

证券研究报告—动态报告/公司快评

纺织服装及日化

纺织

华孚色纺 (002042)

跟踪报告

买入

(维持评级)

2016年09月19日

业绩增长驱动力明确，现存土地具备增值变现潜力

证券分析师：朱元 021-60933162 zhuyuan2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513070005
证券分析师：郭陈杰 021-60875168 guocj@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080007

■ 成本端优势助力全年业绩弹性，棉价短期企稳概率大

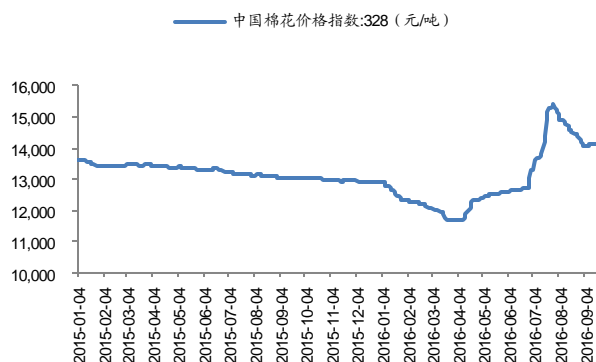
受益毛利率改善及补贴收益增加，预计全年业绩增速 30%+。公司上半年净利润同比增长 32.9%，其中毛利率提升 1.4pct（纱线毛利率提升 1.6pct），除产品结构优化的因素外，前期棉花储备充足保障成本端优势，是毛利率提升主要原因；从全年来看，

- 1) 收入端预计 10%+ 增长（纱线低单位数增长）：**上半年纱线收入同比增长 0.5%，从价量情况看，销量增长 7%，纱线价格同比个位数下降（棉价起涨于 Q2）。在下游整体需求量未有明显变化的情况下，成本上升等因素促使中小企业产量萎缩，加剧订单的集中度提升，色纺纱龙头有望持续受益，带动全年销量增长；此外，在棉价上升基础上，下半年纱线价格有望维持稳定，部分订单存在提价空间；
- 2) 盈利能力延续改善态势：**由于前期棉花储备量足，且平均采购价格具备优势，单位毛利额增加，预计全年纱线毛利率将提升 1~2pct；
- 3) 政府补贴预计稳步增加：**上半年政府补助同比增加 4000 万元以上，主要系新增转型升级补贴款近 6000 万，随着公司新疆纱线产量逐步扩大，除出疆运费补贴及新疆棉使用补贴同步增加外，新疆当地政府的扶持力度有望进一步加大；此外，8 月份新疆修订出疆运费补贴政策，即 32 支纱运费补贴减半，此政策仅针对 2016 年 10 月 1 日以后在疆注册企业，对公司补贴并无影响，且有助于巩固公司在疆产能的竞争优势。

国内棉价短期止跌回升，新棉上市影响关键。前期由于受到国储棉轮出延期及新棉上市预期影响，国内棉花期现市场价格均有所回调（棉花指数 328 价格从最高位 15415 元/吨曾回调至最低 14058 元/吨，幅度达 9%，郑棉主力合约价格回落至 13500~14500 元区间）。进入 9 月份以来，国内棉价开始呈现企稳态势，棉花指数 328 价格止跌且小幅回升，郑棉主力合约价格则稳定在 14000 元以上，从国家抛储情况看，成交活跃度上升明显（连续多日 100% 成交率），市场观望情绪减弱。

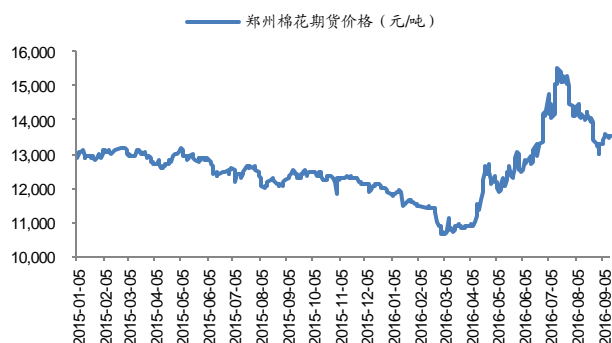
具体来看，下游需求阶段性增加是短期棉价的重要支撑因素，目前纺服规模企业整体库存消费比处于 2010 年以来新低，在低库存背景下，下游企业补库意愿增强，有望带动棉纺企业拍储积极性提高；此外，随着 9 月份国储棉轮出接近尾声，同时今年新疆棉花质量提升（种植成本上升影响棉农预期），对于后续新棉上市后的市场价格，都将形成一定支撑。对于公司而言，后续新年度棉花采购策略（对棉价走势预判至关重要）以及下游订单提价空间将是影响盈利改善持续性的两大核心因素。

图 1: 国内棉花现货价格 (328 指数)



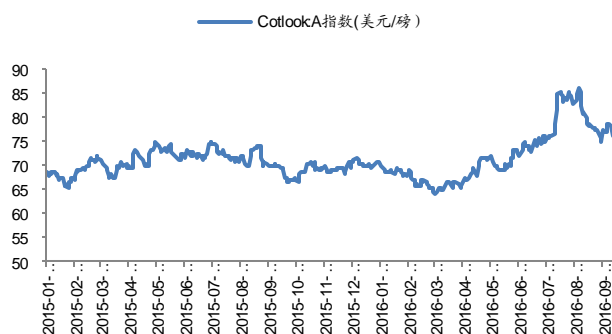
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 郑州棉花期货主力合约价格



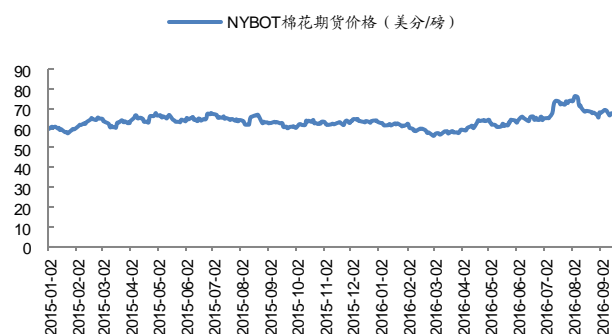
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: Cotlook: A 指数走势 (美分/磅)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 纽交所棉花期货价格



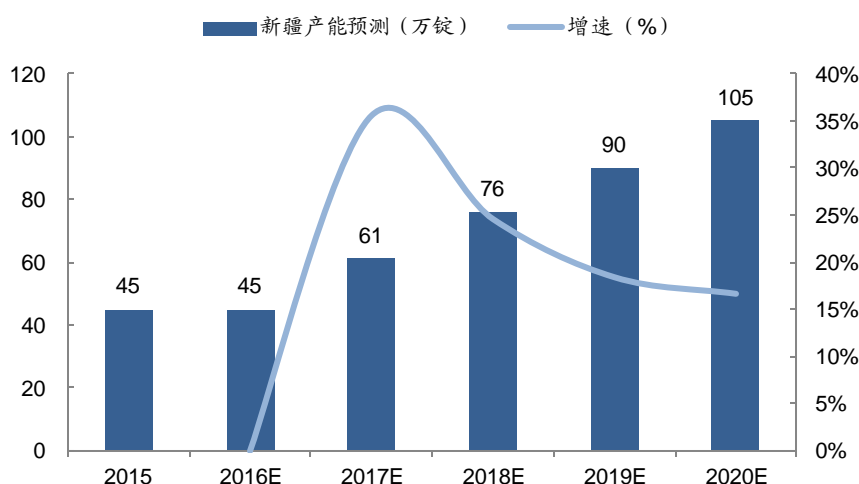
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 新产能释放保障后续增长动力，棉花供应链整合值得期待

新疆及越南二期项目有望于明年全部投产。16 年虽公司产能规模较 15 年未有变化，但几个主要扩产项目均已陆续启动，其中重点包括阿克苏二期 16 万锭高档色纺纱项目及越南二期 16 万锭高档色纺纱项目，两大项目有望于 17 年底全部投产。此外，根据公司与恒天集团、阿克苏地区行政公署签订的《投资协议》，公司计划在阿克苏地区达到色纺纱 100 万锭的产能规模，预计将于 2021 年前后实现目标。随着新疆产能扩大，公司产能战略转移目标将顺利推进，新疆将成为未来产能重心，东部沿海产能则将根据需求情况逐步收缩。

新疆产能扩大有望显著增强企业竞争力。新疆棉花无论是成本(考虑新疆棉使用补贴)或品质，较内地棉优势明显，且交货期进一步缩短，有利于公司产品综合竞争力提升，吸引国内外优质客户订单。与此同时，劳动力成本、水电价格亦是成本端优势的重要体现。

图 5：华孚新疆产能规模预测



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

棉花供应链整合稳步推进，契合公司产能战略转移需要。公司牵手新疆最大的棉花经营流通企业新棉集团，成立合资公司新疆天孚，目前第一步 4 家轧花厂的资产重组程序已基本完成，并已进入轧花厂整合阶段，预计 16 年将整合 30 家轧花厂。随着 10 月份轧花厂进入开工季，有望开始贡献少部分业绩。此外，公司将分别受让新疆棉花交易市场（西北地区唯一棉花现货交易市场）与阿克苏棉麻站（阿克苏棉花仓储运输枢纽）各 51% 股权，为 3 年内实现每年消化 100 万吨棉花的目标奠定关键基础。

随着公司介入新疆棉花采购、仓储、物流、交易等环节，将实现公司与前端棉花产业链的对接，锁定优质棉花资源，提升棉价预判能力，契合公司产能战略转移的需要。长期而言，新疆天孚有望成为疆棉流向内地的重要枢纽，同时，也可利用新疆区位优势推动中亚地区优质棉进入国内市场。

■ 现存土地具有保值增值需求，潜在变现路径选择多样

公司已积累可观的土地资源约 1.1 万亩。公司土地主要围绕厂区分布于浙江、安徽、江西、新疆等地区，以浙江与新疆为主，其中浙江地区土地规模约占 1/3。由于公司产能战略转移推进或退二进三后，土地资产具有保值增值需求，寻找潜在变现可能将成为未来战略考虑的一部分。

公司于今年 3 月公告，与金华锦程合作共同发起设立“浙江菁英电商产业园”，拟在金华地区建成的具有时尚特色的电商产业园基地，并通过引进及培育相关企业，获得物业收益、增值服务收益等。此次合作是公司寻求土地资产变现、探索新盈利模式的重要试点，电商产业园具有占用面积小、开发价值大等优势，同时顺应浙江政府产业发展方向，未来仍将是土地变现的重要路径选择。

此外，根据当地政府发展需求以及公司现有土地规模，城市配套综合体、物流仓储基地等多种开发形式，也都可以成为潜在的变现路径的选项。通过与外部企业合作开发的形式，可以解决公司在专业性方面的瓶颈，相关开发收益则有助于增强企业现金流实力，拓展新盈利增长点。

■ 风险提示

棉价持续剧烈波动；新增产能进度不及预期；海外市场需求持续疲软。

■ 业绩增长驱动力明确，战略转型前景值得期待，维持买入评级

公司作为全球色纺龙头，具备棉花资源优势及议价能力，16年业绩弹性可期，同时新产能释放有望保障后续增长动力；随着全面介入棉花全产业链，有望开启战略转型新步伐，现存可观的土地资源 1.1 万亩提供高安全垫的同时，亦具备较强的增值变现潜力。公司定增项目近日获得通过，当前股价相比增发价格（12.62 元）仍处于倒挂。暂不考虑棉花供应链业绩增量，预计公司 16~18 年净利润为 4.4/5.2/6.1 亿元，对应 EPS 为 0.53/0.63/0.73 元（暂未考虑增发摊薄），对应 16 年 PE 21.6 倍，维持买入评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	731	1000	1000	1000
应收款项	1160	1374	1619	1903
存货净额	2583	2948	3487	3873
其他流动资产	865	772	895	992
流动资产合计	5340	6094	7001	7768
固定资产	3429	3400	3356	3291
无形资产及其他	422	405	388	371
投资性房地产	207	207	207	207
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	9398	10107	10953	11637
短期借款及交易性金融负债	4134	4443	4866	5156
应付款项	609	867	1026	1139
其他流动负债	348	312	368	407
流动负债合计	5091	5622	6259	6702
长期借款及应付债券	380	380	380	380
其他长期负债	181	181	181	181
长期负债合计	561	561	561	561
负债合计	5652	6183	6820	7263
少数股东权益	89	90	90	90
股东权益	3657	3833	4042	4284
负债和股东权益总计	9398	10107	10953	11637

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.40	0.53	0.63	0.73
每股红利	0.25	0.32	0.38	0.44
每股净资产	4.39	4.60	4.85	5.14
ROIC	4%	5%	4%	5%
ROE	9%	11%	13%	14%
毛利率	14%	14%	13%	13%
EBIT Margin	5%	5%	4%	5%
EBITDA Margin	9%	10%	9%	9%
收入增长	11%	13%	16%	11%
净利润增长率	99%	31%	18%	16%
资产负债率	61%	62%	63%	63%
息率	2.2%	2.8%	3.3%	3.8%
P/E	28.4	21.6	18.3	15.7
P/B	2.6	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	24.2	20.4	21.2	19.2

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6804	7715	8952	9921
营业成本	5871	6625	7804	8647
营业税金及附加	31	39	45	50
销售费用	259	270	304	327
管理费用	314	360	406	419
财务费用	229	264	202	218
投资收益	11	15	20	25
资产减值及公允价值变动	(35)	5	6	6
其他收入	0	0	0	0
营业利润	75	178	216	291
营业外净收支	300	327	377	397
利润总额	375	505	593	688
所得税费用	35	61	71	83
少数股东损益	3	3	0	0
归属于母公司净利润	336	441	522	605

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	336	441	522	605
资产减值准备	(6)	0	(0)	(0)
折旧摊销	298	350	377	398
公允价值变动损失	35	(5)	(6)	(6)
财务费用	229	264	202	218
营运资本变动	(946)	(263)	(693)	(614)
其它	377	1	0	0
经营活动现金流	95	524	200	383
资本开支	(449)	(300)	(310)	(310)
其它投资现金流	4	0	0	0
投资活动现金流	(444)	(300)	(310)	(310)
权益性融资	10	0	0	0
负债净变化	119	0	0	0
支付股利、利息	(208)	(264)	(313)	(363)
其它融资现金流	130	309	423	290
融资活动现金流	(37)	44	110	(73)
现金净变动	(386)	269	0	(0)
货币资金的期初余额	1118	731	1000	1000
货币资金的期末余额	731	1000	1000	1000
企业自由现金流	(799)	158	(280)	(105)
权益自由现金流	(549)	235	(35)	(7)

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华孚色纺-002042-2016年半年报点评：Q2盈利表现略优于预期，棉花产业链整合值得期待》——2016-08-18
- 《华孚色纺-002042-全面介入棉花产业链，开启战略转型新步伐》——2016-06-29
- 《华孚色纺-002042-2016年一季报点评：Q1业绩表现符合预期，重点关注华孚网链战略推进》——2016-04-22
- 《华孚色纺-002042-2015年年报点评：产能布局调整有序推进，积极向全产业链布局迈进》——2016-04-08
- 《华孚色纺-002042-2015年半年报点评：主业复苏及政府补贴，助力业绩大幅增长》——2015-08-03

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。