

## 华孚色纺年报点评：毛利率回升、控费卓有成效促进四季度业绩亮眼，产业互联网与柔性供应链相关转型已是重点战略

年报点评：

### 一、事件：公司披露 2015 年报

2015 年，收入 68.03 亿元，同比 10.94%；毛利率 13.71%，同比上升 0.81pp；期间费用率 11.78%，同比下降 1.90pp；归属于上市公司股东净利润 3.35 亿元，同比上升 99.40%；

单从四季度来看，收入 8.62 亿元，同比上升 9.31%；毛利率 22.32%，同比上升 2.62pp；归属于上市公司股东净利润 4,507 万元，14 年四季度亏损 3,024 万元。

### 二、我们的观点

1、收入上升主要受物料销售推动，产能有序布局带动纱线产销量上升。公司营业收入上升 10.94% 达到 68.03 亿元，主要受主营业务中物料销售上涨 73.96% 达到 15.86 亿元推动；占公司收入比重 82.22% 的纱线业务则在公司在新疆、越南有序布局产能的带动下实现了产销量持续提升，报告期内公司生产纱线 16.17 万吨，同比上升 2.89%，销售 16.22 万吨，同比上升 5.01%，销量上升、加之棉价跌势企稳，使公司期内纱线收入微涨 0.50%。

表1：华孚色纺产销量、收入（单位：万吨、亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015
销售量	9.92	13.27	15.13	15.44	16.22
YOY		33.70%	14.07%	2.03%	5.01%
生产量	10.95	13.43	15.54	15.72	16.17
YOY		22.68%	15.65%	1.17%	2.89%
销售量/生产量	90.63%	98.76%	97.42%	98.25%	100.28%
纱线收入	49.30	48.66	55.99	50.42	50.68
YOY		-1.31%	15.08%	-9.95%	0.50%

数据来源：公司公告、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

陈腾曦 (8621) 2025 2682

(chentengxi@chinastock.com.cn)

林骥川 (8621) 6859 7610

(linjichuan@chinastock.com.cn)

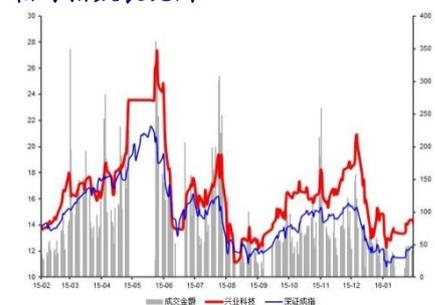
对本报告的编制提供信息

### 市场数据

时间 2016.04.08

A 股收盘价(元)	10.70
A 股一年内最高价(元)	18.65
A 股一年内最低价(元)	8.50
深证成指	10,504.88
总股本(万股)	83,299
实际流通 A 股(万股)	83,148
限售的流通 A 股(万股)	151
流通 A 股市值(亿元)	88.97

### 相对指数表现图



资料来源：wind 中国银河证券研究部

2、公司现有产能 135 万锭，新疆、越南产能的持续扩张将在未来成为收入上升的有效驱动因素。公司目前已拥有产能 135 锭，其中约 85 万锭布局于浙江、安徽、江西地区，约 40 万锭布局于新疆，越南地区 12 万锭亦已落地。考虑 2015 年 7 月新疆阿克苏工业园项目以及 2016 年新疆阿克苏、越南各 16 万锭色纺纱定增募投项目，未来新疆和越南产能布局分别将达到 100 万锭、30 万锭。截至目前，新疆阿克苏工业园项目二期 16 万锭建设已开工、越南二期 16 万锭启动。

表2: 华孚色纺135万锭（截至2015年报）产能分布

产能分布	产能 (万锭)	产能 (万吨)	工商注册 地	土地面积 (万m <sup>2</sup> )
<b>浙江:</b>				
浙江华孚色纺	13.70	2.10	上虞市	57.38
浙江缙云	3.70	0.58	绍兴市	21.53
浙江金棉	5.00	0.78	金华市	11.67
平湖金瓶	5.00	0.78	平湖市	8.51
余姚华联	8.00	1.25	余姚市	未披露
宁波华联	2.95	0.46	宁波市	未披露
宁海华联	8.90	1.40	宁波市	未披露
浙江上虞 8 万锭半精纺纱线 (2010 年定增项目)	8.00	1.20	-	-
<b>合计</b>	<b>55.25</b>	<b>8.55</b>		
<b>产能占比</b>	<b>40.93%</b>			
<b>安徽:</b>				
安徽新一棉	11.00	1.65	淮北市	未披露
<b>产能占比</b>	<b>8.15%</b>			
<b>江西:</b>				
江西华孚	9.00	1.40	九江市	31.54
九江中浩 10 万锭高端新型色纺纱项目 (2011)	10.00	1.56		
<b>合计</b>	<b>19.00</b>	<b>2.97</b>		
<b>产能占比</b>	<b>14.07%</b>			
<b>新疆:</b> <span style="float: right;"><b>新规划产能</b></span>				
新疆五家渠 12 万锭色纺纱项目 (2010 年定增项目)	12.00	2.26	-	阿克苏华孚恒天色纺产业园 15 年
对新疆奎屯锦业增资控股 (2011)	14.30	2.00	-	7 月成立，二期 16 万锭已开工；
阿克苏华孚 12 万锭色纺纱工程 (2011)	12.00	2.26	-	16 年 3 月定增项目拟建立阿克苏 高档色纺纱项目 16 万锭；未来新 疆产能布局推算为 100 万锭
<b>合计</b>	<b>38.30</b>	<b>6.52</b>		
<b>产能占比</b>	<b>28.37%</b>			
<b>越南:</b> <span style="float: right;"><b>新规划产能</b></span>				
越南项目一期	12.00	2.00	-	16 年 3 月定增项目拟建立越南 16 万锭高档色纺纱；未来产能布局拟 达到到 30 万锭
<b>产能占比</b>	<b>8.89%</b>			
<b>华孚 2014 年底总产能</b>	<b>135.55</b>			

数据来源：公司公告、银河证券研究部

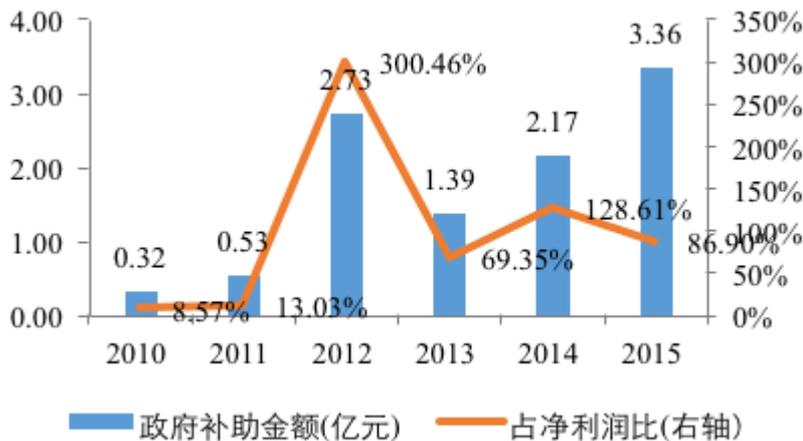
**3、采取降本增效措施，改善产品结构共同导致毛利率水平提升。**2015 年度公司实现毛利率 13.71%，同比上升 0.81pp；四季度毛利率 22.32%，同比上升 2.62pp；其中纱线毛利率 13.58%，同比上升 1.19PP。毛利率上升的主要原因包括：（1）加强内部管理，采取降本增效措施，调整产能结构，实行精细化管理，推进两化融合，实施“机器换人”，提升整体运营效率；（2）不断提升高附加值产品比重，加大研发创新，15 年新产品销售占比提升 2%；（3）15 年全年内棉价格稳中有降，公司采购成本下降，纱线营业成本较上年下降 0.86pp。

**4、公司加强内部管理，通过优化流程制度和预算控制，期间费用同比下降 4.42%。**其中，销售费用同比下降 16.46%，主要受运输费用下降影响；管理费用同比下降 2.24%，主要受人员工资下降所致；财务费用同比上升 9.95%，主要受本期汇兑损失上升影响。2015 年公司三费占比为 11.78%，同比下降 1.90pp。

**5、产能布局调整收益增加，政策收益净利润大幅度增长。**

公司布局新疆地区产能，享受优惠政策补贴，政府补助对净利润有显著的影响。且随着近年来产能规模不断提升，政府补助收益保持稳定增长。15 年政府补助金额 2.92 亿元，同比上升 34.94%，其中收益性补助 2.77 亿元。15 年实现净利润 3.35 亿元，同比上升 99.40%，其中政府补助占净利润比 86.90%。政府补助是公司利润的重要组成部分，政府补助中比较重要的部分包括出疆棉运输补贴、使用新疆地产棉补贴、税收返还款、税收优惠、棉纱生产补贴、搬迁补贴等几项，其中运费补贴及使用疆棉补贴及棉纱生产补贴都比较稳定，且预计会随着未来新疆产能扩张而保持稳定增长。搬迁补贴方面，由于公司拥有土地资源 11,000 余亩，其中已有 1,530 亩土地通过“腾笼换鸟”具备资产变现条件，可预期未来还将对利润产生正面影响。

图1：政府补助对公司净利润有显著影响



资料来源：WIND, 银河证券研究部

表 3：华孚色纺主要补贴

补贴标准	2011年	2012年	2013年	2014年	2015	
政府补助金额(万元)	5302.44	27263.08	13889.66	21666.79	29237.21	
出疆棉运输补贴(万元)	2011-2013: 600-700元/吨	2750.54	5212.20	4829.39	6052.41	4166.60
	2014至今: 800-1000元/					

吨

使用新疆地产棉补贴（万元）	2014年-至今：800元/吨				3806.14	5508.60
税收返还款（万元）		1379.21	1082.12	1878.82	1506.84	4395.32
税收优惠（万元）	增值税退税15%	45.78	78.84	879.76	1120.98	
棉纱生产补贴（万元）			569.09	2098.74	4550.85	52.44
搬迁补贴（万元）		252.05	610.33	507.73	662.12	1312.84

资料来源：WIND, 中国银河证券研究部

6、公司以自有资金5亿元在深圳前海注册成立华孚网链投资有限公司，打造基于互联网的纺织服装供应链平台。公司设立网链投资主要是基于启动业务转型、实现产业贯通的需要，目前已控股设立了“新疆天孚棉花供应链有限公司”和“浙江菁英电商产业园有限公司”，进行原材料端和订单端的布局。“公司作为色纺行业龙头企业，在需求把握、趋势引领、时尚设计、标准制订、产业资源、营运模式、信息驱动等方面积累了深厚的基础，面对互联网3.0发展机遇，公司将进行全产业布局，积极融入垂直整合电商平台，形成柔性供应链垂直社交生态圈，最终实现从时尚制造商向时尚运营商转变。”

### 三、投资建议

结合华孚携手新棉整合新疆优质棉花资源到联合锦程在金华设立电商产业园，华孚色纺产业互联网平台的搭建已在原材料端和订单来源端做出了尝试，同时也为未来的人才与项目来源进行了基础性布局。公司目前89亿市值，15年3.35亿净利润，市盈率仅有27倍，随着其新疆布局进一步深化、产能逐步释放，公司主业业绩预期将维持稳健增长的态势，股价具备安全边际（1期员工持股计划价格与定增底价均高于现价），结合其产业互联网的战略与目前脚踏实地的布局情况，我们认为公司股价在其战略获得资本市场认可后将具备较大的向上弹性，继续给予“推荐”评级。

### 附注：

#### 1、公司目前的资本运作概况：

（1）定增：定增1.73亿股，定增底价不低于12.72元/股，现价10.7元/股，定增后公司总股本为10亿股，市值107亿，定增募集资金主要投向新疆，目前在审批中，反馈意见已回复。

（2）员工持股：一期员工持股计划总额2亿元，优先级:劣后级为9:1，购买均价11.47元/股；二期员工持股计划总额2亿元，优先级:劣后级为3:1，购买均价8.87元/股。

#### 2、年报中关于产业互联网和柔性供应链平台相关描述

“报告期内，公司以自有资金5亿元在深圳前海注册成立华孚网链投资有限公司，打造基于互联网的纺织服装供应链平台，公司设立网链投资主要是基于启动业务转型、实现产业贯通的需要。目前已控股设立了新疆天孚棉花供应链有限公司（暂定名，以工商部门核准为准）和“浙江菁英电商产业园有限公司”（暂定名，最终以工商部门核准为准）。华孚作为色纺行业龙头企业，在需求把握、趋势引领、时尚设计、标准制订、产业资源、营运模式、请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

信息驱动等方面积累了深厚的基础。面对互联网 3.0 发展机遇，公司将进行全产业布局，积极融入垂直整合电商平台，形成柔性供应链垂直社交生态圈，最终实现从时尚制造商向时尚运营商转变。”

“（3）产业两级分化。未来订单向价值客户更加集中，瞄准价值需求，实行强强联合，有利于公司接大单、接好单。同时也为我们整合供应链，实现产业转型创造了更好的条件。华孚过去的成功是通过先营销获取订单后，对行业优质纺织资源的快速整合；新的机会出现，整合从纺织厂扩大到整个产业链，这是又一次快速扩张的机会。”

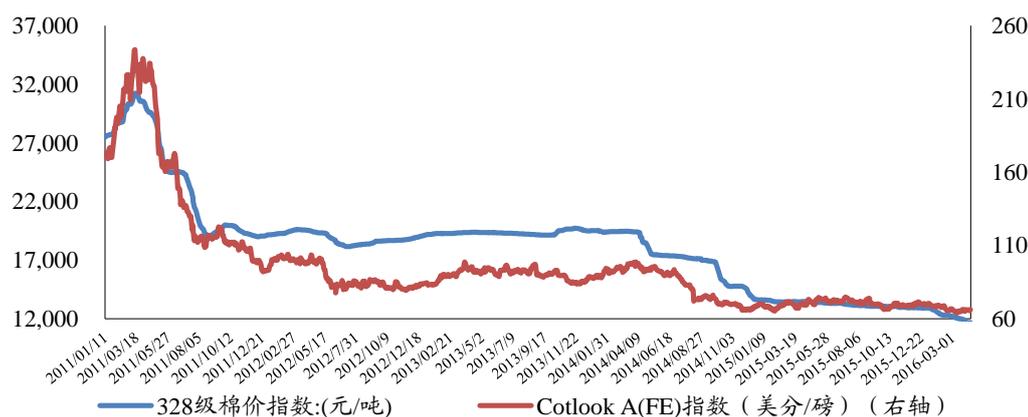
“（4）产业互联。由于市场快、平、新的前道挤压后道式的需求变化，不仅对企业的流程再造、组织变革、信息化提出了更高要求，也在催生供应链的柔性化和平台电商的分化升级，使得纺织服装产业纵向协同、横向跨界的产业互联成为可能，为网链业务的启动和发展提供了良机。”

“（二）公司发展战略：随着经济形势的发展，世界纺织行业的格局正发生着变化，欧洲技术、中国制造、世界营销将成为新的竞争格局，个性、多样、时尚会成为纺织服装行业新特点，柔性供应链与产业互联网将颠覆现有产业布局，但未来全球竞争力依然在中国。1、把握全球化之势，以一带一路为指针，稳步推进产业转移。2、把握智能化之势，以研发、制造、营运智能创新为重点，加快实施产业升级。3、把握互联网之势，以网链业务为增长点，积极探索产业转型。”

“（三）公司 2016 年经营计划和工作措施：4、实施产业转型。积极推进新业务的发展，加大原料经营，创建棉花及纺纱网链业务，试点电商产业园。”

### 3、近期棉价走势图及棉花政策

图2：近年来内外棉价走势图



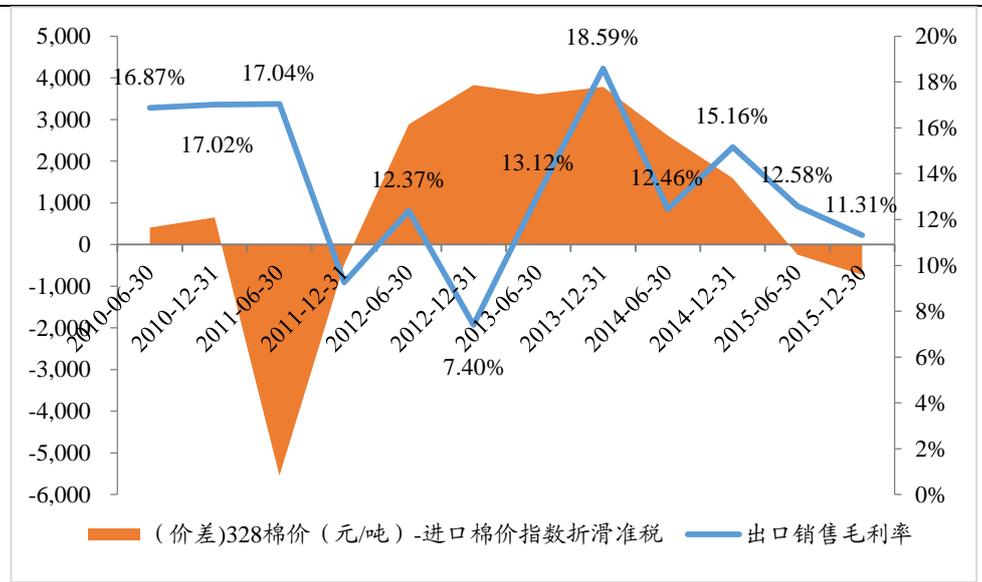
资料来源：WIND, 银河证券研究部

近日，有关棉花市场的调控政策密集出台：首先是储备棉轮出政策时间推迟至 4 月下旬，抛储将增加市场供应量，对今年棉价仍有较大的负面影响；其次是 2016 年棉花目标价格确定为 18600 元/吨，较上年降低 500 元/吨，棉花产量估计会进一步下降。总体来看，虽然棉花产量可能因目标价格降低而减少，但由于中国目前具有巨量棉花储备总量（1,100 万吨），预计仍将长期限制国内棉价的上涨。此外，2015 年进口棉受配额数量制约，供应有限，发改委相关

负责人表示，2016年继续严控棉花进口，关税内进口配额仍限制在WTO的约定底线89.4万吨的水平上。

#### 4、内外差棉价与公司出口销售毛利率关系图

图3: 华孚色纺毛利率和国内外棉价差反向波动



资料来源: WIND, 银河证券研究部

#### 5、新疆棉花补贴政策

(1) 出疆棉、纱运费补贴。2011年起，中央及自治区财政提高出疆棉纱运费补贴标准，对符合要求的出疆棉纱，32支以上(含32支)棉纱给予每吨700元运费补贴;32支以下棉纱，给予每吨600元运费补贴，并对出疆棉布给予每吨500元运费补贴。2014年中央及自治区扩大了出疆产品运费补贴范围和标准：**32支及以上棉纱类产品新疆南疆地区每吨补贴资金1000元，其它地区补贴800元;32支以下棉纱类产品南疆地区每吨补贴资金900元，其它地区补贴700元;棉布类产品每吨补贴1000元。**

(2) 使用新疆地产棉补贴。2014年10月起，为发展新疆纺织服装产业带动就业，对生产过程中使用新疆地产棉花(含地产粘胶纤维)的自治区纺织企业，在国内外棉花价差较大的情况下，启动棉纺企业生产用棉财政补贴政策。新财建【2014】433号文件明确，当新疆棉花价格高于同期进口棉价格(到岸价+1%关税)1500元/吨时，给予纺织企业使用新疆棉补贴。棉花差价按照自治区公布的每个自然年度新疆地产棉花平均价格与同期进口棉平均价格之差确定。补贴资金按照企业生并实现销售的棉纺产品使用新疆地产棉花和粘胶纤维的数量进行核算。**核算确认的棉花和粘胶纤维补贴标准为每吨800元。**

## 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。

### 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）、红豆股份（600400.sh）

## 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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [yumiao\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)