

华孚时尚 (002042)

证券研究报告
2018年03月12日

新疆产能释放 尽享政策红利 贯穿全产业链意在打造一站式时尚运营商

供需两端助推色纺行业增长，未来潜力大

色纺纱作为“环保、时尚、功能性强、适合小批量生产”的产品，应用于高端及运动休闲服饰，适用于快时尚行业，其特性符合行业发展趋势。由于目前我国色纺纱整体产量只占纱线总产量 5%，色纺纱还有很大提升空间。需求端看，中高端及运动休闲增长较快，再加上主要客户 Zara、Nike、Adidas 处于高速增长阶段，需求持续稳定增长。供给端看，行业进入壁垒高，同时，环保政策趋严、色纺纱无污染制造工艺将推动色纺纱在整个纱线市场的渗透率及集中度进一步提升。因此我们看好色纺行业增长潜力。

深耕新疆、产能持续扩张尽享政策红利，棉价看涨利好业绩增长

公司在新疆地区积极布局，预计 17 年底总产能达到 180 万锭，其中新疆达 87 万锭。此外随着阿克苏三期项目推进，未来三年将会有 55 万锭色纺纱产能提高，预计 2018-2020 年产能将保持 10%以上增速。产能提升的同时，公司下游需求旺盛，可以把新增产能较好地消化，为业绩增长提供稳定支撑。另外，新疆作为一带一路核心发展区域，政府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，华孚作为龙头率先受益。

从原材料来看，目前全国棉花产量 574.8 万吨，进口 108.9 万吨，消费 870.9 万吨，存在 187 万吨供需缺口。而国储棉储备低且库存质量较差，我们认为棉价中长期具备上涨动力，价格传导到色纺产品，利好龙头企业。另外前端网链业务可以帮助公司提前锁定棉花价格，降低成本，进一步提升利润空间。

华孚意在贯穿前后端网链打造时尚运营平台，未来亮点可期

公司在 2017 年更名“华孚时尚”彰显了华孚向全产业链覆盖转型以及打造一站式时尚运营商的决心。公司当前前端网链业务整合新疆棉花资源，推动公司总营收快速增长，2014-2016 年保持 94.71%复合增长率。近期公司开始布局后端网链业务，主要通过浙江服人网链科技公司提供柔性供应链，迅速灵活地满足下游需求。同时打造电商产业园，把握时尚趋势，提供仓储、物流、投融资等增值服务，提高未来盈利能力。

维持“买入”评级，3—6 个月目标价 16.40 元。

预计 18-19 年净利润为 8.32/10.03 亿元，YOY 23%/21%，EPS 为 0.82/0.99 元，对应 PE 为 15/13 倍。考虑到公司增长潜力大，前端网链业务持续高速增长，后端业务后续将发力。另外，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。由于各方业务表现越发强劲，我们给予公司 18 年 20 倍 PE，目标价由 15.30 提高至 16.40 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	913.66	1,119.41	1,391.08
净利润(百万元)	335.93	479.16	674.75	832.38	1,003.78
增长率(%)	99.40	42.64	40.82	23.36	20.59
EPS(元/股)	0.33	0.47	0.67	0.82	0.99
市盈率(P/E)	38.35	26.89	19.09	15.48	12.84
市净率(P/B)	3.52	3.23	2.69	2.35	2.03
市销率(P/S)	1.89	1.46	1.02	0.78	0.64
EV/EBITDA	22.74	19.87	21.99	15.37	15.58

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	12.72 元
目标价格	16.40 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)	12,884.30
流通 A 股市值(百万元)	10,654.99
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-公司点评:2017 年业绩继续高增长，网链业务持续发力》2018-02-28
- 《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:中报高增长持续，主业向好趋势愈发明显》2017-08-26

内容目录

1. 供需两端刺激色纺行业增长，行业空间大	4
1.1. 什么是色纺纱？	4
1.2. 需求端：下游需求旺盛，色纺行业成长潜力大	5
1.2.1. 国内消费升级趋势下，中高端服饰需求上升	5
1.2.2. 快时尚成为趋势得以快速发展，行业需求与色纺特性完美契合	5
1.2.3. 运动休闲快速发展刺激色纺需求	6
1.2.4. 下游客户高增长，带动色纺企业共同成长	6
1.3. 供给端：集中度日渐提升，行业规模有望进一步扩大	7
1.3.1. 色纺行业进入壁垒高，龙头地位难撼动	8
1.3.2. 环保政策趋严、集中度提升，利好色纺行业及行业龙头	8
1.4. 色纺行业双寡头格局成型	9
2. 华孚时尚：致力于贯穿时尚产业、业绩出色的色纺双寡头之一	10
2.1. 从“做好一根纱线”到时尚运营商	10
2.2. 财务分析：业绩表现出色，营运能力优秀	11
2.2.1. 新疆产能释放+网链业务 推动收入高速增长	11
2.2.2. 毛利率提升，费用率显著降低 带动净利率持续提升	12
2.2.3. 整体运营能力出色	14
3. 色纺纱业务：产能布局新疆，尽享政策红利	14
3.1. 重视研发，专利数量行业第一	14
3.2. 深耕新疆地区，政策红利助推业绩增长	15
3.3. 产能稳步推进、订单充足，为业绩持续增长提供稳定支撑	17
3.4. 中长期棉价具备上涨动力，利好纺织龙头	19
4. 贯穿全产业链打造时尚运营集团，未来想象空间大	20
4.1. 公司短期战略发力前端网链业务，全面整合新疆棉花供应链	20
4.2. 后端网链业务将下游与互联网结合，改造柔性供应链	21
4.3. 贯穿前后端网链业务是符合行业趋势	22
5. 盈利预测及估值	22
5.1. 盈利预测明细	22
5.2. 相对估值	23
6. 风险提示	23

图表目录

图 1：从棉花到服装的过程	4
图 2：三种不同着色制造方法区分	4
图 3：消费升级趋势下全国居民人均消费支出递增（单位：元）	5
图 4：中国快时尚服装市场规模及增速预测（单位：十亿美元）	6
图 5：中国运动服装市场规模及增速预测（单位：十亿美元）	6

图 6: Zara 公司营收及增速 (单位: 亿欧元, %)	7
图 7: H&M 公司营收及增速 (单位: 十亿瑞典克朗, %)	7
图 8: Nike 公司营收及增速 (单位: 亿美元, %)	7
图 9: Adidas 公司营收及增速 (单位: 亿欧元, %)	7
图 10: 2010-2015 淘汰产能, 涉及企业情况 (单位: 亿米、企业个数)	9
图 11: 色纺行业双寡头产能占比 (单位: 万吨)	9
图 12: 全产业链覆盖, 全面向纺服时尚运营商转变	10
图 13: 近年来华孚收入保持较高速度增长 (单位: 亿元、%)	12
图 14: 前端网链业务收入快速增长且占比不断提高 (单位: 亿元、%)	12
图 15: 华孚归母净利润增长迅速 (单位: 亿元、%)	12
图 16: 毛利率拆分, 纱线业务毛利较高, 前端毛利略有提升 (单位: %)	12
图 17: 华孚时尚控费能力出色 (单位: %)	13
图 18: 毛利率基本持平, 净利率稳步上升 (单位: %)	13
图 19: 华孚整体毛利逊于百隆 (单位: %)	14
图 20: 华孚净利率稳步上升, 百隆净利率波动较大 (单位: %)	14
图 21: 存货周转率略高于百隆东方 (单位: 次)	14
图 22: 华孚应收账款周转率有所好转 (单位: 次)	14
图 23: 研发费用投入增长迅速 (单位: 亿元、%)	15
图 24: 新疆地区棉花产量占国内棉花总产量比重逐渐提升 (单位: %)	15
图 25: 政府补助逐渐增多, 但占利润总额比重逐渐下降 (单位: 亿元、%)	17
图 26: 2017 年公司产能分布情况 (万吨)	18
图 27: 中国棉花产销情况 (单位: 万吨)	19
图 28: 前端网链营收增长迅速 (单位: 亿元、%)	20
图 29: 前端网链毛利率略有提高 (单位: %)	20
图 30: 华孚控股“四棉一站一场”全面整合前端网链资源	21
图 31: 全力打造柔性供应链生态圈	21
表 1: 印染布、色织布、色纺纱简单对比	5
表 2: 环保趋严政策下, 部分企业停产减产	8
表 3: 双寡头优缺点简单对比	10
表 4: 公司发展重要事件整理	11
表 5: 补贴政策一览	16
表 6: 公司近年来产能扩张情况	18
表 7: 未来产能预测 (单位: 万吨)	18
表 8: 华孚时尚产销比 (单位: 万吨、%)	19
表 9: 盈利预测 (万元, %)	22
表 10: 可比上市公司估值	23

1. 供需两端刺激色纺行业增长，行业空间大

1.1. 什么是色纺纱？

对于纺织产业来说，从原材料棉花到成衣大致可以分为以下几个步骤：

图 1：从棉花到服装的过程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在上述制作过程中，按照染色环节不同，又有印染布、色织布、色纺纱三种不同产品。

印染又称为染整，是指对棉纺织品、毛纺织品、麻纺织品、丝制品、化学纤维纺织品以及针织或钩针编织物进行漂白、染色、印花等工序的加工，主要是对胚布染色。

色织布由漂白纱、染色纱或原纱借助织物组织变化织成，工序上对纱线先染色再织布。

色纺纱就是先将纤维染成有色纤维，然后将两种或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。

图 2：三种不同着色制造方法区分



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：上图有色图块表示在此处开始染色

与印染布、色织布相比较，色纺纱的主要特点有四个：

- (1) **在节能、减排、环保上具有明显优势。**色纺纱仅对 1/3 的棉花染色，通过混纺可获得 100%彩色棉纱，从纺纱到织布，用色纺纱生产同其他工艺相比，可以减少将近 1/3 的废水排放。而另一种利用原液着色纤维进行纺线的制作工艺则完全全实现零废水污染排放。
- (2) **时尚性较强。**色纺纱在同一根纱线上显现出多种颜色，色彩丰富、饱满柔和，用色纺纱织成的面料具有朦胧的立体效果，手感柔和。适合运用在中高端材质衣服。
- (3) **功能性较强。**经过 30 多年地不断开发，色纺纱在满足外观及舒适要求的同时，逐步向功能性纱线发展，目前已有的功能性色纺纱包括抗紫外线、吸湿排汗快干、抑菌防臭等。适合运用在运动服饰。
- (4) **多品种小批量生产。**色纺纱企业订单很大一部分来自于终端快时尚品牌，而以 Zara 为代表的快时尚品牌追求“快、少量、多品种”，因此色纺企业订单量一般不会太大，企业也不会过多生产造成浪费。同时相较于印染，色纺纱本身也更适合小批量生产，综合导致了行业小批量多品种生产的特性。

表 1: 印染布、色织布、色纺纱简单对比

产品名称	简单对比	代表企业
印染布	色彩相对单一，色牢度低 价格便宜，污染严重	航民股份、华纺股份
色织布	相较印染布，色彩丰富、立体感强， 色牢度高技术含量高，起订量小	鲁泰 A、联发股份
色纺纱	色彩丰富、色泽柔和、立体感强，色牢度高，污染较低，技术含量高。兼具 环保性、时尚性，高附加值，适合小批量、多品种生产	华孚时尚、百隆东方

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 需求端：下游需求旺盛，色纺行业成长潜力大

从需求端来看，色纺产品主要应用于针织品，其中**中高档服饰、快时尚品牌、运动休闲服饰**都是终端应用品类。并且结合色纺纱具备时尚性、功能性等特点，同时能够满足快速反应链，**色纺纱越发受到下游客户青睐**。根据 2016 年报披露，华孚时尚作为色纺龙头下游客户中快时尚与运动服饰占比超过 65%。

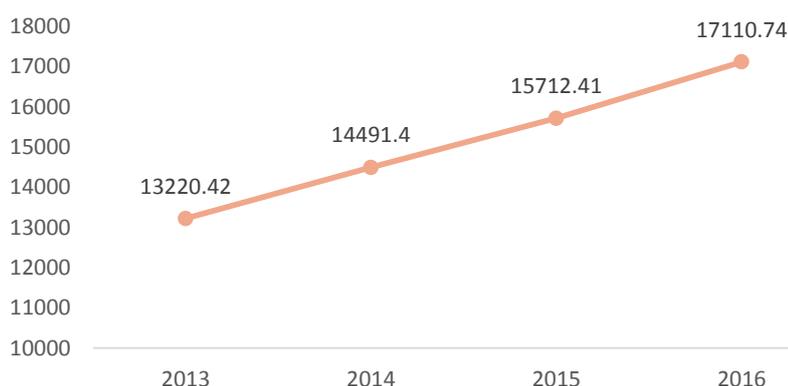
1.2.1. 国内消费升级趋势下，中高端服饰需求上升

色纺纱能实现传统纺纱所不能达到的朦胧立体效果和质感，是制作中高端面料的首选纱线，其需求也会随着消费升级下中高端服饰需求提高而进一步增长。

根据国家统计局数据，全国居民人均消费支出以及同比增长均逐年递增。截止 2017 年前三季度，全国居民人均可支配收入 19342 元，比上年同期名义增长 9.1%，扣除价格因素，实际增长 7.5%。

服装消费作为消费支出的一部分，也相应增长。根据前瞻产业研究院发布的《2015-2020 年中国女装行业市场预测与投资战略规划分析报告》显示，我国服装消费中，高端、中端、低端服装消费增速分别为 31.2%、19.2%和 18.4%。而刚刚过去的 2017 年，高端女装行业业绩普遍好转，是品牌服饰弱复苏进程中回暖最明显也是最早复苏的子行业。根据统计，4 家高端女装公司（歌力思、安正时尚、朗姿股份、维格娜丝）2017 年上半年和前三季度合计收入增速分别为 91.22%、93.30%。我们认为中高端服饰高增长将刺激上游色纺纱需求持续增加。

图 3: 消费升级趋势下全国居民人均消费支出递增（单位：元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

1.2.2. 快时尚成为趋势得以快速发展，行业需求与色纺特性完美契合

色纺纱企业订单很大一部分来源于快时尚品牌，未来随着快时尚市场进一步扩大，色纺纱需求有望随之提升。

快时尚通过提供当下流行的款式和元素，以**高性价比、款多、量少**为特点，最大限度地激发欲望，符合全球时尚趋势，因此过去十年中，快时尚行业增速很快。而中国快时尚市场由于起步较晚，目前仍在持续增长，规模自 2011 年以来保持稳定增长，2011-2016 年 CAGR

为 19.3%，2016 年市场规模达到 273.8 亿美元。根据 Euromonitor 预测，2018-2020 年仍将以 17%左右的增速增长，2020 年预计行业规模将达到 510 亿美元，高于服装行业整体增速。

图 4：中国快时尚服装市场规模及增速预测（单位：十亿美元）



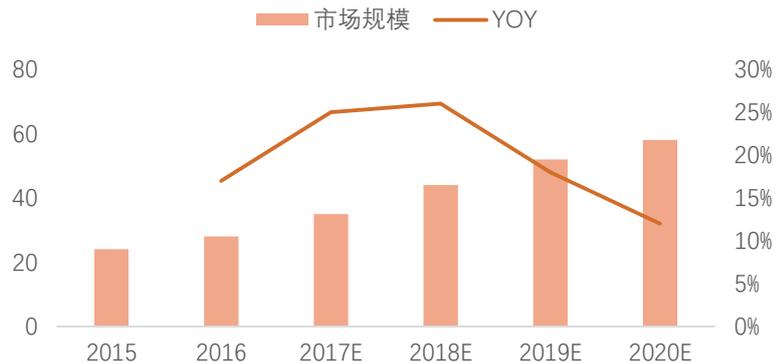
资料来源：Euromonitor International，天风证券研究所

1.2.3. 运动休闲快速发展刺激色纺需求

由于色纺纱特别的功能性和舒适性更加适用于运动休闲服饰，近年来随着运动休闲服饰销售不断增长，色纺纱需求持续提升。

近几年全球流行运动休闲的情况下，我国运动休闲市场正进入高速增长阶段。据 Euromonitor 数据显示，2015 年中国运动服饰市场规模已增长至 240 亿美元，到 2020 年，其规模将有望超过奢侈品市场，达到 580 亿美元，2017-2020 年运动市场复合增速预计可以达到 18.34%，远超过服装行业整体增速，而中国庞大的人口基数以及国内滞后于发达国家的运动浪潮是国内运动服装市场快速增长的动力源。而色纺纱具备的功能性、舒适性等特征更加适合应用于运动休闲服饰，因此随着运动服饰需求提升，对其原材料色纺纱的需求也将随着增加。

图 5：中国运动服装市场规模及增速预测（单位：十亿美元）



资料来源：Euromonitor International，天风证券研究所

1.2.4. 下游客户高增长，带动色纺企业共同成长

由于色纺纱的特殊属性，华孚时尚订单主要来自快时尚和运动品牌，而其下游客户包括时尚巨头品牌 Zara、H&M、GAP，运动巨头 Nike、Adidas 等均处于稳步增长阶段，运动休闲风持续风靡将会利好龙头供应商，实现与之共同成长。

作为快时尚龙头品牌，2012-2017 年 Zara、H&M 复合增长率分别为 10.61%、11.06%，截止 2017 年底，Zara 销售额较上一年增长 12%至 233.1 亿欧元，净利润同比上涨 10%至 31.6 亿元；H&M 销售额同比增长 4%至 2000 亿克朗，净利润同比增长 8.1%至 161.84 亿克朗。

2017 年上半年, Nike 的销售额同比增长 30.8%, Nike 凭借其自身优秀的研发设计能力和产品推广能力, 稳坐行业龙头地位, 未来增长势头强劲。

Adidas 近年通过和 Kanye Omari West 等多位明星限量合作打造爆款, 业绩上升势头强劲, 2017 年上半年营收增长约 10%。未来公司将继续开发新的畅销产品, 打造时尚性和功能性兼顾的产品, 维持公司业绩稳步提升, 公司的目标是 2020 年将实现 250 亿欧元的收入, Adidas 将通过其自身产品的时尚性配合明星效应和社交网络的营销手段迎合千禧一代消费群体的偏好, 未来业绩将会持续向好。

图 6: Zara 公司营收及增速 (单位: 亿欧元, %)



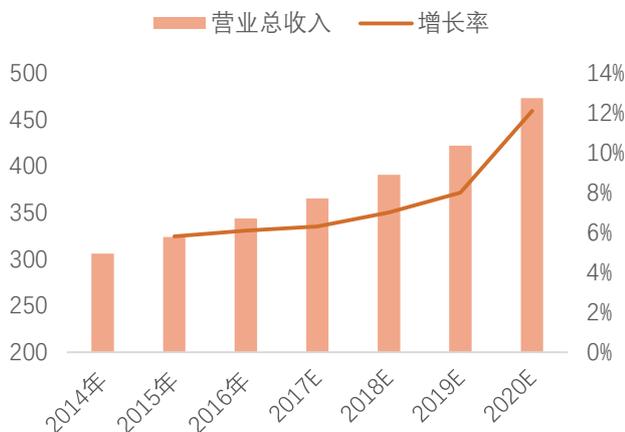
资料来源: Wind 资讯, Bloomberg, 天风证券研究所

图 7: H&M 公司营收及增速 (单位: 十亿瑞典克朗, %)



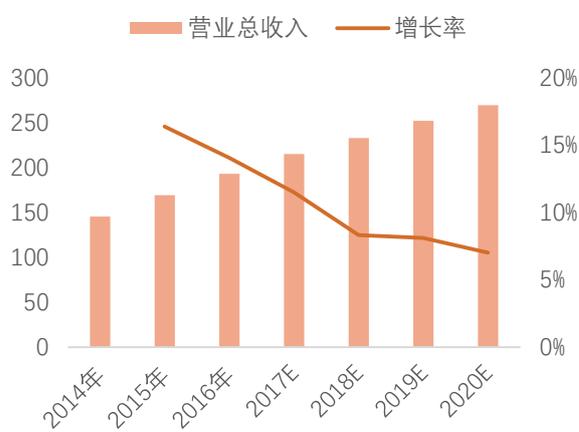
资料来源: Wind 资讯, Bloomberg, 天风证券研究所

图 8: Nike 公司营收及增速 (单位: 亿美元, %)



资料来源: Wind 资讯, Bloomberg, 天风证券研究所

图 9: Adidas 公司营收及增速 (单位: 亿欧元, %)



资料来源: Wind 资讯, Bloomberg, 天风证券研究所

1.3. 供给端: 集中度日渐提升, 行业规模有望进一步扩大

从供给端来看, 色纺纱作为纺织产业的朝阳产业, 全国总产能约为 600-700 万吨, 而全国整体纺纱产能约 1.2 亿吨, 色纺纱仅占纱线总产能的 6%左右, 具有较大发展空间。色纺纱规模仍然较小主要原因在于下游客户还未大规模应用, 消费潜力未被充分挖掘。随着下游景气度提升刺激需求稳定增长, 色纺纱集中度提升以及行业规模较小, 我们认为色纺纱具备较大增长动力。

另外, 由于色纺行业本身进入壁垒较高, 加之环保政策趋严都使行业集中度逐渐加强, 龙头企业受益将更加显著。

1.3.1. 色纺行业进入壁垒高，龙头地位难撼动

色纺纱行业的壁垒主要体现在三个方面：技术、品牌客户资源以及研发能力壁垒。

(1) 技术壁垒

其核心技术主要体现在棉纤维染色、节能减排、污水处理等方面。纤维染色方面，需要把控回潮率、提升色牢度、处理色差等多个重要环节，这需要企业提升机电一体化水平、掌握核心的先进工艺。

(2) 品牌客户资源壁垒

龙头企业大客户占比较高，新进入的公司很难拿到订单。同时龙头企业的产品在行业内已经形成较好口碑，客户忠诚度较高。例如，华孚牌色纺纱及百隆 BROS 品牌色纺纱等。

(3) 研发能力壁垒

色纺纱不同于其他棉纺的一个重要特点是兼具时尚属性及功能性。因此龙头公司一直重视深挖色纺纱在设计研发方面的优势。华孚时尚每年持续发布国际色纺纱两季流行趋势，同时研发吸湿排汗等功能型纺纱，并成立华孚大学持续提供人才。百隆东方近年开发的色纺胚纱 EcoFRESH Yarn®系列环保产品更是颠覆性地引领色纺技术向着更便捷、更环保前进。

1.3.2. 环保政策趋严、集中度提升，利好色纺行业及行业龙头

据全国污染源普查显示：在 39 个行业中，纺织行业排放 COD 量排在前列，占全国的 18.53%，其中有 55%是由印染退浆污水造成的，其中罪魁祸首就是 PVA 等不洁浆料。印染业是典型的高排放、高水耗、高能耗的重点污染行业，近年来随着国家环保政策趋严，一方面关停许多依靠降低环保成本而维持生存的小企业，另一方面将有效阻碍新的环保不达标的企业进入。2010 年开始，5 年间淘汰落后印染产能 158.4 亿米，16 年开始，加强省内印染整合力度，缩减产能规模。

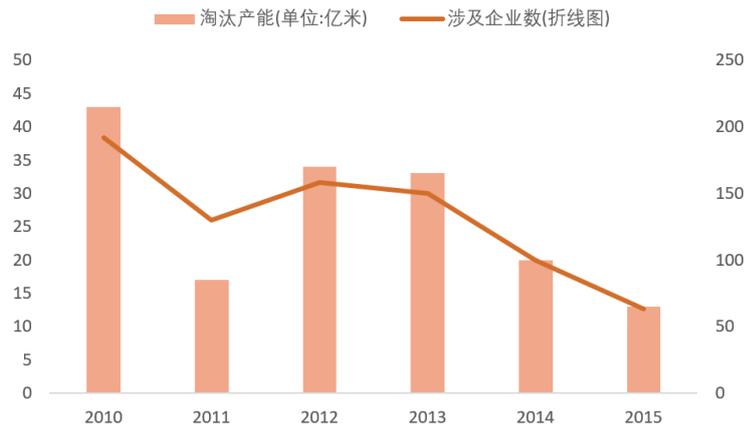
在环保政策趋严的背景下，一方面，中小企业面临停产减产问题，行业集中度将不断提升；另一方面，越来越多的下游品牌商，尤其像 ZARA、Nike、Adidas 这些巨头品牌越发重视上游的环保问题，我们认为色纺纱“节能、减排、环保”的优势将进一步凸显，并且符合国家长期环保发展规划，色纺行业规模有望不断提升，并且利好龙头企业。

表 2：环保趋严政策下，部分企业停产减产

地区	情况
江苏武进	计划通过关停并转减少印染企业 65 家，减产比例达 61%
绍兴柯桥	预计今年底全区保留 100 家印染企业，产量从 200 亿米/年降低到 160 亿米/年
福建泉州	2016 年 9 月开始，锦尚工业区 20 余家印染企业停产，伍堡工业区 10 余家印染企业处于限排限产状态。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2010-2015 淘汰产能，涉及企业情况（单位：亿米、企业个数）

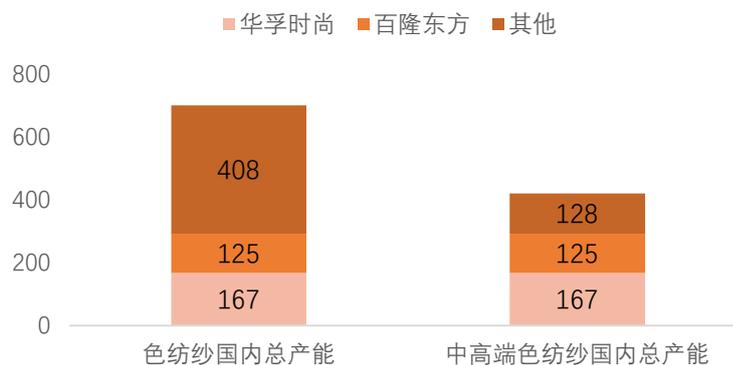


资料来源：工信部，天风证券研究所

1.4. 色纺行业双寡头格局成型

当前我国在色纺纱生产已经占据主导地位，全球约 90% 的色纺纱产能集中在中国。目前全国色纺纱总产能约 600-700 万吨，其中中高端色纺纱约 420 万吨。截止 2017 年上半年，华孚时尚产能约 167 万吨，而百隆东方 2016 年总产能约为 125 万吨，两者合计产能约占国内色纺纱总产能 41.7%，占国内中高端色纺纱总产能 69.52%，色纺行业呈现双寡头格局。

图 11：色纺行业双寡头产能占比（单位：万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

简单对比一下双寡头：

华孚时尚把新疆作为主要产区，向前后两端拓展网链业务，逐步实现全产业链覆盖，未来产能有望进一步扩大，保持 10% 复合增长。公司优势在于政府补贴较高且可持续、公司套期保值避险出色，近百亿的销售规模汇兑损失不到 2000 万。

百隆东方主要布局越南，专营色纺纱主业，未来越南地区产能有望进一步扩大，公司优势在于深耕越南的同时，人工成本较低，TPP 协议利好公司产品出口欧美，形成一定规模效益。劣势在于公司控汇兑风险能力较差，在人民币升值大背景下，产品出口海外较多，导致 2017 年汇兑损失较高。

表 3：双寡头优缺点简单对比

	华孚时尚	百隆东方
主要产地	新疆	越南
未来产能规划	未来三年新疆（阿克苏）产能预计扩大 55 万锭，达 100 万锭以上，公司总产能保持 10%复合增长	未来三年越南产能扩大至 100 万锭（目前 50 万锭）
主营业务	以纱线为界，向前后拓展网链业务，实现全产业链覆盖	主营高端纱线
财务表现	整体毛利率低，费用率控制出色，净利率回升	整体毛利较高，但 2017 年财务费用受汇兑影响较大，拖低净利率
优势	<ol style="list-style-type: none"> 1. 政府补贴较高且可持续 2. 随着前后端网链项目推进，公司未来亮点可期 3. 费用端控制出色 4. 套期保值有效避险 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 深耕越南，人工成本较低，TPP 协议直接利好公司出口欧美 2. 在越南形成规模效益
劣势	公司毛利较低，政府补贴占比较高	公司盈利收汇兑风险影响较大，控费能力需提高

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 华孚时尚：致力于贯穿时尚产业、业绩出色的色纺双寡头之一

2.1. 从“做好一根纱线”到时尚运营商

华孚时尚股份有限公司原名华孚色纺股份有限公司，是 A 股首家色纺行业上市公司，也是全球最大的色纺纱供应商双寡头之一。公司主营中高档色纺纱线，配套提供半精纺、涡流纺、气流纺色纺纱线和高档新型的坯纱线、染色纱线，同时提供流行趋势、原料与产品认证、吊牌、技术咨询等增值服务。

作为色纺纱产业的龙头，华孚牌色纺纱享誉全球，远销欧美、日韩、东南亚等十多个国家或地区，下游客户包括申洲国际、互太纺织等大型成衣制造商，终端客户包括阿迪达斯、耐克、H&M 等国际时尚运动品牌，此外华孚亦是最近大火的“维多利亚的秘密”指定的高端内衣纱线最主要供货商。

2016 年公司确定“坚持主业，共享产业”的长期战略，并于 2017 年 10 月，从“华孚色纺”改名为“华孚时尚”，彰显公司成为全球纺织服装产业时尚运营商的决心。与此同时，公司以纱线为界，往前端延伸经营棉花种植、加工、储运、物流、交易等业务，向后端打造柔性供应链，实现全产业链覆盖，全面向纺织服装时尚运营商升级，意在通过贯穿上下游产业链提高更具高附加值服务，来提高公司收入及净利润规模。

图 12：全产业链覆盖，全面向纺服时尚运营商转变



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4: 公司发展重要事件整理

时间	事件
2000 年 10 月	公司(“安徽飞亚纺织发展股份有限公司”)由安徽飞亚集团作为发起人募集设立
2004 年	公司收购色纺企业余姚华联、宁海华联(两者为国内最早的色纺企业)
2005 年 4 月	公司向社会公众公开发行股票 4000 万股并在深交所挂牌上市
2006 年	开始布局新疆,成为国内最早进入新疆市场的纺织企业之一
2009 年 1 月	公司更名为“安徽华孚色纺股份有限公司”
2009 年 6 月	公司以非公开发行 13,511.10 万股普通股为对价,认购华孚进出口 100%股权、江西华孚 40%股权、浙江缙云华孚 29.70%股权、浙江金棉 37.50%股权;公司更名为“华孚色纺股份有限公司”
2011 年 12 月	新增股份于 2011 年 12 月上市流通
2012 年 4 月	公司以 2011 年 12 月 31 日的总股本为基数,以资本公积每 10 股转增 5 股,注册资本增加至 832,992,573.00 元
2013 年	开拓海外市场,计划在越南建立 28 万锭生产基地
2014 年	5 年间新疆阿克苏新增 100 万锭产能计划
2016 年	网链业务正式启动,以成为全球纺服产业时尚运营商为目标
2017 年 10 月	公司更名为“华孚时尚股份有限公司”

资料来源:公司公告,天风证券研究所

2.2. 财务分析: 业绩表现出色, 营运能力优秀

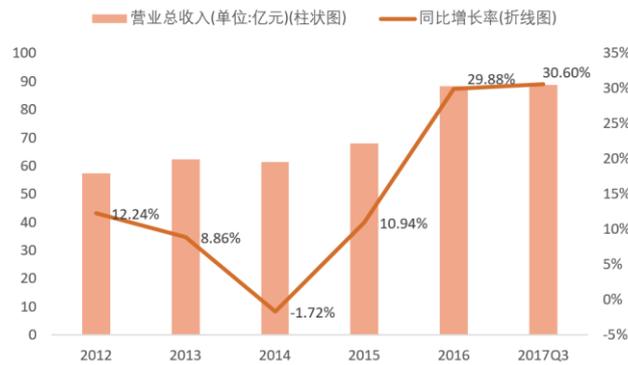
2.2.1. 新疆产能释放+网链业务 推动收入高速增长

公司营业收入在 2014-2016 年间保持高速增长,2017 年前三季度公司收入达到 88.70 亿元,同比增长 30.60%。

收入高速增长主要原因有两点:

- (1) **前端网链业务实现快速增长。**将收入拆分成前端网链业务和主营纱线业务,我们发现从 2014-2016 年,前端网链业务复合增长率 CAGR 达到 94.71%。截止 2017 年第三季度,前端网链业务营收已占总营收 40%,同比增长 78.8%。预计 2017 全年前端网链业务收入将突破 50 亿,前端网链业务收入快速增长带动了公司总收入保持快速增长。
- (2) **新疆产能逐步释放、色纺需求提升带动纱线业务销量增长。**纱线收入在 2017 年第三季度同比增速达到 10.48%,主要原因在于相比于 2016 年底,公司 2017 年产能预计增幅约 20%,同时在环保政策趋严的背景下,新增产能能够被市场更好吸收,推动色纺主营增长。

图 13：近年来华孚收入保持较高速增长（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：前端网链业务收入快速增长且占比不断提高（单位：亿元、%）



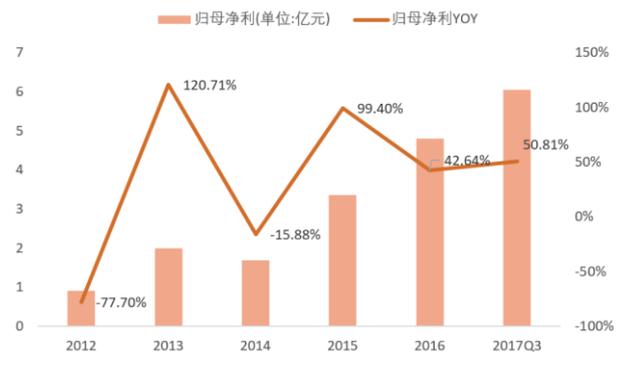
资料来源：wind，天风证券研究所

2.2.2. 毛利率提升，费用率显著降低 带动净利率持续提升

2017 年前三季度归母净利润为 6.05 亿元，较去年同期增长 50.81%，高于营业总收入增幅。公司 2017 年前三季度毛利略微提升至 13%左右，毛利增高主要原因有三点：

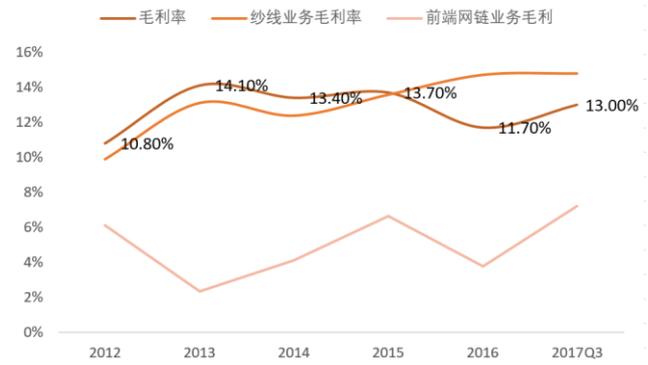
- (1) 业务结构优化，纱线业务产品提价，结构优化带来的毛利提升。
- (2) 网链业务毛利提升，前端网链业务毛利率有较大幅度提升至 6.1%。
- (3) 会计准则变更，部分政府补贴用来冲减营业成本，且公司在新疆地区获得的补贴较多，导致整体毛利回升。

图 15：华孚归母净利增长迅速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：毛利率拆分，纱线业务毛利较高，前端毛利略有提升（单位：%）



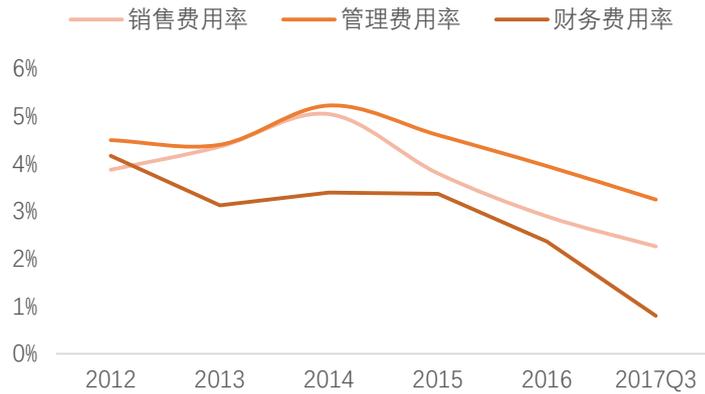
资料来源：Wind，天风证券研究所

2017 前三季度公司管理费用率、销售费用率、财务费用率分别同比下降 0.62pct、0.51pct、1.34pct 至 3.25%、2.26%、0.81%，公司控费效果显著，成本端持续优化。

- (1) 管理费用率提升主要由于公司订单集中度上升带来的管理效率的提高，同时营收占比不断提升的网链业务在管理费用率方面较低，带动管理费用率持续下降。
- (2) 销售费用率降低主要原因在于公司聚集运营、订单集中（2016 年报披露）带来的销售效率提升，以及政府补贴（2016 年报披露）新疆棉销售费用补贴冲减了部分销售费用。
- (3) 财务费用率下降主要原因是政府补助中贷款贴息降低财务费用（新疆政府对纺织产业提供贷款贴息 3.5 个点），减少融资成本，同时公司定增资金 22 亿元已到位，募集资金利息收入有所增加（公告披露）。

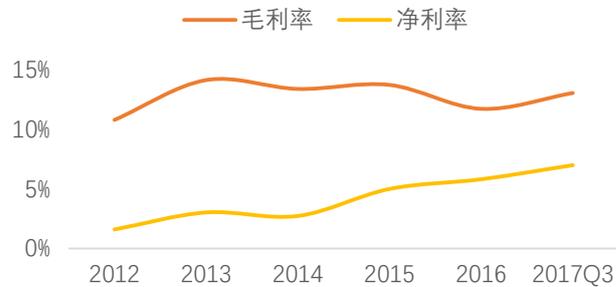
因此虽然毛利率略有波动，但公司控费有效的情况下，净利率持续提升，营运能力优秀。

图 17：华孚时尚控费能力出色（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：毛利率基本持平，净利率稳步上升（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

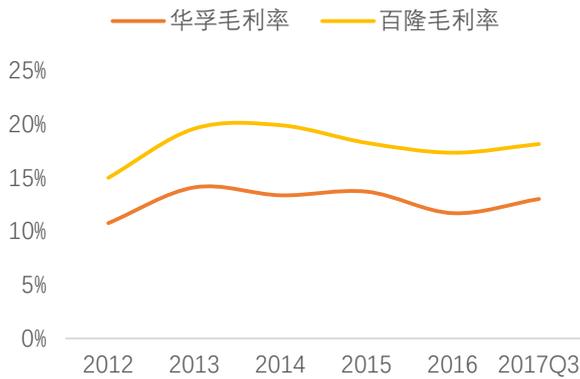
与百隆东方对比来看，华孚时尚毛利率低于对手百隆东方，主要原因有两点：

- (1) 华孚网链业务增速惊人，占比扩大，但网链业务毛利相对较低，因此拉低了公司整体毛利水平。
- (2) 产品而言，百隆东方主营业务为中高档纱线（彩色纱为主），华孚时尚纱线产品中有部分毛利率较低的麻灰色色纺纱产品，拉低整体毛利。

虽然华孚毛利率低于百隆东方，但从净利率角度来看，华孚时尚处于稳步上升阶段，而百隆东方净利率波动较大，原因如下：

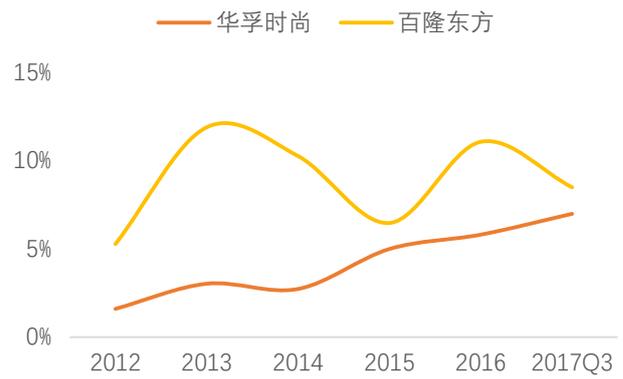
- (1) 华孚时尚随着新疆产能逐步扩大，政府补贴加大，营业外收入增多，拉高了净利率水平；
- (2) 费用率上看，华孚时尚控费能力优秀，成本优化较好，带动净利率稳步上升；
- (3) 百隆东方尽管在越南享受低劳动力，前四年免企业所得税等优惠措施，但是产品结构单一。
- (4) 色纺业务受汇率波动影响较大，华孚具备更强的汇兑避险能力。随着人民币升值，百隆东方到汇兑损失影响较大因此拉低了净利率水平。

图 19：华孚整体毛利率逊于百隆（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：华孚净利率稳步上升，百隆净利率波动较大（单位：%）



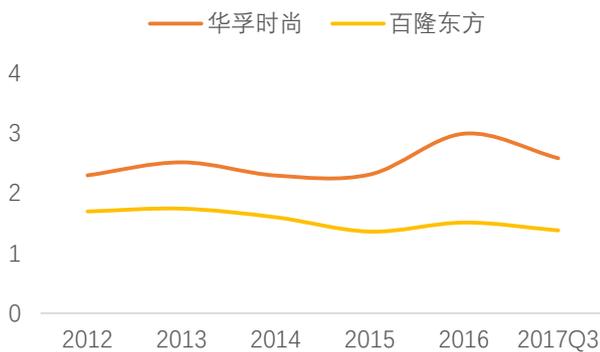
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.3. 整体运营能力出色

华孚在存货周转率水平上整体优于百隆东方，主要原因在于网链业务占比较高，而网链业务中，部分原材料、半成品可以直接用来销售，有效降低了库存压力。

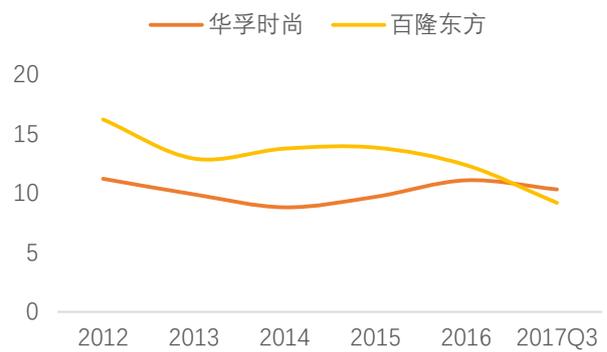
另外，华孚应收周转率呈现好转态势，2017 年第三季度华孚应收账款周转率首次高于百隆东方。

图 21：存货周转率略高于百隆东方（单位：次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：华孚应收账款周转率有所好转（单位：次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 色纺纱业务：产能布局新疆，尽享政策红利

3.1. 重视研发，专利数量行业第一

公司建立了专业的色彩、材质和技术研发团队，研究文化演进和色彩趋势，致力于色彩、材料、工艺技术的集成创新。

公司以市场需求为导向，融材质舒适性、外观时尚性、产品功能性于一体。外观产品的研发一方面进行风格的新颖性设计，另一方面进行组合创新，使之立体化、时尚化、平价化；开发吸湿排汗、抗菌、抗起毛起球、柔软手感、干爽手感等具有不同功能的产品，以满足不同的应用领域的需求。

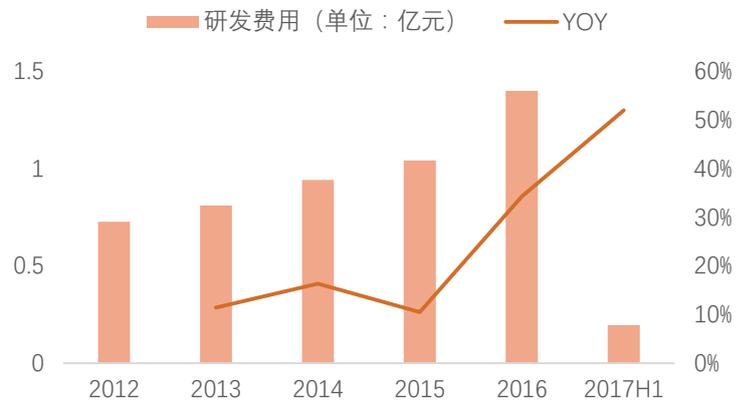
截止 2016 年底，华孚申报国家发明专利、实用新型专利共计 83 项，已获国家专利授权 56 项（其中实用新型 22 项，发明专利 34 项），专利数量居色纺行业第一。

2016 全年，公司研发投入 1.40 亿，占全年收入比重为 1.58%，并且呈逐年递增趋势，2012-2016 年研发费用保持着 18%的复合增长率，2017H1 同比增长超过 50%，可见公司对

研发投入越发重视，预计未来仍将保持稳定增长。

研发能力的不断提高 既增强了下游客户的粘性，也给企业带去了较高的毛利率回报。

图 23：研发费用投入增长迅速（单位：亿元、%）

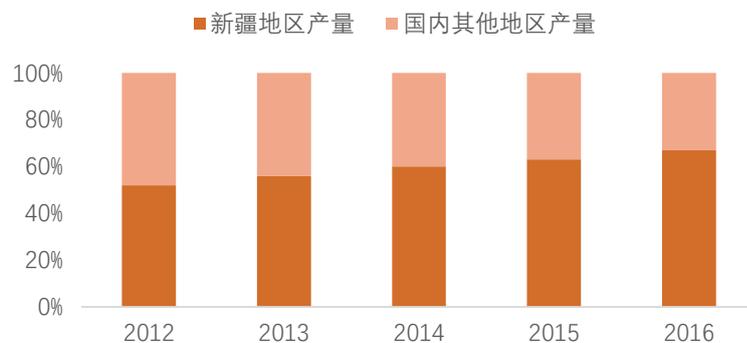


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 深耕新疆地区，政策红利助推业绩增长

疆棉已成国内棉花重要供给源。2017 年，新疆棉花种植面积、产量、质量均呈现稳步增长态势，棉花播种面积 2896.61 万亩，占全国比重超过 60%；棉花产量 408.2 万吨，占全国比重超过 74%；优质棉花产量占全国比重达 67%。新疆棉花总产量占全国比重连续两年超过 70%，这表明新疆棉花成为国内棉花供给重要支柱。

图 24：新疆地区棉花产量占国内棉花总产量比重逐渐提升（单位：%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

政府提供新疆地区纺织业政策扶持

除了优质的原材料供给，作为一带一路核心区域，国家也给予大力扶持。国务院提出到 2020 年，基本建成国家棉纺产业基地、西北地区和丝绸之路经济带核心区服装服饰生产基地与向西出口集散中心。多重利好下，众多纺织企业开始布局新疆。截至 2016 年底，新疆新增内地来疆投资的纺织服装企业 258 家，其中织布等后端和针织、服装、家纺等终端企业数量占 70%以上。同时政府对于纺织企业的补贴力度也在不断加大。

2014 年 7 月自治区发布的《关于发展纺织服装产业带动就业的意见》和《新疆发展纺织服装产业带动就业规划纲要（2014-2023）》明确了政府对新疆地区纺织服装业大力扶持的态度，为当地纺织服装产业发展创造了有利的政策环境。政策详细阐述了运费补贴、棉花直

补、生产要素补贴、员工培训补贴等不同方面的补贴计划。

2016 年政府又出台新的八项政策,从补贴频率、产业基金等方面大力支持服装产业的发展。

通过梳理归纳,我们可以把补贴政策分为**财政补贴(贴息)**、**产品补贴**、**出疆运费补贴**、**原材料补贴**、**用工补贴**、**税收补贴**六个主要大类。

表 5: 补贴政策一览

政策分类		地区	具体政策
出疆运费补贴		南疆	按照产品销售额的 3%给予运费补贴
		其它地区	按照产品销售额的 2%给予运费补贴
产品补贴	毛纺呢绒类、麻纺布类产品		1000 元/吨
	毛纺、麻纺纱线	南疆	900 元/吨
		其它地、州(市)	800 元/吨
	棉纱类产品	新疆	400 元/吨
			32 支以上(含 32 支) 700 元/吨 32 支以下 600 元/吨
		南疆	32 支以上(含 32 支) 1000 元/吨 32 支以下 900 元/吨
			其它地区
	棉布类	新疆	1000/吨 60 支以上 1100 元/吨
			南疆
纱线类	南疆	32 支以下 900 元/吨 60 支及以上 900 元/吨	
		其他地区	32 支及以上 800 元/吨 32 支以下 700 元/吨
	织布类	新疆	1000 元/吨
原材料补贴	棉花(使用新疆地产棉花补贴)		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,给予纺织企业使用新疆棉补贴,补贴标准:补贴资金按照企业生产并实现销售的棉纺产品使用新疆地区棉花和粘胶纤维的数量进行核算,核算确认的棉花和年角斜位补贴标准为每吨 800 元。
用工补贴	新招录的新疆籍员工的 社会保险补贴	纺织、化纤等生产类企业	按企业实际缴纳或代缴的社会保险费用之和的 50%给予补贴
		服装、家纺、针织、地毯、产品用纺织品等终端产品生产企业	按实际缴纳社会保险费用之和给予全额补贴。
税收补贴	增值税	新疆	新疆纺织服装企业缴纳的增值税,全部用于新疆纺织服装企业发展。资金使用方向为优化投资环境、人才培养、职业技能培训、污水处理设施运行费等。
财政补贴	贴息		按照企业从金融机构实际贷款的 2-4 个百分点率确

定，固定资产贷款给予 2 个百分点率贴息，流动资金贷款给予 4 个百分点率利息贴息。2017 年起固定资产贷款和生产性流动资金贷款贴息率分别下调资料来源：天风证券研究所 0.5 个百分点。

资料来源：政府公告，天风证券研究所

通过整理比较，我们发现：

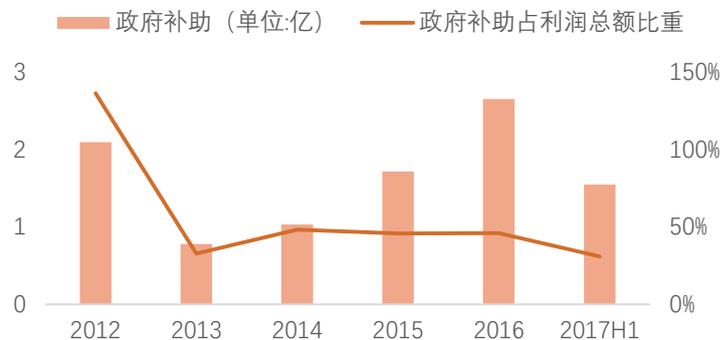
- (1) 政府对于新疆地区的补贴计划逐步加强，且可持续
- (2) 相对而言，南疆地区的补贴较高
- (3) 政策稳定性较强，出疆棉运费补贴从未中断
- (4) 政府对于高支纱线类补贴较高，引导企业多生产中高端产品

结合疆棉补贴政策来看，公司产能布局符合政策导向：

- (1) 阿克苏项目地处南疆，补贴力度较大，且持续稳定。伴随着产能逐步扩大，补贴也会进一步提高，这种良性循环使公司持续收益。
- (2) 阿克苏项目将会建设 16 万锭高档色纺纱，100 万锭色纺纱产能符合政府对中高端产品补助规划。
- (3) 享受招录新疆本地工人用工补贴政策

尽管公司接受的政府补助逐年递增，但是政府补助在公司利润总额的占比呈下降趋势，这说明公司通过补助不断提高自身实力，努力降低对补助的依赖程度。

图 25：政府补助逐渐增多，但占利润总额比重逐渐下降（单位：亿元、%）



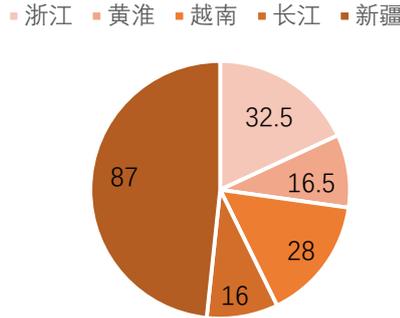
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 产能稳步推进、订单充足，为业绩持续增长提供稳定支撑

截止 2017 年 H1，公司总产能 167 万锭，其中新疆产能 73 万锭，越南产能 28 万锭，浙江产区 32.5 万锭、黄淮产区 16.5 万锭、长江产区 16 万锭。随着越南、新疆阿克苏等扩产项目稳步推进，预计 2017 年底总产能达到 180 万锭左右，其中新疆产能达到 87 万锭。

公司目前可预期新增产能为新疆阿克苏三期的 55 万锭色纺纱和 4 万吨棉花染色计划（2020 年前完成投产），按照产能推进速度预估，2018-2020 年总产能保持 10%以上增长。

图 26：2017 年公司产能分布情况（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

梳理一下公司近年来产能增长情况，可以看出公司以布局新疆为主，其中阿克苏三期 100 万锭色纺纱产能和 6 万吨棉花染色计划对公司产能影响最为重大。

表 6：公司近年来产能扩张情况

时间	新疆	越南	浙江
2010	收购新疆华孚		收购余姚纺织、宁海纺织
2011	阿克苏华孚一期项目 12 万锭色纺纱开始建设		
2012	五家渠 12 万锭投产		浙江上虞半精纺纱线 8 万吨投产
2014	阿克苏一期项目投产（12 万锭）	6 万锭项目试生产	
2015	阿克苏二期 16 万锭项目开始建设。 设立 3 期 100 万锭产能目标， 第一期 12 万锭（已完成） 第二期建设 36 万锭纺纱和 2 万吨棉花染色 三期建设 55 万锭纺纱和 4 万吨棉花染色（预计 2020 年前完成）	二期 16 万锭开始建设	
2016	阿克苏第二期 16 万锭进入试生产，剩下 20 万锭开工	越南 8 万锭开始设备安装调试	
2017	上半年阿克苏二期 16 万锭完全投产，预计年末二期剩余 20 万可以投产	越南二期 16 万锭投产	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：未来产能预测（单位：万吨）

	2015	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E	2017-2019CAGR
新疆产能		65	73	87	100	120	
越南产能		20	28	28	36	36	
其他产能		65	65	65	65	65	
总计产能	135	150	167	180	201	221	
YOY		11.11%		20%	12%	10%	10.8%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在产能推进的同时，公司下游主要客户 Nike、Adidas 及 Zara、H&M 等均保持较高增速，使得对原材料的需求可以持续增长，2016 年华孚产销比已达到 105%。公司积极拓产能，在下游订单量充足的情况下，对新增产能的消化能力较强，能够为公司未来业绩提供强有力的支撑。

表 8：华孚时尚产销比（单位：万吨、%）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
生产（万吨）	10.95	13.43	15.54	15.72	16.17	16.91
销售（万吨）	9.92	13.27	15.13	15.44	16.22	17.76
产销比	90.59%	98.81%	97.36%	98.22%	100.31%	105.03%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4. 中长期棉价具备上涨动力，利好纺织龙头

色纺纱产品在定价时主要运用成本定价法，而色纺纱的主要原材料就是棉花，因此棉花价格直接决定了色纺纱企业的盈利水平。

棉花的价格主要受两个因素影响：

- (1) 近期籽棉收购价格，对近期影响占主要地位，但上涨和下跌的不确定性较大；
- (2) 全球市场和国内市场棉花供求的状况

我们从供需的角度考虑棉价的长期走势：

需求端：国内棉花消费从 2013/14 年开始到 2017/2018（1 月），保持 3.77% 的复合增长率。终端来看，2017 年中国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售总额 14556.6 亿元，同比增长 7.8%，增速同比回升 0.8%。纺织服装企业景气指数达到 121.50，同比增长 12.6%，行业回暖明显，对棉花的需求将进一步扩大。

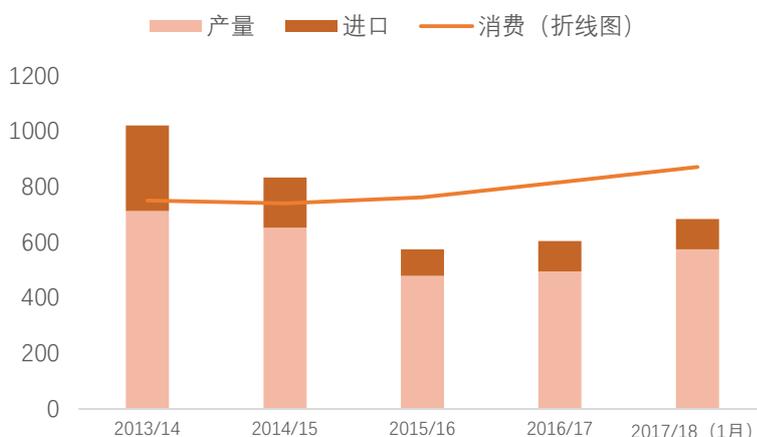
供给端主要分为三个部分：自身产量、进口量和国储棉抛储。

根据 USDA 一月份最新数据显示，中国棉花产量为 574.8 万吨，环比增加 31 万吨，增幅 5.7%，进口量 108.9 万吨，环比减少 6 万吨，减幅 5.2%，消费 870.9 万吨，环比增加 22 万吨，增幅 4%，供需缺口 187 万吨。

考虑抛储政策，目前国储棉库存约剩 445 万吨左右，整体质量较低，用途有限。

从中长期看，在没有特殊政策引导下，终端需求上涨，国内棉花产量不会有很大增长，进口部分有配额限制，同时国储棉库存难以起到有效地调节作用。**棉价中长期看缺口明显，预期价格上涨，有利于进一步提高公司业绩。**

图 27：中国棉花产销情况（单位：万吨）



资料来源：美国农业部官网，天风证券研究所

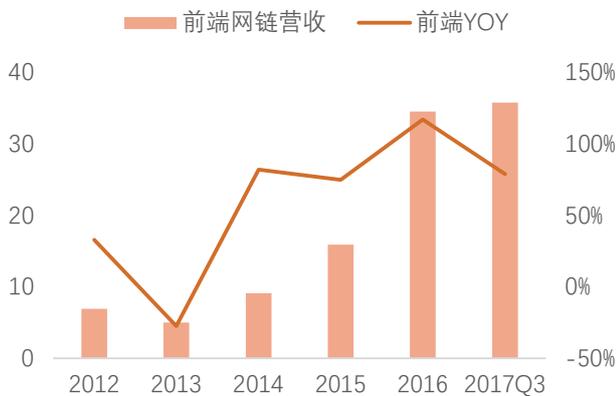
4. 贯穿全产业链打造时尚运营集团，未来想象空间大

2016 年开始，华孚时尚全面启动网链业务，以纱线为界，前端网链经营棉花种植、加工、储运、物流、交易等业务，已经成为公司业绩重要组成部分，并保持高速增长；后端网链业务属于刚起步状态，为公司中长期战略，一方面通过互联网为设计师、加工厂打造柔性供应链，灵活的满足下游需求。另一方面建造电商产业园。通过前后端网链的打造，公司实现全产业链贯穿，并于 2017 年从“华孚色纺”改名“华孚时尚”彰显转型决心。

4.1. 公司短期战略发力前端网链业务，全面整合新疆棉花供应链

近年来，公司在“一带一路”桥头堡新疆地区的深耕，为公司在互联网改造前端供应链上赢得先机，并取得较好的效果。14-16 年前端业务复合增长率达到了 94.71%，截止 2017Q3，前端网链业务已占公司总营收的 40%，增长迅速。

图 28：前端网链营收增长迅速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：前端网链毛利率略有提高（单位：%）



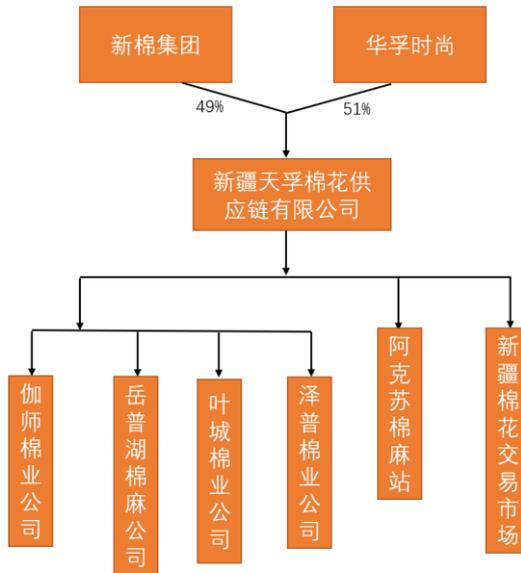
资料来源：Wind，天风证券研究所

2015 年 11 月，公司以自有资金 5 亿元在深圳前海注册成立深圳华孚网链投资有限公司，打造基于互联网的纺织服装供应链平台。

2016 年 5 月，华孚网链与新棉集团正式签订合作协议，共同发起设立新疆天孚棉花供应链有限公司，注册资本 2 亿元，其中华孚持有 51% 的股权，控股原新棉集团下属的四县棉麻公司（伽师棉业公司、岳普湖棉麻公司、叶城棉业公司、泽普棉业公司）及“一站一场”（阿克苏棉麻站、新疆棉花交易市场），重组新棉集团打造棉花全产业链，响应农业供给侧改革，解决棉花产业的集中度、科技化程度较低的问题，在阿瓦提的棉田里带头种植“BCI 良好棉花”、有机棉花。

公司未来的规划是年交易量达到 100 万吨，占据全国 20% 的棉花交易份额，同时拥有 100 家轧花厂。

图 30：华孚控股“四棉一站一场”全面整合前端网链资源



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 后端网链业务将下游与互联网结合，改造柔性供应链

(1) 浙江服人网链科技有限公司

2016 年 5 月，华孚与北京磁云数字科技有限公司签署合作协议书，共同设立浙江服人网链科技有限公司，注册资本为 5000 万元，其中华孚网链占比 80%，共同构建、运营纺织服装全产业链生态系统及互联网平台。服人网链主营纱线面料辅料服装生产加工、仓储物流业务及电子商务、B2B 网上交易等业务，有利于进一步延伸至服装成衣厂和平台销售端，发布流行趋势，使消费者、品牌、平台形成高度的社交融合。

图 31：全力打造柔性供应链生态圈



资料来源：公司公告，天风证券研究所

(2) 浙江菁英电子商务产业园

2016 年 3 月，华孚网链与金华市锦程人才服务有限公司签署《关于发起设立电商产业园有限公司之合资协议书》，共同发起设立浙江菁英电子商务产业园有限公司，注册资本为 2000 万，其中华孚网链持股 51%。

菁英电商产业园项目聚焦“时尚电商”，立足于搭建电商全产业链服务平台，配套物流仓储中心、会议中心等，全部建成后总建筑面积达到 14 万平方米左右，可集聚 300 家以上企业。园区建成满园后预计可实现年交易总额达 100 亿元以上，入园企业年营业收入 30 亿元以上。以该产业园为基础，华孚时尚将打造公司柔性供应链与产业互联网的生态环境，培育公司未来产业互联网平台的潜在客户，通过物业收益、增值服务收益、天使与风险投资相结合的盈利模式，增加公司未来的成长性与盈利能力。

4.3. 贯穿前后端网链业务是符合行业趋势

前端网链：从行业来看，整个前端产业越来越集中是大趋势。通过发展前端网链：

- (1) 公司可以第一时间获取优质棉花原材料
- (2) 在棉价有预期波动时，可以提前通过自身前端业务提前锁定棉价，对冲原材料价格波动风险
- (3) 规模化经营前端原材料可以降低公司采购成本，提升毛利率

后端网链：从行业后端来看，随着消费需求个性化、多样化的出现，品牌小型化是基本趋势：一方面，新兴的设计师品牌、网红品牌大举兴起；另一方面大品牌内部也在努力打造设计师个性化系列，大品牌逐步平台化，而不再只是唯一品牌的卖家。在这样的趋势下，一个主要矛盾暴露出来就是：受传统供应链的限制，多数纱线、面料和制衣企业都不愿为这些订单琐碎、遇到“爆款”又难以及时供货的品牌供货。面对这样的产业变革机会，华孚努力打造的后端柔性供应链则可以很好地解决这个问题。通过后端网链业务：

- (1) 通过发展柔性供应链，公司不但解决了未来需求端的痛点，而且可以更好地了解流行趋势，为主营色纺纱提供参考。
- (2) 通过发展电商产业园，提供创新创业、仓储物流、投融资等服务，培育潜在客户，增加公司未来的成长性与盈利能力。

5. 盈利预测及估值

5.1. 盈利预测明细

目前来看公司营收主要分为主营色纺纱、前端网链业务和落棉业务，我们的假设也从这三个方面展开。

影响色纺纱收入的因素主要分为两部分：

- (1) 价格推动：由于原材料棉花价格预期上涨传导至色纺产品，同时产品本身议价能力较强，我们给予 2017-2019 年 3.5%的复合增长预计；
- (2) 销量推动：作为全球色纺纱龙头企业，在对应下游主要客户保持高增长且订单充足，随着公司纱线产能近年来稳步扩张，将带动公司销量增长，给予 2017-2019 年 9.75%的复合增长预计。

前端网链业务（物料）：前端网链业务近年来增长迅速，成为公司主要发力点。随着营收规模不断的扩大及未来三年棉花交易量达到 100 万吨的预期结合棉花期货价格，我们给予 2017-2019 年前端网链营收（物料）38.31%的复合增长预计。

落棉业务：落棉业务在公司营收占比较低，同时 17 年基本没有增长，公司未来把重心放在网链业务。

综合来看，我们预计公司 2018-2019 年总收入为 165.60、201.79 亿元，同比增长 31.46%、21.86%；净利润分别为 8.32、10.03 亿元，同比增长 23%、21%，EPS 分别为 0.82、0.99 元/股，对应 PE 分别为 15、13 倍。

表 9：盈利预测（万元，%）

项目/年度	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	CAGR_17-19
色纺纱收入	504,247	506,741	521,367	602,743	683,103	777,713	13.59%
价格推动	-18%	-4%	-6%	4%	4%	4%	
销量推动	10%	5%	10%	11%	10%	10%	
网链业务	91,186	158,629	344,575	638,911	954,852	1,222,211	38.31%
YOY	82%	74%	117%	85%	49%	28%	

落棉销售	17,841	14,970	17,749	18,000	18,000	18,000	
YOY	28%	-16%	19%	1%	0%	0%	
总收入	613,274	680,366	883,691	1,259,653	1,655,955	2,017,924	26.57%
YOY	-1.72%	10.94%	29.88%	42.54%	31.46%	21.86%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5.2. 相对估值

公司所属纺织上游行业，我们选取双寡头之一的百隆东方、以及新澳股份、鲁泰 A 作为参照，从行业平均估值来看，2017—2019 年平均 PE 为 19、16 和 14 倍。

考虑到色纺行业增长潜力大，一方面，前端网链布局助力业绩高速增长，后端布局想象空间较大。另一方面，随着新疆产能逐步投放，下游订单充足，色纺纱稳定增长，并享较高政策红利。无论对比色纺行业另一寡头百隆东方还是行业均值，华孚的营业总收入及归母净利润增速均为其两倍以上，公司业绩增长动力强于行业，给予公司 18 年 20 倍 PE，对应目标价 16.4 元。

表 10：可比上市公司估值

公司	2017E	2018E	2019E	2018 营收/净利增速		2019 营收/净利增速		17-19 营收/净利 CAGR	
百隆东方	14	12	11	10.84%	12.64%	12.56%	10.14%	11.70%	11.39%
新澳股份	31	25	21	14.36%	15.28%	18.25%	20.57%	16.29%	17.89%
鲁泰 A	12	11	10	7.15%	10.12%	7.85%	8.71%	7.50%	9.41%
平均	19	16	14					11.83%	12.90%
华孚时尚	19	15	13	23.26%	28.28%	22.74%	22.63%	23%	25.4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 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	659.74	1,104.63	1,108.58
存货	2,583.09	2,634.21	6,282.93	5,261.68	9,168.08
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	11,123.86	9,503.41	16,042.10
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	15,750.32	14,028.27	20,427.03
短期借款	3,309.37	4,639.93	6,681.57	5,154.46	9,166.53
应付账款	677.14	1,141.95	1,720.84	1,977.96	2,486.47
其他	1,104.45	420.65	926.65	867.15	971.79
流动负债合计	5,090.97	6,202.53	9,329.06	7,999.57	12,624.79
长期借款	379.98	373.73	974.43	314.00	844.50
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	1,367.70	553.89	1,122.73
负债合计	5,651.80	6,763.80	10,696.77	8,253.47	13,747.52
少数股东权益	88.70	246.35	261.03	288.58	329.50
股本	832.99	832.99	1,012.91	1,012.91	1,012.91
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	3,779.61	4,473.32	5,337.10
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	5,053.55	5,774.81	6,679.51
负债和股东权益总	9,397.69	10,998.83	15,750.32	14,028.27	20,427.04

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	339.38	512.53	674.75	832.38	1,003.78
折旧摊销	306.79	325.91	188.17	198.37	205.49
财务费用	200.54	176.71	274.38	298.73	370.72
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)	(4,278.86)	2,045.59	(5,499.84)
其它	414.06	43.57	(6.83)	34.94	44.66
经营活动现金流	94.55	825.21	(3,168.87)	3,384.71	(3,893.49)
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	8,183.22	5,611.73	10,345.86
股权融资	(284.07)	(273.50)	(43.47)	(298.73)	(370.72)
其他	(3,741.32)	(4,844.33)	(5,136.25)	(8,322.35)	(5,752.65)
筹资活动现金流	488.53	(84.16)	3,003.49	(3,009.36)	4,222.49
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	11,117.85	14,825.33	18,096.33
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	274.38	298.73	370.72
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	451.11	622.31	814.88
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	771.19	972.19	1,181.51
所得税	35.41	64.02	80.97	111.80	135.87
净利润	339.38	512.53	690.21	860.39	1,045.63
少数股东损益	3.44	33.38	15.46	28.01	41.85
归属于母公司净利润	335.93	479.16	674.75	832.38	1,003.78
每股收益(元)	0.33	0.47	0.67	0.82	0.99

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%	207.69%	37.95%	30.94%
归属于母公司净利润	99.40%	42.64%	40.82%	23.36%	20.59%
获利能力					
毛利率	13.70%	11.70%	11.74%	10.47%	10.32%
净利率	4.94%	5.42%	5.36%	5.03%	4.97%
ROE	9.19%	12.01%	14.08%	15.17%	15.81%
ROIC	4.43%	4.32%	8.39%	6.79%	10.69%
偿债能力					
资产负债率	60.14%	61.50%	67.91%	58.83%	67.30%
净负债率	6.08%	9.60%	10.84%	26.08%	19.72%
流动比率	1.05	0.99	1.19	1.19	1.27
速动比率	0.54	0.57	0.52	0.53	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	0.67	0.82	0.99
每股经营现金流	0.09	0.81	-3.13	3.34	-3.84
每股净资产	3.61	3.94	4.73	5.42	6.27
估值比率					
市盈率	38.35	26.89	19.09	15.48	12.84
市净率	3.52	3.23	2.69	2.35	2.03
EV/EBITDA	22.74	19.87	21.99	15.37	15.58
EV/EBIT	44.99	37.38	27.69	18.68	18.28

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