

增持

华孚色纺：毛利、销量双提升 业绩有望超预期

当前价：5.66元

一年内股价与大盘走势对比



数据来源：WIND 天风证券研究所

主要数据

2013.6.4

一年内最高/最低复权价(元)	12.8/7.14
上证指数/深证成指	2318/9379
总股本/流通A股(百万)	833/831

分析师：郭敏

执业证书编号：S1110511060003

电话：(8621) 50155262-8019

邮件：guomin@tfzq.com

联系人：姚瑶

执业证书编号：S1110111070048

地址：武汉市江汉区唐家墩32号国资大

厦B座

1、订单饱满，产能运用满负荷，1-5月销量增速20%以上。华孚色纺2010年非公开发行4255万股，募集资金10亿，投资建设“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”，项目于2012年5月开始陆续投产。新疆高效色纺项目2012年4季度达产，两个项目累计新增产能约20万锭，产能增幅接近20%（总产能130万锭，自有、外协分别120、10万锭）。2013年1-5月份，公司接单情况较好，预计产量增速20%以上。

2、高价库存消化完毕、彩新产品比例提升带动毛利率提升。截止2013年一季度，公司高价库存棉花基本消化完毕，库存棉花价格基本与市场价同步。同时，海外需求回暖，公司接单选择余地更大，彩新产品比例提升。随着高价棉花库存消化完全，以及彩新产品比例提高，毛利率显著提升，预计3季度毛利率提升2个百分点，全年提升至14%左右水平。

3、三大费用率预计稳中有降。2012年财务费用增速达到72%，主要是全年平均存量占用资金较高，加上公司债7.8%的高利率影响，2013年，公司整体存货周转速度明显加快，相关财务费用将有望下降。销售及管理费用率预计继续维持稳定。

4、出疆棉补贴计入营业外收入。税收返还款每年一千多万，公司出疆棉运费补贴据新疆区域的销售量估算，2013年出疆补贴大约6000-7000万元，较2012年5000多万元增加了1000多万元。除去新土地的补贴，全年可确定的出疆棉以及递延补贴约为1个亿。

盈利预测：预计2013/14/15年每股EPS 0.27/0.37/0.44元。对应2013/14/15的PE分别是21/15/13，给予“增持”评级。

风险因素：1. 海外需求波动风险；2. 棉价大幅波动导致企业定价难度提高，下游下单谨慎和成本控制难度加大；3. 国内外棉价差扩大，压缩色纺企业盈利空间。

盈利预测

单位（百万元）

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5732.43	6706.94	7444.71	8189.18
同比(%)	12.24%	17.00%	11.00%	10.00%
归属母公司净利润	90.74	220.96	307.55	368.66
同比(%)	-77.70%	143.52%	39.18%	19.87%
毛利率(%)	10.77%	13.70%	15.40%	16.00%
ROE(%)	2.94%	6.64%	8.47%	9.26%
每股收益(元)	0.11	0.27	0.37	0.44
P/E	46.91	21.41	15.38	12.83
P/B	1.41	1.45	1.33	1.21

1 订单饱满，产能运用满负荷，1-5 月销量增速 20%以上

华孚色纺 2010 年非公开发行 4255 万股，募集资金 10 亿，投资建设“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”，项目于 2012 年 5 月开始陆续投产。新疆高效色纺项目 2012 年 4 季度达产，两个项目累计新增产能约 20 万锭，产能增幅接近 20%（总产能 130 万锭，自有、外协分别 120、10 万锭）。

目前，除意大利等少数国家拥有少量产能外，全球 90% 以上色纺纱产能都集中在中国。而国内华孚色纺及百隆东方两家产能占比超 40%。而在高端色纺领域，华孚色纺和百隆东方两家基本能占到 80% 比例，双寡头格局稳定。一旦海外需求回升，公司业绩弹性较大。

2012 年华孚色纺销量增长达到 33.7%，市占率稳步提升，净利润下降主要在于高价棉花库存导致成本提升过快，毛利率从 18.43% 下降至 9.91%。2013 年 1-5 月份，公司接单情况较好，预计产量增速 20% 以上。

表1 产销量、单价、收入及毛利率变化

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
产量（万吨）	9.59	9.06	9.14	10.00	10.95	13.43
销量（万吨）	7.11	7.87	8.97	9.29	9.92	13.27
销售单价（万元/吨）	2.93	3.13	3.13	4.22	4.45	3.67
销售收入（亿元）	20.82	24.61	28.09	39.23	44.11	48.66
毛利率（%）	15.07%	18.89%	19.17%	19.44%	18.43%	9.91%

来源：公司年报 天风证券研究所

2 高价库存消化完毕、彩新产品比例提升带动毛利率提升

截止 2013 年一季度，公司高价库存棉花基本消化完毕，库存棉花价格基本与市场价同步。同时，海外需求回暖，公司接单选择余地更大，彩新产品比例从 40% 提升至 50%。随着高价棉花库存消化完全，以及彩新产品比例提升，毛利率显著提升，预计 3 季度毛利率提升 2 个百分点，全年提升至 15% 左右水平。

3 三大费用率预计稳中有降

2012 年财务费用增速达到 72%，主要是全年平均存量占用资金较高，加上公司债 7.8% 的高利率影响，2013 年，公司整体存货周转速度明显加快，相关财务费用将有望下降。

销售及管理费用率预计继续维持稳定。

4 出疆棉补贴计入营业外收入

近年来公司稳定的营业外收入主要来源于税收返还款以及出疆棉运输补贴。税收返还款每年一千多万，公司出疆棉运费补贴据新疆区域的销售量估算，2013 年出疆补贴大约 6000-7000 万元，较 2012 年 5000 多万元增加了 1000 多万元。除去新土地的补贴，全年可确定的出疆棉以及递延补贴约为 1 个亿。另外，公司资产重估溢价有 30 多个亿，未来有望形成政府补贴。

表2 公司营业外收入主要构成

类型	2009年	2010年	2011年	2012年
营业外收入	0.29	0.47	0.73	3.00
拆迁补偿收入	0.11 亿元 (2009 子公司 浙江华孚色纺)			
税收返还款(主要是新疆天宏新八棉收到的福利企业增值税退税款)		0.11	0.14	0.11
出疆棉运输补贴		0.01	0.28	0.52
政府扶植资金				1.41 (安徽淮北经济开发区管理委员会的拨付资金1.3亿, 非经常性)

来源: 公司年报 天风证券研究所

盈利预测:

预计全年综合毛利率水平环比提升, 全年恢复到约 13.7% 水平。目前色纺行业需求稳步上升, 订单向两大龙头集中的趋势明显, 公司全年产能预计增长接近 20%, 销量望实现 17% 左右的增长, 价格略有上提。2012 年下半年因综合用棉成本上升, 业绩基数较低, 预计 2013 年公司下半年盈利增速将显著提高。预计 2013/14/15 年每股 EPS 0.27/0.37/0.44 元。对应 2013/14 的 PE 分别是 21/15/13, 给予“增持”评级。

风险因素: 1. 海外需求波动风险; 2. 棉价大幅波动导致企业定价难度提高, 下游下单谨慎和成本控制难度加大; 3. 国内外棉价差扩大, 压缩色纺企业盈利空间。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	4810.05	6099.00	7495.35	7414.10	营业收入	5732.43	6706.94	7444.71	8189.18
现金	637.68	2424.12	2876.87	2970.58	营业成本	5115.11	5788.09	6298.22	6878.91
应收账款	540.10	594.00	653.00	718.00	营业税金及附加	21.78	25.48	28.28	31.11
其它应收款	291.64	-26.23	379.19	-25.91	营业费用	222.27	256.27	280.75	311.64
预付账款	846.49	738.50	986.19	897.51	管理费用	258.05	305.40	337.71	371.95
存货	2128.79	2314.80	2546.30	2800.11	财务费用	238.95	214.93	280.71	314.03
其他	365.34	53.81	53.81	53.81	资产减值损失	1.35	5.00	4.72	3.69
非流动资产	3198.79	3598.35	3917.36	4165.11	公允价值变动收益	2.92	1.04	1.38	1.78
长期投资	32.85	32.85	32.85	32.85	投资净收益	-17.31	13.86	4.10	0.21
固定资产	2699.79	3238.83	3674.76	4016.02	营业利润	-139.47	126.67	219.79	279.84
无形资产	207.39	239.07	258.59	277.33	营业外收入	300.06	170.00	190.00	210.00
其他	258.77	87.59	-48.83	-161.08	营业外支出	6.87	7.48	7.28	7.35
资产总计	8008.84	9697.35	11412.72	11579.21	利润总额	153.72	289.19	402.51	482.50
流动负债	4068.62	5610.14	7104.90	7042.45	所得税	62.08	66.51	92.58	110.97
短期借款	2651.63	3418.51	5545.75	4671.99	净利润	414.65	222.68	309.93	371.52
应付账款	717.76	751.70	824.71	883.28	少数股东损益	0.91	1.71	2.39	2.86
其他	699.23	1439.92	734.44	1487.19	归属母公司净利润	90.74	220.96	307.55	368.66
非流动负债	823.85	731.66	647.04	526.42	EBITDA	553.53	760.50	990.17	1163.52
长期借款	663.04	582.60	491.86	371.40	EPS (摊薄)	0.11	0.27	0.37	0.44
其他	160.80	149.06	155.19	155.02					
负债合计	4892.47	6341.80	7751.95	7568.87	主要财务比率				
少数股东权益	90.72	92.43	94.82	97.68	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	3025.66	3263.12	3565.96	3912.66	成长能力				
负债和股东权益	8008.84	9697.35	11412.72	11579.21	营业收入增长率	12.24%	17.00%	11.00%	10.00%
					营业利润增长率	-131.04%	190.83%	73.51%	27.33%
					归属于母公司净利润增长率	-77.70%	143.52%	39.18%	19.87%
现金流量表					获利能力				
					毛利率	10.77%	13.70%	15.40%	16.00%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	净利率	1.60%	3.32%	4.16%	4.54%
经营活动现金流	806.29	1897.07	-588.13	2142.69	ROE	2.94%	6.64%	8.47%	9.26%
净利润	91.65	222.68	309.93	371.52	ROIC	2.89%	4.54%	4.73%	5.94%
折旧摊销	238.12	314.73	380.66	448.06	偿债能力				
财务费用	238.95	214.93	280.71	314.03	资产负债率	61.09%	65.40%	67.92%	65.37%
投资损失	17.31	-13.86	-4.10	-0.21	净负债比率	106.36%	123.58%	169.28%	129.98%
营运资金变动	158.43	1126.47	-1589.81	976.56	流动比率	1.18	1.09	1.05	1.05
其它	61.83	32.13	34.48	32.73	速动比率	0.66	0.67	0.70	0.66
投资活动现金流	-965.01	-699.39	-694.20	-693.82	营运能力				
资本支出	679.17	411.30	312.89	247.92	总资产周转率	0.74	0.76	0.71	0.71
长期投资	-0.05	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	540.10	594.00	653.00	718.00
其他	-285.88	-288.09	-381.31	-445.90	应付账款周转率	8.60	7.88	7.99	8.05
筹资活动现金流	-305.74	-167.40	-397.53	-478.71	每股指标 (元)				
短期借款	-21.44	10.72	-5.36	2.68	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.27	0.37	0.44
长期借款	1.37	-80.44	-90.75	-120.46	每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	2.28	-0.71	2.57
其他	-285.66	-97.68	-301.43	-360.94	每股净资产(最新摊薄)	3.74	4.03	4.39	4.81
现金净增加额	-464.46	1030.28	-1679.86	970.16	估值比率				
					P/E	46.91	21.41	15.38	12.83
					P/B	1.41	1.45	1.33	1.21
					EV/EBITDA	12.97	8.80	8.38	6.21
重要财务指标									
主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E					
营业收入	5732.43	6706.94	7444.71	8189.18					
同比(%)	12.24%	17.00%	11.00%	10.00%					
归属母公司净利润	90.74	220.96	307.55	368.66					
同比(%)	-77.70%	143.52%	39.18%	19.87%					
毛利率(%)	10.77%	13.70%	15.40%	16.00%					
ROE(%)	2.94%	6.64%	8.47%	9.26%					
每股收益(元)	0.11	0.27	0.37	0.44					

5 重要声明

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”）的经营经营范围包括证券投资咨询业务，经营证券业务许可证编号：Z19935000。

本报告版权归天风证券所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“天风证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于天风证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但天风证券及其研究人员不保证该信息的准确性和完整性。对由于该等问题产生的一切责任，天风证券不作出任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不发出事先通知的情况下，可能会进行调整。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。收件人亦不会因为收到本报告而成为天风证券的客户。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。天风证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。天风证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，天风证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，天风证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。投资者应当考虑到天风证券及其关联机构或个人可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

天风证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数15%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~15%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%~15%
	卖出	未来6个月内跑输沪深300指数15%以上
行业投资评级	强于大市	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	同步大市	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	弱于大市	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

武汉

上海

地址：武汉市江汉区唐家墩32号国资大

上海浦东新区芳甸路1088号紫竹国际大厦22楼
(201204)

厦B座(430024)

021-50155650

电话：027-87618889

网址：<http://www.tfzq.com>