

证券研究报告

公司研究——中报点评

华孚色纺 (002042.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2016. 4. 18

中小企业研究团队

单丹 分析师

执业编号: S1500512060001
联系电话: +86 10 83326701
邮箱: shandan@cindasc.com

胡申 分析师

执业编号: S1500514070007
联系电话: +86 10 83326703
邮箱: hushen@cindasc.com

钟惠 分析师

执业编号: S1500514070001
联系电话: +86 10 83326792
邮箱: zhonghui@cindasc.com

关键鑫 分析师

执业编号: S1500512050001
联系电话: +86 10 83326700
邮箱: guanjianxin@cindasc.com信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

订单集中促进毛利率增长 供应链建成且看后效

2016年08月19日

事件: 华孚色纺 08月17日晚间发布 2016年中报, 公司上半年实现营业收入 42.58 亿元, 同比增长 11.16%; 净利润为 3.10 亿元, 同比增长 37.53%; 归母净利润 3.01 亿元, 同比增长 32.88%; EPS 为 0.36 元。

点评:

- **产品结构调整, 毛利率有所上升。** 上半年棉价窄幅波动, 符合我们前期对棉价在 12000~14000 元区间波动的判断。同时由于人民币贬值, 使得上半年内外棉价差一度达到 2000 元/吨, 公司出口进一步扩大。公司上半年毛利率同比增长 0.36PPT, 为 13.3%; 其中, 纱线毛利率提升 1.64PPT, 为 13.97%, 物料毛利率下降 3.34PPT, 为 6.15%; 公司上半年销售费率同比下降 0.70PPT 至 2.94%, 管理费率 and 财务费率分别同比上涨 0.14PPT 和 0.04PPT 至 4.12% 及 2.39%。纱线的毛利率增加主要是由于公司上半年产品结构调整, 增加了中高端具有高附加值产品的比重。此外由于棉价的上涨也使得纱线价格有所上涨, 对毛利率上涨做出了部分贡献。而物料毛利率大幅下滑是由公司扩大上下游客户, 在建立棉花贸易平台时让利给客户导致的。从整个供应链角度看物料毛利率不会下降, 但是如果单纯从交易角度看, 下半年物料的毛利率有可能会进一步下降。
- **供应链初步完成, 三季度步入正轨。** 公司的子公司天孚棉花供应链公司已经基本完成移交工作, 预计 9 月份会逐渐开始收购棉花, 开始运作; 服人网络科技有限公司预计在三季度完成平台的搭建, 四季度正式运营。但是今年四季度预计两家子公司对母公司利润贡献较小。
- **产能加速转移, 新政策尚需观望。** 公司在新疆阿克苏以及越南新增产能今年有望如期完成, 同时, 中东部地区的产能将逐步退出, 公司总产能变化不大, 目前产能利用率在 90% 以上。另一方面新疆新出的八项政策由于具体实施细则尚不明确, 对公司的影响尚未可知, 需要一段时间的观察。
- **下游需求持续疲软, 订单集中带来业绩增长。** 公司在二季度纱线业绩增长有部分原因是下游需求少量增加, 主要原因在于棉价上涨导致下游中小用棉企业的资金及配棉产生问题, 出于对龙头企业的信心因而下游订单向公司集中。同时, 公司产品结构以及纱线价格的调整也是业绩增长的原因之一。从目前的情况看, 公司手中仍然有大量订单可以保证满产能运作, 同时公司可以以此挑选具有较高附加值的订单进行生产。
- **盈利预测与投资评级:** 由于公司的非公开增发事项尚未完成, 我们暂不考虑非公开增发对公司的影响, 维持对公司

2016~2018 年 EPS 分别为 0.61、0.80、1.00 元的盈利预测；按照 2016 年 08 月 18 日收盘价 10.84 元计算，对应 2016~2018 年 PE 分别为 18、14、11 倍，继续维持“增持”评级。

➤ **风险因素：**棉价波动剧烈影响销售订单，政策改变影响补贴额，人民币汇率波动剧烈，海外需求低于预期。

公司报告首页财务数据

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6,132.75	6,803.66	7,259.98	7,774.34	8,330.45
增长率 YoY %	-1.72%	10.94%	6.71%	7.08%	7.15%
归属母公司净利润(百万元)	168.47	335.93	511.36	665.91	829.50
增长率 YoY%	-15.88%	99.40%	52.22%	30.22%	24.57%
毛利率%	13.36%	13.70%	11.85%	11.75%	13.51%
净资产收益率 ROE%	5.08%	9.53%	13.09%	14.87%	15.92%
每股收益 EPS(元)	0.20	0.40	0.61	0.80	1.00
市场一致预期 EPS(元)			0.51	0.61	0.72
市盈率 P/E(倍)	54	27	18	14	11
市净率 P/B(倍)	2.66	2.47	2.17	1.88	1.61

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2016 年 08 月 18 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	5,043.11	5,339.61	5,680.76	5,972.10	6,392.77
货币资金	1,117.86	731.46	752.80	742.36	913.13
应收票据	187.13	150.69	237.50	254.33	272.52
应收账款	671.64	731.20	804.28	861.26	922.87
预付账款	222.05	418.73	370.40	397.11	417.04
存货	2,498.35	2,583.09	2,791.36	2,992.61	3,142.79
其他	346.07	724.42	724.42	724.42	724.42
非流动资产	3,817.85	4,058.08	4,454.64	4,887.32	5,341.13
长期投资	0.00	0.10	0.10	0.10	0.10
固定资产	3,127.69	3,155.47	3,264.25	3,580.18	3,918.80
无形资产	430.12	421.97	489.53	555.65	619.15
其他	260.04	480.54	700.77	751.39	803.08
资产总计	8,860.96	9,397.69	10,135.40	10,859.41	11,733.90
流动负债	4,319.04	5,090.97	5,330.91	5,401.31	5,456.60
短期借款	3,047.65	3,309.37	3,309.37	3,309.37	3,309.37
应付账款	717.25	558.70	697.79	748.10	785.64
其他	554.13	1,222.90	1,323.75	1,343.84	1,361.59
非流动负债	1,072.29	560.84	560.84	560.84	560.84
长期借款	260.88	379.98	379.98	379.98	379.98
其他	811.42	180.86	180.86	180.86	180.86
负债合计	5,391.33	5,651.80	5,891.75	5,962.15	6,017.44
少数股东权益	76.16	88.70	90.43	93.45	98.46
归属母公司股东权益	3,393.47	3,657.19	4,153.23	4,803.82	5,618.00
负债和股东权益	8,860.96	9,397.69	10,135.40	10,859.41	11,733.90

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6,132.75	6,803.66	7,259.98	7,774.34	8,330.45
同比	-1.72%	10.94%	6.71%	7.08%	7.15%
归属母公司净利润	168.47	335.93	511.36	665.91	829.50
同比	-15.88%	99.40%	52.22%	30.22%	24.57%
毛利率	13.36%	13.70%	11.85%	11.75%	13.51%
ROE	5.08%	9.53%	13.09%	14.87%	15.92%
每股收益(元)	0.20	0.40	0.61	0.80	1.00
P/E	54	27	18	14	11
P/B	2.66	2.47	2.17	1.88	1.61
EV/EBITDA	17.89	15.35	12.63	10.45	8.67

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6,132.75	6,803.66	7,259.98	7,774.34	8,330.45
营业成本	5,313.27	5,871.42	6,399.52	6,860.92	7,205.22
营业税金及附加	27.77	30.87	32.94	35.28	37.80
营业费用	309.71	258.74	248.29	233.23	249.91
管理费用	320.81	313.63	276.61	256.55	274.90
财务费用	208.59	229.35	190.50	208.57	246.91
资产减值损失	11.61	5.96	11.63	12.46	13.26
公允价值变动收益	4.61	-29.18	0.00	0.00	0.00
投资净收益	37.51	10.68	20.71	23.17	18.29
营业利润	-16.88	75.19	121.19	190.50	320.73
营业外收入	237.65	302.55	450.13	553.10	605.04
营业外支出	6.97	2.95	4.68	4.87	4.17
利润总额	213.80	374.79	566.63	738.73	921.60
所得税	46.68	35.41	53.54	69.80	87.08
净利润	167.12	339.38	513.09	668.93	834.52
少数股东损益	-1.35	3.44	1.74	3.02	5.02
归属母公司净利润	168.47	335.93	511.36	665.91	829.50
EBITDA	731.03	882.12	1,072.28	1,296.04	1,562.99
EPS (摊薄)	0.20	0.40	0.61	0.80	1.00

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	117.14	94.55	900.40	953.99	1,245.03
净利润	167.12	339.38	513.09	668.93	834.52
折旧摊销	302.98	306.79	335.73	372.61	419.75
财务费用	214.25	200.54	169.92	184.70	221.63
投资损失	-37.51	-10.68	-20.71	-23.17	-18.29
营运资金变动	-544.37	-745.79	-91.51	-243.83	-207.88
其它	14.67	4.31	-6.12	-5.25	-4.72
投资活动现金流	-158.89	-728.88	-709.15	-779.73	-852.62
资本支出	-247.73	-448.84	-729.86	-802.90	-870.91
长期投资	51.53	10.68	20.71	23.17	18.29
其他	37.31	-290.72	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	121.47	488.53	-169.92	-184.70	-221.63
吸收投资	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00
借款	702.53	456.54	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	196.80	207.61	169.92	184.70	221.63
现金净增加额	89.67	-127.23	412.94	-10.43	170.77

中小企业研究团队

单丹，分析师，2012年5月加入信达证券研究开发中心，担任高级销售经理，2014年起从事中小企业研究。曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，8年行业经验。目前从事中小企业研究（消费方向）。

胡申，分析师，经济硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，先后从事农林牧渔、食品行业研究；目前从事中小企业研究（消费方向）。

钟惠，分析师，中国人民大学会计学硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，目前从事中小企业研究（消费方向）。

关键鑫，经济学硕士，证券从业8年，曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构，获得过2010年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名，2011年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前从事中小企业研究（科技方向）。

中小企业研究 重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
中南传媒	601098	银河磁体	300127	利亚德	300296	大杨创世	600233	时代出版	600551
长江传媒	600757	银邦股份	300337	澳洋顺昌	002245	双塔食品	002481	新文化	300336
科大讯飞	002230	有研新材	600206	银河电子	002519	大冷股份	000530	苏州固得	002079
中青宝	300052	正海磁材	300224	三泰电子	002312	渤海轮渡	603167	苏大维格	300331
掌趣科技	300315	杰瑞股份	002353	初灵信息	300250	首旅酒店	600258	东方集团	600811
乐视网	300104	富瑞特装	300228	长电科技	600584	中国国旅	601888	精伦电子	600355

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。