

## 量价齐升助推业绩高增长

### 投资要点

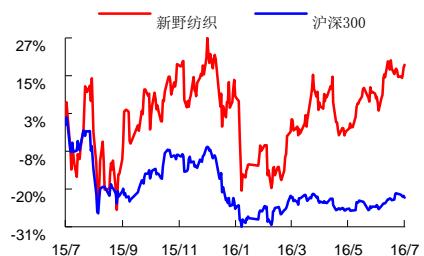
- 事件: 期货市场:** 近日郑棉主力 1609 合约延续强势, 创出最高价达 15780 元/吨, 4 月 1 日以来涨幅已达 50.25%, 从 2 月底最低价 9890 元/吨以来, 累计涨幅已近 60%。**现货市场:** 7 月 19 日, 中国棉花指数 (328) 涨至 14387 元/吨, 从 4 月行情启动以来已经上涨 20%, 从年初至今上涨幅度超过 10%。
- 国储棉投放进度不及预期, 供需短期性失衡。** **政策面:** 国家 4 月份推出抛储计划, 计划轮出 200 万吨储备棉, 每日至少 3 万吨投放量, 但实际排储进度每日约 1-2 万吨, 远低于预期; **供给端:** 棉花种植面积减少, 进口量维持较低水平, 供给端持续减产; **需求端:** 由于二季度价格持续上涨和供给减少, 纺企库存较低, 补库存意愿强烈。多重因素叠加助推棉价短期上涨, 我们认为上涨或将持续到新棉投放市场。
- 产业链短、库存丰富, 短期棉价上涨行情中公司将获益且业绩弹性最大。** 公司主要从事中高档棉纺织品的生产与销售, 目前公司棉花库存 6-7 万吨, 库存成本约 11000-12000/吨, 可供公司使用至新棉上市。就下游情况而言, 目前白灰纱价格上涨约 10%, 面料上涨约 5-8%。据测算, 公司在此番棉价上涨中业绩弹性属最强。
- 长期静待产能释放, 智能织造、面料整合亮点可期。** 目前公司拥有纱纺产能约为 14 万吨, 坯布面料产能约为 15000 万米, 色织面料产能约为 700 万米。公司有意识地向高附加值、高毛利率等产品倾斜。目前新疆拥有 4 条棉纱生产线, 2016 年将新增两条。此外, 公司还募投了 7.6 亿元用于生产高档针织面料和针织服装, 随着上述项目投产达产, 为公司的产品结构调整和未来业绩持续增长提供了强有力的支撑。公司未来或将引入机器人进行智能化改造生产线, 打造“工业 4.0”; 此外公司或将依托巨大的资源市场整合面料端市场, 切入柔性供应链。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.34、0.39、0.52 元, 对应 PE 分别为 24、20 和 16 倍。考虑到同行业可比公司 PE 均值为 25 倍, 公司市值小, 未来发展前景多多, 短期业绩有支撑。我们给予公司 2016 年 30 倍 PE, 对应目标价为 10.20 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 募投项目或不达预期的风险; 棉花价格传导或不达预期的风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongl@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.28
流通 A 股(亿股)	5.20
52 周内股价区间(元)	5.23-8.97
总市值(亿元)	50.77
总资产(亿元)	66.91
每股净资产(元)	3.92

### 相关研究

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	3046.71	3604.66	4423.86	6276.11
增长率	-10.38%	18.31%	22.73%	41.87%
归属母公司净利润 (百万元)	117.22	213.99	247.67	326.00
增长率	38.83%	82.55%	15.74%	31.63%
每股收益 EPS (元)	0.19	0.34	0.39	0.52
净资产收益率 ROE	5.79%	9.22%	9.79%	11.60%
PE	43	24	20	16
PB	2.51	2.19	2.01	1.81

数据来源: Wind, 西南证券

## 目 录

1. 公司概况：多年深耕棉纺产业链 .....	1
2. “棉疯狂”持续 .....	3
2.1 国储棉投放进度不及预期，供需短期性失衡 .....	3
2.2 未来棉价何去何从？ .....	4
3. 业绩弹性大，长期静待产能释放 .....	5
3.1 采购优势明显，库存充足、产业链短逆市获益 .....	5
3.2 长期静待产能释放，智能织造、面料整合亮点可期 .....	6
3.3 政府补贴加码业绩 .....	8
4. 盈利预测与估值 .....	9
5. 风险提示 .....	10

## 图 目 录

图 1: 公司 2012-2016Q1 年营收 (百万元) 及增速 .....	1
图 2: 公司 2012-2016Q1 年归母净利润 (百万元) 及增速 .....	1
图 3: 公司分产品 2011-2015 毛利率情况 .....	2
图 4: 公司 2011-2016Q1 三费率情况 .....	2
图 5: 公司 2015 年主营业务收入结构 .....	2
图 6: 公司 2011-2015 年分地区收入 (百万元) 及增速 .....	2
图 7: 郑棉 1609 期货价格 (元/吨) .....	3
图 8: 中国棉花价格 328 指数 (元/吨) .....	3
图 9: 2006-2016 年我国棉花消费量和产量 (万吨) .....	4
图 10: 2006-2016 年我国棉花进口量 (万吨) .....	4
图 11: 1995-2015 年我国棉花收获面积 (千公顷) .....	5
图 12: 1997-2015 年全球棉花产量 (万吨) .....	5
图 13: 纺织行业上下游情况 .....	6
图 14: 面料整合平台 .....	8

## 表 目 录

表 1: 弹性测算 .....	6
表 2: 2014-2016Q1 公司产品产能、产能利用率及产销量情况 .....	7
表 3: 截至目前公司在建拟建项目情况 (单位: 万元) .....	7
表 4: 2015 年新疆出台的十项补贴要点 .....	8
表 5: 分业务收入及毛利率 .....	9
表 6: 可比公司盈利预测相对估值 .....	10
附表: 财务预测与估值 .....	11

## 1. 公司概况：多年深耕棉纺产业链

公司主要从事中高档棉纺织品的生产与销售，主要产品包括纱线、坯布面料和色织服装面料系列产品等，公司产品的主要销售区域集中在长三角、珠三角和福建区域。公司所在的纺织和面料行业中小企业较多，市场较为分散。通过多年的发展，公司在技术、设备、产品、市场、成本、管理等方面形成了独特的竞争优势。

**深入新疆腹地，原料采购优势明显。**公司对原材料的把控采取“生产基地+包厂+外采”的方式。公司年均棉花需求约 15 万吨，公司已在新疆建立原料生产基地，五条轧花厂生产线，加工能力约 3 万多吨，同时在新疆包厂，年加工能力约为 3-4 万吨。除内部供应外，公司还外采新疆和进口棉花。由于棉花成本占到纺织品成本 70%+，公司在原材料采购和成本控制方面有明显的比较优势。

**长期产能逐步释放，智能织造、面料整合未来可期。**公司 16 年募集 7.6 亿元用于年产 3 万吨高档针织面料项目和 3000 万件针织服装数字化加工项目的建设。其中高档针织面料项目总投资 6.2 亿元，针织服装数字化加工项目总投资 1.4 亿元，两者均是建设期 1 年，投产期 1 年，生产期 10 年。项目初步计划启动后第二年开始投产，生产负荷为 80%，第三年达产。据公司 15 年 12 月 7 日定增预案公告，高档针织面料项目年平均可实现销售收入 18.15 亿元，利润总额 1.4 亿元；针织服装数字化加工项目年平均可实现销售收入 8.2 亿元，利润总额 3711 万元。募投项目可极大缓解公司的产能压力，优化公司的产品结构，增强公司的综合竞争实力。

目前公司已有 14 万吨的纱线产能、1.5 亿米坯布面料+7 万米色织面料产能。未来公司或将利用巨大的面料生产优势，做服装上游面料端的柔性供应链，整合行业过剩产能，匹配上下游需求。此外，公司还计划引入机器人进行智能化织造，节省生产成本，释放劳动力。

**公司业绩状况：**受纺织行业需求低迷、进口纱冲击和棉价下跌等因素的影响，2015 年公司实现营业收入 30.5 亿元，同比增长-10.4%；2015 年实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 38.8%，主要是因为 2015 年公司收到政府补贴 1.1 亿元。2016 年春节之后新疆十万锭新型纱纺生产线投产，2016Q1 实现营业收入 8 亿元，同比增长 6.7%；2016Q1 实现归母净利润 1638.8 万元，同比增长 38.4%。

图 1：公司 2012-2016Q1 年营收（百万元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

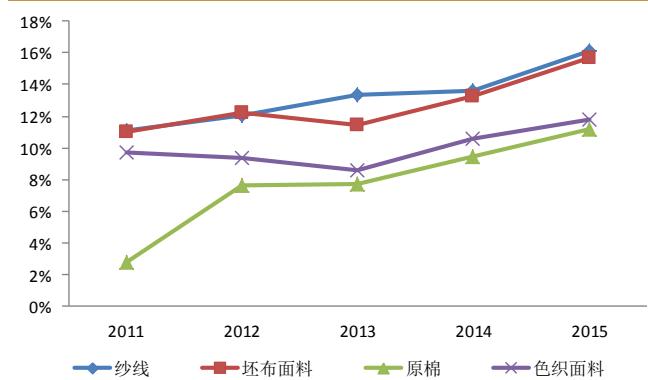
图 2：公司 2012-2016Q1 年归母净利润（百万元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2011-2015 年公司的综合毛利率呈上升趋势，其中纱线毛利率从 2014 年的 13.6% 提升至 16.2%，坯布面料的毛利率从 2014 年的 13.3% 提升至 15.7%，主要是因为公司转型升级向高毛利率产品倾斜。2015 年管理费用波动较大，原因为公司加大新产品研发投入，2015 年投入研发费用 9943.5 万元，同比增长 40.5%。

图 3：公司分产品 2011-2015 毛利率情况



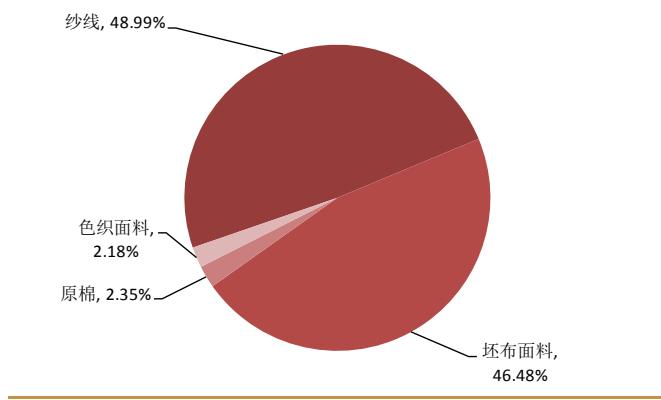
数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司业务情况：**2015 年纱线收入 14.9 亿元，营收占比 49%；坯布面料收入 14.1 亿元，营收占比 46.5%，纱线和坯布面料是公司的主要产品，也是公司的主要利润来源，近年来收入表现较为稳定。2015 年公司原棉收入由 4.7 亿元下降到 0.7 亿元，色织面料收入小幅下降至 0.7 亿元。

受国内市场萎缩和进口纱冲击的影响，2015 年公司国内市场的销售收入为 23.2 亿元，较 2014 年下降 7.8%；2015 年受全球经济不景气等的影响，公司港澳台及海外地区销售收入小幅降至 7.3 亿元。

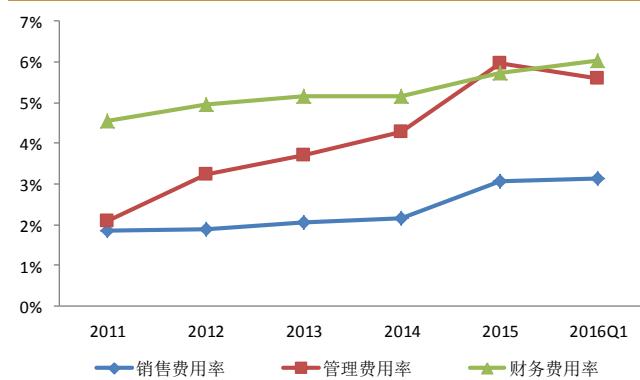
公司的销售模式主要以直销为主，公司在全国各纺织品集散地派驻业务人员，成立销售办事处，负责当地的市场开发、产品销售、客户反馈等方面的业务。截止 2015 年年底，公司在全国纺织品市场需求比较集中的地区成立了 22 个销售办事处。

图 5：公司 2015 年主营业务收入结构



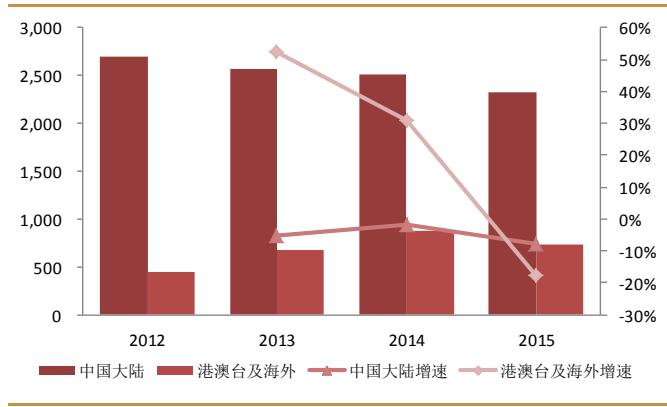
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2011-2016Q1 三费率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2011-2015 年分地区收入 (百万元) 及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

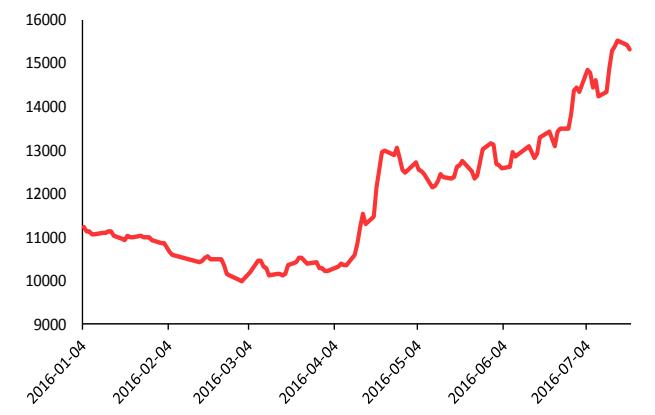
## 2. “棉疯狂”持续

**期货市场：**近日郑棉主力 1609 合约延续强势，昨日创出最高价达 15780 元/吨，4 月 1 日以来涨幅已达 50.25%。如果从 2 月底最低价 9890 元/吨以来，累计涨幅已近 60%。

**现货市场：**7 月 19 日，中国棉花指数（328）涨至 14387 元/吨，从 4 月行情启动以来已经上涨 20%，从年初至今上涨幅度超过 10%。

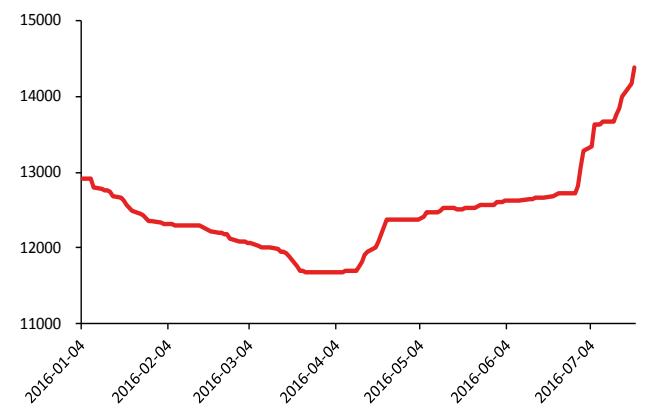
“棉疯狂”在抛储政策出台后持续，我们认为是国储棉投放不及预期、供需短期性失调所致。

图 7：郑棉 1609 期货价格（元/吨）



数据来源：WIND，西南证券整理

图 8：中国棉花价格 328 指数（元/吨）



数据来源：WIND，西南证券整理

### 2.1 国储棉投放进度不及预期，供需短期性失衡

为避免棉花价格在短期内大幅波动，我国棉花政策经历了收储、直补、抛储三个时期。在经历了天量国储棉库存后，未来将按照“不对称轮换、多轮出少轮入、先轮出后轮入”的方式对库存进行调整，改善库存结构，将国储棉库存逐渐消化到合理水平。但是，国储棉的出库有量上的限制，即不能打压市场价格，保证市场平稳运行，不会出现大规模投放情况。

**临时收储政策：**收储政策始于 2011 年 9 月，国家控制棉花供给，稳定棉花价格以补充市场机制的失调。2011 年 10 月至 2014 年 3 月，我国棉花收储合计 1500 多万吨。收储政策对棉花的市场供给进行有效调配，但临时收储政策托底棉花价格，致使内外棉价差拉大，进口配额限制国内企业自由进口棉花，导致国内棉花成本高企，中下游纺织企业的盈利空间被压缩。到 2014 年 3 月我国国储棉的库存规模达到 1100 万吨，收储政策取消。棉花流入市场后，填补国内供给缺口，内外棉价差迅速缩小。目前价差已经缩小至 1200 元/吨，我们预计未来内外棉价差将进一步缩小，进口棉的吸引力将不如以前。

**直补政策：**2014 年国家在新疆实施直补试点代替棉花收储政策，当市场价格低于目标价格时启动棉花目标价格补贴，中央补贴资金的 60% 将按棉花种植面积补贴，40% 按实际交售量补贴。2014、2015 和 2016 年棉花直补的目标价格水平为每吨 19800、19100 元和 18600 元。直补政策推出之后，保障了新疆地区棉农种植的积极性，稳定了棉价。新疆地区直补力度大，气候适宜棉花种植，棉花质量稳定，棉花种植业向新疆地区集中愈发明显，种植面积和产量占比逐年上升，2015 年棉花产量占全国一半以上。加之 15 年新疆 10 条优惠政策，

为纺织服装产业设立 200 亿元专项资金，提供税收优惠和补贴，中下游纺企产能向新疆专业的趋势也突显出来。我们认为，提前在新疆有产能布局的公司将非常受益。

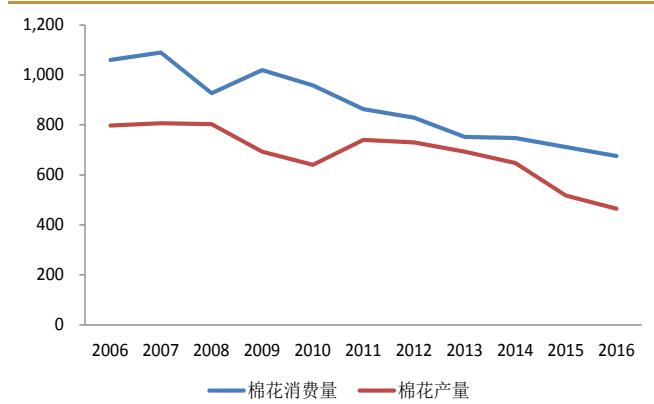
**供需短期失衡的诱发原因是**纺企棉花库存下滑至近年低点，目前时点补库需求强烈。由于自 2011 年起棉花价格持续下行，纺企已经养成随买随用的采购习惯，库存量一般在三个月左右。当前时点去年的棉花销售已基本完成，新棉上市在 10 月左右，最近几个月出现棉花销售空档期，受排储不及预期的影响，依赖于国储棉排放缓解经营压力的企业短期需求强劲。

**抛储政策推迟，国储棉投放速度不及预期。**从短期供给来看，2016 年 4 月底，今年的抛储政策出台，5 月中下旬开始投放。市场早先预计国储棉抛售时间会在 3-4 月，实际投放时间明显推迟。今年计划轮出 200 万吨，为期三个月，略低于市场前期估计值，且每日抛储的速度因为受到出库棉花逐包检验所需要的人力和设备的限制，出库速度缓慢，低于市场预期。原则上每日挂牌销售数量不超过 3 万吨，优先安排进口棉轮出，因此企业为抢购进口优质棉，在轮出前期每日成交量在 2 万吨以上，造成市场购棉紧张，现货棉价仍呈上升趋势。除此之外，由于国储棉采用的是拍卖的方式，从中滋生大量贸易商囤货，造成短期供给进一步恶化。

## 2.2 未来棉价何去何从？

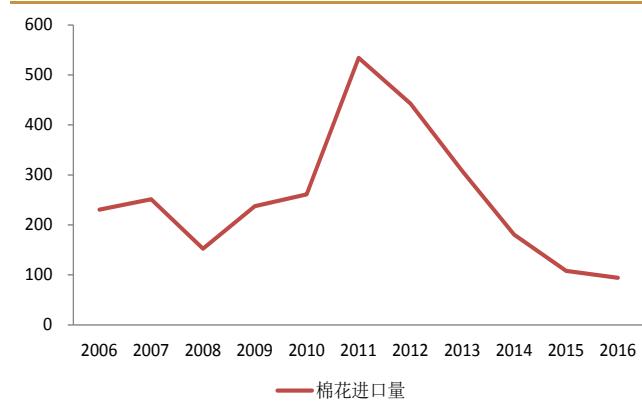
根据 ICAC 棉花供需报告的预测，国内新疆由于高温天气造成棉花减产及质量问题，预计 16 年新疆产量 350 万吨，国内总产量 470 万吨左右，加上约 100 吨左右的进口量，总供给约为 570 万吨；另一方面，据预测，国内 16 年需求为 670 万吨。不考虑其他因素，棉花供需缺口约在 100 万吨。

图 9：2006-2016 年我国棉花消费量和产量（万吨）



数据来源：WIND，西南证券整理

图 10：2006-2016 年我国棉花进口量（万吨）



数据来源：WIND，西南证券整理

就长期而言，棉花种植面积持续下降和进口棉额度造成供给端收缩。**1) 国内棉花种植面积持续下降。**据国家棉花市场监测系统 3 月份调查显示，2016 年全国棉花意向种植面积 4462.7 万亩，同比减少 656.1 万亩，降幅 12.8%。这主要是因为目前植棉成本越来越高，单亩成本已在 2000 元以上，净利大幅下降，内地植棉补贴力度不及新疆，收益难与其他作物竞争，因此面积每年以高个位数减少。而新疆地区 2016 年意向植棉面积为 2853 万亩，同比下降 8%，2015 年实际植棉面积下降 9.36%。棉花供给不容乐观。**2) 棉花进口量保持在较低水平。**为保障国内棉农的利益，我国对棉花实施进口配额管理。自 2005 年起配额为 89.4

万吨/年，但进口税率调整使得平均每吨棉花的进口成本不断上升，加之今年印度等地减产严重，国际棉花价格一直上涨，内外棉价差收窄，减弱了进口棉花的吸引力。据中国海关总署统计，2016年3月，我国进口棉花5.79万吨，同比减少7.0万吨，减幅54.73%。2016年1-3月，我国累计进口棉花20.97万吨，同比减少23.85万吨，减幅53.21%。

图 11：1995-2015 年我国棉花收获面积（千公顷）



数据来源：WIND，西南证券整理

图 12：1997-2015 年全球棉花产量（万吨）



数据来源：WIND，西南证券整理

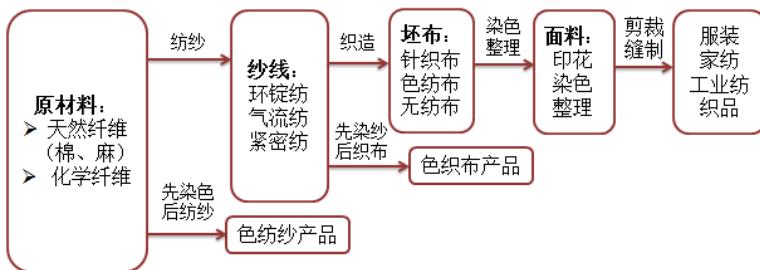
从需求端来说，服装终端消费持续乏力，需求端拐点未现。同时，由于生产净利下降，产能出现下滑，且产能下滑幅度大于需求端下滑幅度，我们认为供需缺口可能扩大。但是我们判断庞大的国储棉将会覆盖供需缺口，保证未来6-7年的棉花供应，棉价长期上涨承压，预计中长期棉花价格并没有暴涨基础。我们预计在新棉上市时（每年10月左右），棉花价格会逐渐回落。

### 3. 业绩弹性大，长期静待产能释放

#### 3.1 采购优势明显，库存充足、产业链短逆市获益

深入新疆腹地，原材料采购优势明显。棉花作为棉纺织产品的重要原材料，公司年均棉花需求量为15万吨，超过一半购自新疆，近年来公司灵活调节进口棉、新疆棉和内地棉的采购比例，优化采购方式，最大程度降低综合采购成本。目前公司在新疆采取“生产基地+包厂+外采”的方式对成本实施控制，建立了原料供应基地，拥有5条轧花生产线，年加工能力约3万多吨，同时在新疆包厂，年加工能力约为3-4万吨。我们认为上述举措有效控制了原材料采购成本，大大降低了公司的成本压力，是公司提升毛利率的有力助推剂。

图 13: 纺织行业上下游情况



数据来源: 西南证券整理

受棉花短期供需失衡的影响, 2016 年 4 月以来棉价持续上涨, 公司把握时机在棉价上涨初期提前布局增加棉花库存。目前公司棉花库存 6-7 万吨, 库存成本约 11000-12000/吨, 可供公司使用至新棉上市。相较于存在补库需求的同行而言, 我们认为充足的库存量大大节约了公司的原材料成本。同时公司产业链短, 涉及棉花的直接下游, 由此棉价上涨在产业链传导上相对迅速和有效, 两方面受益大大增加公司利润空间。

我们简单从理论层面分析棉花价格上涨对相关纺企的利润弹性, 假设如下: 1) 测算基准选用 2015H1 财务数据; 2) 假定加工费、费用率等其他条件假设固定不变; 3) 假设原材料上涨部分的利润在扣除税收后全部进入净利润; 4) 假定棉花价格上涨能顺利传导至下游。根据弹性测算, 受棉花价格上下波动影响, 利润影响从大到小依次为: 新野纺织、联发股份、华孚色纺、鲁泰 A 以及百隆东方。

表 1: 弹性测算

棉价增幅	新野纺织	华孚色纺	百隆东方	鲁泰 A	联发股份
5%	58.50%	19.08%	9.79%	16.59%	19.15%
10%	111.83%	44.29%	23.70%	31.13%	38.01%
20%	218.50%	94.71%	51.51%	60.21%	75.74%
-5%	-48.17%	-31.33%	-18.02%	-12.49%	-18.57%
-10%	-101.51%	-56.54%	-31.92%	-27.03%	-37.43%
-20%	-208.18%	-106.96%	-59.73%	-56.11%	-75.15%

数据来源: 西南证券整理

### 3.2 长期静待产能释放, 智能织造、面料整合亮点可期

公司自 06 年上市以来, 专注棉纺织这一主业, 拥有新疆和新野本部两个核心产能区, 2015 年纱纺产能约为 14 万吨, 坯布面料产能约为 15000 万米, 色织面料产能约为 700 万米。近年来公司的纱纺和坯布业务趋稳, 受棉花价格处于低位、行业景气度差等影响, 公司积极转型升级同时向下游产业布局。

公司有意识地向高附加值、高毛利率等高毛利率产品倾斜。目前新疆拥有 4 条棉纱生产线, 2016 年将有两条新生产线投产, 分别是新疆锦域棉纺 10 万锭 (5000 头转杯纺是其配套项目) 和宇华纺织高档纺纱项目。此外, 公司还募投了 7.6 亿元用于生产高档针织面料和针织服装, 随着上述项目投产达产, 为公司的产品结构调整和未来业绩持续增长提供了强有力的支持。

表 2: 2014-2016Q1 公司产品产能、产能利用率及产销量情况

产品名称	项目	2016Q1	2015年	2014年
坯布面料	产能 (万米/年)	3750.00	15000.00	15000.00
	产量 (万米)	3536.84	14756.52	14833.41
	销量 (万米)	3515.96	15055.90	14207.43
	产能利用率	94.32%	98.38%	98.89%
	产销率	99.41%	102.03%	94.72%
纱线	产能 (万吨/年)	3.80	14.00	11.50
	产量 (万吨)	3.58	13.66	11.45
	销量 (万吨)	2.59	8.25	7.50
	自用转织 (万吨)	0.99	4.25	3.68
	产能利用率	94.30%	97.56%	99.61%
	产销率	100.00%	91.51%	97.64%
色织面料	产能 (万米/年)	175.00	700.00	700.00
	产量 (万米)	165.65	695.84	695.86
	销量 (万米)	167.85	694.52	686.75
	产能利用率	94.66%	99.41%	99.41%
	产销率	101.33%	99.81%	98.11%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3: 截至目前公司在建拟建项目情况 (单位: 万元)

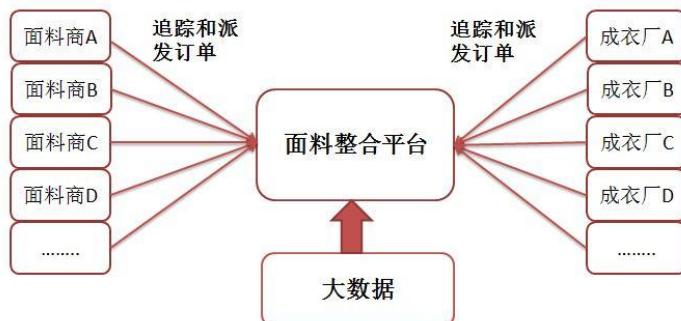
项目名称	建设内容	计划总投资	计划投产日期	预计满产年份
宇华防止高档纺纱项目	年产 1.38 万吨高档精梳无结纱线生产线	18000	2016 年春节后	2016 年 5 月
棉域纺织棉纺 10 万锭及 5000 头转杯纺建设项目	棉纺 10 万锭及 5000 头转杯纺生产线	27852	2016Q4	2017 年
高档针织面料项目	年产 3 万吨高档针织面料	62338	2017Q4	2018-2019
针织服装数字化加工项目	年产针织服装 3000 万件	13752	2017Q4	2018-2019

数据来源：公司公告，西南证券整理

**智能化改造生产线，打造“工业 4.0”。**目前机器人设备证处于可研阶段，预计公司将于 17 年年底引入并释放劳动力，提升设备利用效率同时减少管理成本。

**切入柔性供应链，做面料端产业整合。**公司长期深耕于棉纺产业链，可依托其巨大的面料生产优势和在行业中的话语权，做服装上游面料端的柔性供应链。公司可建立起行业中面料和成衣的数据库，通过对接面料商和成衣商，在平台上将客单派发，并帮其追踪订单等。基于该平台，公司可整合行业过剩产能，匹配上下游需求。同时也是为了适应目前服装行业消费新模式，为了满足下游成衣厂商对小、快、反订单的要求。

图 14: 面料整合平台



数据来源：西南证券整理

### 3.3 政府补贴加码业绩

为了支持新疆棉纺产业，新疆政府相继出台了一系列针对纺织企业的利好政策，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。优惠政策包括使用新疆当地棉花补贴 800/吨，棉纺织产品出疆的时候约有 1000-1100 元/吨运费补贴，电费执行价为每度电 3 毛 5、兵团 2 毛 8，而公司本部则是 7 毛 6，另外还有贷款贴息、使用新疆户籍的工人培训费和养老保险有补贴、税收返还等。总体而言，新疆生产线的每吨成本要比新野本部低 4200 元左右。

表 4: 2015 年新疆出台的十项补贴要点

具体补贴条款	
税收	区境内的纺织服装企业免征 5 年企业所得税地方分享部分
用电优惠	自 2015 年 1 月 1 日起，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，在此基础上自治区财政按季度补贴 0.03 元/千瓦时。并且，自 5 月 1 日起，自治区企业自备电厂系统备容费也下调。调整后的标准：220 千伏 0.028 元/千瓦时；110 千伏 0.032/千瓦时；35 千伏及以下 0.035 元/千瓦时
运费补贴	32 支及以上棉纱类产品新疆南疆地区每吨补贴 1000 元，其他地区补贴 800 元；32 支以下棉纱类产品南疆地区每吨补贴 900 元，其他地区补贴 700 元；棉布类产品每吨补贴 1000 元
使用新疆棉花补贴	新疆企业使用地产棉花和粘胶纤维每吨补贴 800 元
员工福利和社保补贴	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；对纺织服装企业新招用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

数据来源：公司公告，西南证券

公司在新疆布局比较早，在 10 年之前已经开始在那边建立了生产线，是同行业中最早享受优惠政策的公司之一。从 2016 年起，新疆政府的对企业的补贴由一年一补转变为一季一补。由于公司对政府补贴的记账方式采用的是收付实现制，只有当实际获取财政收入时才可记账，而政府补贴的发放会滞后半年左右。因此，今年公司不仅可以获得 15 年的全额财补，还将获得 16 年至少两个季度的补贴。

## 4. 盈利预测与估值

根据公司调研和基本面分析，我们对 2016-2018 年公司主营业务的预测如下：

- 1) 棉花价格能较为顺利传导至下游；
- 2) 棉花能持续上涨至新棉上市（约 9-10 月份）；
- 3) 募投项目将于 17 年 Q4 部分投产。

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
纱线	收入	1,486.38	1,857.98	2,136.67	2,243.50
	增速	-3.38%	25.00%	15.00%	5.00%
	成本	1,246.18	1,542.12	1,784.12	1,873.33
	毛利率	16.16%	17.00%	16.50%	16.50%
坯布面料	收入	1,410.07	1,579.28	1,658.24	1,741.15
	增速	2.50%	12.00%	5.00%	5.00%
	成本	1,189.08	1,326.59	1,401.21	1,471.28
	毛利率	15.67%	16.00%	15.50%	15.50%
色织面料	收入	66.13	74.07	77.77	81.66
	增速	-6.42%	12.00%	5.00%	5.00%
	成本	58.34	65.18	68.83	72.27
	毛利率	11.78%	12.00%	11.50%	11.50%
原棉	收入	71.22	78.34	86.18	94.79
	增速	-82.52%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	63.26	69.72	76.70	84.37
	毛利率	11.18%	11.00%	11.00%	11.00%
其他	收入	12.91	15.00	15.00	15.00
	增速				
	成本	0.01			
	毛利率				
针织面料	收入			300.00	1,450.00
	增速				
	成本			252.00	1,218.00
	毛利率			16.00%	16.00%
针织服装	收入			150.00	650.00
	增速				
	成本			126.00	546.00
	毛利率			16.00%	16.00%
合计	收入	3,046.71	3,604.66	4,423.86	6,276.11
	增速	-10.38%	18.31%	22.73%	41.87%
	成本	2,556.87	3,003.62	3,708.86	5,265.24
	毛利率	16.08%	16.67%	16.16%	16.11%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.34、0.39、0.52 元，对应 PE 分别为 24、20 和 16 倍。考虑到同行业可比公司一致 PE 均值为 25 倍，公司市值小，未来发展看点多多，短期业绩有支撑。我们给予公司 30 倍 PE，对应目标价为 10.20 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司盈利预测相对估值

代码	简称	股价(元) 2016/7/22	每股收益(元)			市盈率		
			15A	16E	17E	15E	16E	17E
行业均值(整体法)			0.59	0.67	0.77	36.29	25.33	21.09
000726	鲁泰 A	11.23	0.75	0.84	0.96	15.07	13.38	11.64
002083	孚日股份	6.3	0.34	0.41	0.47	18.04	15.35	13.29
002087	新野纺织	8.08	0.23	0.30	0.35	35.83	27.36	22.99
002193	山东如意	17.9	0.11	0.30	0.48	167.29	59.11	37.29
002327	富安娜	9.66	0.47	0.52	0.58	20.72	18.71	16.64
002404	嘉欣丝绸	8.2	0.11	0.13	0.14	73.08	63.72	59.30
002763	汇洁股份	34.11	0.77	0.92	1.12	44.52	36.96	30.57
601339	百隆东方	6.23	0.22	0.34	0.40	22.84	18.27	15.61
600177	雅戈尔	14.18	1.48	1.54	1.62	9.60	9.22	8.74
603001	奥康国际	21.51	0.95	1.09	1.29	22.62	19.71	16.63
002394	联发股份	15.52	0.95	1.02	1.16	16.35	15.14	13.36
600398	海澜之家	11.9	0.71	0.80	0.96	16.76	14.95	12.45
002293	罗莱生活	13.78	0.67	0.63	0.70	20.68	21.69	19.36
002042	华孚色纺	10.82	0.44	0.50	0.60	24.62	21.04	17.41

数据来源：wind，西南证券整理

## 5. 风险提示

募投项目或不达预期的风险；棉花价格传导或不达预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3046.71	3604.66	4423.86	6276.11	净利润	117.22	213.99	247.67	326.00
营业成本	2556.87	3003.61	3708.86	5265.23	折旧与摊销	177.13	196.62	210.74	215.30
营业税金及附加	4.27	6.89	7.97	11.12	财务费用	174.15	172.85	187.28	215.35
销售费用	93.91	115.35	119.44	175.73	资产减值损失	13.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	181.71	216.28	230.04	338.91	经营营运资本变动	-323.70	-296.19	-579.64	-1175.19
财务费用	174.15	172.85	187.28	215.35	其他	-2.14	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	13.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量净额	156.52	287.28	66.05	-418.54
投资收益	-0.13	0.00	0.00	0.00	资本支出	-40.88	-400.00	-150.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-249.67	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-290.56	-400.00	-150.00	-40.00
<b>营业利润</b>	<b>21.81</b>	<b>89.68</b>	<b>170.27</b>	<b>269.77</b>	短期借款	221.56	251.56	392.66	904.85
其他非经营损益	109.32	163.50	118.40	109.42	长期借款	-18.80	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>131.12</b>	<b>253.18</b>	<b>288.66</b>	<b>379.19</b>	股权融资	0.00	108.54	0.00	0.00
所得税	13.90	39.19	40.99	53.19	支付股利	-15.59	-21.65	-39.52	-45.74
<b>净利润</b>	<b>117.22</b>	<b>213.99</b>	<b>247.67</b>	<b>326.00</b>	其他	-60.07	-467.53	-187.28	-215.35
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流量净额	127.09	-129.07	165.87	643.77
归属母公司股东净利润	117.22	213.99	247.67	326.00	<b>现金流量净额</b>	<b>-7.29</b>	<b>-241.79</b>	<b>81.92</b>	<b>185.23</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
货币资金	602.26	360.47	442.39	627.61	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1314.39	1417.02	1791.21	2529.24	销售收入增长率	-10.38%	18.31%	22.73%	41.87%
存货	1199.71	1409.33	1740.24	2470.51	营业利润增长率	-42.37%	311.23%	89.87%	58.44%
其他流动资产	108.86	128.79	158.06	224.24	净利润增长率	41.59%	82.55%	15.74%	31.63%
长期股权投资	8.52	8.52	8.52	8.52	EBITDA 增长率	-2.06%	23.07%	23.77%	23.25%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2181.48	2405.87	2366.15	2211.86	毛利率	16.08%	16.67%	16.16%	16.11%
无形资产和开发支出	175.15	154.14	133.13	112.12	三费率	14.76%	14.00%	12.13%	11.63%
其他非流动资产	626.62	626.62	626.62	626.62	净利率	3.85%	5.94%	5.60%	5.19%
<b>资产总计</b>	<b>6217.00</b>	<b>6510.77</b>	<b>7266.31</b>	<b>8810.72</b>	ROE	5.79%	9.22%	9.79%	11.60%
短期借款	1282.80	1534.36	1927.02	2831.88	ROA	1.89%	3.29%	3.41%	3.70%
应付和预收款项	543.29	566.27	700.45	1014.39	ROIC	4.48%	5.14%	6.27%	7.21%
长期借款	395.00	395.00	395.00	395.00	EBITDA/销售收入	12.25%	12.74%	12.85%	11.16%
其他负债	1972.06	1693.27	1713.83	1759.18	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4193.15</b>	<b>4188.90</b>	<b>4736.30</b>	<b>6000.44</b>	总资产周转率	0.52	0.57	0.64	0.78
股本	519.76	628.30	628.30	628.30	固定资产周转率	1.41	1.58	1.85	2.74
资本公积	600.64	600.64	600.64	600.64	应收账款周转率	7.14	7.93	8.25	8.71
留存收益	900.58	1092.92	1301.08	1581.34	存货周转率	2.34	2.30	2.36	2.50
归属母公司股东权益	2023.84	2321.86	2530.02	2810.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.65%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2023.84</b>	<b>2321.86</b>	<b>2530.02</b>	<b>2810.28</b>	资产负债率	67.45%	64.34%	65.18%	68.10%
负债和股东权益合计	6217.00	6510.77	7266.31	8810.72	带息债务/总负债	63.14%	69.35%	69.62%	70.04%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	流动比率	1.47	1.51	1.51	1.46
EBITDA	373.09	459.15	568.28	700.41	速动比率	0.92	0.87	0.87	0.84
PE	43.31	23.72	20.50	15.57	股利支付率	13.30%	10.12%	15.96%	14.03%
PB	2.51	2.19	2.01	1.81	<b>每股指标</b>				
PS	1.67	1.41	1.15	0.81	每股收益	0.19	0.34	0.39	0.52
EV/EBITDA	15.86	15.23	12.86	11.46	每股净资产	3.22	3.70	4.03	4.47
股息率	0.31%	0.43%	0.78%	0.90%	每股经营现金	0.25	0.46	0.11	-0.67
					每股股利	0.02	0.03	0.06	0.07

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn