

华孚色纺 (002042)

证券研究报告

2017年04月24日

17年开门红，多因素共振保证全年业绩高增长可期

事件：公司公布2017年一季报，其中营业收入23.17亿元，同比增长30.77%；归属母公司净利润1.66亿元，同比增长63.26%；EPS 0.19元；公司预计2017年中报业绩增长区间为30%-60%，主要系：1，纱线销量增加，产品结构优化，2，前后端网链业务发展；3，加强资源整合和内部管理，定增项目完成，降低期间费用。

2017年实现开门红

17Q1收入增速在棉价不利情况下超预期，我们认为主要系公司物料业务收入大幅增长增厚弹性，物料业务毛利率虽然只有3%-5%，但规模效应的累计相当可观。报告期内毛利率为13.7%，较去年同期提升0.4PCT，盈利能力进一步提升。销售费用率、管理费用率和财务费用率较去年同期分别下滑0.3、0.9和0.8PCT，主要得益于收入快速提升。EBIT比率为6.4%，同比提升0.9PCT，报告净利润率和核心净利润率均小幅提升。从营业外收入来看，17Q1为8,790万元，同比上涨3,000多万元，公司收到的税收返还和政府补助进一步扩大，说明在新疆地区的多年耕耘逐见成效。从现金流来看，一季度经营性现金流净额为-3.75亿元，同比下降271%，主要系原料采购支出较同期增加。从原料可用月数来看，16年年报可用月数约为4.05月，17年一季报可用月数为4.55月，说明公司目前对棉价较去年年底有所乐观。

多因素共振保证公司17年业绩高增长可期

一年之计在于春，我们认为公司一季报的良好表现也预示着17年全年业绩高增长可期，主要基于以下几方面判断：1，华孚和百隆占据色纺纱中高端市场绝大部分份额，在下游需求持续低迷的背景下，华孚采用低价抢占份额的激进策略来扩大规模，从目前来看效果显著。从2016年均价来看，出口棉纱均价为29,139元/吨，华孚为29,356元/吨，历史溢价已然消失，鉴于色纺纱更高的档次及差异化，我们认为华孚的产品价格低于普通纱的概率不大；2，随着国储棉年均200-250万吨的抛储节奏，虽然目前棉价上升有压力，但下降空间也非常有限，中长期坚定看多，下游纱线价格随之上涨也是大势所趋；3，前后端网链业务发展对公司业绩贡献在16年已有显现，我们目前对物料收入的预测也是相对保守（17年30%增长，18-19年年均20%增长），这方面存在持续超预期可能。

维持“买入”评级，3-6个月目标价13.84元。

预计公司2017-2019年EPS 0.66、0.81、0.99元，对应PE 17、14、12倍。公司业绩势头良好，一期员工持股价格11.47元，二期价格8.87元，增发价格12.62元，目前估值17倍。在当前大盘不佳的情况下，公司股价如有进一步下跌，则投资价值将愈发显现。

风险提示：公司业务进展低于预期；棉价超预期波动。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,804	8,837	10,370	12,025	13,961
增长率(%)	10.94	29.88	17.35	15.96	16.10
EBITDA(百万元)	857	1,075	1,244	1,443	1,675
净利润(百万元)	336	479	664	818	997
增长率(%)	99.40	42.63	38.57	23.26	21.78
EPS(元/股)	0.33	0.48	0.66	0.81	0.99
市盈率(P/E)	35	24	17	14	12
市净率(P/B)	3.28	3.08	2.93	2.79	2.66
市销率(P/S)	1.81	1.39	1.19	1.02	0.88
EV/EBITDA	13.54	10.80	9.32	8.04	6.92

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.53元
目标价格	13.84元
上次目标价	16.3元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,007.32
流通A股股本(百万股)	832.03
A股总市值(百万元)	11,614.39
流通A股市值(百万元)	9,593.30
每股净资产(元)	4.79
资产负债率(%)	61.50
一年内最高/最低(元)	13.09/8.94

作者

吴晓宇 分析师
SAC执业证书编号：S1110516100002
wuxiaoyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《华孚色纺-季报点评:业绩增长继续提速，棉花大环境有利于公司强者恒强》
2016-10-26

图 1：华孚色纺盈利预测详细表

单位：万元

项目/年度	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	CAGR_17-19
色纺纱收入	559,945	504,247	506,741	521,367	571,053	647,003	733,055	
价格推动	1%	-18%	-4%	-6%	0%	3%	3%	
销量推动	14%	10%	5%	10%	10%	10%	10%	
物料收入	50,096	91,186	158,629	344,575	447,948	537,537	645,044	
落棉销售	13,971	17,841	14,970	17,749	18,000	18,000	18,000	
总收入	624,012	613,274	680,365	883,691	1,037,001	1,202,540	1,396,099	
YoY	8.86%	-1.72%	10.94%	29.88%	17.35%	15.96%	16.10%	16.47%
毛利率	14.11%	13.36%	13.70%	11.70%	12.65%	12.76%	12.89%	
销售费用率	4.37%	5.05%	3.80%	2.90%	2.60%	2.33%	2.08%	
管理费用率	4.40%	5.23%	4.61%	3.96%	3.76%	3.58%	3.40%	
财务费用率	3.13%	3.40%	3.37%	2.37%	2.03%	1.66%	1.43%	
营业外收入	14,486	23,068	29,959	42,995	40,000	40,000	40,000	
所得税率	21.04%	21.83%	9.45%	11.10%	11.50%	11.50%	11.50%	
归属母公司净利润	20,027	16,847	33,593	47,915	66,396	81,842	99,663	
YoY	120.72%	-15.88%	99.40%	42.63%	38.57%	23.26%	21.78%	27.65%
EPS (元)	0.20	0.17	0.33	0.48	0.66	0.81	0.99	
PE	58	69	35	24	17	14	12	

资料来源：天风证券研究所，Wind

图 2：华孚色纺收入拆分表

单位：万元

华孚色纺	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
色纺纱产量(吨)		109,491	134,329	155,352	157,165	161,703	169,139
色纺纱销量(吨)		99,229	132,699	151,337	154,413	162,153	177,600
YoY			34%	14%	2%	5%	10%
色纺纱收入	392,265	441,135	486,553	559,946	504,247	506,766	521,367
YoY	38%	12%	10%	15%	-10%	0%	3%
色纺纱营业成本	316,018	359,830	438,338	486,559	441,774	437,956	447,498
色纺纱毛利率(不含落棉)	19.4%	18.4%	9.9%	13.1%	12.4%	13.6%	14.2%
单位售价(万元/吨)		4.45	3.67	3.70	3.27	3.13	2.94
YoY			-17.5%	0.9%	-11.7%	-4.3%	-6.1%
单位成本(万元/吨)		3.63	3.30	3.22	2.86	2.70	2.52
YoY			-8.9%	-2.7%	-11.0%	-5.6%	-6.7%
物料收入	76,308	51,860	68,875	50,096	91,186	158,629	344,575
物料营业成本	67,774	45,949	64,660	48,918	87,435	148,059	331,611
物料毛利率	11.2%	11.4%	6.1%	2.4%	4.1%	6.7%	3.8%
主营收入(色纺纱+物料)	468,573	492,995	555,428	610,042	595,433	665,395	865,942
主营成本(色纺纱+物料)	383,792	405,779	502,998	535,477	529,209	586,015	779,109
总收入	478,311	510,724	573,242	624,013	613,274	680,365	883,691
总营业成本	383,985	409,333	511,511	535,991	531,326	587,141	780,317
落棉收入(总收入-主营收入)	9,738	17,729	17,814	13,971	17,841	14,970	17,749
落棉营业成本	193	3,554	8,513	514	2,117	1,126	1,208
落棉毛利率	98.0%	80.0%	52.2%	96.3%	88.1%	92.5%	93.2%
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	539,116
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	448,706
将落棉计入色纺纱中后的毛利率	21.3%	20.8%	11.4%	15.1%	15.0%	15.8%	16.8%

资料来源：天风证券研究所，Wind

图 3：华孚和百隆价格和出口棉纱均价对比图

	出口棉纱均价（美元/吨）	出口棉纱均价（元/吨）	百隆价格（元/吨）	华孚价格（元/吨）
2013 均价	4,817.15	29,818	38,300	37,000
2014 均价	4,781.69	29,360	35,800	32,700
2015 均价	4,852.14	30,229	32,600	31,300
2016 均价	4,388.44	29,139		29,356
2017 均价	4,208.22	29,037		

资料来源：天风证券研究所，Wind

图 4：华孚色纺季度利润表

单位：万元

项目/季度	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	
销售收入	160,74	222,28	211,15		177,17	248,59	253,45	204,46	231,68	
	0	2	2	86,191	1	8	9	2	2	
	YoY	1%	8%	24%	9%	10%	12%	20%	137%	31%
EBIT	6,014	12,806	9,710	4,369	9,678	15,331	8,134	3,340	14,871	
	YoY	15%	18%	195%	-235%	61%	20%	-16%	-24%	54%
报告净利润	8,442	14,193	6,451	4,507	10,180	19,897	9,870	7,806	16,619	
	YoY	68%	56%	13%	249%	21%	40%	53%	73%	63%
核心净利润	1,059	8,182	3,345	-3,099	4,666	7,671	2,592	-4,250	9,143	
	YoY	432%	43%	613%	94%	341%	-6%	-23%	-37%	96%
EPS(元)	0.08	0.14	0.06	0.04	0.10	0.20	0.10	0.08	0.16	
核心 EPS(元)	0.01	0.08	0.03	(0.03)	0.05	0.08	0.03	(0.04)	0.09	
主要财务比率	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	
毛利率	12.6%	13.2%	11.6%	22.3%	13.4%	13.2%	9.5%	11.1%	13.7%	
销售费用率	4.0%	3.4%	3.0%	6.4%	3.2%	2.8%	2.5%	3.3%	2.9%	
管理费用率	4.5%	3.6%	3.5%	10.1%	4.4%	3.9%	3.5%	4.2%	3.5%	
财务费用率	3.0%	1.9%	3.0%	8.8%	2.3%	2.4%	1.7%	3.1%	1.5%	
EBIT 比率	3.7%	5.8%	4.6%	5.1%	5.5%	6.2%	3.2%	1.6%	6.4%	
报告净利润率	5.3%	6.4%	3.1%	5.2%	5.7%	8.0%	3.9%	3.8%	7.2%	
核心净利润率	0.7%	3.7%	1.6%	-3.6%	2.6%	3.1%	1.0%	-2.1%	3.9%	

资料来源：天风证券研究所，Wind

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com