



個股研究

16/10/2017

天虹紡織(2678.HK)

產業轉移推手，機遇與挑戰並行；首予「買入」評級

全產業鏈戰略—集團將打造一個海外的產業群平台，一個產業生態圈。集團將借力打力，吸引國內紡織服裝業的中小企投資越南的天虹工業園，幫助其能夠專注於生產，形成垂直整合，各企業能在產業鏈位置上發揮最大效益，由此產生低成本、高生產力。如果全產業鏈戰略成功，天虹紡織將成為全球其中一個最具競爭力的紡織服裝供應端。

收購重組專家—集團成立初期通過以低成本收購破產邊緣的國有企業的生產業務而迅速發展。集團能夠通過重組，增加效率，成績顯著。目前集團大力發展下游業務，併購是重要手段，市場亦不乏機會，相信收購重組陸續有來，為集團高速發展帶來動力。

估值—我們給予天虹紡織「買入」評級，目標價為\$14.82。此目標價是基於折現自由現金流估值模型(Discounted Free Cash Flow Valuation)所推算出來。以2017年10月13日每股\$10.84計算，潛在升幅為36.72%。

投資策略—天虹紡織由最初租用別人的廠房到現在成為中國棉紡織行業協會「2016/17年度棉紡競爭力百強企業」第3名，發展迅速，締造行內稱譽的天虹速度。如今集團除繼續擴大紗線產能外，更積極向供應鏈下游環節整合，預期集團發展速度不會亞於過去，建議投資者於現價買入。

主要財務指標

截至12月31日止年度	2016	2017E	2018E	2019E
收益(千元人民幣)	13,647,737	16,331,880	18,478,128	20,805,941
經營溢利(千元人民幣)	1,889,547	1,868,206	1,947,875	2,193,262
年度溢利(千元人民幣)	1,201,073	1,355,974	1,401,646	1,589,509
每股盈利(元人民幣)	1.30	1.47	1.52	1.72
每股股息(港元)	0.44	0.52	0.53	0.61
收益年增長率(%)	29.06	19.67	13.14	12.60
經營溢利率(%)	13.85	11.44	10.54	10.54
純利率(%)	8.80	8.30	7.59	7.64
市盈率(倍)	7.08	6.26	6.06	5.34
市賬率(倍)	1.63	1.38	1.19	1.03
股東權益回報率(%)	26.01	23.92	21.12	20.67
派息比率(%)	29.77	30.00	30.00	30.00

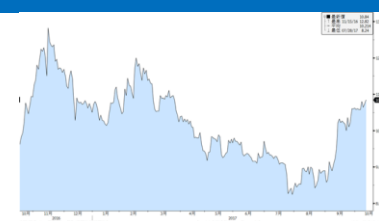
資料來源：彭博及致富集團研究部

買入(首予評級)
目標價 14.82 元
上日收市價 10.84 元

公司簡介

集團主要業務為製造及銷售紗線、坯布及面料和服裝。

過去一年股價走勢



表現(%)	1個月	半年	1年
2678.HK	6.27	7.54	12.80
恒指	2.09	19.03	23.61

資料來源：彭博

主要公司數據

52周股價範圍	8.13 元 12.86 元
市值	100.47 億
已發行股數	9.15 億
每股帳面淨值	6.25 元

資料來源：彭博

劉志斌 Roy, CFA, FRM
 +852 2500 9673
 roy_lau@chiefgroup.com.hk



紡織業簡介

產業轉移

世界紡織工業自 18 世紀英國工業革命以來，共發生過四次重大產業轉移。18 世紀中葉，英國人先後發明了飛梭及珍妮紡紗機，令紡織業的機械化進程得到飛躍發展。然而當時紡織廠的動力仍依賴水力生產，必須沿河而設，限制了更大發展。直至 1785 年瓦特(James Watt)建立了第一座蒸汽紡紗廠，使得英國棉紡織業於 19 世紀裏所向披靡、無人能敵，幾乎壟斷了整個世界的棉紡織品市場。

然而 19 世紀末到 20 世紀初，紡織業發生第一次的產業轉移，美國逐漸從英國手裏奪走紡織大國的地位。1776 年，美國立國之初，機會處處卻苦無技術發展。直至斯萊特(Samuel Slater)從英國帶來技術，為美國建立第一所水力紡織廠，打開了美國工業革命之門。由於美國不斷改進紡織設備技術，在當地投資紡織業利潤更高，因此愈來愈多的資本不願流入英國，反而轉投美國設廠。加上美國南方原本就擁有生產棉花的優良條件—充足的日照及雨量(直至今日，美國仍是全球的產棉大國)，美國的棉紡織業最終超過英國。

二戰之後成為美國紡織業的轉折點，紡織業的第二次產業轉移正在發生。海外的廉價勞動力，更多的自由貿易往來及產業轉型升級的趨勢，令美國紡織業面對日本紡織品越來越缺乏競爭力。二戰後日本百廢待興，紡織業被視為復興日本的重要一環，備受政府重視。事實上，日本明治維新後，早已為紡織業打下堅實基礎，加上當時日本政府一連串的政策推動，以及後來加入關稅暨貿易總協定(GATT)以打開世界貿易之門，日本紡織業得以急速發展。

到 1960 年代，日本的棉紡織業開始步入衰退，國內勞動力愈來愈缺乏，人口老齡化，而且資本密集工業迅速成長，產業轉型升級趨勢明顯，勞工密集型的紡織業逐漸失去競爭優勢，第三次產業轉移開始發生。承接日本紡織業轉移的是當時新興的亞洲四小龍之香港、台灣及韓國。其中我們熟悉的香港，其紡織業始於戰後中國爆發內戰，大批來自江浙一帶的國內企業家帶著資金和技術移居香港，同時大量難民亦從國內逃至香港，造就了一個充足而廉價的勞動力市場，因而逐步建立起香港的紡織工業。上世紀 70、80 年代香港紡織業進入全盛時期，然而廉價勞工這個優點卻隨著工資不斷上升而逐漸消失，加上中國 1979 年實施改革開放，第四次產業轉移再度發生。

中國大陸實施改革開放後，大批勞動力得到釋放，正好當時香港、台灣及韓國等工業生產基地面臨著工資、土地上漲，以及產業轉型升級、服務業搶人等趨勢，中國大陸順利承接了世界工廠的地位。改革開放初期，中國開出優惠的稅務條件，又成立經濟特區，大力引資設廠，吸引了大量的外資及先進技術。自從中國於 2001 年加入世界貿易組織(WTO)，中國紡織品服裝出口不再受配額及高關稅的限制，中國的紡織工業地位更是無人能及。

從歷史上看，世界紡織工業每一次的產業大轉移都有著驚人的相似性。每一個紡織大國或地區的盛極而衰，都離不開人力資源、土地資源等成本過高，招工困難，企業無利可圖，資本外流尋找機會，以及產業結構轉型升級，經濟主力由第二產業轉向第三產業。而能夠承接紡織業轉移的國家或地區則通常經濟生機勃勃，有大量廉價的青年勞動力，政府積極招商引資，以及願意支持自由貿易。

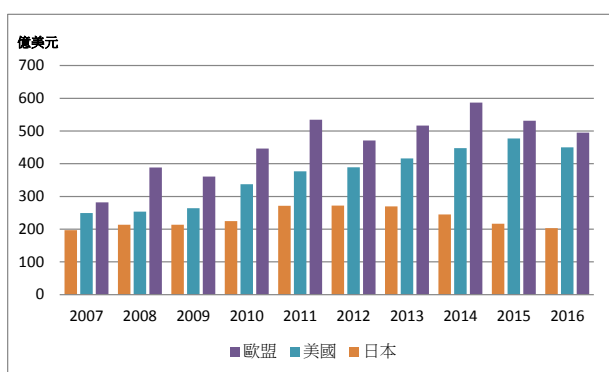
中國大陸紡織業過去靠著低資源成本優勢創造了逾三十年的經濟奇蹟，為人民生活水平帶來巨大提升。可是近年中國受到人口結構及就業偏好改變，紡織行業勞工成本持續上升，成本已不再是中國紡織業的優勢所在，在國際比較中已處於明顯劣勢。目前肯定不是中國紡織業太平盛世、輕易賺錢的年代，卻是翻天覆地、危機並存的年代。



中國紡織企業的問題並不是紡織業會否出現轉移，因為世界上第五次的紡織業重大轉移已經發生！從歷史的軌跡來看，這並不是能逆轉的趨勢。現在的問題是哪一國或地區有能力承接中國的紡織地位，目前東南亞似乎是合適的地區，而越南又是當中比較熱門的國家。中國紡織企業將迎來重新洗牌的可能，若能走出去布局海外，於中國轉型升級，則仍然有廣闊的發展空間。

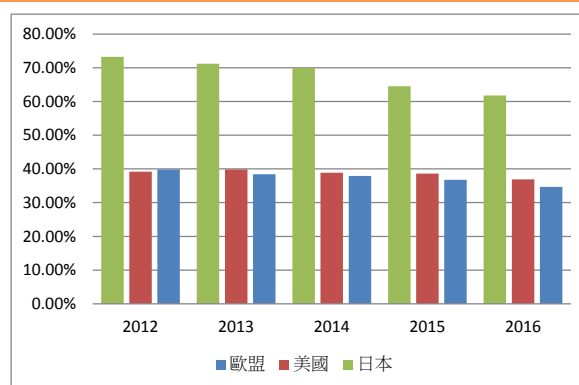
中國紡織業概況

圖表 1：2007 年至 2016 年中國紡織品服裝之主要海外市場出口金額



資料來源：中國海關、致富集團研究部

圖表 2：2012 年至 2016 年中國紡織品服裝在歐、美、日市場份額



資料來源：中國紡織工業發展報告、致富集團研究部

歐盟

歐盟一向是中國紡織品服裝的最大海外市場，截至 2016 年底，歐盟佔中國紡織品服裝出口接近 19%。從圖表 1 可見，過去十年，除了受 2009 年的金融海嘯及 2012 年的歐債危機所影響，直至 2014 年中國紡織品服裝對歐盟的出口金額一直是上升的。然而自 2015 年開始，中國紡織品服裝對歐盟的出口金額已連續兩年下跌。同時，中國紡織品服裝於歐盟市場之佔比亦呈持續下降趨勢。

美國

若按單獨國家計，美國是中國紡織品服裝最大的海外市場，截至 2016 年底，美國佔中國紡織品服裝出口逾 17%。自 1996 年開始，中國紡織品服裝出口美國規模連年擴大，直至 2016 年，中國紡織品服裝對美國出口 20 年來首次下降，按年下跌 5.7%。同時，中國紡織品服裝於美國市場之佔比亦有下降跡象。

日本

日本紡織品服裝非常依賴中國，如圖表 2 所示，目前仍有逾六成由海外進口的紡織品服裝來自中國。然而，中國服裝在日本市場的份額亦是傳統消費大國中最早呈現下跌的，而且下降速度非常快，由從前八成以上下降至目前七成以下。從圖表 2 可見，過去五年，中國在日本服裝市場的進口份額下降逾一成，主要是因為中國在日本市場的份額被東南亞國家所蠶食。此外，日本經濟低迷令消費需求下降，導致中國紡織品服裝對日本出口出現連續 4 年下降。

中國是全球紡織品服裝產業規模最大的國家，而且產業鏈完整，品類齊全，由紡紗、織布、染整至製衣全集中在沿海省份，能夠做到多品、少產，快速反應，依然擁有相當高的競爭優勢，但已不是絕對優勢。中國紡織品服裝

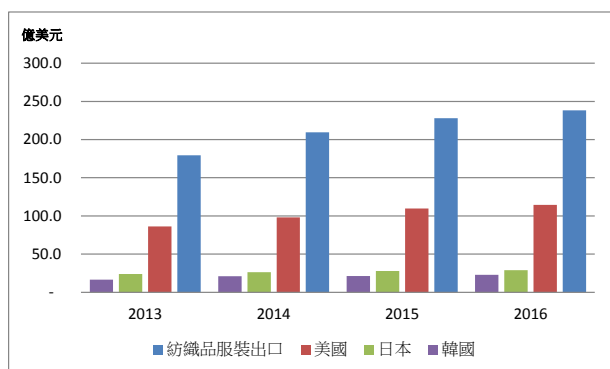


出口繼 2015 年下跌 4.9% 後，2016 年繼續下跌 5.9%，是近 20 年來，首次出現連續兩年下跌、對主要海外市場同時下跌之局面；更甚是，中國服裝產品於主要進口市場之份額均呈現下降趨勢，反映中國紡織品服裝於海外市場之競爭優勢遞減，正式步入下降週期。

從歷史上看，勞工密集的紡織業將無可避免地從高成本地移到低成本地。然而，中國的紡織業仍有不小的發展空間。從台灣的經驗看，仍然留守在本土的紡織企業透過轉型升級都有很好的發展。目前，台灣的人造纖維及功能性面料等高附加值紡織品於全球具有領先地位，而同樣經歷產業轉移的日本紡織業更是牢牢掌握著原料、品牌、渠道等高附加值環節。

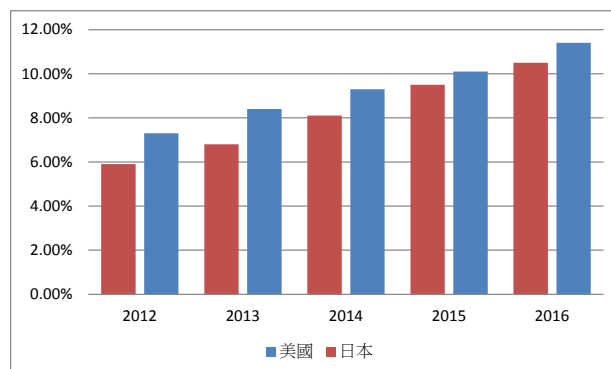
越南紡織業概況

圖表 3：2013 年至 2016 年越南紡織品服裝之主要海外市場出口金額



資料來源：越南海關、致富集團研究部

圖表 4：2012 年至 2016 年越南紡織品服裝在美、日市場份額



資料來源：中國紡織工業發展報告、致富集團研究部

成衣及紡織業是越南的重要外匯收入來源，亦是越南的支柱產業，約佔越南 GDP 的 10% 至 15%。美國是越南紡織品服裝最大出口市場，佔逾 40% 出口總額，其次是日本及韓國。從圖表 3 可見，雖然過去數年，環球經濟復甦緩慢，需求不振，但越南的紡織品服裝出口仍能穩步上揚。更重要的是，越南在美、日兩個重要的市場份額逐年提升，主要是從中國搶佔過來。

於東南亞地區，越南、柬埔寨、孟加拉及印尼正爭相成為國際服裝品牌的生產基地，而越南正以突出的競爭優勢領先於前。在上述國家當中，越南電力充足，水資源豐富，政治相對穩定，人員素質較高，製衣勞工的效率大概是中國的七至八成，遠高其他國家。**互太紡織(1382.HK)**就曾於孟加拉設廠有過慘痛經歷，由於當地政府未能保證天然氣的供應而令整個投資泡湯。

至於越南相對於中國的競爭優勢主要在於綜合成本較低，稅務優惠較多及紡織品服裝出口關稅限制較少。越南無論人工、水費及電力成本都較中國便宜，而且越南對於收入所得稅實施 4 年免稅，9 年減半優惠，大力吸引外資設廠。此外，越南積極與全球主要市場簽訂自由貿易協定(FTA)，包括 2014 年簽署之越南-韓國 FTA 及 2015 年之越南-歐亞經濟聯盟 FTA，以及 2016 年之越南-歐盟 FTA；其中，越南-歐盟 FTA 將於 2018 年生效，市場估計初期越歐雙向貿易金額將增加一倍，成為越南紡織業下一波的重要動力。



目前，越南有大約 5,000 家紡織品服裝公司，主要是處於產業鏈下游的製衣企業，卻缺乏面料及染整企業，因此，越南製造的紗線大多出口到中國，之後再從中國入口面料給越南的成衣廠製成服裝。欠缺完整的產業鏈，導致難於滿足現今快時尚的快速反應要求，削弱了越南的競爭優勢，因此招攬更多面料企業是越南的當務之急。

跨太平洋經濟夥伴協定(TPP)

TPP 是一組多邊關係的自由貿易協定，由新西蘭、新加坡、智利和汶萊四國於 2005 年發起，其最重要的特點是相互取消關稅，但直至 2008 年美國宣布加入，才開始受到市場關注。

越南於 2010 年底正式宣布加入 TPP 談判，在此之前，主要是一些勞動力極密集的成衣企業於當地設廠(天虹紡織早於 2006 年已布局越南，是少有例子)。然而，因為 TPP 的“從紗開始”要求，紡織企業亦開始考慮布局越南，以期分享 TPP 之潛在好處。過去數年是紡織成衣業於越南投資設廠的高峰期，幾乎大部份有一定規模的成衣企業都已經將部份產能移到越南，而紡紗企業亦陸續續於越南設廠，當中包括百隆東方(601339.SH)、華孚色紡(002042.SZ)、安徽華茂(000850.SZ)等。然而專注於織布染整的企業投資依然不多。

縱然 TPP 從未實施過，但 TPP 的提倡確實加速了環球紡織業於越南的布局，令越南紡織服裝產業鏈趨向完整。然而，美國總統特朗普於 2017 年初甫一上台，即兌現他的競選承諾，退出 TPP。顯然美國的退出實際上代表 TPP 已名存實亡，實際的影響是大幅度減緩了紡織業於越南設廠的迫切性，尤其是越南急需的織布染整業。相反地，美國的退出給予了中國紡織業的喘息空間，令產業轉移減慢，有助中國紡織業爭取轉型升級的時間。最明顯的一個例子就是冠華國際(539.HK)，原先因 TPP 的關係而考慮在越南設立布廠，但由於美國的退出而決定擱置越南之發展計劃，轉而加大於中國的投資，為現有廠房裝設更多自動化機器及設備，及為污水處理廠進行升級。

然而，水向低流的規律不會改變，產業的轉移仍然會依著高成本的地方轉去低成本的地方。TPP 的失落會減慢這一轉移的速度，但亦有助減緩越南勞工成本的上漲，正如聚陽(1477.TW)董事長周理平所說，外商不再一窩蜂的擠進越南，對未來 2 至 3 年內越南紡織業的生產秩序有所幫助，對已在越南投資的廠商亦有利。



天虹紡織簡介

天虹紡織由集團主席洪天祝先生於 1997 年創立，專門致力於高附加值時尚棉紡織品的製造與銷售。集團通過對國有企業的併購重組迅速發展壯大，並於 2004 年在香港成功上市。2006 年集團先於同業，首次觸及越南設廠，布局全球，經歷廿載，現已成為全球最大的包芯棉紡織品供應商之一。目前集團致力於打造具有全球影響力的縱向一體化產業平台。根據中國棉紡織行業協會，集團為「2016/17 年度棉紡競爭力百強企業」第 3 名。

集團銷售總部位於上海，擁有中國市場及全球主要市場全覆蓋的銷售辦事處，逾 3,000 名國內外客戶。產業全球化佈局，目前集團在中國、越南和柬埔寨分別設有生產基地，擁有 289 萬紗錠、816 台織機、18 條牛仔服裝生產線，年銷售額超過 100 億元人民幣。

產品

集團以生產差異化、專業化產品為重點，特別供應比傳統紗線更高利潤的氨綸彈力包芯紗線，此紗線於受壓下可大幅伸展，並在放鬆時隨即回復原貌，只要加入約 5% 的氨綸包芯紗，其織成的面料便富有彈性，大大提高其附加值。除氨綸包芯紗外，集團亦相繼推出金屬絲、滌綸、錦綸及丙綸長絲等的棉包芯紗，令集團成為全球棉包芯紡織品市場的巨人，只要客戶想起包芯紗，便會想到天虹紡織。

除氨綸彈力紗線外，集團亦生產其他紗線，主要包括滌綸黏膠混紡彈力紗線、黏膠短纖紗線及棉粗紗線。於 2016 年度，集團大約四成的收入來自其他紗線。

此外，集團亦有銷售坯布、面料及成衣，惟於 2016 年度僅佔總銷售收入不足一成。目前，集團正積極進入牛仔服裝領域，於山東及柬埔寨的牛仔服裝團隊及生產線已可生產超過 300 萬條牛仔褲，而越南新廠房亦會大力發展牛仔服裝業務，集團更於年內收購年興紡織(1451.TW)的越南及柬埔寨的牛仔服裝工廠，期望達到高水準的產業鏈整合，集團預計 2017 年牛仔褲生產目標為 1,400 萬條、2018 年為 2,000 萬條。

原材料

集團生產紗線所需的原材料主要為棉花及人造纖維，而當中棉花佔比最大，對集團的毛利率影響甚巨。然而棉花價格相當波動，時常受到市場供求、地方政府政策及天氣所影響，因此集團的毛利率波動亦大。

至於人造纖維為石油副產品，價格受原油價格及供應波動而影響。集團與「萊卡®」品牌製造商「英威達」及纖維素纖維「天絲®」、「木代爾®」纖維品牌製造商「蘭精纖維」建立了全面的戰略合作夥伴關係。

客戶

集團是供應鏈的上游部份，主要供應紗線給貿易商、織布廠、印染廠及服裝製造商。集團客戶基礎龐大，擁有超過 3,000 名國內外客戶，其中超過八成是來自中國的廠商。於 2016 年度，集團最大客戶及五大客戶分別只佔集團 3.5% 及 9.6% 的總銷售額，其中十大客戶以中國江蘇、浙江及廣東省為主，而日本著名纖維商東麗株式會社(3402.JT)亦是其客戶。

生產廠房

天虹紡織於初建期間以低價收購破產國企紗廠，產能得以迅速擴大。然而，於 2006 年，集團眼見國內各方面成本上漲，集團遂把眼光轉向越南，延續其產能擴張過程。目前，集團各生產基地已形成專業化分工生產。越南廠房主要集中生產棉類紗線及大批量產品以盡量利用海外較低的勞動成本及低迷的棉花價格優勢，而中國的產能有



助應付人造纖維紗線的需求及開發定制產品，一方面人造纖維紗線需求龐大，另一方面也有助本集團逐步增加人造纖維紗線的銷售佔比，有效減低棉花價格波動對本集團財務表現的影響。此外，越南亦負起集團全產業鏈戰略的重要戰略位置，大力發展牛仔服裝業務。以下為集團各生產基地資料：

生產基地	主要產品	紗錠	備註
江蘇省			
泰州天虹	紗線、坯布	10,816	
泰州世紀天虹	坯布		
江蘇世紀天虹	紗線、坯布	71,304	
南通世紀天虹	紗線、坯布	40,896	
南通天虹	並線	24,000	
徐州天虹銀豐	紗線、坯布	51,788	
徐州世紀天虹	紗線	16,800	
徐州天虹銀聯	紗線	100,000	
徐州天虹時代	紗線	70,000	
租賃徐州一個車間	紗線	87,000	
常州天虹紡織	紗線	67,000	
南通紡織	紗線、印染	60,000	集團佔 37% 股權
浙江省			
浙江世紀天虹	坯布、坯布加工		
山東省			
山東天虹	紗線	570,396	收購山東德源紗廠
山東蘭雁	成衣		生產牛仔服
廣東省			
湛江中湛	紗線	20,000	集團佔 88%
新疆			
新疆天虹基業	紗線	450,000	
越南同奈省			
天虹仁澤	紗線	560,000	集中生產牛仔紗
越南廣寧省			
天虹銀龍	紗線	430,000	2012年7月啟動
天虹銀河	紗線、坯布、成衣、染布	260,000	
天虹染整	染整		
華利達(越南)服裝	成衣		生產牛仔服
柬埔寨			
Eastern Industrial	坯布、服裝、染布		生產牛仔服



全產業鏈戰略

上文提到中國大陸正經歷著紡織業的產業轉移，有很多具規模的紡織企業已於海外設廠。然而，事實上在中國仍有很多中小企猶豫不決，既承受著不斷上升的各種成本壓力，又未下定決心往外一闖，毛利被擠壓得透不過氣。可是到越南投資設廠，對中小企並不是簡單事，無論政府政策、財務融資、工業配套等問題，中小企都未必有能力應付。尤其是越南的工業園，大部份功能配套未盡完善，例如熱電廠、污水處理廠等配套的欠缺都未能符合面料、染整業的要求。

天虹紡織落戶越南超過十年，集團紗線銷量佔了越南約 4 成的市場份額，於當地擁有絕對的領先地位，亦了解關於越南紡織業的大小問題。主席洪天祝看準產業轉移不可逆轉的重大機遇，希望藉着自身於越南的優勢，提供一個產業平台，帶領中國紡織業的中小企業落戶越南，打造一條完整的產業鏈。

2014 年，主席洪天祝及聯席行政總裁朱永祥私人投資了位於越南廣寧省海河區，總佔地面積約 3,300 公頃的天虹工業園，總投資額度預計高達 250 億美元，其中預計約 10 億美元主要從事園區內的基礎建設，為園區內的企業提供水、電、蒸氣、污水處理以及倉儲物流等配套設施，目標是成為集紡紗、織布、染整、製衣全產業鏈的紡織工業園，是整個產業鏈戰略的航空母艦。天虹紡織則主要扮演著整合產業鏈的推手角色，天虹並不希望包辦整條產業鏈的所有環節，亦自知並不現實，自己主要負責產業鏈的頭尾部份。上游的紗線部份，天虹紡織已經擁有絕對的供應能力，而下游牛仔褲部份，天虹紡織正積極準備，全速前進。至於中游的織布染整部份則是整個戰略的核心關鍵，成敗將繫於此，工業園要設法吸引中國的織布染整企業進駐園區，共同構建一個產業聯盟。

天虹紡織最初在越南的落腳點是靠近胡志明市的同奈省，在越南南方。這並不難理解，胡志明市是越南經濟、貿易中心，附近地區的基建配套都較完善，因此，很多近兩年才於越南投資的紡織企業都在南越設廠。然而，最近一次天虹紡織選擇在越北比較落後的廣寧省設廠，而且建立龐大的工業園，再次成為開荒牛、先行者，土地、工資較便宜是一個原因，但最大的原因看來是它的戰略地理位置。

洪天祝不止一次提到紡織服裝業是一個海鮮產業，庫存成本才是整個行業最大的成本，紡織服裝最後的核心競爭力一定是快速反應，因此必需縮短運輸時間。天虹工業園區的選址在中越邊境的海河縣正是因為其目標市場不是別人，正是中國大陸，尤其是廣東省。洪天祝的願景是中國 5 年以後，10 年後的消費市場。那個時候中國服裝企業不是出口商，而是進口商。廣寧省相連中國的廣西壯族自治區，天虹銀龍的產品用陸路到廣州市場只需 10 個小時，然而天虹在南越的仁澤製造的棉紗是通過海運到中國去銷售的，時間遠較陸路長。

集團目前以銷售紗線為主，然而紗線所需的原材料棉花，價格相當波動，導致集團的毛利率亦大上大落，不利集團業績表現。發展全產業鏈戰略的另一原因正是此舉將會減少集團的盈利水平波動。

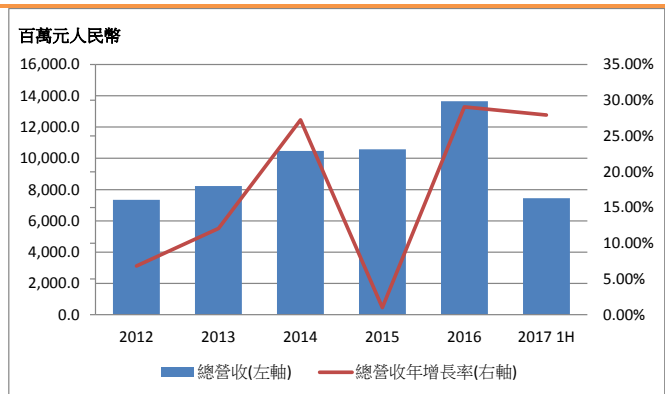
目前天虹紡織主要將精力投入兩件事，其一是大力發展牛仔褲產品，目標是取得大品牌客戶。年內集團已經收購台灣年興的部分海外牛仔褲業務，吸納其品牌客戶訂單。其二是在於如何去調動產業鏈上下游的所有中小企業老板的積極性，形成戰略的協同效應。如果全產業鏈戰略成功，天虹紡織將成為全球其中一個最具競爭力的紡織服裝供應端，其紡織產業園區將輕易搶奪中國大陸的紡織品服裝訂單，奠定長遠的競爭優勢。



營運及財務數據分析

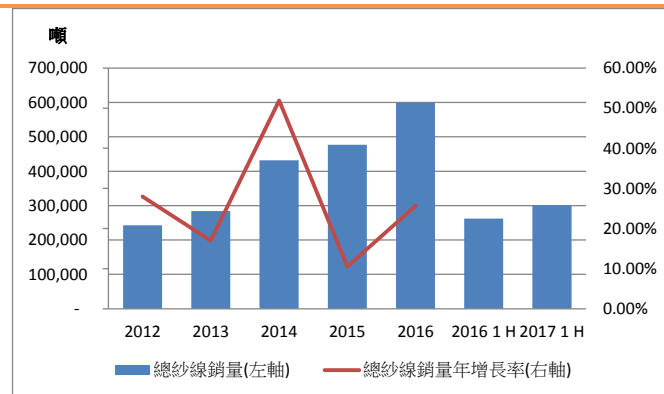
牛仔褲將成增長引擎

圖表 5：2012 至 2017 上半年度集團營業額及其年增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 6：2012 至 2017 上半年度集團紗線銷量及其年增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

天虹紡織營業額由上市之初 2004 年的 14.16 億元人民幣已大幅增長 864% 至 2016 年的 136.48 億元人民幣，年複合增長率為 20.8%。而於近五年，即由 2012 年至 2016 年的年複合增長率則為 13.2%，仍然維持著高水平增長。集團營業額增長的主要動力來源於其紗線銷量的增長，而紗線銷量的增長則有賴於集團透過收購或建廠而不斷擴大的產能。紗錠是衡量紗廠產能的重要指標，目前集團於中國及越南的紗錠總數分別為 164 萬錠及 125 萬錠，已遠遠超過集團上市時的 17.9 萬個紗錠。

展望未來，集團為滿足國內快速反應及定制差異化訂單的需求，計劃斥資 1 億元人民幣增添二手設備擴充國內產能 10 萬紗錠，預計 2017 年第 4 季度全面投產。此外，集團預期 2018 年第二季度將完成於徐州建設全新智能化紡紗工廠 14 萬錠，同樣為加強應對需要快速交貨的訂單。根據集團預計產能，2017 年及 2018 年紗線銷售目標分別為約 65 萬噸及 72 萬噸。最近於 2017 年 9 月，集團於天虹工業園收購了一幅土地用以生產紗線及坯布，其產能還未公布。

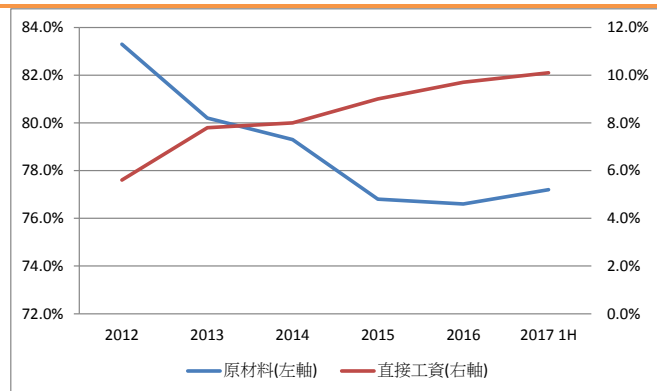
除紡紗外，集團為實現前述的全產業鏈策略，近年開始大力發展中、下游環節，動作連連。於 2016 年 4 月，集團於天虹工業園收購了一塊土地用以興建一間印染廠，估計年產量為 4,000 萬米梭織染色布，預期將於 2017 年開始第一階段生產。於 2016 年 5 月，集團於天虹工業園收購了一塊土地以用於興建一間褲料服裝廠，估計年產量為 700 萬條。於 2017 年 9 月，集團於天虹工業園收購了一幅土地用以發展無紡布生產業務，其產能還未公布。於 2017 年 2 月，集團與常州華利達服裝集團簽訂了合資協議，雙方在越南共同投資建設服裝生產工廠，合資工廠將以華利達擅長的外套上裝為生產重點，牛仔服裝為輔，並希望為集團引入優衣庫成為客戶。於 2017 年 3 月，集團最終以 6,400 萬美元收購了年興紡織若干資產，主要為越南及柬埔寨的牛仔褲廠，一間從事休閒服裝面料的染色公司及一間提供牛仔褲洗水處理服務公司。此次收購使集團能夠迅速擁有一支約 10,000 名工人的現成生產團隊，以及令集團牛仔褲的年產能立刻增加約 1,700 萬件，而更重要的原因是為了與年興紡織的現有國際品牌服裝零售商客戶建立關係，尤其是爭取優衣庫的大宗訂單。

縱使天虹紡織已經過多年的高速發展，但仍未見集團有停下來的跡象。從集團近來的部署來看，紡紗業務依然會因應市場需求繼續擴產，但大規模設廠似乎不是集團短期目標。集團的短期重點必然是大力發展牛仔褲業務，透過設廠、併購或合資，加快爭取知名客戶訂單及提升產能至一定規模，以實現集團的全產業鏈戰略。



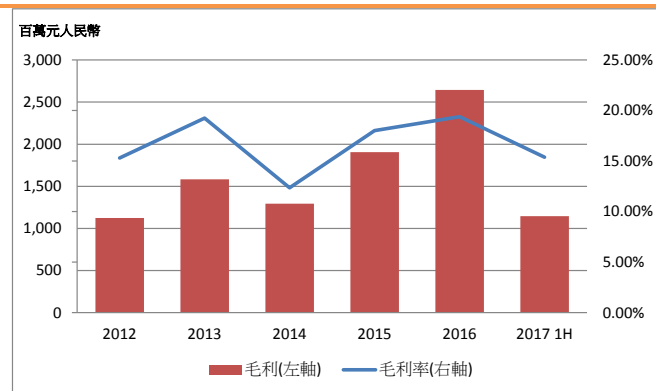
期待穩定毛利率

圖表 7：2012 至 2017 上半年度集團原材料及直接工資佔銷售成本百分比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 8：2012 至 2017 上半年度集團毛利及毛利率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

從圖表 7 可見，原材料佔集團的銷售成本高達七成以上，而當中棉花佔比最大。然而棉花為期貨產品，價格經常受資本市場左右，加上市場供求、地方政府政策及天氣因素，價格非常波動。雖然集團的產品價格可因應成本變化而調整，但由於集團使用原料存貨而往往令成本滯後，而令集團毛利率大幅波動。此情況於 2010 年至 2011 年棉花價格劇烈上落期間，尤其明顯。

然而，圖表 7 亦顯示原材料佔銷售成本百分比有下滑趨勢。其中一個主要原因估計是直接工資佔銷售成本百分比連年上升，截至 2017 年上半年，此佔比已經升逾 10%。直接工資佔比持續擴大當然是因為人工成本飆升，不論越南或國內，這亦是紡織業的普遍現象。

目前天虹紡織將其業務延伸至牛仔褲業務，勢必會改變其成本結構。牛仔褲乃高度勞工密集行業，集團員工人數之所以由 2016 年上半年的 27,279 名跳升 43.2% 至 2017 年上半年的 39,051 名，正是因為收購了年興紡織的廠房及其 10,000 名員工。因此，可以預期直接工資佔銷售成本百分比必然會持續上升，而原材料佔比則會下降，減輕了原材料價格波動對集團毛利率的影響。

截至 2017 年 6 月底止 6 個月，集團毛利率按年下跌 2.8% 至 15.4%。其中一個下跌原因為集團今年上半年增加了面料及牛仔褲的銷售比例，令非紗線收入佔比增至接近 10%，但由於面料之染整及牛仔褲業務都屬於集團的新業務，目前的毛利率遠比紗線為低，因此拖低了集團整體的毛利率。集團毛利率下跌的另一個主因，是今年上半年集團的彈力包芯紗毛利率有明顯的下降。管理層解釋由於今年 3 月至 6 月旺季不旺，而且包芯紗中比較簡但的品種競爭激烈，令包芯紗的售價升幅跟不上棉花的升幅。

第一個原因，我們可以理解為暫時性的。牛仔褲業務對於天虹紡織是新業務，目前此業務的毛利率仍處於低水平，相信要一段時間集團才能提升其營運效率。管理層亦表示目前牛仔褲業務的首要任務並非盈利或產能，而是要爭取大品牌客戶的訂單。因此集團未來一兩年的毛利率或將受到負面影響。未來一兩年對於集團的牛仔褲業務亦是比較關鍵的時間，預期集團必然投放很大精力在其營運上，新收購的年興紡織廠房於 2018 年能否轉虧為盈將是一個重要指標。我們對這方面是比較大信心的，主要因為集團對新收購的營運提升是很有經驗的。

第二個原因則比較令人關注，管理層提到市場中包芯紗產品中的相對簡單品種的競爭相對激烈，主要是指其越南



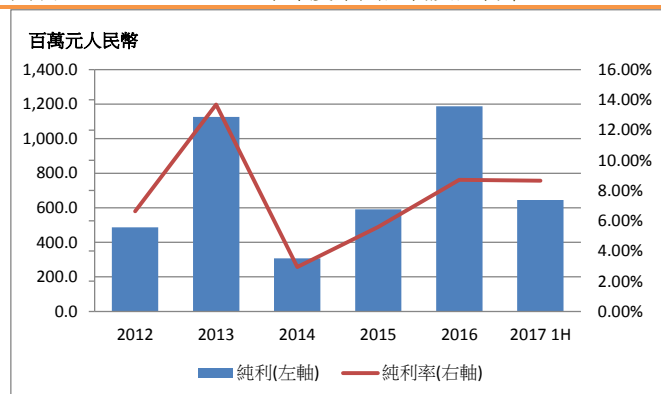
量產的包芯紗，估計是天虹仁澤生產的牛仔包芯紗。紡紗企業中一向比較少企業主打包芯紗產品，包芯紗通常都只是產品組合的其中一種，因此集團的差異化包芯紗產品一直享有溢價，競爭壓力比較少。然而今次因競爭壓力，令售價跟不上成本上漲，與以往情況有別，值得繼續跟進。估計其中跟美棉及國產棉的價差收窄，以及國內紡紗企業相繼於越南設廠，令越南棉紗的競爭力減弱有關。

股東權益回報率仍將維持高水平

截至 2017 年 6 月底止 6 個月，集團純利按年增加 41.2% 至 6.45 億元人民幣。純利按年上升的主要原因是由於期內收購年興紡織牛仔服裝業務產生約 1.47 億元人民幣的一次性收益以及新疆工廠約 1 億元人民幣的經營性補貼收入開始正常化所致。若撇除一次性收益，集團純利只按年增加 10.3%，落後於同期 27.9% 的收入增長，主要由於上文提到的毛利率下降原因，抵銷了部分盈利的增長。

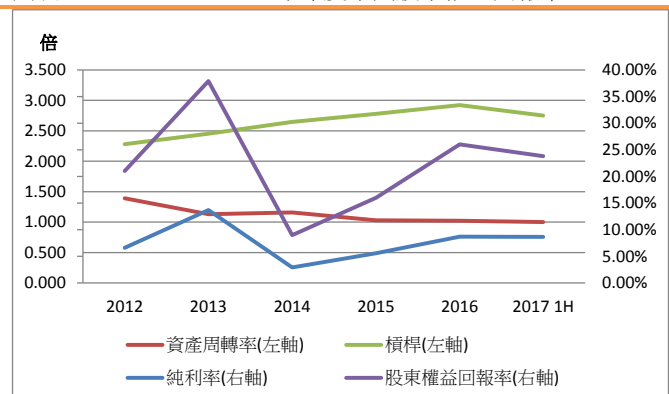
集團從 2004 年上市之初至 2017 年上半年，平均純利率為 7.8%，而近五年半，即由 2012 年至 2017 年上半年的平均純利率為 7.7%。然而，集團純利多年起伏不定，主因是波動的毛利率所致，但整體長期向上，是因為集團收入持續破頂。展望未來，隨著集團下游業務佔比逐步增加，集團純利率理應趨向穩定，洪天祝表示，若全產業鏈戰略成功的話，集團紡紗及製衣的兩個環節盈利疊加，整體純利率應會接近 20%。

圖表 9：2012 至 2017 上半年度集團純利及純利率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 10：2012 至 2017 上半年度集團股東權益回報率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

天虹紡織從 2004 年上市之初至 2017 年上半年，平均股東權益回報率為 24.7%，而近五年半，即由 2012 年至 2017 年上半年的平均股東權益回報率為 22.3%，整體來說屬於偏高水平。集團股東權益回報率的上落主要受集團純利率所影響，資產周轉率及槓桿相對穩定。展望未來，集團收入仍有很大上升空間，只要集團牛仔褲業務營運效率提升至正常水平，集團股東權益回報率仍有相當大機會維持在 20% 以上。



投資亮點

全產業鏈布局

產業鏈垂直整合好處顯而易見，尤其是減少供應鏈上的牛尾效應，無論是各環節的庫存、運輸及溝通的交易成本都能大幅下降。事實上在紡織服裝業中亦不乏產業鏈垂直整合例子，例如申洲國際(2313.HK)由面料至製衣一條龍供應產品給品牌零售商，而溢達集團更是從棉花種植開始至製衣一手包辦；上下游企業緊密合作，達成戰略聯盟亦存在於行業裏，比如互太紡織與晶苑集團於越南合作建廠，實現所謂虛擬垂直整合策略。以上各企業都是行業中的佼佼者，於垂直整合中得到堅實的成果。

然而，天虹紡織今次在天虹工業園裏的戰略稍有不同。事實上，天虹紡織如今要打造的是一個海外的產業群平台，一個產業生態圈。集團將借力打力，吸引國內紡織服裝業的中小企投資園區，幫助其能夠專注於生產，形成垂直整合，各企業能在產業鏈位置上發揮最大效益，由此產生低成本、高生產力。

若集團的全產業鏈戰略全面成功，在財務上會有不少改善。集團到其時的毛利率將變得穩定，不再受棉花價格的大幅影響，而且由於紡紗及製衣的兩個環節毛利疊加，毛利率會得到提升，致使純利率亦會上升。由於製衣環節的資本開支較低，集團的槓桿會降低，自由現金流亦會變強。另外，製衣業通常與服裝品牌客戶有較強的戰略合作，黏性較強，到其時集團客戶數目會相對減少，效率得到提高。最後當然是由於整個供應鏈的強大競爭力，而令集團的收入能維持高速增長。

收購重組專家

天虹紡織成立於 1997 年，由於初期資金不足，為減少資本開支，並未有自設廠房。正好當時國內紡織業提倡壓錠重組，大量國有紡織企業處於停產或半停產狀態，為了廠房能夠繼續營運，非常歡迎與其他企業合作。因此當時天虹紡織決定跟國有企業合作，先從租賃廠房開始生產，待集團積累足夠資本後，才通過併購完全擁有廠房。

天虹紡織成立初期就是通過這種方式，以低成本收購臨近破產的國有企業的生產設施而迅速發展起來。此等方式的好處是低成本、有現成廠房、機器、熟練技工、可以立刻生產。當然好處誰都想得到，但實現就非常困難。洪天祝對此有很深刻的體會，他曾在訪問中提到重組企業最難的就是文化整合，尤其是當時的老國企體制僵硬，並不是市場導向。然而天虹紡織還是能通過重組，鼓勵員工的積極性，增加效率。天虹紡織在收購重組的成績有目共睹，在集團的整個發展過程中就不斷貫穿著收購、整合的例子。

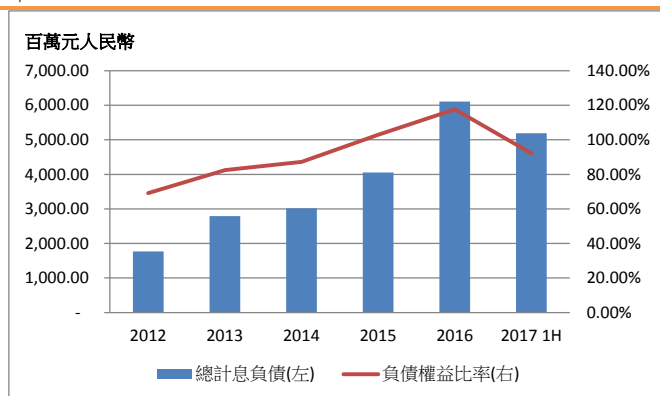
目前集團大力發展下游業務，併購是重要手段，市場亦不乏機會。洪天祝在最近的業績會就提到下游的擴張通過併購會比自己建設簡單一點，相信收購重組還是陸續有來。正如年興紡織的資產併購，集團就是看中其生產管理效率並未達到現代管理要求，覺得還有很大的提升空間，憑藉集團在這方面的經驗，將它轉虧為盈還是很大機會。



下行風險

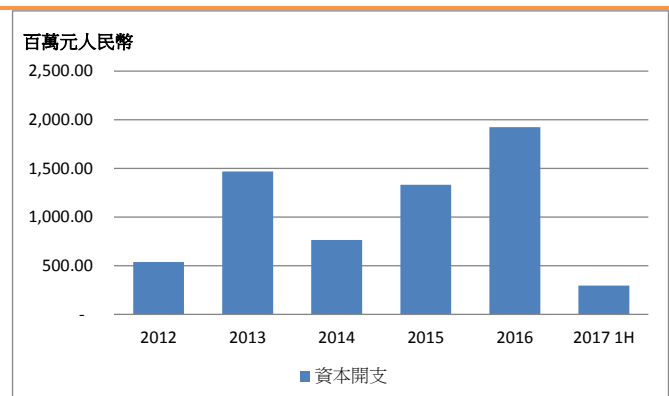
負債水平偏高

圖表 11：2012 至 2017 上半年度集團總計息負債及負債權益比率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 12：2012 至 2017 上半年度集團資本開支



資料來源：公司年報、致富集團研究部

天虹紡織負債權益比率一向偏高，近兩年集團更大幅舉債，令負債權益比率突破 100% 的水平。直至 2017 年上半年，集團提早將 2019 年到期的 2 億美元優先票據贖回，才令集團負債權益比率下降至 100% 水平之下。集團的高貸款水平主要是為支持其持續高歌猛進的產能擴張，大部分用於買地、設廠及營運資金的相應增加。尤其是 2014 年，集團開始了天虹工業園的全產業鏈發展，投資規模再度擴大，2015 年及 2016 年連續兩年資本開支均超過十億元人民幣。

紡織行業本屬重資本行業，企業普遍借貸設廠，但集團的負債水平確實偏高，亦是投資者值得關注的地方。然而天虹紡織負債水平高於同行卻主要由於洪天祝點子遠多於金子，主意太多金錢太少。正如集團剛收購的年興紡織廠房，估計並不在集團的原有規劃中，但天虹紡織一向善於把握機會，尤其精於將營運不善的廠房轉虧為盈，相信未來仍陸續有這些機會。集團多年來收入持續雙位數增長，而且毛利率仍能維持相對較高水平，亦是多得集團能夠把握機會，有膽識借款擴展使然。

此外，正如上文所述，短期內集團紗線業務應該不會有大規模擴產，主力轉而集中於牛仔褲業務。牛仔褲業務相對於紗線業務屬於輕資產業務，資本開支相對較輕，而且除了要增大牛仔褲的產能，集團更要把精力聚焦於提升牛仔褲廠的營運效率，及將牛仔褲業務有機地併入集團的現有業務。因此相信集團短期內資本開支不會再大幅提升，而負債權益比率將逐步回落。



預測及估值

我們給予天虹紡織「買入」評級，目標價為\$14.82。此目標價是基於折現自由現金流估值模型(Discounted Free Cash Flow Valuation)所推算出來，而我們假設 2020 年至 2025 年集團自由現金流維持 10%的增長率，之後下降至 5%的長期年增長率，以及假設 12.0%的股東要求回報率。此目標價相當於 8.57 倍 2017 年度的預測市盈率(Forward P/E)。

圖表 13：天虹紡織折現自由現金流估值模型

(千元人民幣)	2017E	2018E	2019E	終端價值
年內溢利	1,355,974	1,401,646	1,589,509	
經營活動之現金流	1,848,318	2,183,300	2,471,551	
投資活動之現金流	(1,924,058)	(1,707,379)	(1,922,469)	
淨借貸及已付利息	194,535	241,485	232,152	
自由現金流	118,796	717,406	781,234	19,303,749
自由現金流之折現值	107,996	592,897	586,953	14,503,192
股權合理價值	11,491,332			
每股合理值(港元)	14.82			
上日收市價(港元)	10.84			
潛在升幅(%)	36.72			



財務數據

損益表

截至 12 月 31 日止年度	2016	2017E	2018E	2019E
千元人民幣				
收入	13,647,737	16,331,880	18,478,128	20,805,941
銷售成本	(11,002,594)	(13,718,779)	(15,521,628)	(17,476,990)
毛利	2,645,143	2,613,101	2,956,500	3,328,951
銷售及分銷開支	(496,712)	(578,149)	(654,126)	(736,530)
一般及行政開支	(546,655)	(542,218)	(613,474)	(690,757)
其他收入、收益淨額	287,771	375,472	258,974	291,599
經營溢利	1,889,547	1,868,206	1,947,875	2,193,262
財務費用淨額及分佔投資淨利	(392,739)	(291,492)	(318,054)	(344,995)
除所得稅前溢利	1,496,808	1,576,714	1,629,821	1,848,267
所得稅開支	(295,735)	(220,740)	(228,175)	(258,757)
年度溢利	1,201,073	1,355,974	1,401,646	1,589,509
集團擁有人應佔溢利	1,187,531	1,342,414	1,387,630	1,573,614
非控制性權益應佔溢利	13,542	13,560	14,016	15,895
每股盈利(元人民幣)	1.30	1.47	1.52	1.72
每股股息(港元)	0.44	0.52	0.53	0.61

資料來源：公司年報、致富集團研究部

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度	2016	2017E	2018E	2019E
千元人民幣				
土地使用權	695,184	960,623	1,094,492	1,244,940
物業、廠房及設備	6,231,119	7,186,696	7,962,777	8,836,627
其他資產	216,353	227,246	231,246	235,246
非流動資產	7,142,656	8,374,565	9,288,516	10,316,813
存貨	2,931,297	3,852,480	4,358,752	4,907,853
應收貿易及票據款項	1,589,990	1,915,210	2,166,897	2,439,875
現金及現金等值物	1,813,208	1,529,280	1,830,397	2,139,547
其他資產	1,807,198	2,075,923	2,283,143	2,507,893
流動資產	8,141,693	9,372,893	10,639,188	11,995,168
借貸	2,559,625	4,486,398	5,058,348	5,649,562
其他負債	113,377	148,933	148,933	148,933
非流動負債	2,673,002	4,635,331	5,207,281	5,798,495
應付貿易及票據款項	3,044,295	3,810,021	4,310,714	4,853,763
借貸	3,549,669	2,122,896	2,122,896	2,122,896
其他負債	825,939	1,034,516	1,156,763	1,289,351
流動負債	7,419,903	6,967,433	7,590,372	8,266,010
權益總額	5,191,444	6,144,694	7,130,051	8,247,476

資料來源：公司年報、致富集團研究部

現金流

截至 12 月 31 日止年度	2016	2017E	2018E	2019E
千元人民幣				
除所得稅前溢利	1,496,808	1,576,714	1,629,821	1,848,267
折舊及攤銷	547,946	685,939	776,081	873,850
其他調整	236,301	160,363	339,401	369,317
營運資金變動	(1,476,924)	(363,930)	(342,240)	(371,192)
已付利息及所得稅	(197,556)	(210,767)	(219,764)	(248,690)
經營活動所得現金淨額	606,575	1,848,318	2,183,300	2,471,551
購置固定資產	(2,128,357)	(1,371,878)	(1,552,163)	(1,747,699)
其他	(276,468)	(552,180)	(155,216)	(174,770)
投資活動所耗現金淨額	(2,404,825)	(1,924,058)	(1,707,379)	(1,922,469)
淨借貸	1,890,484	500,000	571,950	591,214
已付股息	(226,390)	(402,724)	(416,289)	(472,084)
其他	7342	(305,465)	(330,465)	(359,062)
融資活動所得現金淨額	1,671,436	(208,189)	(174,804)	(239,932)
現金(減少)/增加	(126,814)	(283,928)	301,117	309,150
年終之現金及現金等值物	1,813,208	1,529,280	1,830,397	2,139,547

資料來源：公司年報、致富集團研究部

財務比率

截至 12 月 31 日止年度	2016	2017E	2018E	2019E
%				
收益增長率	29.06	19.67	13.14	12.60
經營溢利增長率	64.25	-1.13	4.26	12.60
每股盈利增長率	101.00	13.04	3.37	13.40
經營溢利率	13.85	11.44	10.54	10.54
純利率	8.80	8.30	7.59	7.64
股東權益回報率	26.01	23.92	21.12	20.67
資產負債率	66.03	65.38	64.22	63.04
市盈率(倍)	7.08	6.26	6.06	5.34
市賬率(倍)	1.63	1.38	1.19	1.03
股息率	4.06	4.80	4.89	5.63

資料來源：公司年報、致富集團研究部



評級釋義

評級	說明
買入	目標價較現價有超過 30%的潛在升幅
增持	目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在升幅
中性	目標價正處於現價正負 10%變幅的區間之內
減持	目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在跌幅
沽出	目標價較現價有超過 30%的潛在跌幅



免責聲明

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富證券及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。