

努力完成股权激励行权条件，有望受益于新疆发展纺织服装优惠政策

华孚色纺 (002042.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- **主要观点:** 半年报可见公司还是要努力的完成股权激励行权条件，上半年业绩增速达标的关键一是物料收入增加、二是政府补贴增加（和主营相关性大）、三是税收合理筹划使所得税率下降明显；我们认为当前股价处于底部，当前总市值 36.4 亿，净资产 33.5 亿，我们估计公司工业用地过 1 万亩、但对应账上无形资产净值仅 3.75 亿；此外，从经营角度，当前无疑处于底部（棉花价格下降通道、内外棉价差依然不小、两家产能扩张均较为明显），股价催化剂在于新疆发展纺织服装产业优惠政策的到位。
- **公司发布半年报，符合预期。** 上半年收入 36.47 亿、同比增 10.07%；净利润 1.4 亿、同比增 32.69%，归属于母公司净利润 1.41 亿、同比增 22.63%；扣非后净利润 1.23 亿，同比增 20.61%；每股 EPS0.17 元；加权平均净资产收益率 4.29%。同时，公司预计前三季度净利润同比增 10%-30%。
- **色纺纱销量稳居首位，物料收入增加是驱动公司主营业务收入增长主要因素。** 上半年公司主营业务收入 35.63 亿、同比增 9.67%；其中，纱线 31.33 亿，同比增 1.38%；物料收入 4.41 亿，同比增 160%。其中，虽然纱线销量尚好，而棉花价格从上年同期平均 19300 元/吨下降至 18000 元/吨上下直接导致最终纱线收入仅增 1.38%（从百隆东方的纱线收入情况同样可见色纺纱价格下降趋势）。
- 受棉花价格下滑因素影响，总毛利率从 13.6% 下滑至 12.8%。在棉花价格下降通道中，纱线毛利率下滑有限，从上年同期 12.7% 下滑至 12.2%，主要在于两方面，一是新色纺产品销量增 30%+，二是公司扩大进口棉和非棉原料（黏胶等再生纤维）比重，其中，非棉纤维部分性能可以取代棉花、价格稳定，对于公司总体接单和运营稳定有所帮助；物料虽然收入增长较大，受棉花价格下降影响，毛利率从上年 9.35% 下降至 7.45%。
- **财务费用有效控制，上半年政策收益增加明显，税务合理筹划下所得税率降至 10.9%。** 公司上半年各项费用（销售费用和管理费用率合计 8.3%、较上年下降 0.4 个百分点）有效控制；财务费用 1.01 亿、较上年增长有限（长期借款较上年同期增 2.8 亿，长短期贷款及债券规模合计 36.5 亿）；上半年共 0.84 亿的政策收益中，经营性相关补贴（出疆棉补贴等）0.57 亿、较上年增加 0.2 亿；此外，通过合理的税务筹划实现所得税率 10.91%，同期下降 9.42 个百分点。
- 我们仍坚持今年 3、4 月份观点，公司股价具备安全边际，主业业绩仍处底部，**维持对公司推荐评级**。我们估计 14 年公司收入规模 66.5 亿、同比增 6.6%；假定政策收益 2 亿的情况下（经营性相关补贴占一半，不排除该数据超预期可能）公司归属于母

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

杨岚: (8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130514050004

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130514050002

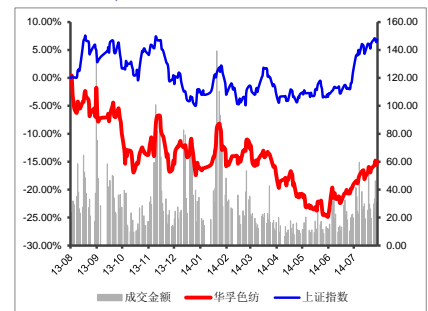
市场数据

2014.8.22

A 股收盘价 (元)	4.37
A 股一年内最高价 (元) *	4.74
A 股一年内最低价 (元) *	3.84
上证指数	2241
市净率	1.08
总股本 (万股)	83299
实际流通 A 股 (万股)	82999
限售 A 股 (万股)	301
流通 A 股市值 (亿元)	36.27

注: *价格未复权

相对指数表现图



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

公司所有者净利润 2.92 亿，同比增 23.3%，对应每股 EPS0.35 元（股权激励行权条件为剔除非经常性业绩较上年增 20%）。**股价催化剂在于新疆发展纺织服装产业优惠政策的到位。公司当前总市值 36.4 亿，净资产 33.5 亿，我们估计公司工业用地过 1 万亩、但对应账上无形资产净值仅 3.75 亿；此外，从经营角度，当前无疑处于底部（棉花价格下降通道、内外棉价差依然不小、两家产能扩张均较为明显）。**

- 注：根据日前新疆维吾尔自治区人民政府发布的《发展纺织服装产业带动就业的意见》、《发展纺织服装产业带动就业规划纲要（2014 年-2023 年）》和《发展纺织服装产业带动就业 2014 年行动方案》，为鼓励新疆纺织企业加大投资力度以及吸引更多企业来疆投资，**新疆维吾尔自治区人民政府发布在疆发展纺织服装产业十大优惠政策**：设立规模为 200 亿元左右的纺织服装产业发展专项资金、实施税收特殊优惠、低电价优惠、增加纺织品服装出疆运费补贴（目前国家补 500 元.吨+地方 100 元.吨）、使用新疆棉花补贴、企业员工培训和社保补贴、支持集中建设印染污水处理设施、加大对南疆地区支持力度、开辟出口加工区扩大进口棉花、加大金融支持力度等。
- **目前华孚色纺在疆投资规模较大，其旗下新疆地区子公司**：新疆六孚纺织工业园有限公司（简称新疆六孚）：至 14 年中期末实际投资 6.77 亿；奎屯锦孚纺织有限公司（简称奎屯锦孚）：至 14 年中期末实际投资 1.54 亿；阿克苏华孚色纺有限公司（简称阿克苏华孚）：至 14 年中期末实际投资 1.65 亿；新疆华孚纺织有限公司（简称新疆华孚纺织）：至 14 年中期末实际投资 0.62 亿；阿瓦提华孚纺织有限公司（简称阿瓦提华孚）：至 14 年中期末实际投资 0.05 亿；石河子华孚纤维有限公司（简称石河子华孚纤维）：至 14 年中期末实际投资 0.1 亿；新疆天宏新八棉产业有限公司（简称新疆天宏新八棉）：至 14 年中期末实际投资 0.53 亿。

表 1: 华孚色纺（002042.SZ）逐季业绩增速（万元）

指标	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2
营业总收入	1,566.3	1,301.9	1,638.9	1,507.7	1,805.9	1,360.9	1,565.6	1,590.6	2,056.8
同比	11.77%	25.18%	30.91%	23.05%	15.30%	4.53%	-4.48%	5.50%	13.89%
营业成本	1,417.6	1,161.0	1,514.4	1,332.0	1,531.6	1,150.6	1,345.7	1,403.5	1,778.0
同比	23.04%	38.68%	51.26%	30.31%	8.04%	-0.89%	-11.14%	5.37%	16.08%
销售费用	54.4	48.4	74.8	58.3	76.2	73.4	64.5	57.8	86.9
同比	8.84%	20.51%	84.63%	30.66%	39.91%	51.64%	-13.71%	-0.87%	14.14%
管理费用	72.2	62.9	51.5	64.5	74.4	70.5	65.4	71.5	76.1
同比	270.98%	-0.72%	-25.36%	-9.81%	3.10%	12.07%	27.15%	10.83%	2.18%
财务费用	36.8	63.8	82.4	46.4	46.2	57.9	44.7	54.1	47.3
资产减值损失	15.4	4.0	-6.4	-5.6	0.0	-2.7	18.4	-6.8	3.8
营业利润	-33.4	-54.8	-89.2	14.8	63.9	6.5	8.8	13.4	58.5
同比	-121.35%	-172.13%	-204.64%	-60.79%	-291.37%	-111.79%	-109.82%	-10.06%	-8.39%
加：营业外收入	75.4	81.1	124.2	36.1	19.1	42.7	51.1	44.4	42.2
减：营业外支出	2.5	2.5	-1.7	0.9	0.5	0.7	2.0	0.2	1.2
利润总额	39.4	23.8	36.7	50.0	82.5	48.5	57.8	57.6	99.6
同比	-78.35%	-73.74%	-65.85%	-6.91%	109.08%	103.73%	57.40%	15.20%	20.76%
减：所得税	8	0	31	10	17	2	21	6	11
净利润	31.4	23.6	5.8	40.2	65.4	46.7	36.3	52.0	88.1
同比	-78.00%	-69.00%	-92.42%	30.58%	107.97%	97.29%	527.65%	29.30%	34.78%
母公司所有者净利润	15.8	29.7	9.9	44.3	71.1	46.8	38.0	50.3	91.2

同比	-88.91%	-62.18%	-88.66%	25.21%	350.33%	57.89%	284.18%	13.58%	28.27%
完全摊薄 EPS	0.00	0.04	0.00	0.05	0.00	0.06	0.00	0.06	0.00
盈利能力									
毛利率	9.49%	10.83%	7.60%	11.66%	15.19%	15.45%	14.05%	11.76%	13.56%
营业利润率	-2.13%	-4.21%	-5.44%	0.98%	3.54%	0.47%	0.56%	0.84%	2.85%
销售净利润率	2.01%	1.82%	0.35%	2.67%	3.62%	3.43%	2.32%	3.27%	4.28%
所得税率	20.31%	0.64%	84.24%	19.67%	20.73%	3.78%	37.14%	9.84%	11.53%
费用控制能力									
销售费用率	3.48%	3.72%	4.56%	3.87%	4.22%	5.39%	4.12%	3.63%	4.23%
管理费用率	4.61%	4.83%	3.14%	4.28%	4.12%	5.18%	4.18%	4.49%	3.70%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 2：华孚色纺（002042.SZ）财务报表预测（百万元）

资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	利润表（百万元）	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E
货币资金	1589	1137	638	630	798	营业收入	4783	5107	5732	6240	6651
应收票据	27	244	312	284	278	营业成本	3840	4093	5115	5360	5718
应收账款	339	482	540	720	704	营业税金及附加	11	22	22	36	33
预付款项	449	723	846	324	438	销售费用	214	174	222	272	286
其他应收款	105	47	292	188	201	管理费用	196	238	258	275	286
存货	1712	2326	2129	2135	2101	财务费用	124	138	239	195	210
其他流动资产	0	7	49	116	116	资产减值损失	6	8	1	16	7
长期股权投资	11	33	33	24	6	投资收益	43	16	-17	14	10
固定资产	1389	1866	2700	2962	3010	营业利润	435	449	-139	94	120
在建工程	134	386	210	56	106	营业外收支净额	22	64	293	145	196
无形资产	162	176	207	375	368	税前利润	457	513	154	239	316
长期待摊费用	7	7	5	6	6	减：所得税	81	118	62	50	35
资产总计	5973	7489	8009	7919	8164	净利润	376	396	92	189	281
预收款项	105	57	98	20	69	归属于母公司净利润	371	407	91	200	281
应付职工薪酬	76	69	57	69	74	基本每股收益	1.56	0.73	0.11	0.24	0.35
应交税费	18	-51	28	42	44	稀释每股收益	1.56	0.73	0.11	0.24	0.35
其他应付款	196	137	120	139	139	财务指标	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	45.40%	6.78%	12.24%	8.86%	6.58%
长期借款	13	63	62	176	350	营业利润增长率	99.01%	3.30%	-131.04%	-167.36%	27.82%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	153.59%	9.64%	-77.70%	120.72%	40.47%

负债合计	3338	4412	4892	4599	4772	销售毛利率	19.72%	19.85%	10.77%	14.11%	14.02%
股东权益合计	2635	3077	3116	3319	3393	销售净利率	7.76%	7.97%	1.58%	3.21%	4.23%

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、杨岚、花小伟，纺织服装行业分析师。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

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn