

## 华孚色纺(002042.SZ)

评级: **买入** 前次: **买入**

目标价(元): 12—14

分析师

吴晓宇

S0740515030001

021-20315169

wuxy@r.qlzq.com.cn

2016年04月07日

### 网链论坛暨战略发布会纪要

#### 基本状况

总股本(百万股)	833
流通股本(百万股)	831
市价(元)	11.03
市值(百万元)	9,188
流通市值(百万元)	9,171

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6,804	7,330	8,077	8,911
营业收入增速	11%	8%	10%	10%
报告净利润	336	433	535	663
报告净利润增速	99%	29%	24%	24%
每股收益(元)	0.40	0.52	0.64	0.80
市场预测每股收益(元)		0.51	0.60	NA
市盈率(倍)		21	17	14
PEG		0.74	0.72	0.58
总股本(百万股)	833	833	833	833

备注: 市场预测取 Wind 一致预期

#### 投资要点

**事件:** 我们于4月13日参加了公司网链论坛暨战略发布会, 重点纪要如下:

- 华孚色纺未来10年发展纲要。再定位:** 将华孚从全球最大色纺制造商与供应商转型成为全球纺织服装产业时尚运营商, 新的标杆就是香港的利丰和美国的伊藤忠。**未来十年的目标:** 从百亿的理想起步去追求千亿梦想。**三条战略去实现这个目标:** 第一个是带路战略, 紧紧地追随国家一路一带战略, 优化国际国内战略布局; 第二个是智化战略, 在自动化、信息化、智能化、物联化上面下功夫, 提升华孚的产品附加值, 提升华孚的营运效率, 提升华孚科技领先路; 第三个网链战略, 通过产业互联网、柔性供应链、电商产业园的搭界, 在网链上引领华孚, 走向未来。**进程:** 主要分为三个阶段, 2016-2018 创建阶段包括全球化布局、供应链形成、平台建立; 2019-2021 扩容阶段包括实业扩容、供应链扩容、平台扩容; 2022-2025 升级阶段, 产业生态系统形成。**关键战役: 1, 全球布局:** 要有全球开发、全球营销、全球制造、全球采购、全球营运的五全布局; 新型纱线要进行色纺纱、染色纱、坯纱三纱合一的产品组合策略; 产能上以新疆为中心, 全球均衡布局。**2, 智化创新方面做到三智四化:** 三智指智能研发、智能制造、智能营运; 四化指自动化、信息化、物联化、智能化。**3, 产业贯通:** 从棉花供应链、纱线供应链、面料供应链、服装供应链建立一个连贯的系统。**4, 平台互联:** 针对资源、创业、消费三方的专业服务平台是基于大数据贯穿产业、开放共赢环境的电子商务平台, 包括棉花交易市场、纱线交易网、面料交易网、服装交易平台和电商产业园。**5, 在机制聚才方面:** 建立合伙制, 完善中长期激励机制, 平台聚才; 完善产品项目制, 深化事业部制度; 打造人才循环系统。**6, 产业融合方面:** 目前基本上是靠银行融资、发债、股权融资这样一种主要的渠道, 未来十年会做好产能结合互动, 产业链的上面做产业领跑的探索, 会做融资租赁的探索, 会去做产业保险的探索, 完善华孚的支撑性。

- 维持“买入”评级, 3-6个月目标价12-14元。**预计公司2016-2018年EPS 0.52、0.64、0.80元, 对应PE 21、17、14倍。我们长期看好公司在柔性供应链和产业互联网领域的布局。

■ **风险提示。**宏观政策风险；市场系统性风险等。

**详细纪要：**

## 华孚未来十年发展纲要（演讲者：公司董事长孙伟挺）

首先引用日本学者写过的一本书讲战略就是讲故事，用讲故事的方式来阐述华孚的故事，这个故事包括三个方面：一是目标，要在亢奋退却后能说服自己坚持下来；二是人，要能让伙计们愿意一起做下去；三是钱，资本市场、投资人感兴趣肯出钱。

华孚如何用一根纱线贯穿纺织服装产业？

### 一、产业的终极在哪里？

1、纺织服装产业是一个长生产业，现代纺织服装产业从英国以及欧洲起步，历经美国时代，日本以及亚洲四小龙时代，回归到手工业时代最繁荣的中国，现在南亚东南亚正在逐步瓜分中，本世纪末非洲有可能像当年人类起源一样会重新回到我们的视野中心。

2、产业运行规律的基本脉络：贵往高处走，廉往低处流。

发达国家比如欧洲还保留着高端技术、高端设计、高端装备、高端纤维；生产要素成本比较低的标准化的初级加工的低端产品主要往发展中国家比如印度、孟加拉转移；中国正走在这两者之间。

当前的竞争格局依然是欧洲掌握科技与技术、中国制造、全球营销的这么一个格局；未来十年的全球竞争力依然在中国，中国的消费、农业劳动力转移与中国制造竞争力、中国资源形成了经济生态圈。

**称未来为白银十年，原因：**1) 消费升级—中国未来十年将产生 5 亿中产阶级；2) 城镇化及农业现代化将转移 1 亿农村劳动力；3) 中国资源—最大化纤生产国、第二大产棉国。因此中国纺织服装的生态圈依然是有原动力的、前途的产业。

### 二、色纺的历史沿革

1、到目前为止主要有三个基本的流程

技术方式	主要工艺流程	主要特征
布染方式	纤维→纺纱→织布→染布	传统的纺织染
色织方式	纤维→纺纱→染纱→色织	先染纱后织布
色纺方式	纤维→染纤→色纺→色织	先染纤维再纺纱

色纺起源于十八世纪的英国毛纺业，发展于韩国为代表的东亚，繁荣于当今的中国，从一种技术、一个产品、一个车间、一个企业到一个细分产业，中国对色纺这一门类做出了重要的历史贡献。

### 三、色纺的产业贡献

- 1、服装色彩还朴归真
- 2、纤维混纺优势互补变得容易
- 3、提高了色牢度，更容易解决色差
- 4、自然的节水减排工艺流程：环保性体现在可以用 40% 的水排出 40% 的污水，就能生产出 100% 的产品，是节能减排的产业
- 5、纺纱成为创新源动力

### 四、色纺的现实障碍

色纺的市场份额，据不完全统计色纺占整个纱线用量的 6% 左右，染色纱占 15% 左右，普通的通过布染的占 79% 左右，所以它是一个比重很小的生产。因为如此多的优势，可以认为他的市场空间还是很大的。

**色纺如对此多的好处却没有爆发式持续增长的原因：**认为最大的障碍来源于三个方面：

- 1) 消费者的认知:消费者不知道色纺纱的形式，也不知道色纺纱做的服装与染布有何差别；
- 2) 后道不主动推广：不愿主动用色纺纱；
- 3) 后道加价 5%，然后卖给终端品牌。

这样几个障碍使得色纺纱这个好东西被遏制在产业的过程中间，目前前道营销目前已经可以直接供应给世界各地的著名的服装品牌，但产业的障碍依然存在。

## B.故事的背景

### 一、市场趋势与变化要点

随着消费的逐步随心所欲，个性、多样、时尚为特征的变化，产业未来的要点在快、平、正、新四个方面，快指交期快，平指价格平，正指质量正，新指产品新。

### 二、产业趋势与变化要点

随着生产成本的过快增长，产业呈现转移（新疆、越南）、创新升级、两极分化、企业对外链合对内一体化四个方面；对于一些独立竞争力不够的企业，急速的需要有工业去抱团取暖，才能赢得立足之地。

### 三、环境趋势与变化要点

新型城镇化与农业现代化，将会释放 1 亿农村劳动力、降低棉花生产成本，支撑产业十年白银时代；消费升级的沿海与人口集聚的中部与资源丰富的西北东北省份，构成消费、生产与资源的自我循环系统，所以中国就算没有对外开放，目前的水平也构成了这么一个环境的自我生态圈。

创新与环保、智能将成为主旋律；

产业互联网作为互联网 V3.0 方兴未艾，将会颠覆产业现有格局，未来的竞争对手不一定是现在的竞争对手；

柔性供应链作为产业互联网的孪生兄弟，同样会颠覆产业现有格局，需求碎片化与产业社会化为柔性供应链创造了必要性与可能性。

#### 四、华孚基因与未来机会契合

华孚创立 23 年来的主要收获：品牌地位、产能规模、资产积累。

华孚这个品牌在色纺领域已经是领导型的、领跑者姿态，无论是趋势引领、还是标准制定、还是形象的阐释、理念的传播方方面面已经成为这个行业的风向标。

到 15 年末，华孚的产能是 135 万锭，到目前为止也是全球规模最大的色纺制造商。

通过 10 年到现在四五年的并购扩张与建设，华孚目前拥有的土地有 11000 余亩，浙江的土地基本具备了产业转移的条件，这是华孚不可复制的、沉淀的优势，

华孚创立 23 年的主要驱动力：品牌营销、兼并扩张、系统管理。

华孚的品牌营销在纺织领域创造了很多第一，品牌营销驱动华孚品牌强势崛起，包括产品创新、先到营销；兼并扩张驱动华孚外延式规模增长，从 2000 年开始已经并购了 30 几家企业，这个过程中积累了丰富的经验，也吸取了应有的教训，所以跟人合作、怎么合作，在供应链领域、在产业的互动合作领域，华孚有一定的心得；系统管理驱动华孚综合竞争力提升，华孚是一家强调管理的企业，在很小的时候就上了 SAP、ERP，到目前为止，通过流程的梳理，制度的成长，也有七百多个，现在有十几个软件来支撑着公司的运行，在系统管理层面有几句口号：依靠组织打仗、按照制度办事、凭文化凝聚人，基本形成了内部管理的方式，这是推动华孚 23 年来往前走的主要力量。

华孚基因提炼：产业的情景、战略的视野、创新的冲动、时尚的因素、以及对行业的使命感。

对于华孚的过去是天时地利人和，过去 23 年是乘势改革开放的东风，借助人口红利，专心一根纱线的结果；华孚的未来是将华孚的基因与时代趋势进行有机结合，才能创造新的华孚。

### C.故事的内容

**一、再定位：**将华孚从全球最大色纺制造商与供应商转型成为全球纺织服装产业时尚运营商，新的标杆就是香港的利丰和美国的伊藤忠。

**二、未来十年的目标：**要从百亿的理想起步去追求千亿梦想。

**三、战略：**三条战略去实现这个目标，第一个是带路战略，紧紧地追随国家一路一带战略，优化国际国内战略布局；第二个是智能化战略，在自动化、信息化、智能化、物联化上面下功夫，提升华孚的产品附加值，提升华孚的营运效率，提升华孚科技领先路；第三个网链战略，通过产业互联网、柔性供应链、电商产业园的搭界，在网链上引领华孚，走向未来。

**四、进程：**主要分为三个阶段，2016-2018 创建阶段包括全球化布局、供应链形成、平台建立；2019-2021 扩容阶段包括实业扩容、供应链扩容、平台扩容；2022-2025 升级阶段，产业生态系统形成

**五、关键战役：1、全球布局：**要有全球开发、全球营销、全球制造、全球采购、全球营运的五全布局，才能支撑华孚的前进化战略。

新型纱线也要进行色纺纱、染色纱、坯纱三纱合一的产品组合策略，实现稳健快速增长，市场布局更加合理。

产能上形成以新疆为中心，全球均衡布局这么一格局，华孚会收缩浙江、长江和黄淮的产能，完成越南 30 万锭的建设，开拓南亚跟非洲的生产基地，重点建设新疆。

**2、智能化创新方面：**要做到三智四化，三智指：智能研发、智能制造、智能营运；

四化指：自动化、信息化、物联化、智能化，这些方面来探索我们的升级之路。

建立企业的服务总线，完成业务系统重构，实现物联网管，支持产品大数据运行，实现四个集成，即界面集成（同一界面视图）、流程集成（统一流程平台）、服务集成（统一服务管理）、数据集成（统一数据视图）；2016~2018 年每年投入 1.5 亿元，全面推进机器人战略的落地，结合色纺的实际，从拌花、清花至自络、成包各工序进行全面规划，万锭用工减少 30 人以上；公司会通过并购等形式，介入智能装备，推动智能制造，即在 2016 年并购智能装备制造→2017 年系统智能优化能力→2018 年全面推广应用；通过技术创新，对色彩、材料、新型色纺纱线、经典色纺纱线、新型还纱纱线、新型染色纱线进行持续研发。

公司会通过并购等形式加入智能研发、智能设计行列，在五个层面牵引企业创新

色彩	自动测配色系统	色彩数字化	色彩智能化管理
技术	自动化技术	连续化染色技术	散纤维冷堆染色
材料	外观产品 CAD 模拟技术	面料、服装 CAD 管理系统	
新型纱线	设计师产品；包覆纱； 大倍率竹节纱；段彩竹节纱；	特殊手感纱；超短竹节纱；聚酯改性功能；抗起毛球产品	负竹节纱；冷堆染色产品；聚酯改性功能；冷堆染色产品
拓展应用	外观梭织； 家纺棉	低弹梭织色纺纱； 家纺纤维素	高支梭织色纺纱； 家纺外观

**3、产业贯通方面：**1) 建立开放发展的产业规则，通过产业链的紧密协同，提高营运质量与效率，为客户提供价值服务。产业贯通是从棉花供应链、纱线供应链、面料供应链、服装供应链这样一个连贯系统的建立。

2) 产业贯通—棉花供应链：天孚棉花供应链立足新疆优质棉花资源为起点，以轧花厂、棉麻站为载体，利用国家对农业改革、新疆发展支持，实现大农业、大数据、大金融战略，做大做强棉花产业，过程为 2016 年运行→2017 年扩容→2018 年优化。



3) 产业贯通—纱线供应链：柔性纱线供应链，将纱线制造商与客户通过订单链接起来，实现分类生产，降低成本，进行分享。按级别对自愿加入的制造商进行 ABC 分类，A 类制造商以入股供应链公司建立纽带，进行二次分配。辅之原料、资金、标准、技术与人才支持。

4) 产业贯通—面料供应链：柔性面料供应链，建立新型纱线与新型面料数据库，变客户为供应商，建立贸易内部循环，对接服装供应链公司、制衣厂与面料分销商、终端品牌公司，提升对小批量、多品种、定制化、快速多频次交付能力，打造新型面料差异化竞争力，过程为 2016 年启动→2017 年试业→2018 年发展。

5) 产业贯通—服装供应链：柔性服装供应链，以面料供应链为支撑，组织社会化的微生产单位的服装产能，与垂直服装电商平台合作建立服装供应链公司，逐步实现以华孚为主导的柔性服装供应链体系。

**4、平台互联方面：**对资源、创业、消费三方的专业服务平台是基于大数据贯穿产业、开放共赢的环境、电子商务平台。

1) 平台互联—棉花交易市场：已经控股新疆棉花交易市场，将天孚棉花供应链 O2O，创建以资源、技术为背景的具有最佳性价比解决方案的棉花交易平台；过程是 2016 年创建→2017 年开展线上交易→扩大产易规模

2) 平台互联—纱线交易网：并购纱线交易平台，将纱线供应链 O2O。建立一个以大数据为支撑，提供整体解决纱线方案的综合纱线交易平台。

3) 平台互联—面料交易网：并购面料交易平台，将面料供应链 O2O。建立一个以面料数据库为支撑，依托各个服装供应链公司一起成长的面料交易平台。

4) 平台互联—服装交易平台：创建华孚自主的垂直服装平台，建立新型纱线、新型面料、新型服装，集全球产业链设计师、兴趣电商于一体的服务交易平台。

5) 平台互联—电商产业园：抓住国家转型升级的阶段性机会，以双创为需求，寻找电商潜力集聚地，开展物业、增值服务，建立天使孵化机制，培育网链协同力量。

**5、机制聚才方面：**建立合伙制，完善中长期激励机制，平台聚才；完善产品项目制，深化事业部制度；打造人才循环系统。一个大型的企业，不能依赖外部的招聘，必须依赖于自生的源生态培养人才，某种意义上说未来十年的成败完全依赖于人才循环系统能否建立起来。华孚是一家能够为社会提供人才的企业，而不是从社会挖掘人才才能够发展的企业，新的领域除外。

**6、产业融合方面：**目前基本上是靠银行融资、发债、股权融资这样一种主要的渠道，未来十年会做好产能结合互动，产业链的上面做产业领跑的探索，会做融资租赁的探索，会去做产业保险的探索，完善华孚的支撑性。

## C2B 与柔性供应链（阿里研究院副院长游五洋）

引用总理对 C2B 解读：所谓 C2B，就是消费者提出要求，制造者据此设计消费品、装备品。

互联网+传统产业大背景

1) 两个互联网+的角度：a) 接入层：窄带到宽带，PC 到移动。b) 应用层：“虚拟经济”到“与实体经济融合”，再到 O2O。

2) 发展现状：6.9 亿网民，6 亿智能手机用户。

互联网+：“黄金时代”的来临。

宏观：“外需+WTO”到“内需+互联网”；中观：互联网+传统产业的过去、现在与未来；微观：互联网对价值链的渗透和改造。

互联网给传统企业带来的系统性变化

	传统	互联网+
广告模式改变	狂轰乱炸	精确制导、口碑传递
销售模式改变	工厂-分销商-用户	工厂-用户
生产模式改变	大批量，低成本	小批量、多品种、快速反应
库存模式改变	大量库存	低库存经济
管理模式改变	模拟化管理	数字化管理

3) B2C 基本特征：以厂商为中心、大规模生产同质化商品、广播式的大众营销、被动的消费者。

C2B 基本特征：个性化营销捕捉碎片化、个性化需求，以数据低成本、全流程贯通为基础实施拉动式配销、柔性化生产快速满足市场需求。

如何实现柔性化：基础是全流程数据打通

## 解构产业互联网（京东终身 CTO、磁云科技董事长李大学）

### 1、互联网+三大产业机会

行业小、散、乱	资本+互联网	行业整合
行业信息化程度低	SaaS+免费	产业互联网平台
行业账期	供应链金融+产业金融	行业规则重构

### 2、CODEX 五级创新模式拷贝→优化→升维→生态→磁云模式

### 3、互联网+方法论：B2B+O2O+产业金融

B2B:1) 整合上游供应链资源获取优势地位

2) 发挥自身优势

3) 帮助转型（销售→服务）

4) 系统支撑 SAAS 管理系统，CRM 销售管理、进销存、财务、营销管理、移动营销、OA

O2O:1) 线下服务产业延伸

5) 线上流量转化：电商平台、自营平台、营销推广

### 4、“互联网+”十大预言

1) 每个行业都会出来新 BAT，特别是那些万亿，千亿行业

2) BAT 正在变为传统企业。BAT 模式被证明不适合产业互联网

3) 产业互联网现在还处于春秋战国时期，统一江湖为时尚早

4) 互联网+更关注商业本质和模式创新

5) 产业资本、产业集群和行业协会成为产业互联网助推器

6) 传统分销商大量转型为产业互联网平台的城市合伙人

7) 银行大举介入产业互联网

8) 行业软件免费成为常态，传统软件商转型成为平台服务商

9) 个人成为业务合伙人，“个体户”流行

10) 互联网人才加速流入传统企业



## 互动交流

**1、Q：**从华孚作为整个供应链的切入点，在未来 2~3 年构建柔性供应链这个平台的难点在哪里？突破的时间点是什么样子？

**A：**面料几乎没有行业的垄断性，华孚更懂得做棉花经营，主要站在需求方面呢，与其他大企业相比所具有的优势；难点一定在于自己，不在别人，传统的企业、传统的模式怎样拥抱互联网，在这方面无论是思想理念还是人才融合，以及体制机制的改变都是难点。这主要是三五年的事，这是趋势所在。

**2、Q：**公司目前在人才、资金方面是否有了充足的准备，目前处于什么状态？

**A：**首先人才的充足准备是不现实的，因为只有做起来才能不断积累一定人才，一般要具备出仓班子，互联网方面主要是并购的方式，而不是另起炉灶，从零开始。很多高级人才是流动的，社会具有人才，关键看自己的机制，要将货币资本、人才资本有机结合；而公司资金方面不是问题，不需要考虑。

**3、Q：**如何看待内外棉花差价趋势？

**A：**整个趋势不会有很大的变化，高等级棉花国内市场相对于国际市场会贵一些，低等级的棉花国内市场相对国际市场会低一些，基本比例关系变化不大。

**4、Q：**华孚网链的动作与主业的协同效应如何？

**A：**华孚是自然而然、水到渠成的延伸，主要借助了互联网的力量和资本的力量，和主业的协同效应是巨大的，大数据的分享，整个产业变成一个生态链，生态链内部新的分配机制是存在的。

**5、Q：**整个产业链市场集中度的情况？整个产业链各个环节多数参与者在市场状态的痛点是什么？

**A：**全世界棉花产量 2500 万吨上下，需求量也是 2500 万吨上下，作坊棉花、加工棉花、使用棉花一体化的企业比重估计不会大于 20%，2000 万吨主要通过贸易，目前全球超过 100 万吨棉商主要有两个，50 万~100 万吨只有几个，即使如此，棉花的贸易集中度还是比较高的；行业小、散、乱、过度离散、同质化竞争是目前状态。

**6、Q：**与京东、阿里是否有合作意向？

**A：**存在合作可能，华孚的梦想是建立自己的平台，孙总认为色纺纱是最适合做 C2B 的元素，未来可能是纱衣一体化、或布衣一体化，三年内做一千亿需要与阿里合作，而二十亿、五十亿、一百亿可以自己来做这个平台。

**图表1：华孚色纺季度利润表**

单位：万元

项目/季度	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4
销售收入	156,556	159,059	205,682	169,683	78,851	160,700	222,282	211,152	86,191
YoY	-4%	5%	14%	25%	-50%	1%	8%	24%	9%
EBIT	8,234	5,234	10,833	3,297	-3,244	6,014	12,806	9,710	4,369
YoY	-932%	15%	-3%	-42%	-139%	15%	18%	195%	-235%
报告净利润	3,803	5,033	9,120	5,719	-3,024	8,442	14,193	6,451	4,070
YoY	284%	14%	28%	22%	-180%	68%	56%	13%	249%
核心净利润	2,532	-319	5,704	-652	-49,733	1,059	8,182	3,345	-4,096
YoY	342%	191%	1%	868%	-2064%	432%	43%	613%	92%
EPS(元)	0.05	0.06	0.11	0.07	(0.04)	0.10	0.17	0.08	0.05
核心EPS(元)	0.03	(0.00)	0.07	(0.01)	(0.60)	0.01	0.10	0.04	(0.05)
主要财务比率	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4
毛利率	14.0%	11.8%	13.6%	11.7%	19.7%	12.6%	13.2%	11.6%	22.3%
销售费用率	4.1%	3.6%	4.2%	5.1%	10.0%	4.0%	3.4%	3.0%	6.4%
管理费用率	4.2%	4.5%	3.7%	4.3%	12.8%	4.5%	3.6%	3.5%	10.1%
财务费用率	2.9%	3.4%	2.3%	2.6%	8.0%	3.0%	1.9%	3.0%	8.8%
EBIT 比率	5.3%	3.3%	5.3%	1.9%	-4.1%	3.7%	5.8%	4.6%	5.1%
报告净利润率	2.4%	3.2%	4.4%	3.4%	-3.8%	5.3%	6.4%	3.1%	5.2%
核心净利润率	1.6%	-0.2%	2.8%	-0.4%	-63.1%	0.7%	3.7%	1.6%	-4.8%

来源：中泰证券研究所，Wind

**图表2：华孚色纺盈利预测详表**

单位：万元

项目/年度	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	CAGR_16-18
营业收入	486,553	559,945	504,247	506,741	557,415	631,551	715,547	
价格推动	-18%	1%	-18%	-4%	0%	3%	3%	
销量推动	34%	14%	10%	5%	10%	10%	10%	
物料收入	68,875	50,096	91,186	158,629	160,000	160,000	160,000	
落棉销售	17,814	13,971	17,841	14,970	15,594	16,135	15,566	
<b>总收入</b>	<b>573,242</b>	<b>624,012</b>	<b>613,274</b>	<b>680,365</b>	<b>733,009</b>	<b>807,686</b>	<b>891,114</b>	
YoY	12.24%	8.86%	-1.72%	10.94%	7.74%	10.19%	10.33%	9.41%
毛利率	10.77%	14.11%	13.36%	13.70%	14.10%	14.50%	15.00%	
销售费用率	3.88%	4.37%	5.05%	3.80%	3.82%	3.71%	3.59%	
管理费用率	4.50%	4.40%	5.23%	4.61%	4.50%	4.21%	3.93%	
财务费用率	4.17%	3.13%	3.40%	3.37%	3.27%	3.10%	2.92%	
营业外收入	29,320	14,486	23,068	29,909	33,000	35,000	37,000	
所得税率	40.38%	21.04%	21.83%	9.45%	10.00%	10.00%	10.00%	
归属母公司净利润	9,074	20,027	16,847	33,593	43,250	53,532	66,291	
YoY	-77.70%	120.72%	-15.88%	99.40%	28.75%	23.77%	23.84%	25.43%
<b>EPS (元)</b>	<b>0.11</b>	<b>0.24</b>	<b>0.20</b>	<b>0.40</b>	<b>0.52</b>	<b>0.64</b>	<b>0.80</b>	
PE					21	17	14	

来源：中泰证券研究所

图表3：华孚和百隆色纺纱单位售价和毛利率历年比较

单位：万元

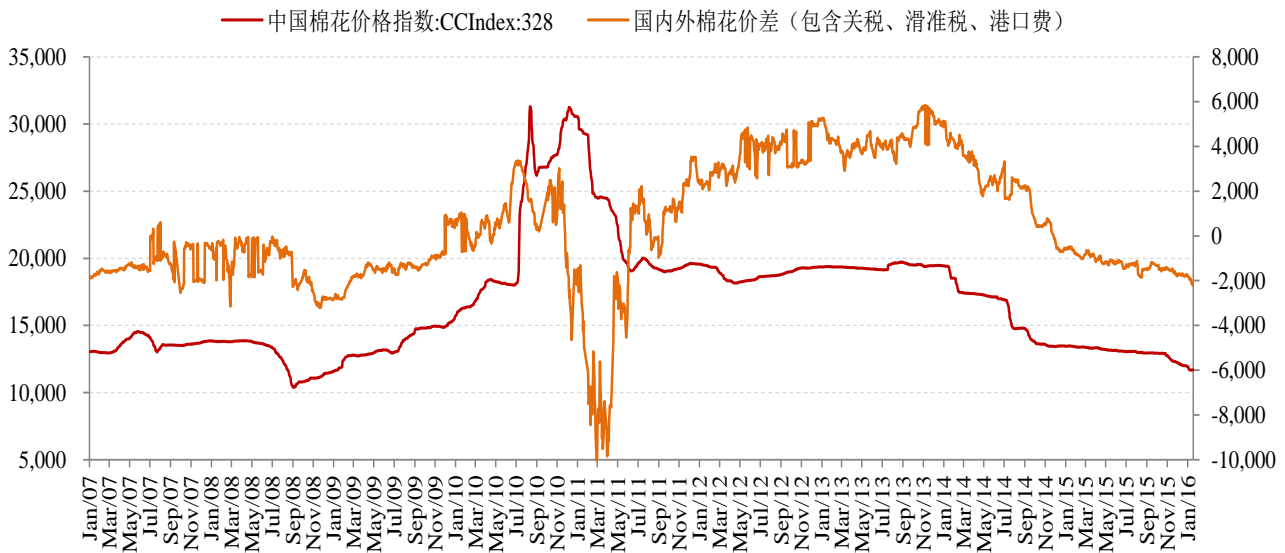
华孚色纺	2010	2011	2012	2013	2014	2015
色纺纱产量(吨)		109,491	134,329	155,352	157,165	161,703
色纺纱销量(吨)		99,229	132,699	151,337	154,413	162,153
色纺纱收入	392,265	441,135	486,553	559,946	504,247	506,766
YoY	38%	12%	10%	15%	-10%	0%
色纺纱营业成本	316,018	359,830	438,338	486,559	441,774	437,956
<b>色纺纱毛利率(不含落棉)</b>	<b>19.4%</b>	<b>18.4%</b>	<b>9.9%</b>	<b>13.1%</b>	<b>12.4%</b>	<b>13.6%</b>
<b>单位售价(万元/吨)</b>		<b>4.45</b>	<b>3.67</b>	<b>3.70</b>	<b>3.27</b>	<b>3.13</b>
YoY			-17.5%	0.9%	-11.7%	-4.3%
单位成本(万元/吨)		3.63	3.30	3.22	2.86	2.70
YoY			-8.9%	-2.7%	-11.0%	-5.6%
物料收入	76,308	51,860	68,875	50,096	91,186	158,629
物料营业成本	67,774	45,949	64,660	48,918	87,435	148,059
物料毛利率	11.2%	11.4%	6.1%	2.4%	4.1%	6.7%
主营收入(色纺纱+物料)	468,573	492,995	555,428	610,042	595,433	665,395
主营成本(色纺纱+物料)	383,792	405,779	502,998	535,477	529,209	586,015
总收入	478,311	510,724	573,242	624,013	613,274	680,365
总营业成本	383,985	409,333	511,511	535,991	531,326	587,141
落棉收入(总收入-主营收入)	9,738	17,729	17,814	13,971	17,841	14,970
落棉营业成本	193	3,554	8,513	514	2,117	1,126
落棉毛利率	98.0%	80.0%	52.2%	96.3%	88.1%	92.5%
将落棉计入色纺纱中后的收入	402,003	458,864	504,367	573,917	522,088	521,736
将落棉计入色纺纱中后的成本	316,211	363,384	446,851	487,073	443,891	439,082
<b>将落棉计入色纺纱中后的毛利率</b>	<b>21.3%</b>	<b>20.8%</b>	<b>11.4%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.8%</b>

百隆东方	2010	2011	2012	2013	2014	2015
色纺纱产量(吨)	115,727	100,032		111,032	134,327	156,339
色纺纱销量(吨)	109,600	88,014	101,098	102,154	124,018	147,158
色纺纱收入	401,491	402,088	388,018	391,397	444,420	479,605
YoY	30%	0%	-3%	1%	14%	8%
色纺纱营业成本	285,538	288,126	321,105	314,457	354,417	388,951
<b>色纺纱毛利率</b>	<b>28.9%</b>	<b>28.3%</b>	<b>17.2%</b>	<b>19.7%</b>	<b>20.3%</b>	<b>18.9%</b>
<b>单位售价(万元/吨)</b>	<b>3.66</b>	<b>4.57</b>	<b>3.84</b>	<b>3.83</b>	<b>3.58</b>	<b>3.26</b>
YoY	18.8%	24.7%	-16.0%	-0.2%	-6.5%	-9.1%
单位成本(万元/吨)	2.61	3.27	3.18	3.08	2.86	2.64
YoY	11.9%	25.7%	-3.0%	-3.1%	-7.2%	-7.5%
总收入	487,479	476,119	477,016	427,336	462,064	501,603
总营业成本	354,883	344,048	405,484	343,656	370,125	410,043
其他业务收入	85,988	74,031	88,998	35,939	17,644	21,998
其他业务营业成本	69,345	55,922	84,379	29,199	15,708	21,092
其他业务毛利率	19.4%	24.5%	5.2%	18.8%	11.0%	4.1%

主营业务成本棉花比重	74%	81%	78%	75%	74%	75%
主营业务中棉花成本	211,298	233,152	249,659	235,119	262,269	291,713

来源：中泰证券研究所，Wind

图表 4：棉价继续处于下降通道



来源：中泰证券研究所,Wind

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上



**重要声明:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。