

华孚时尚(002042)

2018年04月27日

华孚时尚 17 年报&18 年一季报：色纺扩产+网链放量有序推进，龙头仍在高速发展区间买入(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
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003
linjch@dwzq.com.cn

事件：

公司公布 17 年年报，收入同增 42.54% 至 125.97 亿元，归母净利润同增 41.37% 至 6.77 亿元。单四季度看，公司收入同增 82.2% 至 37.3 亿，但是由于人民币升值影响毛利率以及汇兑损失，公司四季度归母净利润同比下降 7.1% 至 7250 万。

同时公司公布 18 年一季报，收入同增 30.96% 至 30.34 亿元，归母净利润同增 31.88% 至 2.19 亿元。

公司 17 年分红 5.06 亿，股利分配率 74.8%，股息率超过 4%。

投资要点：

■ 色纺主业有序扩产+网链放量迅速带动收入高增长。收入端来看，公司全年增长 43% 达到 126 亿元，18Q1 增长也达到 31.0%，主要来自：

(1) 色纺主业产能持续投放，产量稳健增加：作为全球最大色纺纱龙头，公司色纺纱产能已达 180 万锭（增长 32 万锭，同增 21.6%），其中浙江/长江区域/黄淮区域/海外/新疆各有 32.5 万锭/16 万锭/16.5 万锭/28 万锭/88 万锭。色纺纱属于纱线行业中景气度较高的细分品类，基于色纺纱的环保特性，在环保政策高压下有利于色纺纱品类进一步提高渗透率。公司纱线业务销量与产量分别同比增长 13.39% 及 15.06%，在产销量增长的带动下公司纱线业务 17 年收入同增 12.9% 至 58.9 亿元，增长势头在 2018 年 Q1 得到延续，我们估计公司纱线业务增速继续保持在 15% 左右，占收入比重我们估计在 50% 左右。

表 1：华孚纱线业务收入拆分

	2016	2017
纱线营业收入（百万元）	5214	5886
YOY	2.88%	12.90%
销量（吨）	177,600	201,379
YOY	9.53%	13.39%
生产量（吨）	169,139	194,611
YOY	4.60%	15.06%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

产能持续投放同时，纱线主业销售单价保持稳定。这一方面由于公司通过聚焦客户与订单，优化组织流程，深化分类生产，加大公铁联运等措施提升效率；另一方面，公司加强产业合作，筹建了华孚大学和博士后工作站，建立了趋势、色彩、材质、纺纱、染整等专业研发团队持续创新保证产品竞争力。但同时，由于 17H2 人民币升值明显，纱线业务毛利率较

股价走势



市场数据

收盘价（元）	11.95
一年最低/最高价	9.45/13.51
市净率（倍）	1.71
流通 A 股市值（百万元）	12,093

基础数据

每股净资产（元）	6.98
资产负债率（%）	55.24
总股本（百万股）	1,013
流通 A 股（百万股）	1,012

相关研究

1. 华孚时尚 17 业绩快报点评：色纺扩产+网链放量有序推进，Q4 汇率急跌业绩略受影响
2. 华孚时尚三季报：新疆布局进入收获期，色纺主业与棉花网链两翼齐飞-20171025
3. 华孚时尚深度：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 -20170827
4. 华孚时尚：半年报色纺主业增长稳健、网链业务放量迅速 -20170825

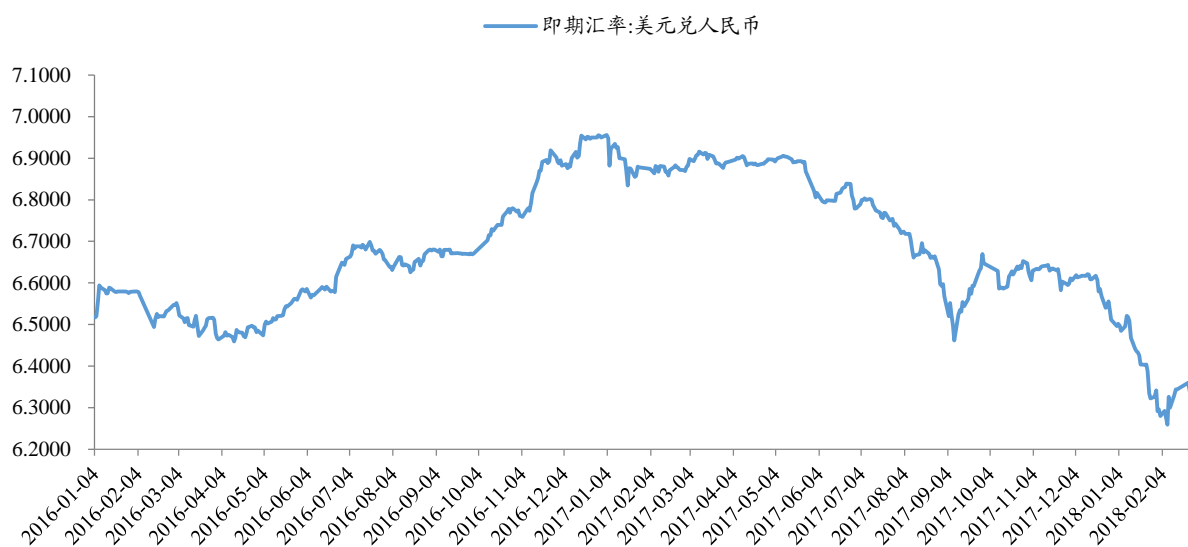
去年期有所下滑，但该影响在 18Q1 得到一定程度缓解，Q1 纱线业务毛利率相对稳定。

表 2: 华孚纱线毛利率和单价拆分

	2016	2017
毛利率	14.2%	15.0%
毛利率(剔除准则变更影响)	14.2%	13.7%
单价(元/吨)	29,356	29,231
YOY	-6.1%	-0.4%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 3: 人民币 17Q4 升值明显



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

(2) 网链业务迅速增长, 收入占比超过纱线业务, 收入放量同时盈利能力显著提升: 17 年公司网链业务收入同增 89.74% 至 65.4 亿, 收入占比已达到 51.9%, 同增 89.74%。同时网链业务随着规模扩大, 毛利率在 17 年同增 1.87pct 至 5.63%。我们估计 18Q1 网链业务依旧占到公司收入的 50% 左右。

■ 毛利率: 17Q4 及 18Q1 同比有所下降, 与汇率升值及业务结构改变有关。在 17Q4, 公司毛利率同比下降 4.27pct 至 6.83%, 一方面由于网链业务占比加大, 另一方面由于 17 年 Q4 人民币意外升值对公司从订单确认(美元计价)到交货期间(1 个月左右)的订单价格波产生波动。而 18Q1 公司毛利率同比下降 1.72pct 至 12.0%, 主要由于毛利率较低的网链业务的持续放量。

■ 补贴: 随着新疆产能释放稳定增加提升, 17 年公司收到补贴总计 5.8 亿, 同增 30.2%。新疆地区补贴政策(以出疆棉运费补贴&新疆用电补贴为主)支持下公司色纺主业利润较收入增速更快(主要由于新疆产能占比逐步提高、补贴增长快于收入增长), 同时由于会计政策变化公司的补贴分别计入损益表各个项目。从补贴的主要项目来看, 公司各项主要补贴也均随新疆产能增长而同比例增长。

表 4: 华孚补贴与会计政策调整相关项目一览

(单位: 百万元)	2017
总计	579.6
计入其他收益	373.0
计入营业外收入	0.3
计入递延收入	3.2
冲减营业成本	78.9
冲减销售费用	75.1
冲减财务费用	41.4
冲减存货	7.7

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 5: 华孚主要补贴项目拆解

(单位: 百万元)	2016	2017
出疆棉运费补贴	58.0	75.1
YOY		29.5%
占比	13.0%	13.0%
电费补贴	37.6	76.9
YOY		104.5%
占比	8.4%	13.3%
使用新疆地产棉补贴	50.1	78.9
YOY		57.4%
占比	11.3%	13.6%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

■ **控费依然优秀, 受汇率波动影响汇兑损失有所增加。**公司 17 年销售费用率 (剔除会计政策改变影响后) 及管理费用率分别下降 0.14pct 及 0.61pct 至 2.76% 及 3.35%。同时在财务费用方面, 公司 17 年财务费用增加 2271 万至 2.32 亿, 主要由于人民币升值下公司 17 年汇兑损失达到 3281 万 (16 年为汇兑收益 422 万), 其中 17H2 公司汇兑损失 5358 万元 (主要体现在 Q4), 导致公司 Q4 净利润绝对值下滑。18Q1 公司的财务费用同比上升 96.3% 至 6824 万元。

从归母净利润来看, 公司 17 年归母净利率基本保持稳定为 5.38%, 归母净利同比增长 41.4% 至 6.77 亿。同时, 公司 18Q1 归母净利率达到 7.22%, 与去年同期基本持平, 维持了稳定的盈利能力。

■ 投资建议及盈利预测:

华孚时尚作为色纺纱龙头, 在色纺纱有望在环保趋严背景下实现渗透率提升的同时, 依靠行业地位及规模优势公司将持续快速扩张; 同时公司依靠新疆大量棉花资源所开展的网链业务正处在迅速放量、打磨新盈利模式的过程中, 同样值得期待。公司预告 18 年 H1 归母净利润同比增速在 20%~40% 间, 我们预期 18/19/20 年归母净利润规模 8.9/11.3/13.1 亿元, 对应当前市值 PE 为 14/11/9 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 产能消化不及预期、网链业务放量发展不及预期、原材料价格意外波动

华孚时尚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	9,817.98	9,741.32	10,938.26	12,780.67	营业收入	12,596.54	17,773.07	23,512.70	28,829.19
现金	2,237.37	1,054.77	979.65	1,453.43	营业成本	11,187.03	15,957.63	21,210.09	26,096.21
应收款项	785.56	895.50	1,019.56	1,147.90	营业税金及附加	84.51	124.41	164.59	201.80
存货	4,830.39	5,464.86	6,655.19	7,079.66	销售费用	272.22	392.62	491.33	603.98
其他	1,964.67	2,326.19	2,283.86	3,099.69	管理费用	421.79	598.93	765.99	934.69
非流动资产	6,213.17	6,346.06	6,344.39	5,886.96	财务费用	231.84	210.08	210.02	199.22
长期股权投资	1.44	0.00	0.00	0.00	投资净收益	27.79	10.00	10.00	11.00
固定资产	4,381.48	4,858.57	4,948.77	4,966.64	其他	365.42	470.97	550.02	625.45
无形资产	599.73	599.73	599.73	599.73	营业利润	792.36	970.36	1,230.70	1,429.73
其他	1,230.52	887.76	795.90	320.59	营业外净收支	9.25	54.00	62.67	71.33
资产总计	16,031.15	16,087.38	17,282.65	18,667.63	利润总额	785.75	1,024.36	1,293.37	1,501.06
流动负债	8,491.62	8,199.17	8,362.74	8,569.20	所得税费用	83.13	102.44	129.34	150.11
短期借款	6,257.25	6,257.25	6,257.25	6,257.25	少数股东损益	25.24	15.18	19.31	23.28
应付账款	973.22	1,110.89	1,182.21	1,373.97	归属母公司净利润	677.38	891.63	1,127.69	1,307.34
其他	1,261.15	831.03	923.28	937.97	EBIT	715.50	823.88	1,045.29	1,194.30
非流动负债	299.58	156.17	156.17	156.17	EBITDA	1,088.12	1,244.94	1,495.64	1,671.49
长期借款	131.95	0.00	0.00	0.00					
其他	167.63	156.17	156.17	156.17	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	8,791.20	8,355.34	8,518.91	8,725.36	每股收益(元)	0.69	0.88	1.11	1.29
少数股东权益	356.87	387.16	423.50	467.12	每股净资产(元)	6.80	7.25	8.23	9.35
归属母公司股东权益	6,883.08	7,344.88	8,340.24	9,475.15	发行在外股份(百万股)	1,012.92	1,012.92	1,012.92	1,012.92
负债和股东权益总计	16,031.15	16,087.38	17,282.65	18,667.62	ROIC(%)	5.25%	5.89%	6.96%	7.37%
					ROE(%)	12.25%	12.32%	14.11%	14.44%
					毛利率(%)	11.19%	10.21%	9.79%	9.48%
					EBIT Margin(%)	5.68%	4.64%	4.45%	4.14%
					销售净利率(%)	5.38%	5.02%	4.80%	4.53%
					资产负债率(%)	54.84%	51.94%	49.29%	46.74%
					收入增长率(%)	42.54%	41.09%	32.29%	22.61%
					净利润增长率(%)	41.37%	31.63%	26.47%	15.93%
					P/E	17.87	13.58	10.73	9.26
					P/B	1.67	1.65	1.45	1.28
					EV/EBITDA	17.00	14.75	12.28	10.99

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>

