

孚日股份 (002083.SZ)

国内最大毛巾供应链厂商，未来业绩稳步增长

核心观点：

● 毛巾消费市场未来发展空间广阔

根据中国产业信息网统计，15年我国毛巾类制品产量达90.3万吨，销售规模达705.83亿元，预计未来仍以4%左右速度稳定增长。出口方面，我国毛巾产品结构升级，随着外需复苏、人民币贬值，我国毛巾出口在16年迎来拐点，增长13.42%。内销方面，我国人均毛巾使用量与发达国家相差较远，仅为欧美的1/7，日本的1/8，消费升级趋势下毛巾消费提升空间大。

● 公司是国内毛巾龙头企业，未来业绩将保持稳定增长

根据年报，公司是国内规模最大的毛巾供应链厂商。外销出口环境较好：1)人民币汇率显著低于16年平均水平，17年出口收入有望超过去年；2)出口竞争对手Welspun等公司出现产品问题，订单向公司流入。内销有望成为新增长点：1)公司产品竞争力强，自有品牌“洁玉”、“孚日”在国内毛巾市场上占有率分列第三、第四；2)受雄安新区影响，国内毛巾主产地高阳产能可能收缩，公司有望获取更多订单；3)公司发挥优质供应商的ODM优势，通过“网易严选”、“米家”等精选电商销售产品效果非常好。

● 员工持股和控股股东增持彰显公司未来发展信心

公司第一期员工持股计划于16年10月31日完成购买，共购买975万股，均价7.01元/股，占总股本1.07%，锁定期一年，存续期三年。孚日控股自16年11月以来连续增持1816万股，占总股本2%，增持期间市场成交均价在7.10元/股以上，员工持股、控股股东增持充分彰显公司发展信心。

● 17-19年业绩预计分别为0.52元/股、0.62元/股、0.74元/股

公司产能拟扩张8%-10%；人民币贬值利好出口；内销快速增长。预计17年EPS 0.52元/股，对应PE 14倍，低于行业平均19倍，维持买入评级。

● 风险提示

汇率波动风险；消费低迷风险；人力成本上升风险；对外投资风险；

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4205.27	4374.98	4648.98	5043.08	5472.82
增长率(%)	-7.65%	4.04%	6.26%	8.48%	8.52%
EBITDA(百万元)	942.25	942.25	1064.68	1194.51	1338.73
净利润(百万元)	310.80	378.16	474.00	566.77	670.78
增长率(%)	325.04%	21.68%	25.34%	19.57%	18.35%
EPS(元/股)	0.34	0.42	0.52	0.62	0.74
市盈率(P/E)	23.37	16.98	14.31	11.97	10.11
市净率(P/B)	2.43	2.01	1.95	1.76	1.56
EV/EBITDA	10.79	9.05	8.12	7.04	6.04

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

7.47元

前次评级

买入

报告日期

2017-05-31

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	908/856
流通A股市值(百万元)	6,456
每股净资产(元)	3.51
资产负债率(%)	55.22
一年内最高/最低(元)	7.50/5.70

相对市场表现



分析师：

糜韩杰 S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

孚日股份(002083.SZ)：人民币贬值提升毛利率，17年

Q1业绩高增长

孚日股份(002083.SZ)：公

司经营效率提升，全年业绩稳

健增长

孚日股份(002083.SZ)：四

季度业绩表现亮眼，带动全年

业绩高增长

联系人：

张萌 021-60750604

zmeng@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、公司简介：国内毛巾龙头企业	4
1、公司现有业务概述	4
2、公司近年营业收入和净利润情况	5
二、中国毛巾市场空间广阔	6
1、中国为世界最大的毛巾生产国	6
2、出口市场触底反弹，中高端市场优势明显	7
3、消费升级趋势下内销市场发展空间大	9
三、公司未来业绩保持稳定增长	9
1、外销受益于人民币汇率贬值，未来将稳定增长	9
2、内销市场开拓顺利，有望成为新的业绩增长点	11
四、员工持股、股东增持彰显发展信心	12
五、盈利预测与投资评级	13
六、风险因素	14
1、汇率波动风险	14
2、市场风险	14
3、人力成本上升风险	14
4、对外投资和新业务开拓风险	14

图表索引

图 1: 2016 年公司营业收入构成.....	4
图 2: 公司近年营收来源结构.....	4
图 3: 公司近年营业收入情况.....	6
图 4: 公司近年净利润情况.....	6
图 5: 公司近年毛利率、净利率情况.....	6
图 6: 公司近年期间费用率情况.....	6
图 7: 12-15 年中国毛巾类制品产量走势.....	7
图 8: 12-15 年中国毛巾类制品销售规模走势.....	7
图 9: 16-21 年中国毛巾类制品产量预测.....	7
图 10: 16-21 年中国毛巾类制品销售规模预测.....	7
图 11: 2014 年世界主要毛巾出口国占比.....	8
图 12: 中国毛巾出口金额及增速.....	8
图 13: 毛巾主要出口国出口均价 (美元/吨).....	8
图 14: 毛巾主要进口国进口均价 (美元/吨).....	8
图 15: 2014 年中国与发达国家人均毛巾消费量对比.....	9
图 16: 中国、美国、全球实际 GDP 增速对比.....	9
图 17: 美元兑人民币中间价.....	10
图 18: 日元兑人民币中间价.....	10
图 19: 欧元兑人民币中间价.....	10
图 20: 卢布兑人民币中间价.....	10
图 21: 国内毛巾销售市场占有率.....	11
图 22: 2012 年中国毛巾出口货源地.....	11
图 23: 米家“最生活毛巾”.....	12
图 24: 网易严选“阿瓦提长绒棉毛巾”.....	12
表 1: 公司子公司的产业布局.....	5
表 2: 公司控股股东及实际控制人近两年增持情况.....	13
表 3: 可比公司.....	14

一、公司简介：国内毛巾龙头企业

1、公司现有业务概述

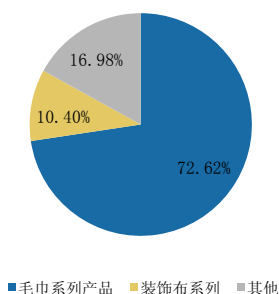
孚日股份成立于1987年，于2006年在深交所上市。公司主要生产和经营毛巾、床上用品、装饰布艺等家用纺织品，是全球最大的家用纺织品公司之一，产品远销国内、美国、日本、欧盟以及俄罗斯、澳大利亚、中东等市场。经过多年发展，目前已经成为以家用纺织品为主导产业，集国内外贸易、地产、热电、电机等多元产业于一体的综合性企业集团。公司形成了领跑行业的技术装备优势，拥有世界一流水平的织造、印染及后整理等各类生产设备，配套热电、自来水等关联企业，形成了研发设计、棉纺加工、家用纺织品制造、国内外销售一体化的完整产业链。

公司一直专注毛巾系列产品、床上用品和装饰布艺产品的研发设计、生产供应、渠道建设和品牌推广，尤其是毛巾，是公司的核心产品。2016年，公司毛巾系列产品占营业收入72.62%，装饰布系列产品占营业收入10.40%，其他业务收入占营业收入16.98%。

公司产品市场分为出口和内销两个部分，出口是公司产品的主要销售渠道，而近年来公司开始将内销市场的开拓作为新的发展方向。2012年以来，公司国外收入占比64%以上，2015年高达68.32%，为近五年最高值。同期，国内销售占比稳定在31%-35%。

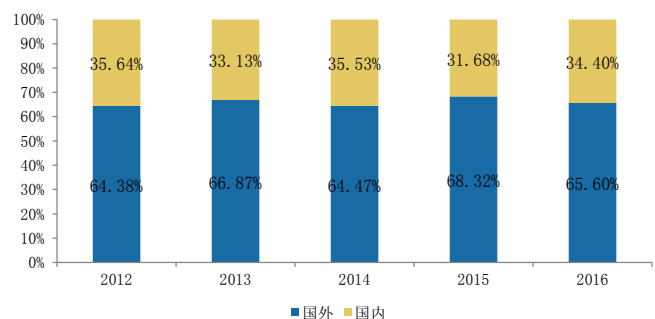
出口方面，孚日是中国规模最大、出口金额最多的专业家用纺织品生产厂商，产品主要销往日本、美国、欧洲、俄罗斯等十几个国家和地区，连续18年保持家纺行业出口销售额第一。在公司创建初期，受到贸易政策限制，出口欧美存在障碍，公司将日本市场作为出口业务的突破口，日本市场对于产品质量的苛刻反而为公司做精毛巾产品创造了良好条件，为公司后期出口业务的快速发展打下了坚实的基础。内销方面，公司拥有“洁玉”及“孚日”两个著名品牌，定位于中高端消费群体，在国内市场拥有较强竞争力。

图1：2016年公司营业收入构成



数据来源：公司年报；广发证券发展研究中心

图2：公司近年营收来源结构



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

除了家纺业务以外，公司还涉足房地产业务、热电业务等，2014年公司彻底剥离连

续亏损的光伏项目。2015年6月，受电力制度改革影响，公司设立全资子公司山东孚日售电有限公司，出资额3000万元，以推进产业链整合，发挥自身具备热电公司优势，为上下游客户提供售电业务；2015年8月，公司设立全资子公司北京信远昊海投资有限公司，出资额2亿元，以整合产业经营与资本经营，扩展业务领域。公司在保持家纺主业稳定增长的同时，利用自身优势，不断寻找新的利润增长点，以实现企业长期、快速发展。

表 1: 公司子公司的产业布局

子公司名称	经营地	主营业务	持股比例	子公司名称	经营地	主营业务	持股比例
高密市孚日自来水有限公司	山东高密市	自来水	100%	潍坊宏远纺织有限公司	山东高密市	工业	100%
高密市孚日地产有限公司	山东高密市	房地产	100%	高密双山家纺有限公司	山东高密市	工业	60%
山东高密高源热电有限公司	山东高密市	热电	100%	高密梦圆家居有限公司	山东高密市	工业	100%
高密万仁热电有限公司	山东高密市	热电	100%	孚日集团平度家纺有限公司	山东平度市	工业	100%
博莱国际工贸有限公司	香港	贸易	100%	孚日集团胶州家纺有限公司	山东胶州市	工业	100%
上海孚日家纺科技有限公司	上海市	商业	100%	孚日集团高密阁家家纺有限公司	山东高密市	工业	100%
北京信远昊海投资有限公司	北京市	投资	100%	泰来家纺有限公司	香港	商贸	51%
山东孚日售电有限公司	山东高密市	商业	100%				

数据来源：公司年报；广发证券发展研究中心

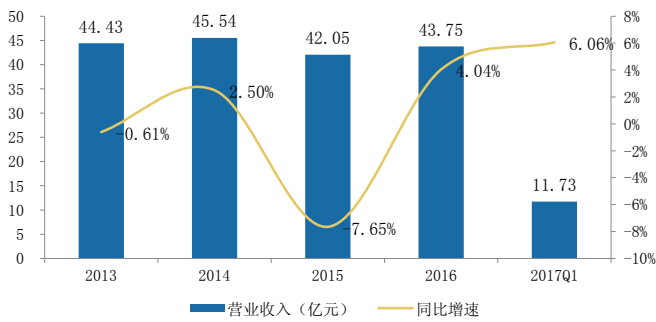
2、公司近年营业收入和净利润情况

2010年至今，公司主营收入维持在42-46亿元左右。净利润近年来快速增长，至2016年达历史峰值，达到3.78亿元。近年公司毛利率与净利率稳定提高。销售费用率趋于稳定，低于4%，管理费用率近年呈下降趋势，财务费率整体略有下降，2016年达历史最低值2.51%。

近年来，公司针对国际市场改进市场结构与产品结构，增加产品附加值，不断提高质量，开发新产品与新市场；针对国内市场，公司采取多方面措施推动市场平稳增长，如加强品牌推广和渠道扩展，优化营销渠道，提高线上运营能力等，2016年内销收入同比增长8%。

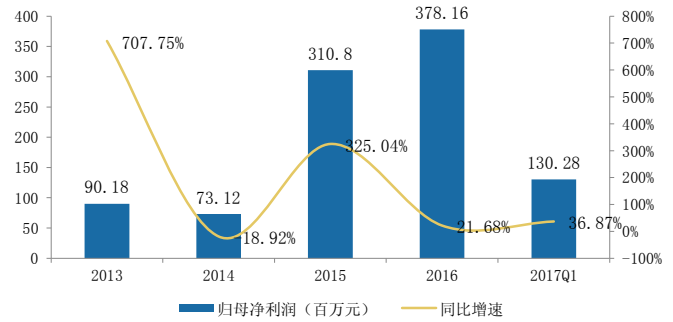
2016年公司营业收入43.75亿元，同比增长4.04%，销售表现稳健，其中完成出口额4.33亿美元，仍居中国家纺行业第一；实现归母净利润3.78亿元，同比增长达21.68%。归母净利润增长的原因有：（1）人民币贬值利好出口业务，出口业务毛利率同比提升3.55个百分点。（2）采购、生产效率提升，其中综合织机运转效率提高了5.5%，综合采购成本明显下降，带动产品毛利率提升。（3）期间费用率下降1.35个百分点，达到10.41%，主要是因为受基准利率下降影响，财务费用率下降近1个百分点。

图3: 公司近年营业收入情况



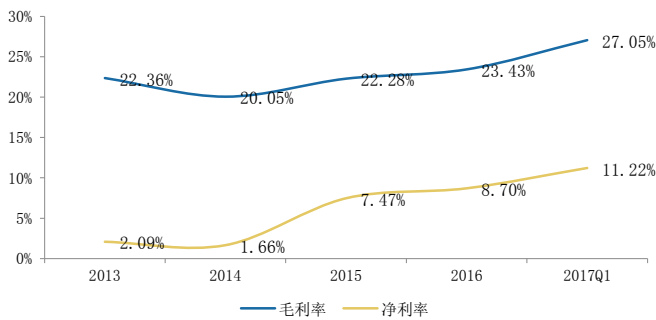
数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

图4: 公司近年净利润情况



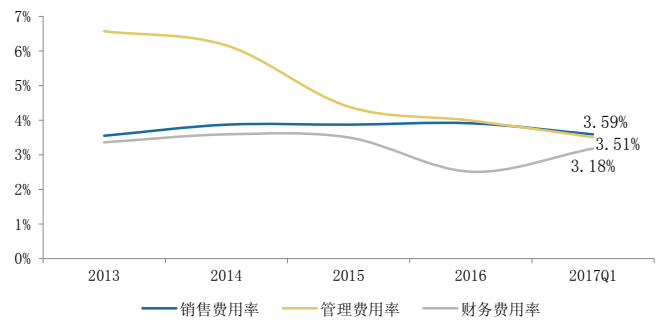
数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

图5: 公司近年毛利率、净利率情况



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

图6: 公司近年期间费用率情况



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

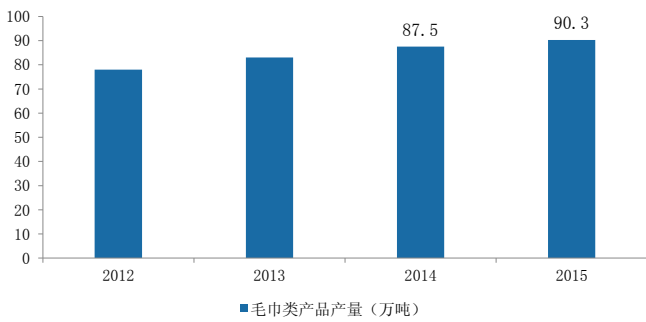
二、中国毛巾市场空间广阔

1、中国为世界最大的毛巾生产国

广义的毛巾类制品主要包括枕巾、毛巾、浴巾、沙滩巾、地巾、方巾、澡巾及其他盛洗织物，要求具备良好的吸湿性、保温性和柔软性。毛巾类制品上游主要为棉花纱线及化学纤维产业，下游主要是家庭消费者、酒店等。凭借着丰富的原材料资源、巨大的劳动力优势，以及完备的家纺产业链，中国成为了世界上最大的毛巾生产国，产量约占全球的三分之一。

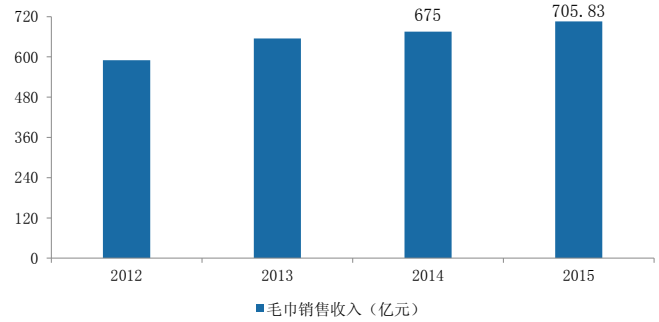
根据中国产业信息网统计，2015年我国规模以上毛巾类制品制造企业数量达到297家，近年来行业优胜劣汰实现产业升级，部分中小型企业或经营不善企业逐渐退出。在行业内企业数量略有减少的情况下，我国毛巾类制品产量及销售规模仍保持稳定增长趋势，2015年我国毛巾类制品产量达到90.3万吨，同比增长3.18%；而2015年我国毛巾类制品销售规模达到705.83亿元，同比增长4.57%，整个行业的产品结构逐渐优化升级，从而实现量价齐升。

图7: 12-15年中国毛巾类制品产量走势



数据来源: 中国产业信息网; 广发证券发展研究中心

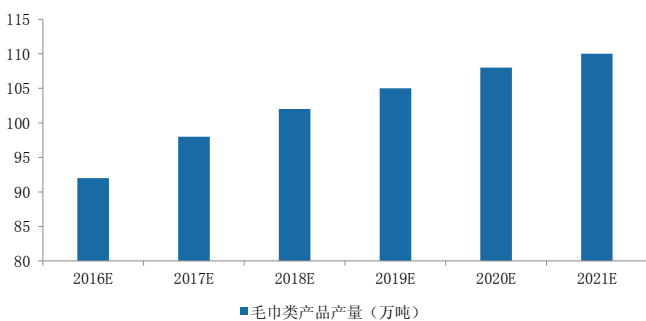
图8: 12-15年中国毛巾类制品销售规模走势



数据来源: 中国产业信息网; 广发证券发展研究中心

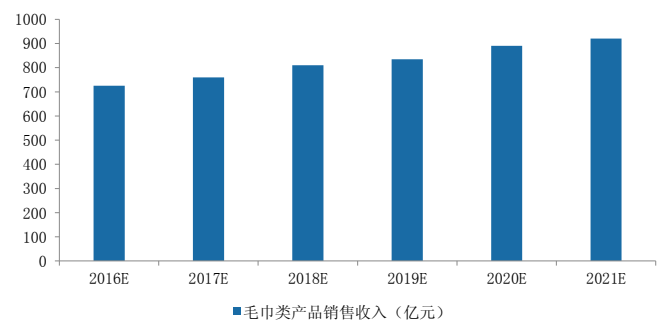
虽然前几年,我国毛巾类制品行业的发展遇到诸多不确定因素的影响,但是作为日常消费品,随着全球经济的企稳、外需回暖,以及国内消费升级,毛巾市场的增长仍值得期待。根据中国产业信息网预测,未来我国毛巾类制品产量和销售规模仍将以4%左右的增速增长,预计到2020年,我国毛巾类制品产量将突破110万吨,而毛巾类制品的销售规模将突破900亿元。

图9: 16-21年中国毛巾类制品产量预测



数据来源: 中国产业信息网; 广发证券发展研究中心

图10: 16-21年中国毛巾类制品销售规模预测



数据来源: 中国产业信息网; 广发证券发展研究中心

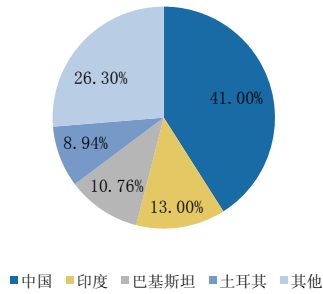
2、出口市场触底反弹,中高端市场优势明显

根据联合国商品贸易数据库统计,我国是世界上最大的毛巾产品出口国,2014年,在单个毛巾品类的出口方面,我国贡献了全球约41%的贸易量,第二名印度占比仅为13%。出口市场的表现对于我国毛巾产业的发展意义重大。2008年之后,受到全球金融危机的影响,海外经济增速下滑,外需相对低迷,而我国劳动力成本逐渐上升,对于毛巾出口业务造成了较大的影响。

为了应对挑战,我国毛巾产业进行了自我调整升级,首先增强中高端产品的竞争力,提升设计、研发能力;其次在采购、生产方面提高运营效率,降低单位成本。随着海外主要经济体企稳增长,外需弱复苏,叠加人民币汇率大幅贬值,我国毛巾产品

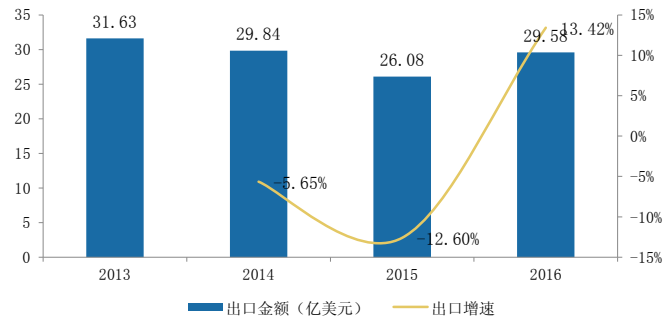
出口在2016年迎来了拐点，出口金额同比增长13.42%，而2014、2015年毛巾出口金额分别下滑5.65%和12.60%。从量价关系来看，出口增长主要由数量驱动，2016年我国毛巾出口数量增长12.38%，出口价格增长0.93%

图11: 2014年世界主要毛巾出口国占比



数据来源: 联合国商品贸易数据库; 广发证券发展研究中心

图12: 中国毛巾出口金额及增速

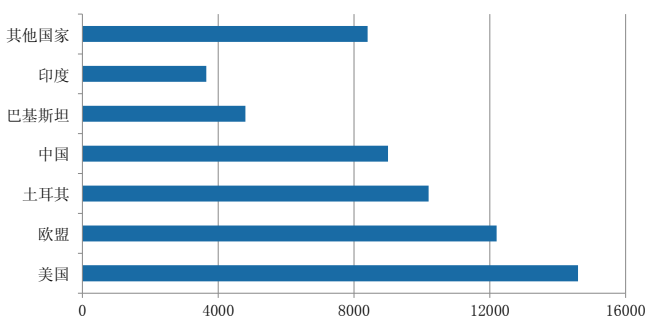


数据来源: 中家纺; 广发证券发展研究中心

我国毛巾出口以中高档毛巾为主，而欧美日等发达国家进口的主要是中高档毛巾，在中高档毛巾市场方面，我国占据了较为有利的优势地位。根据联合国商品贸易数据库统计，出口毛巾产品均价最高的是美国和欧盟，每吨产品价格约在1.2-1.5万美元；而中国出口毛巾每吨价格约在9000美元左右；印度、巴基斯坦等国家毛巾产品大部分为低端产品，均价约为4000美元左右。

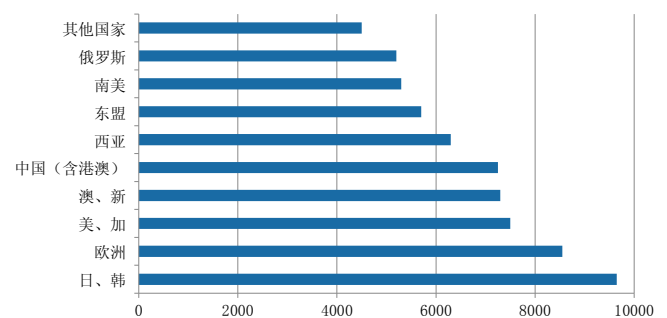
我们认为欧美日等发达国家对产品品质要求较高，中国毛巾定位于中高端，不断提高设计能力、工艺水平，尝试新功能开发，与低端产品进行区隔，符合消费升级的要求，能够维持较强的竞争力。根据外展网调查，毛巾等家纺产品在欧美主要通过大型家纺零售商如Wal-mart、Target、Jc-Penney进行销售，巨大的销售量使得这些零售企业对于海外供应商的产品质量、供货及时性、生产技术、包装、专利保护等方面提出较高要求。而欧美消费者对于中高档毛巾产品较为青睐，一方面，热衷于优质纯棉产品；另一方面，喜欢人性化、功能性的新型毛巾产品，如无捻纱产品、埃及长绒棉产品、PIMA棉产品、竹纤维产品、莫代尔产品、甲壳素抗菌纤维产品。

图13: 毛巾主要出口国出口均价 (美元/吨)



数据来源: 联合国商品贸易数据库; 广发证券发展研究中心

图14: 毛巾主要进口国进口均价 (美元/吨)



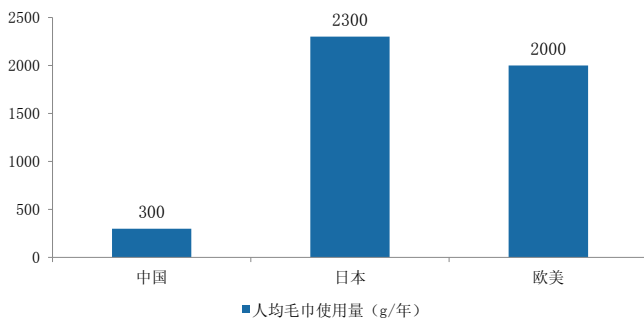
数据来源: 联合国商品贸易数据库; 广发证券发展研究中心

3、消费升级趋势下内销市场发展空间大

与海外市场相比，中国市场消费升级趋势愈加明显。我们认为国内毛巾市场有广阔的发展空间。中国毛巾市场的发展主要有两方面驱动，一方面是人均毛巾使用量的提升，另一方面是使用中低端产品向使用中高端产品过渡。

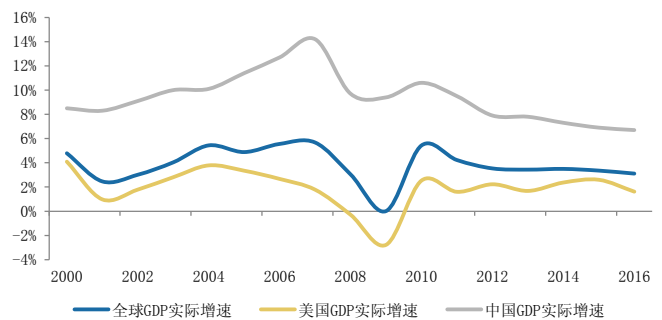
根据中家纺统计数据，2014年我国人均毛巾使用量仅为300克/年，而欧美等国家人均毛巾使用量达到1800-2200克/年，日本更是达到人均2300克/年。我国毛巾使用量与海外发达国家相比仍处于较低水平，未来提升空间较大。而与此同时，虽然我国经济增长速度在逐渐下降，但是仍显著高于全球平均水平。伴随着经济稳定增长，新时代消费群体的壮大，我国居民对于健康生活方式的追求是大势所趋，毛巾使用量将稳步提升。此外，我国旅游产业、休闲美容产业迅速崛起，酒店、餐饮、航空、铁路、美容美发店对于毛巾的需求也与日俱增，第三产业的快速成长对于毛巾市场的拉动作用显著。

图15: 2014年中国与发达国家人均毛巾消费量对比



数据来源: 中家纺; 广发证券发展研究中心

图16: 中国、美国、全球实际GDP增速对比



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

三、公司未来业绩保持稳定增长

1、外销受益于人民币汇率贬值，未来将稳定增长

根据公司年报，孚日股份是中国规模最大、出口金额最多的家用纺织品供应链厂商，龙头地位稳固，具有不可超越性。公司自上市以来出口较稳定，年出口收入维持在25-31亿元水平，近五年均在29亿元左右，远高于其他出口企业。其中美国、日本、欧洲是公司的传统出口市场，而俄罗斯、中东地区是公司后续开发的新兴市场。

目前的出口环境较为有利，有助于公司外销业务实现稳定增长。公司出口环境较好主要体现在人民币汇率贬值上，此外印度毛巾厂商出口遇困也对公司海外业务有积极意义。

自2015年8月汇改以来，人民币大幅贬值，美元持续走强。而2016年人民币兑美元和俄罗斯卢布也处于持续贬值趋势之中，此外2016年年底开始，人民币兑日元、欧元重新开启贬值通道。人民币汇率贬值大幅刺激了服装家纺出口，公司主营收入随之受益。

目前美元、日元、欧元、卢布兑人民币汇率都处于阶段性高位，显著高于2016年平均水平。我们预计公司2017年将继续受益于人民币贬值，公司全年的出口收入有望超过去年。

图17: 美元兑人民币中间价



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图18: 日元兑人民币中间价



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图19: 欧元兑人民币中间价



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图20: 卢布兑人民币中间价



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

印度是除中国之外，毛巾产品出口规模最大的国家，据商业网站QUARTZ报道，2016年下半年起，美国第二大零售商Target公司决定终止与印度纺织品生产商Welspun公司之间的合作，主要是因为Welspun公司提供了仿造埃及棉床单。

Welspun印度公司作为全球最大的纺织品生产商之一，基本上满足了美国、英国及欧洲市场的需求，Welspun印度公司也是美国毛巾市场的最大海外供应商，据其年报显示，在美国市场上售卖的每5条毛巾中就有一条是Welspun印度公司生产。

我们认为Welspun公司对美出口遇挫一方面折射出欧美国家对于产品品质的苛求，另一方面对于孚日股份出口美国市场业务将产生一定积极影响。

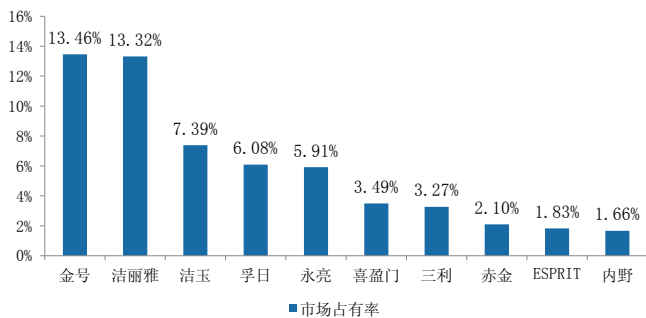
2、内销市场开拓顺利，有望成为新的业绩增长点

公司通过长期的毛巾出口业务积累了丰富的毛巾生产经验，和极高的毛巾生产能力。近年来公司将内销市场的开拓上升到战略层面，目前公司内销市场的开拓非常顺利。2016年，公司内销收入同比增长8%，其中孚日品牌经过推出“A+生活”新理念，调整产品结构，经销商质量进一步优化，全年销售同比增长29%，品牌形象明显提升；洁玉品牌通过重组渠道运营模式，营造多种销售业态，形成了商超、实体店、电子商务、团购、直销、线上线下联动的多核驱动营销新格局，全年销售收入同比增长9%。

我们认为内销业务有望成为公司新的业绩增长点。首先，公司自身产品质量过硬、品牌形象优质，近年来品牌运营、营销渠道不断优化，内销市场竞争力大幅提升；其次，受雄安新区设立影响，国内毛巾主产地高阳地区的毛巾产能可能被限制，有助于公司获取更多订单流入；再次，公司作为优质的家纺ODM供应商，供应链优势显著，通过“网易严选”、“米家”、“大朴网”等精选电商销售产品效果非常好。

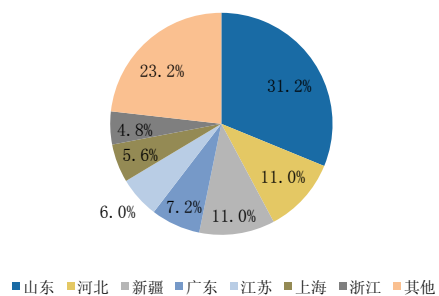
根据中商产业研究院统计，公司的自有品牌“洁玉”、“孚日”在国内毛巾市场上占有率分列第三、第四。综合两个品牌，公司自有品牌在国内毛巾市场上市占率达到13.47%，位列第一，产品和品牌影响力非常大。未来，公司将继续以消费结构升级为契机，以“A+生活”新型消费业态为突破，加快从产品设计、渠道变革、跨界营销、品牌宣传等方面，进行全方位调整，创新商业模式，完善营销策略，扩大线上销售，努力打造国内强势品牌，促进国内市场快速增长。

图21：国内毛巾销售市场占有率



数据来源：中商产业研究院数据库；广发证券发展研究中心

图22：2012年中国毛巾出口货源地



数据来源：中国海关总署；广发证券发展研究中心

河北是山东之外国内毛巾另一大主产地，根据中国海关总署统计，2012年中国毛巾出口货源31.2%来自于山东，11.0%来自于河北。与山东不同的是，河北的毛巾产业特征是“小企业、大群体”，企业规模较小，产品以中低端为主，市场以内销为主；而山东的毛巾产业特征是“大企业规模化优势”，拥有孚日、亚光、金号等大型纺织企业，产品定位于中高端，出口占比较高。据统计，河北毛巾产能主要聚集于高阳县，高阳县毛巾月产能近3万吨，占全国产能约三分之一。

2016年11月，河北省大气污染防治加强，河北高阳县政府要求全县染厂停产至年底。2017年4月，雄安新区设立，高阳临近雄安新区，未来环保管制有可能进一步趋严，推动当地印染及家纺产能收缩，而当地产品订单有望外溢流入临近的山东等地，对孚日股份内销业务拓展有积极影响。

图23: 米家“最生活毛巾”



数据来源: 小米商城; 广发证券发展研究中心

图24: 网易严选“阿瓦提长绒棉毛巾”



数据来源: 网易严选; 广发证券发展研究中心

除了公司自身进行毛巾品牌运营，孚日股份还充分发挥优质供应商的ODM优势，通过精选电商开发国内市场。一方面，国内消费升级趋势明显，传统电商平台增长趋缓，但是以产品精选、质优价廉、时尚新潮为特点的精选电商快速发展，销售业绩保持高增长。另一方面，精选电商兴起后，其对于优质产品供应商的需求愈发强烈，原先为海外提供中高端产品ODM服务的供应商能够给精选电商提供强大产品支持。

孚日股份与米家的“最生活毛巾”、网易严选、大朴网积极开展合作，为这些平台提供优质产品生产服务，基于自身强大的研发、设计、生产能力，并根据客户需求不断优化产品，实现了良好的销售业绩。据统计，经过两年发展，最生活毛巾年销售额达到6000万。

四、员工持股、股东增持彰显发展信心

员工持股:

2016年10月31日，公司第一期员工持股计划通过二级市场完成股票购买，共计购买975万股，买入均价7.01元/股，占公司总股本的1.07%，锁定期一年，存续期三年。此次员工持股计划参与认购员工712人，其中董事、监事、高管9人。我们认为公司员工持股计划覆盖人员广，将公司利益与员工利益全面绑定，促进公司长远发展。

股东增持:

2015年7月9日至2015年8月25日，孙日贵先生及一致行动人孚日控股分别增持公司股份231.83万股、697.96万股，合计增持929.79万股，占公司总股本的1.02%。

2016年11月28日至2016年12月29日，控股股东孚日控股连续增持1815.95万股，占

总股本2%，充分彰显了公司的发展信心。

表 2: 公司控股股东及实际控制人近两年增持情况

时间	股东名称	增持数量 (万股)	占总股本 (%)	交易均价
2015 年 7 月 9 日	孚日控股	30.00	0.03	5.91
2015 年 7 月 10 日至 2015 年 8 月 25 日	孚日控股	667.96	0.74	7.83
2015 年 7 月 16 日	孙日贵	141.83	0.16	6.98
2015 年 7 月 24 日	孙日贵	30.00	0.03	7.69
2015 年 7 月 27 日	孙日贵	50.00	0.06	7.12
2015 年 7 月 28 日	孙日贵	10.00	0.01	6.79
2016 年 11 月 28 日	孚日控股	236.48	0.26	7.35
2016 年 12 月 12 日	孚日控股	704.17	0.78	7.10
2016 年 12 月 29 日	孚日控股	875.30	0.96	7.12

数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心 (注: 全部股价经过复权处理, 孚日控股交易均价以对应时期市场交易均价代替)

五、盈利预测与投资评级

我们对公司的盈利作如下假设:

1) 毛巾产品收入2017年至2019年预计分别为33.68亿、36.71亿和40.02亿, 年均增长6%、9%、9%, 装饰布产品收入2017年至2019年预计分别为4.64亿、4.73亿和4.83亿, 年均增长2%, 其他产品收入2017年至2019年预计分别为8.17亿、8.98亿和9.88亿, 主要是基于公司产能预计扩张8%-10%; 海外市场方面, 人民币汇率贬值利好出口业务; 国内市场方面, 公司加强品牌推广和渠道拓展, 抢占团购市场, 提高线上运营能力, 市场占有率有望进一步提升。

2) 毛巾产品2017年至2019年毛利率预计分别为27.74%、29.07%、30.37%, 稳步提升, 主要是基于产品结构优化升级, 汇率贬值利好等, 装饰布产品、其他产品毛利率预计不变, 分别为16.64%, 19.15%, 主要是基于各项业务发展稳定。

3) 公司销售费用率2017年至2019年预计分别为3.91%、3.91%和3.91%, 主要是基于伴随业务规模扩大, 销售费用接近同比例增加, 预计公司销售费用率维持稳定。

4) 公司管理费用率2017年至2019年预计分别为3.99%、3.99%和3.99%, 主要是基于伴随业务规模扩大, 管理费用接近同比例增加, 预计公司管理费用率维持稳定。

5) 公司未来三年所得税率为23.10%。

我们预计公司2017年至2019年每股收益分别为0.52元、0.62元和0.74元, 目前股价对应2017年市盈率仅14倍, 低于可比公司平均19倍估值, 另外考虑到公司未来售电新业务和对外投资探索多元化经营可能进一步提升公司业绩, 维持“公司”买入评级。

表 3: 可比公司

公司	代码	最新价格(元)		每股收益(元)			市盈率			
		2017/5/26	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
鲁泰 A	000726.SZ	11.84	0.85	0.97	1.06	1.17	15.87	12.19	11.14	10.10
联发股份	002394.SZ	14.11	1.22	1.29	1.43	1.59	16.23	10.90	9.86	8.90
华孚色纺	002042.SZ	9.77	0.57	0.60	0.73	0.88	21.40	16.18	13.30	11.16
百隆东方	601339.SH	5.86	0.40	0.45	0.51	0.58	20.95	13.03	11.38	10.10
新野纺织	002087.SZ	5.73	0.27	0.34	0.42	0.49	36.55	16.82	13.55	11.77
健盛集团	603558.SH	15.40	0.29	0.37	0.52	0.64	97.12	41.64	29.59	23.98
嘉欣丝绸	002404.SZ	7.49	0.19	0.21	0.25	0.30	70.68	35.03	29.37	24.58
	最大值						97.12	41.64	29.59	24.58
	最小值						15.87	10.90	9.86	8.90
	平均数						39.83	20.83	16.88	14.37
	调整后平均						33.16	18.65	15.75	13.42

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

六、风险因素

1、汇率波动风险

公司业务以外贸出口为主, 汇率波动对公司营业收入影响较大, 如果人民币兑美元在短期大幅升值, 将对公司业绩产生较大不利影响。

2、市场风险

公司产品受终端零售环节影响较大, 如果国内外经济情况持续恶化, 人均收入出现下降趋势, 消费市场持续低迷, 将对公司经营产生不利影响。另一方面, 公司目前产品市场占有率居前, 拥有较强的市场竞争力, 但是不排除未来面临新品牌的竞争, 新消费渠道的分流。

3、人力成本上升风险

我国劳动力成本不断上升趋势确立, 东南亚等国家劳动力资源优势开始显现, 未来国际市场的竞争有可能愈发激烈。

4、对外投资和新业务开拓风险

公司设立售电公司开拓新业务, 在售电资源整合、客户拓展、市场竞争方面还存在一定的不确定性, 另外具体政策落地尚需等待。公司设立信远昊海投资公司负责对外投资, 拓展业务领域, 在对外投资和业务外延方面存在一定风险。

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,100	2,985	3,259	3,456	3,669
货币资金	971	483	520	520	520
应收及预付	534	628	674	730	790
存货	2,036	1,828	2,018	2,159	2,312
其他流动资产	559	48	48	48	48
非流动资产	3,562	4,139	4,159	4,179	4,199
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	2,902	2,632	2,652	2,672	2,692
在建工程	65	72	72	72	72
无形资产	312	357	357	357	357
其他长期资产	282	1,076	1,076	1,076	1,076
资产总计	7,662	7,125	7,419	7,636	7,869
流动负债	4,228	2,765	2,763	2,592	2,331
短期借款	2,904	1,298	1,083	852	527
应付及预收	673	768	981	1,040	1,105
其他流动负债	651	699	699	699	699
非流动负债	442	1,170	1,170	1,170	1,170
长期借款	330	550	550	550	550
应付债券	0	496	496	496	496
其他非流动负债	112	124	124	124	124
负债合计	4,670	3,935	3,933	3,761	3,501
股本	908	908	908	908	908
资本公积	1,261	1,261	1,261	1,261	1,261
留存收益	820	1,016	1,309	1,694	2,183
归属母公司股东权	2,989	3,186	3,478	3,864	4,353
少数股东权益	3	4	7	11	15
负债和股东权益	7,662	7,125	7,419	7,636	7,869

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4205	4375	4649	5043	5473
营业成本	3252	3350	3481	3725	3988
营业税金及附加	60	87	92	100	108
销售费用	163	171	182	197	214
管理费用	185	175	186	201	219
财务费用	147	110	94	85	74
资产减值损失	19	49	30	29	28
公允价值变动收益	3	-3	0	0	0
投资净收益	31	56	31	31	31
营业利润	415	487	615	737	873
营业外收入	19	15	12	12	12
营业外支出	15	6	7	7	7
利润总额	419	495	620	742	878
所得税	106	115	143	171	203
净利润	313	381	477	570	675
少数股东损益	2	3	3	4	4
归属母公司净利润	311	378	474	567	671
EBITDA	942	942	1065	1195	1339
EPS (元)	0.34	0.42	0.52	0.62	0.74

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	888	1,166	689	859	961
净利润	313	381	477	570	675
折旧摊销	396	350	356	375	395
营运资金变动	0	251	-235	-166	-176
其它	180	184	90	80	68
投资活动现金流	-329	-425	-341	-359	-379
资本支出	-219	-119	-372	-390	-410
投资变动	-105	-346	31	31	31
其他	-5	40	0	0	0
筹资活动现金流	-589	-742	-311	-499	-582
银行借款	6,035	5,078	-215	-231	-325
债券融资	-6,205	-5,969	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-420	148	-95	-268	-257
现金净增加额	-30	-2	37	0	0
期初现金余额	863	971	483	520	520
期末现金余额	833	969	520	520	520

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-7.6%	4.0%	6.3%	8.5%	8.5%
营业利润增长	57.8%	17.3%	26.3%	19.7%	18.5%
归属母公司净利润增长	325.0%	21.7%	25.3%	19.6%	18.4%
获利能力(%)					
毛利率	22.7%	23.4%	25.1%	26.1%	27.1%
净利率	7.4%	8.7%	10.3%	11.3%	12.3%
ROE	10.4%	11.9%	13.6%	14.7%	15.4%
ROIC	7.1%	10.5%	12.5%	13.9%	15.5%
偿债能力					
资产负债率(%)	61.0%	55.2%	53.0%	49.3%	44.5%
净负债比率	95.2%	65.6%	52.8%	41.6%	29.4%
流动比率	0.97	1.08	1.18	1.33	1.57
速动比率	0.48	0.38	0.41	0.46	0.53
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.59	0.64	0.67	0.71
应收账款周转率	10.33	10.06	10.06	10.06	10.06
存货周转率	1.58	1.72	1.72	1.72	1.72
每股指标(元)					
每股收益	0.34	0.42	0.52	0.62	0.74
每股经营现金流	0.98	1.28	0.76	0.95	1.06
每股净资产	3.29	3.51	3.83	4.25	4.79
估值比率					
P/E	23.4	17.0	14.3	12.0	10.1
P/B	2.4	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.8	9.1	8.1	7.0	6.0

广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
胡翔宇：联系人，南洋理工大学工程学学士，3年证券从业经历，2016年进入广发证券发展研究中心。
张萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。