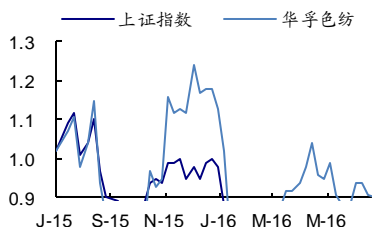


证券研究报告—深度报告
纺织服装及日化
纺织
华孚色纺(002042)
买入

合理估值: 15 元 昨收盘: 9.93 元 (维持评级)

2016年06月29日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	833/831
总市值/流通(百万元)	8,272/8,256
上证综指/深圳成指	2,913/10,463
12个月最高/最低(元)	14.75/7.10

相关研究报告:

《华孚色纺-002042-2016 年一季报点评: Q1 业绩表现符合预期, 重点关注华孚网链战略推进》——2016-04-22

《华孚色纺-002042-2015 年年报点评: 产能布局调整有序推进, 积极向全产业链布局迈进》——2016-04-08

《华孚色纺-002042-2015 年半年报点评: 主业复苏及政府补贴, 助力业绩大幅增长》——2015-08-03

《华孚色纺 09 年三季报点评: 业绩符合预期, 2010 年四轮驱动》——2009-10-30

《华孚色纺: 冀望色彩引导者的应用范围突破》——2009-08-06

证券分析师: 朱元

电话: 021-60933162
 E-MAIL: zhuyuan2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513070005

联系人: 郭陈杰
 电话: 021-60875168
 E-MAIL: guocj@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告
全面介入棉花产业链, 开启战略转型新步伐
● 全球中高端色纺纱龙头, 盈利状况逐步改善

公司是全球中高端色纺纱两大龙头之一, 市场份额占 40%, 目前已形成 135 万吨产能规模, 竞争优势突出, 近年来收入规模增长稳健, 盈利状况亦逐步改善。公司是 A 股中少数实施两期员工持股计划的上市公司, 激励机制不断完善。

● 新产能释放保障增长动力, 锁定优质棉花资源

公司近年来公司加快推进产能战略转移, 重点布局新疆与越南地区产能, 目前新疆及越南二期项目(各 16 万吨)均已开工建设。公司在新疆产能长期目标 100 万吨以上, 随着国内棉花产业逐步向新疆集中, 通过锁定优质棉花资源, 长期战略意义突出。新疆产能充分受益当地补贴政策, 15 年仅出疆纱运费补贴与棉花使用补贴合计近 1 亿元, 未来随产能扩大, 补贴收益有望继续提升。

● 全面介入新疆棉花供应链, 探索新经营模式及盈利点

公司战略牵手新棉集团共同成立新疆天孚, 全面介入棉花采购、仓储、物流、交易各供应链环节, 计划 3 年内整合 100 家轧花厂, 实现 100 万吨的年交易量。新疆天孚将通过优化上游成本端, 提升色纺纱竞争力, 战略意义突出。棉花供应链各环节布局带来的利润体量同样可观, 我们预计若进展顺利, 18 年棉花产业链各环节可贡献盈利 4~5 亿元, 公司盈利 2~2.5 亿元(按 51% 股权比例)。

● 外部运营环境良好, 棉价企稳叠加人民币贬值

公司色纺纱采用加成定价方式, 受益于近年来内外棉价差收窄, 毛利率则呈稳中有升态势, 随着棉花价格企稳, 有利于公司盈利能力保持稳定。此外, 公司海外市场拓展顺利, 近年来出口占比逐年提高, 亦有望受益于人民币贬值。

● 风险提示

棉价持续剧烈波动; 新增产能进度不及预期; 海外市场需求持续疲软。

● 全面介入棉花产业链, 土地资产积累深厚, 维持买入评级

公司作为全球色纺纱龙头, 新产能释放将保障未来持续增长动力, 全面介入棉花全产业链, 有望开启战略转型新步伐。公司已积累可观的土地资源约 1.1 万亩, 具备资产变现条件土地 1530 亩, 提供高安全垫。暂不考虑棉花供应链业绩增量, 预计 16~18 年 EPS 为 0.50/0.60/0.69 元, 当前股价对应 16 年 PE20 倍, 具备安全边际, 且伴随供应链整合推进具备提升潜力, 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6,133	6,804	7,599	8,643	9,771
(+/-%)	-1.7%	10.9%	11.7%	13.7%	13.1%
净利润(百万元)	168	336	414	499	576
(+/-%)	-15.9%	99.4%	23.4%	20.3%	15.6%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.40	0.50	0.60	0.69
EBIT Margin	6.9%	8.9%	4.7%	4.8%	5.0%
净资产收益率(ROE)	5.0%	9.2%	10.8%	12.4%	13.6%
市盈率(PE)	49.1	24.6	20.0	16.6	14.4
EV/EBITDA	18.8	15.3	20.5	18.8	17.4
市净率(PB)	2.4	2.3	2.16	2.06	1.94

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

全球中高端色纺纱龙头，盈利状况逐步改善	4
主业经营增长稳健，市场竞争壁垒突出	4
股权结构清晰，实施两期员工持股激励充分	5
新产能释放保障增长动力，锁定优质棉花资源	6
积极推进产能战略转移，重点布局新疆与越南地区	6
立足新疆锁定优质棉花资源，补贴政策有望延续	7
全面介入新疆棉花供应链，探索新经营模式及盈利点	9
重组新棉集团，对接前端棉花产业链资源	9
优化上游成本端，迈出柔性供应链打造关键一步	10
全面介入棉花供应链整合，业绩增厚空间可观	11
外部运营环境良好，棉价企稳叠加人民币贬值	13
内外棉价差收窄，有助于盈利水平改善	13
海外市场拓展顺利，受益人民币贬值	14
全球色纺纱龙头，全面介入棉花产业链，土地资产积累深厚，维持买入评级	15
风险提示	16
附表：财务预测与估值	17
国信证券投资评级	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 色纺纱与色织布及传统工艺流程对比.....	4
图 2: 公司销售收入及增速情况.....	4
图 3: 公司净利润及增速情况.....	4
图 4: 公司收入结构情况.....	5
图 5: 公司净利润及增速情况.....	5
图 6: 公司股权结构 (截至 2016/03/31).....	5
图 7: 公司产能区域分布变化 (万吨).....	6
图 8: 公司色纺纱产量规模情况.....	7
图 9: 公司色纺纱销量规模及增速.....	7
图 10: 公司获得出疆纱运费补贴情况.....	8
图 11: 公司获得棉花使用补贴情况.....	8
图 12: 公司棉花采购来源分布情况 (万吨).....	8
图 13: 公司色纺纱毛利率 (考虑补贴收益).....	8
图 14: 国内三大棉花生产区域.....	9
图 15: 国内棉花种植棉价逐年下降.....	9
图 16: 色纺纱生产企业价值构成.....	10
图 17: 国内品牌服装价格构成.....	10
图 18: 色纺行业产业链条图示.....	11
图 19: 新棉集团棉花储运站分布图.....	12
图 20: 公司色纺纱平均价格与成本变化.....	13
图 21: 国内棉花价格指数变化.....	14
图 22: 国际棉花价格指数变化.....	14
图 23: 公司棉花平均采购价格.....	14
图 24: 公司出口收入占比逐年提高.....	15
图 25: 美元兑人民币中间价.....	15
表 1: 两期员工持股计划具体情况.....	5
表 2: 新疆纺织服装业十大优惠政策内容.....	7
表 3: 双方共同成立新疆天孚的重组方案.....	9
表 4: 新疆棉花供应链各环节成本.....	12
表 5: 公司 2016-2018 年收入及毛利率预测.....	15

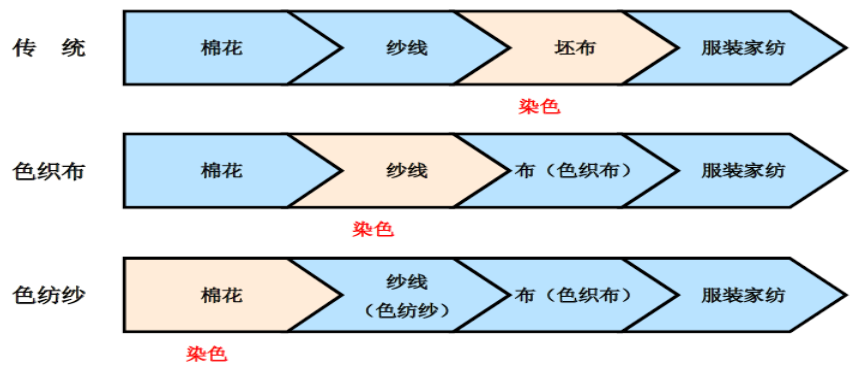
全球中高端色纺纱龙头，盈利状况逐步改善

主业经营增长稳健，市场竞争壁垒突出

公司是全球中高端色纺纱两大龙头之一，市场份额占 40%。公司主要面向全球提供中高档新型纱线，是全球最大的色纺纱线企业之一，同时配套提供高档新型的坯纱线、染色纱线、半精纺等产品。公司主要客户包括国际上的 H&M、ZARA、POLO RL、GAP 等，以及国内的森马、李宁、七匹狼等品牌企业。

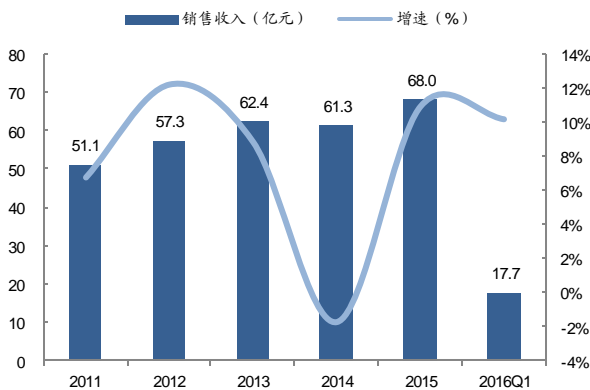
由于色纺纱采用先染后纺生产工艺，技术壁垒较高，行业逐步形成寡头垄断格局，即中高端色纺纱市场基本以华孚色纺与百隆东方两大龙头为主导，其他中小企业则集中在中低端色纺纱领域。这其中，公司在生产规模、研发能力等方面竞争优势突出，目前拥有产能规模 135 万锭，领先于百隆东方的 100 万锭。

图 1：色纺纱与色织布及传统工艺流程对比



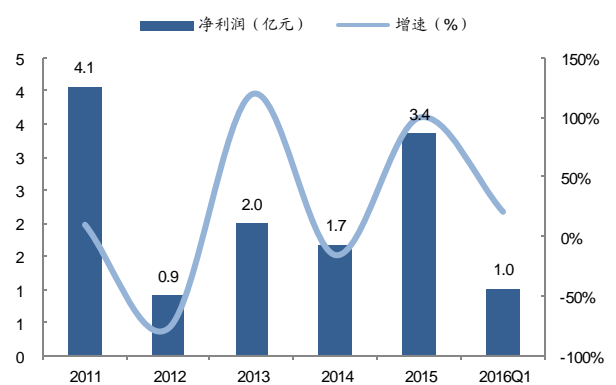
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 2：公司销售收入及增速情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

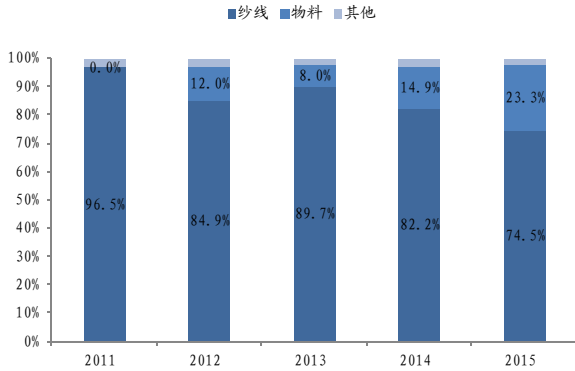
图 3：公司净利润及增速情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

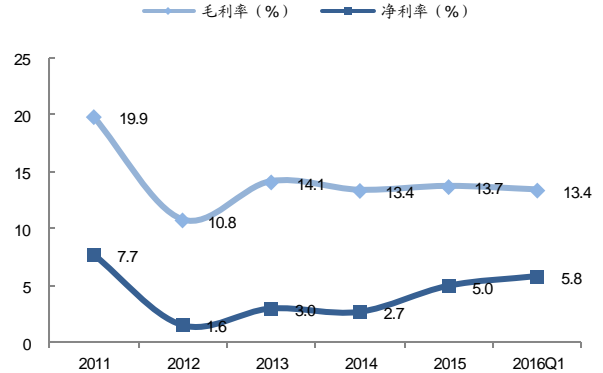
公司收入规模增长稳健，盈利状况逐步改善。受益于海外市场复苏，订单需求回升，公司过去几年收入端呈稳步增长态势，2015 年实现销售收入 68 亿，11~15 年 CAGR 为 7.5%。同时，在内外棉价差收窄及一系列降本增效措施下，公司毛利率、净利率呈稳中有升态势，且由于净利率不高，业绩弹性显著，公司 15 年实现净利润 3.4 亿，增幅近 100%。从 16Q1 来看，收入及净利润增速分别为 10.2% 与 20.6%，延续平稳增长态势。

图 4: 公司收入结构情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司净利润及增速情况

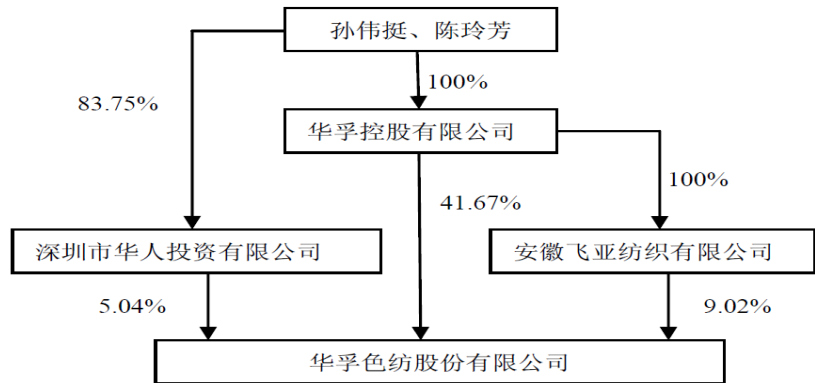


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

股权结构清晰, 实施两期员工持股激励充分

公司股权结构清晰且较为集中, 实际控制人为孙伟挺先生、陈玲芬女士, 通过旗下控股公司持股公司 55.73% 股权, 第一大股东华孚控股有限公司持有 41.67% 股权 (最近一次增持在去年 11 月, 增持 84.83 万股)。

图 6: 公司股权结构 (截至 2016/03/31)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司是 A 股中少数实施两期员工持股计划的上市公司。公司分别于 2015 年 6 月与今年 3 月实施完成员工持股计划, 规模分别为 1.98 亿与 1.97 亿, 合计占公司总股本 4.74%。两期员工持股计划间隔时间较短, 均采用较高杠杆比例, 实现公司与核心高管、员工的利益绑定, 在同行业乃至整个纺织制造行业中, 保持激励机制上的领先。

表 1: 两期员工持股计划具体情况

	第一期	第二期
占总股本比例	2.07%	2.67%
购买均价	11.47 元/股	8.87 元/股
杠杆比例	6:03:01	3:01
核心高管持股金额占比	17%	77.70%

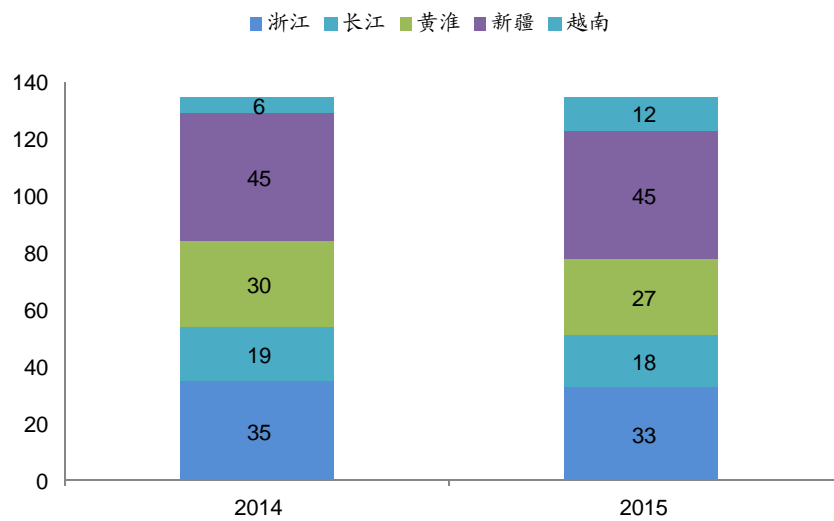
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

新产能释放保障增长动力，锁定优质棉花资源

积极推进产能战略转移，重点布局新疆与越南地区

公司产能布局逐步由东部沿海向中西部、海外转移。公司目前色纺纱产能主要分布于浙江、长江、黄淮、新疆和海外五大区域，形成东部-浙江、中部-安徽和江西、西部-新疆、海外-越南的生产基地。公司 2015 年产能共计 135 万锭，与 14 年相比规模基本一致，主要变化在于产能区域分布，在东部沿海产能收缩的同时，新疆与越南地区成为公司未来产能布局重心，目前新疆拥有产能 45 万锭，越南 12 万锭。

图 7：公司产能区域分布变化（万锭）

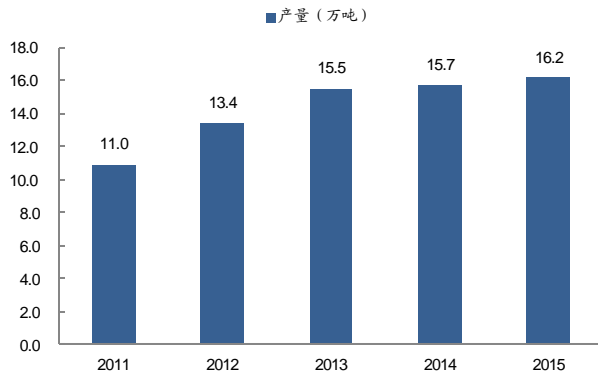


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

目前新疆及越南二期项目均已开工建设。根据公司 2015 年度定增预案，公司计划募资 22 亿元主要投入于新疆阿克苏及越南产能扩张项目。1) 阿克苏二期 16 万锭高档色纺纱项目：总投资近 9 亿元，建设期 2 年，达产后可新增产能 2.9 万吨，预计年销售收入及净利润分别为 10.4 亿、1.5 亿；2) 越南二期 16 万锭高档色纺纱项目：总投资 8.8 亿元，建设期 2 年，达产后可新增产能 2.7 万吨，预计年销售收入及净利润分别为 10 亿、1.3 亿。

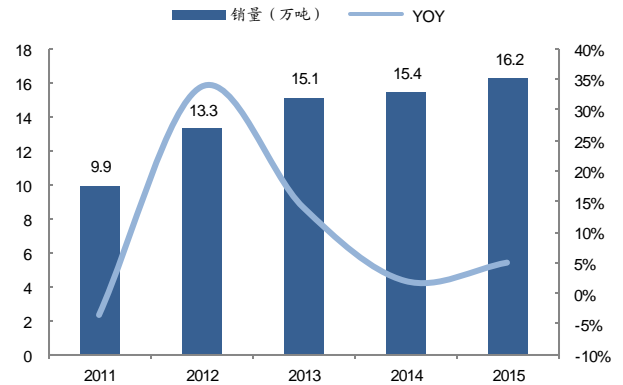
公司新疆产能长期目标 100 万锭以上。根据公司与恒天集团、阿克苏地区行政公署签订的《投资协议》，公司计划在阿克苏地区达到色纺纱 100 万锭、棉花染色 6 万吨的产能目标，达产后可生产 20 万吨色纺纱，预计将在未来 3-5 年内实现目标。

图 8: 公司色纺纱产量规模情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司色纺纱销量规模及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

立足新疆锁定优质棉花资源，补贴政策有望延续

新疆产能布局充分受益当地优惠政策，具备成本优势。2014年7月新疆发布纺织服装业十大优惠政策，为发展当地产业带动就业，对新疆棉纺产业的发展给予重点扶持，包括棉花使用补贴、运费补贴、税收补贴、就业补贴等。现行政策下，出疆纱运费补贴为北疆和东疆700~800元/吨，南疆900~1000元/吨，棉花使用补贴方面，对使用的新疆地产棉花和粘胶纤维补贴标准为800元/吨。公司近年来在新疆地区补贴额较为可观。2015年公司每吨纱总体补贴额可达2500~3000元/吨，合计近1亿元(以出疆纱运费补贴与棉花使用补贴与为主)，若以公司2015年色纺纱2.7万/吨的生产成本测算，补贴额占成本比例近10%。与国内其他地区相比，新疆产能成本优势突出，同时也能完全填补相对海外产能的综合成本劣势。

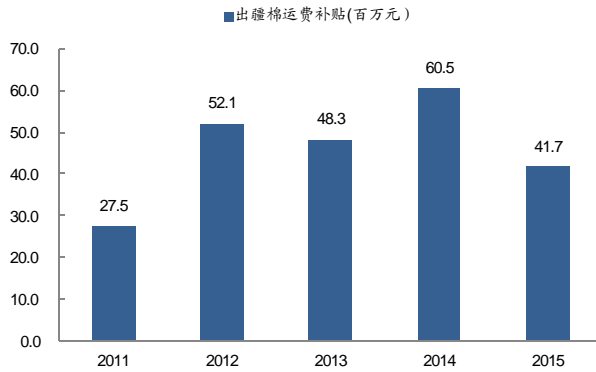
此外，新疆拥有全国最低的工商用电价格。从2015年开始，疆内纺织行业生产型企业享受综合到户电价0.38元/千瓦时的特殊电价政策，与此前相比降幅达27.5%，直接降低公司电费成本。

表 2: 新疆纺织服装业十大优惠政策内容

政策编号	具体内容
1	设立 200 亿元左右的纺织服装产业发展专项资金,用于园区基础设施建设、企业技改、标准厂房建设等
2	实施税收特殊优惠政策,将纺织服装企业缴纳的增值税,全部用于支持纺织服装产业发展
3	实施低电价优惠政策,支持具备条件的纺织工业园区建设配套电厂,切实降低企业用电价格
4	实施纺织品服装运费补贴政策,扩大补贴范围,提高补贴标准,实施南北疆差别化的补贴政策
5	实施使用新疆棉花补贴政策,对疆内棉纺企业使用新疆棉花按实际用量给予适当补贴
6	实施企业员工培训补贴政策,对企业招录新员工开展的岗前培训按培训后实际就业人数给予培训费用补贴
7	实施企业社保补贴政策,对纺织服装企业新招聘的新疆籍员工和南疆四地州享受低保的就业人员,均制定特殊补贴政策
8	支持高标准印染污水处理设施建设,在一定时期内对运营费用给予补贴
9	加大对南疆地区支持力度,实施更加优惠的政策,在资金安排、项目布局上向南疆地区倾斜
10	加大金融支持力度,研究制定了一系列金融支持新疆纺织服装产业发展的具体措施

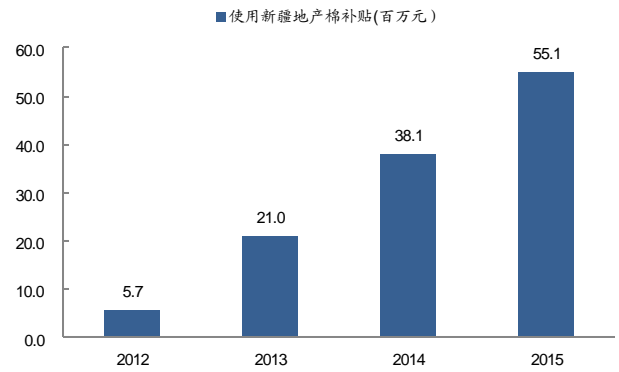
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 10: 公司获得出疆纱运费补贴情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司获得棉花使用补贴情况

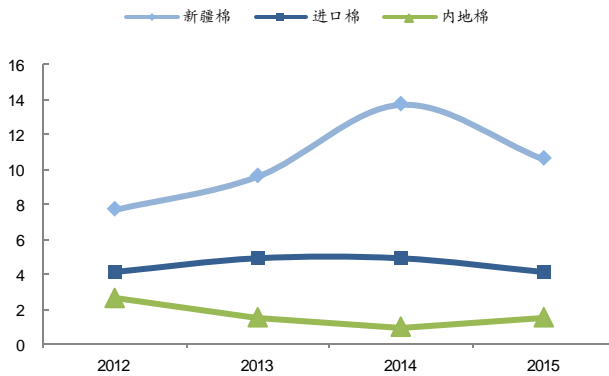


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

未来随着公司在新疆地区产能的扩大, 相应的棉花采购规模增加, 无论在棉花使用补贴, 或是出疆纱运费补贴方面, 补贴收益有望继续提升。值得一提的是, 过去市场普遍认为, 与同行竞争对手相比, 公司毛利率差距较为明显, 这主要由于补贴确认方式的差异, 若考虑补贴收益部分(出疆纱运费补贴与棉花使用补贴), 公司实际毛利率近 16%(暂不考虑其他补贴)。

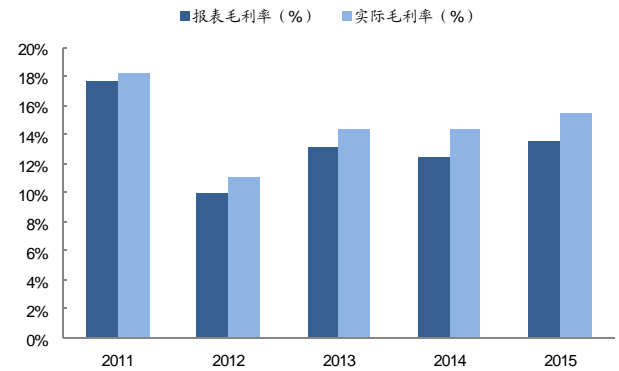
公司计划未来新疆色纺纱产能达 20 万吨, 预计将使用棉花 30 万吨, 假设全部使用新疆当地棉花, 预计可获得出疆纱运费补贴 1.4 亿(假设 700 元/吨), 棉花使用补贴 2.4 亿(假设 800 元/吨)。

图 12: 公司棉花采购来源分布情况(万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

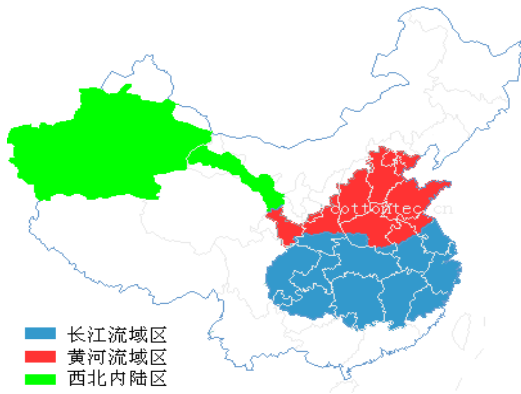
图 13: 公司色纺纱毛利率(考虑补贴收益)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

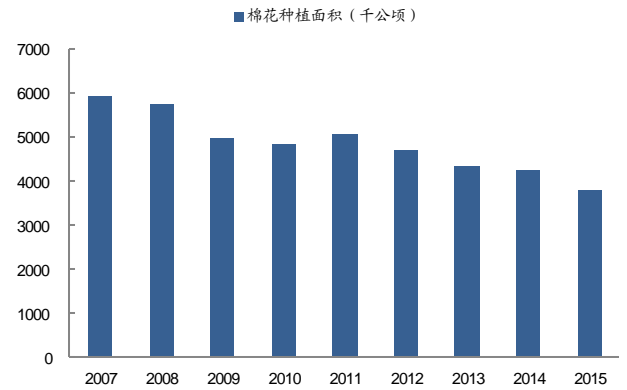
中国棉花看新疆, 国内棉花产业逐步向新疆集中。国内三大棉花生产区域中的长江中下游和黄淮流域由于单产偏低、植棉比较效益逐年下降、自然灾害频发等原因, 棉花种植面积及生产规模逐年下降。与之相比, 新疆棉花总产占国内 60% 以上, 且占比还将进一步提升, 同时资源禀赋好、棉花质量优势明显, 未来补贴政策有望长期持续。公司积极迎合产业政策新趋势, 重点布局新疆产能, 锁定优质棉花资源, 长期战略意义突出, 并为开拓中亚及欧洲市场打开空间。

图 14: 国内三大棉花生产区域



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15: 国内棉花种植棉价逐年下降



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

全面介入新疆棉花供应链，探索新经营模式及盈利点

重组新棉集团，对接前端棉花产业链资源

公司战略牵手新疆棉花产业链巨头新棉集团，实现优势互补构建全产业链。公司全资子公司华孚网链投资 5 月 28 日与新疆棉花产业集团达成《重组协议》，共同成立“新疆天孚棉花供应链股份有限公司”，注册资本暂定 2 亿元，公司持股 51%，新棉集团持股 49%。此次重组共包含三个阶段，涉及资产包括新棉集团所属伽师、岳普湖、叶城、泽普四县轧花厂。

目前重组程序尚在加快推进中，重组完成后，华孚网链将分别受让新疆棉花交易市场与阿克苏棉麻站各 51% 股份。

表 3: 双方共同成立新疆天孚的重组方案

重组步骤	具体内容
第一阶段	根据四县公司资产、负债情况，分别将四县公司分立为两个公司，并将四县 A 公司纳入本次收购重组范围
第二阶段	公司甲方以现金收购方式，分别收购四县 A 公司的 30% 股权
第三阶段	公司以其持有的四县 A 公司的 30% 股权、现金，新棉集团以其持有的四县 A 公司的 70% 股权，共同设立天孚公司

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新疆天孚重组成立后，长期发展战略主要表现为以下三个方面：

1. 旨在整合新疆棉花产业链

新棉集团是新疆最大的棉花经营流通企业之一，拥有全资、控股企业 38 家，轧花厂 121 个，下辖 6 个大型专业棉花中转储运站，年中转能力 150 万吨并在全国设有 50 个销售网点，资源实力雄厚。

双方战略合作，将使公司新疆产业布局以纱线生产为基础，全面介入棉花收购、储备、物流、交易甚至是金融服务等供应链服务环节，打通棉花全产业链，改变新疆棉花产业“小、散、弱”的现状，树立行业内龙头企业。

2. 计划 3 年内整合 100 家轧花厂

四县轧花厂仅是第一步，新疆天孚目标是在 3 年内拥有 100 家轧花厂，前期主要将新棉集团旗下部分轧花厂作为整合目标，后期则将范围扩大至其他公司。

3. 未来计划实现 100 万吨的年交易量目标

新疆天孚计划每年消化 100 万吨棉花，占新疆棉花年产量 1/3，规模较为可观，对公司影响将体现为两个方面：

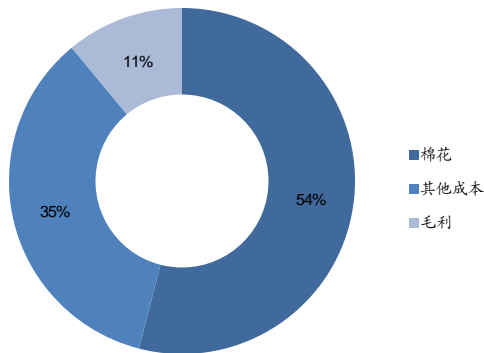
- 1) 棉花全产业链打通后，将实现公司（每年采购疆棉 10 万吨以上）与前端棉花产业链的对接，锁定优质棉花资源；
- 2) 新疆天孚将在新疆乃至国内棉花行业中获得一定话语权，并能够主导棉花收购价格，从而也保障了棉农利益。

优化上游成本端，迈出柔性供应链打造关键一步

公司在今年发布的《2016~2025 十年发展纲要》中提出，未来要从全球最大色纺制造商与供应商，转型为全球纺织服装产业时尚运营商，打造从田头到铺头，贯通棉花、纺织、印染、服装等全产业链各环节。掌控最上游的“田头”资源、完善前端产业链将是迈向这一目标的关键一步。

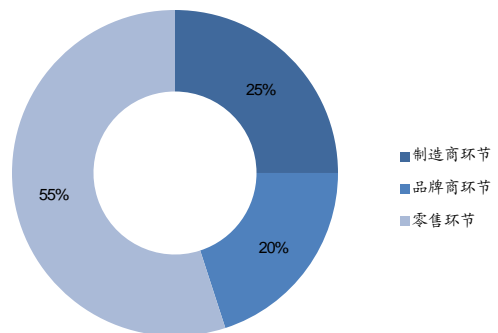
色纺纱具有“小批量、多品种、快交货”特点，契合当前供应链快速反应的要求，在快时尚消费与网红经济盛行的趋势下，长期应用前景广阔。从实际情况看，国内色纺纱产能 500 万吨左右，仅占纱线总产量 5% 左右，与色织、色染相比，色纺纱应用比重并不高。除了消费者认知的因素外，我们认为还有两方面原因：1) 色纺纱生产企业受棉价波动影响大（占成本端 65% 以上），转移定价能力不足将导致其利润空间受限；2) 色纺纱比色织布生产成本高 30% 以上，导致后道企业加价空间有限。

图 16: 色纺纱生产企业价值构成



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17: 国内品牌服装价格构成

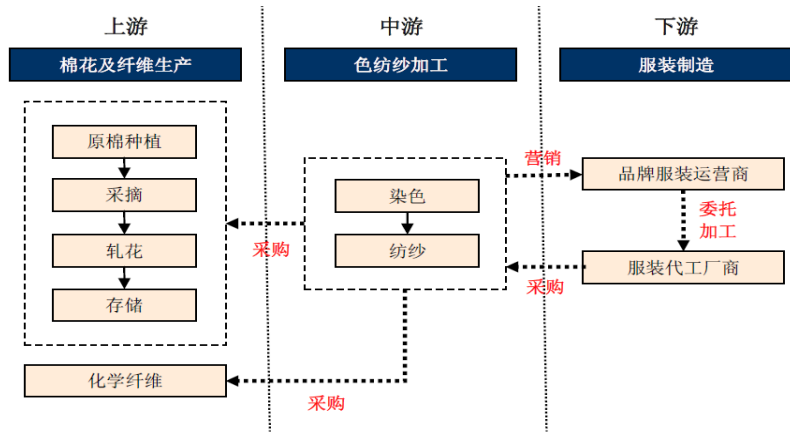


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

成本是制约色织布发展的重要因素，棉花更是其中的关键。公司成立新疆天孚，某种意义上对传统棉花产业具有一定颠覆性，除了通过整合优化棉花供应链，降低原材料成本及棉价波动风险外，也将作为公司全产业链布局的第一步，在行业内率先打造前后端结合的柔性供应链。

优化上游成本端，提升色纺纱竞争力，加上其色彩丰富、色泽柔和、立体感强的产品优势，未来色纺纱有望成为引领行业发展趋势的关键要素，突破目前应用比例偏低的瓶颈。

图 18: 色纺行业产业链条图示



资料来源：百隆东方招股说明书、国信证券经济研究所整理

全面介入棉花供应链整合，业绩增厚空间可观

公司全面介入新疆棉业的采购、仓储、物流、交易各供应链环节，除战略意义之外，各环节布局带来的利润体量同样可观。

● 收购环节（轧花厂）

轧花厂利润主要来自于承包出租费。新疆地区有较大比例的轧花厂采取承包出租的经营形式，由租赁方（以温州商人为主）负责籽棉采购以及后续的加工环节，同时也包括人工、管理费、电费等成本。对于一家轧花厂，一般每年承包出租费为 150~250 万，成本端主要是固定资产折旧（100 万/年），利润空间为 100~150 万/年。新疆天孚计划 3 年内整合 100 家轧花厂，根据前面的假设，预计届时可贡献利润 1~1.5 亿/年，若以 1000 万/家的收购投入估算，最快 6 年可收回成本。

新疆天孚大规模整合轧花厂有助于保证棉农合理利润。此前对于棉农与轧花厂（采购方），种植成本的逐步上升，以及棉价的走弱，导致双方均面临利润压缩的局面，轧花厂承受压力不断加大，从这个角度而言，存在较大的整合空间。在整合过程中，新疆天孚将发挥指导棉农种植及采购价格的作用，优化中间环节成本，保障各方的合理利润空间。

● 仓储+物流环节

新疆天孚将借助新棉集团资源优势介入棉花流通环节。新疆地处西部地区，流通环节对于棉价销售棉花至关重要。新棉集团旗下拥有 6 个大型专业棉花中转储运站，铁路专用线总长度 10.66 千米，具有每年 150 万吨的中转能力，在棉花流通领域优势突出。公司此次拟收购 51% 股权的阿克苏棉麻站也主要经营棉花中转、储运、调拨等业务。未来新疆天孚有望成为疆棉流向内地的重要枢纽，同时，也可利用新疆区位优势成为中亚地区进口棉输向内地的中转站。

仓储环节：新疆棉花仓储成本相比于内地较低，根据自治区规定，铁路运输出库和公路运输出库均按入库时间分段包干计算，铁路 1 个月 133 元/吨、2 个月、143 元/吨、2 个月以上 173 元/吨，公路 3 天以内出库的按 48 元/吨、1 个月 88 元/吨、2 个月 98 元/吨、2 个月以上 128 元/吨。与之相比，内地一般按天收费，仓储费每天 0.45 元/吨，同时出入库装卸包干费 75 元/吨。如果短期无销售计划，一般更倾向于在疆内仓储，因此当地仓库利用率往往较高。

物流环节：企业在将棉花从新疆运输往内地过程中，可获得出疆运费补贴 500 元/吨，能够基本覆盖铁路或公路运输成本。

图 19：新棉集团棉花储运站分布图



资料来源：新棉集团官网、国信证券经济研究所整理

● 交易环节

新疆棉花交易市场则是国家批准的西北地区唯一一家棉花现货交易市场。公司此次收购新疆棉花交易市场 51% 股权，有望逐步成为新疆棉花销售的主导力量，并从交易环节中直接获益，可收取服务费+交易佣金（合计大概 0.2%~0.3%），若以 100 万吨的年交易量测算，仅服务费+交易佣金收益大约 3000~4000 万。

表 4：新疆棉花供应链各环节成本

各环节	成本估算	相关政策
棉花种植	5000 元/吨	享受良种种植补贴、农机补贴等
棉花采购（籽棉）	6000 元/吨	实行棉花目标价格制度（2016 年 1.86 万/吨）
轧花厂	800~1000 元/吨	享受银行贷款优惠、生产设备提供等
仓储	铁路出库：133~178 元/吨，公路出库：48~128 元/吨	享受新疆棉移库补贴等
物流	铁路运输：300 元/吨，公路运输：400 元/吨	享受出疆运费补贴等

资料来源：国信证券经济研究所整理

● **供应链金融**

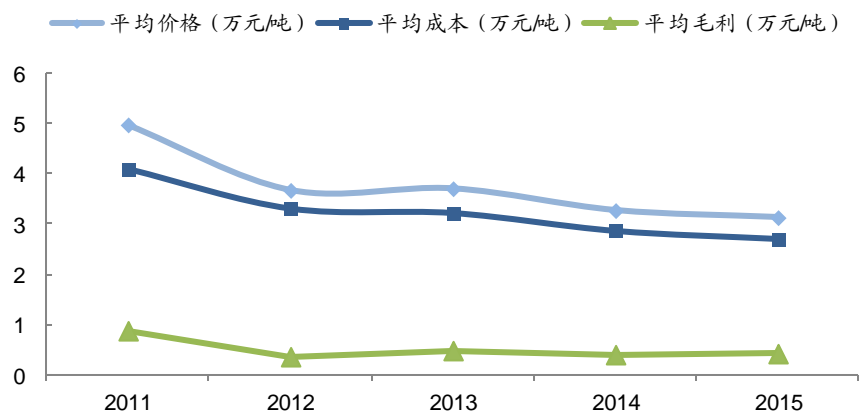
未来在棉花供应链整合中，新疆天孚还可为上下游提供金融服务支持并从中获得借贷息差。由于公司在新疆当地具备资金成本优势，可获得较为优惠的利率成本，同时供应链上下游包括棉农、采购商等往往资金需求量较大，且由于棉花种植到交易之间有一定周期，存在资金周转瓶颈，这也为新疆天孚在供应链金融服务方面提供发展空间。

外部运营环境良好，棉价企稳叠加人民币贬值

内外棉价差收窄，有助于盈利水平改善

公司色纺纱采用加成定价（成本+固定毛利）方式。从过去几年的情况看，公司毛利水平相对稳定，销售价格随着近几年棉价下行亦逐年下降，在此过程中，色纺纱毛利率则呈稳中有升态势。

图 20: 公司色纺纱平均价格与成本变化

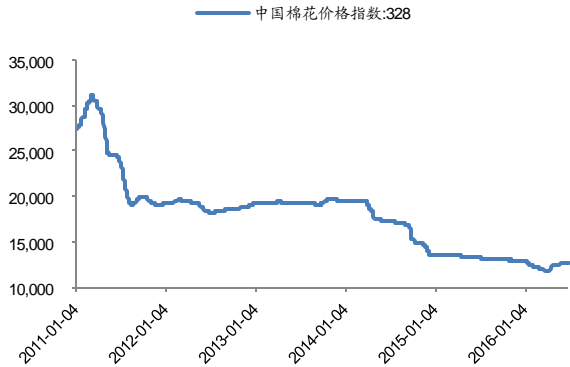


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2015 年受国家取消棉花收储政策、以及国储棉的低价抛储等因素影响，国内棉花价格持续走低，国内外棉价差收窄，由于公司成本端主要取决于内棉价格，出口订单价格主要取决于国际棉价，伴随内外棉价差收窄，有利于公司毛利率改善。

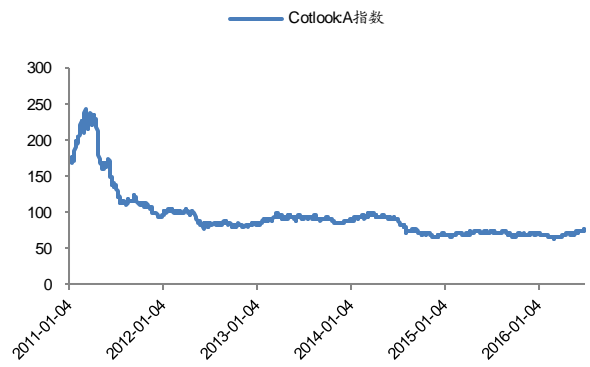
从 16 年来看，年初国内棉价持续下跌，随着近期国储棉抛储政策正式落地以及期货市场棉价大幅上涨，棉价已止跌回升，年初至今 328 级棉价下跌 1.6%，同期外棉价格上涨 6.6%，内外棉价差进一步收窄。

图 21: 国内棉花价格指数变化



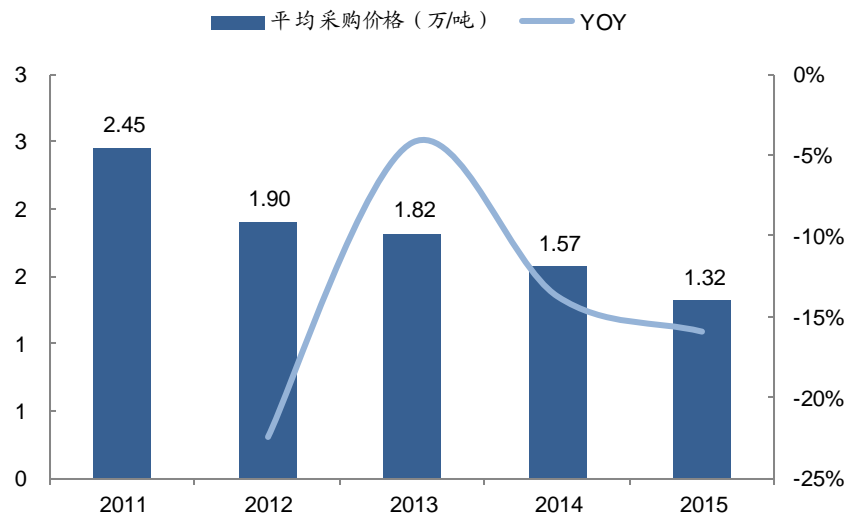
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 22: 国际棉花价格指数变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 23: 公司棉花平均采购价格



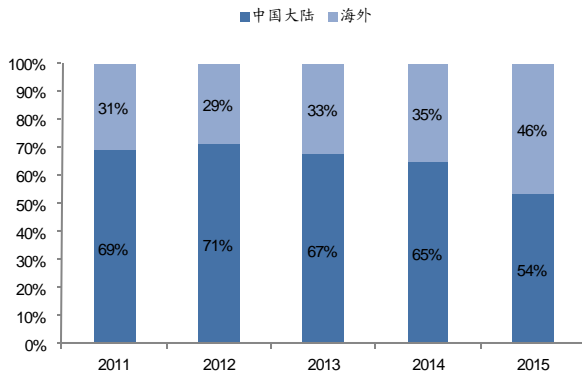
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

海外市场拓展顺利, 受益人民币贬值

公司近年来重点推进海外市场拓展, 国际影响力迅速提升, 海外收入规模逐年扩大, 并在公司收入结构中占据较高比重。2015 年公司海外销售收入达 30.82 亿元, 较 2011 年翻一番, 收入占比提升至 46%。

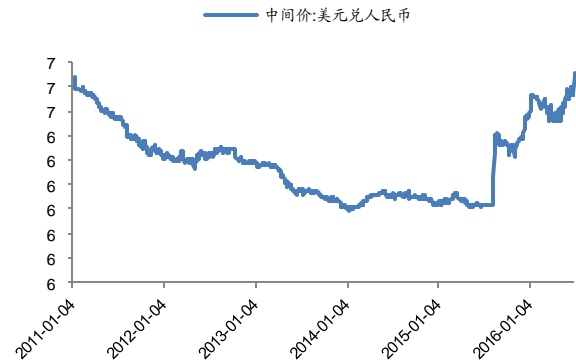
去年以来人民币相对美元持续贬值, 进一步提升公司产品竞争力。至 2015 年 8 月央行宣布进一步完善人民币汇率中间价报价机制以来, 人民币兑美元贬值幅度明显, 结束连续多年的升值趋势, 尤其是步入 2016 年以来, 美元兑人民币汇率中间价上涨近 1%。伴随人民币贬值, 有助于增强纺织企业出口竞争力, 提升订单需求, 将对企业出口业绩产生积极影响。公司亦明确提出, 将充分利用人民币汇率的波动, 积极开拓国际市场。

图 24: 公司出口收入占比逐年提高



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 美元兑人民币中间价



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

全球色纺纱龙头，全面介入棉花产业链，土地资产积累深厚，维持买入评级

公司作为全球色纺纱龙头，产业链基础深厚，新产能释放将保障未来持续增长动力，充分受益新疆地区优惠政策。同时，公司以新疆为战略据点，全面介入棉花全产业链，探索新经营模式及盈利点，有望开启战略转型新步伐，后续重点关注棉花供应链整合进展。

值得注意的是，经过多年的产能布局，公司已积累可观的土地资源约 1.1 万亩，主要围绕厂区分布于浙江、安徽、江西、新疆等地区，其中以浙江与新疆为主。目前具备资产变现条件的土地有 1530 亩，在产能战略转移的同时，土地资产增值效益亦持续体现，同时也为公司提供较高的安全垫。

考虑到新疆天孚重组尚在推进中，我们暂不考虑此部分业绩增量，预计公司 2016~2018 年营业收入为 75.99/86.43/97.71 亿元，同比增长 11.7%/13.7%/13.1%，净利润分别为 4.14/4.99/5.76 亿元，同比增长 23.4%/20.3%/15.6%，EPS 分别为 0.50/0.60/0.69 元，当前股价对应 16 年 PE20 倍。考虑到公司主业增长稳健，未来供应链整合业绩贡献可观，当前估值具备安全边际，且伴随供应链整合推进具备提升潜力，维持买入评级。

表 5: 公司 2016~2018 年收入及毛利率预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
纱线收入	5599	5042	5068	5308	5923	6667
-YOY	15.1%	-9.9%	0.5%	4.7%	11.6%	12.6%
毛利率	13.1%	12.4%	13.6%	13.6%	13.7%	13.6%
销量(吨)	151337	154414	162153	171882	183914	196788
-YOY	14.1%	2.0%	5.0%	6.0%	7.0%	7.0%
平均价格(万元/吨)	3.70	3.27	3.13	3.09	3.22	3.39
-YOY	0.9%	-11.7%	-4.3%	-1.2%	4.3%	5.2%
平均毛利(万元/吨)	0.48	0.40	0.42	0.42	0.44	0.46
平均成本(万元/吨)	3.22	2.86	2.70	2.67	2.78	2.93
-YOY	-2.7%	-11.0%	-5.6%	-1.2%	4.2%	5.3%

物料收入	501	912	1586	2141	2570	2955
-YOY	-27.3%	82.0%	74.0%	35.0%	20.0%	15.0%
毛利率	2.3%	4.1%	6.7%	7.5%	8.3%	9.0%
其他收入	140	178	150	150	150	150
-YOY	-21.6%	27.7%	-16.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	96.3%	88.1%	92.5%	90.0%	90.0%	90.0%
销售收入	6240	6133	6804	7599	8643	9771
-YOY	8.9%	-1.7%	10.9%	11.7%	13.7%	13.1%
综合毛利率	14.1%	13.4%	13.7%	13.4%	13.4%	13.4%

资料来源：国信证券经济研究所预测

针对棉花产业链各环节效益贡献，我们进行单独测算并基于以下假设：

- 1) 新疆天孚 16~18 年将分别整合 40、30、30 家轧花厂，以每家轧花厂同时，以每家轧花厂 100~150 万/年的利润空间计算，2018 年该部分可贡献盈利 1~1.5 亿；同时，以每家轧花厂 1 万吨的加工能力计算，2018 年将形成 100 万吨棉花的加工能力；
- 2) 通过全面介入棉花加工、仓储、物流到最后的销售环节，新疆天孚 2018 年将形成 100 万棉花的销售能力，以 1.2 万的棉价计算，销售规模将达 120 亿元，假设净利率可达 2%~3%，可贡献盈利 2.4~3.6 亿；
- 3) 新疆棉花交易市场未来年交易量将达 100 万吨以上，通过收取服务费+交易佣金获得 0.2%~0.3%的收益比例。

结合以上测算，我们预计 2018 年棉花产业链各环节可贡献盈利 4~5 亿元，将为公司带来盈利 2~2.5 亿元（按照 51%股权比例）。

风险提示

- 棉价持续剧烈波动；
- 新增产能进度不及预期；
- 海外市场需求持续疲软。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	731	1000	1000	1000	营业收入	6804	7599	8643	9771
应收款项	1160	1353	1563	1874	营业成本	5871	6582	7485	8466
存货净额	2583	2928	3339	3788	营业税金及附加	31	38	43	49
其他流动资产	865	760	864	977	销售费用	259	289	328	371
流动资产合计	5340	6041	6766	7639	管理费用	314	336	371	398
固定资产	3429	3400	3356	3291	财务费用	229	220	221	238
无形资产及其他	422	405	388	371	投资收益	11	15	20	25
投资性房地产	207	207	207	207	资产减值及公允价值变动	(35)	5	6	6
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	9398	10054	10717	11509	营业利润	75	155	220	281
短期借款及交易性金融负债	4134	4409	4708	5091	营业外净收支	300	337	367	397
应付款项	609	861	982	1114	利润总额	375	492	587	678
其他流动负债	348	310	353	400	所得税费用	35	74	88	102
流动负债合计	5091	5580	6044	6605	少数股东损益	3	3	0	0
长期借款及应付债券	380	380	380	380	归属于母公司净利润	336	414	499	576
其他长期负债	181	181	181	181					
长期负债合计	561	561	561	561	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5652	6141	6604	7165	净利润	336	414	499	576
少数股东权益	89	90	90	90	资产减值准备	(6)	0	(0)	(0)
股东权益	3657	3823	4022	4253	折旧摊销	298	350	377	398
负债和股东权益总计	9398	10054	10717	11509	公允价值变动损失	35	(5)	(6)	(6)
					财务费用	229	220	221	238
关键财务与估值指标					营运资本变动	(946)	(218)	(561)	(695)
每股收益	0.40	0.50	0.60	0.69	其它	377	1	0	0
每股红利	0.25	0.30	0.36	0.42	经营活动现金流	95	543	309	273
每股净资产	4.39	4.59	4.83	5.11	资本开支	(449)	(300)	(310)	(310)
ROIC	4%	4%	4%	5%	其它投资现金流	4	0	0	0
ROE	9%	11%	12%	14%	投资活动现金流	(444)	(300)	(310)	(310)
毛利率	14%	13%	13%	13%	权益性融资	10	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%	负债净变化	119	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(208)	(249)	(299)	(346)
收入增长	11%	12%	14%	13%	其它融资现金流	130	275	300	382
净利润增长率	99%	23%	20%	16%	融资活动现金流	(37)	26	1	37
资产负债率	61%	62%	62%	63%	现金净变动	(386)	269	0	0
息率	2.5%	3.0%	3.6%	4.2%	货币资金的期初余额	1118	731	1000	1000
P/E	24.6	20.0	16.6	14.4	货币资金的期末余额	731	1000	1000	1000
P/B	2.3	2.2	2.1	1.9	企业自由现金流	(799)	133	(141)	(192)
EV/EBITDA	22.2	20.5	18.8	17.4	权益自由现金流	(549)	221	(29)	(12)

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郦彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化/零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
		蓝逸翔	021-60933164	邵潇	0755-22940659
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
王东	010-88005309			黄道立	0755-82130685
徐培沛	0755-22940793			刘宏	0755-22940109
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liuying@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏坤	13726685252	吴国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁佳	0755-25472670 13602596740
				shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
王玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn			
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	黄明燕	18507558226	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn				chengkx@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪婧	18616741177	刘紫微	13828854899	夏雪	18682071096
						liuyan3@guosen.com.cn	
王艺汀	13726685252	林若	13726685252			郭泓辰	18575583236
赵海英	010-66025249 13810917275	张南威	13726685252			吴翰文	13726685252
zhaohy@guosen.com.cn							
		周鑫	13726685252				