

棉价下跌且内外价差增大， 导致上半年利润大幅下滑

投资要点：

- 公司发布半年报，收入微降，利润大幅下降。(1) 公司 H1 收入 27.92 亿，同比下降 0.84%；净利润 0.51 亿，同比下降 78.78%，逼近公司 5 月业绩修正预告（下降 50%-80%）的上限；经营性现金流净额 1.09 亿，同比下降 233.62%；每股 EPS 0.06 元，同比下降 79.31%；公司 H1 毛利率 12.60%，净利润率 1.83%，同比分别明显下滑 7.30、6.74 个百分点。(2) 公司 Q2 营业总收入 15.66 亿，同比增长 11.77%；净利润 0.16 亿，同比下降 88.91%，超出公司业绩修正预告中对 Q2 的预期。总体看，虽然公司 Q2 较 Q1，收入出现回升，但利润额下滑明显。
- 国内棉价持续走低，且国内外价差增大，导致净利润大幅下降。2012Q2 国内 328 级棉花均价 18954 元/吨，较 Q1 下跌 2.47%，328 棉价与中国棉花进口价格指数折滑准税之后价差 Q2 均值 3536 元/吨，较 Q1 增 58.11%。公司主营产品色纺纱线价格和棉价同趋势变化，棉价下跌导致纱线下游客户“买涨不买跌”，纱线被迫降价销售；而内外棉花价差增大，导致产品成本相对抬升。公司收入仅微降，主要在于公司加强客户开发营销策略所致。
- Q2 毛利率 9.5%，营业利润-0.33 亿，比上年同期减少 1.90 亿，主要在于管理费用同比大幅增长 0.53 亿，增幅 270.98%，具体为人工成本以及期权费用等项目增加所致，财务费用增长 26.02%（系公司债及银行融资规模增加），销售费用小增 8.84%；但利润总额 0.39 亿元，原因在于营业外收入大幅增加 0.51 亿（系公司收到税收返还和政府补助款）。
- 前期非公开募投项目已投产，预计 2012 有效产能增长 20%。Q2 内，公司的浙江上虞 8 万锭半精纺纱线项目和新疆五家渠 12 万锭色纺纱项目，均已达到预定可使用状态；我们预计至 2012 年底，公司自有产能将达 130 万锭，实际有效产能为 127 万锭左右，较 2011 年将有 20% 增幅。
- 棉价未来稳中偏上，利于缓解毛利率下滑局面；公司继续强化品牌和市场开拓，利于保证销量增长。因 2012 新棉种植面积减少，新棉产量下滑难以避免，再考虑到中国政府对新棉 20400 元/吨的收储支撑，棉价有望稳中偏上，从而利于缓解公司毛利率下滑局面；此外，公司继续强化品牌战略，积极开拓国内国外两个市场，有望保证色纺纱销量的持续增长。然而，因 H1 降幅过大，拖累明显，前三季度净利润同比仍有较大幅度下滑；公司对 2012 年 1-9 月净利润预计下降幅度为（60%，80%），净利润绝对额为（0.8，1.0）亿元。故业绩的增长更多寄望于 2012 年底，以及 2013 年。
- 维持对公司“谨慎推荐”评级。预计 2012、2013 年公司收入规模分别为 51.7、56.5 亿，分别增 1.1%、9.3%；净利润规模分别为 2.5、3.8 亿，分别增-37.9%、50.0%；EPS 分别为 0.30、0.46 元，当前股价对应 PE 分别为 13.3、8.9 倍，维持对公司“谨慎推荐”评级。

华孚色纺（002042.SZ）

谨慎推荐 维持评级

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉：(8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

花小伟：(8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2012.07.29

A 股收盘价 (元)	4.03
A 股一年内最高价 (元) *	31.5
A 股一年内最低价 (元) *	3.98
上证指数	2128.77
市净率	0.74
总股本 (万股)	83299
实际流通 A 股 (万股)	83299
限售 A 股 (万股)	0
流通 A 股市值 (亿元)	33.57

注：*价格未复权

股价走势



表 2: 华孚色纺 (002042) 逐季业绩增速 (单位: 万元)

	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3E	12Q4E
收入	132488	116901	141392	140136	104002	125194	122528	156630		
同比	51.4%	41.7%	62.7%	-1.3%	-21.5%	7.1%	-13.3%	11.8%		
营业成本	108241	89865	110286	115215	83716	100117	102218	141758		
同比	52.5%	34.2%	61.0%	-1.8%	-22.7%	11.4%	-7.3%	23.0%		
销售费用	7140	5220	4342	5002	4017	4051	4463	5444		
同比	100.8%	55.9%	38.9%	-15.5%	-43.7%	-22.4%	2.8%	8.8%		
管理费用	5514	5559	8611	1946	6336	6893	7149	7220		
同比	69.3%	17.5%	123.4%	-58.3%	14.9%	24.0%	-17.0%	271.0%		
财务费用	2375	4580	3339	2918	3722	3871	5595	3677		
资产减值损失	209	-1038	1352	-358	-1181	969	-1160	1544		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	19	0	-174		
投资净收益	80	4190	4	759	768	44	-12	177		
营业利润	8808	16625	13178	15638	7597	8521	3787	-3338		
同比	34.8%	312.9%	60.8%	58.5%	-13.8%	-48.7%	-71.3%	-121.3%		
利润总额	9073	17003	13297	18215	9064	10758	5374	3944		
同比	36.9%	273.6%	43.4%	75.4%	-0.1%	-36.7%	-59.6%	-78.3%		
减: 所得税	2138	2596	3293	3930	1436	3122	2297	801		
净利润	6934	14407	10004	14285	7628	7636	3078	3143		
同比	38.4%	306.0%	32.5%	64.2%	10.0%	-47.0%	-69.2%	-78.0%		
少数股东权益	-28	574	120	47	-214	-1096	-461	1564		
母公司所有者净利润	6962	13721	9884	14238	7842	8732	3539	1579	7668 (1-3 季度下降 60%时对应的 Q3 利润)	12487 (考虑到棉价 及同期基数, Q4 有望回升)
同比	39.6%	307.7%	31.2%	59.9%	12.6%	-36.4%	-64.2%	-88.9%	-2.2%	43.0%
摊薄 EPS	0.08	0.16	0.12	0.17	0.09	0.10	0.04	0.02		
盈利能力										
毛利率	18.3%	23.1%	22.0%	17.8%	19.5%	20.0%	16.6%	9.5%		
营业利润率	6.6%	14.2%	9.3%	11.2%	7.3%	6.8%	3.1%	-2.1%		
销售净利润率	5.2%	12.3%	7.1%	10.2%	7.3%	6.1%	2.5%	2.0%		
所得税率	23.57%	15.27%	24.76%	21.58%	15.85%	29.02%	42.73%	20.31%		
费用控制能力										
销售费用率	5.39%	4.47%	3.07%	3.57%	3.86%	3.24%	3.64%	3.48%		
管理费用率	4.16%	4.75%	6.09%	1.39%	6.09%	5.51%	5.83%	4.61%		

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 华孚色纺 (002042) 财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1588.7	1136.7	1046.7	1256.4	1330.7	营业收入	4783.1	5107.2	5165.5	5645.3	5979.1
应收票据	27.0	244.2	247.0	270.0	285.9	营业成本	3839.8	4093.3	4285.8	4572.8	4843.2
应收账款	339.3	482.0	487.5	532.8	564.3	营业税金及附加	11.2	22.2	22.4	24.5	26.0
预付款项	449.3	723.3	1010.1	1316.2	1640.3	销售费用	214.0	174.1	176.1	192.5	203.8
其他应收款	104.6	47.3	47.8	52.2	55.3	管理费用	195.9	237.9	240.6	262.9	278.5
存货	1711.6	2326.0	2231.0	2380.4	2521.1	财务费用	124.5	138.5	138.5	138.5	138.5
其他流动资产	0.0	7.3	7.3	7.3	7.3	资产减值损失	5.8	7.8	21.7	23.3	24.7
长期股权投资	10.5	32.8	32.8	32.8	32.8	公允价值变动收益	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	1389.0	1866.3	2015.0	1982.3	1858.7	投资收益	43.2	15.7	1.0	1.0	1.0
在建工程	133.7	386.3	351.1	180.5	95.3	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	435.0	449.3	281.3	431.8	465.4
无形资产	162.0	175.8	169.1	162.4	155.6	营业外收支净额	22.4	64.0	25.0	25.0	25.0
长期待摊费用	7.3	7.2	6.8	6.4	6.0	税前利润	457.4	513.3	306.3	456.8	490.4
资产总计	5973.0	7488.5	7652.1	8179.7	8553.4	减: 所得税	81.4	117.8	50.5	73.1	73.6
短期借款	1278.1	2673.1	2368.2	2522.3	2521.6	净利润	375.9	395.5	255.8	383.7	416.9
应付票据						归属于母公司净利					
应付账款	792.4	220.5	230.9	246.3	260.9	润	371.2	407.0	252.7	379.1	412.0
预收款项	680.7	471.5	486.9	519.5	550.2	少数股东损益	4.7	-11.4	3.1	4.6	4.9
应付职工薪酬	105.1	56.7	7.8	-45.7	-102.4	基本每股收益	1.34	0.73	0.30	0.46	0.49
应交税费	76.2	69.0	69.0	69.0	69.0	稀释每股收益	0.45	0.49	0.30	0.46	0.49
其他应付款	17.7	-51.1	-51.1	-51.1	-51.1	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
其他流动负债	196.0	136.6	136.6	136.6	136.6	成长性					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	45.4%	6.8%	1.1%	9.3%	5.9%
预计负债	12.5	62.8	62.8	62.8	62.8	EBIT 增长率	66.3%	11.0%	-24.0%	34.5%	5.9%
负债合计	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	153.6%	9.6%	-37.9%	50.0%	8.7%
股东权益合计	3337.7	4412.0	4087.6	4265.9	4274.5	盈利性					
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	销售毛利率	19.7%	19.9%	17.0%	19.0%	19.0%
净利润	375.9	395.5	255.8	383.7	416.9	销售净利率	7.8%	8.0%	4.9%	6.7%	6.9%
折旧与摊销	160.3	205.1	209.5	220.3	226.0	ROE	14.2%	13.6%	7.3%	9.9%	9.9%
经营活动现金流	258.3	-1130.4	433.2	237.6	274.2	ROIC	10.7%	6.9%	5.6%	7.0%	7.1%
投资活动现金流	-21.2	-949.9	-199.0	-9.0	-9.0	估值倍数					
融资活动现金流	947.2	1640.7	-221.2	-18.9	-190.9	PE	3.0	5.5	13.3	8.9	8.1
现金净变动	1184.4	-439.6	13.0	209.7	74.3	P/S	0.2	0.4	0.6	0.6	0.6
期初现金余额	442.2	1588.7	1136.7	1046.7	1256.4	P/B	0.4	0.7	0.9	0.9	0.8
期末现金余额	1626.5	1149.1	1149.6	1256.4	1330.7	股息收益率	5.0%	2.5%	1.7%	1.0%	1.5%
						EV/EBITDA	1.3	5.8	8.4	6.6	6.2

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)、希努尔(002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn