

审慎推荐-A (维持)

华孚色纺 002042.SZ

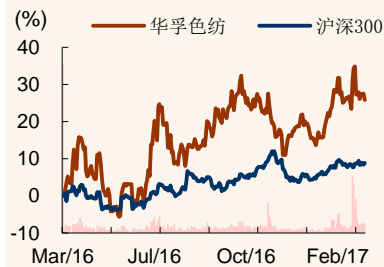
目标估值: NA 元
当前股价: 12.05 元
2017 年 03 月 23 日

基础数据

上证综指	3249
总股本(万股)	100732
已上市流通股(万股)	83203
总市值(亿元)	121
流通市值(亿元)	100
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	57.5%
主要股东	华孚控股有限公司
主要股东持股比例	34.46%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	4	25
相对表现	-2	-1	18



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《华孚色纺(002042)——低价棉花库存及补贴提升业绩弹性 人民币贬值形成再催化》2016-10-26
- 2、《华孚色纺(002042)——物料拉动收入双位数增长 控费及补贴提振盈利端表现》2016-08-18
- 3、《华孚色纺(002042)——收入稳健增长 控费提振盈利端表现 关注战略转型升级》2016-04-25

孙好

010-57601717
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

王孜

wangzi@cmschina.com.cn
S1090516090006

网链业务拉动收入快速增长 政策收益提振盈利端表现

销量增长致纱线收入小幅提升,网链业务全面启动拉动16年收入快速增长,营业外收入提振盈利端表现。市场份额向龙头企业集中的背景下,纱线销量有望持续增长,同时在平均棉价较上一年度提升的背景下,纱线价格也有望小幅提升,预计今年纱线业务将保持稳健增长。另外,公司转型也在持续推进,网链业务已在16Q4产生一定的收入贡献,17年将持续放量。目前公司总市值121亿,17PE为20X,短期估值相对合理,但今年在网链业务的拉动下公司收入仍有望保持较快的增长,且供应链平台相关的投资并购预期仍存,定增价格12.62元/股也提供了一定的安全边际,不排除后期估值或仍存在一定弹性。

- **网链业务拉动下Q4收入高增长。**公司发布年报,2016年收入/营业利润/归属上市公司净利润分别为88.37/1.47/4.79亿元,同比增长29.88%/94.99%/42.64%,基本每股收益0.58元,分红预案为每10股派发现金股利0.48元(含税)。分季度来看,16Q4公司收入/归属上市公司净利润分别为20.45/0.78亿元,同比增长137.22%/73.18%。网链业务逐步开始放量,拉动公司Q4收入高增长。
- **销量提升致纱线收入略有增长,网链业务全面启动。**纱线业务:由于终端消费没有明显复苏,预计16年纱线价格方面并未有提升,但市场份额持续向龙头企业集中,且公司持续扩张产能,新疆16万锭已进入试生产,越南8万锭进入设备安装调试阶段,阿克苏工业园二期21万锭已全面开工建设,目前已形成浙江、黄淮、长江、新疆、越南五大生产区域150万锭的产能,预计纱线销量方面仍有一定增长,拉动纱线收入略有增长,16年公司纱线产品实现营业收入52.14亿元,同比增长2.88%。网链业务:16年网链业务全面启动,公司成立新疆天孚棉花供应链股份有限公司,主导经营阿克苏铁路物流站和新疆棉花市场,前端网链体系初步形成;同时,成立服人网络、易孚电子商务公司,菁英电商产业园启动营运,后端网链也跨出了第一步;16年网链业务贡献营业收入近15亿元。
- **低毛利网链业务占比提升,公司毛利率有所下滑,营业外收入提振盈利端表现。**16年公司综合毛利率11.70%,同比下降2PCT。分产品来看,由于产品结构优化,新产品占比上升5PCT,以及公司加强内部管理,提升营运效率,公司纱线产品毛利率上升0.59PCT至14.17%;而物料产品毛利率下降2.90PCT至3.76%。由于网链业务的发展,费用率也相应下降,16年公司期间费用率为9.22%,同比下降2.56PCT,其中,销售/管理/财务费率分别下降0.90/0.65/1.00PCT至2.90%/3.96%/2.37%。16年公司获得政策收益3.7亿元(16年公司在新疆、越南等一带一路战略要地投资9.37亿元,累计投资达50亿+),营业外收入拉动净利润快速增长。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	6804	8837	11478	13150	14476
同比增长	11%	30%	30%	15%	10%
营业利润(百万元)	75	147	205	300	378
同比增长	-545%	95%	40%	46%	26%
净利润(百万元)	336	479	600	678	743
同比增长	99%	43%	25%	13%	10%
每股收益(元)	0.40	0.58	0.60	0.67	0.74
PE	29.9	20.9	20.2	17.9	16.3
PB	2.7	2.5	1.9	1.8	1.6

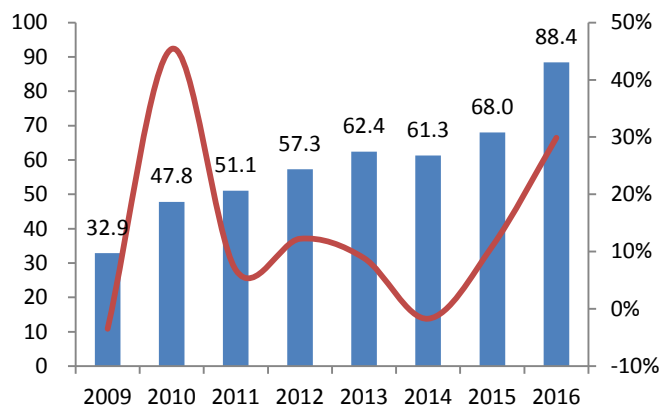
资料来源: 公司数据、招商证券

- **存货、应收账款均有所增长，经营性现金流大幅增长。**截至 2016 年末公司存货 26.39 亿元，较年初增长 2.11%，较 2016Q3 增长 25.08%。其中原材料库存 9.06 亿元，较年初下降 1.37%；在产品 1.21 亿元，较年初增长 30.46%；库存商品 12.69 亿元，较年初增长 4.29%。应收账款原值 9.07 亿元，较年初增长 18.24%，其中账龄 1 年以内占比 97.69%（同比下降 1.72PCT），1-2 年占比 1.87%（同比增加 1.79PCT），2-3 年占比 0.03%（同比下降 0.10PCT），3-4 年占比 0.10%（同比下降 0.08PCT），4-5 年占比 0.15%（同比增加 0.15PCT），5 年以上占比 0.16%（同比下降 0.04PCT）。经营性净现金流 8.25 亿元，同比增长 772.77%，主要由 16 年新纳入合并范围单体增加及政府补助较上期增加所致。
- **2017 年公司将继续主业与共享产业并进。坚持做强主业：**产品方面，公司将持续通过产业创新，提升新产品销售占比，争取优化产品结构 5 个百分点，同时参照前瞻性、领先性的产品质量标准，提升产品质量；产能方面，跟随一带一路战略，以新疆为中心进行全球化布局，推进产能转移，目前公司正在进行新疆二期 16 万锭色纺纱，15 万锭新型坯纱项目建设，建设中的阿克苏工业园项目规模 100 万锭，达产可实现年产 16 万吨色纺纱，越南正在进行 16 万锭项目建设，建成后越南纱锭 28 万锭，染色能力 2 万吨，满足东南亚区域客户需求。**加快共享产业：**前端网链打造棉花供应链互联网平台，延伸棉花农业现代化，推动农村合作社，实施定价保险，走订单农业模式。后端网链打造后端布、衣供应链互联网平台，聚焦从纱线到服装的增值链，计划培养 4~5 家垂直供应链公司。同时，公司将继续探索专业化的时尚电商产业园经营模式，搭建品牌孵化平台。
- **盈利预测和投资评级。**市场份额向龙头企业集中的背景下，纱线销量有望持续增长，同时在平均棉价较上一年度提升的背景下，纱线价格也有望小幅提升，预计今年纱线业务将保持稳健增长。另外，公司转型也在持续推进，网链业务已在 16Q4 产生一定的收入贡献，今年将持续放量。

根据年报情况，预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.60、0.70、0.81 元，目前公司总市值 121 亿，17PE 为 20X，短期估值相对合理，但今年在网链业务的拉动下公司收入仍有望保持较快速的增长，且供应链平台相关的投资并购预期仍存，定增价格 12.62 元/股也提供了一定的安全边际，不排除后期估值或仍存在一定弹性。

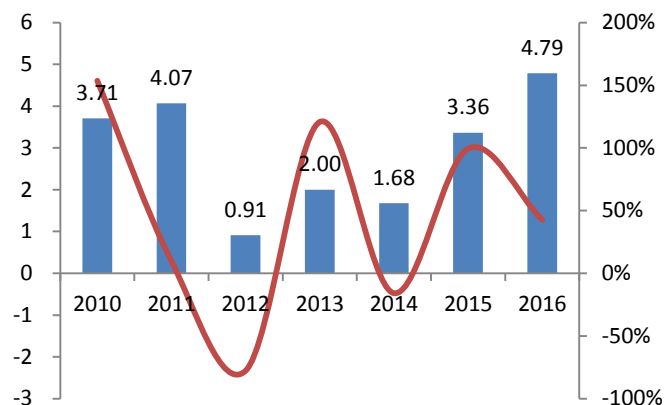
- **风险提示：**原材料价格波动风险、人民币汇率风险、经济复苏低于预期影响行业需求、新业务发展低于预期。

图 1: 公司营业收入及增速 (亿)



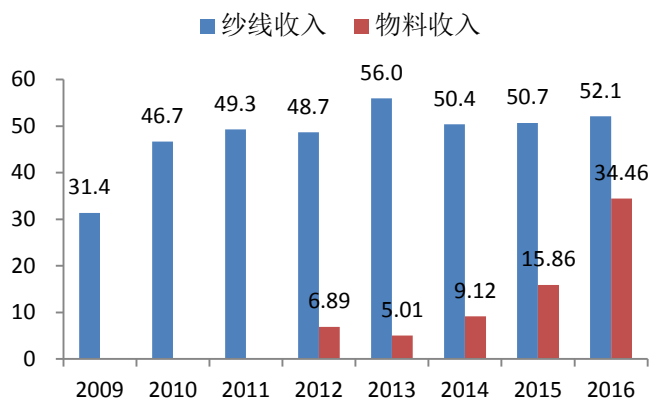
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 公司净利润及增速 (亿)



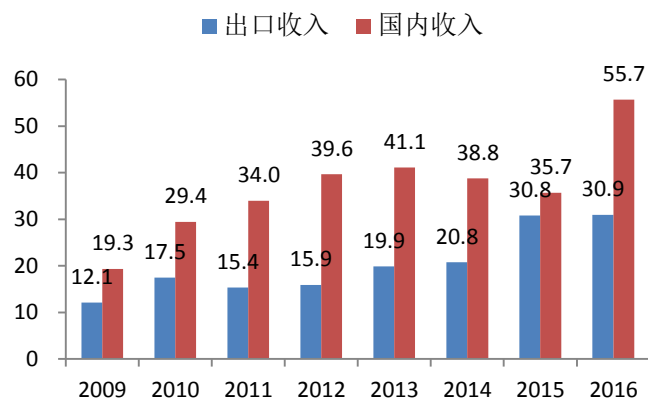
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 公司分产品收入情况 (亿)



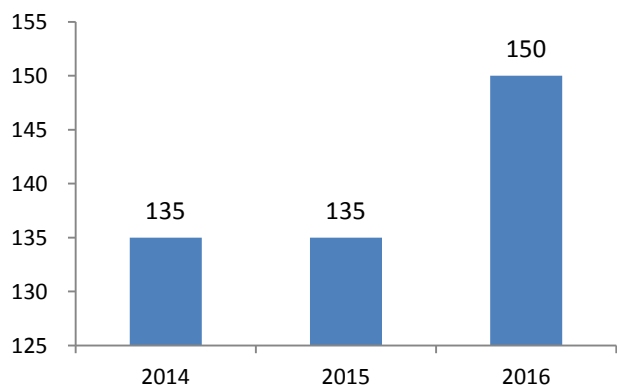
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司国内外收入情况 (亿)



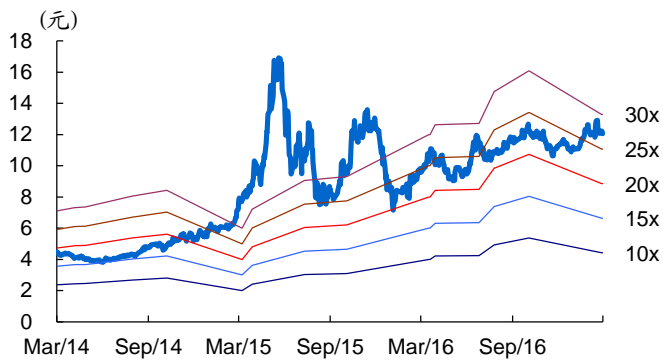
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 公司产能变动情况 (万锭)



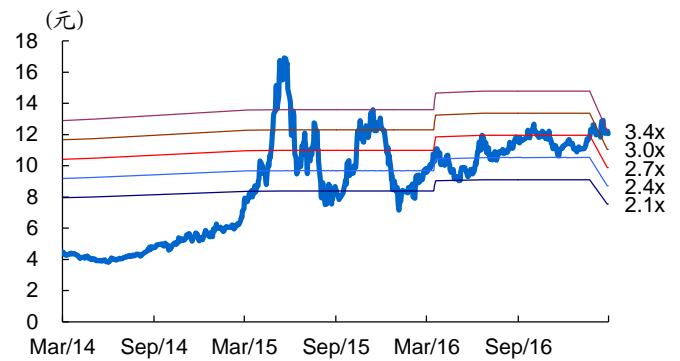
资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 华孚色纺历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 7: 华孚色纺历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

表1: 公司15Q4业绩同比和环比情况

(百万元)	15Q4	16Q3	16Q4	同比	环比
营业收入	862	2535	2045	137%	-19%
营业毛利	192	240	227	18%	-6%
销售费用	55	63	68	23%	8%
管理费用	87	88	86	-1%	-2%
财务费用	76	44	63	-17%	43%
营业利润	(57)	38	(55)	-4%	-244%
归属母公司净利润	45	100	78	73%	-22%
EPS (元)	0.05	0.12	0.09		

数据来源: 公司公告、招商证券

表2: 公司季度利润指标

(百万元)	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入	789	1607	2223	2112	862	1772	2486	2535	2045
营业毛利	155	203	293	244	192	237	329	240	227
销售费用	79	65	75	64	55	57	69	63	68
管理费用	101	73	80	74	87	78	97	88	86
财务费用	63	49	42	63	76	41	61	44	63
营业利润	(115)	15	95	23	(57)	64	100	38	(55)
归属母公司净利润	(30)	84	142	65	45	102	199	100	78
EPS (元)	(0.04)	0.10	0.17	0.08	0.05	0.12	0.24	0.12	0.09
主要比率									
毛利率	20%	13%	13%	12%	22%	13%	13%	9%	11%
销售费用率	10%	4%	3%	3%	6%	3%	3%	2%	3%
管理费用率	13%	5%	4%	4%	10%	4%	4%	3%	4%
财务费用率	8%	3%	2%	3%	9%	2%	2%	2%	3%
营业利润率	-15%	1%	4%	1%	-7%	4%	4%	2%	-3%
有效税率	-19%	114%	8%	4%	-17%	26%	19%	36%	89%
净利率	-4%	5%	6%	3%	5%	6%	8%	4%	4%
YoY									
收入	-50%	1%	8%	24%	9%	10%	12%	20%	137%
归属母公司净利润	-180%	68%	56%	13%	-249%	21%	40%	56%	73%

数据来源: 公司公告、招商证券

参考报告:

- 1、《华孚色纺-去库存拖累去年 Q4 业绩 今年核心盈利将有恢复》2013/4/1
- 2、《行业近期投资机会分析-制造类机会相对突出 品牌类仍处调整期》2013/4/16
- 3、《华孚色纺-核心盈利环比改善符合预期 但营业外收入致净利超预期》2013/4/26
- 4、《纺织制造业近期投资机会反馈-棉企基本面持续改善 今年投资机会较为持续且突出》2013/5/31
- 5、《纺织服饰行业 2013 年中期投资策略（服饰品牌研究十一卷）-未来在哪？全渠道模式和大数据运营的思考》2013/6/18
- 6、《华孚色纺-毛利率环比恢复及低基数导致 Q2 业绩同比大幅增长》2013/7/9
- 7、《华孚色纺-毛利恢复、费用控制及低基数拉动中期盈利大幅增长》2013/8/23
- 8、《华孚色纺-Q3 毛利率环比略有改善 但收入增速和政府补贴略低预期》2013/10/28
- 9、《纺织服饰行业 2014 年度投资策略（服饰品牌研究十二卷）-线上线下扬帆并进 把握移动互联的船票》2013/12/19
- 10、《纺织服饰行业 2014 年中期投资策略（服饰品牌研究十三卷）-谁是 O2O 突围者？掌控好利益分配者将领跑量变》2014/7/3
- 11、《华孚色纺-营业外增加及税率下降拉动净利润略好于预期》2014/8/25
- 12、《华孚色纺-控费用及其他收益提振盈利表现 且完成股权激励考核》2014/10/30
- 13、《华孚色纺（002042）-销售端量增价跌，营业外及降本控费明显提振盈利端》2015/08/03
- 14、《华孚色纺（002042）-总收入改善略超预期 控费及营业外等提振盈利端》2015/10/25
- 15、《华孚色纺（002042）-非公开发行加强新疆越南布局 业务转型值得期待》2015/12/20
- 16、《华孚色纺（002042）-收入符合预期 控费、营业外及税率下降提振盈利端表现》2016/2/23
- 17、《华孚色纺（002042）-业绩符合预期 战略转型升级预期催化股价弹性》2016/4/7
- 18、《华孚色纺（002042）-收入稳健增长 控费提振盈利端表现 关注战略转型升级》2016/4/24
- 19、《华孚色纺（002042）-物料拉动收入双位数增长 控费及补贴提振盈利端表现》2016/8/18
- 20、《华孚色纺（002042）-低价棉花库存及补贴提升业绩弹性 人民币贬值形成再催化》2016/10/25

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5340	6145	6419	7041	7722
现金	731	1182	941	1122	1297
交易性投资	0	25	25	25	25
应收票据	151	184	230	261	303
应收款项	731	862	1066	1237	1404
其它应收款	278	245	318	381	442
存货	2583	2634	2565	2479	2461
其他	865	1012	1275	1536	1789
非流动资产	4058	4854	4886	4915	4744
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3155	3284	3378	3463	3341
无形资产	422	592	533	479	431
其他	481	978	975	973	971
资产总计	9398	10999	11305	11956	12466
流动负债	5091	6203	4083	4160	4013
短期借款	3309	4640	2167	1921	1460
应付账款	559	914	1205	1457	1701
预收账款	70	183	241	291	340
其他	1153	466	470	491	512
长期负债	561	561	561	561	561
长期借款	380	374	374	374	374
其他	181	188	188	188	188
负债合计	5652	6764	4645	4721	4574
股本	833	833	1007	1007	1007
资本公积金	1019	954	2980	2980	2980
留存收益	1806	2202	2385	2911	3511
少数股东权益	89	246	288	337	394
归属于母公司所有者权益	3657	3989	6372	6898	7498
负债及权益合计	9398	10999	11305	11956	12466

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	95	825	1071	1127	1146
净利润	336	479	600	706	812
折旧摊销	307	326	368	370	372
财务费用	201	177	219	137	114
投资收益	(11)	(16)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	(728)	(165)	(146)	(122)	(195)
其它	(10)	24	47	53	60
投资活动现金流	(729)	(375)	(384)	(384)	(184)
资本支出	(456)	(518)	(400)	(400)	(200)
其他投资	(272)	143	16	16	16
筹资活动现金流	489	(84)	(929)	(563)	(787)
借款变动	1817	601	(2493)	(246)	(461)
普通股增加	0	0	174	0	0
资本公积增加	(55)	(64)	2026	0	0
股利分配	(416)	(416)	(416)	(180)	(212)
其他	(857)	(205)	(219)	(137)	(114)
现金净增加额	(146)	366	(242)	181	176

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6804	8837	11478	13753	15958
营业成本	5871	7803	10291	12435	14521
营业税金及附加	31	63	82	98	114
营业费用	259	256	287	316	319
管理费用	314	350	390	454	479
财务费用	229	209	219	137	114
资产减值损失	6	16	20	20	20
公允价值变动收益	(29)	(10)	0	0	0
投资收益	11	16	16	16	16
营业利润	75	147	205	309	407
营业外收入	303	438	525	550	580
营业外支出	3	8	8	8	8
利润总额	375	577	722	850	978
所得税	35	64	81	95	110
净利润	339	513	641	755	868
少数股东损益	3	33	42	49	57
归属于母公司净利润	336	479	600	706	812
EPS (元)	0.40	0.58	0.60	0.70	0.81

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	11%	30%	30%	20%	16%
营业利润	-545%	95%	40%	50%	32%
净利润	99%	43%	25%	18%	15%
获利能力					
毛利率	13.7%	11.7%	10.3%	9.6%	9.0%
净利率	4.9%	5.4%	5.2%	5.1%	5.1%
ROE	9.2%	12.0%	9.4%	10.2%	10.8%
ROIC	3.3%	3.4%	4.1%	4.1%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	60.1%	61.5%	41.1%	39.5%	36.7%
净负债比率	48.0%	45.8%	22.5%	19.2%	14.7%
流动比率	1.0	1.0	1.6	1.7	1.9
速动比率	0.5	0.6	0.9	1.1	1.3
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	1.0	1.2	1.3
存货周转率	2.3	3.0	4.0	4.9	5.9
应收帐款周转率	9.7	11.1	11.9	11.9	12.1
应付帐款周转率	9.2	10.6	9.7	9.3	9.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.40	0.58	0.60	0.70	0.81
每股经营现金	0.11	0.99	1.06	1.12	1.14
每股净资产	4.39	4.79	6.33	6.85	7.44
每股股利	0.50	0.50	0.18	0.21	0.24
估值比率					
PE	29.9	20.9	20.2	17.2	15.0
PB	2.7	2.5	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.6	10.5	8.7	8.4	7.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

王孜，北京大学经济学硕士，中央财经大学金融学本科，2015 年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。