

2017年03月24日

# 华孚色纺 (002042.SZ)

## 动态分析

### 物料业务快速增长带动营收增长，看好供应链业务前景

#### 事件：

公司发布 2016 年年报，实现营收 88.37 亿元，同比增长 29.88%；实现归母净利润 4.79 亿元，同比增长 42.64%；EPS 为 0.58 元。其中 2016 四季度实现营收 20.45 亿元，同比增长 137.22%；实现归属母公司净利润 0.78 亿元，同比增长 73.18%。2016 年分红预案为每 10 股派发现金红利 0.48 元（含税）。

#### 投资要点

- ◆ **政府补贴及物料业务拉升公司业绩**：公司在坚持主业发展的同时，加快产能转移，在新疆、越南加速布局。报告期内，公司在新疆 16 万锭已进入试生产，越南 8 万锭进入设备安装调试阶段；阿克苏工业园二期 21 万锭已全面开工建设。新疆在纺织领域出台十大优惠政策，公司将获得稳定的政府补贴，形成以“新疆”为中心，在全球均衡布局。2016 年度，公司营业外收入 4.38 亿元，一带一路战略投资给公司带来了近 3.7 亿的政府补贴，占比高达 84.47%。报告期，华孚 2016 年实现营收 88.37 亿元，同比增长 29.88%；实现归母净利润 4.79 亿元，同比增长 42.64%。其中，华孚的物料业务对公司业绩贡献逐渐增强，物料收入由 2015 年的 15.86 亿元增加到 34.46 亿元，同比增加 117.22%，纱线营业收入实现了 52.14 亿元，同比增加 2.88%。华孚的物料业务已经开始逐步放量。
- ◆ **网链业务打开增值空间、物料业务占比相对提升拖累毛利率下降**：2016 年，网链业务全面启动，营业收入快速增长。报告期内，公司成立新疆天孚棉花供应链股份有限公司、浙江服人网络科技有限公司、浙江易孚电子商务有限公司成立，浙江菁英电商产业园启动运营，报告期内网链业务增加营业收入近 15 亿元。分产品来看，公司物料收入占比由 15 年的 23.32% 增加到 38.99%，但物料的毛利率相对较低，由此会造成公司整体的毛利率下滑。
- ◆ **期间费用率回落，存货规模略有上升**：2016 年，公司期间费用率 9.22% 较 2015 年的 11.78% 有所下降，主要得益于报告期内公司控制费用支出。分项来看，销售费用率同比下降 23.81PCT 至 2.90%，管理费用率同比下降 14.18PCT 至 3.96%，财务费用率同比下降 29.8PCT 至 2.37%。从库存来看，公司 2016 年底存货金额为 26.34 亿元，同比上升 1.98%，应收账款增速明显提升。
- ◆ **四季度营收再提速，销售净利率上升**：系物料业务的持续较快增长及网链业务全面启动带动营收进一步增长的影响，公司四季度实现营业收入 20.45 亿元，同比增长 137.22%，相比于第三季度的 20.04 有大幅度增长，毛利率为 11.10%，环比增长 17.06%。四季度期间费用率 10.65% 较三季度上升。从单项费用看，销售费用率为 3.32%，环比增加 33.52%，管理费用率增加 22.21PCT 至 4.23%。另外，公司销售净利率为 4.63%，较三季度略有上升。
- ◆ **主业稳健，非公开发落资金充裕，供应链业务打开未来成长空间**：公司作为色纺行业双寡头之一，随着未来新产能投产，以及下游需求的逐步回暖，新疆地区性政策的扶植，预计公司收入、利润将保持较稳健的增长。从目前行业的棉价差来看，2017 年以来，国内外棉价差有下降趋势，有利于纺织企业的盈利水平回升。

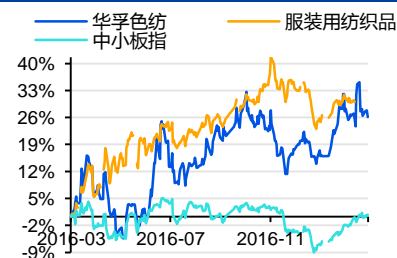
纺织服装 | 棉纺制品 III

投资评级	买入-A(首次)
6 个月目标价	15 元
股价(2017-03-23)	12.05 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	12,138.19
流通市值 (百万元)	10,025.95
总股本 (百万股)	1,007.32
流通股本 (百万股)	832.03
12 个月价格区间	8.94/13.09 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.26	2.4	26.25
绝对收益	-4.52	7.21	25.12

#### 分析师

王冯  
 SAC 执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@huajinsec.cn

#### 相关报告

公司近日公告非公开增发落地，募集 22 亿资金用于建设阿克苏 16 万锭、越南 16 万锭高档色纺纱项目、补充流动资金。随着公司生产能力进一步提升，将进一步稳固色纺龙头地位。

除色纺业务外，公司进行纺织行业的全产业链布局，通过覆盖棉花种植、加工、仓储、物流、贸易、以及服装等各环节，整合供应链，公司成立新疆天孚棉花供应链股份有限公司，主导经营阿克苏铁路物流站和新疆棉花市场，前端网链体系初步形成。浙江服人网络科技有限公司、浙江易孚电子商务有限公司成立，浙江菁英电商产业园启动营运，后端网链跨出了第一步。看好其未来的发展空间。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.60、0.73 和 0.86 元。给予买入-A 建议，6 个月目标价为 15 元，相当于 2017-2019 年的动态市盈率 25 倍、21 倍和 17 倍。

◆ **风险提示：**原材料价格波动风险；人民币汇率风险；应收账款风险。

### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	6,803.7	8,836.9	11,225.5	12,858.3	14,491.0
同比增长(%)	10.9%	29.9%	27.0%	14.5%	12.7%
营业利润(百万元)	75.2	146.6	207.7	329.5	466.2
同比增长(%)	-545.3%	95.0%	41.7%	58.6%	41.5%
净利润(百万元)	335.9	479.2	608.5	739.4	867.7
同比增长(%)	99.4%	42.6%	27.0%	21.5%	17.4%
每股收益(元)	0.33	0.48	0.60	0.73	0.86
PE	36.1	25.3	20.0	16.4	14.0
PB	3.3	3.0	2.6	2.3	2.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

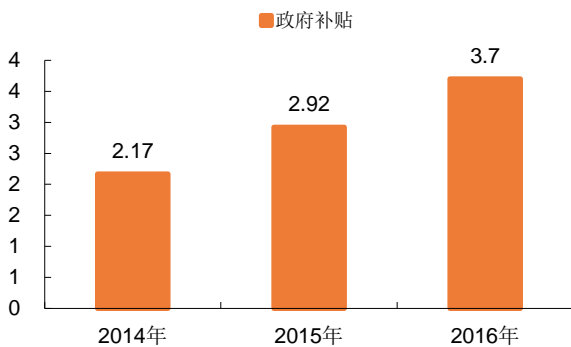
## 一、政府补贴仍然是利润的重要来源

### 1. 政府补贴及物料业务拉升公司业绩

公司在坚持主业发展的同时，加快产能转移，在新疆、越南加速布局。报告期内，公司在新疆 16 万锭已进入试生产，越南 8 万锭进入设备安装调试阶段；阿克苏工业园二期 21 万锭已全面开工建设。系越南作为 TPP 成员国，公司将受益于其政策带来的贸易优势，以及新疆在纺织领域出台十大优惠政策，公司将获得稳定的政府补贴，最终形成以“新疆”为中心，在全球均衡布局。2016 年度，公司营业外收入 4.38 亿元，带路战略投资给公司带来了近 3.7 亿的政府补贴，占比高达 84.47%。

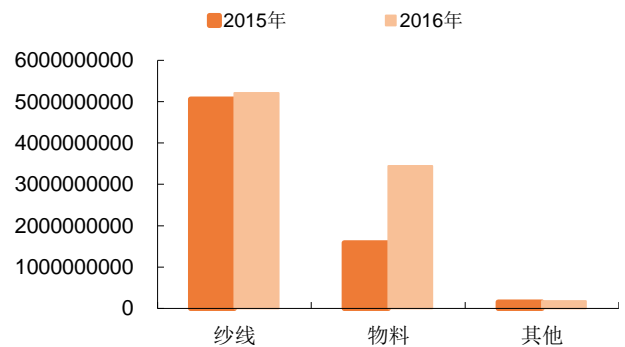
报告期，华孚 2016 年实现营收 88.37 亿元，同比增长 29.88%；实现归母净利润 4.79 亿元，同比增长 42.64%。其中，华孚的物料业务对公司业绩贡献逐渐增强，物料收入由 2015 年的 15.86 亿元增加到 34.46 亿元，同比增加 117.22%，纱线营业收入实现了 52.14 亿元，同比增加 2.88%。由此可看出，华孚的物料业务持续快速增长。

图 1：2014-2016 年公司的政府补贴（单位：亿元）



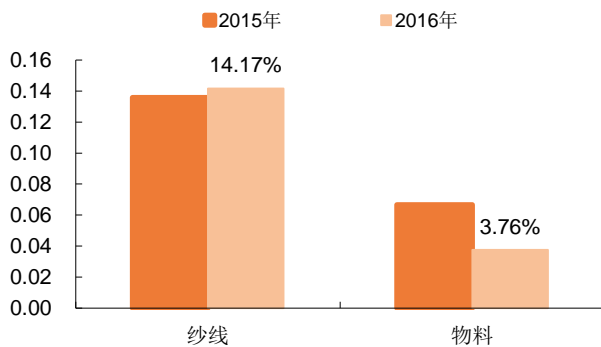
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 2：2015-2016 年公司分业务营收情况（单位：元）



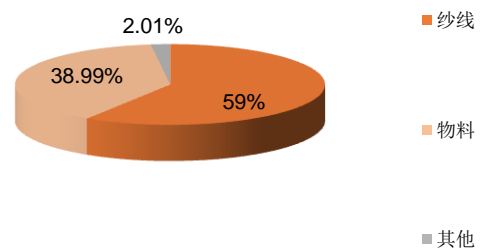
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 3：2015-2016 年公司分行业毛利率变化情况



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 4：2016 年公司分业务营收构成比例

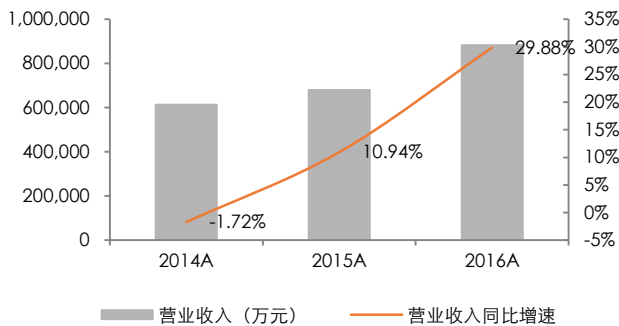


资料来源：wind, 华金证券研究所

## 2. 网链业务打开增值空间、物料业务占比相对提升拖累毛利率下降

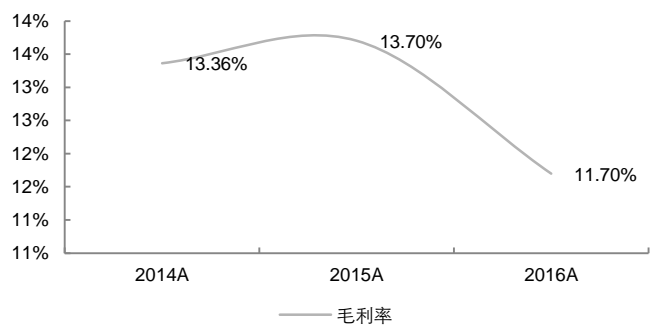
2016年，网链业务全面启动，营业收入快速增长。报告期内，公司成立新疆天孚棉花供应链股份有限公司、浙江服人网络科技有限公司、浙江易孚电子商务有限公司成立，浙江菁英电商产业园启动营运，报告期内网链业务增加营业收入近15亿元。公司实现营业收入88.37亿元，同比增长29.88%，增速较2015年的10.94%有明显的上扬趋势。分产品来看，公司物料收入占比由15年的23.32%增加到38.99%，但物料的毛利率相对较低，由此会造成公司整体的毛利率下滑。

图5：2016年公司营业收入增长29.88%



资料来源：wind, 华金证券研究所

图6：2016年公司毛利率下滑至11.70%

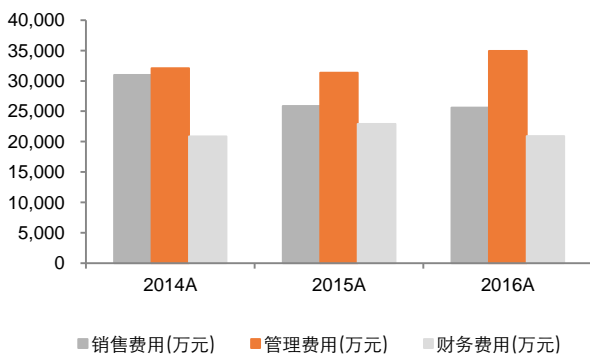


资料来源：wind, 华金证券研究所

## 3. 期间费用率回落，存货规模略有上升

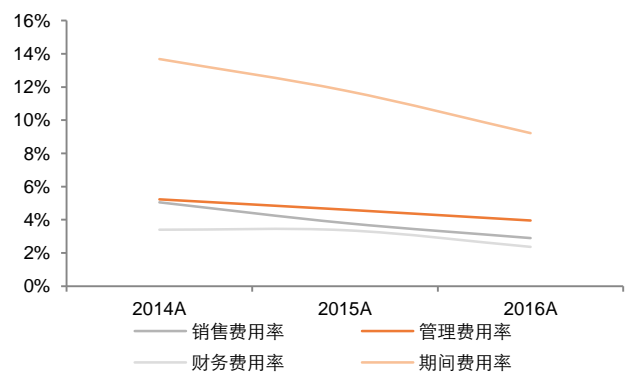
2016年，公司期间费用率9.22%较2015年的11.78%有所下降，主要得益于报告期内公司控制费用支出。分项来看，销售费用率同比下降23.81PCT至2.90%，管理费用率同比下降14.18PCT至3.96%，财务费用率同比下降29.8PCT至2.37%。从库存来看，公司2016年底存货金额为26.34亿元，同比上升1.98%，存货营收比较去年同期下降，应收账款增速明显提升。

图7：2014-2016年公司三项费用变化情况



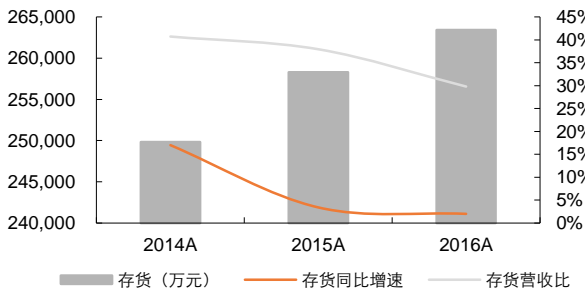
资料来源：wind, 华金证券研究所

图8：2014-2016年公司三项费用率变化情况



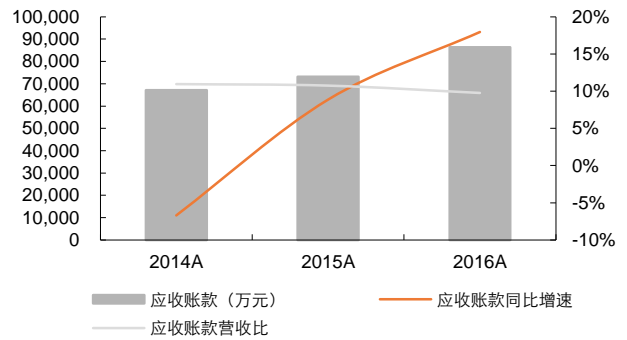
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 9：2014-2016 年公司存货变化及存货营收比（%）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 10：2014-2016 年公司应收账款变化

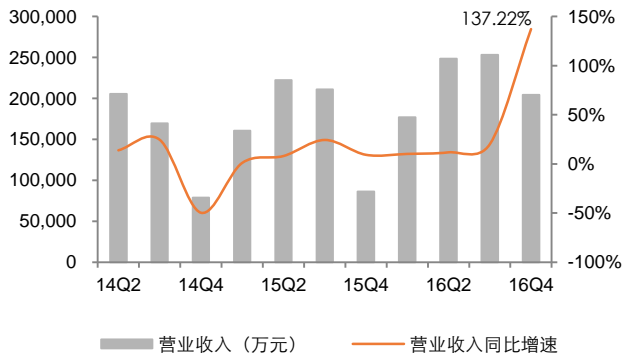


资料来源：wind、华金证券研究所

## 二、四季度营收再提速，销售净利率上升

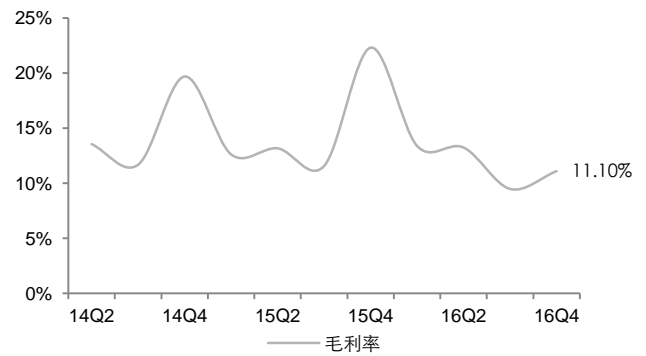
系物料业务的持续较快增长及网链业务全面启动带动营收进一步增长的影响，公司四季度实现营业收入 20.45 亿元，同比增长 137.22%，相比于第三季度的 20.04 有大幅度增长，毛利率为 11.10%，环比增长 17.06%。四季度期间费用率 10.65%较三季度上升。从单项费用看，销售费用率为 3.32%，环比增加 33.52%，管理费用率增加 22.21PCT 至 4.23%。另外，公司销售净利率为 4.63%，较三季度略有上升。

图 9：2016 年四季度公司营收增长 137.22%



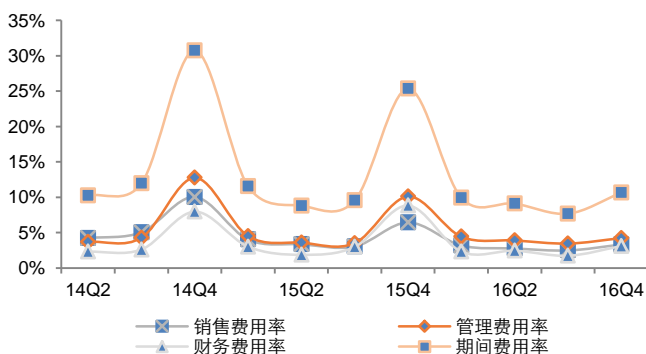
资料来源：wind、华金证券研究所

图 10：2016 年四季度公司毛利率为 11.10%



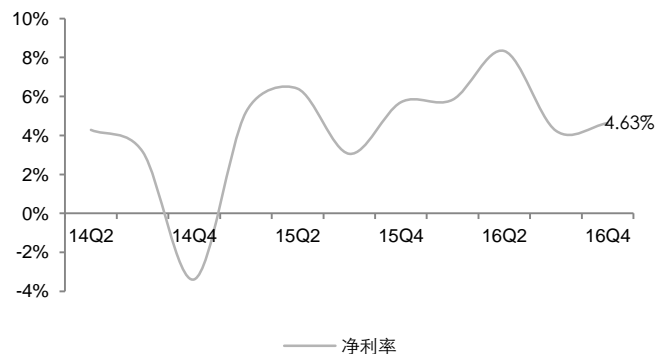
资料来源：wind、华金证券研究所

图 11：2016 年四季度公司期间费用率 10.65%



资料来源：wind、华金证券研究所

图 12：2016 年四季度公司净利率为 4.63%



资料来源：wind、华金证券研究所

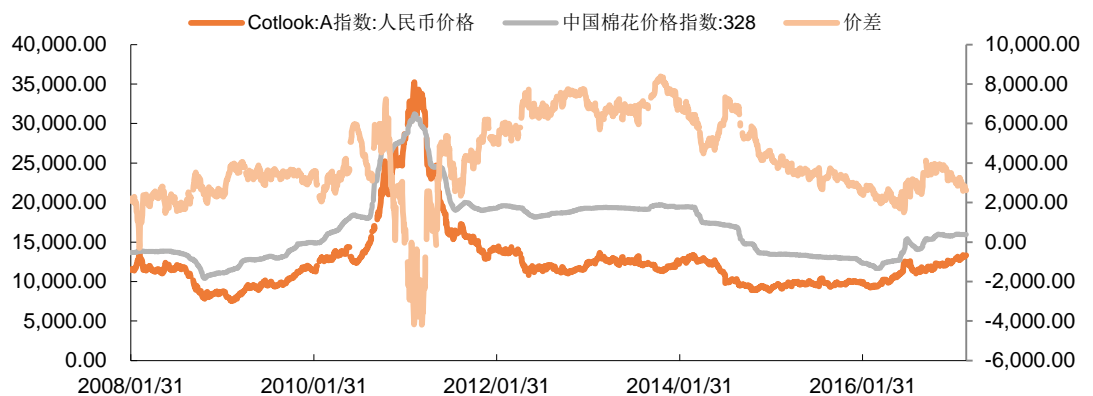
资料来源：wind, 华金证券研究所

资料来源：wind, 华金证券研究所

### 三、 主业稳健，非公开增发落地，资金充裕支撑未来成长

公司作为色纺纱行业双寡头之一，随着未来新产能投产，以及下游需求的逐步回暖，新疆地区性政策的扶植，预计公司收入、利润将保持较稳健的增长。从目前行业的棉价差来看，2017年以来，国内外棉价差有所下降趋势，有利于纺织企业的盈利水平回升。

图 13：2017 年以来国内外棉价差有所下降



资料来源：Wind, 全国棉花交易市场, 华金证券研究所

除色纺业务外，公司进行纺织行业的全产业链布局，通过覆盖棉花种植、加工、仓储、物流、贸易、以及服装等各环节，整合供应链，公司成立新疆天孚棉花供应链股份有限公司，主导经营阿克苏铁路物流站和新疆棉花市场，前端网链体系初步形成。浙江服人网络科技有限公司、浙江易孚电子商务有限公司成立，浙江菁英电商产业园启动营运，后端网链跨出了第一步，看好其未来的发展空间。

### 四、 盈利预测

基于物料业务的快速放量、在建产能逐步投产，我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.60、 0.73 和 0.86 元。看好公司在棉花及下游服装的全产业供应链布局，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 15 元，相当于 2017-2019 年的动态市盈率 25 倍、 21 倍和 17 倍。

### 五、 风险提示

1. 原材料价格波动风险；
2. 人民币汇率风险；
3. 应收账款风险。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	6,803.7	8,836.9	11,225.5	12,858.3	14,491.0	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	5,871.4	7,803.2	10,057.0	11,544.9	12,997.0	营业收入增长率	10.9%	29.9%	27.0%	14.5%	12.7%
营业税费	30.9	63.3	60.7	73.3	88.3	营业利润增长率	-545.3	95.0%	41.7%	58.6%	41.5%
销售费用	258.7	256.0	269.4	295.7	304.3	净利润增长率	99.4%	42.6%	27.0%	21.5%	17.4%
管理费用	313.6	349.6	392.9	437.2	463.7	EBITDA 增长率	23.4%	11.0%	11.1%	11.5%	15.3%
财务费用	229.3	209.1	225.8	189.8	179.7	EBIT 增长率	58.9%	16.8%	21.9%	19.8%	24.4%
资产减值损失	6.0	15.9	11.1	11.0	12.7	NOPLAT 增长率	84.0%	14.7%	20.6%	18.4%	21.5%
加:公允价值变动收益	-29.2	-9.6	-22.3	6.9	2.8	投资资本增长率	17.5%	5.7%	38.7%	-24.2%	39.0%
投资和汇兑收益	10.7	16.4	21.5	16.2	18.0	净资产增长率	8.0%	13.1%	18.8%	13.7%	14.5%
<b>营业利润</b>	75.2	146.6	207.7	329.5	466.2	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	299.6	429.9	544.0	594.3	643.3	毛利率	13.7%	11.7%	10.4%	10.2%	10.3%
<b>利润总额</b>	374.8	576.6	751.6	923.7	1,109.6	营业利润率	1.1%	1.7%	1.9%	2.6%	3.2%
减:所得税	35.4	64.0	90.2	120.1	166.4	净利润率	4.9%	5.4%	5.4%	5.8%	6.0%
<b>净利润</b>	335.9	479.2	608.5	739.4	867.7	EBITDA/营业收入	8.9%	7.6%	6.6%	6.4%	6.6%
						EBIT/营业收入	4.5%	4.0%	3.9%	4.0%	4.5%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	60.1%	61.5%	64.2%	50.7%	56.8%
货币资金	731.5	1,182.3	898.0	1,028.7	1,159.3	负债权益比	150.9%	159.7%	178.9%	102.8%	131.3%
交易性金融资产	-	25.0	9.8	11.6	15.4	流动比率	1.05	0.99	1.30	1.32	1.85
应收帐款	1,008.9	1,107.4	1,972.9	1,449.1	2,318.7	速动比率	0.54	0.57	0.56	0.69	0.83
应收票据	150.7	184.3	430.7	179.5	497.5	利息保障倍数	1.33	1.70	1.92	2.74	3.59
预付帐款	418.7	618.5	537.8	836.2	753.4	<b>营运能力</b>					
存货	2,583.1	2,634.2	5,432.1	3,558.0	6,187.1	固定资产周转天数	166	131	101	80	63
其他流动资产	446.8	393.1	308.8	382.9	361.6	流动营业资本周转天数	170	144	162	156	153
可供出售金融资产	123.7	128.9	124.0	125.5	126.1	流动资产周转天数	275	234	252	238	233
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	51	43	49	48	47
长期股权投资	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	存货周转天数	134	106	129	126	121
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	483	415	401	359	332
固定资产	3,155.5	3,283.8	2,990.2	2,696.5	2,402.8	投资资本周转天数	359	307	296	264	242
在建工程	273.2	656.6	656.6	656.6	656.6	<b>费用率</b>					
无形资产	422.0	591.8	575.8	559.7	543.6	销售费用率	3.8%	2.9%	2.4%	2.3%	2.1%
其他非流动资产	83.6	192.9	93.5	110.2	125.8	管理费用率	4.6%	4.0%	3.5%	3.4%	3.2%
<b>资产总额</b>	9,397.7	10,998.8	14,030.0	11,594.5	15,147.9	财务费用率	3.4%	2.4%	2.0%	1.5%	1.2%
短期债务	3,309.4	4,639.9	5,076.2	3,241.6	3,655.1	三费/营业收入	11.8%	9.2%	7.9%	7.2%	6.5%
应付帐款	677.1	1,142.0	1,447.7	1,432.7	1,773.7	<b>投资回报率</b>					
应付票据	50.0	44.0	334.0	150.2	177.5	ROE	9.2%	12.0%	12.9%	13.8%	14.2%
其他流动负债	1,054.5	376.7	524.7	798.8	508.5	ROA	3.6%	4.7%	4.7%	6.9%	6.2%
长期借款	380.0	373.7	1,224.5	-	2,205.8	ROIC	4.4%	4.3%	4.9%	4.2%	6.7%
其他非流动负债	180.9	187.5	393.3	253.9	278.2	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	5,651.8	6,763.8	9,000.4	5,877.1	8,598.9	DPS(元)	0.08	0.04	0.09	0.12	0.11
少数股东权益	88.7	246.3	299.3	363.6	439.0	分红比率	24.8%	8.3%	14.5%	15.9%	12.9%
股本	833.0	833.0	1,008.3	1,008.3	1,008.3	股息收益率	0.7%	0.3%	0.7%	1.0%	0.9%
留存收益	2,808.4	3,206.7	3,722.0	4,345.5	5,101.7						
<b>股东权益</b>	3,745.9	4,235.0	5,029.6	5,717.3	6,549.0						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	339.4	512.5	608.5	739.4	867.7	EPS(元)	0.33	0.48	0.60	0.73	0.86
加:折旧和摊销	306.8	325.9	309.7	309.7	309.7	BVPS(元)	3.63	3.96	4.69	5.31	6.06
资产减值准备	6.0	15.9	-	-	-	PE(X)	36.1	25.3	20.0	16.4	14.0
公允价值变动损失	29.2	9.6	-22.3	6.9	2.8	PB(X)	3.3	3.0	2.6	2.3	2.0
财务费用	200.5	176.7	225.8	189.8	179.7	P/FCF	-42.5	20.9	-20.6	60.0	65.1
投资损失	-10.7	-16.4	-21.5	-16.2	-18.0	P/S	1.8	1.4	1.1	0.9	0.8
少数股东损益	3.4	33.4	52.9	64.3	75.4	EV/EBITDA	22.7	20.6	24.4	18.0	18.2
营运资金的变动	-1,155.5	-217.1	-3,195.8	2,260.5	-3,502.2	CAGR(%)	33.3%	22.5%	58.2%	33.3%	22.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	94.6	825.2	-2,042.6	3,554.4	-2,084.9	PEG	1.1	1.1	0.3	0.5	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-728.9	-375.4	56.8	11.1	9.7	ROIC/WACC	0.6	0.5	0.6	0.5	0.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	488.5	-84.2	1,701.6	-3,434.8	2,205.8						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn