

华孚色纺 (002042)

受益内外棉价差收窄，业绩弹性最大的龙头

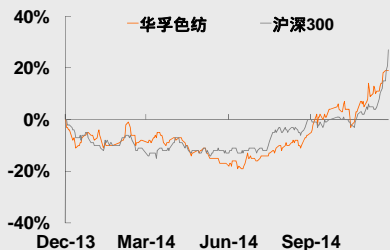
推荐 (首次)

现价：5.44 元

主要数据

行业	平安纺织服装
公司网址	www.huafuyarn.com
大股东/持股	华孚控股/42.47%
实际控制人/持股	孙伟挺/55.90%
总股本(百万股)	833
流通 A 股(百万股)	831
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	45.31
流通 A 股市值(亿元)	45.20
每股净资产(元)	4.1
资产负债率(%)	60.5

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

于旭辉
投资咨询资格编号
S1060512010002
021-38632830
YUXUHUI882@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

国内色纺纱龙头，股权激励稳定市场预期

华孚色纺是我国色纺纱龙头，全球色纺产业领导品牌。目前拥有 130 万锭的产能。截至 2014 年 6 月，公司收入 36.5 亿元，其中纱线业务占比 86%左右，其对毛利的贡献率高达 92%。2014 年 3 月公告股权激励方案，以 2013 年为基准，2014-2016 年的扣非后净利润增速分别不低于 20%、40%和 60%，三年 17% 的复合增速给予市场稳定预期。

色纺行业为纺织业中的朝阳产业

色纺纱为“先染色，后纺纱”的新技术手段，上世纪 80 年代源于日本，后产能转移到国内，目前全球绝大部分产能在我国。相对于采用“先纺纱、后染色”的传统工艺，色纺纱具有环保、时尚、科技的优势，主要应用于中高端针织品，以 Uniqo 等为代表的快时尚品牌。由于其成本、应用范围受限，仅占纱线总的 5%左右，属于大纺织行业中的小行业。但随着快时尚品牌的快速增长，以及应用比例逐渐加大（部分品牌从 5%逐渐提高到了 15%左右），色纺纱行业有望迎来较快的增长。目前华孚色纺和百隆东方双寡头的竞争格局有利长期良性发展。并且，长期来看，有望与色织、批染三分天下，色纺发展空间巨大。

内外棉价差收窄带来公司业绩加速机会

经历了 3 年的收储后，棉改于 2014 年正式进入直补阶段。2014 年，伴随着国内棉价下行，内外棉价差收窄趋势明显，因而国内棉纺企业近年利润受到棉价倒挂挤压的现象将有望改善，长期利好我国棉纺产业链竞争力的恢复。我们预计 2015 年国内棉价有望维持在 1.2-1.3 万元/吨左右，内外棉价差有望在 2000 元/吨以内，以华孚色纺为代表的棉纺龙头有望迎来业绩加速的机会。核心逻辑在于棉价趋稳后，2014 年订单的短期化、低价化将在 2015 年得以改善，订单量恢复性增长，毛利率提升共同促进公司业绩加速增长。而华孚色纺棉花成本占比较高、毛利率最低的特征使其成为受益内外棉价收窄而业绩弹性最大的标的。

受益内外棉价收窄的龙头，首次覆盖，给予“推荐”评级

直补政策出台，制约棉纺产业发展的最大困境得以改善，长期利好棉纺龙头的发展。随着 2015 年的棉价趋稳，订单量和价都将有所回升，带动公司业绩快速增长。我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.29、0.39 和 0.51 元，对应 PE 分别为 18.8、14.1 和 10.6 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：棉价波动剧烈、订单增速低于预期。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5,732	6,240	7,315	8,887	10,908
YoY(%)	12.2	8.9	17.2	21.5	22.7
净利润(百万元)	91	200	241	322	428
YoY(%)	-77.7	120.7	20.6	33.3	32.9
毛利率(%)	10.8	14.1	12.1	13.0	13.9
净利率(%)	1.6	3.2	3.3	3.6	3.9
ROE(%)	3.0	6.2	7.0	8.4	10.1
EPS(摊薄/元)	0.11	0.24	0.29	0.39	0.51
P/E(倍)	49.9	22.6	18.8	14.1	10.6
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

正文目录

一、公司是国内色纺纱龙头	4
1.1 中高档色纺纱龙头企业	4
1.2 股权激励稳定市场预期	5
1.3 股权结构相对集中	5
二、色纺行业为纺织业中的朝阳产业	5
2.1 色纺纱行业是纺织业中的朝阳产业	5
2.2 色纺纱优势明显，但推广有一定限制	7
三、公司 2012 年业绩筑底回升，未来有望快速增长	7
3.1 公司 2012 年业绩筑底	7
3.2 产能扩张打开增长空间	9
3.3 内外棉价收窄迎来业绩加速机会	10
四、盈利预测与评级	14

图表目录

图表 1 纱线为主要收入来源.....	4
图表 2 纱线毛利贡献率为 92%	4
图表 3 公司产品主要为内销.....	4
图表 4 华孚色纺股权结构相对集中.....	5
图表 5 色纺纱加工环节处于中游	6
图表 6 传统、色织与色纺工艺比较.....	6
图表 7 纺织纱线出口稳定增长	7
图表 8 零售端稳定增长	7
图表 9 公司近年营收稳定增长	8
图表 10 净利润增速 2012 年后逐渐回升	8
图表 11 2012 年内外棉价差较大	8
图表 12 2012 年纱线毛利空间缩减	9
图表 13 2012 年纱线毛利率历史最低.....	9
图表 14 公司色纺产能投放进度明细（资产重组后）	9
图表 15 纱线产销量同步增加.....	9
图表 16 棉改阶段历史沿革走向市场化	10
图表 17 全球库存明显增加	11
图表 18 国内棉花供过于求	11
图表 19 全球棉花供过于求	11
图表 20 国际棉价走低	11
图表 21 内外棉价差收窄趋势明显	12
图表 22 内外棉价差与毛利率反向变动	12
图表 23 内外棉价差与股价反向变动.....	13
图表 24 华孚色纺毛利率最低.....	13
图表 25 收入/成本拆分	14
图表 26 公司盈利预测	14

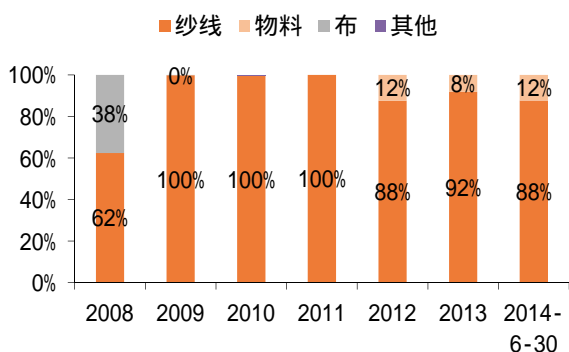
一、公司是国内色纺纱龙头

1.1 全球中高档色纺纱龙头企业

华孚色纺是一家面向全球专注经营高档新型纱线的制造商和供应商，经过近 20 年的发展，已成为全球色纺产业的领导品牌。公司以提供时尚、环保、科技的色纺纱线为主营，响应客户需求，配套提供高档新型的坯纱线、染色纱线，半精纺、气流纺色纺纱线。依托多品种、小批量、快交货（10-30 天交期）的供应链管理能力和快速反应的产品交付。截至 2014 年 6 月，公司收入 36.5 亿元，其中纱线业务占比 86%左右，由于纱线毛利率（12.2%）高于其他业务，其对毛利的贡献率高达 92%。

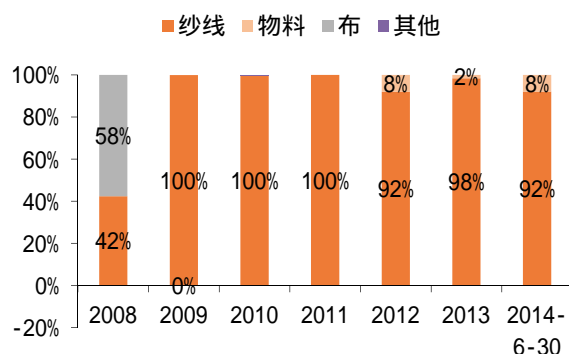
公司目前拥有产能 130 万锭，主要集中在新疆、浙江和中部地区，此外公司拟在越南建立色纺纱项目，未来将有部分产能在海外。据中国产业信息网数据显示，截至 2013 年，公司与百隆东方占据了全国中高端（以纯棉为主）色纺纱 60% 以上的市场，形成了典型的双寡头竞争格局；其余企业一般都在 30 万锭以下，又以 3-5 万锭者居多。

图表1 纱线为主要收入来源



资料来源：Wind 平安证券研究所

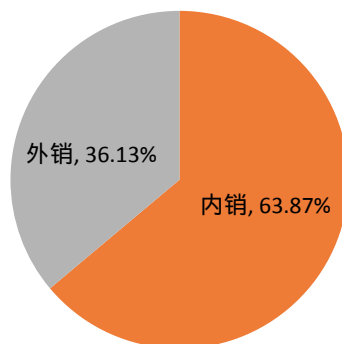
图表2 纱线毛利贡献率为92%



资料来源：Wind 平安证券研究所

截至 2014H1，公司产品主要为内销，占比约 64%；与去年同期相比，内销增速约 9.47%，而外销增速约 10.04%，略高于国内市场，这与国内服装零售较为低迷有关。

图表3 公司产品主要为内销



资料来源：公司公告 平安证券研究所

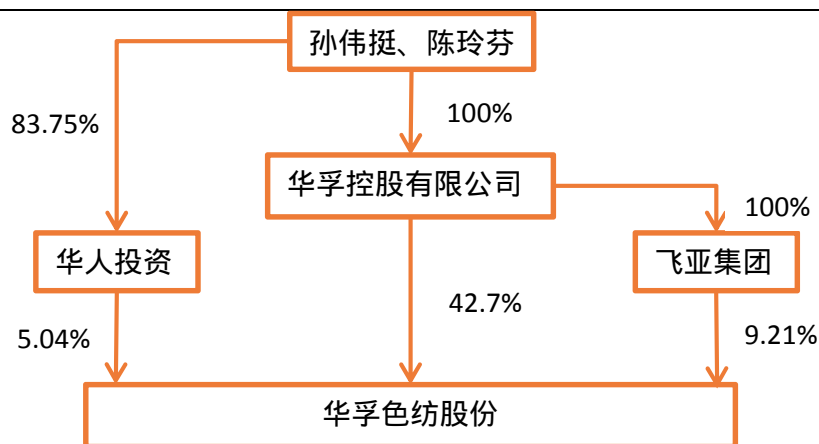
1.2 股权激励稳定市场预期

2014年3月，公司推出股权激励方案。拟定增3000万份股票期权，行权价位4.43元，行权条件为：（1）以2013年为基准，2014-2016年营收增速分别不低于10%、20%、30%。（2）以2013年为基准，2014-2016年扣非后净利润增速不低于20%、40%、60%，三年复合增速为17%。我们认为行权条件的可行性较强，此次股权激励给予了市场稳定的业绩预期。

1.3 股权结构相对集中

公司第一大股东为华孚控股，直接持有公司42.7%的股份。实际控制人为孙伟挺、陈玲芬，间接持有公司约56%的股份。公司股权结构相对集中。

图表4 华孚色纺股权结构相对集中



资料来源：公司公告 平安证券研究所

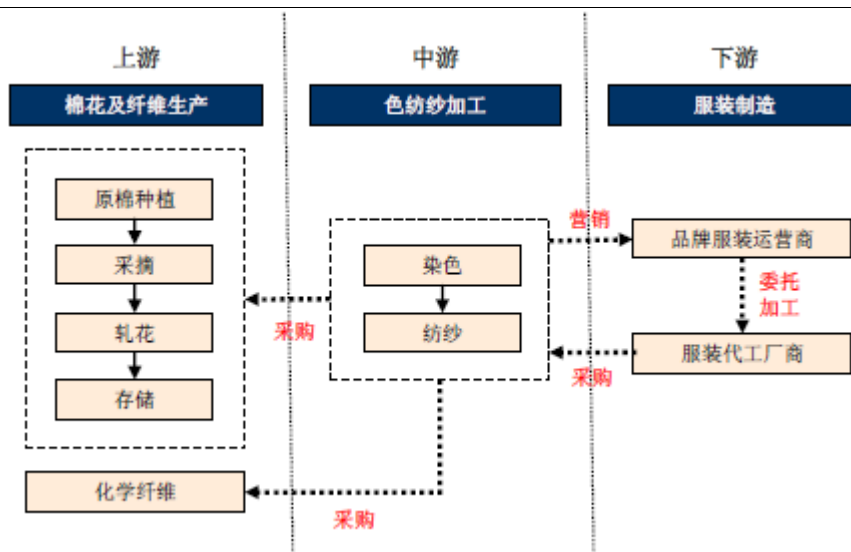
二、色纺行业为纺织业中的朝阳产业

2.1 色纺纱行业是纺织业中的朝阳产业

公司主营的色纺纱行业于上世纪80年底起源日本，后发展与韩国、台湾；90年代后，产能转移到国内；并凭借劳动力充沛、交货快、供货量大等优势逐渐占据主导地位。目前，除意大利等少数欧洲国家拥有少量产能为外，全球绝大部分产能都集中在中国。

色纺纱加工处于中游，上游原料以棉花为主、少量化纤为辅，棉花采购占据原料采购量的95%左右，为色纺纱的主要成本构成。色纺纱的下游主要为服装企业，尤其以品牌休闲服装的快时尚行业为主。

图表5 色纺纱加工环节处于中游



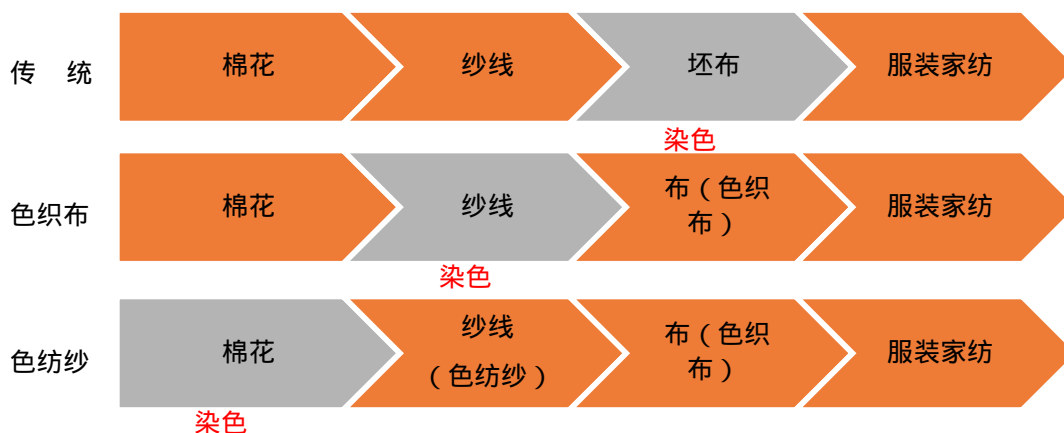
资料来源：百隆东方招股书 平安证券研究所

目前色纺纱主要应用于针织面料中，是在纺纱工序前将所有纤维原料进行染色，再把两种以上不同颜色的纤维经过充分混合仿制而成，具有独特混色效果的纱线；织成布后的布面呈现出多彩色、手感柔和、表感丰满的风格。

因其通过“先染色、后纺纱”的新技术手段，具有较高的附加值。相对于采用“先纺纱、后染色”的传统工艺，色纺纱优势明显，有较强的市场竞争力和较好的市场前景。

- **环保。**色纺纱先对部分纤维染色后，再与原纤维混纺而成的先染后纺的纱线。缩短了后续加工企业的生产流程，尤其是突破性地解决了传统染整行业污染大的问题，极大地降低了能源的消耗和环境的破坏。华孚牌色纺纱生产工艺较传统的先纺后染工艺可节约用水 50%再与，减少污水 50%左右。
- **时尚。**由于可以在同一根纱线上呈现出多种颜色，色纺丰富、饱满柔和，用色纺纱织成的面料具有朦胧的立体效果，大大拓宽了服饰的色彩世界，满足消费者对时尚的追求。
- **科技。**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。

图表6 传统、色织与色纺工艺比较



资料来源：百隆东方招股书 平安证券研究所

2.2 色纺纱优势明显，但推广有一定限制

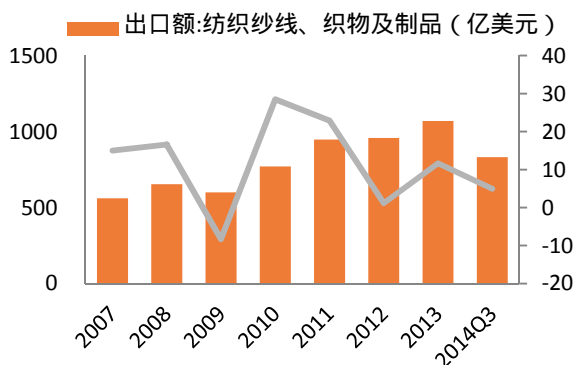
色纺纱线除了时尚、环保等优势外，比传统纺织行业具有较强的技术、环保、管理等壁垒，加之行业在棉纺行业中占比较小，共同促成了双寡头的竞争格局，该格局也有助于其未来的良性发展。其订单批量小、品种多、变化大(混比系根据后加工的要求而变化)，翻改频繁，批号混杂，稍有疏忽就会产生大面积的疵品，故对车间管理要求极高。且同一批号色纺纱在有色原料换批后要色泽色光一致，技术难度较大，容易因纤维混色不匀产生色差，因此技术难度较高。

但因为成本和技术问题，色纺纱一直未能得到大面积推广，因此市场占有率不高。根据统计，全球棉花用量大概在 2500 万吨左右，色纺行业所耗用量 50 万吨左右，其渗透率仅占 2%左右，因此色纺行业仍算是纺织大行业中的小行业。其产品价格较高，以及由于技术原因主要运用在针织品上，尤其是中高端针织品上应用较多，限制了其快速推广。

我国纱线出口、服装零售较为稳定，未来预计色纺纱需求也将保持自然稳定增长。色纺纱由于其鲜明的快时尚特征(时尚性强，批量小、交期短、快反应)，有望搭借快时尚发展的东风乘势而上。如 ZARA、H&M、Oldnavy、GAP、Esprit、A&F、Uniqo、KKNY 等国际品牌以及美邦、雅戈尔等国内品牌都有广泛应用。以 Uniqo 为例，在其国内工厂，色纺纱已占其原料用量的 10-15%；预计其他品牌长期有望逐步加大其应用。

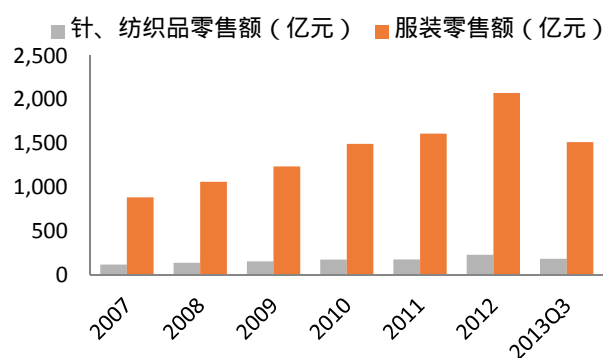
色纺纱代表了时尚、环保、科技的方向，长期来看，随着技术进步、消费升级，有望形成色纺、色织、匹染三分天下的格局，色纺产业前景及发展空间依然巨大。

图表7 纺织纱线出口稳定增长



资料来源：Wind 平安证券研究所

图表8 零售端稳定增长



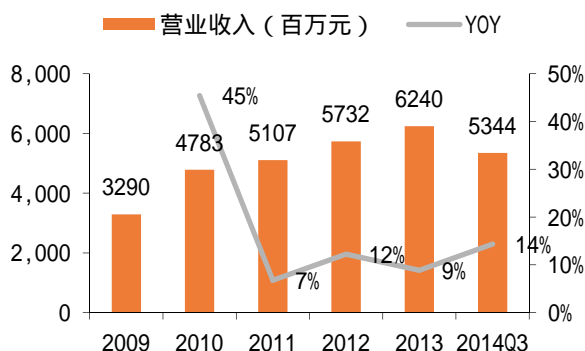
资料来源：Wind 平安证券研究所

三、公司 2012 年业绩筑底回升，未来有望快速增长

3.1 公司 2012 年业绩筑底

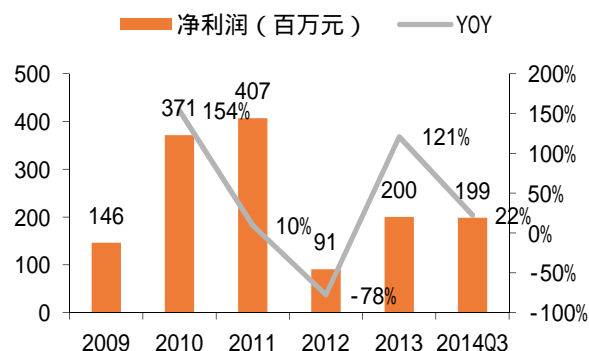
近年来，公司收入持续增长，增速较稳定，近三年复合增长率为11%。但净利润于2012年大幅下滑，出现负增长，虽然近两年有所回升，但空间仍较有限。

图表9 公司近年营收稳定增长



资料来源：Wind 平安证券研究所

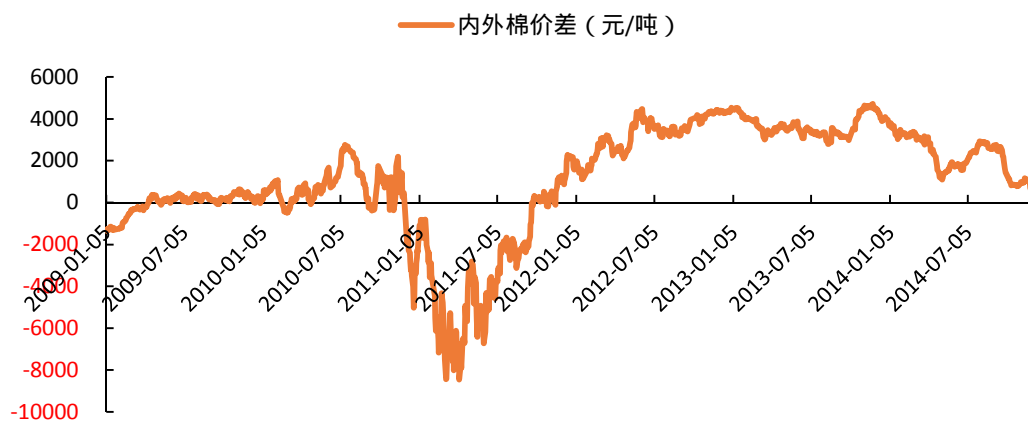
图表10 净利润增速2012年后逐渐回升



资料来源：Wind 平安证券研究所

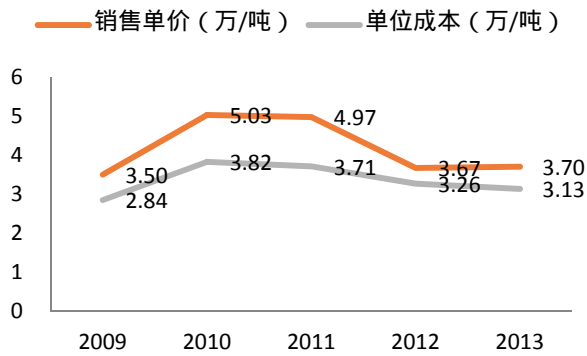
公司利润增速受内外棉价差影响很大，2012年净利润下降的主要原因是内外棉价差过大，毛利空间大幅缩减。公司采取成本加成定价模式，由于国内棉花为公司纱线的主要原材料，且占据纱线成本70%以上，而纱线定价则参考即期棉价或国际棉价，因此棉价差变动将直接影响公司毛利空间。这就造成国内外棉价差对公司利润产生重大影响，2012年国内外棉价差达到历史最高，而公司的毛利率则为最低，公司利润也出现了下滑。

图表11 2012年内外棉价差较大



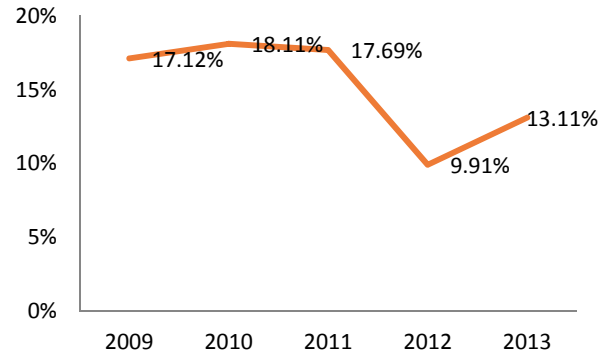
资料来源：Wind 平安证券研究所

图表12 2012年纱线毛利空间缩减



资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表13 2012年纱线毛利率历史最低



资料来源：公司公告 平安证券研究所

3.2 产能扩张打开增长空间

公司目前产能130万锭，随着未来奎屯锦业和越南项目的投产，公司产能将继续扩张，预计2015年公司产能将达到156万锭左右。

图表14 公司色纺产能投放进度明细（资产重组后）

公告日	事项	预计自有产能增加 (万锭/年)	年产色纺纱 (吨)
2009.6.12	收购设备资产	6	9000
	收购设备资产	6	9000
2010.2.26	收购设备资产	5	7500
	收购新疆华孚纺织有限公司	13	19500
2011.3.29	新疆五家渠 12 万锭色纺纱项目（已投产）	12	18000（估计）
	上虞 8 万锭半精纺纱线项目	8	—
2011.8.20	增资奎屯锦业纺织有限责任公司（建设中）	14.3	20000
2013.8.31	子公司九江中浩对外投资	10	15000
2013.12.25	拟在越南设立华孚（越南）实业有限公司	12	18000（估计）

资料来源：公司公告 平安证券研究所

近年，随着公司产能逐步投放，纱线产销量稳步增加，表明市场对公司产品消化良好。目前公司设备产能利用率约为 80%，未来仍有增长空间。鉴于公司未来产能的扩张以及需求增长，我们预计公司的纱线产销量也随之增加，从而带动公司业绩稳健增长。

图表15 纱线产销量同步增加

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
生产量 (万吨)	9.1	10.0	10.9	13.4	15.5	19.5	24.5	28.6
销售量 (万吨)	8.9	9.3	9.9	13.3	15.1	18.2	22.2	27.2

资料来源：公司公告 平安证券研究所

3.3 内外棉价收窄迎来业绩加速机会

■ 棉改进入直补时代，价差有望收窄

建国后我国棉花流通体制经历了深刻的变革，实现了由自由贸易转向计划经济，继而又逐步转变为在国家宏观调控下，靠市场调节的流通体制，之后在经历了多年的收储后，2014 年我国正式进入直补时代。

2014 年中央一号文件提出，2014 年启动新疆棉花目标价格补贴试点。4 月 5 日，国家发改委、财政部、农业部联合发布 2014 年棉花目标价格为 1.98 万元/吨。这一消息的公布标志着实行了 3 年的棉花临时收储政策结束，中国的棉花进入了后收储时代。9 月下旬，直补政策细则出台。

图表16 棉改阶段历史沿革走向市场化

1949年 - 1953年 自由贸易阶段	·1950年，国家组建了全国供销合作总社，通过供销社收购大部分棉花。此外，中国棉花纱布公司、公私合营纱厂联合购棉处、私商棉贩也可以从农村直接收购棉花。
1954年 - 1984年 统购统销阶段	·1954年9月，政务院颁布《关于实行棉花计划收购的命令》，规定除留给农民少量自用外，全部由供销合作社收购，同时取消了私商棉贩和公私合营纱厂联合购棉处。
1985 - 1998年 合同定购阶段	·1985年1月1日，国务院发布《关于进一步活跃农村经济的十项政策》。《政策》规定“粮食、棉花取消统购，改为合同定购”，但实际上这一政策并没有实行，此后由于棉花生产滑坡，棉花统购统销政策继续实行。
1999 - 2002年 市场化改革阶段	·棉花市场严重供过于求，1998年11月国务院出台了《国务院关于深化棉花流通体制改革的决定》，决定从1999年新棉上市后，棉花收购和销售价格主要由市场形成；国家主要通过储备、进出口调节等经济手段调控棉花市场。2001年7月国务院又出台了《国务院关于进一步深化棉花流通体制改革的意见》，对棉花流通体制实施了实质性、突破性的改革。
2003 - 2013年 棉花收储阶段	·流通体制改革后，为平稳棉价我国共进行了8个年度的收储，其中2011 - 2013年为临时收储。
2014年至今 进入直补时代	·2014年中央一号文件提出，2014年启动新疆棉花目标价格补贴试点。4月5日，国家发改委、财政部、农业部联合发布2014年棉花目标价格为1.98万元/吨。这一消息的公布标志着实行了3年的棉花临时收储政策结束，中国的棉花进入了直补时代。

资料来源：中国棉花网 平安证券研究所

从全球棉花供需格局来看，供过于求。2014/15 的库销比仍处历史高位，接近 100%，未来国际棉价承压，因此我们预计国际棉价将稳中有降。目前国际棉价折滑准税后的人民币价约在 13300 元/吨，我们预计新年度国际棉价将在 12000 - 13000 元/吨。

国内棉价有望继续下行。由于 2014 年直补政策落地，预期棉价将从高位下行，国内需求无明显起色，加之一些大型纺织企业不间断压价，使得近期国内棉价下跌。据中国纺织网数据，今年新疆棉花产量占全国 60%左右，预计在 400 - 420 万吨之间，进入 11 月以来，当地机采棉开始大量上市，使供给更加饱和，由此我们推测新年度国内棉价将下行，内外棉价差有望继续收窄。目前国内 328 棉现

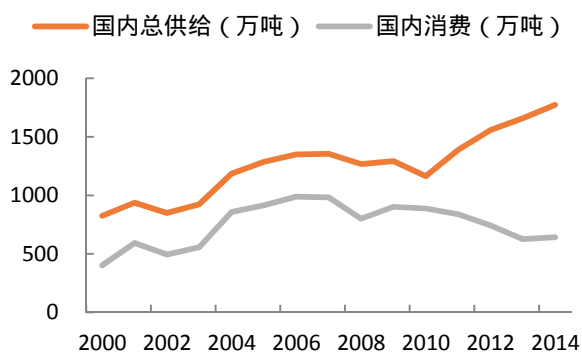
货价约 14200 元/吨,15 年初交割的郑棉期货合约价为 13100 元/吨左右,年末交割的合约价为 12900 元/吨左右。我们预计新年度国内棉价将维持在 12000-13000 元/吨左右,内外棉价差预计在 2000 元/吨以内。而长期,内外棉价接轨,国内棉价向国际棉价靠拢是大势所趋。

图表17 全球库存明显增加

全球产销(万吨)	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
产量	2547.1	2756.7	2675.7	2603.9	2599
消费	2505.3	2249.6	2327.3	2360.3	2475.1
期末库存	1097.9	1600.8	1955.7	2205.8	2332.1
库存/消费比	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
中国	23.00%	81.70%	139.70%	181.50%	163.40%
美国	14.20%	22.30%	23.00%	17.40%	35.50%
全球	43.80%	71.20%	84.00%	93.50%	94.20%

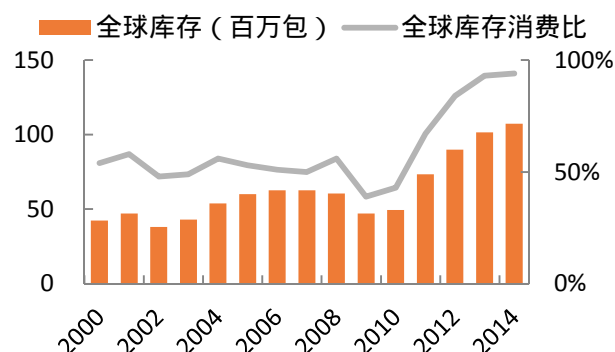
资料来源: Wind 平安证券研究所

图表18 国内棉花供过于求



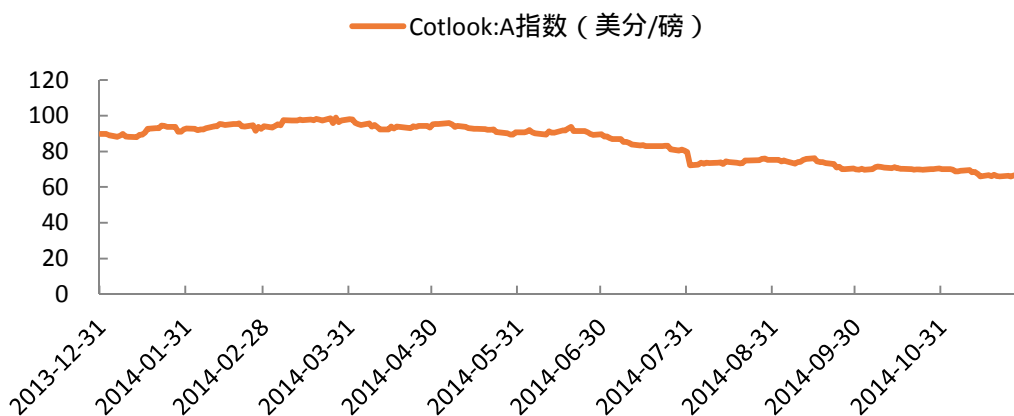
资料来源: Wind 平安证券研究所

图表19 全球棉花供过于求



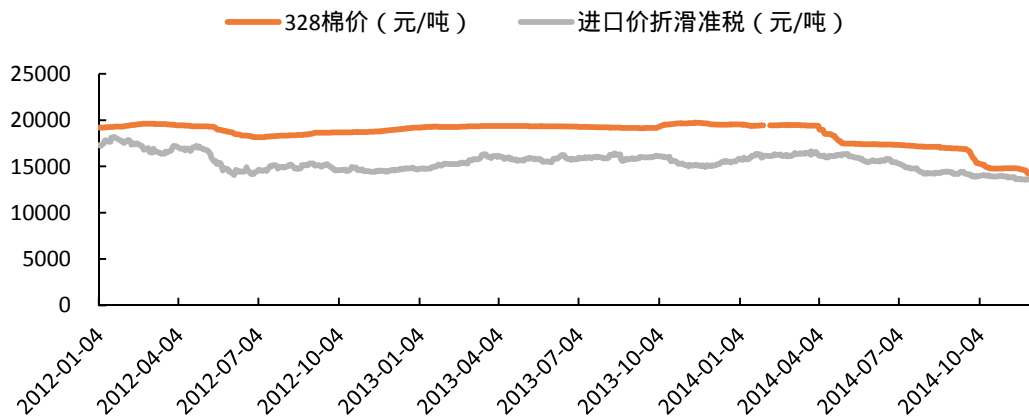
资料来源: Wind 平安证券研究所

图表20 国际棉价走低



资料来源: Wind 平安证券研究所

图表21 内外棉价差收窄趋势明显

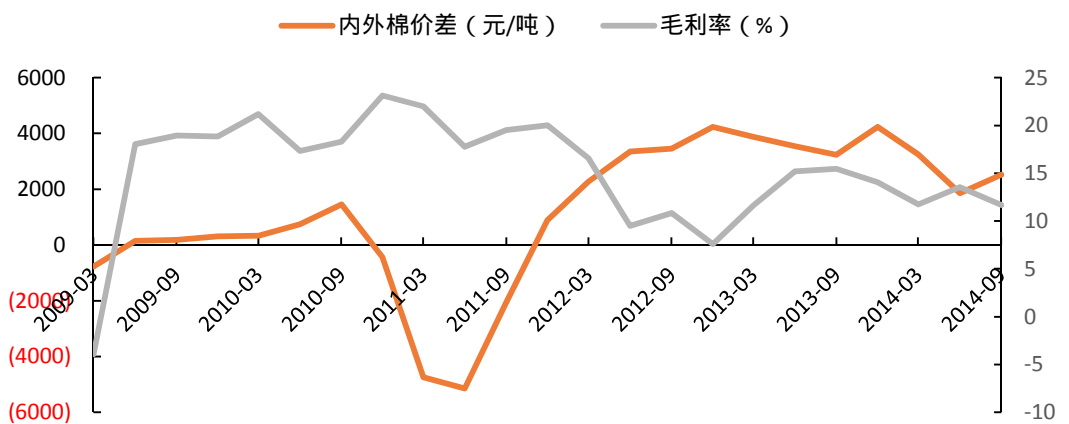


资料来源：Wind 平安证券研究所

■ 内外棉价差与毛利、股价反向变动明显

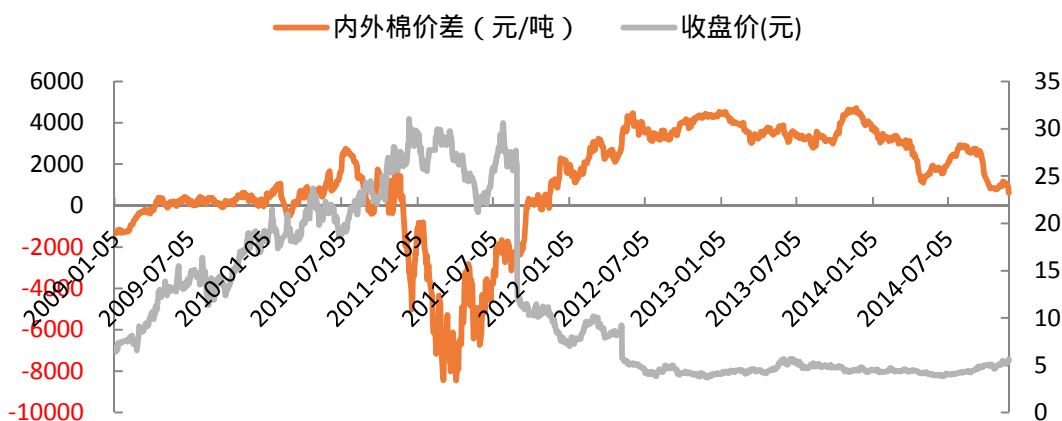
一直以来，国内外棉价倒挂，进口棉价普遍低于国内棉价。公司产品原料主要为国内棉花，而出口定价参考国际水平，故内外棉价差的拉大会挤压公司产品利润。从历年内外棉价差与公司毛利率、净利增速波动来看，公司毛利和股价与内外棉价差呈反向变动。随着直补政策红利的来临，内外棉价差收窄，毛利率回升，则公司有望迎来新的业绩加速机会。

图表22 内外棉价差与毛利率反向变动



资料来源：Wind 平安证券研究所

图表23 内外棉价差与股价反向变动



资料来源：Wind 平安证券研究所

■ 华孚色纺业绩对棉价差收窄的弹性最大

棉价波动对棉纺企业的影响来自量和价两个方面。

- 一方面在棉价下行期间量少。2014年棉价下行期间，为了避免原材料采购的高成本，下游品牌商会对订单更加慎重，甚至延后下单；而棉纺企业同样如是，库存尽量保持在低位以避免棉价下行损失，订单呈现短期化、快速化的特征。
- 另一方面是棉价下行期间价会压得更厉害。棉价下行期间，由于对未来棉价的预期会更低，因此订单价格、棉花采购价格都会相应压低，纱线的议价能力也会更低，订单呈现低价化的特征。

因此可见，2014年的订单短期化、快速化、低价化对色纺纱的订单量和价有一定程度的压制。如果2015年棉价下行并趋稳后，处于对棉价企稳甚至反弹的预期，下游对色纺纱的订单会被激活，利好订单的量和价，2015年的营收和利润增速有望超过2014年增长水平。

对比棉纺产业链的几个标的：鲁泰A、联发股份、百隆东方，我们看到华孚色纺的毛利率最低，而棉花成本比重又比较大，一旦棉价下行后趋稳，毛利率会较其他企业盈利有更大的回升；并且，华孚的彩纱比重较百隆东方更大，毛利率的弹性也会更大。这也是为什么我们推荐其作为业绩弹性最大的标的。

最后，华孚色纺直接受益新建棉补贴政策。2014年7月18日，新疆维吾尔自治区人民政府在北京举行新闻发布会，发布了国家和自治区在新疆发展纺织服装产业带动就业方面制定的十大优惠政策。公司有近三分之一产能在新疆，未来在用棉补贴、运输补贴、生产补贴、税收优惠、水电价格等方面将不同程度的受益，也进一步利好公司的盈利。

图表24 华孚色纺毛利率最低

公司	棉花	直接人工	能源及其他	毛利率
百隆东方	77%左右	7%左右	12%左右	19.6%
华孚色纺	70%以上	10%左右	10%左右	14.1%
鲁泰	55%左右	16%左右	28%左右	34.6%
联发股份	56%左右	12%左右	32%左右	21.5%

资料来源：公司公告平安证券研究所

四、盈利预测与评级

主要假设：

(1) 随着产能不断投放，纱线销售量随产能稳步增加。且，2015 年随着棉价企稳，有望迎来订单量和价的回升。我们假设 2014-2016 年色纺纱的销量增速分别为 20%、22%和 24%。

(2) 2014 年棉价下行期间，订单短期化、低价化，对当年毛利率有负面应想，随后随着棉价趋稳毛利率水平逐年提升，假定 2014-2016 年的色纺纱线毛利率分别为 12.5%，13.5%，14.5%。

图表25 收入/成本拆分

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
纱线：						
销售量（万吨）	9.9	13.3	15.1	18.2	22.2	27.2
销售单价（万元/吨）	5.0	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
营业收入（百万元）	4930	4866	5599	6664	8106	9970
营业成本（百万元）	4058	4383	4866	5831	7011	8524
物料：						
营业收入（百万元）		689	501	651	782	938
营业成本（百万元）		647	489	599	719	863
营业总收入（百万元）	4930	5554	6100	7315	8887	10908
营业总成本（百万元）	4058	5030	5355	6430	7730	9387
综合毛利率	17.7%	9.4%	12.2%	12.1%	13.0%	13.9%

资料来源：wind，平安证券研究所

结合以上假设，我们预测公司 2014-2016 年收入分别为 73.2、88.8 和 109.1 亿元，同比增长 19.9%、21.5%和 22.7%；净利润分别为 2.4、3.2 和 4.3 亿元，同比增速分别为 20.6%、33.3%和 32.9%；EPS 分别为 0.29、0.39 和 0.51 元，结合当前股价对应 PE 分别为 18.8、14.1 和 10.6 倍。

色纺纱具有不可替代的优势，该行业也正处在发展期，代表纺织产业的发展方向，未来有望和色织、印染三分天下，发展空间巨大。目前，行业格局为双寡头，稳定的格局有利公司的长期良性发展。直补政策出台后，棉价下行，内外棉价差收窄趋势明显，利好棉纺产业链龙头。我们判断公司作为色纺龙头，受益内外棉价差收窄的弹性最大；且随着 2015 年的棉价趋稳，订单量和价都会有所回升，带动公司业绩快速增长。进入 2015 年后，制约棉纺产业链发展的棉价波动的最大困境得以改善，长期看好棉纺龙头的发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表26 公司盈利预测表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5,732	6,240	7,315	8,887	10,908
YoY(%)	12.2	8.9	17.2	21.5	22.7
净利润(百万元)	91	200	241	322	428
YoY(%)	-77.7	120.7	20.6	33.3	32.9

ROE(%)	3.0	6.2	7.0	8.4	10.1
EPS(摊薄/元)	0.11	0.24	0.29	0.39	0.51
P/E(倍)	49.9	22.6	18.8	14.1	10.6

资料来源：wind，平安证券研究所

会计年度	2012 A	2013 A	2014E	2015E	2016E
流动资产	4810	4402	5026	5894	7077
现金	638	630	600	600	600
应收账款	540	720	844	1025	1258
其他应收款	292	188	294	313	411
预付账款	846	324	389	468	568
存货	2129	2135	2562	3080	3740
其他流动资产	365	404	337	408	500
非流动资产	3199	3517	3525	3643	3712
长期投资	33	24	0	0	0
固定资产	2700	2962	2967	2957	2921
无形资产	207	375	468	595	704
其他非流动资产	259	155	90	91	87
资产总计	8009	7919	8551	9537	10790
流动负债	4069	3681	4202	4682	5457
短期借款	2652	2593	2958	3242	3767
应付账款	718	520	624	750	910
其他流动负债	699	569	621	690	779
非流动负债	824	918	802	967	1004
长期借款	62	176	205	253	301
其他非流动负债	762	742	597	714	704
负债合计	4892	4599	5005	5649	6461
少数股东权益	91	78	78	78	78
股本	833	833	833	833	833
资本公积	1002	1018	1018	1018	1018
留存收益	1156	1340	1560	1882	2310
归属母公司股东权益	3026	3242	3469	3810	4251
负债和股东权益	8009	7919	8551	9537	10790

会计年度	2012A	2013 A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	472	233	249	215	136
净利润	92	189	241	322	428
折旧摊销	238	285	308	338	368
财务费用	239	195	202	241	298
投资损失	17	-14	-40	-40	-40
营运资金变动	-106	-439	-481	-678	-946
其他经营现金流	-8	18	19	33	28
投资活动现金流	-575	-143	-294	-419	-402
资本支出	608	121	320	320	320
长期投资	-32	-28	-88	0	0
其他投资现金流	1	-50	-63	-99	-82
筹资活动现金流	-325	-156	16	204	266
短期借款	-21	-59	366	284	525
长期借款	-1	114	29	48	48
普通股增加	278	0	0	0	0
资本公积增加	-269	16	0	0	0
其他筹资现金流	-312	-226	-379	-128	-307
现金净增加额	-430	-76	-30	0	0

会计年度	2012 A	2013 A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5732	6240	7315	8887	10908
营业成本	5115	5360	6430	7730	9387
营业税金及附加	22	36	43	52	63
营业费用	222	272	307	360	442
管理费用	258	275	293	347	425
财务费用	239	195	202	241	298
资产减值损失	1	16	-15	0	0
公允价值变动收益	3	-6	15	15	15
投资净收益	-17	14	40	40	40
营业利润	-139	94	111	213	347
营业外收入	300	149	200	200	200
营业外支出	7	4	5	5	5
利润总额	154	239	306	408	542
所得税	62	50	64	86	114
净利润	92	189	241	322	428
少数股东损益	1	-12	0	0	0
归属母公司净利润	91	200	241	322	428
EBITDA	338	575	621	791	1013
EPS (元)	0.11	0.24	0.29	0.39	0.51

主要财务比率

会计年度	2012 A	2013 A	2014E	2015E	2016E
成长能力					
营业收入(%)	12.2	8.9	17.2	21.5	22.7
营业利润(%)	-131.0	-32.6	17.9	92.0	63.1
归属于母公司净利润(%)	-77.7	120.7	20.6	33.3	32.9
获利能力					
毛利率(%)	10.8	14.1	12.1	13.0	13.9
净利率(%)	1.6	3.2	3.3	3.6	3.9
ROE(%)	3.0	6.2	7.0	8.4	10.1
ROIC(%)	1.0	3.8	3.7	4.8	6.0
偿债能力					
资产负债率(%)	61.1	58.1	58.5	59.2	59.9
净负债比率(%)	55.47	60.63	63.60	62.22	63.27
流动比率	1.18	1.20	1.20	1.26	1.30
速动比率	0.66	0.61	0.58	0.60	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.78	0.89	0.98	1.07
应收账款周转率	11	9	9	9	9
应付账款周转率	8.60	8.66	11.25	11.26	11.31
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.24	0.29	0.39	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.28	0.30	0.26	0.16
每股净资产(最新摊薄)	3.63	3.89	4.16	4.57	5.10
估值比率					
P/E	49.94	22.63	18.77	14.08	10.59
P/B	1.50	1.40	1.31	1.19	1.07
EV/EBITDA	22	13	12	9	7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	