



中国：纺织服装

纺织业振兴计划出台：总体力度低于市场预期，可获利了结或集中投资于龙头公司

中金公司研究部

分析员：郭海燕 guohy@cicc.com.cn

联系人：黄 芳 huangf@cicc.com.cn

电话：(8610) 65051166

.....2009 年 2 月 5 日

要点：

今日国务院原则通过了纺织工业调整振兴规划，共包括：统筹国际国内两个市场、加强技术改造和自主品牌建设、加快淘汰落后产能、优化区域布局、加大财税金融支持五个方面（参见附录）。

与我们春节前的论断一致，此次纺织工业振兴计划的实质性政策和财政支持额度明显弱于医药、汽车、钢铁等其它行业的振兴计划。其总体支持力度也低于市场此前的一些预期，体现在：出口退税仅上调一个百分点，没有具体的投资额度，也没有提及贴息贷款等形式的低成本信贷支持、对下游品牌服装企业几乎没有鼓励政策。

我们的投资建议是：该计划立足长远，强调技术升级、结构调整和行业整合，难以在短期内为企业带来盈利能力的明显改善，可获利了结或集中投资于有望中长期受益的行业龙头公司。

评论：

该振兴计划中较为实质性的支持政策和我们的评价是：

- 1) 纺织品服装出口退税率由 14%提高至 15%，对基本面较好但暂时出现经营和财务困难的企业给予信贷支持。
——出口退税只上调了 1%，未能超出市场预期！1 个百分点的出口退税上调对企业业绩的静态拉动在 2% 左右，但在目前经济形势下，企业很有可能依托由此带来的成本下降而降低出口价格。如果是这样，真正拿到政府补贴的却是国外进口商。
- 2) 在新增中央投资中设立专项，重点支持纺纱织造、印染、化纤等行业技术进步，推进高新技术纤维产业化，提高纺织装备自主化水平，培育具有国际影响力的自主知名品牌。
- 3) 加快淘汰落后产能。制定和完善准入条件，淘汰能耗高、污染重等落后生产工艺和设备。对优势骨干企业兼并重组困难企业给予优惠支持。
——可关注涉足上游纺织行业的龙头公司，因为这些公司才具备技术创新和行业整合的实力。国家此次对纺织行业的振兴计划意在长远，结构调整和技术升级将推动强者越强的趋势。

我们认为，纺织行业受鼓励的力度和最终效果难以与汽车、钢铁、医药行业相当的主要原因是：

- 1) 纺织业下游为国内消费市场和出口市场，很难像汽车、钢铁、医药一样较为直接受到投资或补贴的拉动。现在整个行业面临外需和内需的萎缩，振兴政策短期之内难以创造需求。
- 2) 我国纺织工业和制衣业长期存在产能过剩、产品结构偏低端的问题，即便是在经济好的时候也难以获得快速增长，要改善这一局面需要较长的时间，从根本上改善这一局面是此次振兴计划的出发点，长期内才能够看到效果。

我们给出的投资建议是：

- 1) 纺织业振兴计划的鼓励力度不及其它行业，难以在短期内带来企业盈利能力的明显反转，受此影响纺织板块将会出现获利回吐或个股走势的分化。



- 2) 投资者可获利了结, 或集中投资于有望中长期受益的行业龙头公司, 如: 棉纺类的鲁泰、魏桥、雅戈尔、孚日, 印染类的众和等)。当然, 投资者还是应当适当注重出口和内销市场不景气给这些公司业绩表现带来的巨大压力, 我们预测鲁泰、魏桥、雅戈尔、孚日、众和 2009 年的业绩增速为: -2.9%、-1.5%、9.7%、-10.5%、5.8% (参见表 2)。
- 3) 在估值方面, 可以市净率作为估值参考指标。2008 年, 纺织行业出现了大面积的净利润同比下降情况, 部分公司会亏损, 市盈率已不适合作为定价标准。历史来看, 该板块的最低市净率水平为 1 倍左右, 加之该鼓励政策可能带来的估值提升, 我们认为市净率低于 1.5 倍的公司相对较为安全, 参见下表 1 中加深的部分。不过, 其中很多公司市值较低, 流动性风险值得关注。**行业龙头公司中:** 鲁泰的 PB 已达到 3.1x、孚日 1.9x、众和 2.0x, 雅戈尔 1.6x 和魏桥 0.2x。当然, 魏桥的业绩表现也是四家公司中最差的, 且前期已随大市有了一定的反弹, 行业层面利好出尽后股价表现可能会有所反复。

表 1: 纺织业公司市净率

公司	2007年底净资产 (百万元) (1)	2008年前三季度或上半年净资产 (百万元) (2)	市值(百万元)	P/B [采用 (1) 或 (2) 中的低值作为 2008 年净资产估计]
雅戈尔(600177.CH)	16,573	12,978	20173	1.6
江苏阳光(600220.SH)	2,883	3,063	8578	3.0
鲁泰A(000726.SZ)	2,505	2,769	7700	3.1
东方市场(000301.SZ)	2,278	2,447	5165	2.3
孚日股份(002083.SZ)	2,509	2,568	4739	1.9
德永佳集团(0321.HK)	3,916	4,085	4095	1.0
龙头股份(600630.SH)	1,360	1,356	3739	2.8
华茂股份(000850.SZ)	1,787	1,539	3366	2.2
魏桥纺织(2698.HK)	13,472	13,143	2138	0.2
常山股份(000158.SZ)	1,622	2,164	2696	1.7
伟星股份(002003.SZ)	565	950	2455	4.3
中达股份(600626.SH)	1,901	1,901	2391	1.3
锦龙股份(000712.SZ)	691	705	2199	3.2
凯诺科技(600398.SH)	1,786	1,845	2121	1.2
航民股份(600987.SH)	1,250	1,285	1720	1.4
春晖股份(000976.SZ)	1,004	929	1643	1.8
金鹰股份(600232.SH)	1,128	1,164	1335	1.2
华升股份(600156.SH)	627	637	1319	2.1
天山纺织(000813.SZ)	470	473	1221	2.6
三房巷(600370.SH)	1,265	1,263	1148	0.9
华纺股份(600448.SH)	530	537	1122	2.1
华芳纺织(600273.SH)	823	838	1099	1.3
维科精华(600152.SH)	1,040	1,019	1068	1.0
新野纺织(002087.SZ)	1,021	1,050	1055	1.0
福建南纺(600483.SH)	824	700	1036	1.5
浔兴股份(002098.SZ)	604	610	993	1.6
众和股份(002070.SZ)	473	499	937	2.0
互太纺织(1382.HK)	2543	2,886	909	0.4
山东如意(002193.SZ)	555	573	904	1.6
中银绒业(000982.SZ)	295	313	886	3.0
华鼎控股(3398.HK)	1860	2,110	806	0.4
凤竹纺织(600493.SH)	563	555	736	1.3
华润锦华(000810.SZ)	460	488	661	1.4
美欣达(002034.SZ)	544	524	469	0.9
协盛协丰(0707.HK)	870	880	139	0.2

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



表 2: 可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			08年底-10年底 净利润CAGR	PEG
					2008E	YoY	2009E	YoY	2010E	YoY	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E		
品牌服装、鞋																		
体育品牌	2331.HK	李宁	11.02	11,466	770	62.7%	1,050	36.2%	1,330	26.7%	0.86	1.15	1.40	12.8	9.6	7.8	31.4%	0.41
	3818.HK	中国动向	2.30	13,031	948	37.6%	1223	29.1%	1467	20.0%	0.19	0.25	0.28	11.8	9.4	8.1	24.4%	0.48
	2020.HK	安踏	3.55	8,840	695	29.2%	911	31.1%	1,207	32.5%	0.28	0.37	0.48	12.7	9.7	7.3	31.8%	0.40
女鞋	1880.HK	百丽	3.00	25,303	2048	20.5%	2,278	11.2%	2,426	6.5%	0.28	0.31	0.32	10.6	9.8	9.5	8.8%	1.20
	589.HK	宝姿	8.09	4,538	452	13.9%	477	5.5%	508	6.5%	0.94	0.97	1.00	8.6	8.4	8.1	6.0%	1.44
男装	002029.CH	七匹狼	12.01	3,398	164	84.6%	197	20.3%	238	20.6%	0.58	0.70	0.84	20.8	17.2	14.3	20.4%	1.01
	002269.CH	美邦服饰	27.37	18,338	586	60.9%	798	36.2%	1,092	36.8%	0.87	1.19	1.63	31.3	23.0	16.8	36.5%	0.86
	002154.CH	报喜鸟	13.90	2,669	119	43.5%	154	29.4%	209	35.7%	0.62	0.80	1.09	22.4	17.3	12.8	32.5%	0.69
纺织服装+地产+投资	600177.CH	雅戈尔	9.06	20,173	2496	0.8%	2737	9.7%	3000	9.6%	1.12	1.23	1.35	8.1	7.4	6.7	9.6%	0.84
	600177.CH	雅戈尔*	9.06	20,173	1356	84.3%	1598	17.8%	1860	16.4%	0.61	0.72	0.68	14.9	12.6	13.3	17.1%	0.87
家纺	002083.CH	孚日股份	5.05	4,739	131	-5.0%	117	-10.5%	168	42.7%	0.14	0.13	0.18	36.2	40.4	28.3	13.1%	2.77
印染	002070.CH	众和股份	5.56	937	38	-18.8%	40	5.8%	41	1.9%	0.23	0.24	0.24	24.5	23.1	22.8	3.8%	6.43
纺织	2698.HK	魏桥纺织	2.62	2,138	433	-76.8%	426	-1.5%	445	4.5%	0.42	0.41	0.41	6.2	6.5	6.4	1.4%	4.40
	000726.CH	鲁泰A	7.74	6,539	605	31.6%	587	-2.9%	575	-2.1%	0.61	0.59	0.58	12.7	13.1	13.4	-2.5%	-5.02
品牌服饰	330.HK	思捷环球	38.55	47,920	6450	24.5%	6439	-0.2%	7163	11.3%	5.26	5.21	5.76	7.3	7.4	6.7	5.4%	1.36
	HMB SS	H&M	308.00	224,943	15360	13.0%	16874	9.9%	18908	12.1%	21.03	23.10	25.89	14.6	13.3	11.9	11.4%	1.28
	ITX SM	ITX	27.72	17,279	1388	11.0%	1470	5.9%	1629	10.8%	2.23	2.36	2.61	12.4	11.8	10.6	8.4%	1.47

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

注：雅戈尔*为剔除投资性收益后的盈利预测和对应的估值水平



附录：国务院原则通过纺织工业和装备制造业调整振兴规划（中广网 09-02-04 18:41）

温家宝主持召开国务院常务会议

审议并原则通过纺织工业和装备制造业调整振兴规划

中广网北京2月4日消息（记者焦莹）国务院总理温家宝今天（4日）主持召开国务院常务会议，审议并原则通过纺织工业和装备制造业调整振兴规划。

会议认为，纺织工业是我国国民经济传统支柱产业和重要的民生产业，也是国际竞争优势明显的产业，在繁荣市场、扩大出口、吸纳就业、增加农民收入、促进城镇化发展等方面发挥着重要作用。加快振兴纺织工业，必须以自主创新、技术改造、淘汰落后、优化布局为重点，推进结构调整和产业升级，巩固和加强对就业和惠农的支撑地位，推进我国纺织工业由大到强的转变。

一要统筹国际国内两个市场。积极扩大国内消费，开发新产品，开拓农村市场，促进产业用纺织品的应用。拓展多元化出口市场，稳定国际市场份额。

二要加强技术改造和自主品牌建设。在新增中央投资中设立专项，重点支持纺纱织造、印染、化纤等行业技术进步，推进高新技术纤维产业化，提高纺织装备自主化水平，培育具有国际影响力的自主知名品牌。

三要加快淘汰落后产能。制定和完善准入条件，淘汰能耗高、污染重等落后生产工艺和设备。对优势骨干企业兼并重组困难企业给予优惠支持。

四要优化区域布局。东部沿海地区要重点发展技术含量高、附加值高、资源消耗低的纺织产品。推动和引导纺织服装加工企业向中西部转移，建设新疆优质棉纱、棉布和棉纺织品生产基地。

五要加大财税金融支持。将纺织品服装出口退税率由14%提高至15%，对基本面较好但暂时出现经营和财务困难的企业给予信贷支持。加大中小纺织企业扶持力度，鼓励担保机构提供信用担保和融资服务，减轻纺织企业负担。中央、地方和企业都要加大棉花和厂丝收购力度。

会议指出，装备制造业是为国民经济各行业提供技术装备的战略性新兴产业，关联度高、吸纳就业能力强、技术资金密集，是产业升级、技术进步的重要保障和国家综合实力的集中体现。加快振兴装备制造业，必须依托国家重点建设工程，大规模开展重大技术装备自主化工作；通过加大技术改造投入，增强企业自主创新能力，大幅度提高基础配套件和基础工艺水平；加快企业兼并重组和产品更新换代，促进产业结构优化升级，全面提升产业竞争力。

一要依托高效清洁发电、特高压输变电、煤矿与金属矿采掘、天然气管道输送和液化储运、高速铁路、城市轨道交通等领域的重点工程，有针对性地实现重点产品国内制造。

二要结合钢铁、汽车、纺织等大产业的重点项目，推进装备自动化。

三要提升大型铸锻件、基础部件、加工辅具、特种原材料等配套产品的技术水平，夯实产业发展基础。

四要推进结构调整，转变产业增长方式。支持装备制造骨干企业进行联合重组，发展具有工程总承包、系统集成、国际贸易和融资能力的大型企业集团。加快完善产品标准体系，发展现代制造服务业。会议要求，充分利用增值税转型政策，推动企业技术进步；在新增中央投资中安排产业振兴和技术改造专项；建立使用国产首台（套）装备风险补偿机制；增加出口信贷额度，支持装备产品出口；鼓励开展引进消化吸收再创新，对部分确有必要进口的关键部件及原材料，免征关税和进口环节增值税；加强企业管理和职工培训，改进生产组织方式，提高生产效率和产品质量；推进以企业为主体的产学研结合，鼓励科研院所走进企业，支持企业培养壮大研发队伍。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。