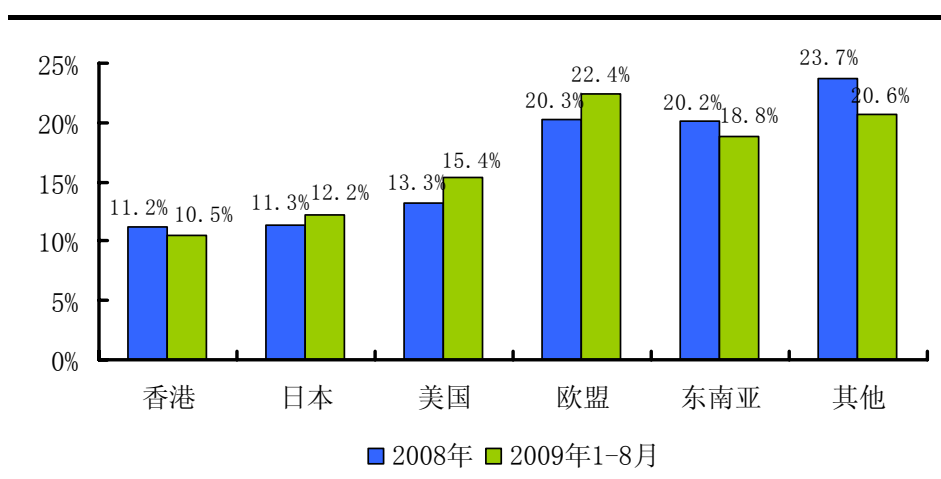


数据来源：第一纺织网、国泰君安证券

2.2. 近期对发达国家出口下滑明显

09年中国纺织品服装出口结构中对发达国家的出口占比进一步提高。对美国、欧盟、和日本的出口占出口总额比重为15.4%，22.4%和12.2%；较08年分别提升了2.1、2.1和0.9个百分点。对东南亚和其他国家的出口占比则分别下降1.4和3.1个百分点。

图 9 中国纺织品服装出口地区分布



数据来源：第一纺织网、国泰君安证券

但 8 月中国对发达国家的出口出现了明显下降。1-8 月中国对美国的出口同比增长 0.42%，较 1-7 月下降 1.52 个百分点；对欧盟和日本的出口增速也较前 7 月分别下降了 1.13 和 0.98 个百分点。美欧日合计占中国出口总额的 50% 以上，对这些国家和地区的出口下降值得警惕。

表 1: 中国对各地区累计出口增速变化

	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月
香港	-25.10%	-22.51%	-21.22%	-21.82%	-20.40%	-20.60%	-20.74%
美国	-8.39%	-2.20%	-0.60%	0.39%	1.23%	1.94%	0.42%
欧盟	-12.76%	-7.71%	-8.81%	-7.92%	-6.57%	-6.29%	-7.40%
日本	0.50%	6.98%	4.36%	2.42%	1.93%	1.48%	0.50%
东南亚	-10.87%	-1.74%	-5.01%	-7.92%	-10.57%	-12.27%	-12.90%
拉丁美洲	-24.53%	-18.68%	-19.01%	-20.91%	-23.05%	-23.02%	-24.24%
非洲	-19.66%	-8.87%	-7.59%	-7.97%	-6.62%	-6.06%	-6.59%
大洋洲	-17.56%	-7.60%	-8.94%	-9.04%	-9.80%	-8.30%	-8.79%

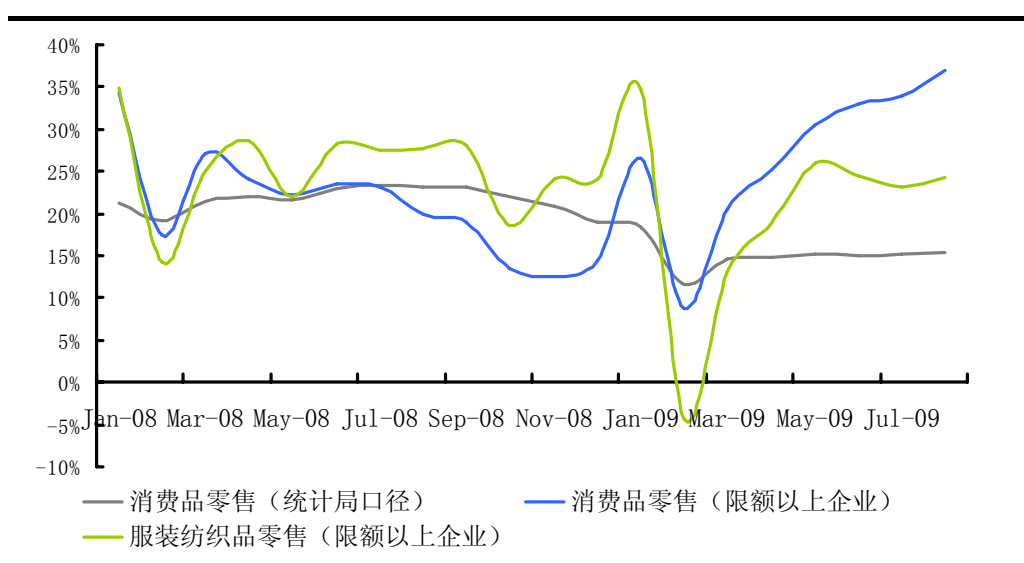
数据来源：第一纺织网、国泰君安证券

3. 国内零售

3.1. 国内服装纺织品消费同比增长 20% 以上

国内服装消费的复苏情况明显好于出口。09 年 8 月，限额以上企业服装纺织品实现零售额 324.3 亿元，同比增长 24.21%，增速较年初提高了近 20 个百分点，已与以往正常年份基本持平。自 5 月开始，服装零售额同比增速连续 4 个月保持在 20% 以上。

图 10 国内服装纺织品零售额月同比增速变化



数据来源：国家统计局、CEIC、国泰君安证券

3.2. 服装零售额增速快于一般消费品

09 年 8 月，统计局公布的社会消费品零售总额同比增长 15.37%，我们测算的限额以上企业零售额同比增长 37%，各消费品子类中，服装的零售额增速快于食品、家用电器和通讯器材；与化妆品、日用品持平；落后于家具和汽车等耐用消费品。这也反映出国内目前的消费升级趋势。

表 2：不同类型消费品 09 年月零售额同比增速变动

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月
食品	44.34%	-7.83%	11.82%	14.84%	20.65%	15.37%	18.46%	19.61%
服装	34.76%	-4.29%	13.02%	19.05%	25.99%	24.39%	23.09%	24.21%
化妆品	29.96%	3.77%	25.21%	22.75%	26.45%	21.57%	25.06%	31.26%
金银珠宝	33.91%	5.26%	11.84%	20.56%	40.40%	22.29%	27.41%	25.79%
日用品	35.02%	8.76%	20.27%	21.99%	26.90%	31.01%	26.78%	28.48%
家用电器	16.38%	-9.09%	5.64%	7.18%	14.88%	14.78%	14.21%	16.42%
家具	15.09%	43.72%	23.11%	38.22%	52.67%	47.72%	61.50%	56.47%
通讯器材	0.54%	-14.99%	3.44%	-4.00%	0.19%	-0.59%	7.46%	8.93%
汽车	17.73%	36.18%	36.84%	45.63%	52.71%	62.09%	65.39%	69.87%

数据来源：CEIC、国泰君安证券

4. 企业经济效益

4.1. 服装制造业效益平稳增长，纺织业明显改善

前三季度纺织业经济效益改善明显。09 年 1-8 月，规模以上企业销售收入同比增长 7.43%，增速较 1-5 月回升 2.27 个百分点。利润总额同比增长 5.19%，扣除亏损企业后的利润总额同比增长 5.84%，分别较前 5 月回升 8.32 和 6.21 个百分点。亏损企业数量同比增长 7.55%，增速同比下降 10.84 个百分点。

服装制造业企业效益变动趋势与纺织业相同，但波动较小。09 年 1-8 月收入同比增长 12.81%，利润总额同比增长 18.40%，较前 5 月分别提高 2.25 和 1.48 个百分点。亏损企业数量以及亏损金额增速也均有下降。

表 3: 行业经济效益变化

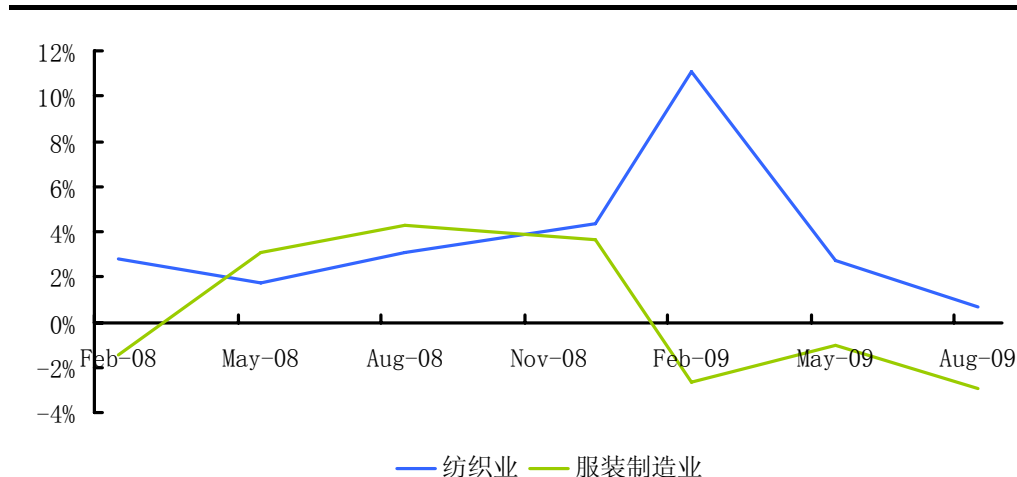
	纺织业							服装制造业						
	2008 1-2 月	2008 1-5 月	2008 1-8 月	2008 全年	2009 1-2 月	2009 1-5 月	2009 1-8 月	2008 1-2 月	2008 1-5 月	2008 1-8 月	2008 全年	2009 1-2 月	2009 1-5 月	2009 1-8 月
销售收入同比增速	17.08	17.98	16.31	14.75	3.36	5.16	7.43	19.53	19.02	17.47	16.79	9.40	10.56	12.81
利润总额同比增速	17.14	15.05	12.69	9.28	-11.79	-3.13	5.19	18.16	13.49	9.52	12.25	18.85	16.92	18.40
利润总额同比增速 (扣除亏损企业)	19.93	16.80	15.80	13.65	-0.68	-0.37	5.84	16.71	16.55	13.81	15.88	16.16	15.89	15.47
企业数量同比增速	8.65	8.41	7.96	6.45	9.47	10.32	10.23	9.45	9.33	8.45	6.92	13.42	16.83	16.58
亏损企业同比增速	11.68	13.44	18.44	27.76	14.82	14.86	7.55	17.57	19.79	22.26	24.60	10.77	15.08	10.73
亏损企业亏损金额 同比增速	11.68	25.72	38.23	52.04	24.88	9.00	-2.64	12.85	13.13	14.59	15.03	7.37	7.51	8.36

数据来源: WIND 资讯、国泰君安证券

4.2. 行业两级分化情况缓解

纺织行业中小企业众多，不同企业的经营状况分化明显。根据纺织工业协会统计，08 年行业 99% 的利润由前 1/3 的企业贡献，2/3 的企业处于微利或亏损的状态。金融危机的冲击使得行业两级分化程度在 09 年初达到峰值。但随着政府各类扶持政策陆续出台，以及下游需求逐步复苏，亏损企业的经营业绩开始恢复。二季度开始，扣除亏损企业的行业利润增速与全部企业利润增速的差值持续收窄，表明两级分化的情况有所缓解。这对于增加就业是有利的，但低端产能复产，会对产品价格和行业利润造成不利的影响，也会延缓产业升级的速度。

图 11 扣除亏损企业的利润增速与全部企业利润增速差额变化



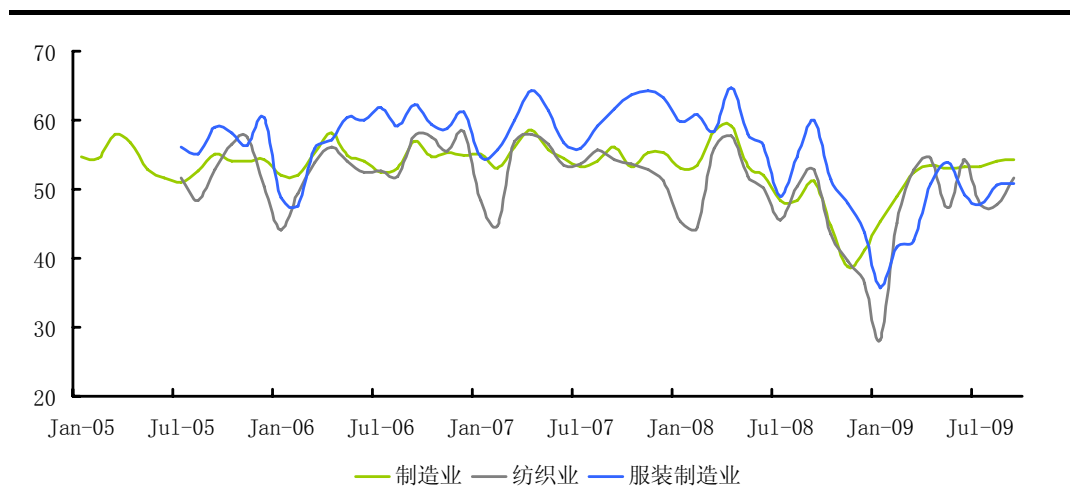
数据来源: 国泰君安证券

5. PMI 与行业景气度

5.1. 行业 PMI 值在景气平衡点附近震荡

09 年 9 月，纺织业 PMI 51.6，服装制造业 50.8，均略高于景气平衡点，但低于制造业的整体 PMI 水平（54.3）。3 月份以来，纺织业和服装制造业的 PMI 值一直围绕着景气平衡点上下震荡。

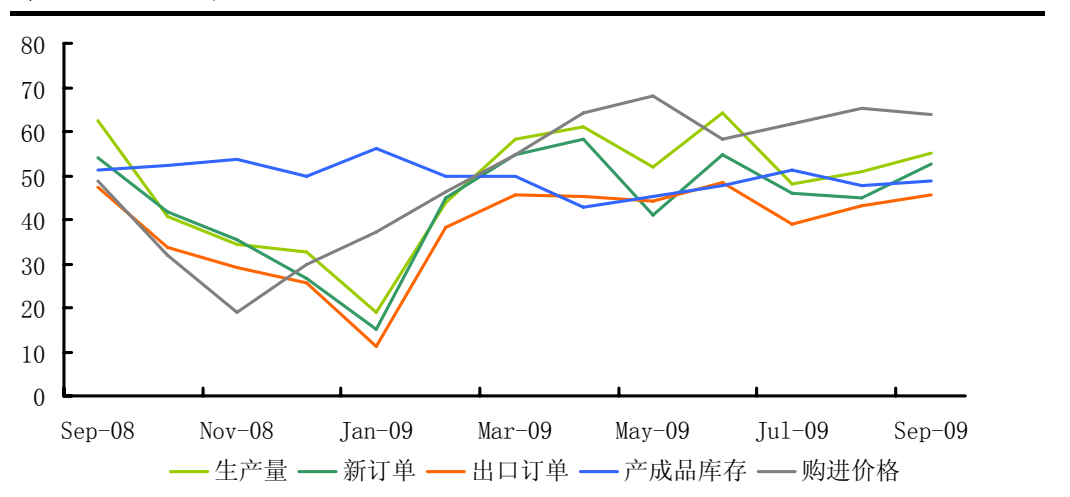
图 12 纺织业及服装制造业 PMI 变化



数据来源：CEIC、国泰君安证券

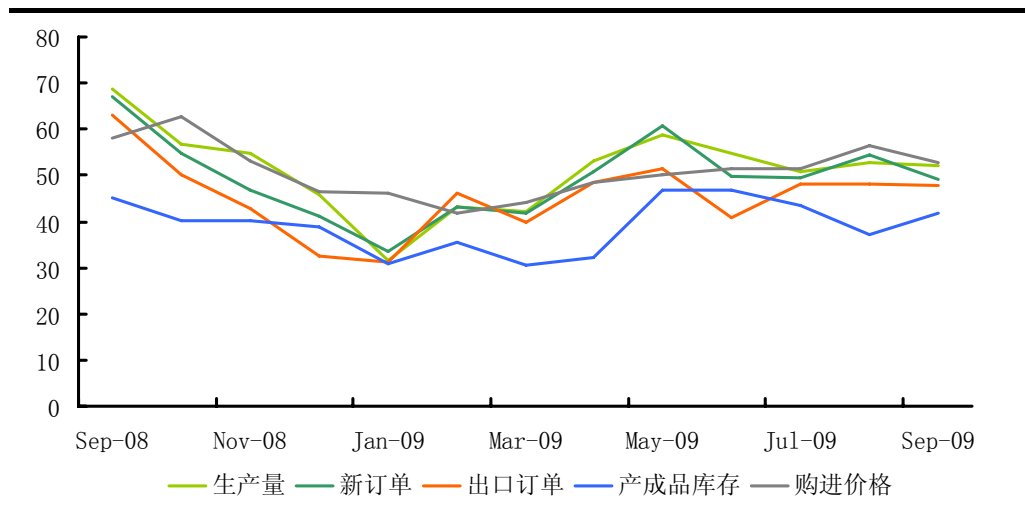
从细分的 PMI 指数看，新订单指数高于出口订单指数，反映出纺织品服装的国内销售好于出口。另一方面，纺织品的购进价格指数处于高位，而下游服装制造业的购进价格指数并未同步增长，说明纺织业的利润空间受压。此外，通过产成品库存指数可以看出，纺织业的库存压力相对服装制造业要大一些。

图 12 纺织业细分 PMI 变化



数据来源：CEIC、国泰君安证券

图 13 服装制造业细分 PMI 变化

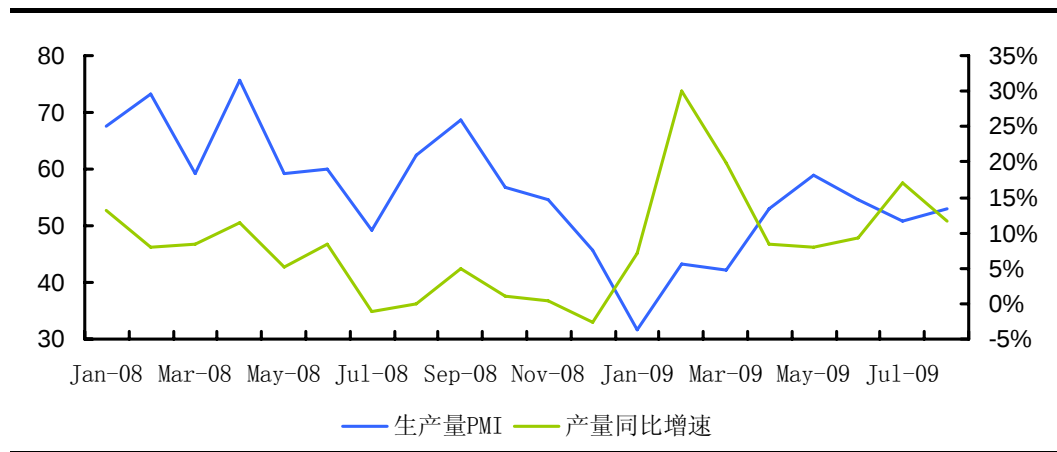


数据来源：CEIC、国泰君安证券

5.2. PMI 与行业实际运行状况的对应关系

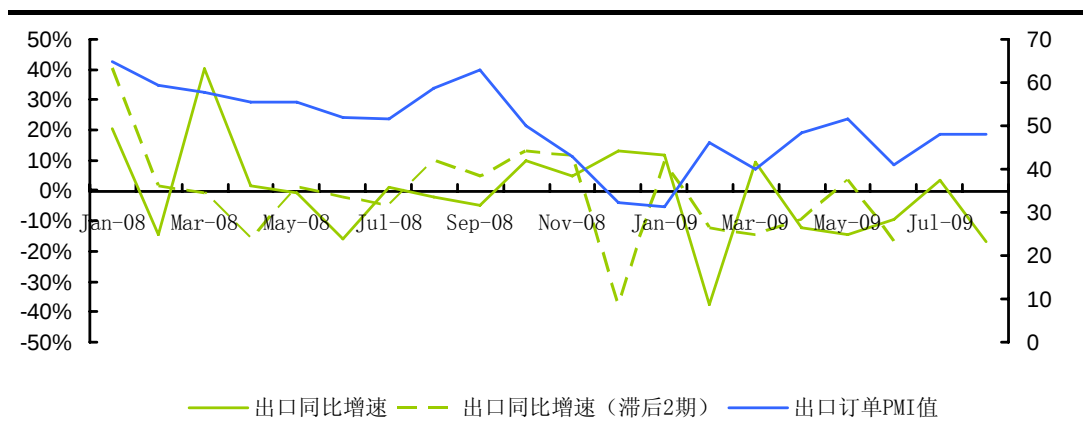
我们以服装制造业为例分析了 PMI 与行业实际运行状况的对应关系。从图 14、图 15 中可以看出，服装制造业的生产量 PMI 与服装产量增速变动趋势基本一致，出口订单 PMI 与滞后两个月的服装出口量增速对应较好。由于 PMI 指数每月公布时间早于其他行业运行指标，因此对于预测行业实际运行状况具有较高的参考价值。

图 14 服装制造业生产量 PMI&真实产量变动



数据来源：CEIC、国泰君安证券

图 15 服装出口订单 PMI&服装出口变动



数据来源：CEIC、第一纺织网、国泰君安证券

6. 投资建议

我们认为，纺织及服装制造业作为一个完全竞争的行业，又长期处于供过于求的状态，需求变动是影响行业效益的主要因素，经营状况呈自产业链下游向上游传导的趋势。从前三季度的情况看，行业运行情况较年初明显改善：主要产品产量以及固定资产投资增速均有回升；国内零售额恢复到 20%以上的增速；企业经营两级分化的情况也得到了一定程度的缓解。但另一方面，前三季度行业出口并没有明显起色，外需依然低迷；化纤等原材料价格上涨也给下游织造企业造成了很大的经营压力；近期服装产量增速的下降以及对发达国家的出口下滑都值得警惕。

国内消费将在未来很长一段时间内成为行业增长的主要推动力。由于天气转冷、节假日众多，四季度历来是服装消费的旺季。我们维持四季度行业策略报告的观点，继续看好品牌服装及家纺类公司。由于前期我们推荐的报喜鸟和七匹狼，近期股价涨幅远超过市场平均涨幅，短期内投资吸引力有所下降，建议投资者在四季度选择更低的价格介入。此外，对新上市的星期六和罗莱家纺，我们认为股价仍存在“新股泡沫”，近期内仍不具备投资价值。

维持对纺织及服装制造业的“中性”评级。推荐产能扩张刚刚完成、未来两年复合增长率 40%以上的山东如意、和色纺纱行业龙头、未来仍有资产注入预期的华孚色纺。题材类公司推荐因土地搬迁受益，并存在重组可能的常山股份。

表 4：重点公司盈利预测与评级

股票代码	股票简称	10/16 日 价格	PB	EPS			PE			投资 建议
				2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
002154	报喜鸟	16.81	4.76	0.49	0.69	0.89	34.31	24.36	18.89	增持
002029	七匹狼	18.86	4.22	0.54	0.66	0.76	34.93	28.58	24.82	增持
600177	雅戈尔	13.45	2.83	0.71	0.88	0.64	18.94	15.28	21.02	增持
002269	美邦服饰	22.54	8.26	0.59	0.63	0.85	38.20	35.78	26.52	增持
002003	伟星股份	18.20	4.73	0.78	0.85	0.93	23.33	21.41	19.57	增持
002042	华孚色纺	15.06	2.99	0.02	0.71	0.86	753.00	21.21	17.51	增持
002193	山东如意	9.61	2.55	0.29	0.35	0.55	33.14	27.46	17.47	增持
002070	众和股份	6.86	2.92	0.15	0.30	0.41	45.73	22.87	16.73	谨慎增持
002098	浔兴股份	8.38	2.44	0.14	0.15	0.25	59.86	55.87	33.52	谨慎增持
600493	凤竹纺织	6.38	2.01	0.03	0.15	0.17	212.67	42.53	37.53	谨慎增持
600400	红豆股份	5.54	1.89	0.10	0.11	0.15	55.40	50.36	36.93	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券

注：表中雅戈尔业绩预测未包括证券投资收益

作者简介:

李质仙: 中国人民大学研究生院金融学专业。经济师。国泰君安证券研究所首席研究员。兼中国家用纺织品行业协会、中国纺织企业家联合会、中国纺织规划研究会常务理事；中纺投资、申达股份、孚日股份、美欣达、鲁泰独立董事。2003—2008 获《新财富》组织评选的纺织行业“最佳分析师”。1984 年起任大型纺织企业营销负责人，1989 年起任纺织工业部干部、副处长，1998 年起就职于国泰君安证券公司。

张威: 清华大学工学学士，中央财经大学经济学硕士，国泰君安证券研究所纺织服装行业研究员，08 年新财富纺织服装行业最佳分析师第三名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com