

华孚色纺(002042)

2017年08月27日

主业扩产路线清晰、网链业务放量迅速，色纺龙头进入快速成长期

买入(维持)

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

投资要点

■ 在环保要求趋严，行业集中度提升的背景下，色纺纱龙头未来增长空间较大。作为色纺龙头，华孚截至2017中报以167万锭的产能位列全球第一，下游客户包括ZARA、H&M、Uniqlo、Nike等全球领先快时尚及运动品牌。(1)此前由于下游布厂/面料厂均配套有染整环节，色纺纱作为新型纱线推广较慢，而目前中央对环保要求趋严、印染行业产能收缩下，色纺纱以其环保和成本优势逐渐体现出对白纱染色的替代趋势。(2)从行业集中度而言，占行业产能40%+的两大色纺寡头华孚色纺和百隆东方分别在新疆及越南深度布局，充分利用当地的棉花资源、低劳动力成本以及关税等优势，已经逐步构筑了小厂难以竞争的护城河，我们认为未来行业集中度也将随着龙头竞争优势的进一步巩固而持续提升。

■ 华孚上市以来纱线主业随产能增长稳步扩张，网链主业逐渐放量成为新的收入增长点。(1)公司上市以来，通过扩张和并购迅速扩张产能，自2010年起开始在新疆大规模扩张，希望借助当地优质的棉花资源及产业政策提升自身竞争力。在截止2016年公司150万锭产能中：内地65万锭产能主要用于生产新型纱线产品；新疆65万锭纱线主要用于大规模标品，越南20万锭产能，主要用于生产中低端标品。同时，由于纱线70%成本来自棉花，公司纱线业务的毛利率在近年与棉价变化一直呈正相关波动。(2)公司利用新疆资源优势开展网链业务、近年放量迅速。华孚色纺在新疆通过与新棉集团合作设立网链公司整合棉花资源，贸易业务迅速放量，17H1收入端同比增长超过75%，成为新的增长点。

■ 盈利预测及投资建议：考虑纱线主业产能有序扩张（新疆产能2019年将超150万锭）带来的利润增长、新疆补贴随产能落地的稳步提升以及网链业务的迅速放量，我们预计公司17/18/19年归母净利润将达到7.0亿/8.9亿/11.3亿元，对应目前110亿市值PE为16/12/10倍，考虑华孚色纺成长性及作为行业龙头持续受益下游需求增长以及棉纱期货上线带来的利好，我们维持“买入”评级。

■ 风险提示：色纺纱下游需求增长不及预期、网链业务拓展不及预期、棉花期货推广不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.83
一年最低/最高价	9.45/13.03
市净率(倍)	1.65
流通A股市值(百万元)	9,071

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

目录

1. 公司股权结构稳定、实际控制人持股比例高达 45.90%.....	3
2. 色纺纱行业趋势：环保驱动+行业集中度提升，利好龙头发展.....	4
2.1. 色纺纱：先染后纺工艺兼具环保性、时尚性，印染趋严成本优势逐渐显现.....	4
2.2. 行业集中度逐渐提升利好龙头.....	5
3. 华孚色纺：上市来主业色纺业务产能增长稳定、网链业务迅速放量中.....	6
3.1. 纱线产能布局稳步进行，毛利率随棉价波动较大.....	6
3.2. 网链业务：主要从事棉花贸易、近年放量迅速、占收入比重提升明显.....	8
3.3. 公司毛利率变化：纱线业务与棉价同步稳中有升，低毛利网链业务占比逐渐增大.....	9
3.4. 公司不断加强内部管理，优化流程制度和预算控制，期间费用稳中有降.....	9
3.5. 政府补助稳定增长，促使净利润水平稳定提升.....	10
3.6. 入选棉花期货厂库，利于盈利能力稳定及客户进一步开拓.....	12
4. 未来业绩驱动：纱线稳步增长、网链业务放量.....	13
4.1. 收入端：纱线产能及网链贸易业务同时增长.....	13
4.2. 棉价企稳下纱线业务毛利率有望保持稳定.....	13
4.3. 网链业务持续放量，为收入增长形成贡献.....	15
4.4. 盈利预测及投资建议.....	15

图表目录

图表 1 华孚色纺股权结构图.....	3
图表 2 布染、色织、色纺三类工艺流程.....	4
图表 3 华孚色纺产销量、收入（单位：万吨、亿元）.....	7
图表 4 我国棉花价格走势.....	7
图表 5 华孚纱线毛利率.....	8
图表 6 华孚及百隆纱线业务毛利率比较.....	8
图表 7 网链业务收入及毛利率.....	9
图表 8 华孚各项业务毛利率拆分.....	9
图表 9 华孚色纺费用率变化.....	9
图表 10 华孚色纺政府补助占利润总额比例.....	10
图表 11 华孚色纺新疆相关补助情况.....	10
图表 12 新疆地区棉纱生产企业主要享受补贴政策及其变化.....	11
图表 13 华孚色纺纱线业务产能、收入预测.....	13
图表 14 我国棉花供需关系.....	14
图表 15 华孚色纺纱线毛利率.....	15
图表 16 公司网链收入及毛利率预测（百万元）.....	15
图表 17 公司各部类收入预测（百万元）.....	15
图表 18 可比公司市盈率.....	16

1. 公司股权结构稳定、实际控制人持股比例高达 45.90%

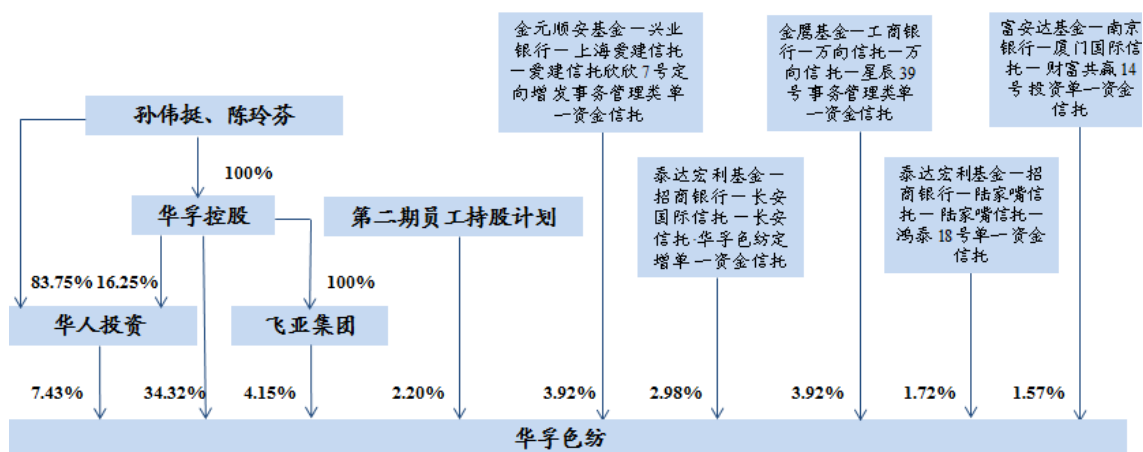
华孚色纺是国内最大的中高端色纺纱制造商,其下游客户包括 GAP、Polo、Nike、Puma、Uniqlo、Zara 等国际知名运动及时尚品牌,与百隆东方作为双寡头占有中高端色纺纱市场超过 30% 的市场份额。公司持续通过并购与新建扩张产能,目前拥有浙江、长江、黄淮、新疆和海外五大生产板块共 167 万锭产能(2017 半年报数字)。2016 年度,公司实现营业收入 88.37 亿元,同比增加 29.88%;实现归母净利润 4.79 亿元,同比上升 42.64%。

华孚色纺系 2009 年借壳安徽飞亚股份上市。飞亚股份以 9.33 元/股价格向华孚控股、华人投资及朱翠云等八名自然人发行 1.35 亿股,用于收购华孚控股、华人投资及朱翠云等 8 位自然人合计持有的华孚进出口 100% 股权,以及华孚控股持有的江西华孚 40% 股权、浙江缙云 29.7% 股权、浙江金棉 37.5% 股权。本次发行后上市公司股本增至 2.35 亿股,控股股东变更为华孚控股,后者及其一致行动人占股比例达到 66.77%,由此实现色纺纱业务的整体上市。

上市后经历两次定增:2010 年 12 月,华孚色纺以 23.5 元/股价格发行 4255 万股,募集资金总额为 10 亿元,用于新疆五家渠 12 万锭色纺纱项目和浙江上虞 8 万锭半精纺纱线项目的投资建设。2017 年 3 月,公司以 12.62 元/股的发行价格发行 1.74 亿股,募集资金 22 亿元,用于阿克苏 16 万锭高档色纺纱项目和华孚(越南)16 万锭高档色纺纱项目的投资建设和补充流动资金。本次发行后上市公司股本增至 10.07 亿股。

公司当前股权结构稳定,实际控制人持股比例 45.90%;一期员工持股已完成出售,二期员工持股计划持有 2.20% 公司股份。公司控股股东为华孚控股,由孙伟挺和陈玲芬夫妇共同持有,两人还直接持有华人投资 83.75% 股权,为华孚色纺的实际控制人。公司于 15 年 7 月完成第一期员工持股计划,以均价 11.47 元/股买入 1726 万股,锁定期至 2016 年 6 月 29 日,目前已全部完成出售;于 16 年 3 月完成第二期持股计划,以均价 8.87 元/股买入 2,224 万股,锁定期至 2017 年 3 月 4 日;截至 2017 年中报,公司第二期员工持股计划持股比例在 2.20%。

图表 1 华孚色纺股权结构图 (2017H1)



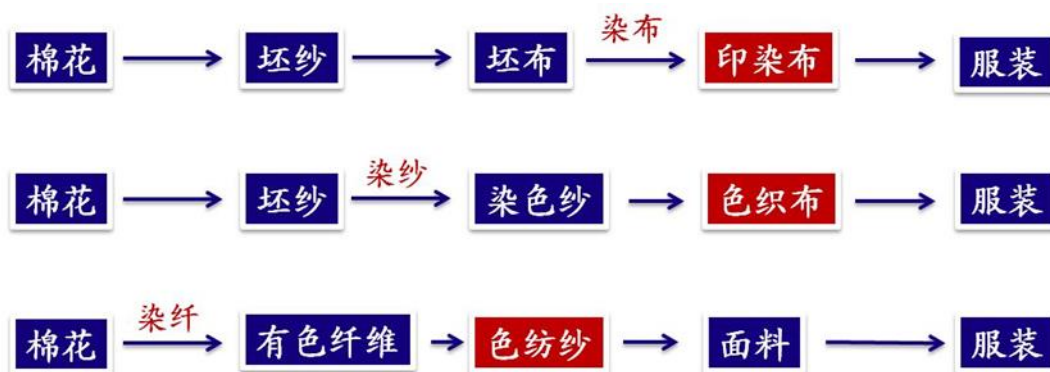
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 色纺纱行业趋势：环保驱动+行业集中度提升，利好龙头发展

2.1. 色纺纱：先染后纺工艺兼具环保性、时尚性，印染趋严成本优势逐渐显现

按照工艺流程来分，全球纺织工业技术可分为布染、色织、色纺三种方式，三种方式主要区别在于染色环节针对的对象不同，相应衍生出纺织行业常见的印染布、色织布、色纺纱三类产品。

图表 2 布染、色织、色纺三类工艺流程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1.1. 印染布：服装产业使用最为广泛的面料产品

印染布广泛应用于休闲服装、家纺领域，2015 年全国规模以上企业印染布产量达到 509.53 亿米。印染布的生产流程为棉花纺坯纱，坯纱纺坯布，后对坯布进行染色。由于印染布可印染较为精细、复杂的花纹，色彩鲜明，故受到休闲服装、家纺领域青睐；其缺点在于色牢度低，同时为了摊薄调色印染工艺成本要求起订量大。2015 年我国规模以上企业印染布产量 509.53 亿米，浙、苏、闽、粤、鲁五省产量占比超 96%。

2.1.2. 色织布：高色牢度、集中用于商务衬衫、高端家纺

色织布因其先染纱后织布保证高色牢度，可满足多次清洗需求，广泛用于商务衬衫及高端家纺生产，2016 年全国规模以上企业色织布产量达 26.60 亿米。色织布生产流程为棉花纺坯纱，对坯纱染色成为染色纱，后织布，其相对于印染布色牢度高、起订量小，但受工艺顺序限制花样相对单调。目前，我国色织布生产厂家主要有鲁泰、益达联发股份、新野纺织、黑牡丹等。

2.1.3. 色纺纱：80 年代引入国内，环保性、时尚性、技术性强，多用于针织服装领域

色纺纱是先对棉花纤维染色，两种以上不同颜色的纤维经过充分混合后，纺制成具有独特混色效果的纱线、织成面料。色纺纱相较于布染、色织工艺拥有以下优点：

(1) **公益环保性**：色纺纱产品平均色比为 35% 左右，这就意味着仅需对 35% 的原料进行染色（考虑消耗及制成率因素）；而印染布、色织布则基本都需 100% 染色（或部分漂白、增白），因此相同产能的色纺纱企业在能源消耗和污水的排放方面具有明显优势。

(2) 时尚性: 色纺纱可以不同颜色的纤维经过充分、均匀的混合后, 纺制成具有独特混色效果的色纱, 色彩透明、丰富, 并且有层次的变化, 颜色含蓄、自然, 具有较强的朦胧感, 适合制作时尚服饰。

(3) 技术性: 一是色纺纱完全解决了坯布染色的缸差问题, 色纺只要颜色确定, 可以做到批量无限, 各批量之间几乎没有色差; 二是色纺纱解决了各种不同物理特性织物(棉、麻、毛、丝、化纤)的染色问题。由于染色环境的不同, 传统工艺无法对不同物理特性的织物同时染色, 而色纺纱则先对不同物理特性的纤维进行染色, 通过混纺实现多种原料的混合。

关于色纺纱在不同服装面料领域中的应用比例分别为: 毛衫 25%、针织面料 15%、梭织面料 3%左右。毛衫的应用相对成熟, 外衣化是增长的主要方向; 针织面料领域应用的势头较好, 运动服装面料、家居服面料、户外服装面料是主要的增长点; 梭织面料领域应用尚在起步阶段, 增长潜力大, 特别是家用纺织面料、衬衣及休闲装面料领域的应用。

2.1.4. 环保趋严染费+污水处理费用不断提升, 色纺纱成本优势显现, 产品替代有望逐渐开始

中央对印染环保要求的提升, 带来的行业内部整合以及环保成本上升以及成为明显趋势。在目前环保趋势不断加码的情况下, 在中央层面, 江苏、广东、福建及山东四个印染大省已分别在第一批、第二批和第三批中经历督查指导, 其中第三批督查工作在 2017 年 5 月 28 日结束, 督查后为期 3 个月的整改工作已经开始。同时, 浙江在 8 月也开始了环保巡视的督查。

与此同时, 各省自身也加大了对印染行业的整治力度。以浙江为代表, 柯桥区力争 18 年全区印染企业数量从现有的 200 家整合到 100 家左右, 并全部集聚到滨海工业区。此外, 杭州萧山也宣布其目前辖区 40 余家印染企业需在 2021 年前, 减少至 19 家。

在目前环保趋严, 印染产能持续收缩的情况下, 色纺纱织布在成本上也较白纱染色开始出现优势。色纺纱(占服装纱线原料市场 6%)使用较少很大的原因在于下游面料厂往往染整织布配套齐全, 色纺纱主动推广进展较慢。在环保趋严的情况下, 很多面料厂自带的染整环节也由于环保原因关停或限产, 这让布厂在损失一个盈利环节的同时需要去另外寻找染厂进行染色。在目前染费及环保成本不断上升的情况下, 由色纺纱直接染布的成本优势也渐渐显现。我们认为传统工艺的坯纱染布(绝大多数)相较于色纺纱市场空间大, 随着这中间渐渐出现的产品更替对于整个色纺纱行业而言会构成较为明显的市场需求提升。

2.2. 行业集中度逐渐提升利好龙头

色纺纱占服装纱线原料市场份额仅 6%, 华孚、百隆为中高端市场双寡头。我国目前年产量超过 1.2 亿吨, 色纺纱市场份额约在 6%, 产量约在 700 万吨左右, 按照 5.5-6.5 锭/吨的比例换算约为 110 万吨。而细分行业结构, 色纺纱可分为以棉花为主要原料的中高档产品以及以化纤为主要原料的中低档产品, 其中, 中低档产品市场结构分散, 而中高端产品中孚色纺、百隆东方凭借 167 万吨(2017 中报)、115 万吨(16 年底)产能规模成为双寡头, 两者占国内色纺纱产能超过 40%。

两大行业龙头纷纷依靠已有的规模优势在新疆、越南建立自身竞争壁垒。(1) 华孚色纺深耕新疆控制当地资源转型供应链运营商: 华孚色纺在新疆通过与新棉集团合作设立网链公司开展棉花供应链业务。华孚通过对当地轧花厂(棉花粗加工的必要环节)、储运站以及交

易市场的整合，在通过棉花交易赚取利润的同时更深度地掌握控制了新疆当地棉花资源。新疆作为我国棉花最主要产地，掌握当地的棉花资源是公司从制造商转型供应链运营商，未来逐步转型时尚供应链企业发展的第一步。与此同时，华孚继续在新疆加速产能建设，截至 2016¹年底 150 万锭产能中新疆已占 65 万锭，未来三年新疆产能预计增加至 150 万锭以上。

(2)百隆东方持续扩张越南产能:百隆东方目前 115 万锭产能中, 47.6 万锭产能(40%)来自越南(与此相对应, 华孚截至 2016 年底在越南拥有产能 20 万锭、未来将扩大到 30 万锭)。公司在今年 5 月 27 日公告在越南继续耗资 3 亿美元分三年扩产 50 万锭, 届时公司来自越南的产能将接近 60%。越南相对国内更低的人力成本及税收优势对我国生产企业来说均极具吸引力。然而另一方面来说, 目前越南也在不断升级对于外资投资的要求限制, 同时在越南对员工管理当地文化适应也需要时间积累, 这使得规模较小的公司很难继续通过前往越南以获取低成本的优势。

我们可以看到两大行业龙头各自虽然发展方向不同, 但是其各自利用已有规模优势获取资源或成本优势的趋势十分明显, 这也使得两家龙头在快速发展过程中, 相较规模较小企业的优势渐趋明显, 我们认为行业集中度的提升也正在成为行业趋势。

3. 华孚色纺: 上市以来主业色纺业务产能增长稳定、网链业务迅速放量中

3.1. 纱线产能布局稳步进行, 毛利率随棉价波动较大

3.1.1. 公司自成立以来产能增长稳定, 带动收入持续增长

华孚前身为 1993 年深圳市华孚贸易有限公司, 主要从事色纺纱贸易业务, 依托贸易优势, 2000 年华孚体系收购浙江缙云棉纺厂并正式介入色纺纱制造业, 后通过一系列组建和并购, 其自建租赁和外协的工厂在浙、鲁、赣、粤、新形成了 100 万锭纱锭产能, 2009 年借壳后, 华孚控股将旗下浙、徽、赣的 67.25 万锭自有产能置入上市公司华孚色纺。截至 2016 年年报, 公司通过自建、收购以及募投项目已拥有 150 万锭产能, 其上市后的产能扩张可从浙徽赣地区、新疆、越南三条线来解读:

(1)浙徽赣地区 2016 年底产能规模已达 65 万锭, 目前公司新型纱线产品主要出自该区域。未来本地区将仍主要作为创新性产品的生产地区, 但产能预计还会继续收缩。

(2)新疆地区 2016 年底产能规模约为 65 万锭, 主要从事大规模标品生产。公司在新疆产能布局始于 2006 年, 后 2010 年定增投资新疆五家渠 12 万锭色纺纱项目, 后 2011 年公司在新疆奎屯锦业增资, 增加色纺纱产能 14.3 万锭, 同年进行自筹项目阿克苏华孚 12 万锭色纺纱工程, 累计布局产能 38.3 万锭。2015 年 7 月, 华孚色纺与恒天集团、阿克苏地区行政公署签订阿克苏华孚恒天色纺工业园项目, 该项目分三期, 总规模达到 100 万锭。另董事长曾在 2016 年 9 月“一带一路”纺织服装产业发展论坛中表示未来两年, 华孚在新疆纺纱产能将达到 150 万锭。

(3)越南产能布局: 截止 2016 年公司在越南产能为 20 万锭, 在 17 年之后预计达到 30 万锭, 中低端标准品生产。公司在越南产能布局始于 2014 年, 全资子公司香港华孚以 3000

¹ 因 2017 中报中未披露新疆、越南产能情况, 故此处利用 2016 年数据说明情况。

万美元注册资本设立华孚（越南）实业公司从事生产、加工各类色纺纱线。后 2015 年 10 月下旬香港华孚以自有资金向越南华孚增资 7000 万美元扩大产能，目前 12 万锭已经基本试产。公司 16 年定增项目中包含越南华孚二期 16 万锭启动项目，未来华孚越南产能布局规模将达到 30 万锭。

图表 3 华孚色纺产销量、收入（单位：万吨、亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
销售量	9.92	13.27	15.13	15.44	16.22	17.76
YOY		33.70%	14.07%	2.03%	5.01%	9.53%
生产量	10.95	13.43	15.54	15.72	16.17	16.91
YOY		22.68%	15.65%	1.17%	2.89%	4.60%
销售量/生产量	90.63%	98.76%	97.42%	98.25%	100.28%	105.00%

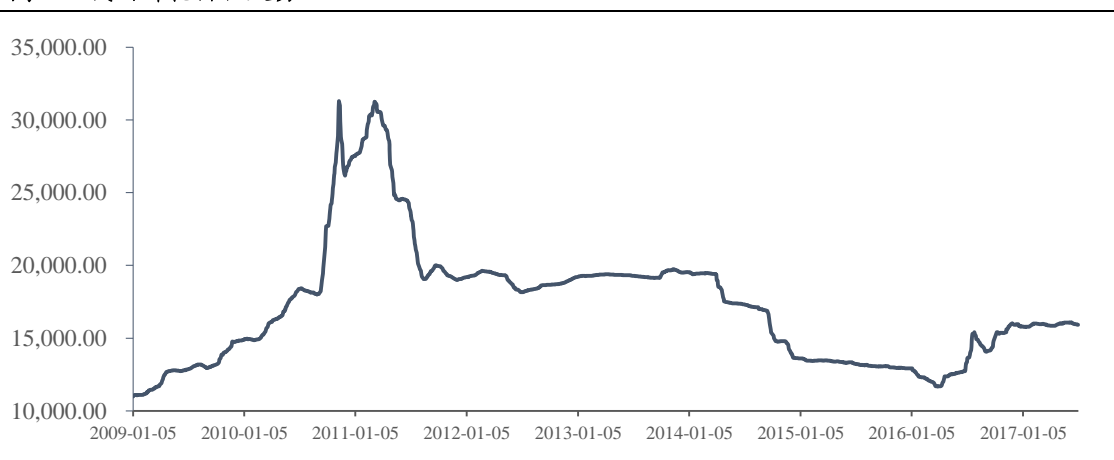
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.2. 色纺纱业务毛利率与棉价正相关，新品增加带动整体毛利率有所增长

色纺纱企业的毛利率水平与国内棉价有非常明显的正相关关系。色纺纱的原料主要是棉花（占比 70%），且色纺纱销售主要采取成本加成法。由于公司订单价格由现货价格决定，而生产利用库存棉花，因此在棉价上涨通道中，公司享受“低价棉、高价纱”的双重利好，但在棉价下跌通道中时，则是遭受“高价棉、低价纱”的双重利空；此外，棉价下行周期中下游企业不愿放长单，会影响公司的订单量和排产。

公司纱线业务毛利率同样与棉价关联较大。2009-2011 年公司纱线毛利位居高位，主要是因为在该阶段是棉价的牛市阶段（棉花供不应求，棉纺织业景气大幅提升），2011 年公司毛利率分别 19.85%；但自 2011 年下半年后，国内棉价不断下跌（出口下滑，棉花丰产，库存积压），利好转为利空，纱价、毛利率与棉价一样，呈现“过山车”波动，2012 年公司毛利率 10.77%，较 2011 年下跌 9.08pp。之后几年公司纱线业务毛利率除 14 年由于棉价下跌再次下滑之外，其余年份在新品逐渐增多的带动下一直保持着稳中有升的态势。

图表 4 我国棉花价格走势



资料来源：WIND，东吴证券研究所

图表 5 华孚纱线毛利率

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
纱线毛利率	17.7%	9.9%	13.1%	12.4%	13.6%	14.2%	14.8%

资料来源: WIND, 东吴证券研究所

同时,华孚近年来不断提升设计师产品和环保产品比重,不断优化产品结构。其中 2012 年、2013 年、2015 年新产品结构比重同比增加 3.5%、5.4%、2%。此外,公司采取降本增效措施,降低原料成本,积极去库存,调整产能结构,实行精细化管理,推进两化融合,实施“机器换人”,使产品毛利率保持稳定提升。

3.1.3. 与百隆东方在色纺业务方面的毛利率差主要来源于废棉和棉价处理方法不同

华孚色纺毛利率近年来保持在 13%-14%,而百隆东方毛利率数据则在 18%-19%,两者看似较大的毛利率水平差距其实是由于二者对于废棉的会计处理不同以及使用新疆棉较高的成本(由此带来的补贴未反应在毛利率中):(1)华孚色纺将废棉成本计入色纺纱业务收入则另行计算,因此这使得公司纱线业务毛利率偏低;(2)公司由于使用新疆棉成本相对较高(过去几年外棉价格低于内棉),但是由使用新疆棉带来的较高补贴则并不计入营业收入这使得公司毛利率在还原废棉后依旧低于百隆。

图表 6 华孚及百隆纱线业务毛利率比较

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
华孚纱线业务毛利率	17.7%	9.9%	13.1%	12.4%	13.6%	14.2%
百隆色纺纱业务毛利率	28.3%	17.2%	19.7%	20.3%	18.9%	17.5%
华孚还原废棉后毛利率	19.9%	11.4%	15.1%	15.0%	15.8%	16.8%

资料来源:公司公告,东吴证券研究所

3.2. 网链业务: 主要从事棉花贸易、近年放量迅速、占收入比重提升明显

利用新疆资源优势开展网链贸易业务、近年放量迅速:华孚色纺通过与新棉集团设立合资公司在新疆开展棉花供应链服务业务(网链业务)。华孚通过对轧花厂(棉花粗加工的必要环节)、储运站以及交易市场的控制,在通过棉花供应链全流程服务赚取利润的同时更深度地掌握控制了新疆当地棉花资源。新疆作为我国棉花最主要产地(60%),掌握当地的棉花资源是公司从制造商转型供应链运营商,未来逐步转型时尚供应链企业发展的第一步。2016 年 3 月公司公告与新棉集团成立新疆天孚从事棉花网链业务,根据双方合作框架协议,新疆天孚发展规划为年交易量 100 万吨、拥有 100 家轧花厂,并计划利用国家对新疆企业上市的优惠鼓励政策在具备上市条件后实现新疆天孚独立上市。

图表 7 网链业务收入及毛利率

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
网链收入(百万元)	688.75	500.96	911.86	1,586.29	3,445.75	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%	33.86%
毛利率	6.12%	2.35%	4.11%	6.66%	3.76%	7.23%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.3. 公司毛利率变化：纱线业务与棉价同步稳中有升，网链业务占比逐渐增大

公司毛利率自 2011 年从 19.9% 下滑至 2016 年的 11.7%，公司毛利率的下滑主要由于毛利率较低的网链业务收入占比逐渐提升有关；而公司主营业务纱线在 12 年棉价大跌导致毛利率大幅下滑后，除 14 年由于棉价下跌再次下滑之外，其余年份在新品逐渐增多的带动下一直保持着稳中有升的态势。

图表 8 华孚各项业务毛利率拆分

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
总毛利率	10.8%	14.1%	13.4%	13.7%	11.7%	14.0%
纱线毛利率	9.9%	13.1%	12.4%	13.6%	14.2%	14.8%
纱线收入占比	84.9%	89.7%	82.2%	74.5%	59.0%	63.8%
网链毛利率	6.1%	2.4%	4.1%	6.7%	3.8%	7.2%
网链收入占比	12.0%	8.0%	14.9%	23.3%	39.0%	33.9%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4. 公司不断加强内部管理，优化流程制度和预算控制，期间费用稳中有降

公司管理能力持续提升，同时随着网链业务放量带来的收入增长，公司近年来各项费用均有所下降。在公司管理及销售费用率逐步下滑的同时，公司 16 年财务费用由于人民币贬值带来的汇兑收益利好，较过去年份有明显下降。17 年上半年费用率下降明显，一方面来自内部提效，另一方面来自会计政策变更后政府补贴对销售费用及财务费用的冲减，详细分析请参考我们的 2017 年中报点评。

图表 9 华孚色纺费用率变化

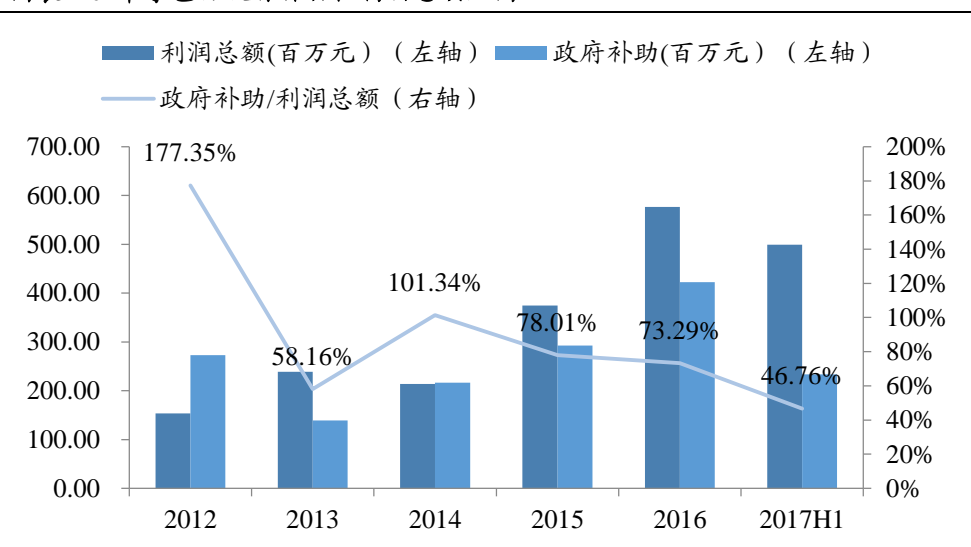
(单位: 百万元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
销售费用	222.27	272.43	309.71	258.74	256.04	122.26
销售费用率	3.9%	4.4%	5.1%	3.8%	2.9%	2.3%
管理费用	258.05	274.84	320.81	313.63	349.59	181.17
管理费用率	4.5%	4.4%	5.2%	4.6%	4.0%	3.3%
财务费用	238.95	195.20	208.59	229.35	209.13	56.15
财务费用率	4.2%	3.1%	3.4%	3.4%	2.4%	1.0%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.5. 政府补助稳定增长，促使净利润水平稳定提升

政府补助是公司利润的重要组成部分，主要与主业色纺业务中新疆产能的逐渐落地有关。2011-2016 年政府补助占净利润比例较高，政府补助主要来自中央及新疆维吾尔自治区对在疆设厂的纺服企业的补贴，包括出疆棉运输补贴、使用新疆地产棉补贴等，从近年新疆补贴政策稳定程度来看，呈现以下几个特点：1、补贴力度持续加大，尤其对高支产品（60 支以上）的补贴力度在持续提高；2、南疆（公司新疆产能所在地）补贴力度大于其他地区；3、阿克苏地区 2017 年起由按年补贴改为按季补贴，利于改善该区域纺企现金流。总体来看，公司作为选址南疆的高支产品生产企业，政府补贴具有持续性，并将随公司在新疆产能的不断扩大持续受益。

图表 10 华孚色纺政府补助占利润总额比例



资料来源：WIND，东吴证券研究所

图表 11 华孚色纺新疆相关补助情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2016H1	2017H1
政府补助全额(万元)	27,263.08	13,889.66	21,666.79	29,237.21	42,257.55	18,682.27	23,352.27
YOY	414.16%	-49.05%	55.99%	34.94%	44.53%		25.00%
其中,新疆相关主要补贴:							
出疆棉运输补贴	5,212.20	4,829.39	6,052.41	4,166.60	5,797.72	2,308.56	2,644.35
生产用电补贴			99.62	183.85	375.59	271.83	254.97
贷款贴息			50.00	50.00	187.40		2,446.17
社会保险补贴	149.74	24.94	26.38	1,038.22	1,352.90	914.26	
岗前培训补贴				61.44	70.34		326.67
使用新疆地产棉补贴			3,806.14	5,508.60	5,011.37	2,512.50	3,745.48
税收返还款	1,082.12	1,878.82	1,506.84	4,395.32	7,416.39	3,572.94	4,285.61
税收优惠	78.84	879.76	1,120.98			144.18	
合计	6,522.90	7,612.91	12,662.36	15,404.03	20,211.71	9,724.28	13,703.25
YOY	44.91%	16.71%	66.33%	21.65%	31.21%		40.92%
占政府补助总额比例	23.93%	54.81%	58.44%	52.69%	47.83%	52.05%	58.68%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 12 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

3.6. 入选棉花期货厂库，利于盈利能力稳定及客户进一步开拓

棉纱期货于2017/8/18于郑州商品交易所上市，包括华孚色纺在内的35家企业被郑商所选为交割厂库，利于公司稳定盈利能力的同时拓宽销售渠道：

(1) 棉纱期货上线，便于棉纺类企业参与套期保值、锁定利润：过去仅有棉花期货时期，公司可通过棉花期货一定程度上锁定成本，但产品价格仍受棉价影响波动较大；本次棉纱期货上线后利好棉纺类企业锁定售价（尤其是作为交割厂库的各个企业），从而实现有利于公司进一步稳定产品利润；

(2) 作为交割厂库市场影响力将进一步提升，利于公司进行客户拓展：被选为交割厂库体现郑商所对公司产品质量认可，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) 同时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。

4. 未来业绩驱动： 纱线稳步增长、网链业务放量

4.1. 收入端： 纱线产能及网链贸易业务同时增长

公司的纱线业务未来有望随着公司产能在新疆的上升而稳步增长，未来三年 CAGR 有望达到 20%。考虑公司新疆及越南产能放量。我们预计到 19 年，公司新疆/越南地区产能将达到 155/30 万锭，总体来看 17-19 年均能保持两位数以上的产能增长节奏。

我们认为色纺纱行业在环保因素利好以及行业集中度提升的情况下，公司订单能够跟上产能增长。（1）在环保趋严的形势下，面料厂自带的印染厂产能逐渐受到限制，这也使得其在损失一个盈利环节的同时需要去另外寻找染厂进行染色。在目前染费及环保成本不断上升的情况下，由色纺纱直接染布的成本优势也渐渐显现。（2）包括新疆与越南等用棉补贴较高及生产成本较低的区域，由于生产门槛的不断提高以及龙头的优势已经确立，小规模工厂竞争劣势愈加明显，行业集中度有望在目前华孚+百隆双寡头占据 40%+以上的基础上继续集中。因此我们认为，公司在订单上有望跟上产能增长步伐，带动收入稳步提升。

图表 13 华孚色纺纱线业务产能、收入预测

(单位: 百万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
纱线业务收入	5042.47	5067.66	5,213.67	6,101.21	7,447.06	8,523.74
YOY	-9.95%	0.50%	2.88%	17.02%	22.06%	14.46%
总产能(万锭)	135.00	135.00	150.00	190.00	225.00	250.00
YOY			11.11%	26.67%	18.42%	11.11%
实际产能		135	142.5	170.0	207.5	237.5
YOY			5.56%	19.30%	22.06%	14.46%
新疆产能(万锭)			65	95	130	155
YOY				46.15%	36.84%	19.23%
越南(万锭)			20	30	30	30
YOY				50.00%	0.00%	0.00%
中国内地(万锭)			65	65	65	55
销售量(吨)	154,413	162,153	177,600	201,780	246,290	281,898
YOY	2.03%	5.01%	9.53%	13.61%	22.06%	14.46%
生产量(吨)	157,165	161,703	169,139	201,780	246,290	281,898
YOY	1.17%	2.89%	4.60%	19.30%	22.06%	14.46%
销售量/生产量	98.25%	100.28%	105.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 棉价企稳下纱线业务毛利率有望保持稳定

4.2.1. 供需关系逆转，未来棉价有望企稳回升

从供需量的角度分析，我们预计国内外棉花的价格均有望在未来几年保持稳定上涨状态。

（1）目前我国棉花供不应求，国储棉库存成为调节来源。从目前我国棉花供需关系看，我国棉花产能在每年 500 万吨左右的，而我国棉花需求量则在每年 800 万吨左右，扣除每年在 WTO 时规定的近 100 万吨配额棉进口量，目前我国每年的棉花缺口在 200 万吨左右。另

一方面，作为棉花替代材料的粘胶短纤虽然在 16 年产量有所增长，但是在我国目前对高污染行业进行调控整治的背景下，粘胶行业 17 年产能增长预计有限，对棉花整体的供需缺口影响有限。

因此从目前看，我国 200 万吨/年的缺口基本通过国储棉抛储弥补。

图表 14 我国棉花供需关系

(单位: 万吨)	国内消费总计	产量	粘胶短纤产量
2008	958	799	132
2009	1,089	697	151
2010	1,002	664	184
2011	827	740	207
2012	784	762	285
2013	751	713	316
2014	740	653	342
2015	762	479	344
2016	816	495	375
2017E	827	523	

资料来源: USDA, 东吴证券研究所

(2) 另一方面，国储棉库存作为填补我国棉花用量缺口的主要来源目前已逐渐接近均衡值。我国国储棉存量自 2012 年 1600 万吨下降至 2016 年 850 万吨左右，在今年预计抛储在 300 万吨左右的情况下，我们预计 17 年底我国国储棉储备量在 600 万吨左右。

根据 2000 年至今的库存消费比，不考虑近年来高库存影响，我国棉花库存/消费的正常水平在 60%-70%之间，按照棉花年消费量 800 万吨计算，棉花存量应保持在 480 万吨-560 万吨的合理水平。考虑到工商业用棉的合理库存在全年用棉量 2-3 个月间的正常水平，我国工商业用棉量大约在 125 万吨。因此，我们得出结论，我国国储棉存量合理水平应为 450 万吨左右。考虑到国储棉今年之后 600 万吨左右的库存量，我们认为在 18 年抛储之后国储棉库存量即将达到均衡值，很难再填补我国目前的棉花供需缺口。

(3) 因此，我们判断在 18-19 年间，由于国储棉无抛出空间，而我国棉花 200 万吨的供需缺口持续存在，我国棉价能够保持稳定不出现大幅度的下滑。同时，由于目前棉花成本在 18000 元/吨，因此我们预计如果市场棉价不能向这一价格靠拢，国内种植面积将很难提升来填补供需缺口。

4.2.2. 公司纱线毛利率有望随棉价企稳而保持稳定

由于色纺纱企业的毛利率水平与国内棉价有非常明显的正相关关系，我们预计公司纱线业务毛利率有望保持稳定。色纺纱的原料主要是棉花（占比 70%），且色纺纱销售主要采取成本加成法，因此其毛利率与棉价有正向关系性。我们认为公司纱线业务毛利率未来有望保持稳定。

图表 15 华孚色纺纱线毛利率

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
毛利率(%)	13.11	12.39	13.58	14.17	14.50	14.50	14.50

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 网链业务持续放量，为收入增长形成贡献

另一方面，由于公司与新棉集团合作后棉花资源丰富、网链业务拓展迅速，预计网链收入在未来三年增长强劲，我们假设该业务 16-18 收入增长为 75%/70%/50%，同时由于其规模采购优势越发凸显，毛利率将呈现稳定水平，我们预计在 5% 左右。棉纱期货的上市与交割厂库的指定，将有助于华孚的网链业务向下游继续延伸。

图表 16 公司网链收入及毛利率预测（百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
网链收入	500.96	911.86	1,586.29	3,445.75	6,030.06	10,251.11	15,376.66
YOY	-27.27%	82.02%	73.96%	117.22%	75.00%	70.00%	50.00%
收入占比	8.03%	14.87%	23.32%	38.99%	48.95%	57.29%	63.79%
毛利率(%)	2.35	4.11	6.66	3.76	5.00	5.00	5.00

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

图表 17 公司各部类收入预测（百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
纱线收入	5,599.46	5,042.47	5,067.66	5,213.67	6,101.21	7,447.06	8,523.74
毛利率(%)	13.11	12.39	13.58	14.17	14.50	14.50	14.50
网链收入	500.96	911.86	1,586.29	3,445.75	5,513.20	9,372.44	14,058.66
毛利率(%)	2.35	4.11	6.66	3.76	5.00	5.00	5.00
其他收入（主要为废棉）	139.71	178.41	149.70	177.48	186.35	195.67	205.46
毛利率(%)	96.32	88.13	92.48	93.19	90.00	90.00	90.00
公司营业收入	6,240.13	6,132.75	6,653.95	8,836.91	12,317.62	17,893.84	24,105.86
综合毛利率(%)	14.11	13.36	11.93	11.70	10.99	9.88	9.08

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

4.4. 盈利预测及投资建议

考虑纱线主业产能有序扩张带来的利润增长、新疆补贴随产能落地的稳步提升，以及网链业务的迅速放量，我们预计公司 17/18/19 年归母净利润将达到 7.0 亿/8.9 亿/11.3 亿元，对应目前 110 亿市值 PE 为 16/12/10 倍，考虑华孚色纺成长性及作为行业龙头持续受益下游需求增长以及棉纱期货上线带来的利好，我们维持“买入”评级

图表 18 可比公司市盈率

证券代码	证券简称	2016	2017E	2018E	2019E
002042.SZ	华孚色纺	22.9	15.6	12.3	9.7
601339.SZ	百隆东方	14.7	13.3	11.7	10.3

数据来源：东吴证券研究所测算

风险提示：

- 1) 色纺纱下游需求增长不及预期：公司产能扩张较快，若下游色纱订单增长不及预期，产能利用率可能不及预期。
- 2) 网链业务拓展不及预期：在寻找棉花贸易客户的过程中新客户开辟的速度若不及预期，会影响网链业务的整体放量。
- 3) 棉纱期货推广不及预期：若棉纱期货活跃程度未及预期，则可能较难有效实现利润锁定。

华孚色纺三大财务预测表

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%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	11.70%	10.99%	9.88%	9.08%
经营活动现金流	825.21	(272.75)	87.74	1056.06	EBIT Margin(%)	4.84%	4.69%	4.12%	3.64%
投资活动现金流	(375.40)	(418.79)	(470.44)	(472.64)	销售净利率(%)	5.42%	5.71%	4.98%	4.68%
筹资活动现金流	(84.16)	960.85	(395.01)	(423.06)	资产负债率(%)	61.50%	47.94%	46.55%	44.17%
现金净增加额	355.21	269.32	(777.71)	160.36	收入增长率(%)	29.88%	39.39%	45.27%	34.72%
折旧和摊销	313.39	319.52	355.48	379.17	净利润增长率(%)	42.64%	46.90%	26.71%	26.56%
资本开支	518.07	500.00	501.00	502.00	P/E	22.89	15.58	12.30	9.72
营运资本变动	(177.86)	(1525.57)	(1429.40)	(730.51)	P/B	2.59	1.62	1.44	1.26
企业自由现金流	1034.16	(192.58)	82.03	930.73	EV/EBITDA	21.56	17.10	14.04	12.21

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>