

纺织服装行业

纺织产业振兴规划上报——

或已到产业升级的时间点？

2009 年 1 月 20 日

行业研究

主要观点

- 最近在中央制订的产业振兴规划里,纺织行业已经被列入到我国第五大支柱产业,排在钢铁、汽车、船舶和石化之后。由国家发改委、工信部、中国纺织工业协会共同起草完成的《纺织工业振兴三年规划》(2009 年~2011 年)(以下简称《规划》)已经提交给国务院审批,由此可见国家对纺织经济发展的高度重视。
- 建议稿中拟定了振兴规划的五大方向:一是加快结构调整,促进协调发展;二是增强自主创新能力,促进创新成果产业化;三是加大技术改造力度,加强行业技术水平;四是促进节能减排,形成循环经济;五是加强自主品牌培育和营销渠道建设。对于这五大方向,中央财政将要拿出较大的资金额度,以贴息贷款等形式,划定重点投向优势企业,这将会为业内优势企业带来更多资金扶持,使公司在品牌、营销、管理等建设上更进一步
- 我们认为,此次国家出台的纺织行业振兴规划并不仅仅是应对金融危机的短期措施,整个纺织行业确实到了产业升级的时间点。此次国家出台的纺织行业振兴规划会在内需和外需市场的竞争力、纺织服装行业的品牌竞争力、市场占有率方面有相应的预期,同时《规划》也会配合国家扩大内需的政策,更多地目光瞄向国内市场。在纺织服装这个成熟的、近似于完全竞争的行业,我们建议应重点关注符合“规划”的优势企业,尤其是在行业内产业链完整的品牌上市公司,如瑞贝卡、美邦服饰、雅戈尔、报喜鸟。

名称	20 日收盘价
雅戈尔	8.35
报喜鸟	12.94
七匹狼	10.82
开开实业	6.94
瑞贝卡	9.21
美尔雅	9.75
杉杉股份	8.15
美邦服饰	27.05

名称	20 日收盘价
达芙妮国际	1.32
宝姿	7.70
特步国际	1.65
李宁	11.32
波司登	0.70
安踏体育	3.65
百丽国际	3.04
思捷环球	40.00

执笔人

王梁

wangliang@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyfz@i618.com.cn

地址:太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话:0351-8686990

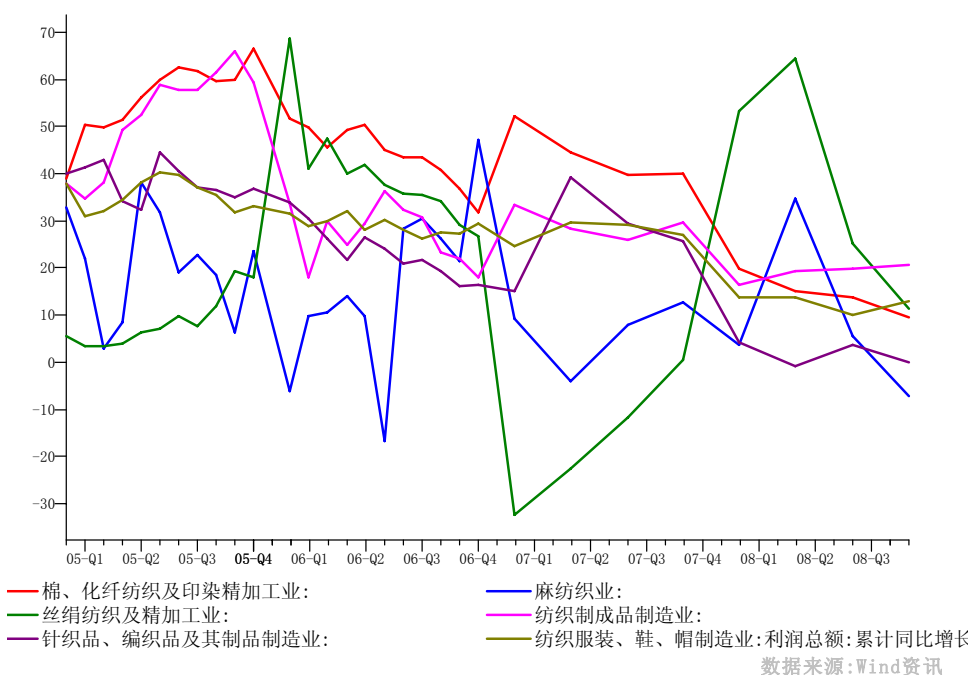
山西证券有限责任公司

<http://www.i618.com.cn>

一、众多公司处于产业链低端《规划》将促产业升级

进入 08 年下半年，人民币对美元汇率的逐步稳定，原材料成本的快速下跌，出口退税率连续三次上调，银行信贷逐步放松，行业的内外环境正在逐步改善，按照行业历次周期的轨迹判断，景气周期的恢复似乎指日可待。然而，企业盈利的加剧恶化，投资和出口增速依然快速下滑，初级纺织品的利润跌幅明显高于产成品，似乎纺织行业不仅仅面对的是行业周期不景气的状况。

图 1 利润总额累计同比增长



资料来源：山西证券 WIND

可以看出，在此轮金融危机爆发，全球尤其是欧美需求大幅放缓的情况下，服装子行业不管是从出口总额还是利润总额来看，表现都明显好于纺织子行业。

我们认为，在人民币升值与劳动力成本上升共同作用下的行业比较成本优势的逐步丧失，在全球性金融危机笼罩下的消费需求的放缓，我国纺织服装行业中依赖比较成本优势，集中在产业链低端的众多低附加值的企业将被淘汰，这迫使我国的纺织服装企业需要走上技术管理与升级与品牌创造之路，在《规划》即将出台的情况下，最终在企业倒闭与整合过程中行业将会完成产业升级，在技术、管理、品牌、营销、渠道等软实力上具有核心竞争力的企业将最终胜出。

图 2 服装类销售累计同比

项目	单位	08年1-10月		07年1-10月	
			累计同比 (%)		累计同比 (%)
服装类	千元	82988682	19.47%	68755386	23.42
各种服装	百件	3293164	9.94%	2971716	12.68
男西装	百件	77072	6.88%	70848	14.85
男衬衫	百件	92324	-3.96%	95320	11.06
T恤衫	百件	134530	-7.33%	142121	10.53
女装	百件	957267	12.47%	859849	13.18
童装	百件	256596	10.19%	234059	17.14
牛仔服	百件	39266	6.98%	35788	5.5
夹克衫	百件	50472	-4.92%	51371	9.77
防寒服	百件	87700	-2.84%	93092	6.71
皮革服装	百件	6319	-11.69%	6158	41.65
西裤	百条	101914	-3.82%	103538	-1.68
针织内衣裤	百件	492770	-5.74%	485563	7.09
羊绒及羊毛衫	百件	171630	-0.93%	180032	5.7

资料来源：山西证券 第一纺织网

二、《规划》将会扶持品牌公司，增长潜力巨大

2008年，纺织服装行业跌幅和沪深300指数基本一致，可谓半斤八两。前者全年跌幅69.05%，后者跌幅为66.25%。再看看纺织服装个股，我们统计了A股和H股52周的涨跌幅，发现行业内服装品牌公司的估值均大多数均高于一般纺织公司。

图 3 A 股纺织行业部分股票走势

名称	52 周最高价	52 周最低价	名称	52 周最高价	52 周最低价
雅戈尔	26.39	6.6	华孚色纺	12.27	2.92
报喜鸟	41.3	10.56	龙头股份	17.48	3.42
七匹狼	31.5	8.52	中银绒业	15.58	2.64
开开实业	14.47	4.65	宜科科技	21	3.87
瑞贝卡	52.88	6.53	常山股份	13.59	2.32
美尔雅	24.1	6	孚日股份	17.23	2.7
红豆股份	11.96	2.64	凤竹纺织	10.32	2.62
杉杉股份	19.88	3.91	鲁泰 A	16.77	5.55
美邦服饰	30.60	21.58	上海三毛	14.7	4.6

资料来源：山西证券 WIND

图 4 H 股服装行业部分股票走势

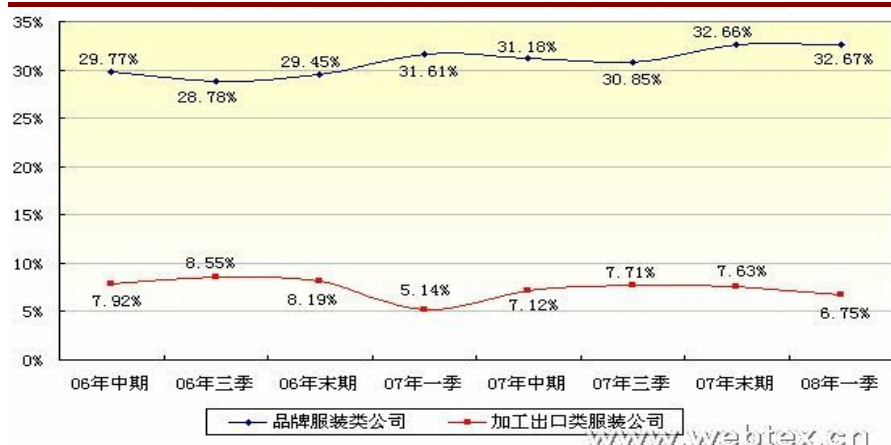
名称	52 周最高价	52 周最低价
达芙妮国际	6.2	1.11
宝姿	28	5.95
特步国际	3.92	0.9
李宁	26	8.79
波司登	2.39	0.62
安踏体育	10.2	2.16
百丽国际	10.78	2.50
思捷环球	109.00	28.50

资料来源：山西证券 WIND

我们认为，在目前纺织服装行业这个激烈的竞争市场上，只有产品的差别化才能使公司获得超额收益，而产品的品牌、渠道和功能是实现差别化的核心，在目前多以初级纺织产品为主的上市公司中，几家同时拥有品牌、渠道和功能的公司，在受到即将到来的《规划》扶持后，其主营业务收益增长潜力非常大。

通过商场销售累计同比我们可以看出，虽然面临金融危机的洗礼，男装正装、女装和童装的销售累计同比依旧维持较高的正增长，表明这类产品的弹性系数较小，防御性较强，建议可重点关注此类产品的品牌上市公司。

图 5 各类服装公司平均销售毛利率对比



资料来源：山西证券 第一纺织网

三、关注众多上市公司中鲜有的产业链完整的企业

目前，我国纺织服装业已类似于完全竞争行业，行业内中小公司较多，很少有公司拥有其子行业的定价权，而且上市公司中大多数是纺织公司和服装公司分开的。由此我们认为，我国纺织服装业的不景气在一定情况下是由于其产业链的割裂而产生的。在原料—设计—加工—品牌服饰（产成品）中，我国大部分上市公司往往只拥有其中一个到两个节点，而一般拥有设计和品牌这两个

节点的品牌类服装公司的平均销售毛利率要高出加工出口类服装公司的4倍多。

由于纺织行业已属于一个较为成熟的行业，原料的创新和话语权只是一个企业的初级核心，由于其替代品较多，可再生性较强，弹性系数也较大，单一的原料生产企业无法在经济危机面前继续良好的生存下去，而单一的加工企业替代效应更大，同时也缺乏核心资源。由此我们认为，产业链的完整对一个深处成熟行业中的公司的重要性，尤其是处在产业链高端的品牌节点。我们应该把握这次《规划》的五大方向，重点关注已符合或部分符合规划方向的拥有自主创新能力、节能、有-品附加值，增强国内服装企业品牌概念的产业升级上来。在上市公司中，我们依旧看好拥有或部分拥有核心原料控制、技术、管理、品牌、营销、渠道等软实力的企业，如瑞贝卡、美邦服饰、雅戈尔、报喜鸟。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券有限责任公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。