

谨慎推荐 (维持)

华孚色纺 (002042) 深度报告

风险评级: 中风险

行业景气度有望持续回升 公司业绩有望保持快增

2017年7月31日

投资要点:

魏红梅

SAC 执业证书编号:

S0340513040002

电话: 0769-22110925

邮箱: whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2017年7月28日

收盘价(元)	10.59
总市值(亿元)	106.68
总股本(亿股)	10.07
流通股本(亿股)	8.32
ROE(TTM)	8.57%
12月最高价(元)	12.92
12月最低价(元)	9.49

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

- 公司是色纺纱龙头企业, 产能释放有望有序推进, 网链业务有望快速发展。** (1) 公司主营中高档色纺纱线的研发、生产和销售, 是国内色纺纱龙头生产企业之一。目前公司拥有150万锭的产能, 主要分布在浙江、长江、黄淮、新疆和越南等五大产区。公司近四成收入来自出口。(2) 定增扩产。公司于2017年3月完成定增, 发行价12.62元/股, 募集资金总额22亿元, 主要投向阿克苏16万锭高档色纺纱项目、华孚(越南)16万锭高档色纺纱项目和补充流动资金。募投项目达产后, 公司产能将进一步提升。(3) 网链业务有望保持快速发展。上游整合新疆棉花原材料产业链, 前端网链体系初步形成。公司2016年控股新棉集团下属四个县棉麻公司, 主导经营阿克苏铁路物流站和新疆棉花交易市场。2016年6月成立新疆天孚棉花供应链股份有限公司。天孚公司计划未来三年营收收入达100亿元, 拥有100家轧花厂(自有及合作)。下游与产业互联网结合, 后端网链跨出第一步。成立浙江服人网络科技有限公司、浙江易孚电子商务有限公司, 浙江菁英电商产业园启动运营, 打造下游布、衣供应链互联网平台, 并计划培养4-5家垂直供应链公司, 定位专业毛衫、运动装、童装、老人装等。网链业务有望保持快速发展, 2017年营收占比有望提高至40%以上。
- 色纺纱行业成长空间犹存, 已形成寡头垄断竞争格局。** 色纺纱规模占纱线总规模比例还较小。目前我国色纺纱行业总产能约为700万锭, 约占整体棉纺织总产能5%, 大多集中在江苏和浙江地区。随着应用空间的扩大, 未来色纺纱产能规模将有可能与传统工艺、色织布三分天下的格局, 有望超过2000万锭, 成长空间较大。中低端色纺纱竞争激烈, 市场集中度低; 而中高端竞争较为缓和, 市场集中度高。在中高端市场, 两家龙头百隆东方和华孚色纺基本已形成双寡头格局, 两家公司总产能均为150万锭, 市场占有率合计约为40%。
- 行业景气度有望持续回升。** (1) 行业出口有望企稳。2017年1-6月份, 我国纺织服装出口同比增长0.6%, 恢复正增长; 其中纺织品出口同比增长2.2%, 上年同期下降1.7%; 服装出口同比下降0.5%, 降幅同比收窄4.9个百分点; 出口增速持续回升, 外需呈现弱复苏格局。(2) 棉纱线出口有望保持回暖。2017年我国棉纱线出口保持恢复性增长, 主要受益于内外棉价差收窄、外需回暖等。(3) 国内终端零售弱复苏。2017年1-6月, 限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售总额同比增长7.3%, 增速同比提高0.3个百分点, 较一季度提高1.1个百分点。下游需求弱复苏, 对上游的补库存需求有望回升, 纱线需求有望向好。
- 投资建议: 维持谨慎推荐评级。** 公司作为色纺纱龙头企业, 纱线业务有望受益行业景气度回升而保持稳定增长。前后端网链业务持续推进, 有望拉动公司业绩实现快增。预计公司2016-2017年EPS分别为0.62元、0.77元, 对应PE分别为17倍和14倍。维持谨慎推荐评级。
- 风险提示。** 终端消费复苏低于预期、产能释放低于预期等。

目 录

1.公司是色纺纱龙头	3
2.色纺纱行业：寡头垄断竞争 景气度有望持续回升	3
2.1 色纺纱更环保、时尚、更有科技含量	3
2.2 进入壁垒较高 行业规模占纱线总规模比例还较小	4
2.3 中高端色纺纱已形成寡头垄断竞争格局	5
2.4 行业景气度有望回升：出口持续回暖 终端零售弱复苏	5
3.定增扩产 新增产能将逐步释放	6
4.网链业务快速发展	7
5.投资策略：维持谨慎推荐评级	7

插图目录

图 1：公司产能分布	3
图 2：公司产品收入占比（%）	3
图 3：公司 2016 年国内外营业收入占比（%）	3
图 4：色纺纱技术与其他纺织技术的区别	4
图 5：纺织服装累计出口增速（%）	5
图 6：棉纱线出口金额及出口数量累计同比增速（%）	5
图 7：服装鞋帽针纺织品类零售总额累计同比（%）	6
图 8：服装类零售总额累计同比（%）	6
图 9：纺织服装行业产成品存货同比增速（%）	6
图 10：我国布、纱线产量累计增速（%）	6
图 11：公司近几年业绩增速（%）	7
图 12：公司盈利能力（%）	7

表格目录

表 1：色纺纱两大龙头产销量（吨）	5
表 2：公司定增募投项目情况	6
表 3：公司盈利预测简表	8

1.公司是色纺纱龙头

公司主营中高档色纺纱线的研发、生产和销售，是国内色纺纱龙头生产企业之一。公司自有品牌“华孚牌”已成为色纺行业国际品牌，在全球市场上的占有率名列前茅，主导产品远销欧美、日韩、港澳、东南亚等几十个国家和地区。客户包括耐克、阿迪达斯、ZARA、海澜之家等知名品牌。目前公司拥有150万锭的产能，主要分布在浙江、长江、黄淮、新疆和越南等五大产区。

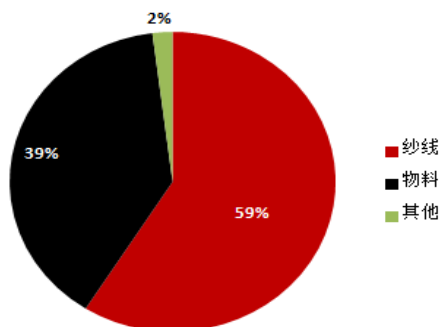
图 1：公司产能分布



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

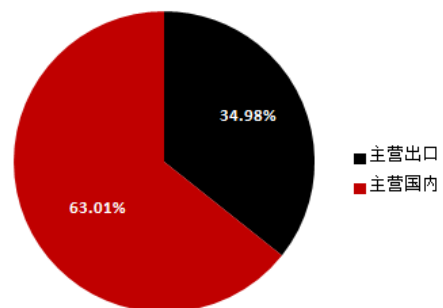
公司近四成收入来自出口。出口地主要为欧美、日韩、东南亚等国家和地区。2016年公司主营业务出口和国内销售分别实现营收30.91亿元和55.68亿元，分别同比增长0.27%和55.92%，分别占营业总收入比重为35%和63%。

图 2：公司产品收入占比（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 3：公司 2016 年国内外营业收入占比（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

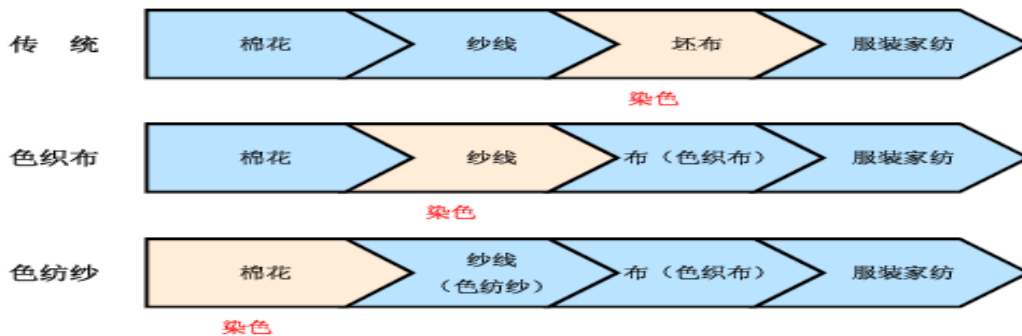
2.色纺纱行业：寡头垄断竞争 景气度有望持续回升

2.1 色纺纱更环保、时尚、更有科技含量

色纺纱又称有色纤维纺纱，是在纺纱工序前将所用纤维原料进行染色或原液着色，再把两种以上不同颜色的纤维经过充分混合后仿制而成、具有独特混色效果的纱线。从整个纺织工业产业链上看，色纺纱处于纺织工业的上游，即染色、纺纱阶段。色纺纱于20世纪80年代起源于日本，后发展于韩国、台湾等地，于上世纪90年代后逐步传入我国。目

前除意大利等少数欧洲国家拥有少量产能外，全球绝大部分色纺纱产能都集中在中国。

图 4：色纺纱技术与其他纺织技术的区别



资料来源：东莞证券研究所，百隆东方招股意向书

相较于传统工艺，色纺纱技术更环保、更时尚、更有科技含量。第一，色纺纱更加环保。色纺纱先对部分纤维进行染色后，再与原色纤维进行混纺而成的先染后纺的纱线，比传统的先纺后染工艺可节约用水60%以上，减少污水60%以上，在节能、减排、环保方面具有明显优势。第二，色纺纱更加时尚。色纺纱在同一根纱线上显现出多种颜色，色彩丰富、饱满柔和，用色纺纱织成的面料具有朦胧的立体效果，手感柔和。第三，色纺纱更有科技含量。色纺纱染色工艺独特，在纤维染色、配色及多纤维混纺方面具有较高的科技含量，具有一定的技术壁垒。

2.2 进入壁垒较高 行业规模占纱线总规模比例还较小

色纺纱行业具有一定的进入壁垒。第一，色纺纱工艺较为复杂，管理要求高。由于色纺纱具有批量小、品种多的生产特点，一个车间要生产出多种配比不同的色纺纱，对车间管理和分色管理要求较高；同一配比的色纺纱，在有色原料换批后要保持光泽、色光一致，保持产品的稳定性有一定的难度。第二，规模优势。色纺纱所需生产设备等固定资产投资较大，而且批量小、品种多的生产特点，只有当产量达到一定规模的企业才能凭借规模优势形成低成本优势。

色纺纱规模占纱线总规模比例还较小。目前，在整个纺织行业中，色纺纱工艺的产能规模相较于传统工艺和色织布工艺还比较低。传统工艺、色织布工艺以及色纺纱工艺产能占比分别约为 65%、20%和 15%。目前国内色纺纱整体产量约 700 万锭，约占纱线总产量的 5%。

随着应用空间的扩大，色纺纱规模仍有较大的成长空间。色纺纱适用于制作内衣、休闲装、运动装、商务装、衬衫、袜类等服饰用品，也适用于制作床上用品、毛巾、装饰布等家纺产品，是中高档面料的首选纱线。在面料领域，目前色纺纱主要应用于毛衫、针织面料和梭织面料领域。其中在毛衫面料领域的应用相对成熟，约占 40%的市场份额。在针织面料领域应用势头较好，约占 20%的市场份额。而在梭织面料领域的应用尚处于起步阶段，目前只占约 5%的市场份额，未来有较大增长空间，特别是在家用纺织面料、衬衣以及休闲装面料领域的应用。随着应用空间的扩大，未来色纺纱产能规模将有可能与传统工艺、色织布三分天下的格局，有望超过 2000 万锭。而目前我国色纺纱规模约

700 万锭，具有较为广阔的成长空间。

2.3 中高端色纺纱已形成寡头垄断竞争格局

目前全球色纺纱约 90%的产能集中在中国，已形成寡头垄断竞争格局。目前我国色纺纱行业总产能约为 700 万锭，约占整体棉纺织总产能 5%，其中大多集中在江苏和浙江地区。目前两家龙头百隆东方和华孚色纺基本形成双寡头局面。两家公司总产能均为 150 万锭，市场占有率合计约为 40%。百隆东方与华孚色纺产品以中高档为主。两家公司在中高档纱线市场占有绝对的龙头地位。而中高档色纺纱市场竞争程度较普通纱线缓和，集中度较高。

表 1：色纺纱两大龙头产销量（吨）

华孚色纺	2016 年	2015 年
销售量	177600	162153
生产量	169139	161703
库存量	36052	44513
百隆东方	2016 年	2015 年
销售量	171460.04	147158.64
生产量	166023.35	156339.4
库存量	40071.72	45518.41

资料来源：东莞证券研究所、公司公告

2.4 行业景气度有望回升：出口持续回暖 终端零售弱复苏

纺织服装行业出口有望企稳。2017 年 1-6 月份，我国纺织服装累计出口 1240.53 亿美元，同比增长 0.6%，恢复正增长；其中纺织品累计出口 531.2 亿美元，同比增长 2.2%，上年同期同比下降 1.7%；服装累计出口 709.33 亿美元，同比下降 0.5%，降幅同比收窄 4.9 个百分点。出口增速持续回升主要原因在于外需回暖。

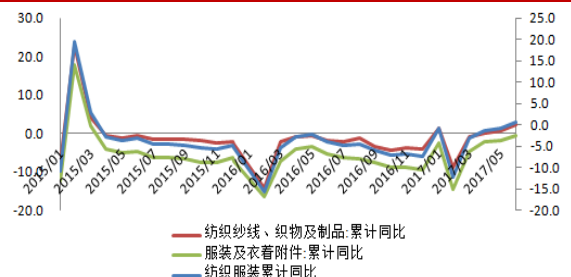
棉纱线出口有望保持回暖。棉纱线出口自去年下半年恢复正增长，2017 年保持恢复性增长，主要受益于内外棉价差收窄、外需回暖等。2017 年 1-6 月份，棉纱线累计出口 8.05 亿美元，同比增长 3.06%，上年同期同比下降 14.8%；累计出口数量为 18.93 万吨，同比增长 11.42%，上年同期同比下降 8.8%。

图 5：纺织服装累计出口增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

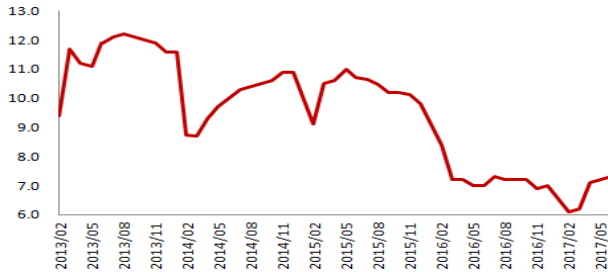
图 6：棉纱线出口金额及出口数量累计同比增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

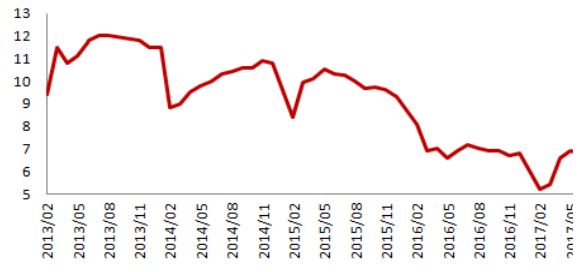
国内终端零售弱复苏。2017年1-6月,限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售总额7171.7亿元,同比增长7.3%,增速同比提高0.3个百分点,增速较一季度提高1.1个百分点;服装类零售总额5063.2亿元,同比增长6.8%,增速同比降低0.1个百分点,增速较一季度提高1.4个百分点。

图7: 服装鞋帽针纺织品类零售总额累计同比 (%)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

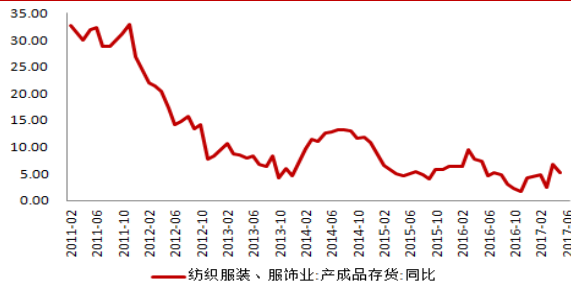
图8: 服装类零售总额累计同比 (%)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

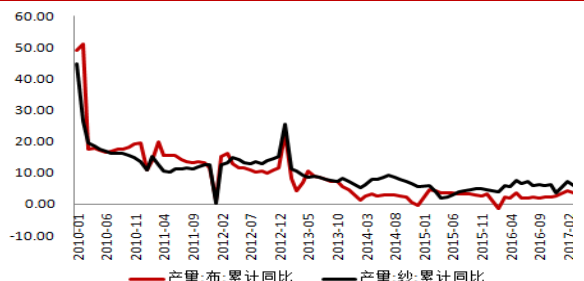
补库存需求有望回升。下游需求有所复苏,补库存需求有望回升。经过近几年去库存,纺织服装行业存货同比增速在去年11月达到低点后逐步回升。2017年5月纺织服装行业产成品存货同比增长5.1%,增速虽较上年同期仍下滑2.3个百分点,但较一季度末回升2.6个百分点。2017年上半年布的产量增速有所回升。1-6月份,我国规模以上企业布产量346亿米,同比增长4.5%,增速同比回升2.5个百分点,较一季度回升0.8个百分点。补库存需求有望回升,纱线消费需求有望向好。

图9: 纺织服装行业产成品存货同比增速 (%)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

图10: 我国布、纱线产量累计增速 (%)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

3. 定增扩产 新增产能将逐步释放

定增扩产。公司于2017年3月完成定增,发行价12.62元/股,募集资金总额22亿元,主要投向阿克苏16万锭高档色纺纱项目(项目1)、华孚(越南)16万锭高档色纺纱项目(项目2)和补充流动资金,拟分别投入募资8.99亿元、8.84亿元和4.2亿元。项目建设期为2年,项目开建后第二年为达产年。项目1达产后,可新增色纺纱2.9万吨,预计实现年销售收入10.4亿元;项目2达产后,可新增色纺纱2.69万吨,预计实现年销售收入10.04亿元。目前阿克苏16万锭已进入试生产,越南8万锭进入设备安装调试阶段。

表2: 公司定增募投项目情况

序号	项目名称	主要内容	投资总额（亿元）
1	阿克苏 16 万锭高档色纺纱项目	采用国内外先进技术和设备，生产高档纯棉染色纤维混纺精梳纱，供下游织布企业生产高档面料	8.99
2	华孚（越南）16 万锭高档色纺纱项目	通过新建厂房、新上先进设备，形成棉纺高档色纺纱的生产基地，进一步开拓国际市场	8.84
3	补充流动资金		4.2

资料来源：东莞证券研究所、公司公告

新增产能将逐步释放。公司国内产能主要分布在浙江、黄淮、长江、新疆等区域，海外产能主要分布在越南，2016 年总产能 150 万锭。2017 年将加速新疆 16 万锭与越南 16 万锭项目的建设。2016 年新疆产能是 45 万锭，2017 年阿克苏 16 万锭预计会投产，阿克苏工业园二期 21 万锭已全面开工建设。预计到 2019 年底，阿克苏华孚工业园产能规模达到 100 万锭。越南 16 万锭项目正在建设，其中 8 万锭进入设备安装调试阶段；建成后越南纱锭 28 万锭，染色能力 2 万吨。

4. 网链业务快速发展

前端网链业务：上游整合新疆棉花原材料产业链，前端网链体系初步形成。公司 2016 年控股新棉集团下属四个县棉麻公司，主导经营阿克苏铁路物流站和新疆棉花交易市场。2016 年 6 月成立新疆天孚棉花供应链股份有限公司。天孚公司计划未来三年营收收入达 100 亿元，拥有 100 家轧花厂（自有及合作）。

后端网链业务：下游与产业互联网结合，后端网链跨出第一步。成立浙江服人网络科技有限公司、浙江易孚电子商务有限公司，浙江菁英电商产业园启动营运，打造下游布、衣供应链互联网平台，并计划培养 4-5 家垂直供应链公司，定位专业毛衫、运动装、童装、老人装等。

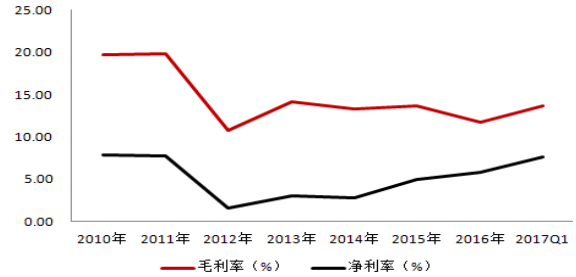
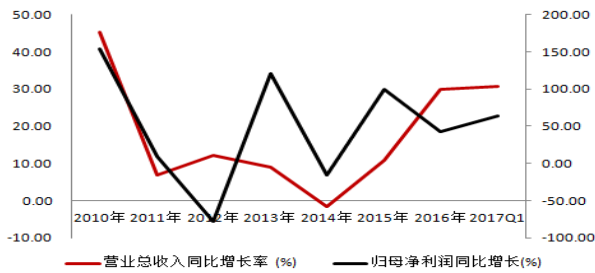
网链业务快速增长。公司网链业务从去年三季度开始为公司贡献收益。网链业务 2016 年增加营业收入近 15 亿元，2017Q1 收入 9 亿元左右。预计 2017 年网链业务营收占比有望提升至 40%以上。

5. 投资策略：维持谨慎推荐评级

公司业绩保持快增。2017Q1，公司实现营业收入 23.17 亿元，同比增长 30.77%；实现归母净利润 1.66 亿元，同比增长 63.26%。业绩保持快速增长主要受益于纱线业务保持稳定增长、网链业务快速发展以及控费。公司一季度产销两旺，销量预计增长达到两位数水平。预计二季度纱线业务保持稳定增长。公司预计 2017 年上半年归母净利润同比增长 30%-60%，盈利 3.91 亿元-4.81 亿元。

图 11：公司近几年业绩增速（%）

图 12：公司盈利能力（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

维持谨慎推荐评级。国内棉纺织行业景气度有望持续回升。公司作为色纺纱龙头企业，纱线业务有望保持稳定增长。随着前后端网链业务的持续推进，公司网链业务营业规模有望不断增长，业绩占比有望不断提升。预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.62 元、0.77 元，对应 PE 分别为 17 倍和 14 倍。维持谨慎推荐评级。

风险提示。终端消费复苏低于预期、产能释放低于预期等。

表 3：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	8,837	17,674	26511	38,441
营业总成本	8,697	16,768	25063	36,432
营业成本	7803	8,713	12,924	18836
营业税金及附加	63	18	27	38
销售费用	256	7335	11135	16145
管理费用	350	495	795	1153
财务费用	209	101	23	29
其他经营收益	7	0	0	0
公允价值变动净收益	(10)	0	0	0
投资净收益	16	0	0	0
营业利润	147	906	1448	2008
加 营业外收入	438	330	300	300
减 营业外支出	8	10	10	10
利润总额	577	907	1449	2009
减 所得税	64	177	283	392
净利润	513	730	1167	1618
减 少数股东损益	33	0	0	0
归母公司所有者的净利润	479	730	1167	1618
基本每股收益(元)	0.48	0.62	0.77	0.86
PE（倍）	22.26	17.18	13.80	12.25

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn