

孚日股份 具有国际竞争力的家纺航母

1987年-2007年,20年艰苦卓绝的创业历程,孚日股份飞跃式发展为家纺这一具有千年历史的民族产业插上腾飞的翅膀;直面国际市场风云变幻,公司以大而强的竞争优势在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲展现着来自东方的智慧与力量,谱写了中国纺织行业搏击国际市场的奇迹,成为我国民族传统工业的一面旗帜。

2006年,孚日股份登陆国内资本市场,并在一年之后再次启动增发融资。展望未来,挑战与机遇并存。对于有志于打造具有国际竞争力的家纺企业的孚日股份来说,又将为描绘一个怎样的未来?

日前,笔者借公司增发之际走访了公司。

二十年励精图治 家纺龙头傲视全球

东方欲晓,莫道君行早。

1987年,激荡着改革开放的东风,孚日年轻的创业团队上路了。从一个电机厂的编织袋车间起步,顺应市场改产毛巾,开始了最艰苦的创业历程。二十年后,公司已从创业的初期30个人、30万资产的小工厂发展成现在接近两万人、48亿资产的全球家纺行业龙头,这样的高成长,在业界堪称奇迹。

二十年来,公司积极倡导和实践新型工业化道路,进行自主开发或者以先进、适用的技术嫁接提升传统纺织业,使公司的技术装备水平不断提高。公司目前拥有技术达到世界先进的染色、织造、印花及整理包装等各类生产设备3000多台(套),设备进口率、无梭化率达到了90%以上,形成年生产3000多个花色品种、46000吨巾被系列产品、3220万米装饰布系列产品的生产能力,生产能力居全球家纺行业之首,已形成从棉纺加工、自供水电气、家用纺织品制造到国内外销售一体化的业内最完备的产业链。公司已成为国内规模最大、出口金额最多的专业从事中高档巾被系列产品、装饰布系列产品生产和销售的现代化家用纺织品生产企业,产品销往全球市场,自1999年以来,公司出口一直名列全国同行业首位。国家商务部授予孚日(纺织服装类)2005-2006年度“重点培育和发展的中国出口名牌”证书;2006年“孚日”商标被认定为“中国驰名商标”。

公司长期从事巾被产品的生产,不断积累、探索、总结,在管理、质量、技术开发等方面都形成了独特的核心竞争力优势。二十年的生产实践为公司积累了丰富的生产和管理经验,造就了一支水平过硬的管理人才队伍,同时公司独具匠心的持股方案使得公司大部分中高级管理人员成为了公司股东,形成了良好的激励机制。质量管理上,公司已经建立和完善了产品质量管理体系,使质量管理与国际接轨,目前公司产品主要用于出口销售,主要出口市场之一的日本是世界上对产品质量最挑剔的国家之一,这也促成了公司质量意识和企业文化形成。市场营销上,公司通过实施“全球贸易战略”,充分发挥产销一体化优势,积极开辟国内外多元化市场,积累了一大批如Jepenny、MACY'S、Target、COSTCO、沃尔玛、日本内野、广州友谊、家乐福、苏果、大润发等国内外具有雄厚实力的客户群体,形成了国内外销售一体化的营销格局。生产技术方面,公司坚持技术创新提升产品质量,已逐步形成了高科技、高附加值、具备国际先进水平的产品系列,大大增强了公司产品在国际市场上的竞争力。公司还积极参与行业标准制定,推动中国家纺行业整体水平的提高,2007年,作为家纺行业领军企业和技术创新企业,公司参加了国家发改委对于“无捻毛巾”和“毛巾浴巾”类产品行业标准的制定。

2006年,孚日股份这一家纺航母登陆国内资本市场,公司历史进入新的一页。11月24日,公司董事长孙日贵在深圳证券交易所敲响了上市的钟声,孚日股份成为家纺行业第一家整体上市的企业。“从那一刻起,我们就不再单单是为我们的近两万名职工负责了,我们还要为我们千千万万的股东负责”,孙日贵感慨道。上市助推公司发展进入了一个新的平台,这不仅体现在通过融资实现规模的扩张,更关键的是推动公司建立和完善了公司治理结构,使得决策更加科学,各项运作更加规范,有利于公司持续健康发展。

在上市一年后,适应公司高速发展的需要,孚日股份将通过增发再次融资,投资于巾被系列产品技术改造项目、装饰布系列产品技改项目、扩建五万锭高档纺纱项目、家纺技术研发中心项目的建设。增发完成后,公司资

产负债率将逐步下降,使公司建立更加合理的财务结构;募投项目达产后,公司的毛巾系列产品的产能将增加2.1万吨,增幅45.65%;装饰布系列产品的产能将增加670万米,增幅20.81%,这都将进一步提高公司持续盈利能力。

谋求价格话语权 挑战纺织业困局

作为具有世界最大生产能力的纺织企业,孚日股份长期以来以海外市场为主要支撑。近几年纺织行业承受了产能过剩、生产成本提高等各种压力,对纺织出口企业而言,更是遭遇了人民币持续升值、出口退税下调等因素的冲击,这让人不得不为孚日的长远发展捏了一把汗。然而,孚日股份对此却颇不以为然。“纺织行业从来没有这么残酷过,但毛巾乃至整个家纺行业历史上却从没这么好过”,孙日贵以其20年的行业经验告诉我们。而公司的财务数据也显示,公司经营状况保持了持续稳定的增长,公司2007年前三季度实现营业收入和净利润分别为21.55亿元和1.288亿元,同比分别增长了13.91%和28.60%,毛利率也保持在24%的水平,与去年同期基本持平。

这一令人满意的报表背后,是公司依靠产业链完整性、生产效率、产品质量和整体配套能力等方面的竞争优势,谋求了全球的议价能力的事实。据了解,就国际家纺市场而言,在全球范围内也仅有巴西、土耳其、印度的几家企业生产能力与孚日股份相当,而在国内纺织品出口中,孚日股份稳居国内同行业第一位。由于国际客商一般为大宗订货,且质量要求苛刻,一般中小规模企业无力承担这样的大单,这使得孚日股份成为诸多国际客商的不二人选。正是依靠这种不可替代的供应商地位,公司在国际市场上形成了较强的议价能力。

公司通过不断提价化解了成本增加、人民币升值以及出口退税下调带来的不利影响。2006年底,公司与大部分客户达成初步协议和谅解,对主要产品通过一定程度的提价来应对出口退税下调的影响。2006年公司外销商品的价格由平均46.75元/公斤提高至47.85元/公斤,2007年9月底公司外销商品的平均价格更是进一步调整至48.23元/公斤。公司原料、设备大量进口也一定程度上消解了人民币升值带来的不利影响,公司所需棉花、棉纱、

染料以及机器设备大都需从国外进口,2006年公司进口金额占出口销售收入的比重超过了50%。另外值得注意的是,与中国企业在国际市场上竞争的巴西、印度、土耳其等国纺织品企业,同样面临着本币升值等问题的困扰,而且同期升值幅度远高于人民币。

虽然面临着诸多的困扰,但国际市场需求仍保持强劲增长,全球纺织行业仍持续看好,预计全球高科技家用纺织品市场规模将由2000年500亿美元增至2010年750亿美元,可望增长50%,其应用领域也将越来越广。公司将利用现有的经销商和销售商,充分发挥产销一体化的优势,进一步加大出口力度,建立富有竞争力的国际营销体系;在维护与现有经销商良好关系的基础上,自主建立销售网络,同时实现由贴牌生产向自主品牌营销的逐步过渡;继续积极扩大出口业务,提高中高档次、高附加值产品和自主品牌产品的比重,打造日本、北美、欧洲和国内市场的四大市场均衡发展的格局。

强势品牌挥师国内 做国内家纺领航者

二十年的历史,在孚日人眼里分为三个阶段,第一个阶段是1987年到2001年的持续创业阶段,第二个阶段是2002年到2005年的规模扩张阶段,从2006年开始,公司进入了品牌经营阶段。而此时,国内家纺市场伴随消费升级也开始启动,为中国家纺行业展现了广阔的发展空间。资料显示,目前,我国家用纺织品的人均消费支出仅为衣着消费的7%,而发达国家家用纺织品消费与衣着消费支出基本持平。中国国内市场对家用纺织品的需求增长更为迅速,根据预测,到2010年,每年消费的增长率不低于20%。一时间国内外家纺企业都对此虎视眈眈,纷纷打造自主品牌、自建营销渠道、跑马圈地,开拓国内市场。孚日股份也借登陆资本市场的机会,以“海归”的品质回归国内市场,借力奥运,定位中高端,打造“孚日大家纺”强势品牌,迈出了一条打造自主品牌、营建国内营销体系的路子。

擅长做国际贸易,外战内行的孚日人,能否也内战内行呢?“我们相信我们会赢得这场竞争”,孙日贵的回答斩钉截铁,字字清晰,掷地有声,“开拓国内市场,打造品牌,我们有着任何一家家纺企业不完全具备的优势”。

自信源于实力,作为行业龙头,公司在行业规模、技术、设备、质量方面的优势自不待言。自信也源于充分的准备,公司早已开始了自主品牌建设、国内营销体系建设的准备和探索。从2001年开辟俄罗斯市场开始,公司就坚持自主品牌进入,现在已成为俄罗斯行业内第一品牌,牢牢占据了俄罗斯市场;国内市场公司上世纪90年代初就开始销售自主品牌产品,已建立了覆盖全国的销售网络,公司自有品牌国内销售额预计今年将达到3.9亿元。此外,公司为打造品牌于2005年在上海成立研发中心,开始了设计师的培育,逐步进行产品开发以及市场的磨合。公司还先后获得了北京2008奥组委唯一指定的家纺类特许商品生产商和特许零售商;“孚日牌”台布和“孚日牌”毛巾系列产品荣获中国名牌产品。这一切都为打造孚日强势品牌增添了成功的砝码。

目前公司品牌建设的大幕已徐徐拉开。公司以国内市场为主战场,把实施品牌战略作为重点工程,聘请专业品牌营销策划机构进行品牌营销策划;加快国内贸易职能部门调整,成立专业品牌运作机构;推出“孚日大家纺”新型营销模式,借助影视、平面、网络立体式媒体宣传,以前所未有的力度,加强自主品牌的推广。未来两年,公司还将继续加大品牌建设的投入,力争通过3年左右时间,把孚日品牌打造成为中国家纺行业的第一品牌,利用5年左右的时间打造成世界家纺行业的知名品牌。

伴随着企业品牌战略的大力推进,公司加大了技术创新和设计的投入。公司决定按照国家级标准建设一个多功能、现代化的研发中心,建成后将成为公司新产品研发中心、家纺行业新技术成果产业化中心和检测中心,并配套建设中试车间,项目涵盖了“孚日大家纺”产品研发、附加值提升、产品品牌、企业品牌升华以及商路拓展等,对于把孚日打造成中国家纺行业第一品牌和世界家纺行业知名品牌具有重要意义。公司与东华大学以及江南大学等高等院校达成协议,共同开发新产品,引进了一批高层次的专业设计人才,同时积极与国际著名设计师和设计公司合作,与其形成战略联盟,广泛吸纳世界性的设计成果。依托上海设计中心,公司进一步加强了产品开发和创新能力,企业

自主研发的具有自主知识产权的各类高档产品陆续走向市场。公司“独花型大提花产品及技术”等六项科技成果经专家鉴定,认为工艺合理、技术先进、填补了国内空白;2007年,公司设计作品在两项国际国内大赛上获得多项大奖,显示出公司把握家纺国际流行新动态、拓展家纺产业文化新内涵、创新家纺时尚生活新理念、丰富家纺产品新种类的卓越创新能力。

公司内销渠道的建设速度之快也超出了市场的预期,目前已初具规模。截至2007年11月底,公司已在国内开设的奥运零售店(包括店中店)48家,2007年底有望达到120家。公司已经与国内各大商超如沃尔玛、广州友谊、家乐福、好又多、苏果、大润发、易初莲花、联华超市等建立了良好的合作关系,目前公司已在国内开设旗舰店、专卖店、店中店、专柜等各种形式的销售网点约790家。

下一步,公司将实现由产品营销向品牌营销转变,企业品牌向产品品牌转变,公司将在统一孚日品牌视觉设计、完善品牌形象、提高品牌宣传力度的基础上扩大自有品牌的销售。国内销售方面,以“大家纺”新型营销模式为载体,创建具有孚日特色的终端商业销售模式,全面提升公司的品牌知名度、美誉度和市场掌控能力。随着奥运会的来临,奥运特许商品销售也将步入高峰期,公司将积极与机场、星级酒店专卖店等其他销售渠道进行合作,利用现有的国内外零售渠道和代理商开设的奥运会特许商品专柜,以及利用公司的团购网络加大奥运商品的销售力度,给公司带来新的利润增长点。国际市场方面,公司将利用在欧美、俄罗斯等国家或地区设立销售机构开拓当地市场的机会,进一步加强品牌宣传和培育,加大品牌运作力度,坚持自有品牌销售。目前公司已在美国、加拿大、日本、俄罗斯、德国、罗马尼亚、秘鲁等国家实现了部分自有品牌产品的销售。

二十年弹指一挥间,孚日实现了从无到有、从小到大、从弱到强的飞跃,奏出了一曲雄浑的拓荒者之歌。而对于立志承担起民族工业腾飞使命、打造国际竞争力的家纺品牌的孚日人来说,过去的20年仅仅是个开始,未来任重而道远。

雄关漫道真如铁,而今迈步从头越! (康书伟)

借增发实现内销品牌渠道建设跨越

□ 国信证券

● 以0.8倍PEG测算公司合理价值15.2元-16.7元,值得参与增发

我们选取同类品牌渠道公司和出口龙头向国内品牌渠道转型公司做类比,以同类公司未来3年0.8倍的平均PEG和未来2年平均EPS测算,公司1年内合理价值为15.2元;以同类公司08年37倍PE测算合理价值为16.7元。12.86的增发价格,年预期收益率在18%-30%之间,值得参与。

● 公司行业地位决定其提价能力,出口毛利率将维持在25%以上

公司在行业内的龙头地位和产业链及技术优势奠定其产品提价能力。面对升值压力通过改变产品结构提高产品价格部分消化升值压力。从公司主要原材料的价格看,棉花供求关系和产品价格趋于稳定。人工及动力成本上升对总生产成本影响较小,公司出口毛利率将维持在25%以上,综合毛利率23%。

● 内销渠道拓展速度和业绩将超预期,也将成为股价持续催化剂

公司内销渠道的建设速度大大加快,目前已在一线城市各超市开设790家网点,07年底计划870家。公司渠道梯度拓展开始理顺,即旗舰店、加盟店和超市专柜三位一体。品牌档次梯度上,“孚日”、“洁玉”、“红球”品牌产品也通过不同渠道进行销售。奥运产品主要通过超市销售。我们以单店45业绩保守测算,未来3年内销对公司业绩贡献分别在0.06元、0.11元和0.18元。

● 增发为后续增长提供动力,08年09年EPS分别为0.45元0.57元

本次增发项目一方面是产能扩张,一方面是提高公司产品附加值的技术研发投入,增发为后续业绩增长提供动力。保守估计公司未来3年EPS分别在0.32元、0.45元、0.57元。而内销业绩的超预期直接影响公司价值,同时增发降低公司资产负债水平,改善现金流状况。

● 风险提示

公司主要风险是持续升值对业绩稀释风险,利率上调预期和出口退税率继续下调预期对公司业绩存在负面影响。

盈利能力和成长性指标	2006	2006E	2007E	2008E	2009E
每股收益(元)	1.784	1.412	2.536	4.040	3.945
市盈率	44.17	42.17	15.89	24.03	20.69
净利润(百万元)	57.07	128.43	188.29	283.34	354.88
同比增长	24.18%	136.04%	31.53%	70.39%	25.25%
总股本(万股)	62.67	404.35	625.85	625.85	625.85
EPS	0.35	0.31	0.32	0.45	0.57

一年内保守价值:15.2元-16.7元

我们选取同行业可比公司,内销品牌渠道类服装公司,同样由出口向内销品牌渠道转型的公司做类比。

剔除2008年所得税率调低影响,2007-2009年公司净利润复合增长38%,我们以同类公司0.8倍PEG和未来2年平均EPS测算,公司1年内合理价值为15.2元;以同类公司08年37倍PE测算合理价值为16.7元。

综合来看,我们认为公司的一年保守合理价值为15.2元-16.7元。

表1:同类公司类比估值(附后)

表2:各主要板块估值对比(附后)

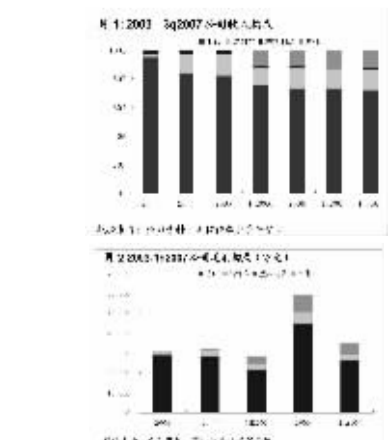
参与增发:18%-30%预期收益率

公司本次增发一亿股,增发价格12.86元。从未来两年平均业绩看,本次增发PE在25倍左右,与一年内合理价值仍有18%-30%是收益率预期,仍值得参与。

产能扩张推动公司出口持续稳定增长

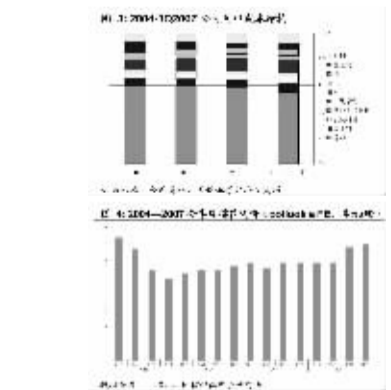
毛巾制品仍为公司收入利润的绝对贡献产品

公司目前主导产品为毛巾和装饰布,其中毛巾产能4.6万吨,装饰布产能3220万米。毛巾仍为公司的收入和毛利的支柱,2007年前3季度毛巾分别贡献收入和毛利的72%和78%。

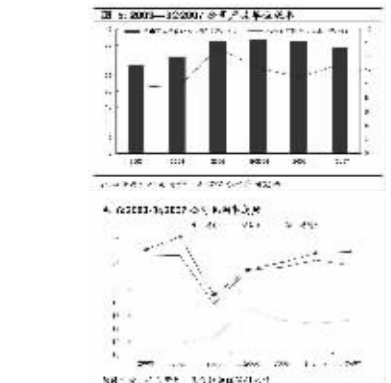


人民币升值有利于减轻原材料价格上涨压力,毛利率稳定在25%以上

公司目前仍以出口加工为主,棉花和棉纱占产品成本约60%。2006四季度以来棉花价格稳中略降有效缓解了人工和能源等的大幅上涨对产品成本的冲击。2007年1-11月国际棉价cotlook A(FE)平均在62.42美分/磅走有,较去年同期上涨4.92美分/磅,涨幅8.55%,考虑到人民币升值幅度,公司年进口7万吨棉花成本基本锁定。



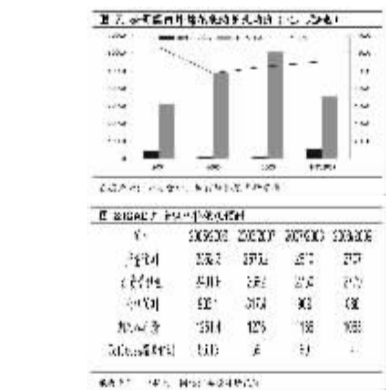
人民币升值对棉花进口成本的缓解和不断提升产品档次和调整产品结构的策略使毛利率仍然维持较高水平。公司毛巾平均单位成本由2005年36.3元/公斤下降到2007年前3季度34.2元/公斤,毛巾毛利率由19.2%上涨到25.8%。



未来出口毛利率判断:产品结构调整力度决定成本转移能力

目前公司年耗折合棉约7万吨,其中80%以上为进口棉花,公司依据国内外棉花价格和质量综合决定外棉采购比例一定程度上降低了总的采购成本。我们认为,未来国内外棉花价差将继续缩小,棉花价格保持平稳。员工

工资和热电成本持续上升。公司收购的热电厂一定程度上降低了公司的动力成本。考虑到公司产品价格的弹性,我们认为公司产品单位成本趋势将小幅提高,未来公司应加大产品结构调整和出口市场结构优化,通过开发高附加值的产品缓解公司产品成本上涨的压力,从而维持毛利率的稳定,公司综合毛利率有望维持在23%以上



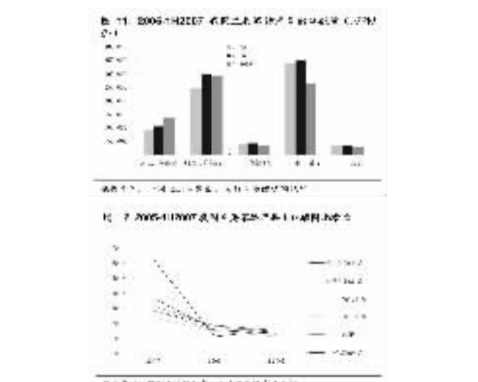
出口市场:美欧是增长重心,单价提升明显

从我国家纺和毛巾出口市场看,日本、美国、欧盟是三大重心。从市场增幅看,日本市场增幅空间很有限,美国和欧盟是今后增长的重心。一方面是美国欧盟消费额较日本大,二是我们在欧美市场的份额有增长的潜力,日本市场近90%的市场份额限制了其今后出口空间。



受全球经济放缓、出口受限和主要竞争国家低端家纺产业的兴起,我国家纺产品对全球出口主要体现在产品品质提高上,出口

数量平稳增长,增速回落,出口价格持续提高。2007年上半年,我国出口毛巾制品25.9亿条,同比增长1.8%,出口额同比增长16.2%,出口单价同比上涨14.1%。



日本市场:出口量增长有限,单价提高提升出口额增幅

日本市场上,受日本本国毛巾消费量的绝对下降和亚洲竞争对手如越南等的更低价产品竞争等的影响,我国毛巾制品出口日本价增量跌,出口额小幅增长。2007年1-7月,我国出口日本毛巾制品4.3万吨,同比下降4.7%,出口额3.0亿美元,同比增长2.3%,出口单价6.95美元/公斤,同比上涨7.3%。

孚日股份基本占我国毛巾制品出口日本份额的18%,对日本毛巾出口变现同行业整体基本一致,出口额同比增速下降,2006和1H2007对日本出口额同比分别增长4.56%和下降0.92%。考虑到我国出口日本毛巾制品占日本毛巾总进口超过80%和越南等国家纺产业的发展,我们认为后续对日本出口量将增幅有限,竞争将主要体现在国内毛巾生产商能否有效提升产品的品质和附加值,产品价格提升是今后对日本出口增长的关键。

