

华孚色纺(002042)

华孚色纺半年报：色纺主业增长稳健、网链业务放量迅速

买入(维持)

2017年08月25日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002

021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

事件：

公司公布半年报，2017H1 实现收入 54.18 亿元，同比增长 27.25%；实现归母净利润 4.39 亿元，同比增长 45.89%；实现扣非归母净利润 3.22 亿元，同比增长 62.92%。具体到 17Q2，收入同增 24.6%至 31.0 亿，归母净利同增 37.0%至 2.72 亿。

投资要点

■ 色纺主业增长稳健、网链业务放量迅速

公司上半年实现收入同比增长 27.25%，毛利率同比上升 0.74pp 至 14.04%；考虑会计政策变更下部分政府补贴（3745 万元）在本期用于冲减营业成本，刨除此部分影响后，可比口径下毛利率较去年同期同比微增 0.05pp 至 13.35%，反映了盈利能力的整体提升。

(1) 色纺业务产销提升、持续放量：

公司色纺产能在本期达到 167 万锭，主要来自新疆及越南产能放量。上半年纱线业务产销提升稳健，销售收入同比上升 10.12%至 31.38 亿元，考虑本期政府补助部分冲减营业成本，上半年报表毛利率较去年同期升 0.81pp 至 14.79%。

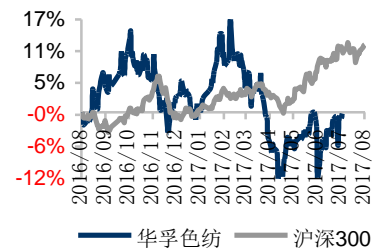
(2) 网链业务发展迅速：

公司网链业务目前主要从事棉花贸易业务，上半年放量迅速，收入同比增长 74.80%至 18.35 亿元，报表毛利率同比上升 1.09pp 至 7.23%。

(3) 其他业务：

主要从事废棉销售，上半年收入同比增长 1.28 亿元，毛利率水平稳中略有上升，同比升 1.42pp 至 91.62%。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.72
一年最低/最高价	9.45/13.03
市净率(倍)	1.64
流通 A 股市值(百万元)	8,979

基础数据

每股净资产(元)	6.55
资本负债率(%)	50.61
总股本(百万股)	1,013
流通 A 股(百万股)	838

相关研究

1. 华孚色纺：色纺盈利改善推动 Q1 同比大幅增长，产业龙头布局稳健地位稳固 -20170425

表：华孚色纺总收入及综合毛利率

	2012	2013	2014	2015	2016	2016H1	2017H1	2017H1 (不考虑政府补贴 对营业成本冲减)
收入(百万元)	5,732.43	6,240.13	6,132.75	6,803.66	8,836.91	4,257.70	5,418.06	5,418.06
YOY	12.24%	8.86%	-1.72%	10.94%	29.88%		27.25%	27.25%
其中：棉纱收入占比	84.88%	89.73%	82.22%	74.48%	59.00%	73.70%	63.78%	63.78%
物料收入占比	12.01%	8.03%	14.87%	23.32%	38.99%	24.65%	33.86%	33.86%
其他收入占比	3.11%	2.24%	2.91%	2.20%	2.01%	1.65%	2.36%	2.36%
综合毛利率	10.77%	14.11%	13.36%	13.70%	11.70%	13.30%	14.04%	13.35%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表：色纺纱业务收入及毛利率

	2012	2013	2014	2015	2016	2016H1	2017H1
产能(万锭)	134.4	135.0	135.0	135.0	150.0	135.0	167.0
产量(万吨)	13.43	15.54	15.72	16.17	16.91		
YOY	22.68%	15.65%	1.17%	2.89%	4.60%		
销量(万吨)	13.27	15.13	15.44	16.22	17.76		
YOY	33.70%	14.07%	2.03%	5.01%	9.53%		
纱线业务收入(百万元)	4,865.53	5,599.46	5,042.47	5,067.66	5,213.67	3,138.03	3,455.46
YOY	-1.31%	15.08%	-9.95%	0.50%	2.88%		10.12%
占公司总收入比重	84.88%	89.73%	82.22%	74.48%	59.00%	73.70%	63.78%
纱线业务毛利率	9.91%	13.11%	12.39%	13.58%	14.17%	13.98%	14.79%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表：网链业务收入及毛利率

	2012	2013	2014	2015	2016	2016H1	2017H1
网链收入(百万元)	688.75	500.96	911.86	1,586.29	3,445.75	1,049.54	1,834.62
YOY		-27.27%	82.02%	73.96%	117.22%		74.80%
占公司总收入比重	12.01%	8.03%	14.87%	23.32%	38.99%	24.65%	33.86%
毛利率	6.12%	2.35%	4.11%	6.66%	3.76%	6.14%	7.23%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表：其他业务收入及毛利率

	2012	2013	2014	2015	2016	2016H1	2017H1
其他收入(百万元)	178.14	139.71	178.41	149.70	177.48	70.12	127.98
YOY		-21.57%	27.70%	-16.09%	18.56%		82.51%
占公司总收入比重	3.11%	2.24%	2.91%	2.20%	2.01%	1.65%	2.36%
毛利率	52.21%	96.32%	88.13%	92.48%	93.19%	90.20%	91.62%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

■ **控费提效卓有成效，费用率下降显著：**

公司报表期间费用率同比下降 2.81pp 至 6.64%，部分来自会计政策变更后政府补助对销售费用（出疆棉运费补贴 2644 万元用于重建销售费用）和财务费用（贷款贴息 2446 万元用于冲减财务费用），若采用变更前口径，公司销售费用率下降 0.20pp 至 2.74%（来自加大公路联运等措施），管理费用率下降 0.78pp 至 3.34%，财务费用率下降 0.90pp 至 1.49%（主要由于本期顺利完成定增、利息支出减少），整体控费提效明显，在此带动下本期营业利润在可比口径下同比升 64.78% 至 2.69 亿元。

表：华孚色纺费用率情况

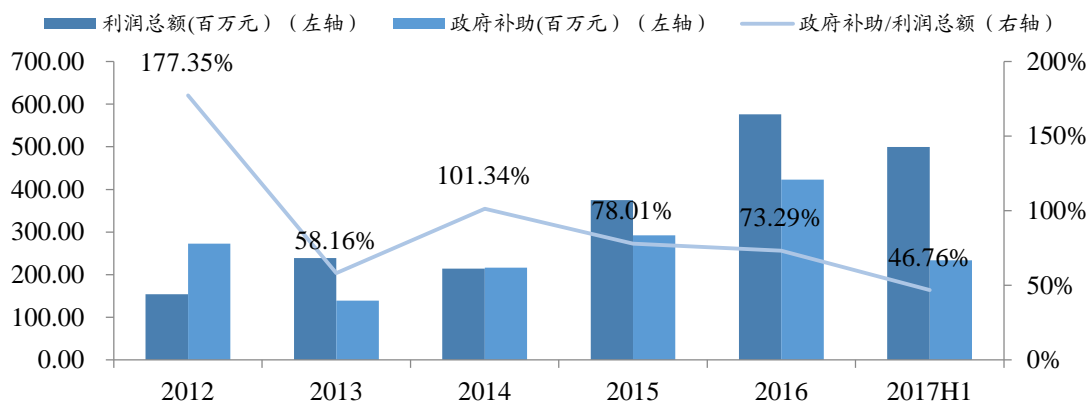
	2012	2013	2014	2015	2016	2016H1	2017H1	2017H1 (不考虑政府补贴对销售、财务费用冲减)
销售费用（百万元）	222.27	272.43	309.71	258.74	256.04	125.16	122.26	148.70
销售费用率	3.88%	4.37%	5.05%	3.80%	2.90%	2.94%	2.26%	2.74%
管理费用（百万元）	258.05	274.84	320.81	321.81	349.59	175.45	181.17	181.17
管理费用率	4.50%	4.40%	5.23%	4.73%	3.96%	4.12%	3.34%	3.34%
财务费用（百万元）	238.95	195.20	208.59	229.35	209.13	101.67	56.15	80.61
财务费用率	4.17%	3.13%	3.40%	3.37%	2.37%	2.39%	1.04%	1.49%
合计：期间费用率	12.55%	11.90%	13.68%	11.90%	9.22%	9.45%	6.64%	7.58%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

■ **政府补助稳步提升：**

上半年确认政府补助同比上升 25.0% 至 2.33 亿元，其中 2.32 亿元涉及会计政策变更（其中冲减营业成本/销售费用/财务费用各 3745/2644/2446 万元，并将 1.44 亿元计入其他收益）。考虑近年新疆地区补贴政策中：1）高支产品补贴规格上升；2）南疆地区（阿克苏等为华孚新疆产能主要所在地）补贴规格高于其他地区；3）阿克苏等地出疆棉运费补贴由按年补贴变为按季补贴，进一步利好纺企现金流；综合以上趋势我们认为公司享有的政府补助具有良好的持续性，将随公司新疆产能扩张稳步提升。

表：华孚色纺政府补助占利润总额比重



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表：新疆地区棉纱生产企业主要享受补贴政策及其变化

编号	补贴名目	生效日期	相关文件	补贴方案	
1	出疆棉运费补贴	2008/6/30-2010/12/31	财建[2008]396号	南疆	400元/吨
				新疆其他地区	
		2011-2014	财建〔2011〕1160号	南疆	32支以上：700元/吨 32支以下：600元/吨
				新疆其他地区	
		2014/10/21-2015/12/31	新财建〔2014〕434号	南疆	32支以上：1000元/吨 32支以下：900元/吨
				新疆其他地区	
2016/1/1至今	新财建〔2016〕346号	南疆	60支以上：1100元/吨 32支以上：1000元/吨 32支以下：900元/吨 注：2016/10/1之后新注册的纺纱企业生产32支以下产品补贴标准减半。当实际出疆运费低于补贴标准时，以自治区核定的实际出疆运费予以补贴。 另：阿克苏地区（2016/7/1起实行地区性新政策） 60支以上：900元/吨 32支以上：800元/吨 32支以下：720元/吨 注：且阿克苏地区2016/7/1起由按年补贴改为按季补贴		
		新疆其他地区	60支以上：900元/吨 32支以上：800元/吨 32支以下：700元/吨 注：2016/10/1之后新注册的纺纱企业生产32支以下产品补贴标准减半。当实际出疆运费低于补贴标准时，以自治区核定的实际出疆运费予以补贴。		
2	电费补贴	2015/1/1	新财建〔2014〕587号	自治区确定的纺织服装生产企业到户综合电价0.38元/千瓦时为基准，以用户实际用电价格0.35元/千瓦时为起点，差额电价部分0.03元/千瓦时作为补贴标准。	
		2016/1/1	新财建〔2016〕346号		

3	贷款贴息	2014/1/1	新财建〔2014〕430号	按照企业从金融机构实际贷款的2%-4%给予贴息，其中： <u>固定资产贷款给予2%贴息，流动资金贷款给予4%贴息。</u>
		2016/1/1	新财建〔2016〕346号	2017年起，企业纺织项目 <u>固定资产贷款给予1.5%贴息、生产性流动资金贷款给予3.5%贴息；设备融资租赁贷款给予1.5%贴息。</u>
4	岗前培训补贴	2015/1/1	新财建〔2015〕16号	南疆地区企业按照每人2400元的补贴标准以及自治区纺就办核定的就业人数给予 <u>一次性补贴</u> 。其他地区企业按每人1800元的标准以及自治区纺就办核定的就业人数给予一次性补贴。
		2016/1/1	新财建〔2016〕346号	
5	招录新疆籍员工的社会保险补贴	2015/1/1	新财建〔2015〕17号	对纺织、化纤等 <u>生产类企业</u> 新招录的新疆籍员工，按企业实际缴纳的 <u>基本养老保险费的50%</u> 给予补贴；对服装、家纺、针织、地毯等 <u>终端产品生产类企业</u> 新招录新疆籍员工，按实际缴纳的 <u>社会保险（基本养老保险、基本医疗保险和失业保险）</u> 给予 <u>全额补贴</u> 。
		2016/1/1	新财建〔2016〕346号	对纺织、化纤等 <u>生产类企业</u> 新招录的新疆籍员工，按企业 <u>实际缴纳或代缴的社会保险费用之和的50%</u> 给予补贴；对服装、家纺、针织、地毯、产业用纺织品等 <u>终端产品生产类企业</u> 新招录新疆籍员工，按实际缴纳 <u>社会保险费用之和</u> 给予 <u>全额补贴</u> 。
6	新疆地产棉补贴	2014/1/1	新财建〔2014〕433号	当新疆棉花价格高于同期进口棉价格(到岸价+1%关税)1500元/吨时提供800元/吨用棉补贴

数据来源：财政部官网、新疆财政局官网、东吴证券研究所

■ 原材料备货上升影响经营性现金流:

本期经营活动现金流同比下降387.9%至-6.93亿元，主要由于原材料采购增加（期末原材料账面余额较去年同期增长96.5%至17.8亿元）。我们认为，在当前棉花价格稳定、未来仍有上行空间的时点下公司提前进行棉花采购有利于纱线及网链业务的原材料成本管理，为进一步提高盈利水平打下基础。

■ 入选郑商所棉纱期货厂库，利于进一步稳定盈利能力并拓宽销售渠道:

8/18棉纱期货在郑商所正式上市，公司被选入郑商所35家指定交割厂库之一，在此背景下:

1) 华孚丰富的期货套保经验助力利用棉花期货稳定成本，棉纱期货稳定销售价格，进一步增强盈利能力的稳定性; 2) 作为棉纱期货交割厂库可有效增加销售渠道，尤其对于位于浙江的交割厂库郑商所规定每吨升水380元，双重利好增厚利润; 3) 作为交割厂库自身有信用仓单+交割库，可为客户提供金融服务、物流配套服务等增值服务，进一步提升公司效益。

■ 盈利预测及投资建议

考虑公司在纱线主业方面产能扩张计划清晰（预计 19 年新疆产能超 150 万吨），网链业务放量迅速（远期目标为年交易 100 万吨棉花、拥有 100 个轧花厂），加之入选棉纱期货厂库，未来盈利能力将进一步稳定，我们对公司长期业绩增长充满信心，预计公司 2017/18/19 年归母净利润分别为 7.04/8.92/11.29 亿元，同比增长 46.9%/26.7%/26.6%，对应目前 109 亿市值 PE 为 15.4/12.2/9.6 倍，考虑公司业绩成长性，维持“买入”评级。

■ 风险提示：

色纱主业下游需求增长不及预期、网链业务放量不及预期、棉纱期货推广不及预期。

华孚色纺财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6,144.72	8,058.06	9,122.03	10,246.36	营业收入	8,836.91	12,317.62	17,893.84	24,105.86
现金	1,182.26	1,451.58	673.87	834.23	营业成本	7,803.17	10,963.73	16,125.35	21,916.17
应收款项	862.49	1,274.08	1,704.31	1,906.82	营业税金及附加	63.27	86.22	125.26	168.74
存货	2,634.21	3,630.77	4,431.91	4,699.83	销售费用	256.04	343.97	428.10	521.69
其他	1,465.76	1,701.62	2,311.94	2,805.47	管理费用	349.59	432.34	603.66	790.52
非流动资产	4,854.11	4,964.82	5,154.03	5,320.18	财务费用	209.13	175.99	192.60	184.77
长期股权投资	0.10	0.00	0.00	0.00	投资净收益	16.37	10.00	10.00	10.00
固定资产	3,283.82	3,838.04	4,189.89	4,276.77	其他	(7.27)	26.96	38.84	44.21
无形资产	591.83	591.83	591.83	591.83	营业利润	146.61	278.42	370.02	469.76
其他	978.36	534.95	372.31	451.57	营业外净收支	429.95	569.60	712.00	889.99
资产总计	10,998.83	13,022.87	14,276.07	15,566.53	利润总额	576.56	848.01	1,082.01	1,359.75
流动负债	6,202.53	5,697.24	6,099.24	6,329.37	所得税费用	64.02	94.13	120.10	150.93
短期借款	4,639.93	4,000.00	4,000.00	4,000.00	少数股东损益	33.38	5.94	10.35	13.28
应付账款	914.07	1,164.37	1,398.09	1,621.66	归属母公司净利润	479.16	703.88	891.91	1,128.82
其他	648.54	532.87	701.15	707.71	EBIT	428.11	577.58	736.72	877.48
非流动负债	561.27	546.43	546.43	546.43	EBITDA	741.49	897.10	1,092.20	1,256.65
长期借款	373.73	370.00	370.00	370.00					
其他	187.54	176.43	176.43	176.43	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	6,763.80	6,243.67	6,645.67	6,875.80	每股收益(元)	0.57	0.69	0.88	1.11
少数股东权益	246.35	296.35	366.35	446.35	每股净资产(元)	4.79	6.40	7.17	8.14
归属母公司股东权益	3,988.68	6,482.85	7,264.05	8,244.38	发行在外股份(百万股)	832.99	1,012.88	1,012.88	1,012.88
负债和股东权益总计	10,998.83	13,022.87	14,276.07	15,566.53	ROIC(%)	4.63%	5.18%	6.14%	6.72%
					ROE(%)	12.84%	13.69%	13.35%	14.81%
					毛利率(%)	11.70%	10.99%	9.88%	9.08%
					EBIT Margin(%)	4.84%	4.69%	4.12%	3.64%
					销售净利率(%)	5.42%	5.71%	4.98%	4.68%
					资产负债率(%)	61.50%	47.94%	46.55%	44.17%
					收入增长率(%)	29.88%	39.39%	45.27%	34.72%
					净利润增长率(%)	42.64%	46.90%	26.71%	26.56%
					P/E	22.66	15.43	12.17	9.62
					P/B	2.56	1.60	1.42	1.25
					EV/EBITDA	21.41	16.97	13.94	12.12

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

