

华孚时尚 (002042)

证券研究报告

2018年02月28日

2017年业绩继续高增长，网链业务持续发力

事件：华孚时尚发布 2017 年业绩快报，全年实现收入 125.97 亿元，同比增长 42.5%；实现归母净利润 6.75 亿元，同比增长 40.8%；EPS 为 0.67 元。

全年业绩高速增长，符合市场预期

公司全年收入 126 亿元，同比增长 42.5%，其中 Q4 实现收入 37.3 亿元，同比增长 82.3%；全年实现归母净利润 6.75 亿元，同比增 41%，其中 Q4 实现归母净利润 0.7 亿元，同比降低 10.3%。全年收入及业绩持续高速增长，主要系：(1) 2017 年产能投放、集聚营运，优化结构等，带来的营收和利润增加；(2) 前后端网链业务全面启动，前端网链业务收入增速不断创新高提振整体收入规模；(3) 加快新疆投资，各项优惠政策持续落实。

华孚 Q4 净利润出现负增长，主要原因是 Q4 受到汇率波动导致汇兑损失增多，以及 Q4 新棉上市采购费用增加，使得四季度净利润同比下滑。2017 年净利率为 5.36%，同比减少 0.06pcts，主要受到净利率较低的前端网链业务影响。另外，我们认为随着会计政策变更，公司之前与日常活动有关的政府补助从营业外收入项目重分至其他收益、营业成本、销售费用和财务费用中，报表质量有望改善。

新疆产能持续扩张尽享政策红利，网链业务成为收入增速驱动力

公司在新疆积极布局新产能，预计 17 年总产能达 180 万锭，新疆达 87 万锭。此外随着阿克苏三期项目推进，预计 2018-2020 年产能将保持 10%以上增速。另外，新疆作为一带一路核心发展区域，在纺织行业的补贴将更多偏好具备产能及规模优势的龙头企业，华孚将率先受益。从原材料棉花来看，目前全国棉花存在 187 万吨供需缺口，而国储棉储备低且质量较差，我们认为棉价中长期具备上涨动力。

公司战略为坚持主业、共享产业，以纱线贯通纺织服装产业，整合棉花种植、棉花加工、仓储物流、花纱交易、纺服供应链，实现前后端产业贯通（前端为原料网链业务、后端为布衣网链业务），从全球最大色纺制造商和供应商转型到全球纺织服装产业时尚运营商。在棉花基本面总体向好、新疆产能持续投放、公司网链业务蓬勃发展（前端高速增长，后端稳步推进）以及费用结构持续改善的背景下，公司未来有望继续实现业绩高速增长。

维持“买入”评级，3-6个月目标价 15.30 元

一方面，前端网链业务不断高速增长，后端业务后续将发力。另一方面，新疆产能逐步投放，主业稳健增长并享政策红利，公司增长动力十足。由于网链业务表现越发强劲，因此我将 18-19 年 EPS 由 0.9/1.18 调整至 1.02/1.25 元，对应 PE 12、10 倍。我们给予 18 年 15 倍 PE，目标价由 15 调整至 15.30 元。

风险提示：棉花价格波动较大；新建产能投放受阻；下游需求不及预期等。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,803.66	8,836.91	12,596.53	16,559.55	20,179.24
增长率(%)	10.94	29.88	42.54	31.46	21.86
EBITDA(百万元)	602.61	669.12	917.64	1,123.92	1,396.21
净利润(百万元)	335.93	479.16	674.76	848.31	1,039.49
增长率(%)	99.40	42.64	40.82	25.72	22.54
EPS(元/股)	0.33	0.47	0.81	1.02	1.25
市盈率(P/E)	37.42	26.23	15.32	12.19	9.94
市净率(P/B)	3.44	3.15	2.24	1.94	1.66
市销率(P/S)	1.85	1.42	0.82	0.62	0.51
EV/EBITDA	22.74	19.87	19.31	13.19	13.80

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	12.41 元
目标价格	15.3 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,012.92
流通 A 股股本(百万股)	837.66
A 股总市值(百万元)	12,570.30
流通 A 股市值(百万元)	10,395.31
每股净资产(元)	6.69
资产负债率(%)	52.71
一年内最高/最低(元)	13.51/9.49

作者

郭彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120001
guobin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华孚时尚-季报点评:业绩再超预期,前端网链业务持续发力》 2017-10-25
- 《华孚色纺-半年报点评:中报高速增长持续,主业向好趋势愈发明显》 2017-08-26
- 《华孚色纺-年报点评报告:17年开门红,多因素共振保证全年业绩高速增长可期》 2017-04-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	731.46	1,182.26	1,007.72	1,324.76	1,614.34
应收账款	1,008.86	1,107.41	2,349.16	1,137.93	3,111.39
预付账款	418.73	618.50	659.28	1,104.55	1,108.03
存货	2,583.09	2,634.21	6,279.73	5,261.36	9,164.31
其他	597.45	602.33	824.31	674.40	1,039.70
流动资产合计	5,339.61	6,144.72	11,120.21	9,503.01	16,037.77
长期股权投资	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
固定资产	3,155.47	3,283.82	3,398.34	3,420.01	3,372.97
在建工程	273.23	656.57	429.94	305.96	213.58
无形资产	421.97	591.83	575.77	559.71	543.64
其他	207.31	321.79	222.32	239.09	254.65
非流动资产合计	4,058.08	4,854.11	4,626.46	4,524.87	4,384.94
资产总计	9,397.69	10,998.83	15,746.67	14,027.87	20,422.71
短期借款	3,309.37	4,639.93	6,860.29	5,320.24	9,298.05
应付账款	677.14	1,141.95	1,719.82	1,977.86	2,485.30
其他	1,104.45	420.65	926.50	867.18	971.63
流动负债合计	5,090.97	6,202.53	9,506.61	8,165.28	12,754.98
长期借款	379.98	373.73	973.14	843.91	843.91
应付债券	0.00	0.00	201.02	67.01	89.34
其他	180.86	187.54	192.25	186.88	188.89
非流动负债合计	560.84	561.27	1,366.41	1,197.80	1,122.14
负债合计	5,651.80	6,763.80	10,873.03	9,419.08	13,877.12
少数股东权益	88.70	246.35	261.03	289.10	331.48
股本	832.99	832.99	832.99	832.99	832.99
资本公积	1,002.76	1,005.17	1,005.17	1,005.17	1,005.17
留存收益	2,808.41	3,206.68	3,779.62	4,486.60	5,381.12
其他	(986.97)	(1,056.16)	(1,005.17)	(1,005.17)	(1,005.17)
股东权益合计	3,745.89	4,235.03	4,873.65	5,608.70	6,545.59
负债和股东权益总	9,397.69	10,998.83	15,746.67	14,027.87	20,422.71

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	339.38	512.53	674.76	848.31	1,039.49
折旧摊销	306.79	325.91	188.17	198.37	205.49
财务费用	200.54	176.71	278.35	284.63	333.82
投资损失	(10.68)	(16.37)	(20.48)	(25.28)	(18.29)
营运资金变动	(1,155.54)	(217.13)	(4,276.39)	2,043.44	(5,497.18)
其它	414.06	43.57	(6.83)	35.47	46.15
经营活动现金流	94.55	825.21	(3,162.42)	3,384.94	(3,890.53)
资本支出	520.36	988.25	55.29	85.36	47.99
长期投资	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,249.34)	(1,363.65)	(64.45)	(143.68)	(87.42)
投资活动现金流	(728.88)	(375.40)	(9.16)	(58.31)	(39.43)
债权融资	4,513.91	5,033.66	8,360.65	5,777.50	10,476.78
股权融资	(284.07)	(273.50)	(227.36)	(284.63)	(333.82)
其他	(3,741.32)	(4,844.33)	(5,136.26)	(8,502.45)	(5,923.44)
筹资活动现金流	488.53	(84.16)	2,997.04	(3,009.59)	4,219.53
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(145.80)	365.65	(174.54)	317.04	289.57

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,803.66	8,836.91	12,596.53	16,559.55	20,179.24
营业成本	5,871.42	7,803.17	11,113.87	14,820.83	18,091.19
营业税金及附加	30.87	63.27	107.07	149.04	191.70
营业费用	258.74	256.04	230.52	281.51	282.51
管理费用	313.63	349.59	390.49	390.00	420.00
财务费用	229.35	209.13	278.35	284.63	333.82
资产减值损失	5.96	15.88	23.30	24.84	24.22
公允价值变动收益	(29.18)	(9.60)	(22.29)	6.93	2.81
投资净收益	10.68	16.37	20.48	25.28	18.29
其他	36.99	(13.56)	3.61	(64.42)	(42.21)
营业利润	75.19	146.61	451.12	640.92	856.91
营业外收入	302.55	438.15	326.12	355.61	373.29
营业外支出	2.95	8.21	6.04	5.73	6.66
利润总额	374.79	576.56	771.20	990.79	1,223.54
所得税	35.41	64.02	80.98	113.94	140.71
净利润	339.38	512.53	690.22	876.85	1,082.83
少数股东损益	3.44	33.38	15.46	28.55	43.34
归属于母公司净利润	335.93	479.16	674.76	848.31	1,039.49
每股收益(元)	0.33	0.47	0.81	1.02	1.25

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.94%	29.88%	42.54%	31.46%	21.86%
营业利润	-545.31%	94.99%	207.70%	42.07%	33.70%
归属于母公司净利润	99.40%	42.64%	40.82%	25.72%	22.54%
获利能力					
毛利率	13.70%	11.70%	11.77%	10.50%	10.35%
净利率	4.94%	5.42%	5.36%	5.12%	5.15%
ROE	9.19%	12.01%	14.63%	15.95%	16.73%
ROIC	4.43%	4.32%	8.44%	6.83%	10.74%
偿债能力					
资产负债率	60.14%	61.50%	69.05%	60.02%	67.95%
净负债率	6.08%	9.60%	11.24%	26.83%	20.12%
流动比率	1.05	0.99	1.17	1.16	1.26
速动比率	0.54	0.57	0.51	0.52	0.54
营运能力					
应收账款周转率	7.03	8.35	7.29	9.50	9.50
存货周转率	2.68	3.39	2.83	2.87	2.80
总资产周转率	0.75	0.87	0.94	1.11	1.17
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.47	0.81	1.02	1.25
每股经营现金流	0.09	0.81	-3.12	3.34	-3.84
每股净资产	3.61	3.94	5.54	6.39	7.46
估值比率					
市盈率	37.42	26.23	15.32	12.19	9.94
市净率	3.44	3.15	2.24	1.94	1.66
EV/EBITDA	22.74	19.87	19.31	13.19	13.80
EV/EBIT	44.99	37.38	24.29	16.02	16.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com