

## 当前处于未来3年股价底、业绩底阶段

### 投资要点:

- **新的股权激励推出时机恰当。**公司前日发布公告拟定增 3000 万份股票期权（首次向 80 位高管及核心技术人员授予 2700 万股，行权价 4.43 元/股）；要求（1）以 2013 年为基准年，2014、2015、2016 年营收增速分别不低于 10%、20%、30%；（2）以 2013 年（1.34 亿）为基准，2014、2015、2016 年净利润增长率分别不低于 20%、40%、60%。考虑 4.43 元授予价，为切实达到激励目标，此次行权条件可实现性强。
- **基于产量、吨盈利水平，华孚色纺当前处于业绩底阶段。**华孚色纺色纺纱销量从 2010 年 9.29 万吨增至 2013 年的 15.13 万吨、产量增加 63%，但公司 2013 年净利润只有 2 亿、相当于 2010 年 54%。产量大增和净利润大幅萎缩背后是吨盈利水平的大幅下降：公司 2010 年吨毛利、吨营业利润分别为 8200、4500 元，而 2013 年分别为 4800、620 元；即使 2009 年相对温和的环境下，公司的吨毛利、吨营业利润分别为 6000、2400 元。一旦满足吨盈利水平回归至正常水平条件，考虑到 50%+ 的产能扩张，华孚色纺的业绩将呈现出巨大弹性。
- **预计未来棉价走势有利于华孚吨盈利适度恢复。**基于需求基础上的棉价走势、库存、内外棉价差是影响吨盈利能力的主要因素，我们判断国内棉价走势先稳、中跌、后回升，国际棉价走势先跌、后震荡；国内外棉价差必然收窄。除短期棉价预期可能走跌偏利空外，市场化下内外棉价差收窄必然有利于吨盈利能力向正常水平恢复。
- **维持对公司推荐评级。**华孚色纺当前股价 4.40 元、36.7 亿总市值，对应 2013PE18 倍、2014 年 PE11 倍（预计 2014-2015 年收入分别为：68.76、74.93 亿，净利润分别为：3.22、3.71 亿，同比分别增 61.0%、15.0%，对应 EPS 分别为 0.39 元、0.44 元），我们认为当前处于公司股价底、业绩底阶段，尤其值得绝对收益者关注。
- **风险因素在于：**2013-2015 年是百隆东方产能较快扩张期，基于消费环境的不确定性，其价格政策对公司业绩影响存在不确定性。

### 主要财务指标

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5107	5732	6240	6876	7493	8152
EBITDA(百万元)	793	338	575	694	827	947
净利润(百万元)	407	91	200	322	371	419
摊薄 EPS(元)	0.49	0.11	0.24	0.39	0.44	0.50
PE	9.0	40.4	18.3	11.4	9.9	8.7
EV/EBITDA(X)	8.1	19.0	11.2	9.2	7.7	6.8
PB	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
ROIC	8.6%	1.0%	3.8%	3.9%	4.4%	4.8%
总资产周转率	0.76	0.74	0.78	0.79	0.77	0.79

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

## 华孚色纺 (002042.SZ)

**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

杨岚: (8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130112030156

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

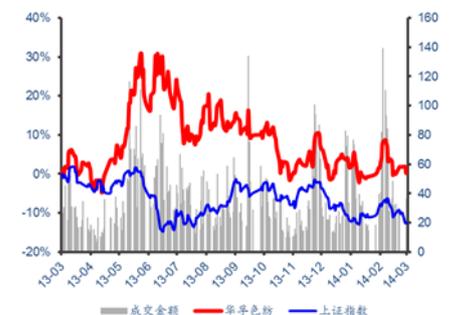
执业证书编号: S0130112090085

对本报告的编制提供信息

### 市场数据 时间 2014.3.12

A 股收盘价 (元)	4.40
A 股一年内最高价 (元)	4.74
A 股一年内最低价 (元)	4.20
上证指数	1997.69
市净率	1.13
总股本 (万股)	83299
实际流通 A 股 (万股)	82942
限售 A 股 (万股)	358
流通 A 股市值 (亿元)	36.49

### 相对上证综指表现图



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

## 目录

<b>一、股价与业绩低点推出股票期权激励草案</b> .....	<b>1</b>
<b>二、目前股价底：PB、PE 均较低</b> .....	<b>1</b>
<b>三、目前业绩底：2013 年销量是 2010 年 1.6 倍、利润却是当年 54%</b> .....	<b>2</b>
(一) 销量大幅提升、吨毛利及吨净利大幅下降.....	2
(二) 吨盈利背后巨大差异：棉价、库存、内外棉价差.....	3
<b>四、未来产能继续增加，战略布局有深意</b> .....	<b>4</b>
(一) 我们预计公司 2015 年自有产能较 2011 年将增 50%+至 165 万锭.....	4
(二) 产能战略布局，意义深远.....	5
<b>五、棉价判断：中期可能下跌、长期看供求，价差必然收窄</b> .....	<b>5</b>
(一) 2014 年新疆试点棉价目标价补贴，短期对存货偏空，但价差收窄，长期利好.....	5
(二) 售价：棉价暴跌概率小，将受益价差的收窄.....	7
<b>六、2013 年两家产能增速较大，产能扩张下供需格局需观察</b> .....	<b>8</b>
(一) 竞争对手产能亦持续增加，行业需求能否有效消化需要观察.....	8
(二) 下游需求：下游出口弱回升持续，有望消化色纺新增产能.....	8
<b>七、营业外收入</b> .....	<b>9</b>
<b>八、盈利预测</b> .....	<b>10</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>12</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>12</b>

## 一、股价与业绩低点推出股票期权激励草案

在 2011 年 2 月份首次股权激励方案后期无法行权基础上（业绩高点制定股权激励方案，行权价高、业绩增速不达要求），2014 年 3 月 10 日华孚色纺推出新的股票期权激励草案：

1、拟向被激励对象定增 3000 万份股票期权，占公司总股本 8.33 亿股的 3.60%。其中，首次向 80 位高管及核心技术人员授予 2700 万股，行权价 4.43 元/股。

2、考核指标：（1）以 2013 年为基准年，2014、2015、2016 年营收增速分别不低于 10%、20%、30%，即 2014、2015、2016 年营收达 68.64、74.88、81.12 亿元；（2）以 2013 年（1.34 亿）为基准年，2014、2015、2016 年净利润增长率分别不低于 20%、40%、60%，即 2014、2015、2016 年净利润要达 1.61、1.87、2.14 亿元。（净利润指归属于公司股东的扣非后净利。）

3、行权期：首次授予股票期权分三期行权，第一期为首次授权日（可能为 2014 年 4 月末）起满 12 个月-24 个月、可行权比例 40%；第二期为首次授予日满 24 个月到 36 个月、可行权比例 30%；第三期首次授权日起满 36 个月至 48 个月、可行权比例 30%。

4、假定 2014 年 4 月末为首次授权日、且价格为 4.8 元，则期权成本 3949 万、2014-2017 年每年摊销额为 1612、1518、664、153 万。

由于有第一次股权激励未实现，在当前股价低点，**此次股权激励的推出我们认为行权条件可实现性强**，在此基础上才能真正激励公司高管、中层管理及技术人员。

## 二、目前股价底：PB、PE 均较低

借壳飞亚股份后，华孚股价随着业绩高波动出现股价高波动。第一波行情从 2009 年初 2 块的价格上涨至 2011 年 7 月份 10.34 元（2 年间涨幅 5 倍、对应总市值 80 余亿）、对应最高动态 PE20 倍左右（2011 年净利润 4.2 亿、2011 年三季报出现业绩向下拐点）；在 2012 年业绩大幅下滑背景下，公司股价 2012.11 月跌至 3.58 元（1 倍 PB 左右）；随后基于业绩见底改善，股价一度上涨至 2013 年 6 月份 5.96 元。**华孚色纺当前股价 4.40 元、36.7 亿总市值，对应 2013PE18 倍、2014 年 PE11 倍。我们认为当前处于公司股价底、业绩底阶段，尤其值得绝对收益者关注。**

图 1：公司历史静态 PB 趋势



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

图 2: 公司历史静态 PE 趋势



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

### 三、目前业绩底：2013 年销量是 2010 年 1.6 倍、利润却是当年 54%

#### (一) 销量大幅提升、吨毛利及吨净利大幅下降

我们认为公司当前处于业绩底阶段，主要基于公司吨毛利、吨净利水平判断。华孚色纺 2010 定增后即进入快速的产能扩张期，其色纺纱的销量从 2010 年 9.29 万吨增至 2013 年的 15.13 万吨、产量增加 63%，但公司 2013 年净利润只有 2 亿、相当于 2010 年 54%。

产能大幅扩张而净利润大幅下降，背后是吨盈利水平的大幅下降：公司 2010 年吨毛利、吨营业利润分别为 8200、4500 元，而 2013 年分别为 4800、620 元；即使 2009 年相对温和的环境下，公司的吨毛利、吨营业利润分别为 6000、2400 元。

导致吨盈利水平差异巨大主要在于：棉价、棉花库存、内外棉价差；下文将对这种高波动性进行分析。一旦满足吨盈利水平回归至正常水平条件，考虑到 50%+ 的产能扩张，华孚色纺的业绩将呈现出巨大弹性。

表 1: 华孚色纺 2007-2013 年色纺纱线产、销、价

色纺纱	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
产量 (万吨)	9.59	9.06	9.14	10.00	10.95	13.43	15.54
销量 (万吨)	7.11	7.87	8.97	9.29	9.92	13.27	15.13
销量同比		10.65%	14.07%	3.50%	6.85%	33.70%	14.07%
销售单价 (万元/吨)	2.93	3.13	3.13	4.22	4.45	3.67	3.70
同比		6.79%	0.09%	34.92%	5.24%	-17.50%	0.89%
销售收入 (亿元)	20.82	24.61	28.09	39.23	44.11	48.66	55.99
销售额同比		18.16%	14.17%	39.64%	12.45%	10.30%	15.08%
毛利额 (亿元)			5.39	7.63	8.13	4.82	7.34
毛利率 (%)	15.07%	18.89%	19.17%	19.44%	18.43%	9.91%	13.11%
营业利润额 (亿元)			2.19	4.35	4.49	-1.39	0.94
营业利润率			6.64%	9.09%	8.80%	-2.43%	1.51%

净利润 (亿元)	1.46	3.71	4.07	0.91	2.00
净利润率	4.45%	7.76%	7.97%	1.58%	3.21%
每吨毛利额 (元)	6002	8211	8193	3634	4851
每吨营业利润额 (元)	2436	4684	4528	-1051	621
每吨净利额 (元)	1631	3997	4101	684	1323

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部 (纱线中包括小比例的非色纺纱)

## (二) 吨盈利背后巨大差异: 棉价、库存、内外棉价差

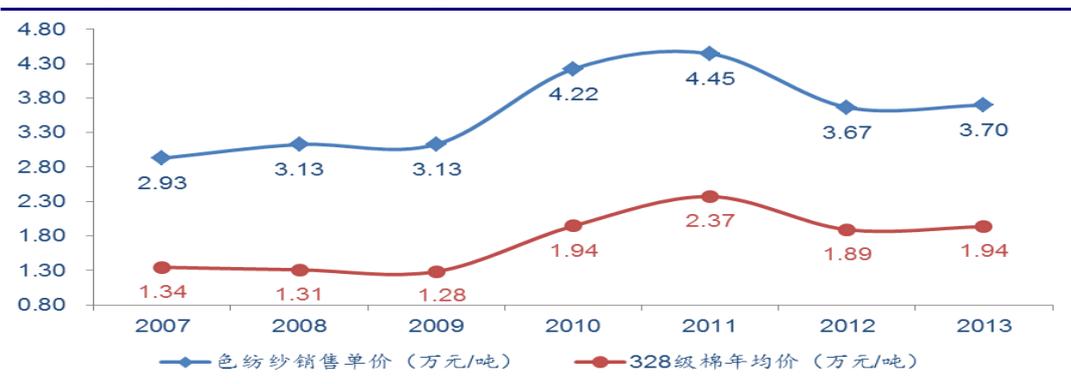
表 2: 棉花均价、价差、华孚吨营业利润及其配额用量比较

年份	2009	2010	2011	2012	2013
328 级棉年均价 (万元/吨)	1.28	1.94	2.37	1.89	1.94
YOY	-2.29%	51.56%	22.16%	-20.25%	2.65%
华孚色纺纱销售单价 (万元/吨)	3.13	4.22	4.45	3.67	3.70
YOY	0.00%	34.82%	5.45%	-17.53%	0.82%
华孚营业利润额 (元/吨)	2436	4684	4528	-1051	621
内外棉价差	-43	547	-3011	3287	3636
华孚配额占比			约 29%	约 33%	40%左右
百隆配额占比			约 15%	约 30%	45%以上

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部 (其中配额占比系我们推测数据)

### 1、吨色纺纱售价和棉价趋势一致

图 3: 公司色纺纱售价和棉花价格年度趋势一致



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

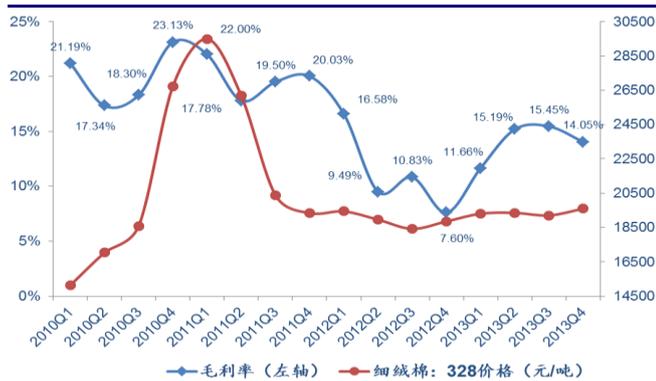
### 2、吨毛利受棉价走势、内外棉价差、配额水平三因素影响

棉价和公司色纺纱线价格一般均同趋势变化, 在棉价上涨通道中, 公司享受“**低价棉、高价纱**”的双重利好, 但在棉价下跌通道中时, 则是遭受“**高价棉、低价纱**”的双重利空。

2009-2011 年公司吨毛利位居高位, 即在该阶段是棉价的牛市阶段 (棉花供不应求, 棉纺织业景气大幅提升), 公司毛利率高企; 但自 2011 年下半年后, 国内棉价不断下跌 (出口下滑, 棉花丰产, 库存积压), 利好转为利空, **纱价、毛利率与棉价一样, 呈现“过山车”波动。**

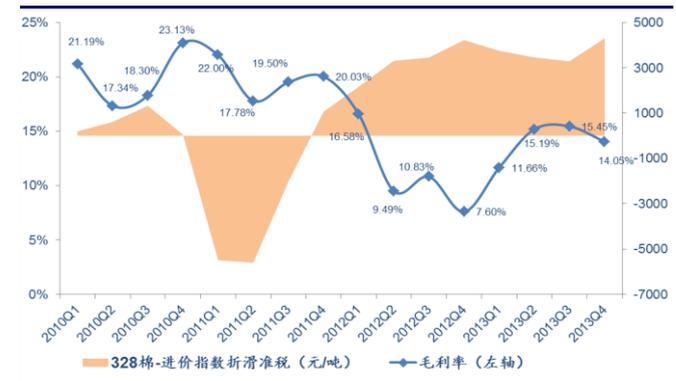
高内外棉价差对毛利率影响主要体现在 2012 年，内外棉价差均值从一季度的 1064 元/吨，大幅扩大至 4224 元/吨。价差增大的弊端在于，公司的直接出口订单或是下游的间接出口订单是参考国际的棉价定价，但用棉成本却较大比例是采用国内棉花，即遭受“国内高价棉、海外低价纱（布）”的不利困境。

图 4：华孚色纺季度毛利率和国内细绒棉价格走势相近



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

图 5：华孚色纺季度毛利率和内外棉花价差



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

2013 年，虽然内外棉花价差一直存在，但公司纱线毛利率 13.11%，同比提高 3.20PCT，其原因在于：

1、公司一方面积极申请配额，另一方面充分利用政府的竞拍 3 吨储备棉可相应获得 1 吨配额的政策，增加进口棉使用比例，从而驱动主要原料价格同比下降 5%。公司 2013 年纱线产量 15.54 万吨，如按照 1.2 的棉花消耗系数测算，则年用棉约 18.65 万吨，我们预计 2013 年公司 40% 左右是采用进口棉。

2、公司积极推广新色纺、新时尚，新品结构提升 5.4 PCT（2012 是提升 3.5PCT），我们预计当前新品比例已达 40% 以上。

其中，2013 年，公司抓住设计师产品流行商机，设计师产品实现 68.5% 高增速，环保类产品也实现 82% 的高增速，此两大品类的增长贡献率达到 50%，有力地促进新品结构的改善。

## 四、未来产能继续增加，战略布局有深意

### （一）我们预计公司 2015 年自有产能较 2011 年将增 50%+ 至 165 万锭

公司未来的产能增量主要体现于淮北产区和越南产区，其中淮北产区计划是：新建 20 万锭色纺厂；搬迁改造 20 万锭老色纺厂；新建 10 万锭紧密纺厂。越南产区投资额是 1.36 亿美元，我们按照百隆东方越南一期 8 万锭投资额 9800 万美元的规模推算，华孚色纺在越南将有 11 万锭。

表 3：华孚色纺产能计划

公司	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 E	2015 年 E
总产能	自有 108 万锭，外协 7 万锭	自有 130 万锭，外协 4.35 万锭	自有 140 万锭 (130+新增九江 10 万锭)，外协 5 万锭	150 万锭 (140+淮北一期 10 万锭)，假设外协为 0	165 万锭 (150 万锭+越南 11 万锭+淮北二期 20 万锭搬迁改造释放出来的 4 万锭增量)，假设外协为 0

自有名义产能（万锭）	108	130	140	150	165
自有名义产能同比增幅	—	20.37%	7.69%	7.14%	10.00%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

## （二）产能战略布局，意义深远

### 1、布局新疆——国内棉花的关键产地

基于新疆的重要棉花资源优势（2012年新疆棉产量占国内总产的52%），以及东部向中西部转移的大趋势考虑，华孚集团在2005年即实施西进战略。

目前，公司在新疆纱锭总计50万锭以上，子公司5家，集团在新疆也有8万亩棉田作为后盾；此外，公司每年的棉花出疆补贴、与农六七八师良好关系等，都成公司发展优势资源。

### 2、布局九江——出口加工区棉花进口免税

2013年8月底，公司计划投资4.78亿元建设九江出口加工区10万锭高端新型色纺纱及配套项目，其益处在于，充分利用加工区棉花进口免税优势，降低用棉成本，进一步增强外销订单的市场竞争力。

### 3、布局越南——直接使用海外低价进口棉，降低用工成本

2013年底，公司拟在越南投资1.36亿美元，扩建色纺新产能。公司在越南设立子公司主要是为降低当前公司主要原料境内外差价对成本的影响，充分利用当地劳动力成本较低的优势，减少国际物流费用，有效规避关税壁垒，提高成本竞争力和东盟市场的服务能力，以及为TPP协议的长远谋划。

## 五、棉价判断：中期可能下跌、长期看供求，价差必然收窄

### （一）2014年新疆试点棉价目标价补贴，短期对存货偏空，但价差收窄，长期利好

#### 1、国内棉价判断：先稳、中跌、后回升

（1）当前→2014年3月31日，国内棉价以稳为主，上下两难。

**原因：**棉价被中国政府的储备政策掌控着。上方压力来自11月28日启动的抛储政策。下方支撑来自中国政府的收储政策（2014年3月31日停止）。据我们测算，截至3月10日，中储棉在库棉累计已达1114万吨。

表4：中储棉在库棉花数量跟踪

中储棉措施	时间	数量（万吨）
2011年9月之前余量（+）	中储棉棉花仓库余量（市场估计量）	30
收储（+）	2011年9月1日-2012年3月31日	325
进口（+）	2011年4季度-2012年上半年（市场估计量）	100

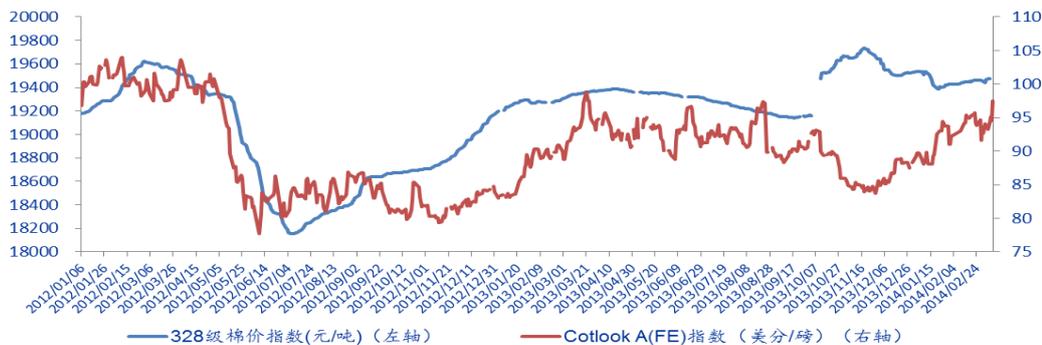
抛储 (-)	2012年9月3日-2012年9月29日	49.37
收储 (+)	2012年9月1日-2013年3月29日	650.63
抛储 (-)	2013年1月14日-7月31日	371.60
收储 (+)	2013年9月10日-2014年3月10日	608.09
抛储 (-)	2013年11月28日-2014年3月10日	178.56
期末累计余量	截止2014年3月10日的中储棉花库存量	1114

资料来源:中国棉花协会 中国银河证券研究部

**(2) 2014年4月→9月，国内棉价或弱势下跌，但因有抛储价托底，不至于暴跌**

**(3) 2014年9月后，棉价重回市场因素主导下的震荡，上方仍受压于储备棉，下方则取决于内地棉减产幅度，因2014年国内棉花仅在新疆试点补贴，则内地棉花减产是大概率，从而使得棉价底部获得支撑。**

图 6: 2012.1.3-2014.3.7 内外棉价



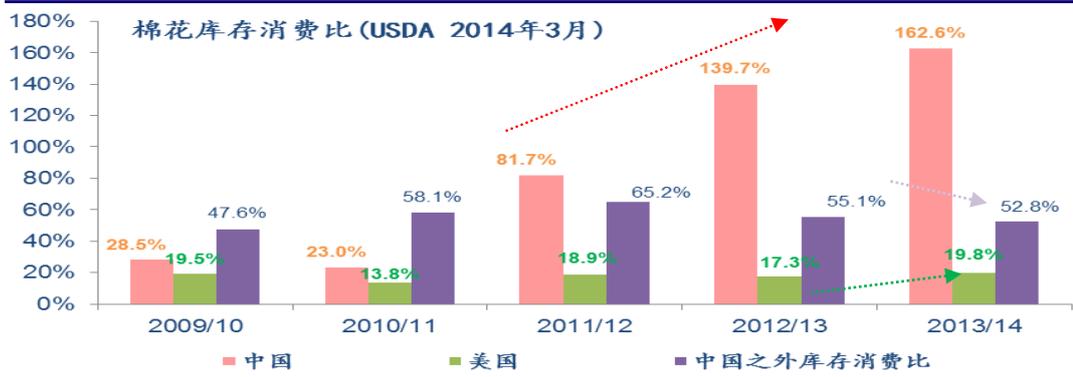
资料来源:中国棉花协会 中国银河证券研究部

**2、国际棉价判断：先涨、中跌、后震荡**

二季度看，因中国收储取消、中国棉花抛储持续（消化库存棉）、棉花目标价格补贴政策出台，棉价上方恐有压制。

远期价格，则受制于美棉面积的增产。据美国国家棉花总会（NCC）2014年2月发布的美棉种植意向报告显示，2014/15年度美棉种植面积预期为1126.1万英亩，较本年度增8.2%。其中陆地棉面积预期为1103.7万英亩，同比增8.1%；皮马棉面积预计为22.5万英亩，同比增11.8%，从而对远期价格构成一定压力。美棉价格的支撑因素则寄望于全球经济的继续恢复。

图 7: 中国、美国及全球棉花库存消费比变化



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

### 3、内外价差判断：价格补贴出台，收储退出，价差震荡收窄

内外价差的情况除了取决于国内外棉花价格各自的走势之外，还取决于各自价格变化节奏的快慢。然而，造成2012年以来的内外价差扩大的主要因素就是棉花收储，故在2014年目标价格补贴出台，收储不再执行的前提下，内外价差收窄的趋势也几乎是确定的，关键在于收窄的幅度问题。

#### (二) 售价：棉价暴跌概率小，将受益价差的收窄

2014年，当新疆棉花目标价格补贴出台后，所造成棉价短期的下跌对棉企利空有限，长期利好。具体原因：

- (1) 中国政府的抛储价格指引，棉价暴跌概率不大。
- (2) 经历2010-2011棉价暴涨暴跌的囤货之痛以后，基于对补贴的预期，华孚存货政策稳健（2013年末存货周转率2.51次，分别高于前两年的2.3、2.03），故国内棉价短期内的下跌影响变小。
- (3) 长趋势看，内外棉价差有望收窄，也直接利于提高企业的海外订单竞争力。

图8：2012.1.3-2014.3.7 内外棉花价差



资料来源: 中国棉花协会 中国银河证券研究部

## 六、2013 年两家产能增速较大，产能扩张下供需格局需观察

### (一) 竞争对手产能亦持续增加，行业需求能否有效消化需要观察

公司和百隆东方是棉色纺纱行业中双寡头，二者间的产能扩张必然会对行业环境、产品价格和吨毛利产生一定影响。在 2012 年前华孚色纺产能持续扩张、而百隆基本稳定；百隆 2012 年 5 月上市后，产能扩张明显，2013 年底，我们预计百隆自有名义产能有 102 万锭，较 2012 年 80 万锭增 27.5%。

2013 年我们跟踪到的销量数据显示，华孚色纺约 15.5 万吨（较上年增 14%、2012 年增速较大）、百隆约 10.5 万吨（较上年增 0.5 万吨）。考虑到 2012 年华孚价格策略，不排除随着百隆东方产能在 2013、2014 年达产高峰期会采取降价抢市场策略的可能，一旦如此，两家价格竞争平衡将会在 2016 年左右实现（双方这轮产能快速扩张期基本在 2015 年结束）。

表 5: 百隆、华孚产能齐增

公司	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 E	2015 年 E
百隆东方	自有 80 万锭，外协 20 万锭；自有产量 7.7 万吨，外协 2.3 万吨	80 万锭，外协 20 万锭；	自有 102 万锭（IPO 之前 80 万锭+邹城 8 万锭+新国 8 万锭+越南 6 万锭），假设外协 20 万锭	124 万锭（102 万锭+越南一期剩余 6 万锭+邹城剩余 8 万锭+新国剩余 8 万锭），假设外协仍 20 万锭	144 万锭（124+越南二期 20 万锭），假设外协仍 20 万锭
百隆自有名义产能（万锭）	80	80	102	124	144
百隆同比		0.00%	27.50%	21.57%	16.13%
华孚自有名义产能（万锭）	108	130	140	150	165
华孚同比	—	20.37%	7.69%	7.14%	10.00%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 6: 百隆东方 2009-2013 年色纺纱产、销、价

指标	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年(预测数)	
自有产量(万吨)		7.49	7.25	7.69	7.70	—
外协产量(万吨)		2.54	4.32	2.31	1.35	—
总产量(万吨)		10.03	11.57	10.00	9.05	—
总销售数量(万吨)		10.53	10.96	8.80	10.11	10.5
销量同比			4.08%	-19.70%	14.87%	3.86%
销售单价(万元/吨)		2.94	3.66	4.57	3.84	3.85
销售收入(亿元)		31.00	40.15	40.21	38.80	40.42
收入同比			29.50%	0.15%	-3.50%	4.17%
色纺纱毛利率		24.48%	28.88%	28.34%	17.24%	20%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

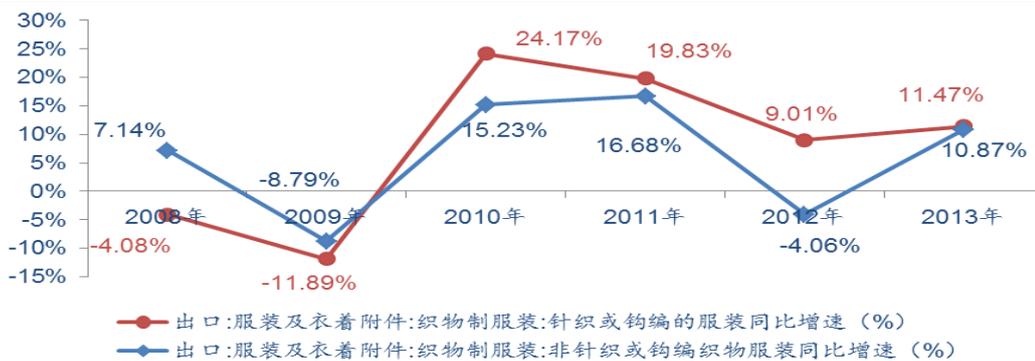
### (二) 下游需求：下游出口弱回升持续，有望消化色纺新增产能

色纺纱的下游主要用于针织服装，据中国海关数据，2013 年针织服装出口额增 11.47%，

出口需求弱回升，未来考虑到美国经济的增长、欧盟的恢复、日本的向好，我们预计针织出口弱回升的趋势有望持续，再考虑到色纺纱在梭织等其他领域渗透率的提高，未来行业的增长有利于消化华孚与百隆的新增产能。

但是在价格层面，因为色纺纱上游受制于棉价，中间又遭遇较强的竞争，我们认为，除非棉纺织行业景气的明显提升（例如 2010-2011 上半年），色纺纱的售价难以大幅涨价。

图 9: 2008-2013 年针织、非针织（梭织）服装出口额同比增速



资料来源: CEIC 中国银河证券研究部

## 七、营业外收入

2013 年，公司营业外收入 1.49 亿元，同比减少 50.35%，主要系政府补助中，因上年度收到安徽淮北经济开发区管理委员会的拨付资金 1.30 亿元，用于补偿 2012 年及 2012 年以前企业在产业升级、招工稳工、产品研发、物流配送等方面发生的相关成本费用。

其中，比较稳定的项目是：

(1) 新疆天宏新八棉收到的福利企业增值税退税款 0.11 亿左右；

(2) 出疆棉运输补贴 0.5 亿左右，因国家规定不分品级和长度，出疆棉运费定额补贴 500 元/吨；补贴期限暂为 2012 年度至 2015 年度；包括铁路和公路。2012 年度之前补贴额度是 400 元/吨，且不包括公路运输。

表 7: 2009-2013 年华孚色纺营业外收入主要构成

类型	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
营业外收入	0.29	0.47	0.73	3.00	1.49

其中：——拆迁补偿收入	0.11 亿元（2009 子公司浙江华孚色纺因厂房搬迁收到的补偿款）			
——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	0.19
——出疆棉运输补贴	0.0147	0.28	0.52	0.48
——棉纱生产补贴			0.06	0.21
——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）	

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

## 八、盈利预测

### 1、主要假定：

对产品价格假定：基于棉价趋势和竞争对手同扩产能的考虑，我们假定 2014 年公司色纺纱售价偏稳（中间可能会受到棉价下跌拖累），2015 年稍有回升。

棉花内外价差：2014 年收窄至 2500 元/吨附近，2015 年收窄至 2000 元/吨。

对销售量假定：2014 年色纺纱销量约 16.6 万吨，2015 年销量约 18.0 万吨。

费用率：2013 年管理费用率、销售费率合计 8.8%，考虑 2014-2015 年股票期权激励带来的费用分别为 1350 万元、1214 万元；再考虑到其他新产区初期的投入，我们假设 2014-2015 年，二者合计均为 9% 多一点。2013 年财务费用率 3.1%，假设 2014-2015 年维持 3% 左右。

对营业外收入假定：因棉花出疆补贴是国家政策，2014、2015 年保持不变，再考虑公司多个子公司的其他项目来源，我们预计 2014-2015 年均为 2.5 亿。

### 2、盈利预测

基于上述假设，我们预计公司 2014-2015 年收入规模分别为：68.76、74.93 亿，分别增 10.2%、9.0%；净利润分别为：3.22、3.71 亿，同比分别增 61.0%、15.0%，对应 EPS 分别为 0.39、0.44 元，当前股价对应 PE 为 11.4、9.9 倍，维持“推荐”评级。

附表 1: 华孚色纺 (002042) 财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	4402	5292	5512	5889	<b>营业收入</b>	6240	6876	7493	8152
现金	630	717	675	681	营业成本	5360	5860	6341	6859
应收账款	720	721	798	876	营业税金及附加	36	40	43	47
其他应收款	188	230	264	275	营业费用	272	300	327	356
预付账款	324	673	667	693	管理费用	275	316	345	375
存货	2135	2537	2655	2881	财务费用	195	207	224	243
其他流动资产	404	415	453	484	资产减值损失	16	10	10	11
<b>非流动资产</b>	3517	4243	4506	4760	公允价值变动收益	-6	-2	-2	-3
长期投资	24	28	28	27	投资净收益	14	14	14	14
固定资产	2962	3401	3481	3503	<b>营业利润</b>	94	155	214	272
无形资产	375	489	618	742	营业外收入	149	250	250	250
其他非流动资产	155	325	379	488	营业外支出	4	6	5	5
<b>资产总计</b>	7919	9536	10018	10649	<b>利润总额</b>	239	399	458	517
<b>流动负债</b>	3681	4912	4978	5152	所得税	50	87	101	114
短期借款	2593	3591	3575	3682	<b>净利润</b>	189	312	358	403
应付账款	520	671	716	760	少数股东损益	-12	-10	-13	-16
其他流动负债	569	651	686	710	<b>归属母公司净利润</b>	200	322	371	419
<b>非流动负债</b>	918	1002	1089	1172	EBITDA	575	694	827	947
长期借款	176	251	340	424	EPS (元)	0.24	0.39	0.44	0.50
其他非流动负债	742	751	750	749					
<b>负债合计</b>	4599	5914	6067	6324					
少数股东权益	78	67	54	38					
股本	833	833	833	833					
资本公积	1018	1018	1018	1018					
留存收益	1340	1662	2006	2398					
归属母公司股东权益	3242	3555	3897	4287					
<b>负债和股东权益</b>	7919	9536	10018	10649					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	233	290	779	762	<b>成长能力</b>				
净利润	189	312	358	403	营业收入	8.9%	10.2%	9.0%	8.8%
折旧摊销	285	332	390	431	营业利润	-32.6%	64.6%	38.3%	27.3%
财务费用	195	207	224	243	归属于母公司净利润	120.7%	61.0%	15.0%	13.1%
投资损失	-14	-14	-14	-14	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-439	-548	-179	-306	毛利率	14.1%	14.8%	15.4%	15.9%
其他经营现金流	18	1	1	5	净利率	3.2%	4.7%	4.9%	5.1%
<b>投资活动现金流</b>	-143	-1057	-644	-678	ROE	6.2%	9.1%	9.5%	9.8%
资本支出	121	971	511	552	ROIC	3.8%	3.9%	4.4%	4.8%
长期投资	-28	-28	5	2	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-50	-113	-129	-123	资产负债率	58.1%	62.0%	60.6%	59.4%
<b>筹资活动现金流</b>	-156	854	-177	-77	净负债比率	60.6%	65.1%	64.7%	65.1%
短期借款	-59	998	-15	107	流动比率	1.20	1.08	1.11	1.14
长期借款	114	76	88	84	速动比率	0.61	0.56	0.57	0.58
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	16	0	0	0	总资产周转率	0.78	0.79	0.77	0.79
其他筹资现金流	-226	-220	-250	-269	应收账款周转率	9	9	9	9
<b>现金净增加额</b>	-76	87	-42	7	应付账款周转率	8.66	9.85	9.14	9.29

每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.24	0.39	0.44	0.50
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.28	0.35	0.93	0.91
每股净资产 (最新摊薄)	3.89	4.27	4.68	5.15

估值比率				
P/E	18.3	11.4	9.9	8.7
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.2	9.2	7.7	6.8

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 公司历史静态 PB 趋势.....	1	
图 2: 公司历史静态 PE 趋势.....	2	
图 3: 公司色纺纱售价和棉花价格年度趋势一致.....	3	
图 4: 华孚色纺季度毛利率和国内细绒棉价格走势相近	图 5: 华孚色纺季度毛利率和内外棉花价差.....	4
图 6: 2012.1.3-2014.3.7 内外棉价.....	6	
图 7: 中国、美国及全球棉花库存消费比变化.....	6	
图 8: 2012.1.3-2014.3.7 内外棉花价差.....	7	
图 9: 2008-2013 年针织、非针织（梭织）服装出口额同比增速.....	9	

## 表格目录

表 1: 华孚色纺 2007-2013 年色纺纱线产、销、价.....	2
表 2: 棉花均价、价差、华孚吨营业利润及其配额用量比较.....	3
表 3: 华孚色纺产能计划.....	4
表 4: 中储棉在库棉花数量跟踪.....	5
表 5: 百隆、华孚产能齐增.....	8
表 6: 百隆东方 2009-2013 年色纺纱产、销、价.....	8
表 7: 2009-2013 年华孚色纺营业外收入主要构成.....	9
附表 1: 华孚色纺（002042）财务报表预测（单位：百万元）.....	11

## 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接受任何形式的补偿。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
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：高兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@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](http://www.chinastock.com.cn)