

纺织服装业/可选消费品

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 11.00

当前价格: 7.28

2016.11.07

交易数据

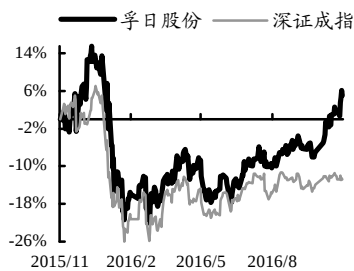
52 周内股价区间 (元)	5.46-8.34
总市值 (百万元)	6,610
总股本/流通 A 股 (百万股)	908/856
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	94%
日均成交量 (百万股)	1007.46
日均成交值 (百万元)	67.49

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,049
每股净资产	3.36
市净率	2.2
净负债率	79.84%

EPS (元)	2015A	2016E
Q	0.08	0.10
Q2	0.09	0.09
Q3	0.06	0.07
Q4	0.11	0.13
全年	0.34	0.39

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	13%	16%	5%
相对指数	12%	13%	18%

孚日股份 (002083)

主业稳健市值小，外延并购弹性大

——孚日股份首次覆盖报告

	吕明 (分析师)	郭彬 (研究助理)	姚咏絮 (研究助理)
	0755-23976166	021-00000000	021-38676520
	lvming@gtjas.com	guobin@gtjas.com	yaoyongxu@gtjas.com
证书编号	S0880514080005	S0880116080148	S0880116030030

本报告导读:

预计公司 2016 年净利润 3.5 亿，未来几年主业仍保持个位数增长，市值仅 66 亿，具有安全边际。公司刚刚完成员工持股计划，预计存在较强烈的外延并购预期。

投资要点:

- **首次覆盖，“增持”评级。**我们预测 2016-18 年 EPS 为 0.39/0.44/0.51 元，预计公司 2016 年净利润 3.5 亿，未来几年主业仍保持个位数增长，同时存在新消费、新经济方向的外延并购预期。首次覆盖，给予“增持”评级，给予公司目标价 11 元，对应 2017 年 25 倍 PE。
- **主业业绩稳定，市值小。**预计 2016 年净利润 3.5 亿，预计未来几年毛巾和售电主业净利润仍保持个位数增长。毛巾主业在内销市场的突破、售电业务如果能尽快取得售电牌照，则两块主业存在超市场预期可能性。截至 11 月 6 日，市值仅 66 亿，相比净利润差不多的贵人鸟 (市值 173 亿)、九牧王 (市值 96 亿)，市值具有安全边际。
- **并购新业务的预期较强。**虽然此前公司大手笔布局光伏项目失败，但发展新业务的动力仍然较强。2015 年 8 月，为了寻找新的投资项目和机会，公告拟出资设立一家投资公司——北京信远昊海，预计投资方向侧重于：1) 与公司毛巾主业有协同效应的渠道、品牌类公司上；2) 与公司售电、公司体外的电机业务有协同效应的公司；3) 其他新消费、新经济行业的公司。
- **资本运作频繁，员工持股计划完成，拟配股 10 亿。**1) 2016 年 10 月 31 号完成员工持股计划，锁定期一年，买入均价 7.01 元，目前市价 7.28 元，股价具安全边际。2) 计划配股不超过 10 亿用于还贷款；同时发行了 5 亿中票以及 4 亿短融，改善了负债结构。配股完成后，可降低财务费用 4000-5000 万/年。
- **风险提示：**煤价继续大幅上涨、产品大幅降价、并购低于市场预期。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,554	4,205	4,417	4,938	5,436
(+/-)%	2%	-8%	5%	12%	10%
经营利润 (EBIT)	414	547	607	638	682
(+/-)%	-18%	32%	11%	5%	7%
净利润	73	311	352	401	460
(+/-)%	-19%	325%	13%	14%	15%
每股净收益 (元)	0.08	0.34	0.39	0.44	0.51
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	9.1%	13.0%	13.7%	12.9%	12.5%
净资产收益率 (%)	2.6%	10.4%	11.1%	11.9%	12.6%
投入资本回报率 (%)	15.8%	7.1%	10.2%	10.8%	13.2%
EV/EBITDA	11.3	10.1	8.2	7.8	6.7
市盈率	90.4	21.3	18.8	16.5	14.4
股息率 (%)	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2016.11.06

股票研究

可选消费品

纺织服装业

孚日股份 (002083)
首次覆盖
评级: 增持

目标价格: 11.00

当前价格: 7.28

2016.11.06

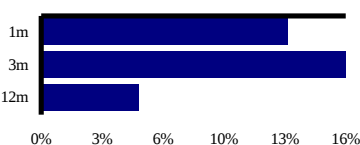
公司网址

www.sunvim.com

公司简介

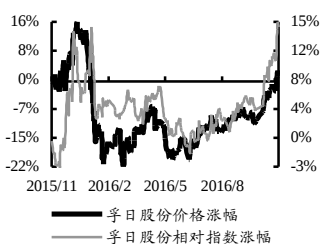
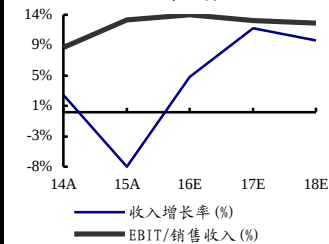
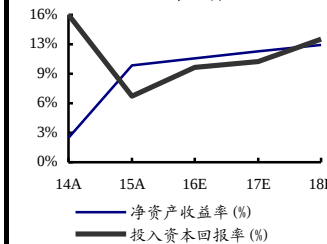
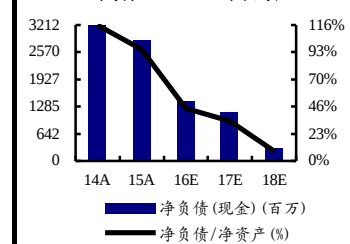
公司是以家用纺织品为主兼营地产、化工、热电等多元化产业的大型企业集团，是中国规模最大、出口金额最多的专业从事中高档巾被系列产品、床上用品、装饰布系列产品生产和销售的现代化家用纺织品生产厂商。

公司拥有达到世界先进水平的棉纺、染色、织造、印花及整理包装等各类生产设备，是我国最大的巾被系列产品生产基地。

绝对价格回报 (%)

 52 周价格范围 5.46-8.34
 市值 (百万) 6,610

财务预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业总收入	4,554	4,205	4,417	4,938	5,436
营业成本	3,616	3,252	3,397	3,838	4,246
税金及附加	67	60	63	70	77
销售费用	176	163	156	175	192
管理费用	280	185	194	217	239
EBIT	414	547	607	638	682
公允价值变动收益	-2	3	0	0	0
投资收益	32	31	31	31	31
财务费用	163	147	167	132	96
营业利润	263	415	471	537	617
所得税	-42	106	120	137	157
少数股东损益	2	2	2	2	3
净利润	73	311	352	401	460
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	873	1,023	1,020	1,020	1,020
其他流动资产	532	507	0	0	0
长期投资	7	112	112	112	112
固定资产合计	3,100	2,967	2,456	1,953	1,458
无形及其他资产	479	369	285	257	229
资产合计	7,769	7,662	6,683	6,595	6,269
流动负债	4,699	4,228	3,187	2,876	2,266
非流动负债	301	442	331	333	336
股东权益	2,769	2,989	3,160	3,379	3,658
投入资本(IC)	5,980	5,729	4,462	4,426	3,856
现金流量表					
NOPLAT	942	408	453	476	509
折旧与摊销	459	396	378	370	361
流动资金增量	-322	-60	-5	-495	48
资本支出	-564	-219	221	165	165
自由现金流	515	525	1,047	515	1,082
经营现金流	143	888	1,487	395	953
投资现金流	-603	-329	252	196	196
融资现金流	547	-593	-1,743	-590	-1,149
现金流净增加额	87	-34	-4	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	2.5%	-7.6%	5.0%	11.8%	10.1%
EBIT 增长率	-17.9%	32.2%	11.1%	5.0%	6.9%
净利润增长率	-18.9%	325.0%	13.4%	13.7%	14.9%
利润率					
毛利率	20.6%	22.7%	23.1%	22.3%	21.9%
EBIT 率	9.1%	13.0%	13.7%	12.9%	12.5%
净利率	1.6%	7.4%	8.0%	8.1%	8.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	2.6%	10.4%	11.1%	11.9%	12.6%
总资产收益率(ROA)	0.9%	4.1%	5.3%	6.1%	7.3%
投入资本回报率(ROIC)	15.8%	7.1%	10.2%	10.8%	13.2%
运营能力					
存货周转天数	210	230	230	230	230
应收账款周转天数	31	35	35	35	35
总资产周转天数	590	670	593	491	432
净利润现金含量	1.95	2.86	4.22	0.99	2.07
资本支出/收入	12%	5%	-5%	-3%	-3%
偿债能力					
资产负债率	64.4%	61.0%	52.6%	48.7%	41.5%
净负债率	116.0%	95.3%	44.6%	34.1%	8.2%
估值比率					
PE	90.4	21.3	18.8	16.5	14.4
PB	2.4	2.2	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.3	10.1	8.2	7.8	6.7
P/S	1.5	1.6	1.5	1.3	1.2
股息率	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%

股票绝对涨幅和相对涨幅

利润率趋势

回报率趋势

净资产(现金)/净负债


目 录

1. 核心看点：主业稳健市值小，外延并购弹性大	4
2. 毛巾出口龙头，预计未来主业利润稳定增长	4
3. 毛巾主业：出口个位数增长，期待内销突破	6
3.1. 棉价上涨短期利好公司、人民币贬值提升海外竞争力	6
3.2. 毛巾内销市场，存在超市场预期可能性	8
4. 售电业务：等待电改细则，静候售电资格	9
5. 成立信远昊海投资：积极寻找新业务投资机会	11
6. “大股东增持+员工持股”提供安全边际	11
7. 盈利预测与投资建议	12
7.1. 盈利预测	12
7.2. 投资建议：首次覆盖给予“增持”评级，目标价 11 元	12
8. 风险提示	13
图 1：公司股权结构（截止 2016 年三季报）	5
图 2：公司近年来收入规模稳定 单位：（亿元）	5
图 3：净利润逐步走出 2012 点低谷 单位：（亿元）	5
图 4：公司主业以毛巾、装饰布为主	6
图 5：公司分产品近年来毛利率相对稳定	6
图 6：公司海外收入占比不断提高	6
图 7：棉花价格今年内整体呈上涨趋势	7
图 8：人民币年内整体为贬值趋势	7
图 9：电改前发电售电产业链模式	10
图 10：电改后发电厂可以直接在售电平台上售电	10
表 1：2015 年来政府频繁出台政策鼓励实施电改	9
表 2：大股东不断增持彰显信心	11
表 3：公司 2014-2018 年主要经营情况及预测	12
表 4：可比公司估值表	12
表 5：绝对估值的假设条件	13

1. 核心看点：主业稳健市值小，外延并购弹性大

主业业绩稳定，市值小。预计 2016 年净利润 3.5 亿，预计未来几年毛巾和售电主业净利润仍保持个位数增长。毛巾主业在内销市场的突破、售电业务如果能尽快取得售电牌照，则两块主业存在超市场预期可能性。截至 2016 年 11 月 6 日，市值 66 亿，而同等净利润规模的贵人鸟市值 173 亿、九牧王 95.6 亿。

并购新业务的预期较强。虽然此前公司大手笔布局光伏项目失败，但公司发展新业务的动力仍然较强。2015 年 8 月，公司为了寻找新的投资项目和机会，公告拟出资设立一家投资公司——北京信远昊海投资，注册资本人民币 2 亿元，预计投资方向侧重于：1) 与公司毛巾主业有协同效应的渠道、品牌类公司上；2) 与公司售电、公司体外的电机业务有协同效应的公司；3) 其他新消费、新经济行业的公司。

员工持股计划完成，股价安全边际高。2016 年 10 月 31 号完成第一期员工持股计划，买入均价 7.01 元，目前市价 7.28 元，该员工持股计划锁定期为一年。

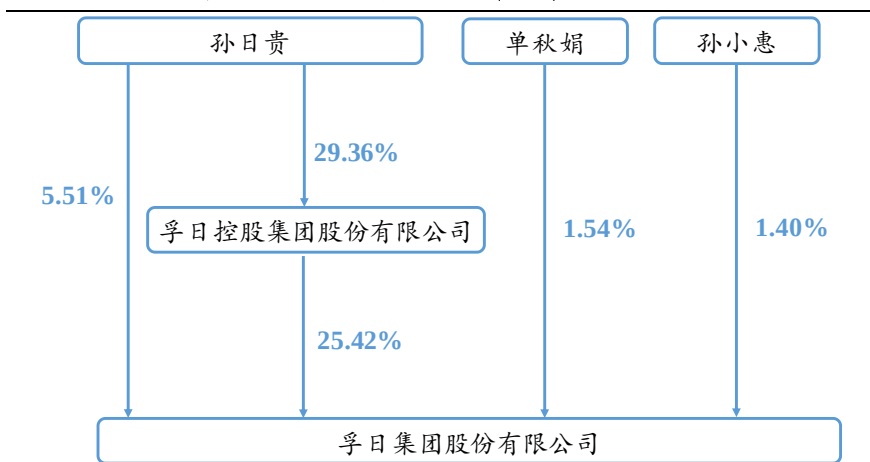
首次覆盖，增持评级，目标价 11 元。我们预测 2016-18 年 EPS 为 0.39/0.44/0.51 元，预计公司 2016 年净利润 3.5 亿，未来几年主业仍保持个位数增长，同时存在新消费、新经济方向的外延并购预期。首次覆盖，给予“增持”评级，给予公司目标价 11 元，对应 2017 年 25 倍 PE。

2. 毛巾出口龙头，预计未来主业利润稳定增长

公司是国内毛巾制品龙头，出口业务为主。公司是以家用纺织品为主的多元化产业的大型企业集团，是中国规模最大、出口金额最多的专业从事中高档巾被系列产品、床上用品、装饰布系列产品生产和销售的现代化家用纺织品生产厂商。公司拥有达到世界先进水平的棉纺、染色、织造、印花及整理包装等各类生产设备，是我国最大的巾被系列产品生产基地。

积极布局海外发展，美洲为公司海外最大市场。公司以全球贸易为目标，建立了以中国、日本、美国、欧盟、俄罗斯、澳大利亚等国家和地区为主销市场的多元化市场体系，在市场上拥有较强的议价能力和话语权，是世界家纺行业的知名品牌企业。收入规模上，公司海外业务收入占比不断攀升，2016 年中报数据已经达到 70%，其中美洲地区收入占出口 50%。出口产品以毛巾为主，约占 75%-80%，床品占 10% 左右。

图 1: 公司股权结构 (截止 2016 年三季度)

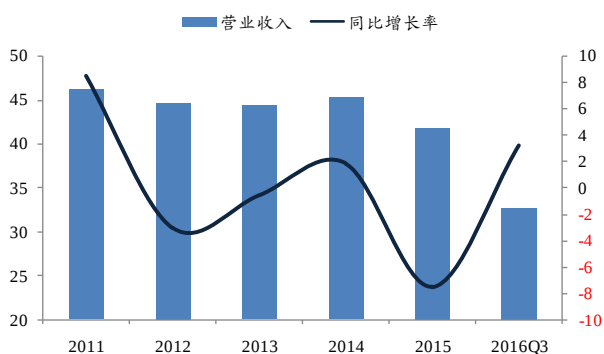


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

近年来收入规模稳定，利润逐步脱离光伏项目影响回升。公司近年来营业收入维持在 45 亿元左右水平，净利润方面，2012-2014 年受投资光伏项目影响较大，由于公司 2011 年开始投资的光伏项目失败，影响公司业绩，其中 2014 年仅处置非流动资产就净损失 3.34 亿元，处置光伏项目减少净利润 1.7 亿元。目前光伏项目已经全部剥离完毕，未来不会影响公司业绩。

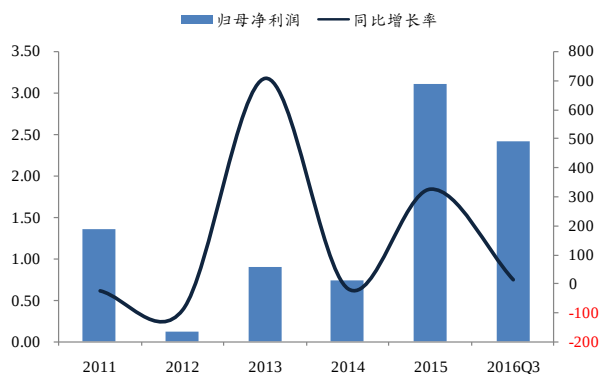
三季度业绩良好，剥离光伏项目后逐步踏上稳定发展轨道。2017 年前三季度，营收 32.76 亿元，同比增长 3.24%；归母净利润 2.42 亿元，同比增长 12.22%；经营性现金流 8.88 亿元，同比增长 61.89%。公司剥离光伏项目后逐步踏上稳定发展轨道，预计未来业绩有望进一步向好。

图 2: 公司近年来收入规模稳定 单位: (亿元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

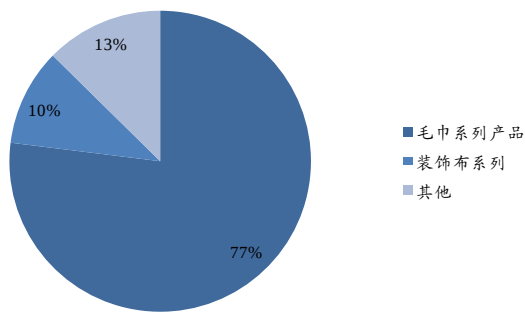
图 3: 净利润逐步走出 2012 点低谷 单位: (亿元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

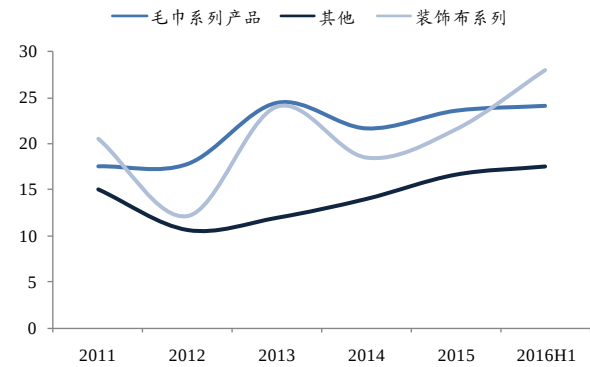
毛巾收入占比超过七成，毛利率稳定。根据中报数据，毛巾系列产品占比 77%，装饰布系列（床品）占比 10%，其他占比 13%；毛利率分别为 24%，18%和 28%。公司整体毛利率 23%，近三年呈现稳中有升的趋势。

图 4: 公司主业以毛巾、装饰布为主



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

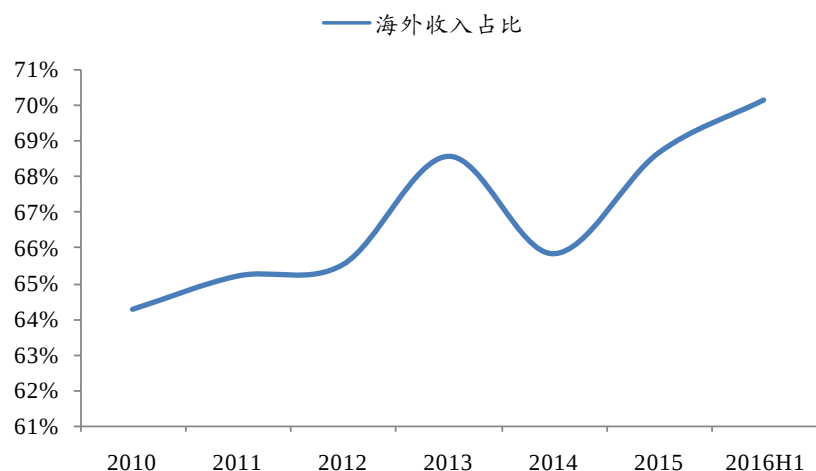
图 5: 公司分产品近年来毛利率相对稳定



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

海外收入占比达到 70%，有望继续受益人民币贬值。预计 2016 年欧洲客户受到欧洲经济及消费不振的影响，预计全年在 6000 万左右，预计明年较难大幅增长。日本客户订单则有反弹迹象，最高峰时达 1.5 亿美元，预计 2016 年日本销售额可以达到约 1.3 亿，而 2015 年曾跌到过 1.1 亿美元。美洲客户主要是美国，今年人民币持续贬值，美元坚挺，未来产品竞争力有望继续受益人民币贬值。

图 6: 公司海外收入占比不断提高



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 毛巾主业: 出口个位数增长, 期待内销突破

3.1. 棉价上涨短期利好公司、人民币贬值提升海外竞争力

棉价年内上涨, 利好公司业绩。公司的主要原材料棉花一般会有两三个月的储备, 棉价上升的剪刀差给公司带来了利润空间。目前产品的生产周期在一到两个月, 棉价上涨时销售的产品原材料价格相对而言是低的, 但和下游谈订单时可以提升产品价格, 利润率有所提高。随着使用的原材料的价格的提高, 利润率会回到正常的水平。公司目前

有低价棉花的库存，可以用到 2017 年 2 月份，预计 2017 年 3 月，国储棉再次抛储，价格不会大幅上涨。公司具有丰富的判断棉价的经验，会在棉价低位时储备库存。

图 7：棉花价格今年内整体呈上涨趋势

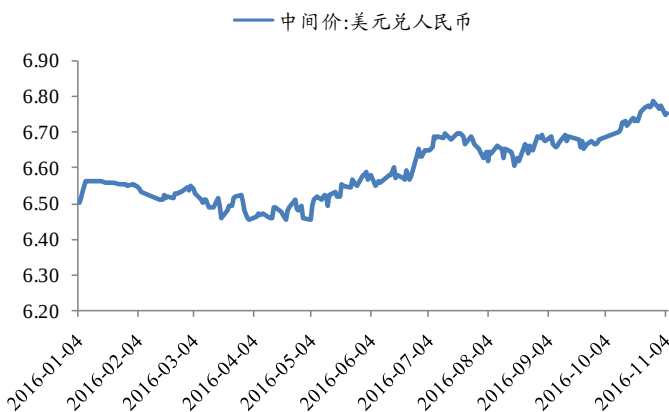


数据来源：Wind、国泰君安证券研究

人民币贬值增加公司产品出口竞争力。2016 年上半年，公司出口业务收入占比达 68%，人民币汇率对公司出口业务影响较大。

- **美欧日为公司主要海外客户。**2015 年美洲客户收入规模约 2 亿美元、日本约 1.1 亿美元、欧洲约 8000 万美元。美洲仍是公司第一大市场，预计未来订单增长主要还是来源于美洲客户。
- **人民币贬值将增加公司产品出口的竞争力，综合实力较海外竞争对手强。**若持续贬值，产品有降价可能性，但对于整体的销量仍有促进作用。海外市场主要竞争对手在土耳其和东南亚，土耳其厂商主要面向欧洲市场，东南亚厂商吸引日本和美洲客户采购。但土耳其和东南亚的产能和生产效率有限，不能充分满足客户小批量、多品种、快交货的要求，公司相比竞争对手公司综合实力强，议价能力强，因此东南亚人力成本短时间对公司份额不会产生较大影响。

图 8：人民币年内整体为贬值趋势



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

预计未来公司毛利率将维持在 20%左右。虽然原材料价格同比上涨，但由于人民币贬值，美元结算折算回人民币，使公司毛利率保持平稳，预计到棉价上涨趋势以及人民币贬值带来降价压力，预计未来几年公司毛利率有可能略微下滑，仍能维持 20%左右。

竞争对手频发问题，下半年订单增多。从 2016 年 9 月开始，由于印度的竞争对手 Welspun 给美国客户供货在 8 月出现产品质量问题，大批原竞争对手的订单涌入，使的公司产能目前出现供不应求的状态。预计 2017 年新增产能 8-10%，2017 年 7 月达产。

3.2. 毛巾内销市场，存在超市预期的可能性

中国毛巾行业规模超过千亿，预计未来五年稳定增长。毛巾属于家纺行业，毛巾上游主要原材料为棉纱线及纤维，下游行业主要为酒店、婚庆行业及美容美发等。截止至 2015 年，我国规模以上毛巾类制品制造企业数量达 297 家。2015 年，我国毛巾类产品产量为 90.30 万吨，同比增长 3.18%。毛巾类制品制造行业销售收入达 705.83 亿元，同比增长 4.57%。预计我国毛巾产量将以 4%左右的增速增长，2020 年，我国毛巾类产品产量将达到 110 万吨；我国毛巾类制品销售收入将超过 900 亿元。

大家纺产业增速迅猛，消费升级有望进一步提升毛巾市场空间。根据第三方统计机构统计，大家纺产业市场产值已经达到 6500 亿，并且每年还以 30%的增长幅度高速增长。作为大家纺产业中快消品属性最强的产业，欧美国家年人均消费毛巾 250 克以上，中国只有 50 克，发展潜力巨大。中国经济发展迅猛，消费者可支配收入不断增加，未来有望进一步提升毛巾市场空间。

国内毛巾市场集中度低，孚日有望享受行业集中度提升。国产毛巾品牌主要有孚日、洁玉、洁丽雅、金号、亚光、喜盈门等。目前国产毛巾前三大企业（孚日&洁玉、洁丽雅、金号）市场占有率不到 10%，行业市场集中度提升空间较大，而且整体毛巾市场有逐渐品牌化的趋势。消费者对于家纺产品的多样化、个性化消费日趋明显，毛巾需求日益多样化。

内销业务线下、线上快速增长，预计 2017 年内销市场收入增长逾 20%。

- 预计 2016 年家纺产品国内销售额在 8 亿左右（线上渠道约 5000 万），预计 2017 年毛巾内销业务收入增长 20%，其中线上渠道翻倍增长。
- 渠道以线下经销商为主：全国共有几百个经销商，公司对经销商管控较为宽松。还会不断增加经销商，已经有 40 多个竞争对手的经销商主动找上门来。公司重视线上渠道，在杭州成立了电商事业部，目前基数较低，发展潜力巨大。
- 公司内销业务毛利率相差不大。如果内销业务进展顺利，将为公司开启新的、广阔的业绩增长点。

4. 售电业务：等待电改细则，静候售电资格

公司自有电厂资源，未来有望发展售电业务。公司共有三个热电厂，隶属于子公司万仁热电，2015 年对内对外合计 6.78 亿元营业收入，约 1 亿元净利润，装机 15 万千瓦，其中蒸汽一半自用（公司毛巾主业需要用蒸汽），发电有一半自用，一半卖给高密市城北工业区内 300 多家工业用户。目前公司暂未拿到售电牌照，主要卖给与公司有股权关系的公司，并不属于商业性对外售电。

国家发布电改 9 号文，鼓励民营企业进入售电领域。2015 年 3 月发改委发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，其中提出放开公益性和调节性以外的发供电计划，积极推进发电侧和销售侧电价市场化，输配电价将逐步过渡到按“准许成本加合理收益”原则、分电压等级核定。这项改革政策旨在鼓励发电企业和用户开展电力交易，通过自愿协商的市场化模式确定电价。

表 1：2015 年来政府频繁出台政策鼓励实施电改

发布日期	文件名称	主要内容
2015.3.15	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	介绍电改工作的重要性、总体思路、相关的督促要求等，提出了改革的具体任务，可概括为“三放开，一独立”。
2015.3.23	《关于改善电力运行，调节促进清洁能源多发满发的指导意见》	积极促进清洁能源消纳，促进清洁能源多发满发。
2015.4.9	《关于完善电力应急机制做好电力需求侧管理城市综合试点工作的通知》	组织实施需求响应，完善电力应急机制，以更加市场化的方式保障电力供需平衡。
2015.4.16	《关于贯彻中发[2015]9 号文件精神加快推进输配电价改革的通知》	扩大输配电价改革试点范围，改革对电网企业的监管模式，由购销差价的间接监管，改变为以电网资产为基础对输配电收入、成本和价格全方位直接监管。
2015.5.8	《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	按照“风险共担、利益共享”原则协商，或通过市场化交易方式确定送受电量、价格，并建立相应的价格调整机制。
2015.11.30	《关于推进输配电价改革的实施意见》	还原电力商品属性，按照“准许成本加合理收益”原则，核定电网企业准许总收入和分电压等级输配电价。
2015.11.30	《关于推进电力市场建设的实施意见》	旨在建立成熟稳定的电力市场。
2015.11.30	《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》	提出了组建相对独立的交易机构，完善技术支持系统，建立中长期和现货交易机制等。

2015.11.30	《关于有序放开发用电计划的实施意见》	进一步明确了发用电计划改革的总体思路: 通过建立优先购电制度保障无议价能力的用户用电。通过建立优先发电制度保障清洁能源法典、调节性电源优先上网。通过直接交易、电力市场等市场化交易方式逐步放开其他的发用电计划。
2015.11.30	《关于推进售电侧改革的实施意见》	对售电侧市场的准入和退出机制作了创新性安排, 这是新一轮电力体制改革中的一个亮点。
2015.11.30	《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》	从规划建设、运行管理、责任义务、节能减排、市场交易、监督管理等方面对燃煤自备电厂的规范化发展提出了明确要求。
2016.10.8	《售电公司准入与退出管理办法》	进一步明确了售电公司与配电业务的准入与退出条件、权利与义务范围等方面的内容, 同时也明确了明确了售电公司的监管主体和增量配电网的规划主体,。
2016.10.8	《有序放开配电网业务管理办法》	

数据来源来源: 发改委, 能源局, 国泰君安证券研究

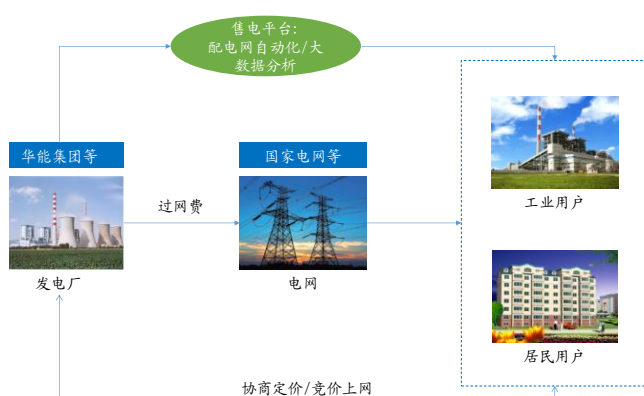
山东省电改提供催化, 有望第一批拿到售电资格。2015 年 6 月 24 日, 公司拟全资投资设立独立的售电公司, 命名“山东孚日售电有限公司”, 注册资本 3000 万元, 公司占 100% 股权。该项目经营范围为电力销售; 电力工程设计、施工; 电力设备及器材的销售、租赁; 电力设备的运行维护; 新能源开发和应用; 合同能源管理、综合节能和用能咨询等增值业务。2016 年 8 月 10 日, 山东省政府决定成立山东省电力体制改革领导小组, 未来山东省电改进度有望进一步加快。

图 9: 电改前发电售电产业链模式



数据来源: 新浪、国泰君安证券研究

图 10: 电改后发电厂可以直接在售电平台上售电



数据来源: 新浪、国泰君安证券研究

售电业务赚钱主要靠量。由于用电具有公用事业属性, 价格受管制, 所以售电业务主要靠走量来增长, 如果公司拿到售电资格后, 将可以开发更多工业用电客户, 扩大收益。

售电业务受煤价影响巨大。根据测算, 2016 年 9 月前煤价涨起来之后, 每度电成本价约为 4-5 毛/度, 售价约 6-7 毛, 根据客户用电量不同, 给予不同的价格。2016 年前 9 个月, 每个月售电和蒸汽带来净利润 1000 万左右, 最好的时候达到 1500 万, 到 2016 年 10 月, 每月净利润只有 300 万。考虑到 11 月到次年 3 月, 会增加卖蒸汽业务, 预计每月净利润

在 500 万以上。

公司售电优势在于运营经验和地方资源。公司运营电厂十几年，拥有固定的客户群，如果未来售电业务放开，有望依托当年的客户资源扩大客户群。电的销售具有其特殊性，不能储存、公司存在专业性、服务经验和调度经验等运营优势。而且公司在地方上跟用电企业和地方政府关系较好，有利于未来整合资源，开展售电业务。

5. 成立信远昊海投资：积极寻找新业务投资机会

成立信远昊海投资，为公司寻找外延方向。2015 年 8 月，公司公告为扩展业务领域，寻找新的投资机会，通过专业化分工提升盈利能力，拟以货币出资设立北京信远昊海投资有限公司，注册资本 2 亿元，公司占 100% 股权。投资公司经营范围为股权投资、证券期货投资、创业投资、项目投资、资产管理、投资咨询、企业管理咨询等。

并购新业务的预期较强。虽然此前公司大手笔布局光伏项目失败，但公司发展新业务的动力仍然较强。预计投资方向侧重于：1) 与公司毛巾主业有协同效应的渠道、品牌类公司上；2) 与公司售电、公司体外的电机业务有协同效应的公司；3) 其他新消费、新经济行业的公司。

6. “大股东增持+员工持股”提供安全边际

公司大股东孙日贵自 2015 年以来不断增持，彰显对公司的信心。大股东 2015 年进行的数次增持均价约在 7.04-7.12 元之间，与公司现价差距不大，我们认为增持行为说明了大股东对公司长期发展的信心，增持价也提供了一定的安全边际。

表 2：大股东不断增持彰显信心

公告日期	变动截止日	股东名称	股东类型	关联高管	方向	变动数量(万股)	参考市值(万元)
2016/11/1	2016/10/31	孚日集团股份有限公司 2016 年第一期员工持股计划	公司	--	增持	975.03	6,834.93
2016/6/23	2016/6/22	孙日贵	高管	孙日贵	减持	633.21	3,394.00
2016/6/23	2016/6/22	孙小惠	高管	孙日贵	增持	633.21	3,394.00
2016/6/22	2016/6/21	孙日贵	高管	孙日贵	减持	640	3,488.00
2016/6/22	2016/6/21	孙小惠	高管	孙日贵	增持	640	3,488.00
2015/8/26	2015/8/25	孚日控股集团股份有限公司	公司	--	增持	667.96	--
2015/7/29	2015/7/28	孙日贵	高管	孙日贵	增持	10	70
2015/7/28	2015/7/27	孙日贵	高管	孙日贵	增持	50	367.5
2015/7/27	2015/7/24	孙日贵	高管	孙日贵	增持	30	238.2
2015/7/17	2015/7/16	孙日贵	高管	孙日贵	增持	141.83	1,022.59
2015/7/10	2015/7/9	孚日控股集团股份有限公司	公司	--	增持	30	--
2014/7/5	2014/7/3	孚日控股集团股份有限公司	公司	--	增持	65.55	275.31
2014/7/5	2014/7/2	孚日控股集团股份有限公司	公司	--	增持	226.31	945.99

2014/7/2	2014/7/1	孚日控股集团股份有限公司	公司	--	增持	111.48	--
----------	----------	--------------	----	----	----	--------	----

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

公司现有资本运作计划:

1、一期员工持股计划: 截至 2016 年 10 月 31 日, 公司第一期员工持股计划购买股票 9,750,262 股, 买入均价 7.01 元/股, 占公司总股本的比例为 1.07%。锁定期一年, 存续期 3 年。

2、配股计划: 计划配股不超过 10 亿 (拟每 10 股配 3 股, 配售不超过 2.724 股) 用于还贷款; 同时发行了 5 亿中票 (2016 年 9 月发行, 3 年期) 以及 4 亿短融 (2016 年 4 月发行, 1 年期), 改善了负债结构。配股完成后, 可降低财务费用 4000-5000 万/年。

3、配股进度: 目前已使用的部分土地, 土地出让手续不全, 正在补办土地证等事宜, 预计 2017 年 3 月公布年报后报材料, 7-8 月可以发行。

7. 盈利预测与投资建议

7.1. 盈利预测

我们预测 2016-18 年收入分别为 44.17/49.35/54.33 亿, 对应收入增速为 5%、12%、10%; 预测 2016-18 年 EPS 为 0.39/0.44/0.51 元, 对应增速 13%、14%、15%。

表 3: 公司 2014-2018 年主要经营情况及预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入 (百万)	4,554	4,205	4,417	4,938	5,436
同比%	2%	-8%	5%	12%	10%
经营利润 (百万)	414	547	607	638	682
同比%	-18%	32%	11%	5%	7%
净利润 (百万)	73	311	352	401	460
同比%	-19%	325%	13%	14%	15%
每股净收益 (元)	0.08	0.34	0.39	0.44	0.51

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

7.2. 投资建议: 首次覆盖给予“增持”评级, 目标价 11 元

相对估值法: 我们预测 16-18 年 EPS 为 0.39/0.44/0.51 元, 对应增速 13%、14%、15%。参考 A 股市场中同为纺织家纺企业的罗莱生活、富安娜的估值水平, 同时考虑到公司具有外延并购的预期, 我们认为公司合理股价 11.00 元, 对应 2017 年 25 倍 PE。

表 4: 可比公司估值表

市场情况			EPS			PE		
证券代码	公司	股价	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
002293.SZ	罗莱生活	13.71	0.58	0.55	0.62	23.63	24.80	21.96

002327.SZ	富安娜	8.97	0.47	0.48	0.53	19.08	18.62	16.85
行业平均		-	-	-	-	21.35	21.71	19.41
002083.SZ	孚日股份	7.28	0.39	0.44	0.51	18.6	16.55	14.27

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究; 股价为 2016 年 11 月 4 日, 除孚日股份外, 其他标的 EPS 为 Wind 一致预期

绝对估值法: 孚日股份是一家以家用纺织品为主的多元化产业的大型企业, 运用 FCFF 估值, 我们认为公司合理股价为 11.25 元。

表 5: 绝对估值的假设条件

项目	数值
无风险利率	2.50%
股票风险溢价	6.50%
股票 beta	1.10
总股本 (亿股)	9.08
所得税率	25.00%
永续增长率	4.00%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

综合以上两种估值方法, 我们给予公司目标价 11 元, 对应 2016 年 25 倍 PE。

8. 风险提示

原材料价格波动。棉花是公司毛巾业务的主要原料, 棉花价格不断上涨, 如果大幅上涨, 会影响公司毛利率。

汇率波动。公司海外收入占比较高, 人民币贬值有利于增加产品出口竞争力, 如果人民币大幅升值, 则会削弱出口竞争力。

外延并购低于市场预期。外延并购存大不确定性, 时间点较难把握。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		