用棉成本锁定得当，棉花贸易放量+毛利率提升+政府补贴增加促进业绩高增长

华孚色纺(002042.SZ)

推荐　维持评级

核心观点：

1. 事件

公司发布半年报，业绩超市场预。2016 年上半年，公司实现收入 43.58 亿元，同比增长 11.16%；综合毛利率 13.3%，同比上升 0.36pp；净利润 3.01 亿元，同比增长 32.88%。

2. 我们的观点

（一）棉花贸易业务放量促进收入增长，纱线主业用棉成本锁定得当叠加产品结构优化毛利率提升

公司物料业务收入达 10.5 亿元，同比大幅增长 63.65%，由于 15 年下半年至今新增产能投放有限纱线主业收入增长仅增长 0.45%，达 31.38 亿元。由于本年度用棉成本锁定较好，公司在二季度的棉花价格暴涨过程中成本同比还有所下降，毛利率未受到负面影响。受益于产品结构调整（高档产品比重提高 10%，新产品比重提高 3%），纱线主业毛利率同比上升 1.64pp，达到 13.97%。

（二）通过精准研判，公司已低价备足全年用棉，预计还将持续催化下半年业绩

公司目前库存结构为原材料 8.14 亿+在产品 0.95 亿元+半成品 3.07 亿元+库存商品 10.98 亿元，叠加通过期货合约锁定的棉花，结合前期调研，我们预计公司棉花库存总量应在十几万吨，大致成本约在 12,500 元/吨左右。目前棉花现货市场价格折 3128 级标准价格仍在 14,500 元/吨。我们看好公司下半年的业绩仍将持续受益于前期锁定的低价棉花。

（三）新疆前瞻性布局进入收获期，补贴持续增长

公司是最早在新疆进行持续产能布局的纺企之一，我们认为其看中的除了新疆当地的优质棉花资源优势外，新疆对于整个纺织产业转型升级的政策支持也是重要考量因素。近年来公司前瞻性布局在逐年增长的政府补贴上得到充分体现，2015 年中央及新疆相继出台了扶持纺织服装产业十项长期优惠政策，2016 年一季度又补充了 8 项优惠政策。16 年上半年公司总共获得 1.87 亿元补贴收入，同比增加了 4,000 万元。

（四）传统业务稳健增长背景下，新业务布局本年度四季度启航

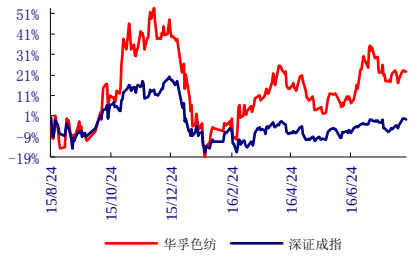
分析师

马莉
☎：010-66568489
✉：mali_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢
陈腾曦：（8621）20252682
（chentengxi@chinastock.com.cn）
林骥川：（8621）68597610
（linjichuan@chinastock.com.cn）
对本报告的编制提供信息。

市场数据	2016-08-19
A 股收盘价(元)	10.83
A 股一年内最高价(元)	14.00
A 股一年内最低价(元)	7.10
上证指数	3108.10
市盈率	26.85
总股本（万股）	83299.26
实际流通 A 股(万股)	83202.92
限售的流通 A 股(万股)	96.33
流通 A 股市值(亿元)	90.11

相对深证成指表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

相关研究

随着新疆与越南产能的投产，公司产能扩张将驱动收入增长维持稳健增长态势，产能布局也将进一步优化。预计越南 28 万锭产能 17 年年底将达产、新疆的远期目标是新增 88 万锭产能，年底预计有 6 万锭投产，17 年 3 月份预计还将有 15 万锭投产。经过多年发展，公司已成为全球色纺产业的领导品牌，顺应个性化、多样化的服装消费潮流，实现了大规模定制的“小快模式”，并致力打造“全球纺织服装产业时尚运营商”。天孚棉花供应链公司的成立旨在借助对棉花资源加工、仓储、物流、交易等多维度布局，实现公司棉花运营商的战略角色升级。服人网络科技公司核心团队已组建完毕，战略目标是以电商为切入点，汇集订单打通产业链上下游，搭建柔性供应链平台，解决行业痛点。两项业务均将在 16 年四季度对公司营收产生实际贡献。

3. 投资建议

我们认为棉价强势背景下，成本已锁定（原材料库存大）、行业格局较好、产业链短的公司能将棉价上涨兑现到业绩弹性上。华孚色纺符合所有特征，预计今年 Q3 乃至全年业绩仍将持续取得超预期增长。公司目前市值 90 亿元，对应 16 年市盈率不足 20 倍。天孚棉花供应链业务与服人科技柔性供应链平台项目均将在四季度产生营收，有望对估值形成催化。此外，公司 12.62 元/股底价的定增仍在审核中，叠加两期总规模合计 4 亿元的员工持股计划提供充足股价安全边际(一期 10 倍杠杆，购买均价 11.47 元；二期 4 倍杠杆，购买均价 8.87 元；华孚现价 10.89 元)。继续坚定“推荐”。

4. 风险提示

棉价出现波动；下游需求不及预期

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，银河证券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）、鲁泰 A（000726.sz）、七匹狼（002029.sz）、报喜鸟（002154.sz）、罗莱家纺（002293.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六（002291.sz）、梦洁家纺（002397.sz）、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）、希努尔（002485.sz）、红豆股份（600400.sh）、嘉麟杰（002486.sz）、奥康国际（603001.sh）、浔兴股份（002098.sz）、富安娜（002327.sz）、伟星股份（002003.sz）、美邦服饰（002269.sz）、海澜之家（600398.sh）、华孚色纺（002042.sz）、嘉欣丝绸（002404.sz）、森马服饰（002563.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
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
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
深广地区：詹　璐　0755-83453719　zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕　010-83571359　lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷　010-66568908　wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶　010-83571359　liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷　021-20252612　hetingting@chinastock.com.cn