

天虹纺织 (02678)

证券研究报告
2018年12月10日

弹力包芯纱线龙头，纱线主业产能持续扩张，下游产业链整合不断推进

天虹纺织创立于1997年，于2004年在中国香港上市，目前是中国最大的棉纺织品制造商之一，也是全球弹力包芯纱线龙头。公司主要业务为制造及销售优质纱线、坯布、面料及服装，尤其专注生产具有高附加值的棉包芯纱线。2018年H1公司实现主营业务收入88.12亿元，其中纱线业务收入实现73.1亿元，占集团总收入的83%。目前公司拥有国内（江苏、山东、新疆、浙江、广东等）及海外（越南、柬埔寨、尼加拉瓜）的生产基地，拥有330万锭及1400台喷气织机的生产能力，国内外客户逾3000名，其中中国作为主要市场，占比79.9%。

1、从纱线业务来看：

1) 需求端：

从行业层面来看：全球：我们观测主要棉纱出口国的情况发现，各国的棉纱出口量实现稳健增长，其中2017年菲律宾出口量增速达到248.6%、越南棉纱出口量增速达到42%、埃及达到22.2%，由此全球市场对于棉纱的需求较大。**中国：**我国是最大的棉纺生产基地，对于纱线的需求量较大，国内纱线的缺口在100-200万吨。从下游订单和客户情况来看，由于市场前期受到中美贸易战的情绪影响，纱线市场行情短期承压；但是从中长期来看，我国对于纱线的需求仍旧较大，截至18年10月，我国进口棉纱累计175万吨，同比增长9%。

从公司层面来看，公司近年来纱线销量逐年提升，需求较为稳定。2012-2017五年的CAGR达到21.67%。18H1为31.7万吨，同比增长5.10%。

2) 供给端：

① **量：**公司国内及海外产区近年持续扩张，有效提升公司生产能力。18H1公司纱线总产能313万锭，其中中国产区188万锭，越南产区125万锭。公司未来计划扩充74万锭，预计18年4季度至19年上半年进入试运转阶段，届时，公司纱线总产能将扩充至387万锭。公司18年纱线销售目标为70万锭。我们预计公司未来纱线产能的扩张有望维持在每年10%-15%的增长空间。

② **价：**由于公司纱线产品的成本中，原材料棉花成本占比在70%-80%左右，受到棉价波动的影响较大；另外棉花价格每提升10%，公司的纱线价格将提升5%-6%。我们认为未来棉花价格保持稳定或温和上涨对于公司来说是利好因素，考虑到我国棉花仍存在供需缺口，中长期来看棉价有望保持温和上涨的态势，从而有利于公司产品端价格的提升，增强盈利能力，促业绩稳定增长。我们预计18年公司产品价格有望实现3%-5%左右的增长。

2、下游业务来看：

由于纱线业务的产业链较短，极易受到棉花价格的波动影响，从而影响公司的盈利能力和业绩水平；同时公司包芯纱线龙头地位稳固，有能力继续拓展产业链和新业务，形成产业纵向一体化布局，提升公司的盈利能力。得益于公司对于下游业务的重视和推进，公司下游业务占比近几年逐年提升，并已经形成了纺纱-织布-成衣的上下游完整产业链。下游业务占比逐年提升，18H1达到17%。

1) 坯布业务：通过与越南纱厂的局部垂直整合，提升坯布业务的毛利率水平至15.6% (+8.04pct)；2018H1公司坯布业务实现营收4.05亿元，同比增长51%；销量比去年同期大幅增加约58.4%至4,420万米。18年坯布的销售目标为8000万米。

2) 面料业务：公司通过收购年兴纺织公司相关资产和自建面料工厂，进一步扩大面料产能，由此，2018H1公司面料业务的销售收入达到7亿元，同比增长244%；18年面料销售目标为4000万米梭织面料及18,000吨针织面料。

3) 成衣方面：通过与华利达合作和收购年兴纺织，积累成衣业务生产和管理经验，拥有尼加拉瓜、越南、柬埔寨等多个产区，并在越南海河工业园形成纵向一体化产业布局，提升生产效率。2018H1公司牛仔服装销售额为3.92亿元 (+75%)；18年公司销售目标为1800万条，但上半年销量比预期略低，预计18年销量1700万条。另外，公司强化了与日本东丽的合作关系，由纱线业务推进至牛仔服装业务；同时公司成衣业务也与美国鹰及其他快消品牌进行合作，未来有望与GAP达成合作。

我们认为随着公司下游业务的不断推进，公司纵向一体化产业链布局效果将愈发显著，促公司盈利能力将得到进一步提升，并有望在未来形成新的业绩增长驱动力。

投资评级

行业	消费品制造业/纺织、服饰及个人护理
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	9.40 港元
目标价格	17.39 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	915.00
港股总市值(百万港元)	8,601.00
每股净资产(港元)	6.94
资产负债率(%)	63.44
一年内最高/最低(港元)	14.56/8.75

作者

吕明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518040001	
lvming@tfzq.com	
郭彬	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120001	
guobin@tfzq.com	
于健	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090002	
yujian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

3、业绩扰动因素：汇率波动

1) **融资活动产生的汇兑损益**：近年公司外币借贷规模减少且维持稳定，维持在 30 亿元（占比 50%），18H1 实现汇兑损益 5044.4 万元，主要系上半年人民币升值所致；

2) **衍生金融工具产生的汇兑损益**：利用外汇合约、棉花期货等进行对冲，18H1 实现汇兑损益-3086.5 万元。

整体来看，公司近年汇兑损益净额基本维持稳定，18H1 汇兑损益净额为 8130.9 万元；由于下半年人民币开始贬值，对于上半年汇兑损益产生一定的抵消，预计 18 年全年能够维持稳定。

4、首次覆盖，给予“买入”评级，3-6 个月目标价 15.3 元。

考虑到公司纱线业务产能持续扩张，未来逐步落地；以及公司下游业务的不断推进，盈利能力有望持续提升，并促公司业绩持续稳定增长。我们预计公司 18—20 年实现营收分别为 190.50 亿元、215.87 亿元、247.42 亿元，同比增长 16.8%、13.3%、14.6%；预计实现归母净利润 13.49 亿元、15.60 亿元、18.11 亿元，同比增长 17.2%、15.6%、16.1%。预计 18—20 年 EPS 为 1.47/1.70/1.98 元，对应 PE 为 5.61/4.85/4.18 倍。我们选取行业内其他可比公司：百隆东方、华孚时尚、鲁泰 A、联发股份以及新野纺织计算 19 年行业平均估值为 8.81 倍。考虑到公司作为包芯纱线领域绝对龙头，且未来公司下游业务将持续拓展，提升公司盈利能力和业绩规模，根据行业可比估值，我们给予公司 19 年 9 倍 PE，对应目标价 15.3 元人民币，根据 12 月 7 日港币兑人民币汇率 0.88，对应港币目标价为 17.39 港币。

风险提示：棉花价格波动风险、下游业务拓展不及预期、公司纱线业务产能扩张不及预期、政治风险、汇率波动风险。

内容目录

1. 天虹纺织：纱线主业稳定增长，下游业务稳步推进	5
1.1. 公司介绍：弹性包芯纱线龙头，股权结构稳定	5
1.2. 主营业务：主营纱线产品营收占比较高，下游业务近年快速成长	6
1.3. 客户及销售地区：中国仍是主要销售市场，客户结构多元化且较为稳定	8
2. 公司业务：纱线业务产能持续扩张，大力拓展下游业务，形成纵向一体化产业布局	9
2.1. 纱线业务：需求仍旧较大，供给端量价齐升背景下促业绩持续向好	9
2.1.1. 需求端：纱线需求短期承压，长期来看需求仍旧较大	9
2.1.2. 供给端：未来产能持续扩张，产品价格有望稳定温和上涨	12
2.1.2.1. 量：通过新建或收购生产设施，持续进行国内外纱线产能的扩张	12
2.1.2.2. 价：棉价有望稳定或温和上涨，利好公司产品价格的稳定增长，提升盈利能力	12
2.2. 下游业务：公司近年大力拓展下游业务，产业链纵向一体化整合效果明显，盈利能力未来有望持续提升	15
2.3. 业绩扰动因素：汇率：外币借贷规模减少且维持稳定，衍生工具对冲套期保值，汇兑损益规模近年较为稳定	18
3. 未来战略：保持传统纱线业务的优势地位，通过越南海河工业园进行产业链垂直整合	19
4. 公司财务数据：盈利能力较好，经营性现金流较为稳健	22
4.1. 业绩：业绩波动较大，主要是由于棉价波动对于公司业绩影响较大	22
4.2. 盈利能力：公司盈利能力较好，未来随着下游业务的拓展，毛净利率有望持续提升	23
4.3. 营运能力：存货周转处于行业较高水平，应收账款结构良好	25
4.4. 经营性现金流：现金流较为充足，整体保持稳健	25
5. 盈利预测及估值	26
5.1. 预测假设及盈利预测	26
5.2. 相对估值	27
6. 风险提示	27

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：核心高管持有公司多数股权，股权结构较为稳定	6
图 3：公司主营产品以纱线为主，坯布、面料及服装的销售占比有所提升（%）	6
图 4：公司主营产品—棉、化纤氨纶包芯纱线	7
图 5：公司产品—全棉弹力系列坯布	7
图 6：公司产品—全棉弹力面料	7
图 7：公司产品—服装（印花裤裙）	7
图 8：公司纱线主业近年增速有所波动，18 年上半年增速基本保持平稳（亿元，%）	7
图 9：公司坯布业务增速 18 年上半年增速实现正增长，面料及服装业务实现高速增长（亿元，%）	7
图 10：天虹纺织的销售市场主要为中国市场（%）	8

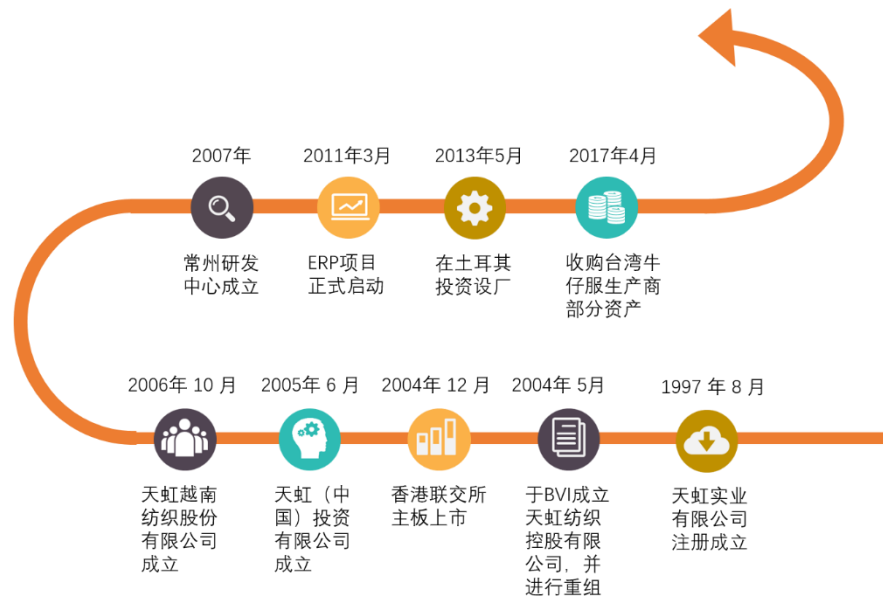
图 11: 各国棉纱出口量实现稳健增长 (万吨, %)	10
表 1: 近年公司客户结构较为稳定, 变动不大。	8
表 2: 公司近年纱线产能持续扩张 (万锭)	12
表 3: 中国棉花产能产销预测表 (2018 年 10 月) (万吨)	15
表 4: USDA 全球产销存预测 (2018 年 11 月) (万吨)	15
表 5: ICAC 全球产销存预测 (2018 年 11 月) (万吨)	15
表 6: 公司收购年兴纺织旗下子公司及资产	17
表 7: 公司外币借贷资金规模有所减少, 近两年维持稳定 (%)	18
表 8: 相比国内, 越南地区成本优势显著	21
表 9: 盈利预测 (百万元)	27
表 10: 相对估值	27

1. 天虹纺织：纱线主业稳定增长，下游业务稳步推进

1.1. 公司介绍：弹性包芯纱线龙头，股权结构稳定

天虹纺织创立于 1997 年，于 2004 年在中国香港上市，目前是中国最大的棉纺织品制造商之一，也是全球弹力包芯纱线龙头。公司主要业务为制造及销售优质纱线、坯布、面料及服装，尤其专注生产具有高附加值的棉包芯纱线。目前公司拥有国内（江苏、山东、新疆、浙江、广东等）及海外（越南、柬埔寨、尼加拉瓜）的生产基地，拥有 330 万锭及 1400 台喷气织机的生产能力，国内外客户逾 3000 名，其中中国作为主要市场，占比 79.9%。

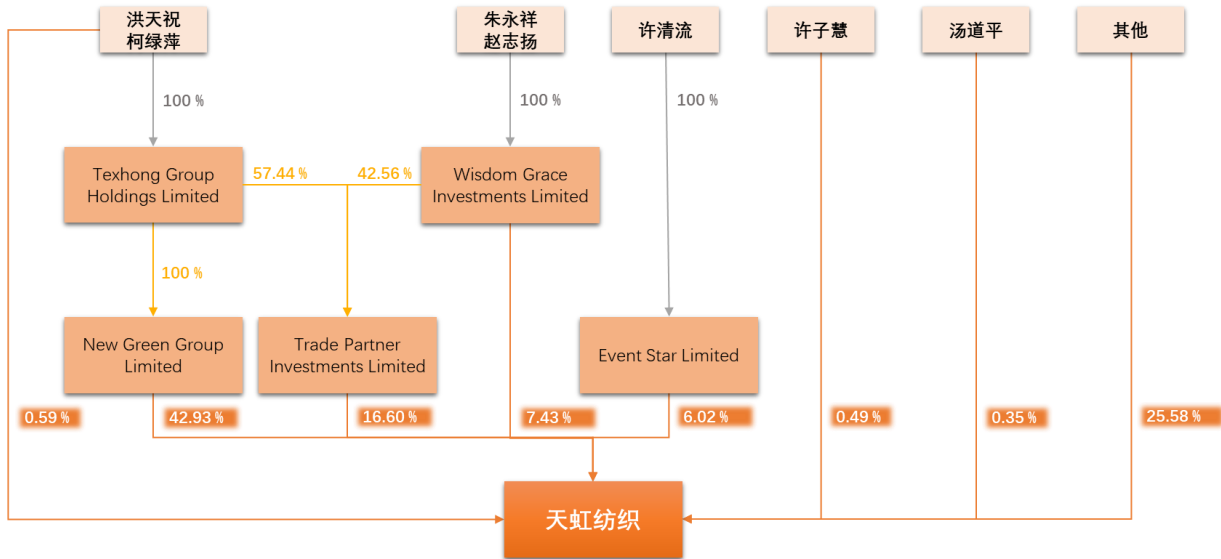
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

股权结构：股权结构较为稳定，核心高管持有公司多数股权。集团执行董事及主席洪天祝先生直接或间接持有公司股权 53.06%，洪天祝先生作为集团创始人，主要负责集团的战略发展和战略布局；集团执行董事、副主席兼行政总裁朱永祥先生，直接或间接持有公司股权 14.49%，主要负责集团的战略实施、运营策划布局和决策；执行董事兼营运总裁汤道平先生持有公司股权 0.35%，主要负责就按的运营管理；执行董事许子慧先生持有公司股份 0.49%，主要负责集团的财务、信息系统和资金的管理；执行董事吉忠良先生通过天逸控股持有公司股权 9.8%，主要负责集团面料及服装事业部的运营管理；许清流先生间接持有公司股权 6.02%。

图 2：核心高管持有公司多数股权，股权结构较为稳定



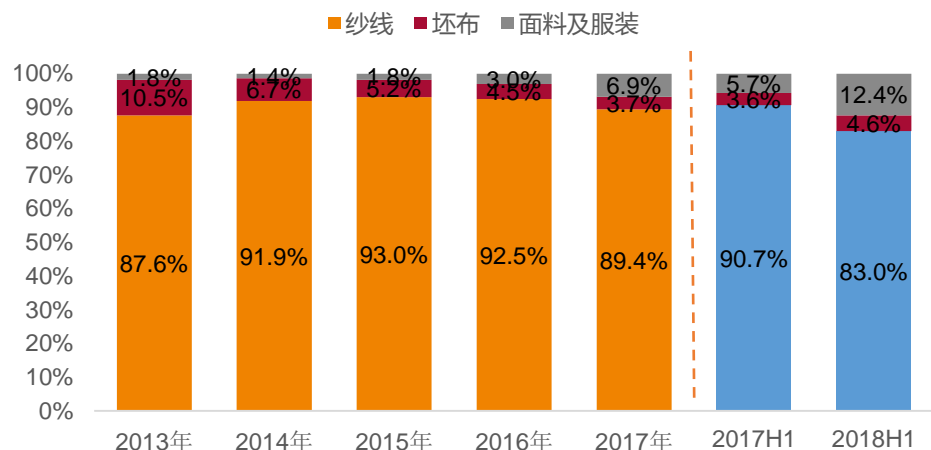
资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2. 主营业务：主营纱线产品营收占比较高，下游业务近年快速成长

产品营收情况：公司目前主要以生产和销售纱线产品为主，坯布、面料及服装的销售占比有所提升。集团纱线主业近年业绩虽有所波动，但始终保持正增长；坯布业务得益于越南产区试生产，销量大幅增加，18H1 实现正增长；面料及服装业务近年实现高速增长，主要得益于公司近年拓展下游成衣业务，提升面料及成衣产品的生产能力。2018 年 H1 公司实现主营业务收入 88.12 亿元，其中纱线业务收入实现 73.1 亿元（+8%），占集团总收入的 83%，其中公司核心产品弹力包芯纱线实现营收 38.67 亿元，占公司纱线产品营收的 52.87%，占集团主营业务收入的 43.88%；坯布业务实现营收 4.05 亿元，占主营业务收入的 4.6%，增速相比 17 年底实现正增长，为 51%，主要系 17 年下半年越南北部的坯布工厂开始试生产，集团的坯布销量相比去年同期增加 58.4%，促集团坯布业务营收实现较高速增长；面料及服装业务实现营收 10.92 亿元，同比增长 156%，占主营业务收入的 12.4%。

从占比变化来看，2018 年公司的面料及服装业务收入占比实现较大的提升，主要系公司收购中国台湾年兴纺织股份有限公司在越南和柬埔寨的牛仔服业务，以及尼加拉瓜的梭织面料染整厂；并和华利达（优衣库核心成衣供应商）共同出资在越南建立成衣制造厂，提升了公司服装业务的生产能力。

图 3：公司主营产品以纱线为主，坯布、面料及服装的销售占比有所提升（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：公司主营产品—棉、化纤氨纶包芯纱线



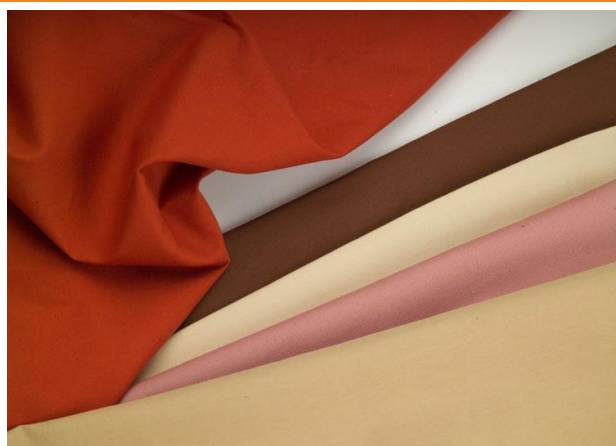
资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 5：公司产品—全棉弹力系列坯布



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 6：公司产品—全棉弹力面料



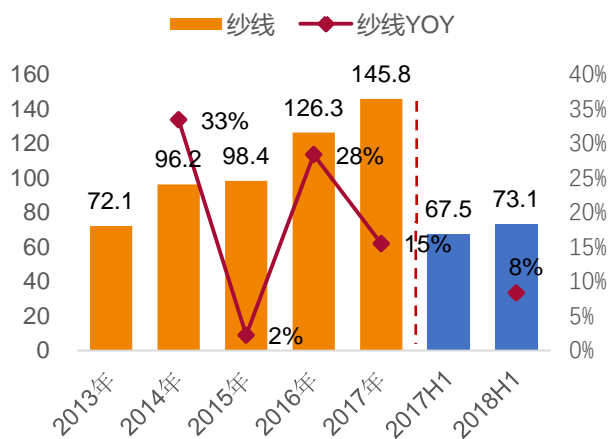
资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 7：公司产品—服装（印花裤裙）



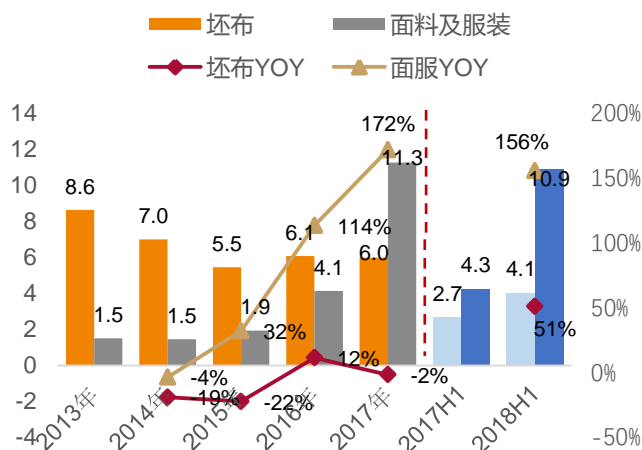
资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 8：公司纱线主业近年增速有所波动，18 年上半年增速基本保持平稳（亿元，%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：公司坯布业务增速 18 年上半年增速实现正增长，面料及服装业务实现高速增长（亿元，%）



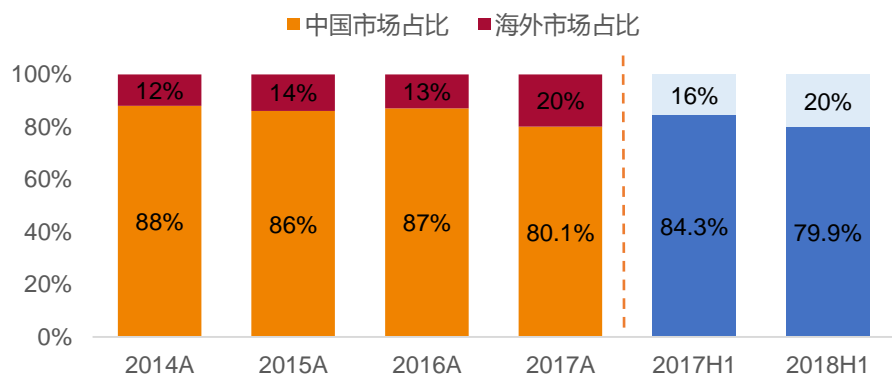
资料来源：Wind、天风证券研究所

1.3. 客户及销售地区：中国仍是主要销售市场，客户结构多元化且较为稳定

销售地区：中国的纺织市场仍然是集团的主要市场，但海外市场占比有所提升。公司的销售网络遍布中国、越南、北美、欧洲、巴西、土耳其、孟加拉、日本及南韩。2018H1 公司在中国市场的销售额为 70.41 亿元 (+12.13%)，占比为 79.9%；海外市场销售额为 17.71 亿元 (+51.46%)，占比为 20%，海外市场增速较高，主要系公司开拓下游业务，其牛仔服装主要销售给美国、日本及欧洲的客户，使得公司海外市场增速较高。从变化情况来看，虽然中国市场是公司主要的销售市场，但海外市场的占比逐年提升，未来随着公司下游业务的不断推进，海外市场的占比将会进一步提升。公司预计 2020 年中国及海外市场的占比增至 6:4 的比例。

需要指出的是，中美贸易战目前对公司影响不大。12 月 2 日，中美双方达成共识，双方不会征收新关税，并将磋商期限界定为 90 天，贸易摩擦有所缓和。同时对公司来说，目前在北美地区的销售额在 3800 万美金左右，占比不大，且公司在海外的生产基地也可以规避一定的风险。

图 10：天虹纺织的销售市场主要为中国市场（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

客户结构：公司主要客户稳定性较高，客户结构较为多元化，未出现依赖单一客户的情况。我们通过对公司 2015 年--2018H1 前十大客户进行比对发现，公司的客户结构较为稳定，每年前十大客户的名单变化不大。目前日本东丽国际公司在 18 年上半年成为公司的第一大客户，主要系公司将纱线业务扩展到牛仔服装业务，强化了与日本东丽的合作关系，而日本东丽的主要客户是优衣库；同时下游业务中，公司与美国鹰及其他快消品牌也达成了合作关系，未来与 GAP 也将开展合作；公司通过与下游优质品牌商的合作，能够与其达成长久合作关系，利于公司下游业务的稳健增长。

目前，公司国内外客户超过 3000 名，结构较为多元化，近年来十大客户占总收入的比重稳定在 15%左右，18H1 达到 17.9%，未出现依赖单一客户的情况，且绝大部分客户与集团的业务往来超过 5 年以上，订单量比较稳定。

表 1：近年公司客户结构较为稳定，变动不大。

2015年前十大客户	2016年前十大客户	2017年前十大客户	2018H1前十大客户
韶关市顺昌布厂有限公司	韶关市顺昌布厂有限公司	韶关市顺昌布厂有限公司	日本东丽国际 Toray International, Inc.
宁波大千纺织品有限公司	宁波大千纺织品有限公司	宁波大千纺织品有限公司	韶关市顺昌布厂有限公司
广东前进牛仔布有限公司	广东前进牛仔布有限公司	广东前进牛仔布有限公司	广东前进牛仔布有限公司
日本东丽国际 Toray International, Inc.	浙江立马云山纺织股份有限公司	日本东丽国际 Toray International, Inc.	宁波大千纺织品有限公司
浙江佳而美纺织有限公司	日本东丽国际 Toray International, Inc.	浙江立马云山纺织股份有限公司	American Eagle Outfitters, Inc.
宜兴薰黑白玉兰服装有限公司	浙江佳而美纺织有限公司	American Eagle Outfitters, Inc.	宜兴薰黑白玉兰服装有限公司
浙江立马云山纺织股份有限公司	宜兴薰黑白玉兰服装有限公司	增城市新昌景纺织品有限公司	中山国泰染整有限公司
浙江七星纺织有限公司	海宁牛仔制造有限公司	宜兴薰黑白玉兰服装有限公司	台巨纺织（上海）有限公司
海宁牛仔制造有限公司	浙江七星纺织有限公司	海宁牛仔制造有限公司	增城市新昌景纺织品有限公司
浙江鑫海纺织有限公司	黑牡丹纺织有限公司	中山百家染整有限公司	海宁牛仔制造有限公司

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：标黄的客户为相比上一年，新进入天虹纺织前十大客户名单的公司。

2. 公司业务：纱线业务产能持续扩张，大力拓展下游业务，形成纵向一体化产业布局

公司作为弹性包芯纱线龙头企业，主营产品以纱线为主，同时近年通过自建、收购和合作等手段，大力推进下游面料及成衣业务，进行垂直一体化的纵向产业链整合。

● 从纱线业务来看：

1) 需求端：

从行业层面来看，我国是最大的棉纺生产基地，对于纱线的需求量较大，国内纱线的缺口在100-200万吨。从下游订单和客户情况来看，由于市场前期受到中美贸易战的情绪影响，纱线市场行情短期承压；但是从中长期来看，我国对于纱线的需求仍旧较大，截至18年10月，我国进口棉纱累计175万吨，同比增长9%。

从公司层面来看，公司近年来纱线销量逐年提升，需求较为稳定，2012-2017五年的CAGR达到21.67%。18H1为31.7万吨，同比增长5.10%。

2) 供给端：

量：公司国内及海外产区近年持续扩张，有效提升公司生产能力，18H1公司纱线总产能313万锭，其中中国产区188万锭，越南产区125万锭。由于公司未来将通过收购二手设备或新建产能继续扩充国内外的纱线产能，未来计划扩充74万锭，预计18年4季度至19年上半年进入试运转阶段；18年纱线销售目标为70万锭，我们预计公司未来纱线产能的扩张有望维持在每年10%-15%的增长空间。

价：由于公司纱线产品的成本中，原材料棉花成本占比在70%-80%左右，受到棉价波动的影响较大；另外对于公司的产品来说，棉花价格每提升10%，公司的纱线价格将提升5%-6%。从棉花价格来看，我们认为未来棉花价格保持稳定或温和上涨对于公司来说是利好因素，考虑到我国棉花仍存在供需缺口，中长期来看棉价有望保持温和上涨的态势，从而有利于公司产品端价格的提升，增强盈利能力，促业绩稳定增长。我们预计18年公司产品价格有望实现5%-10%左右的增长。

● 下游业务来看：

由于纱线业务的产业链较短，极易受到棉花价格的波动影响，从而影响公司的盈利能力和业绩水平；同时公司包芯纱线龙头地位稳固，有能力继续拓展产业链和新业务，形成产业纵向一体化布局，提升公司的盈利能力。

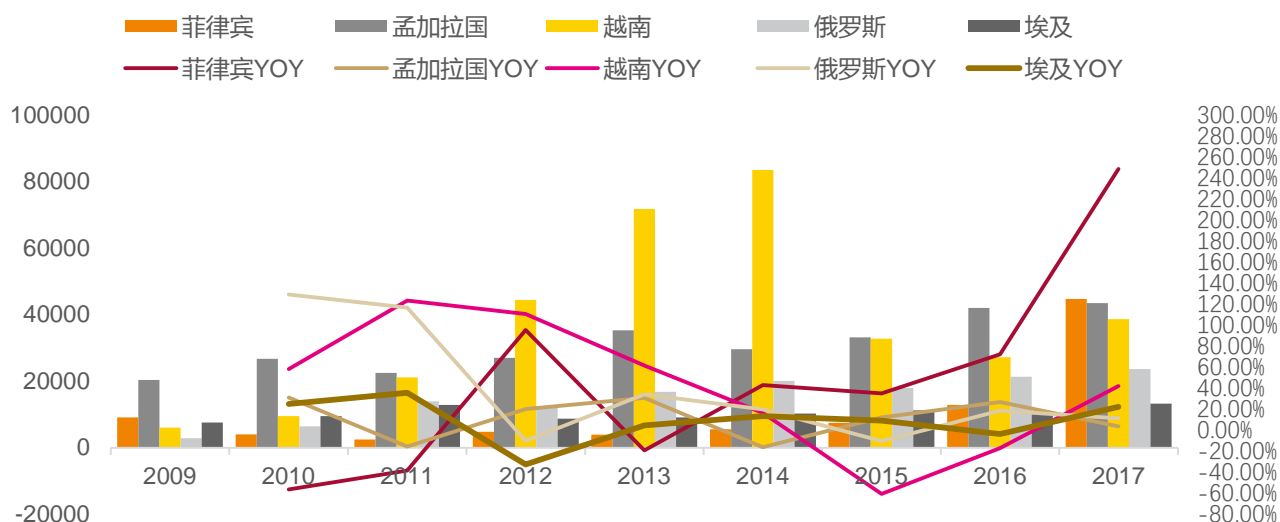
得益于公司对于下游业务的重视和推进，公司下游业务占比近几年逐年提升，并已经形成了纺纱-织布-成衣的上下游完整产业链。下游业务占比逐年提升，18H1达到17%。1) 公司通过与越南纱厂的局部垂直整合，提升坯布业务的毛利率水平；2) 通过收购整合扩大面料产能；3) 成衣方面，通过与华利达合作和收购年兴纺织，积累成衣业务生产和管理经验，拥有尼加拉瓜、越南、柬埔寨等多个产区，并在越南海河工业园形成纵向一体化产业布局，提升生产效率。我们认为随着公司下游业务的不断推进，公司盈利能力将得到进一步提升，并有望在未来形成新的业绩增长驱动力。

2.1. 纱线业务：需求仍旧较大，供给端量价齐升背景下促业绩持续向好

2.1.1. 需求端：纱线需求短期承压，长期来看需求仍旧较大

从全球棉纱需求来看，我们希望通过主要的棉纱出口国家的出口量变化来观测全球棉纱的需求情况。我们选取2017年累计棉纱出口数量排名靠前的菲律宾、孟加拉国、越南、俄罗斯、埃及等国的数据。近年来，各国的棉纱出口量实现稳健增长，其中2017年菲律宾出口量增速达到248.6%、越南棉纱出口量增速达到42%、埃及达到22.2%，由此全球市场对于棉纱的需求仍较大。

图 11: 各国棉纱出口量实现稳健增长 (万吨, %)



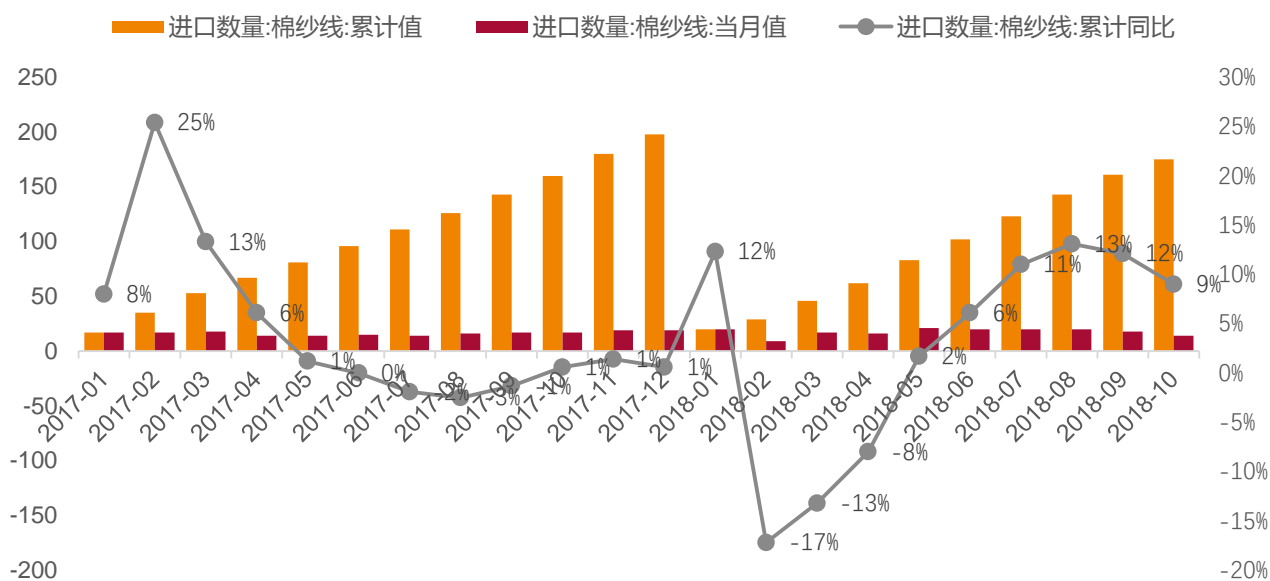
资料来源: Wind, 天风证券研究所

从我国的棉纱需求来看, 由于我国是世界上最大的棉纺生产基地, 企业棉纱产量每年在 600-700 万吨, 而消费量接近 800 万吨, 缺口主要由进口来弥补。从产区来看, 主要集中在山东、河南、江苏和新疆四个省份; 同时近年来随着国内资源瓶颈及环保政策趋严, 国内的一些纺纱产能迁移至拥有税收优惠和成本优势的东南亚产区。

从下游订单及客户情况来看, 近期我国的棉纱市场行情走弱, 短期承压; 但中长期来看, 需求仍旧较大。从进出口来看, 我国棉纱出口量相比于进口量来说较小, 主要系我国是最大的棉纺制品生产国家, 对于纱线的需求较大; 同时近年由于产能转移, 部分订单向东南亚地区转移, 越南已经成为我国最大的棉纱线进口来源国。2017 年我国出口棉纱 39.35 万吨, 同比增长 10.6%, 增速相比 16 年有所提升; 2017 年我国进口棉纱 198 万吨, 同比增长 0.6%;

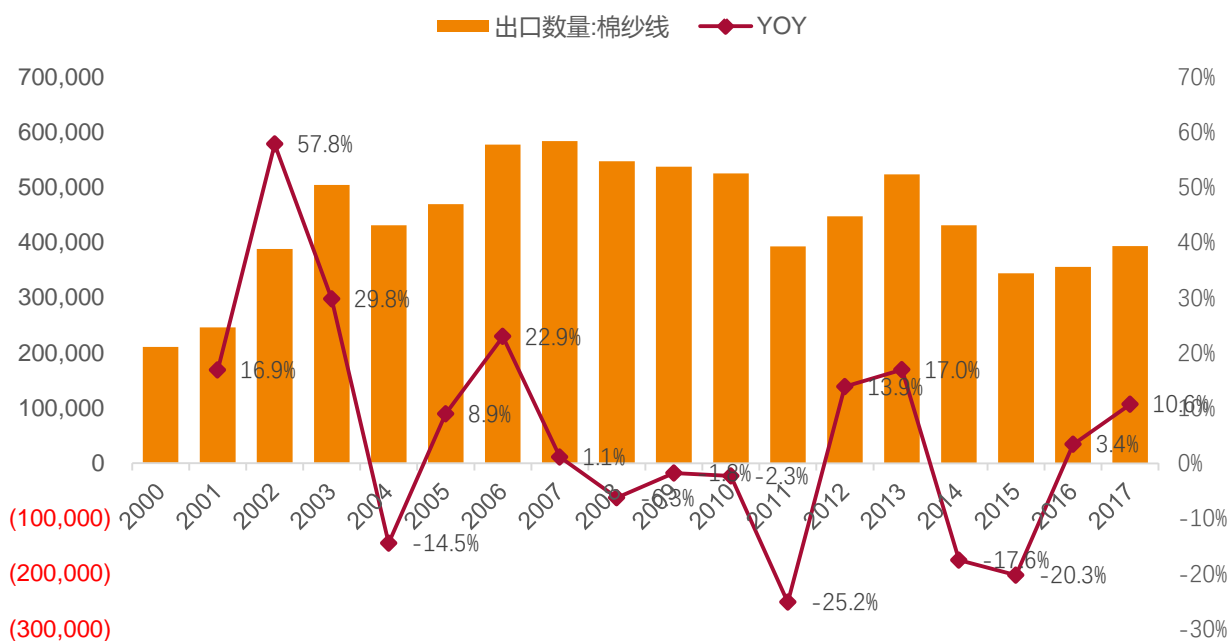
由于 12 月以前中美贸易战仍存在一定的不稳定性, 以及下游纺织品、服装等消费数据持续走弱, 影响下游品牌商的订单量。从近期的单月市场数据来看, 近期棉纱市场短期承压, 10 月当月的进口棉纱数量为 14 万吨, 同比下滑 18%, 环比下滑 22%。但从中长期来看, 我国对于纱线需求仍旧较大。截至 18 年 10 月, 我国进口棉纱累计 175 万吨, 同比增长 9%, 需求仍旧较大。

图 12：我国棉纱进口数量增速回升（万吨，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

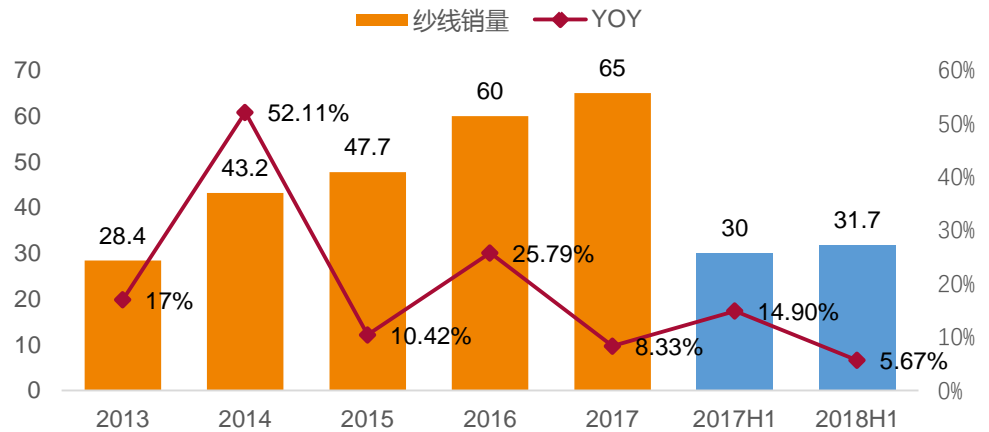
图 13：我国出口棉纱数量 17 年有所回升（吨，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从公司的纱线销量来看，近年公司的纱线产品销量逐年提升，需求端较好。2017 年公司的纱线销量达到 65 万吨，2012-2017 五年的 CAGR 达到 21.67%。18H1 为 31.7 万吨，同比增长 5.67%，公司在 18 年年中将 18 年的销售目标由 72 万吨调整为 70 万吨，同比增长 8%，主要系随着公司下游业务的逐步开展，公司自用纱线比预期高；同时由于纱线产能扩张的进度比计划越慢，公司将 18 年的纱线销售目标进行小幅调整。

图 14：公司纱线销量逐年提升，需求端良好（万吨，%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.1.2. 供给端：未来产能持续扩张，产品价格有望稳定温和上涨

2.1.2.1. 量：通过新建或收购生产设施，持续进行国内外纱线产能的扩张

从产能来看，近年公司国内产能和海外产能持续扩张，有效提升了公司的生产能力，补充公司的订单需求。2007 年公司的纱线产能达到 60 万锭，其中中国产区产能 53 万锭，越南产区产能 7 万锭；近年来公司通过新建产区和海外建厂，2017 年公司纱线总产能已经达到 303 万锭，10 年 CAGR 达到 17.58%。截至 2018H1，公司纱线总产能达到 313 万锭。

- **国内产能：**公司的国内产能占比较高，且近年占比逐年提升。目前国内拥有 15 个生产基地，2018H1 的纱线产能达到 188 万锭，占比为 60%。
- **越南产能：**由于制造成本的提升，公司 2006 年推出越南纱线产能的扩张计划，在越南开设第一家纱线工厂，进行海外布局。目前公司越南产能为 125 万锭，占比达到 39.9%。由于公司落户越南超过 10 年，是最早一批进入越南的纺企之一，集团纱线的销量占越南 4 成的市场份额，具备绝对的领先地位。

同时由于快速交付订单及定制差异化订单的需求加多，公司计划通过新建工厂和收购生产设施扩充产能。未来计划扩充 74 万锭，其中中国产区 52 万锭，越南产区 22 万锭，预计 18 年 4 季度至 19 年上半年进入试运转阶段，届时，公司纱线总产能将扩充至 387 万锭，其中中国产区 240 万锭，越南产区 147 万锭。

表 2：公司近年纱线产能持续扩张（万锭）

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 H1	计划新增	新增后
中国产区	117	121	164	178	188	52	240
YOY		3.4%	35.5%	8.5%	-	-	-
中国产能占比	54.2%	55.0%	56.7%	58.7%	60.1%	70.3%	62.0%
越南产区	99	99	125	125	125	22	147
YOY		0.0%	26.3%	0.0%	-	-	-
越南产能占比	45.8%	45.0%	43.3%	41.3%	39.9%	29.7%	38.0%
总产能	216	220	289	303	313	74	387
YOY		1.9%	31.4%	4.8%	-	-	-

资料来源：公司年报、半年报、天风证券研究所

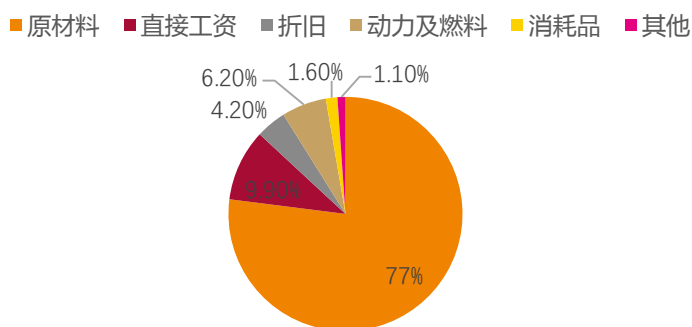
2.1.2.2. 价：棉价有望稳定或温和上涨，利好公司产品价格的稳定增长，提升盈利能力

从价格来看，由于公司产品价格的传导机制是成本加成定价模式，所以公司主营产品纱线

对于原材料棉花价格的敏感程度较高，棉价的波动对于公司的产品价格和盈利能力会产生一定的影响。我们希望从公司的成本构成及业绩和棉花价格的相关性来进行说明。

- **首先，我们从公司的成本构成来看。**由于棉花是纱线产品的主要原材料，而公司的原材料成本占总成本的比重较高，17年为77%，可见原材料价格对于公司整体成本的影响较大。

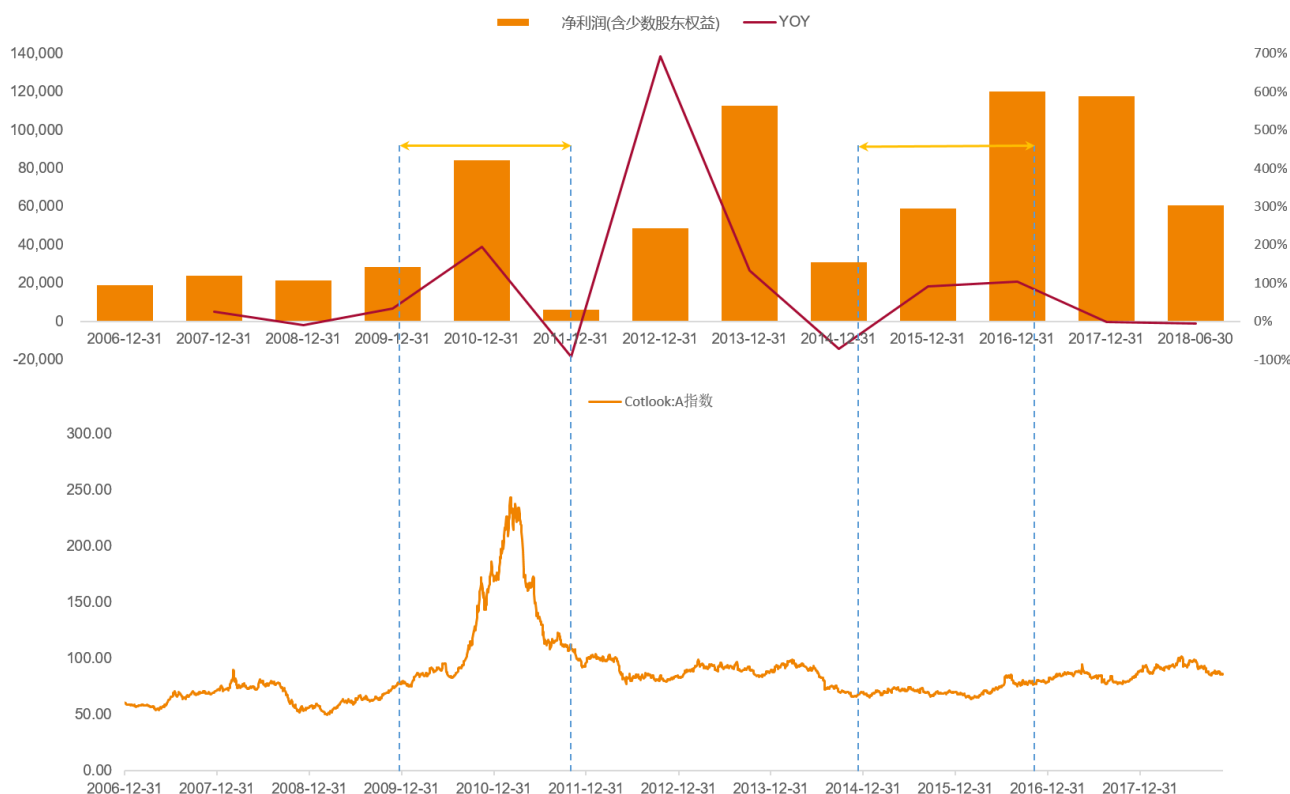
图 15：从公司的成本构成来看，原材料成本所占比重较高（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- **其次，由于公司的成本结构大多是原材料成本，棉价的波动对于公司业绩的影响较为显著。**我们从公司的净利润水平与同期的棉花价格的相关性来看，2010年，棉花价格全年呈上涨态势（前期温和上涨，后期价格较快速增长），当期公司的净利润同比上升195%；而2011年棉花价格波动较为剧烈，前期棉价延续2010年增长态势迅猛上涨，但后期快速回落，这对于当年公司的业绩产生了较大的影响，2011年公司净利润同比下滑93%。另外，从2015-2016年间来看，由于棉花价格整体保持平稳，公司业绩波动不大。

图 16：公司业绩水平与棉花价格相关性较高（净利润单位：万元，%）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

从传导机制来看，对于公司的产品来说，棉花成本占生产成本 70%-80%左右，棉花价格每提升 10%，公司的纱线价格将提升 5%-6%。

由此，我们认为棉花价格整体温和上涨或保持稳定，对于公司业绩属于利好因素；而棉价较为剧烈的波动对于公司的业绩和盈利能力来说影响较大。主要系产品价格的上涨存在一定的滞后性。若棉花短期内暴涨，传递到产品端需要一定周期和时间，若传导至产品端时，棉价始终上涨，那么对于纺企来说，产品提价会更容易和顺利；但若增加的成本传导至产品端时，棉价暴跌，滞后性会导致公司产品价格提升较为困难，影响企业的毛利率水平，从而影响公司业绩。所以，棉价保持稳定或整体温和持续上涨对于公司来说是利好因素，有利于产品端价格的提升，增强公司的盈利能力。

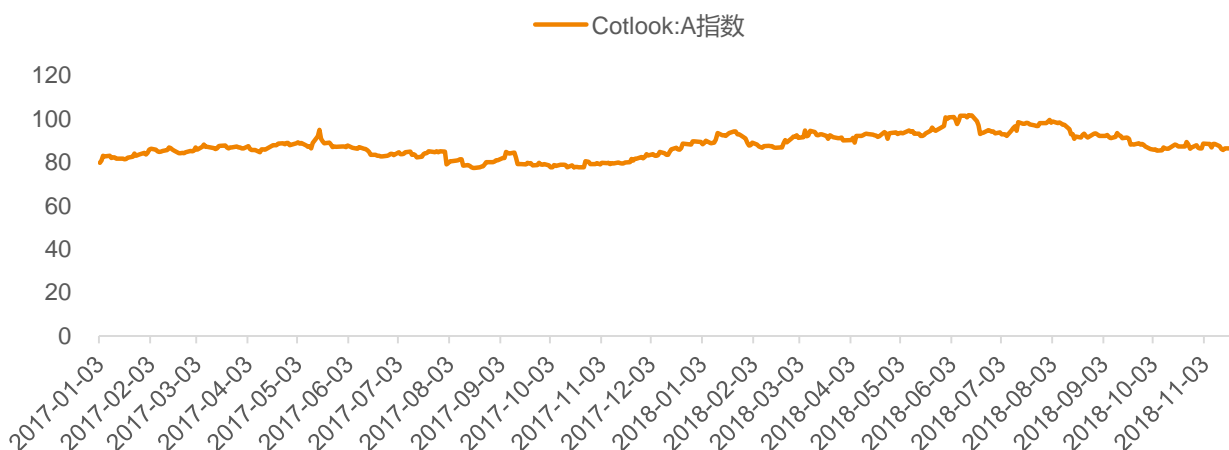
图 17：棉花价格对于公司毛利率水平有较大影响（%）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

从 2018 年来看，18 年上半年由于自然和政策因素影响，棉价有所上涨，但三季度受需求端短期影响，棉价开始下调；同时 11 月份（近期），棉价持续下行主要是由于新棉集中上市，短期供给端较为充足，使棉价有所下滑。但我们认为由于我国棉花仍有一定的供需缺口，中长期来看棉价有望继续保持温和上涨的态势，利好公司的业绩稳定增长。

图 18：18 年前三季度棉价实现先涨后降的态势，但价格相对于 17 年同期较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

虽然自三季度开始，我国棉花价格持续走低，但由于国内棉花缺口仍旧存在，需要进口国外棉花弥补不足，这将带动外棉价格上涨。根据国家棉花市场的检测系统数据显示，虽然近年新疆棉产量整体稳定，但供给依旧不足，缺口接近 200 万吨；同时根据 USDA11 月的预测显示，全球的产需缺口是 163.1 万吨，相比 10 月缺口扩大，另外根据 ICAC 的报告和

国家棉花检测系统的预测，中国的进口量预计将达到 200 万吨的水平，由此，预计 18 年全年我国棉花价格仍将温和上涨，持续利好公司的业绩的稳定增长。

表 3：中国棉花产能产销预测表（2018 年 10 月）（万吨）

年度	2016/17年度			2017/18年度			2018/19年度		
	当月	较上月 ±	同比±%	当月	较上月 ±	同比±%	当月	较上月 ±	同比±%
期初库存	1035.4	0.0	-14.4	797.0	0.0	-23.0	662.1	0.0	-16.9
产量	511.7	0.0	-1.9	612.7	0.0	19.7	628.3	0.0	2.5
进口	111.0	0.0	15.7	133.0	9.3	19.8	206.0	0.0	54.9
消费	822.1	0.0	8.3	856.9	9.3	4.2	811.9	0.0	-5.3
出口	1.4	0.0	-42.5	1.4	0.0	4.9	1.6	0.0	10.7
期末库存	797.0	0.0	-23.0	622.1	0.0	-16.9	654.6	0.0	-1.1
库存消费比	96.79	0.0	-42.9	77.14	-0.8	-19.7	80.47	0.0	3.3

资料来源：国家棉花市场检测系统，天风证券研究所

注：消费不含其他消费

表 4：USDA 全球产销存预测（2018 年 11 月）（万吨）

	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19 (10月)	2018/19 (11月)
产量	2595.7	2093.6	2321.6	2689.6	2648.8	2599.4
消费	2443.6	2465.6	2529.2	2684	2781.6	2762.5
进口	785.2	771.7	820.7	892.7	902.2	895.1
出口	773.1	759.2	819.8	887.1	902.5	895.5
期末库存	2336.7	1971.4	1760.2	1761.1	1620.9	1580.8
产需缺口	152.1	-372	-207.6	5.6	-132.8	-163.1

资料来源：USDA，天风证券研究所

表 5：ICAC 全球产销存预测（2018 年 11 月）（万吨）

	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19 (10月)	2018/19 (11月)
期初库存	1328	1411.8	1265	1063	858	858
产量	660	520	490	589	580	580
国内消费量	755	760	800	920	925	925
进口量	180.4	95.9	109.6	128	200	200
期末库存	1411.8	1265	1063.2	858	711	711
库存消费比	187%	166%	133%	93%	77%	77%

资料来源：ICAC，天风证券研究所

2.2. 下游业务：公司近年大力拓展下游业务，产业链纵向一体化整合效果明显，盈利能力未来有望持续提升

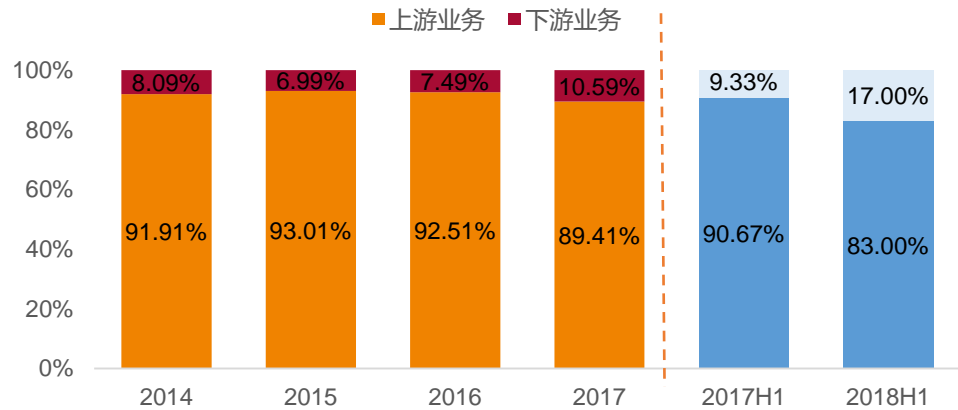
目前公司的主营产品仍以纱线为主，但近年来，公司不断进行产业整合，大力发展下游业务，推进产业链一体化建设，提升公司的盈利能力。我们认为公司开展下游业务，推进一体化建设的原因主要系：

- 1) 由于纺纱行业的产业链较短，受到原材料波动的影响较大，影响公司的盈利能力和业绩，纵深发展，延伸产业链可以减弱棉花价格对于公司业绩的影响；
- 2) 从公司本身的情况来看，在以往的发展中，天虹纺织通过国内棉纺织企业的并购重组

和海外的投资建厂，对于纱线业务进行了横向扩张，目前公司在棉纺氨纶弹力纱线领域处于全球第一的位置，所以在这一时期，公司已具备足够的条件和实力向下游进行延伸，打造完整的纺织产业链，促进企业的进一步发展。

我们在第一部分已经提到，得益于公司对于下游业务的重视和推进，公司下游业务占比近几年逐年提升，并已经形成了纺纱-织布-成衣的上下游完整产业链。2018H1 公司坯布、面料及服装的销售已有明显增长，占比由 2017 年的 10.59% 增长到 17.00%。

图 19：公司坯布、面料及服装业务占比近年得到显著提升（%）

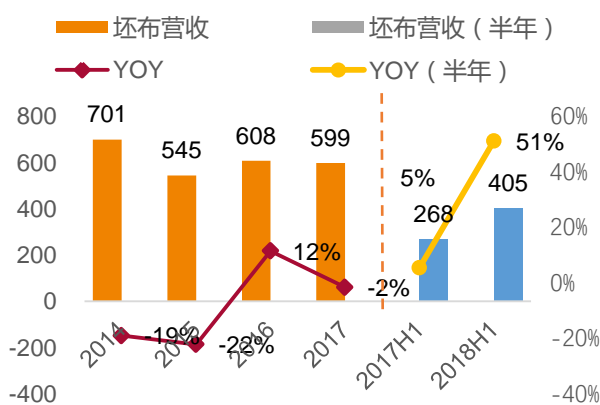


资料来源：公司公告、天风证券研究所

● **坯布：越南布厂与纱厂局部垂直整合，毛利率仍有提升空间。**

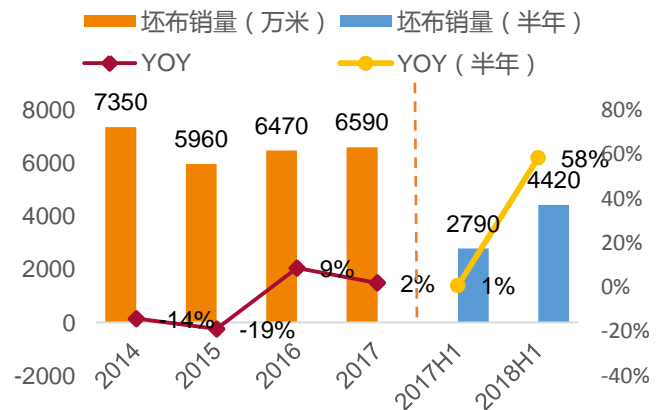
在 2017 年下半年越南北部的坯布工厂开始试生产后，坯布销量比去年同期大幅增加约 58.4% 至 4,420 万米，得益于越南布厂与纱厂的局部垂直整合，坯布的毛利率也显著提升至 15.6%。随着越南工厂更有效的垂直整合以及产品价值的提升，坯布的毛利率未来仍有提升的空间。2018H1 公司坯布业务实现营收 4.05 亿元，同比增长 51%。

图 20：公司坯布业务营收近年有所提升（百万元，%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 21：公司坯布业务销量逐年提升（万米，%）



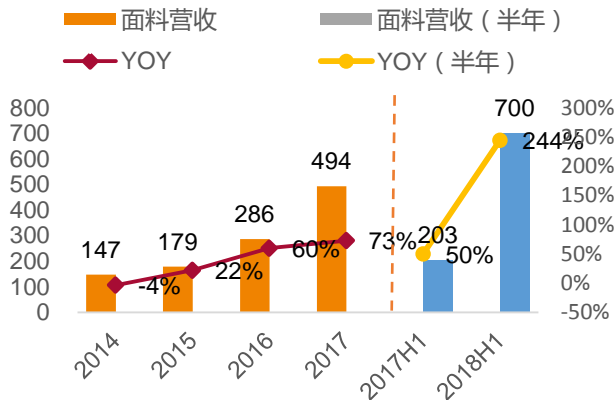
资料来源：公司公告、天风证券研究所

● **面料：通过收购整合扩大面料产能，未来盈利能力将逐步提升。**

公司于 2017 年 3 月收购年兴纺织公司相关资产，其中包括位于尼加拉瓜的梭织面料工厂，扩大公司面料业务的产能；同时公司在 2017 年底收购恒志剩余 51% 的股权（2016 年 5 月第一次收购恒志 49% 的股权），主要从事天虹海河工业区建立针织面料及印染厂，与公司上下游业务形成一体化；同时 17 年下半年越南北部梭织面料工厂进入试生产，进一步扩大面料产能。由此，2018H1 公司面料业务的销售收入达到约人民币 7.0 亿元，同比增长 244%。由于梭织面料业务还在起步阶段，毛利率目前只是低单位数，将整体面料业务的毛利率拉低至 9.3%；但自产针织面料 2018H1 的毛利率为 15.8%。我们认为在内部整顿提高生产及接单效率后，加上公司纵向一体化的产业链布局，面料业务的盈利能力在未来有望提

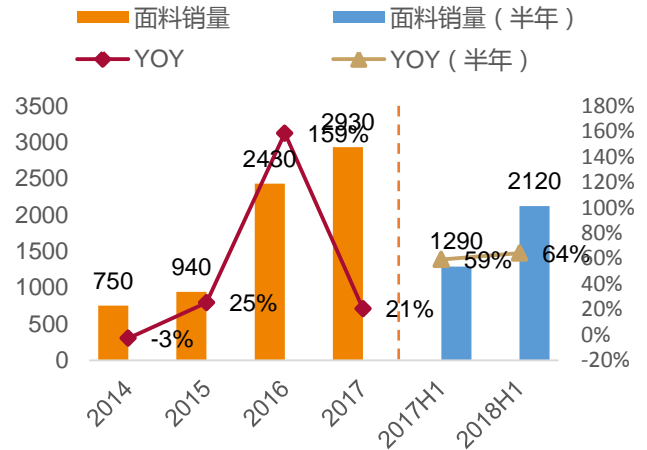
升至更佳水平。

图 22: 公司面料业务营收逐年提升, 18 年增长迅速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 23: 公司面料销量逐年提升 (万米, %)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

注: 由于单位不同, 18H1 针织面料未计入在上图, 上图为梭织面料销量

- **成衣业务: 通过收购和合作, 积累成衣业务生产和管理经验, 未来将继续拓展下游业务, 充分形成纵向一体化产业布局。**

从公司下游业务的产能扩张路径来看, 公司 2016 年对山东和柬埔寨的牛仔服装团队及生产线的调整改造, 提升了产能; 同时通过对越南广宁省天虹海河工业园区内兴建坯布厂、印染厂、牛仔服装厂; 之后开始进行行业内服装产能的收购和合作。

1) 2017 年 2 月公司与常州华利达服装集团有限公司签订了合资协议, 在越南天虹海河工业区共同投资建设服装生产工厂。作为优衣库优秀的供应商, 华利达具备服装生产的经验, 产品结构以中高档服装为主, 羽绒服、运动服、风衣等品牌的服装。公司通过与华利达服装公司的合作, 可以充分吸收成衣制造方面的生产管理经验; 同时华利达通过进驻越南工厂, 能够享受公司提供的基础设施服务, 并实现产业资源整合, 提升效率, 降低成本。

2) 2017 年 5 月公司收购了年兴纺织位于越南及柬埔寨两家牛仔服装工厂, 和一家位于柬埔寨的水洗厂、以及尼加拉瓜的染色厂。年兴纺织公司拥有约 16,000 名工人的生产团队, 对于牛仔裤的生产具备丰富的经验在收购完成后, 公司牛仔裤年产能增加约 1700 万件。由此, 在 2017 年公司生产并销售 1310 万条牛仔裤, 主要服务美国、日本及欧洲的客户, 并被收购业务的原有客户重新肯定, 能够更好地优化订单质量、平衡淡旺季生产以及进一步提升生产效率。

3) 公司目前牛仔裤业务的客户主要为日本东丽、美国鹰及快消品牌, 未来与 GAP 也将开展合作; 公司通过与下游优质品牌商的合作, 提升产品的知名度和竞争力, 并通过建立长久的合作关系, 与品牌商达成战略联盟。

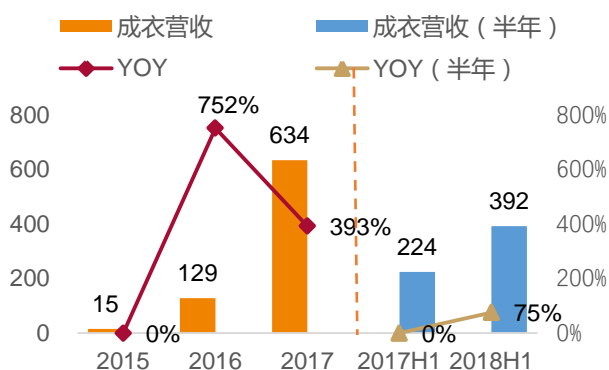
表 6: 公司收购年兴纺织旗下子公司及资产

公司名称	注册地	注册资本/法定股本	主营业务
Nien Hsing Garment (Vietnam) Co., Ltd.	越南	1900 万美元	制造牛仔裤
Chu Hsing Garment (Cambodia) Co., Ltd	柬埔寨	1400 万美元	制造牛仔裤
C Square Garment Finishing Co., Ltd.	柬埔寨		牛仔裤水洗处理
C Square Investment Co,m Ltd	萨摩亚	1500 万美元	独资控股公司
Foster Capital Management Inc.	萨摩亚		物业管理公司
Alpha Textil de Nicaragua, S.A.	尼加拉瓜		休闲服装面料染色
Zona Franca Mateare, S.A.	尼加拉瓜		根据出口加工区法案经营的运营公司

资料来源: 公司年报、天风证券研究所

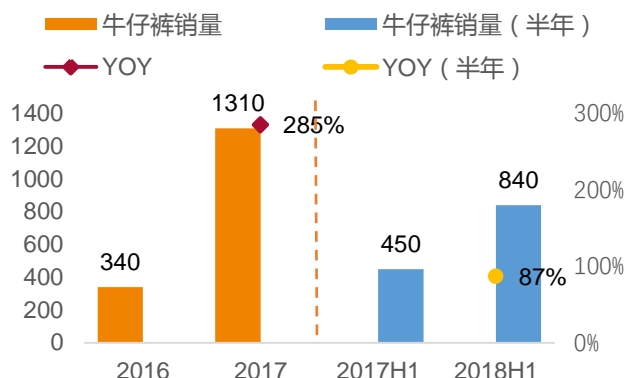
2018H1 牛仔服装销售金额同比增长 75%，占比持续上升。经过 2017 年的调整与磨合，牛仔服装业务更有效率的往前推进，2018 年 H1 公司将日本东丽国际的合作关系从纱线业务扩展到牛仔服装业务，完成了现有客户的进一步开发，牛仔服装销售金额约人民币 3.92 亿元，同比增长 75%，销量超过 840 万条。由于业务接单优化比预期中稍为缓慢，销量略低于预期（预期年销量 1,800 万条），目前毛利率水平还是偏低（2.8%），估计下半年调整完毕后将逐步好转。

图 24：公司成衣业务营收增长迅速（百万元，%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 25：公司牛仔裤业务逐步起步（万条，%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

我们认为公司选择成衣，而没有继续选择大力拓展中游的织布印染，主要是为了避免与核心客户直接竞争；未来天虹纺织的产业链延伸将分为三个部分：

- 1) 公司与常州华利达的合资公司将主攻外套业务，帮助天虹培育制衣工人，并介绍日本客户；
- 2) 年兴纺织将主要承担公司下游牛仔裤业务的拓展，尽快探索出主打产品；
- 3) 海河工业园的印染工厂将作为中间环节的试点工厂，最终将为工业园引入更多的中游环节合作企业，形成纵向一体化的产业链布局。

2.3. 业绩扰动因素：汇率：外币借贷规模减少且维持稳定，衍生工具对冲套期保值，汇兑损益规模近年较为稳定

我们认为汇率对于公司的业绩是扰动因素。公司的汇兑损益分为两个部分，首先是计入到公司财务费用中的融资活动产生的汇兑损益；其次是公司用以对冲融资活动汇兑损益而进行的衍生金融工具投资所产生的汇兑损益。

从公司借贷资金结构来看，16 年以来公司外币借贷占比有所下降，近两年维持在 50% 左右，外币借贷规模在 30 亿元左右，汇率变动仍然会对公司的融资活动产生的汇兑损益造成较大的影响。

表 7：公司外币借贷资金规模有所减少，近两年维持稳定（%）

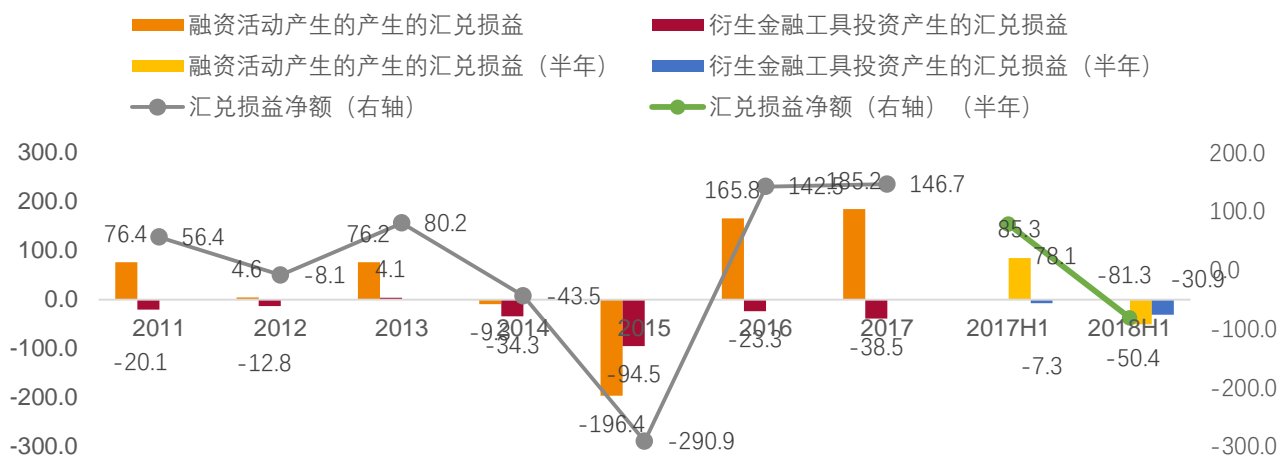
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
人民币	21%	35.30%	39.30%	9.20%	5.40%	3.40%	1.70%	21.30%	47.90%	41.40%
美元	79%	63.10%	60%	90.50%	94.40%	96.50%	98.30%	78.70%	48.70%	18.20%
港币		1.10%	0.70%	0.30%	0.20%	0.10%			3.40%	40.40%
越南盾		0.50%								

资料来源：公司公告，天风证券研究所

但总体来看，近年来公司的汇兑损益净额基本维持稳定。自 2015 年开始，公司汇兑损益规模大幅提升，当年实现汇兑损益-2.9 亿元，主要系公司拓展业务规模扩大所需的资本开支提升，同时公司购回 16 年 1 月到期的优先票据提升了银行借贷规模所致；此后公司加大对于汇兑损益的对冲力度，近年汇兑损益净额基本维持稳定。2018 年 H1 公司汇兑损益

为 8130.9 万元，其中融资活动产生的汇兑损益为 -5044.4 万元，衍生金融工具产生的汇兑损益为 3086.5 万元。主要系 18 年上半年人民币贬值，而公司的借贷资金中大概 50% 的资金为美元，使得公司的汇兑损益有所提升。但由于公司也进行了相关的衍生金融工具的对冲操作，加之近年公司借贷资金结构中外币占比开始减少，而下半年人民币贬值对于上半年的汇兑损益有一定的抵消，预计公司全年汇兑损益能够维持稳定。

图 26：公司汇兑损益净额近年基本维持稳定（百万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 27：人民币 18 年上半年升值，三季度开始持续贬值



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 未来战略：保持传统纱线业务的优势地位，通过越南海河工业园进行产业链垂直整合

对于公司未来的发展战略来看，对于中国内地区，公司将继续以纵深发展的道路为主，做好产品的专业化和差异化，打造产品竞争力，保持公司传统优势产品包芯纱的行业领先地位；而对于海外，公司希望形成以越南为主要基地的海外集群，实现纵向垂直一体化发展，打造上下游一体化的从纺纱、织造到终端纺织品的一条龙产业链。这将使得园区内的企业产生低成本效应和高产出效率

对于天虹纺织来说，在目前产业转移的大背景下，公司希望在海外能够形成集体发力的基地和平台，建设一个国际化、专业化的纺织产业园区。在这里我们想解释的是，公司并不是要将产业链的所有环节全部自己开发，而是将依托在越南的产业园，吸纳从纺纱、织造、

印染到针织、家纺、服装等产业链各个环节的企业进入，共同构建起一个大的产业联盟，与加入园区内的企业实现类似合伙人的制度模式，做到资源共享、优势互补、互助共赢。

图 28：天虹纺织推进产业一体化建设

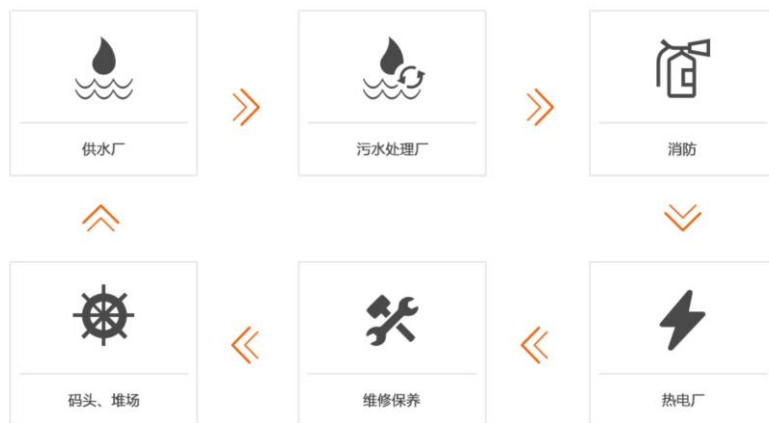


资料来源：公司官网、天风证券研究所

由此，天虹纺织集团自 2014 年开始，通过越南海河工业园进行纵向一体化布局，前期搭建园区内的基础设施，未来与入园的企业形成战略联盟，形成全产业链布局；而公司作为上市公司主体将主要负责上游纱线及下游成衣的制造，从而与园内负责其他生产环节的企业形成战略联盟，即公司通过上游业务既是中游企业的供应商，而通过下游业务又成为了中有企业的客户，提升与客户之间的合作的紧密度，也提升了公司的议价能力。

集团在 2013 年 8 月与越南广宁省政府签署战略合作协议，在广宁省海河海港工业园区内投资建设天虹海河工业区，占地面积 3300 公顷，总投资额度高达 250 亿美元，其中 10 亿美元用以园区内的基础建设，为园区的企业提供水、电、蒸汽、污水处理及仓储物流等配套设施。项目建设分成三期，全部建成后有望实现年产值 323 亿美元。其中项目一期占地 660 公顷，基础设施建设投入 2.15 亿美元，天虹纺织集团银河科技有限公司作为入园的第一批企业，位于园区的一期地块，占地约 40 公顷，拥有 50 万锭的产能规模。目前公司子公司天虹银河、天弘染整、天虹科技和兰雁牛仔服装等已经完成工业园入驻。

图 29：天虹海河工业园区基础服务体系



资料来源：公司官网、天风证券研究所

● 我们认为公司选择在越南建厂的原因主要有以下几点：

1) 地理区位优势：

中国对于越南的纱线等产品的需求较大，是越南纱线产品第一大进口国。而广宁省是越北的重点经济地区，属于“两廊一圈”经济发展战略；而海河县紧邻与中国接壤的芒街国际口岸，距广西省东兴市仅 30 公里路程，可以有效辐射中国内地市场。从越南芒街口岸及广西东兴口岸出发，到广州的公路运输距离约 650 公里、7 小时车程，到厦门约 1200 公

里、12 小时车程，路上物流到江浙仅需两天时间。

图 30：天虹海河工业园区具备地理区位优势



资料来源：公司官网、天风证券研究所

2) 成本优势：

我们希望从越南的人工、土地、能源、税收等方面来进行对比。

- ① 人工成本：首先，越南正处于劳动力红利期，年轻劳动力丰富低廉。截止 2017 年人口总数为 9370 万，人口中位数仅有 30.5 岁；一般工人月薪约 9.12 美元/天，低于当今中国平均劳动力成本。
- ② 土地成本：越南的工业用地购置成本相对国内较低，有些甚至可以获得永久产权。2017 年，越南胡志明工业区的平均地价范围为 75—80 美元/平方米，而根据中国产业信息网最新数据显示，18Q3 我国的工业用地地价为 120.35 美元/平方米，相比之下，越南土地成本具备较大的优势。
- ③ 能源成本：越南的平均工业用电价格约合 0.5 元/度，而中国国内各地区工业用电价格在 0.5-0.9 元/度之间。越南工业用水平均价格约合 3 元/立方米，而国内水费超过 4 元/立方米。
- ④ 税收优惠：越南为外资项目提供优惠税率：大部分企业可以享受“四免九减半政策”，即 3 年启动期内任何一个年度实现盈利即转入 4 年免税期，并在未来 9 年享受税收减半。

表 8：相比国内，越南地区成本优势显著

	水费 (元/立方米)	电费 (元/千瓦时)	人工成本 (美元/天)	土地成本
中国	4.1	0.67	16.72	120.35 美元/平方米
越南	3.12	0.51	9.12	75-80 美元/平方米 (越南胡志明工业区平均地价范围)

资料来源：隆安经济区 LEAZA、中国产业信息网、中国服装协会、中国电力智库、天风证券研究所

备注：汇率按照 1 美元=6.8796 人民币进行换算；工时按每天 8 小时计算。

2018 年 2 月 2 日，公司发布公告，海河工业区与天虹银河签订第一份协议，天虹银河收购海河工业区第一幅地块，占地 14.52 万平方米，收购价格 4,500 万人民币，主要是由于纱线市场需求较大，集团决定用第一幅地块扩充纱线产能，至此天虹银河已经收购工业区的三幅土地，用于建设纱线及坯布厂房。同时天虹科技与海河工业区签订第二份协议，以 8,380 万收购工业区第二幅地块，占地 26.97 万平方米。

未来，集团通过越南海河工业园区内的纵向一体化平台，建立护城河，能够减弱原材料波动对于业绩的影响，同时提升公司的盈利能力；另外有利于公司提升营运效率，节省库存、运输时间和成本，与园内企业形成战略联盟，实现共赢。

图 31：天虹海河工业园区鸟瞰图



资料来源：中国纺织经济信息网，天风证券研究所

4. 公司财务数据：盈利能力较好，经营性现金流较为稳健

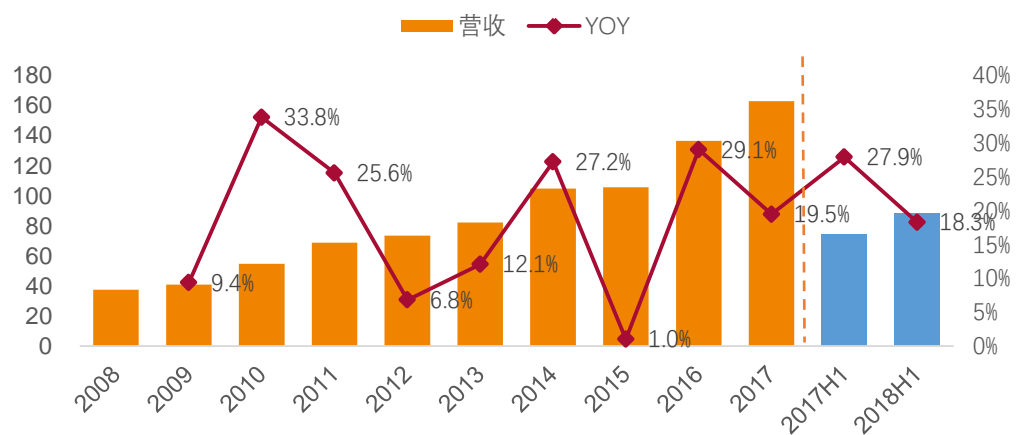
4.1. 业绩：业绩波动较大，主要是由于棉价波动对于公司业绩影响较大

前文已经提到，由于公司业绩与棉花价格高度相关，所以公司业绩增长存在一定波动，但整体规模持续提升。

1) 从营收来看，2018H1 公司营业总收入为 88.12 亿元，同比增长 18.3%；2008—2017 年公司十年的营收 CAGR 为 17.49%，公司规模稳步提升。

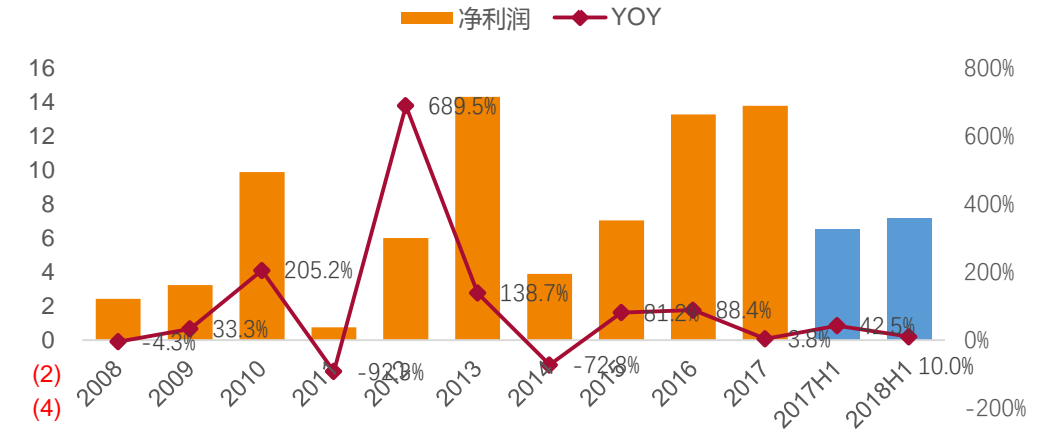
2) 从归母净利润来看，2018H1 实现归母净利润 6.02 亿元，同比下降 6.6%。主要系：公司 2017 年收购的牛仔服业务产生的一次性收益影响约 1.47 亿元，若剔除该收益，公司净利润实际同比增长 20.9%。2008—2017 年公司十年的净利润 CAGR 为 17.09%。

图 32：公司营业收入整体来看稳步提升，增速存在一定波动（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：公司净利润增速波动较大主要是受棉花价格影响（亿元，%）

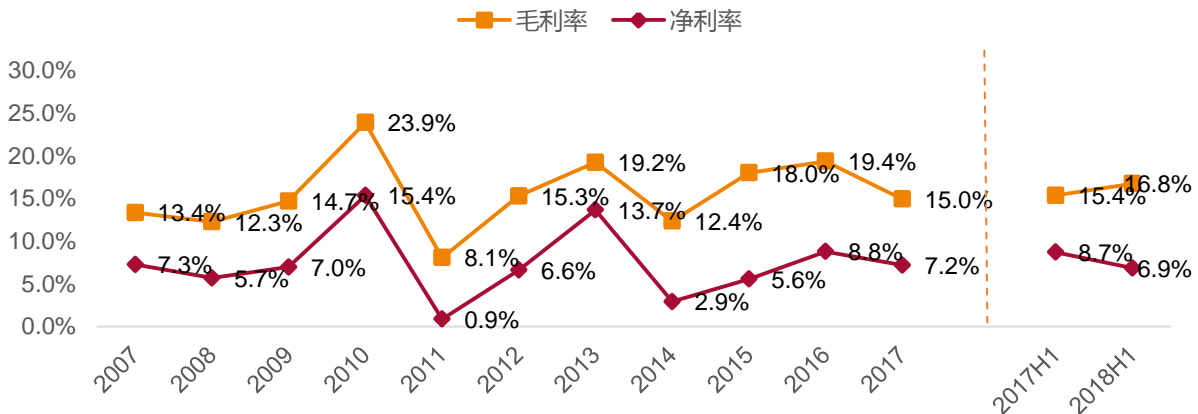


资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.2. 盈利能力：公司盈利能力较好，未来随着下游业务的拓展，毛净利率有望持续提升

公司的盈利能力与棉花价格水平相关性较高，波动较大。由于公司的主营产品为纱线，收入占总收入 80%左右，而纱线成本中大部分为原材料成本，所以棉花价格的波动会直接影响公司的盈利能力。2018H1 公司毛利率为 16.8%，相比去年同期略增 1.4pct；净利率为 6.83%，相比去年同期略降 1.89pct，若剔除一次性受益影响，公司 18 年上半年的净利率为 6.83%，相比去年同期略升 0.14pct，盈利能力较好。

图 34：公司盈利能力与棉花价格水平相关性较高，波动较大（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

若拆分业务来看：

1) **纱线业务**：目前公司上游纱线业务毛利率水平较高，2017 年纱线业务毛利率为 16.3%，同比下降 3.8pct，主要系 17 年上半年由于受到市场影响纱线产品价格承压。2018H1 纱线业务毛利率为 18.31%，同比提升 2.01pct，恢复到正常水平。

2) **坯布业务**：2018H1 得益于越南布厂与纱厂的垂直整合，公司坯布业务的毛利率得到显著提升，18H1 为 15.60%，相比去年同期提升 8.04pct。我们认为随着越南工厂更有效的垂直整合和产品价值的提升，公司坯布毛利率未来仍具备提升空间。

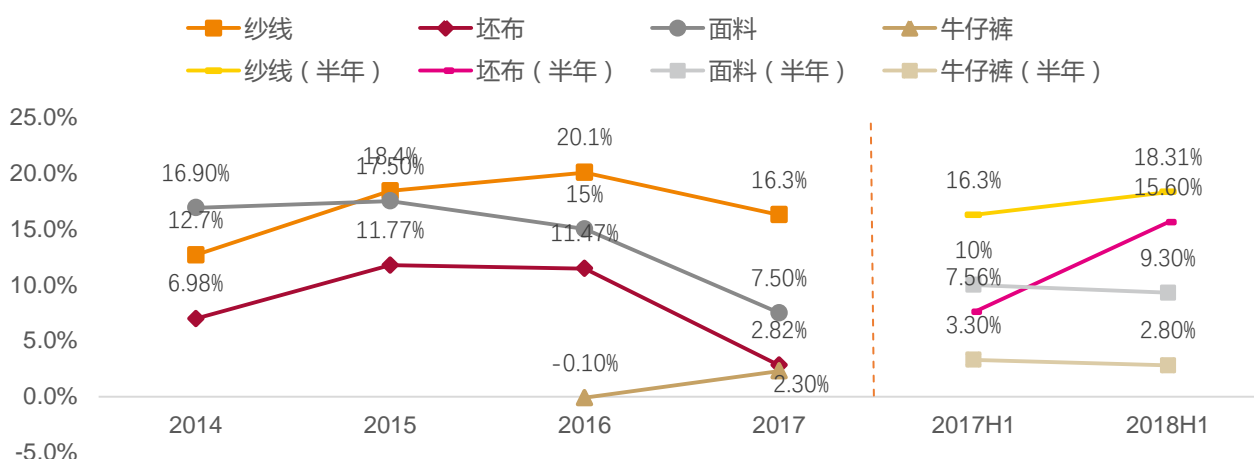
3) **面料业务**：公司的面料业务分为梭织面料和针织面料，由于目前梭织面料业务还在起步阶段，毛利率仅为 2.8%；而公司通过收购拥有的针织面料属于成熟业务，毛利率较高，为 14.5%，由此梭织面料略拉低整体面料业务的毛利率。2018H1 公司面料业务为 9.3%，同比下降 0.7pct。我们认为在收购针织面料工厂后，通过内部整顿提高效率；配合公司纱线

的深化垂直整合，公司面料业务将会得到进一步提升。

4) 成衣业务: 2018H1 毛利率为 2.8%，相比去年同期下降 0.5pct。目前公司成衣业务仍在起步阶段，接单优化比预期略慢，盈利能力仍旧偏低，预计在 2018 年下半年公司成衣业务调整完成后将有所好转。

我们认为，由于公司各个业务均具备产业链中垂直整合概念，虽然目前部分业务还处于培育发展期，但随着公司中下游产业一体化的推进，预期未来中下游业务的利润水平能够超过纱线业务，从而提升公司整体的盈利水平以及稳定性。

图 35：公司纱线及面料业务毛利率较高，但未来中下游盈利能力预计超过纱线业务（%）

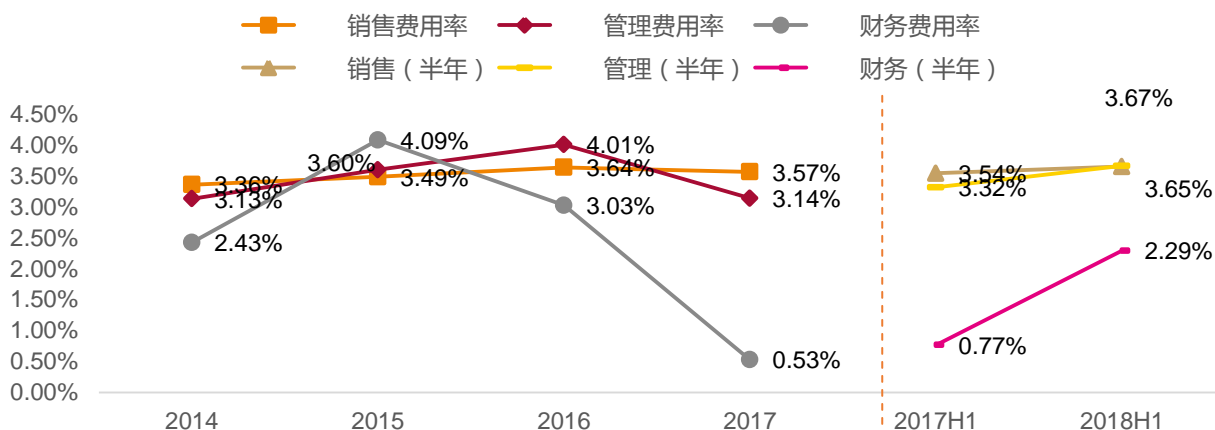


资料来源：Wind，天风证券研究所

从费用率来看，公司销售费用率和管理费用率比较稳定。2017 年公司销售费用率/管理费用率分别为 3.57%、3.14%，均有所下降，主要系随着公司产能的不断扩张，公司的销售规模不断扩大，其增长幅度高于公司费用增长复苏幅度。2018H1 公司销售费用率为 3.65%，相比去年同期略增 0.11pct；管理费用率为 3.67%，相比去年同期略增 0.35pct。

公司财务费用率波动较大。公司财务费用中占比较大的是贷款所支付的利息开支，其次为公司融资活动所产生的汇兑损益。2017 年财务费用率大幅下降 2.5pct 至 0.53%，主要是由于公司融资活动所得的汇兑损益大幅提升，为 1.85 亿元（16 年同期为 -1.66 亿元）；2018H1 公司财务费用大幅提升 1.52pct 至 2.29%，主要系公司而 2018H1 公司借贷增加人民币 5.71 亿元至人民币 61.20 亿元（2017H1：人民币 55.50 亿元），从而导致利息支出提高，促财务费用率提高；同时由于上半年人民币升值，使公司融资产生的汇兑损益达到 -5,044.4 万元（17 年同期为 8,531.7 万元），使公司财务费用率有所提升。

图 36：销售费用率变化不大，财务费用率 2018H1 有所上升

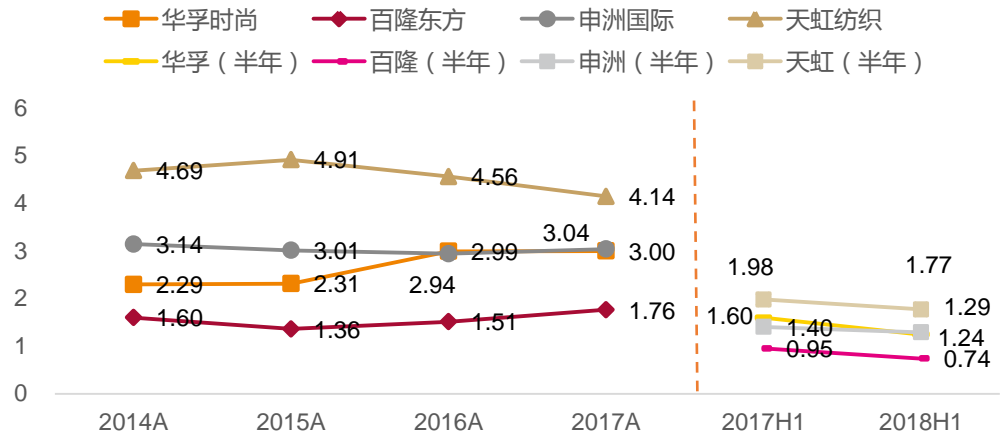


资料来源：wind，天风证券研究所

4.3. 营运能力：存货周转处于行业较高水平，应收账款结构良好

公司营运情况良好，由于收购及新增产能备货，公司存货周转率有所下降，但仍然保持行业较高水平。2017 年公司存货周转率为 4.14，同比下降 0.42 次，库存商品主要为原材料产品。公司 17 年存货周转率略有下滑主要系主要由于年内收购附属公司而带来的存货导致全年平均存货增加。2018 年上半年存货周转率 1.77 次，同比下降 0.21 次，主要原因是新增产能导致棉花存货水平增加。

图 37：公司存货周转率有所下降，但仍然保持行业较高水平（次）

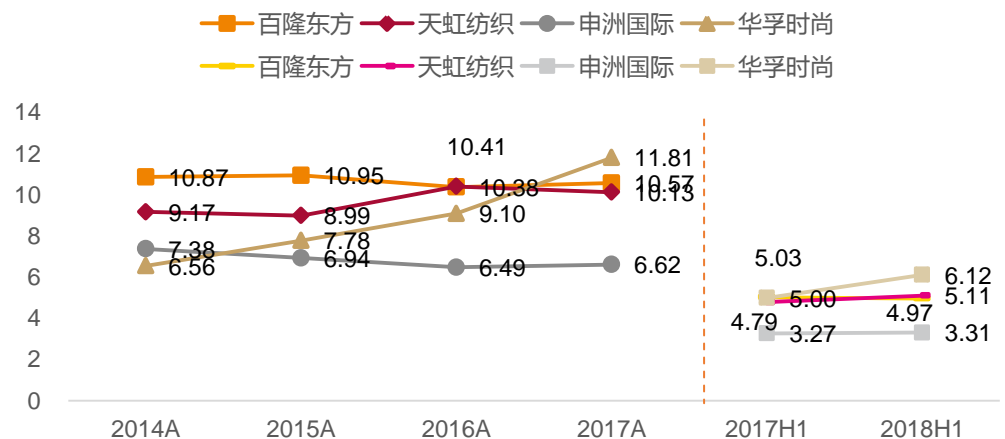


资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司应收账款周转率有所提升，且处于行业较高水平。2017 年公司应收账款周转率为 10.13，同比略降 0.28 次，2018 年上半年应收账款周转率为 5.11，同比增加 0.32 次。从账龄来看，18 年上半年 90 天及以上账龄的应收账款占比较小，为 15.73%，结构良好。

由于公司授予中国大陆客户信贷期为 90 日内，授予其他国家客户信贷期为 120 日内，随着公司海外布局的推进，海外销售占比的提升会导致应收账款回收期的延长，但公司实行差异化产品策略，拥有大批客户，不存在集中的信贷风险，预计应收账款周转率会维持在稳定水平。

图 38：公司存货周转率有所下降，但仍然保持行业较高水平（次）



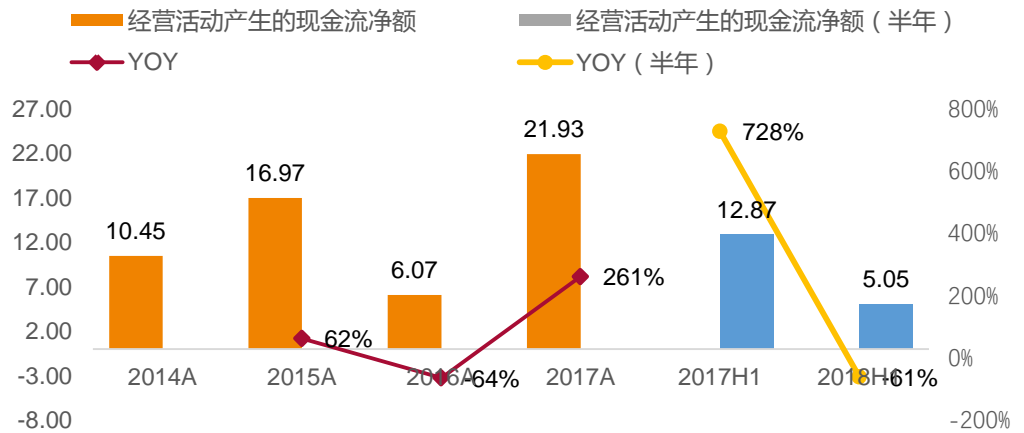
资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.4. 经营性现金流：现金流较为充足，整体保持稳健

从公司经营现金流来看，整体来看公司现金流较为充足，基本保持稳健，波动主要系原材料成本端波动所致。2017 年经营现金流净流入 21.93 亿元，同比大幅上升 261.47%，主要

由于 2016 年国内棉花供应商要求采用预付款方式结算，同时原材料采购现金流出大幅增加，而 2017 年情况缓解所致。2018 年上半年经营现金流净流入 5.05 亿元，同比下降 60.77%，主要由于公司销售成本受原材料影响较大，产能提升导致存货增加等因素导致。

图 39：行业公司经营现金流变动情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1. 预测假设及盈利预测

我们对于公司业绩进行如下假设：

1、上游纱线业务：

量：公司 18 年全年纱线销售目标为 70 万吨，由于公司未来将持续扩充纱线产能，与公司不断扩大的下游业务形成纵向一体化产业链整合，我们给予公司未来三年每年 10% 左右的产能扩张增速，销量增速给予每年 10% 左右。

价：由于棉花需求缺口仍存，棉价中长期将温和上涨，拉动公司产品价格的稳步提升，所以我们给予公司产品价格 3% 左右的上涨幅度。

量价两个因素叠加，公司纱线业务营收增速在 11%--12% 左右。

2、下游业务：

公司 18 年对于下游业务的销售目标如下：

坯布：8000 万米；

面料：梭织面料 4000 万米；针织面料 18000 吨；

成衣：牛仔服装：1800 万件。

同时公司在未来将继续大力拓展下游业务，下游业务的营收增速预计将实现较快增长。在公司产业链不断整合的过程中，坯布、面料、成衣产品的毛利率将稳步提升，促公司盈利能力的进一步提升。

由此我们预计公司 18—20 年实现营收分别为 190.50 亿元、215.87 亿元、247.42 亿元，同比增长 16.8%、13.3%、14.6%；预计实现归母净利润 13.49 亿元、15.60 亿元、18.11 亿元，同比增长 17.2%、15.6%、16.1%。预计 18—20 年 EPS 为 1.47/1.70/1.98 元，对应 PE 为 5.61/4.85/4.18 倍。

表 9：盈利预测（百万元）

(百万元, %)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
纱线业务							
收入	9623	9835	12625	14580	16283	18234	20497
YOY	33.43%	2.21%	28.36%	15.49%	11.68%	11.98%	12.41%
毛利率	12.7%	18.4%	20.1%	16.3%	17.5%	17.6%	17.8%
销量（万吨）	43.2	47.7	59.9	64.7	70.0	75.8	82.3
YOY	52.11%	10.50%	25.68%	8.02%	8.11%	8.30%	8.50%
平均单价（元/吨）	22296	20622	21063	22519	23262	24053	24919
YOY	-12.17%	-7.51%	2.14%	6.91%	3.30%	3.40%	3.60%
坯布业务							
收入	701	545	608	599	705	870	1093
YOY	-18.97%	-22.16%	11.52%	-1.56%	17.75%	23.42%	25.66%
毛利率	6.98%	11.77%	11.47%	2.82%	15.2%	15.30%	15.50%
面料							
收入	146.7	179.0	285.8	493.6	1260.5	1460.5	1799.6
YOY	-3.51%	22.03%	59.70%	72.67%	155.39%	15.87%	23.22%
梭织面料	146.7	179.0	285.8	493.6	595.7	650.8	770.8
YOY	-3.51%	22.03%	59.70%	72.67%	20.69%	9.25%	18.45%
针织面料					664.8	809.7	1028.7
YOY						21.8%	27.1%
毛利率	16.90%	17.50%	15%	7.50%	9.07%	9.65%	10.39%
梭织面料	16.90%	17.50%	15%	7.50%	3.00%	3.50%	4.50%
针织面料					14.50%	14.60%	14.80%
牛仔裤业务（服装）							
收入			129	634	802	1022	1352
YOY				392.89%	26%	28%	32%
毛利率			-0.10%	2.30%	2.80%	4%	5%
营业总收入	10470.32	10574.85	13647.74	16306.38	19050.58	21587.31	24742.02
YOY	27.2%	1.0%	29.1%	19.5%	16.8%	13.3%	14.6%
毛利率	12.4%	18.0%	8.8%	15.0%	16.2%	16.3%	16.5%

资料来源：Wind、天风证券研究所

5.2. 相对估值

我们选取行业内其他可比公司：百隆东方、华孚时尚、联发股份、鲁泰 A 以及新野纺织计算 19 年行业平均估值为 8.81 倍。考虑到公司作为包芯纱线领域绝对龙头，且未来公司下游业务将持续拓展，将继续提升公司盈利能力和业绩规模，根据行业可比估值，我们给予公司 19 年 9 倍 PE，对应目标价 15.3 元人民币。

表 10：相对估值

行业可比公司	2018PE	2019PE	2020PE
鲁泰 A	10.07	9.12	8.41
联发股份	8.57	8.46	7.95
华孚时尚	10.34	8.50	7.36
百隆东方	12.98	11.19	9.77
新野纺织	8.08	6.76	5.67
平均	10.01	8.81	7.83

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

棉花价格波动风险、下游业务拓展不及预期、公司纱线业务产能扩张不及预期、政治风险、汇率波动风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com