

天虹纺织 (02678)

收购优质梭织染整集团，整合越南及美洲业务，梭织业务再上台阶

买入（维持）

2018年12月10日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	16,306.4	18,930.8	21,397.9	23,778.2
同比（%）	19.5%	16.1%	13.0%	11.1%
归母净利润（百万元）	1,151.9	1,162.8	1,355.1	1,571.4
同比（%）	-3.0%	0.9%	16.5%	16.0%
每股收益（元/股）	1.26	1.27	1.48	1.72
P/E（倍）	6.6	6.5	5.6	4.8

投资要点

■ **事件：**公司发布公告，以 13.5 亿港币收购梭织染色面料生产及销售集团，并重组旗下子公司天虹庆业，由此整合新收购染整业务及集团原有越南、尼加拉瓜染整业务，发力梭织染整。

■ **公布收购国内优质梭织染色面料生产及销售集团。**公司 12/7 签订收购协议，以 13.5 亿港币收购 Winnitex Holdings 及浙江庆茂全部股权。Winnitex 及浙江庆茂作为国内知名梭织染色面料生产及销售集团，拥有 9000 万码（合 8230 万米）梭织染色面料产能，集团业务尤以梭织染整能力出众，客户包含多家国际时装及工作服品牌，2017 年该集团备考合并净资产约为 18.8 亿港币，2016/2017 年该目标集团未经审议的税后利润分别达到 2.56/2.13 亿港币，对应收购 PE 仅为 5.3/6.3X。

■ **子公司天虹庆业重组，整合前述新收购业务以及公司原有越南、尼加拉瓜染整相关业务，发力梭织染整。**公司同时公布，魏志国、魏志华（分别为前述浙江庆茂董事长、董事）作为认购人，认购公司全资子公司天虹庆业增发股份，两人持股占增发后总股本 20%（我们预计至少出资 3.5 亿港币）。根据认购协议，认购后将进行业务重组，天虹庆业将成为目标集团（指前述 Winnitex 及浙江庆茂）、越南业务（优景，主要从事染整业务）及尼加拉瓜业务（天虹庆业美洲业务，主要从事染整）三者之控股公司。认购价=（A+B1+B2）*（1/0.8-1），其中：

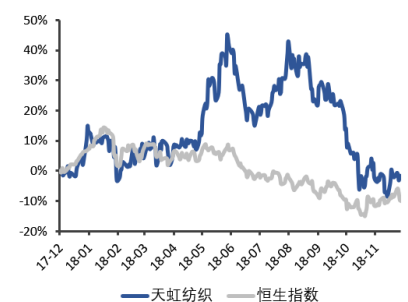
A=买卖 Winnitex 及浙江庆茂总代价

B1=优景（越南染整业务）于该认购完成账目日期的备考合并资产净值

B2=天虹庆业美洲（尼加拉瓜染整业务）于该认购完成账目日期的备考合并资产净值

■ **重组后天虹庆业将由浙江庆茂总经理魏志国担任董事兼总经理。**魏志国从事梭织印染业务多年，拥有丰富工厂管理经验，本次公司不仅收购优势资源，更吸纳魏志国团队将包含越南、尼加拉瓜在内梭织染整业务进行统一管理，有利于发展此前公司相对弱势的梭织染整业务。考虑截至 18H1 公司下游业务部署中坯布、针织面料业务、牛仔成衣业务已成体系，本次梭织业务迎来全新资源，有望进一步提升下游业务收入规模及盈利水平，从而提高天虹整体的盈利体量及稳健性。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	9.40
一年最低/最高价	8.75/14.28
市净率(倍)	1.2
港股流通市值(百万港元)	8601.00

基础数据

每股净资产(元)	6.94
资产负债率(%)	63.44
总股本(百万股)	915.00
流通股本(百万股)	915.00

相关研究

1、《天虹纺织 (02678) 18 年中报点评：纱线盈利回升，下游业务放量，扣除非经常性因素盈利增长 30%》2018-08-13

2、《天虹纺织首次覆盖：弹力包芯纱全球龙头，下游产业链整合逐步落地，期待估值修复》

2018-05-09

- **盈利预测与投资评级：**公司预计收购完成日期晚于 2019/1/2，暂不考虑收购并表，预计公司 2018/19/20 年归母净利同增 0.9%/16.5%/16.0% 至 11.6/13.6/15.7 亿元，对应 PE6.5/5.6/4.8X。若 2019 年成功完成，我们预计将带来不少于 2 亿港币的净利润贡献，我们预计 19/20 年备考归母利润到达 15.0/17.4 亿元，对应 PE5.0/4.3X。作为管理高效、垂直一体化战略逐渐成型的我国纺企龙头，继续坚定看好，维持“买入”评级。
- **风险提示：**汇率波动风险，原材料价格意外剧烈波动风险，收购未能如期完成的风险

天虹纺织三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	7,720.9	9,335.0	10,461.7	11,513.6	营业收入	16,306.4	18,930.8	21,397.9	23,778.2
现金	1,466.7	728.8	698.7	936.4	营业成本	(13,866.4)	(15,988.5)	(18,059.5)	(20,024.2)
应收款项	1,630.1	1,774.5	2,030.4	2,300.0	销售费用	(581.7)	(662.6)	(748.9)	(832.2)
存货	3,764.2	4,035.1	4,564.7	4,970.6	管理费用	(511.9)	(624.7)	(706.1)	(784.7)
其他	859.8	2,796.7	3,168.0	3,306.5	营业外净收入	(64.7)	(80.0)	(80.0)	(80.0)
非流动资产	7,813.6	8,349.3	9,012.6	9,665.9	其他	29,750.6	34,401.6	38,879.1	43,132.3
长期股权投资	6,242.9	6,778.7	7,441.9	8,095.2	营业利润	1,451.2	1,725.0	1,953.4	2,207.1
固定资产	417.2	417.2	417.2	417.2	财务费用	(76.5)	(359.8)	(361.3)	(360.6)
无形资产	863.1	863.1	863.1	863.1	利润总额	1,361.8	1,365.3	1,592.1	1,846.5
其他	290.3	290.4	290.4	290.4	所得税费用	(187.1)	(177.5)	(207.0)	(240.0)
资产总计	15,534.4	17,684.4	19,474.3	21,179.4	少数股东损益	22.9	25.0	30.0	35.0
流动负债	6,420.7	7,536.4	8,130.2	8,460.8	归属母公司净利润	1,151.9	1,162.8	1,355.1	1,571.4
短期借款	2,562.4	2,500.0	2,500.0	2,500.0	EBIT	1,346.3	1,655.0	1,883.4	2,137.1
应付账款	507.8	1,091.1	1,316.8	1,353.1	EBITDA	1,985.0	2,052.2	2,441.7	2,706.4
其他	3,350.6	3,945.3	4,313.4	4,607.7					
非流动负债	3,138.0	3,149.2	3,149.2	3,149.2	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	2,987.2	3,000.0	3,000.0	3,000.0	每股收益(元)	1.26	1.27	1.48	1.72
其他	150.8	149.2	149.2	149.2	每股净资产(元)	6.46	7.55	8.82	10.29
负债总计	9,558.7	10,685.5	11,279.4	11,609.9	发行在外股份(百万股)	915.0	915.0	915.0	915.0
少数股东权益	65.6	90.6	120.6	155.6	ROIC(%)	13.7%	15.3%	15.5%	15.6%
归属母公司股东权益	5,910.1	6,908.3	8,074.3	9,413.9	ROE(%)	20.8%	18.1%	18.1%	18.0%
负债和股东权益总计	15,534.4	17,684.4	19,474.3	21,179.4	毛利率(%)	15.0%	15.5%	15.6%	15.8%
					EBIT Margin(%)	8.3%	8.7%	8.8%	9.0%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	7.1%	6.1%	6.3%	6.6%
经营活动现金流	2,192.6	1,525.8	1,824.9	2,137.1	资产负债率(%)	61.5%	60.4%	57.9%	54.8%
投资活动现金流	(1,337.7)	(1,681.5)	(1,269.9)	(1,274.6)	收入增长率(%)	19.5%	16.1%	13.0%	11.1%
筹资活动现金流	(1,201.4)	(582.3)	(585.1)	(624.7)	净利润增长率(%)	-3.0%	0.9%	16.5%	16.0%
现金净增加额	(346.5)	(737.9)	(30.1)	237.7	P/E	6.6	6.5	5.6	4.8
折旧和摊销	638.6	397.1	558.3	569.3	P/B	1.3	1.1	0.9	0.8
资本开支	858.5	1,015.0	1,215.0	1,215.0	EV/EBITDA	7.9	8.5	7.4	6.7
营运资本变动	(64.0)	(334.1)	(388.6)	(303.7)					
企业自由现金流	2,192.6	1,525.8	1,824.9	2,137.1					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所（2018/12/10 港币兑人民币汇率 0.8790）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司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,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

