

# 华孚时尚 (002042.SZ) 买入 (首次评级)

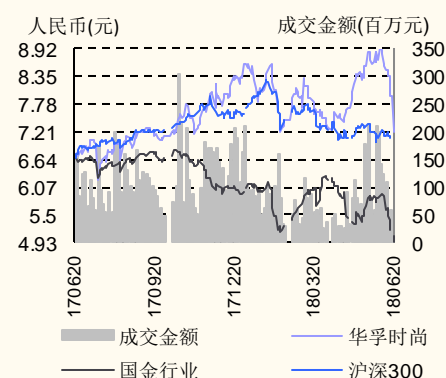
公司深度研究

市场价格 (人民币): 7.19 元

目标价格 (人民币): 10.30 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,517.72
总市值(百万元)	10,924.31
年内股价最高最低(元)	8.93/6.23
沪深 300 指数	3635.44
中小板综	9546.50



## 华孚时尚：产能释放&网链扩张，业绩增长高确定，棉价上行通道业绩边际增量显著

### ——供应链系列深度研究 1

#### 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.575	0.669	0.590	0.724	0.824
每股净资产(元)	4.79	6.80	7.68	8.77	10.00
每股经营性现金流(元)	0.98	-1.32	1.77	2.01	2.17
市盈率(倍)	19.92	20.02	12.18	9.93	8.72
净利润增长率(%)	42.64%	41.37%	32.43%	22.62%	13.88%
净资产收益率(%)	12.01%	9.84%	11.53%	12.39%	12.36%
总股本(百万股)	832.99	1,012.92	1,519.38	1,519.38	1,519.38

来源：公司年报、国金证券研究所

#### 投资逻辑

- 公司是全产业链布局的色纺纱龙头，长期投资逻辑为色纺纱产能持续释放及网链业务扩张：2017 年色纺纱产能达到 180 万吨，营收占比 47%；网链业务快速增长，上游锁定优质棉花供应、加工及流通环节，下游打造布、衣供应链互联网平台，营收占比为 52%。2018Q1 公司实现营收 30.34 亿元，同比+30.96%；归母净利润 2.19 亿元，同比增+31.88%。2017 年公司营收 125.97 亿元，同比+42.54%；归母净利润 6.77 亿元，同比+41.37%。
- 产销缺口支撑棉价中期走强，短期因素触发棉花 5 月行情：国内棉花现货、期货价格 5 月持续走强，期货价格累计上涨 20.21%。长期来看，国内棉花连续 4 年存在产销缺口，2018/19 库存消费比降至 81%；全球棉花期末库存连续 5 年下降，2018/19 库存消费比降至 67%。随着国储抛储的继续推进，如不推进国储棉轮入政策或放开棉花进口限制，到 2019 年国内将面临棉花供需偏紧格局，棉花价格有望迎来新一轮的上涨周期。短期来看，新疆天气灾害、纺服下游回暖与产业链库存消化等因素触发 5 月行情。
- 公司深度整合新疆棉花产业链资源，低价原材料库存充足，在棉价上行周期业绩改善明显：以公司 2017 年纱线业务为基础，当棉花价格上升 1%~10% 时，公司以维持每吨纱线毛利不变的成本加法定价，测算可得纱线提价幅度为 0.51%~5.10%，提价后纱线业务毛利率为 15.44%~19.13%，毛利率变动为+0.43pct~+4.12pct，业绩迎来边际改善。

#### 投资建议

- 国内纺织企业具有较强的全球竞争力，公司作为色纺纱寡头垄断市场领导者（市占率 40%+），受益于色纺纱在下游纺服领域渗透率的提高。此外，公司前瞻性布局上游新疆棉花产业链资源，全面介入棉业的收购、储备、物流和交易环节，在中长期棉花供需偏紧格局下具有明显的业绩改善优势。
- 2018-2020 年预测归母净利润分别为 8.67 亿、10.08 亿、11.81 亿元，考虑到公司未来确定性增长+历史估值情况，给予目标价 10.3 元，对应 18-20 年 PE12x,10x,9x，首次覆盖给予买入评级。

#### 风险

- 棉价下行存货减值、政府补贴变动、新增产能消化不及预期、汇率波动。

吴劲草 联系人  
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人  
jiyunan@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

## 内容目录

1.深度整合上游棉花资源，全产业链布局的色纺纱龙头供应商 .....	5
1.1 全球最大的色纺纱制造商，17 年营收及归母净利润增速均超过 40%.....	5
1.2 色纺纱业务：寡头垄断市场领导者，产能优势明显，下游应用广泛.....	6
1.3 前端网链业务：全面介入新疆棉花业的收购、储备、物流和交易环节 ..	11
1.4 后端网链业务：聚焦在纱线变面料，面料变服装的增值链.....	13
1.5 定增募投项目建设进展顺利，阿克苏 16 万锭项目已建成投产.....	14
2.产销缺口支撑棉价中长期走强，短期因素触发棉花 5 月行情 .....	15
2.1 国内棉花现货、期货价格 5 月持续走强，期货价格累计上涨 20.83%...15	
2.2 国内棉花连续 5 年存在产销缺口，2018/19 库存消费比降至 81%.....15	
2.3 全球棉花呈现供给需求不对称之态势，2018/19 库存消费比降至 67%..18	
2.4 新疆天气灾害、下游回暖与产业链库存消化等因素引发棉花 5 月行情 ..20	
3.棉价上行条件下华孚时尚业绩弹性测算.....	23
3.1 棉价历史波动与棉纺企业业绩回顾.....	23
3.2 本次棉价上涨对下游产品价格的传导效应 .....	24
3.3 棉价上涨背景下色纺纱业务业绩弹性测算 .....	25
3.4 公司低价原材料库存充足，未来毛利率&业绩提升确定性较大 .....	26
4.政府补助会计政策变更对公司报表的影响 .....	28
5.投资建议 .....	31
6.风险提示 .....	31

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 2014-2018Q1 公司营收 (亿元) 及增速.....	5
图表 3: 2014-2018Q1 公司归母净利润 (亿元) 及增速.....	5
图表 4: 公司分业务的营收及毛利.....	6
图表 5: 公司色纺纱业务所处的产业链位置.....	7
图表 6: 色纺纱与传统及色织布工艺区别.....	7
图表 7: 华孚时尚色纺纱下游纺织服装行业应用举例.....	8
图表 8: 2014-2017 公司年产能及增速.....	9
图表 9: 公司全球生产区域.....	9
图表 10: 2014 公司各区域产能布局 (万锭) .....	10
图表 11: 2017 公司各区域产能布局 (万锭) .....	10
图表 12: 公司 2014-2017 生产量 (吨) .....	10
图表 13: 公司 2014-2017 销售量 (吨) .....	10
图表 14: 公司 2017 年底重要在建工程及进度.....	11
图表 15: 前端网链控股新疆“四棉一站一场”.....	12
图表 16: 公司前端网链业务所处的产业链位置.....	12
图表 17: 公司后端网链业务所处的产业链位置.....	14
图表 18: 2017 年定增募投项目进展.....	14
图表 19: 2018 年以来棉花期货价格 (元/吨) 及成交额 (万元) 走势.....	15
图表 20: 2018 年以来中国棉花价格指数:328 (元/吨) .....	15
图表 21: 2018 年以来 Cotlook:A 指数:1%关税 (元/吨) .....	15
图表 22: 中国棉花年收获面积 (千公顷) .....	16
图表 23: 中国棉花单产 (公斤/公顷) .....	16
图表 24: 中国棉花产量、消费量及产销缺口 (万吨) .....	16
图表 25: 中国棉花产销存统计及产销缺口测算.....	17
图表 26: 中国棉花总供给量-消费量存在约 200 万吨缺口 (不考虑国储棉) .17	17
图表 27: 中国棉花期末库存与库存消费比统计.....	18
图表 28: 全球棉花年收获面积同比增速.....	18
图表 29: 全球棉花产销存统计及产销缺口测算.....	19
图表 30: 全球棉花总供给量-总消费量呈现不对称之态势.....	19
图表 31: 全球棉花期末库存与库存消费比统计.....	20
图表 32: 限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额:当月同比.....	21
图表 33: 限额以上服装类零售额:当月同比.....	21
图表 34: 我国棉花商业库存 (万吨) .....	21
图表 35: 我国棉花工业库存 (万吨) .....	21
图表 36: 我国棉花商业库存月环比变化 (%) .....	21
图表 37: 我国棉花工业库存月环比变化 (%) .....	21

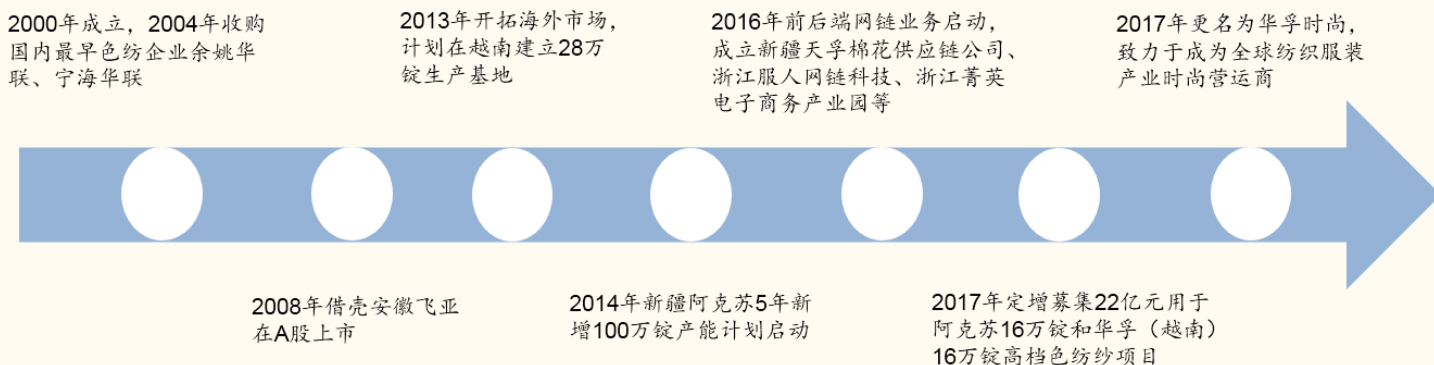
图表 38: 2018 年棉花抛储成交量及成交比例.....	22
图表 39: 2018 年棉花抛储成交价 (加权均价, 元/吨) .....	22
图表 40: 2009 年以来内外棉价走势 (元/吨) .....	23
图表 41: 2009-2017 纺织类企业纱线业务毛利率.....	24
图表 42: 2009-2017 纺织类企业净利率.....	24
图表 43: 2018 国内到厂价:纱线:C21S (元/吨) .....	24
图表 44: 2018 国内到厂价:纱线:JC32S (元/吨) .....	24
图表 45: 2018 进口棉纱:港口提货价:C21S (元/吨) .....	24
图表 46: 2018 进口棉纱:港口提货价:JC32S (元/吨) .....	24
图表 47: 棉花价格上升 10%时纱线业务毛利率变化.....	25
图表 48: 纱线业务毛利率变动对棉花价格变动的敏感性分析.....	26
图表 49: 公司存货明细 (百万元) .....	26
图表 50: 2013-2017 公司原材料占存货的比重.....	26
图表 51: 2013-2017 公司原材料占总资产的比重.....	26
图表 52: 2016Q1-2018Q1 公司存货及季度变化.....	27
图表 53: 2013-2018Q1 公司政府补助占营业总收入的比例.....	28
图表 54: 华孚色纺 2017 政府补助明细 (万元) .....	29
图表 55: 2017 会计政策变更后政府补助相关计量科目及金额 (万元) .....	30
图表 56: 2013-2018Q1 营业利润、营业外收入、利润总额 (百万元) .....	30

## 1.深度整合上游棉花资源，全产业链布局的色纺纱龙头供应商

### 1.1 全球最大的色纺纱制造商，17 年营收及归母净利润增速均超过 40%

- 公司是全球最大的色纺纱供应商和制造商，占有中高端色纺纱市场约 40% 的市场份额：主营中高档色纺纱线，配套提供高档新型的坯纱、染色纱，同时提供流行趋势、原料与产品认证、技术咨询等增值服务。目前拥有 180 万锭的产能，分布浙江、长江、黄淮、新疆和越南五大生产板块，规模优势明显。色纺纱下游主要运用在包括运动类、休闲类、内衣类和婴幼儿用品类等在内的纺织服装行业，终端客户包括 H&M、ZARA、POLO RL、GAP、UNIQLO 等国际品牌以及森马、李宁、七匹狼等国内品牌。
- 发力前后端网链业务，上游锁定优质棉花供应、加工及流通环节，下游打造布、衣供应链互联网平台：近年来公司积极整合棉花种植、棉花加工、仓储物流、花纱交易、纺服供应链，2016 年围绕主业前端成立新疆天孚棉花供应链公司，主导经营阿克苏铁路物流站和新疆棉花市场，后端成立浙江服人网络科技有限公司、浙江易孚电子商务公司和浙江菁英电商产业园，目标实现前后端产业贯通，成为全球纺织服装产业时尚营运商。

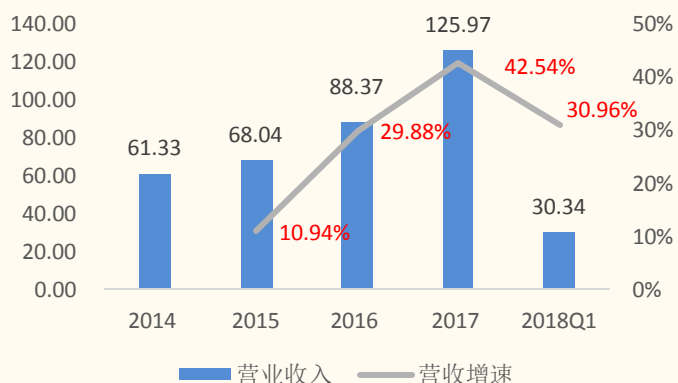
图表 1：公司发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

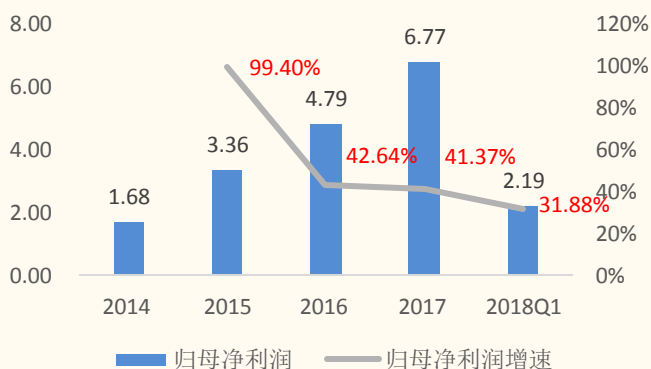
- 2018Q1 实现营业收入 30.34 亿元，同比+30.96%；归母净利润 2.19 亿元，同比增+31.88%。2017 年实现营收 125.97 亿元，同比+42.54%；归母净利润 6.77 亿元，同比+41.37%。得益于主营纱线销量增长，产能调整顺利推进，集聚营运带来的效率提升及网链业务的快速成长，预计公司 2018 年 H1 归母净利润变动幅度为+20%-+40%。

图表 2：2014-2018Q1 公司营收（亿元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2014-2018Q1 公司归母净利润（亿元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司主营业务分为色纺纱业务和网链业务：2017 年色纺纱营收 58.86 亿元，同比+12.89%，公司加速推进新疆和越南的产能布局，新增产能 32 万锭达到 180 万锭，产能的逐步释放将带来营收的持续增长；前端网链业务实现

营收 65.38 亿元，同比+89.73%，未来在夯实花纱布交易市场平台的基础上，将发展配棉、供应链金融等延伸服务；后端网链业务仍在投入建设阶段，将继续推进发展品类供应链公司。2017 年色纺纱占总营收比重为 47%，前端网链占总营收比重已上升至 52%。

图表 4：公司分业务的营收及毛利

单位：亿元	2013	2014	2015	2016	2017
营业总收入	62.40	61.33	68.04	88.37	125.97
产品					
物料/网链	5.01	9.12	15.86	34.46	65.38
yoy		82.04%	73.90%	117.28%	89.73%
营收占比		14.87%	23.31%	39.00%	51.90%
纱线	55.99	50.42	50.68	52.14	58.86
yoy		-9.95%	0.52%	2.88%	12.89%
营收占比		82.21%	74.49%	59.00%	46.73%
其他业务	1.40	1.78	1.50	1.77	1.72
yoy		27.14%	-15.73%	18.00%	-2.82%
营收占比		2.90%	2.20%	2.00%	1.37%
地区					
主营国内	41.13	38.75	35.71	55.68	92.29
yoy		-5.79%	-7.85%	55.92%	65.75%
营收占比		63.18%	52.48%	63.01%	73.26%
主营出口	19.88	20.79	30.83	30.91	31.96
yoy		4.58%	48.29%	0.26%	3.40%
营收占比		33.90%	45.31%	34.98%	25.37%
其他国内	1.40	1.78	1.50	1.77	1.72
yoy		27.14%	-15.73%	18.00%	-2.82%
营收占比		2.90%	2.20%	2.00%	1.37%
毛利率	14.11%	13.36%	13.70%	11.70%	11.19%
产品					
物料/网链	2.35%	4.11%	6.66%	3.76%	5.63%
纱线	13.11%	12.39%	13.58%	14.17%	15.01%
其他业务	96.32%	88.13%	92.48%	93.19%	92.01%
地区					
主营国内	9.14%	8.96%	12.46%	8.87%	9.08%
主营出口	18.59%	15.16%	11.31%	12.12%	12.93%
其他国内	96.32%	88.13%	92.48%	93.19%	92.01%

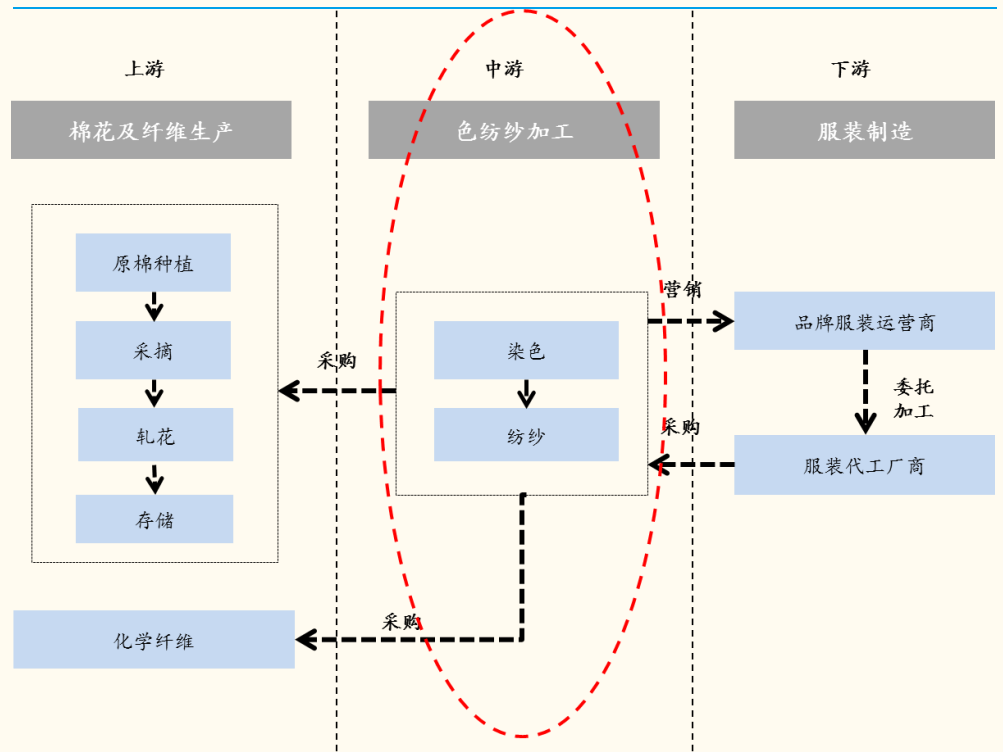
来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.2 色纺纱业务：寡头垄断市场领导者，产能优势明显，下游应用广泛

- 色纺纱业务以棉花为主要原料纤维，是把两种或两种以上不同颜色的纤维经过充分混合后纺制而成的、具有独特混色效果的纱线。由于采用“先染色、后纺纱”的新工艺，相对于采用“先纺纱、后染色”的传统工艺，缩短了后道加工企业的生产流程、降低了生产成本，具有较高的附加值。
- 色纺纱产业链较短，原棉成本占总成本 60%以上：色纺纱企业一般采用成本加成的方式定价，因而在棉价上涨通道中，棉纱价格也随之上涨。但由

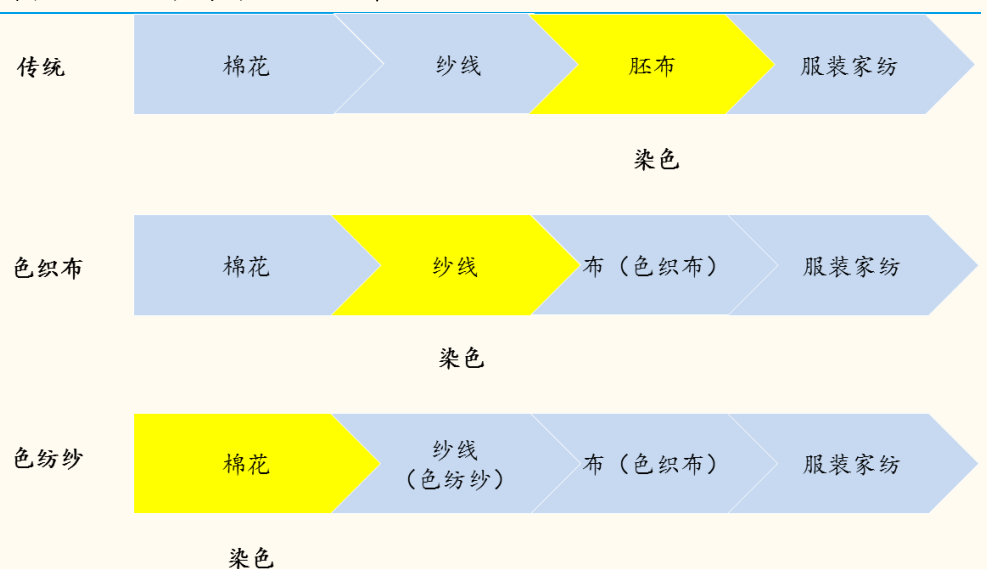
于原材料库存存在，公司棉花成本上涨与棉纱价格存在时间差，此时公司用的是低价棉但卖的是高价纱，毛利率随之提高。所以在棉价上涨初期和下跌后期，企业盈利空间扩大，而在棉价上涨后期和下跌初期，企业盈利空间被压缩。

图表 5：公司色纺纱业务所处的产业链位置



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：色纺纱与传统及色织布工艺区别



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 色纺纱产品具有“环保、时尚、科技”的优点：

- **环保性：**华孚色纺纱是先对部分纤维进行染色后，再与原色纤维进行混纺而成的先染后纺的纱线，比传统的先纺后染工艺可节约用水 60% 以上，减少污水 60% 以上，在节能、减排、环保方面具有明显优势。

随着环保标准的提高，坯布印染的环保成本将有可能继续上升，从而使得部分下游需求由白纱转向色纺纱。

- **时尚性：**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，低调而内敛。华孚不仅提供优质的色纺纱产品，还致力于将国际流行色在色纺纱领域进行演绎，丰富了色纺纱的色系和流行时尚，大大拓宽了服饰的色彩世界，满足了消费者对时尚的追求，也赢得了国内外终端品牌设计师与色彩领域专家的赞誉。
- **科技性：**色纺纱染色工艺独特，在纤维染色、配色及多纤维混纺方面具有较高的科技含量。华孚成功开发多项行业领先的核心技术，拥有多项发明专利，在多工艺创新的环锭纺生产基础上，最早应用气流纺和涡流纺，配套半精纺，持续在色彩、材质和技术方面推陈出新，不断丰富产品体系。
- **作为纺织业中的新兴产业，目前色纺纱尚处在成长阶段：**色纺纱行业最早出现在上世纪 80 年代，并在上世纪 90 年代初期被引入中国大陆。我国企业凭借劳动力丰沛、交货快、供货量大等优势逐渐占据市场主导地位，全球绝大部分的色纺纱产能都集中在中国。目前色纺纱整体产量只占纱线总产量的 6% 左右，未来仍有一定的增长空间。结合色纺纱的特点，色纺纱广泛应用于纬编机，各类横机，梭织机等领域。色纺纱适用于制作运动装、休闲装、童装、商务装、衬衫、内衣、袜类等所有服饰产品，也适用于制作床上用品、毛巾、装饰布等家纺产品。

图表 7：华孚时尚色纺纱下游纺织服装行业应用举例

<p><b>运动类服饰</b></p> <p>利用混纺技术，推出三大功能性产品系列：吸湿速干系列、吸湿发热系列、保暖速干系列。</p>		<p><b>商务类服饰</b></p>	<p>采用优质新疆棉，底色白净、表面光洁加入涤纶混纺改善面料的挺括性能和强度，使服装更有型、耐穿。硬朗的麻灰色，使面料呈现细致的肌理感，更显高档质感，针织品的柔软手感，改善了梭织西服的单调和刻板。</p>	
<p><b>旅行类服饰</b></p> <p>采用华孚新色纺工艺，颜色更饱和、丰富，产品质量更趋稳定。天然全棉材质，采用 100% 新疆优质精梳棉。</p>		<p><b>家居类</b></p>	<p>精选新疆长绒棉，采用创新科技改善色纺纱强力，生产精细轻薄的高支纱，使色纺应用在梭织领域，色纺纱灵活的配棉工艺，使梭织产品在色彩表现上更柔和，产品经过水洗加工，拥有温暖柔软的触感。</p>	
<p><b>休闲类服饰</b></p> <p>经典的残雪系列使织物呈现出独特的色彩及纹理效果。精选长绒棉和兰精黏胶混纺，让面料吸湿性、透气、垂顺，穿着更舒适。</p>		<p><b>内衣类</b></p>	<p>采用最新的流行色彩，将优质的新疆棉与兰精天丝、木代尔、粘胶等纤维素纤维混纺，面料光洁、自然柔软</p>	

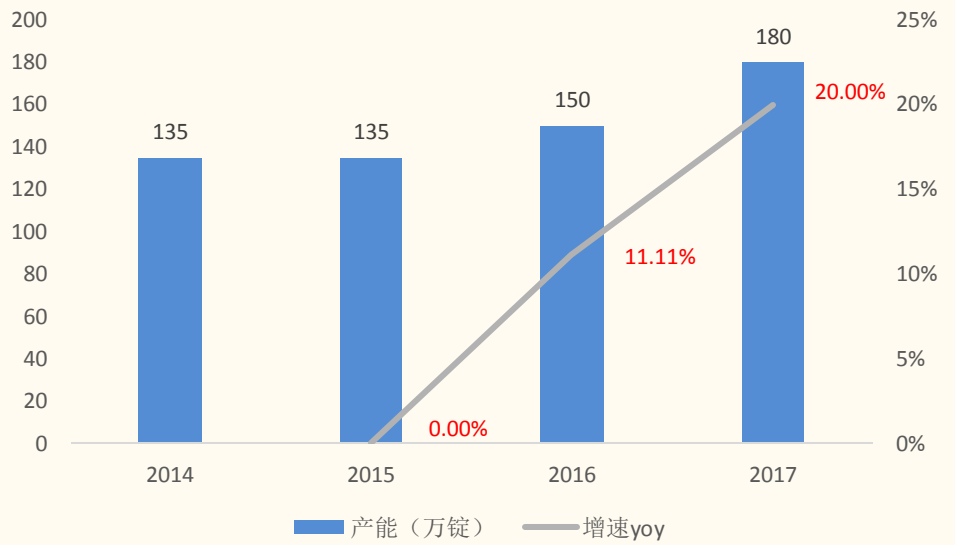
来源：公司官网，国金证券研究所

- **色纺纱是纺织行业中的高端产品，具有较高的进入壁垒：**生产方面，色纺纱复杂的工艺特性要求公司具备较高的生产加工能力；管理方面，多品种、小批量、快交货的特点需要公司强大的供应链管理能力和研发方面，强大的研发实力和经验积累能够保证公司对流行色彩趋势的准确把握；下游客户资源方面，目前华孚色纺与百隆东方已形成寡头垄断格局，与下游品牌企业形成较为稳固的合作关系，新进入者受经验、规模、技术等限制很难获得下游品牌企业的认可，而客户资源缺乏则意味着新进入者的生产难以为继。
- **公司 2017 年底已形成 180 万锭产能，布局在浙江、黄淮、长江、新疆、越南五大生产区域：**2014-2017 年，公司加大了产能扩张的步伐，同时将产能从浙江、长江和黄淮地区逐步转移至新疆、越南地区。2017 年公司产



能布局为越南 28 万锭，长江 16 万锭，黄淮 16.5 万锭，浙江 32.5 万锭，新疆 88 万锭。未来将依托国家一带一路战略，形成全球均衡布局。

图表 8：2014-2017 公司年产能及增速



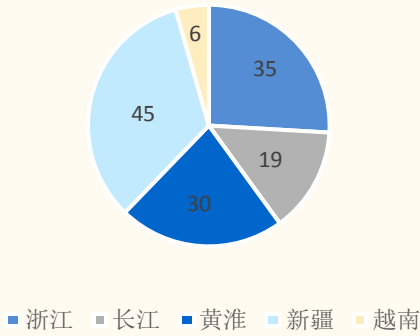
来源：公司官网，国金证券研究所

图表 9：公司全球生产区域

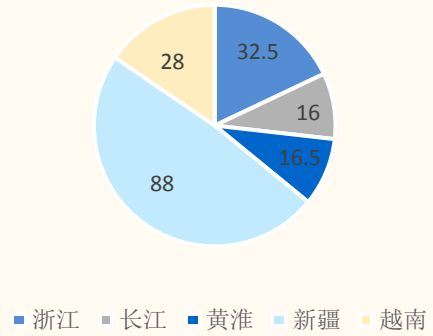


来源：公司官网，国金证券研究所

图表 10: 2014 公司各区域产能布局 (万锭)



图表 11: 2017 公司各区域产能布局 (万锭)

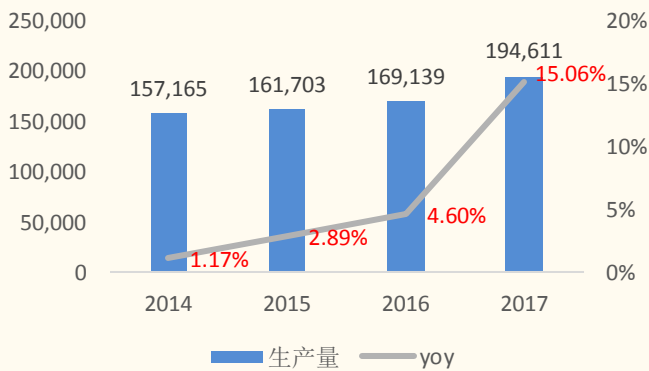


来源: 公司公告, 国金证券研究所

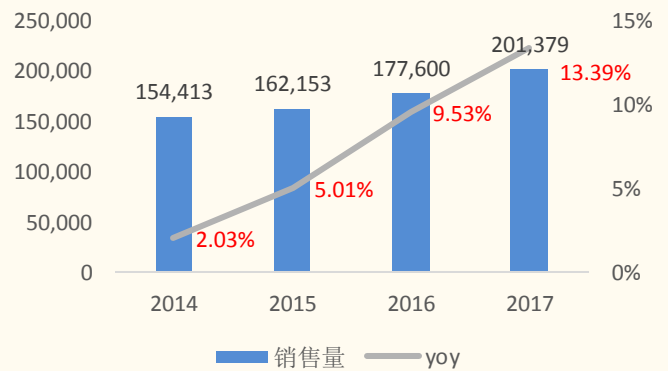
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司生产量逐年提升, 2017 年为 19.5 万吨, 14-17 年产量增速分别为 1.2%、2.9%、4.6%和 15.1%。过去 4 年公司销售量亦保持持续较快增长, 2017 年为 20.1 万吨, 14-17 年销售量增速分别为 2%、5%、9.5%和 13.4%, 公司的产销比分别为 101.8%、99.7%、95.2%和 96.6%。

图表 12: 公司 2014-2017 生产量 (吨)



图表 13: 公司 2014-2017 销售量 (吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司未来的产能增长将主要来自于新疆及越南产能的继续增加。截止 2017 年底, 公司已形成 180 万锭产能, 此外共有 4 个重要色纺纱项目在建, 其中新疆地区有 3 个项目, 分别为阿克苏 16 万锭、21 万锭、15 万锭高档色纺纱项目; 越南 1 个项目, 为华孚 (越南) 16 万锭高档色纺纱项目。根据在建项目的建设进度估计, 目前这 4 个项目全部建成投产后, 将在公司的新疆产区和越南产区分别再增加 25.8 万锭和 6.4 万锭的色纺纱产能。

图表 14：公司 2017 年底重要在建工程及进度

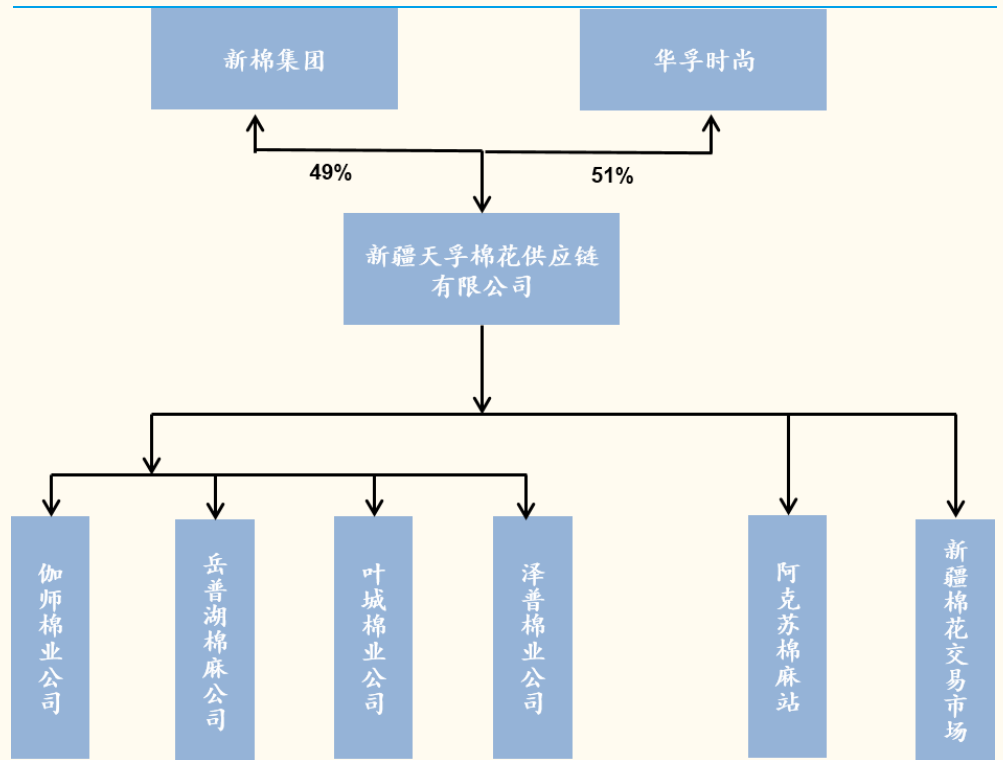
项目名称	预算数(百万元)	工程累计投入占预算比例
阿克苏 16 万吨高档色纺纱项目	896	81.15%
华孚（越南）16 万吨高档色纺纱项目	884	59.74%
阿克苏 21 万吨高档色纺纱项目	1,117	28.56%
阿克苏 15 万吨高档色纺纱项目	657	48.28%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.3 前端网链业务：全面介入新疆棉花业的收购、储备、物流和交易环节

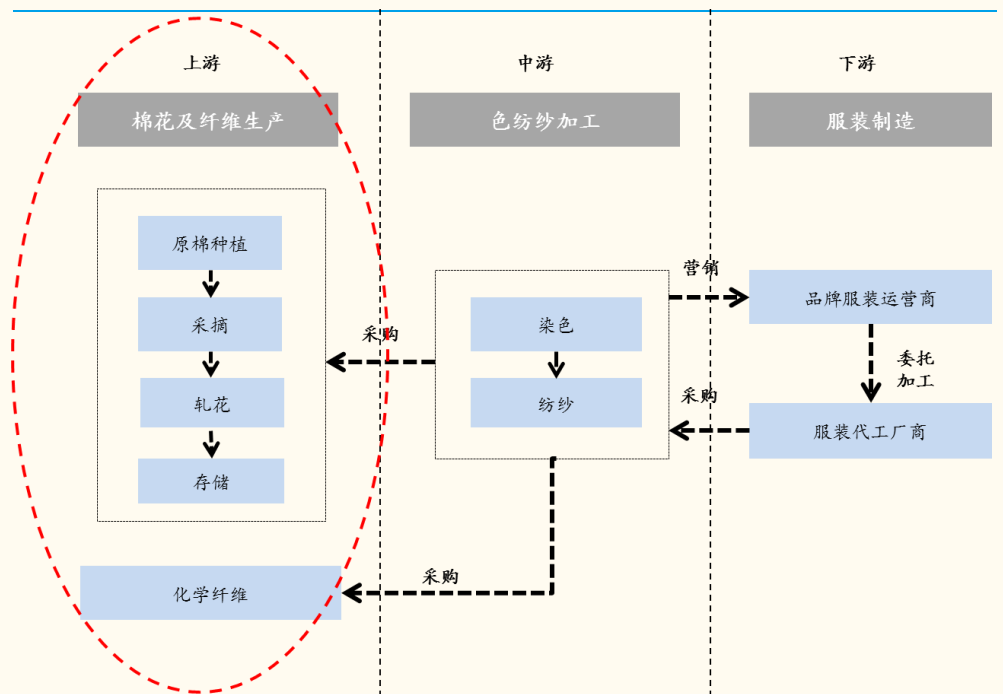
- 公司于 2015 年 11 月成立子公司深圳华孚网链投资公司，将进行原料、纺纱、面料、制衣全产业链布局，目标实现从时尚制造商向时尚运营商的转型。2016 年，深圳华孚网链与新疆棉花产业集团成立新疆天孚棉花供应链有限公司，华孚网链获得新棉集团下属的伽师棉业公司、岳普湖棉麻公司、叶城棉业公司、泽普棉业公司（简称“四县公司”）以及阿克苏铁路物流站和新疆棉花交易市场 51% 的股权。根据框架协议：
  - 公司拟定发展规划为 3 年内完成棉花年交易量 100 万吨，拥有 100 家轧花厂。
  - 利用国家对新疆企业上市的优先鼓励政策，在具备上市条件后，实现公司独立上市。

图表 15: 前端网链控股新疆“四棉一站一场”



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16: 公司前端网链业务所处的产业链位置



来源：公司公告，国金证券研究所

- 新棉集团前身是自治区棉麻公司，隶属自治区供销社，拥有 54 年的棉花经营历史和雄厚的经济实力，是自治区二类企业和农业产业化重点龙头企业，并享有棉花的出口经营权。新疆集团拥有全资、控股企业 38 家，轧花厂 121 个，年加工皮棉生产能力 100 万吨，现阶段棉花商品经营量 30 余万吨，销售额 55 亿元。集团拥有纺织企业 5 家，纺锭规模 30 余万锭。兴

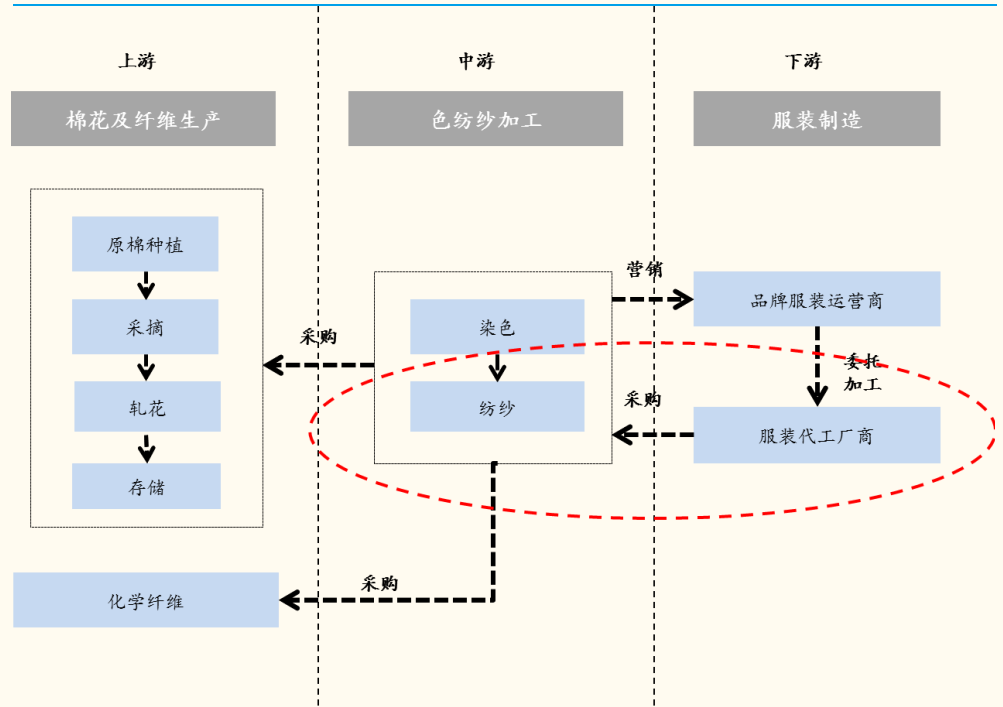
办的新疆棉花交易市场，是国家批准的西北地区唯一一家棉花现货交易市场。集团拥有 6 个大型专业化棉花中转储运站，是国家棉花指定监管库及定点储备中转库，年中转能力 100 万吨。在全国五个区域设有 50 个销售网点，棉花销售遍及全国 20 多个省、市的 300 多家纺织企业。新棉集团具备覆盖新疆棉花主产区的资源基地、完整配套的收购加工设施、稳定的客户资源和专业人才等优势，形成了辐射全国，联接国内外市场的销售网络，是国内大型棉花流通企业之一。

- **公司借助新棉集团在新疆的实力，打通上游棉花产业链的关键点，涉足轧花厂，控制棉花加工环节。**轧花厂的重要性在于其为获取补贴的必要环节，而且国家目前对轧花厂有较强的资质要求，准入门槛较高（华孚自身的轧花厂尚不足十个），**新设公司轧花厂达 100 个**，极大的提高了公司对棉花产业链的整体把控能力。公司通过与新棉合作，不仅控制棉花供给和加工的源头，提升公司整体的议价能力，更是介入了棉花流通与交易环节，提升公司在产业链中的话语权,对公司产生如下深远的影响：
  - **A.通过供应链与交易市场平台的贸易差、投租差、贷息差以及物流、信息等现代服务，提高营收与盈利水平。**贸易差主要是籽棉收购皮棉等销售的价差，投租差主要是公司发展规划的 100 家轧花厂预计会采取公司投资然后向个人出租的方式，由个人承包经营，贷息差主要是考虑个人承包经营如果资金量不足的话，公司可以提供贷款获取利差。
  - **B.通过网链战略，深度介入新疆棉花的农场与棉业合作社的创建与服务，推进新疆棉业的规模化与科技化，实现提质增效目标。**通过转移劳动力，强化区域周期培训，支持色纺产业的招工稳工。
  - **C.投资新疆的四县轧花厂一站一场，全面介入新疆棉业的收购、储备、物流、交易，打通棉花产业链，锁定棉花资源，获取更多话语权。**
  - **D.增强华孚在新疆的产业基础和战略导向。**当前，在国家支持下我国棉花生产和纺织工业“西移”态势凸显，新疆将成为棉纺服装业发展的中心区域。以新疆为中心，将可能形成棉产业物流、资金流、技术流等向中亚、南亚、中东乃至欧洲辐射的大格局。
- **前端网链业务能够有效整合和控制新疆棉农的货源，在棉花供应紧张的状态下，华孚在新疆棉花产业链的前瞻性布局能够显示出巨大优势：**目前在新疆除自有 8 万亩棉田外，可直接向棉农采购棉花。2017 年网链业务整体净利润约为 1 亿元，净利率在 2%左右。主业色纺纱业务 20 余万吨棉花用量中 1 半由前端网链业务供应，同时每年 40 万吨新疆棉可对外销售赚取差价（差价部分营收占网链业务营收比重约为 25%）。17 年棉花交易量在 50 万吨左右，距离 100 万吨的交易量仍有较大提升空间。

#### 1.4 后端网链业务：聚焦在纱线变面料，面料变服装的增值链

- **打造后端布、衣供应链互联网平台，计划培养 4~5 家垂直供应链公司：**规划启动绿尚小镇与时尚网链总部建设。成立浙江服人网络科技有限公司，启动运营浙江菁英电商产业园，浙江服人网络科技致力于打造纺织服装全产业链生态系统及互联网平台，菁英电商产业园旨在打造以电子商务为核心的具有时尚特色的电商产业园。目前仍处于持续的投入和开发过程中，未来有望逐步产生效益。

图表 17: 公司后端网链业务所处的产业链位置



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 1.5 定增募投项目建设进展顺利, 阿克苏 16 万锭项目已建成投产

- 2017 年 3 月, 公司定增募集 22 亿元, 主要用于阿克苏 16 万锭和华孚 (越南) 16 万锭高档色纺纱项目。阿克苏新建高档色纺纱项目规模 16 万锭, 预计将增加色纺纱 2.90 万吨, 可实现年销售收入 10.4 亿元, 年净利润 1.5 亿元, 税后内部收益率 18.89%。华孚 (越南) 16 万锭高档色纺纱项目达产后, 可实现新增色纺纱 2.7 万吨, 年销售收入 10 亿元, 年净利润 1.33 亿元, 税后内部收益率 14.90%。截止 2018 年 3 月, 阿克苏 16 万锭项目已全部建成投产。

图表 18: 2017 年定增募投项目进展

项目名称	预算数(百万元)	投资总额 (万元)	项目建设进度
阿克苏 16 万锭高档色纺纱项目	采用国内外先进技术和设备, 生产高档纯棉染色纤维混纺精梳纱, 供下游织布企业生产高档面料	89,890.51	截止 2018 年 3 月, 已全部建成投产
华孚 (越南) 16 万锭高档色纺纱项目	建设华孚 (越南) 16 万锭高档色纺纱项目, 通过新建厂房、新上先进设备, 形成棉纺高档色纺纱的生产基地	88,422.50	截止 2017 年末, 投资进度 62.26%, 尚在建设过程中

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 2.产销缺口支撑棉价中长期走强，短期因素触发棉花5月行情

### 2.1 国内棉花现货、期货价格5月持续走强，期货价格累计上涨20.83%

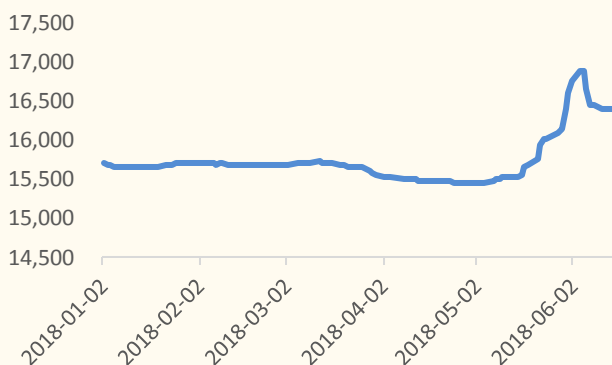
- 18年5月起，国内棉花期货价格一路拉升、现货价格随之上涨、国内外棉价差有所扩大。5月2日至31日，郑商所棉花期货价格从15,435元/吨上升至18,650元/吨，累计上涨20.83%；期货成交额由133.26亿元迅速上升至2,254.6亿元，增长17倍。6月起期货价格有所回调有望逐步企稳，截止6月15日，棉花期货价格为17,550元/吨，成交额为971.59亿元。5月2日至31日，中国棉花价格328指数从15,451元/吨上升至16,611元/吨，累计上涨7.51%；国际棉价Cotlook A指数从14,677元/吨上升至15,717元/吨，累计上涨7.09%。6月起国内现货价格亦逐步企稳，截止6月15日，国内棉花价格为16,401元/吨，而国际棉价进一步上升至16,183元/吨。期货的上涨幅度大于现货较多，反映出市场对未来国内棉花市场供需不平衡状况的预期。

图表 19: 2018 年以来棉花期货价格 (元/吨) 及成交额 (万元) 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 2018 年以来中国棉花价格指数:328 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: 2018 年以来 Cotlook:A 指数:1%关税 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

### 2.2 国内棉花连续5年存在产销缺口，2018/19 库存消费比降至81%

- 国内棉花供给呈下滑态势，2018/19 产量同比下降 2%: 根据 USDA 发布数据，我国棉花产量由 17/18 年的 598.7 万吨下降至 18/19 年的 587.9 万

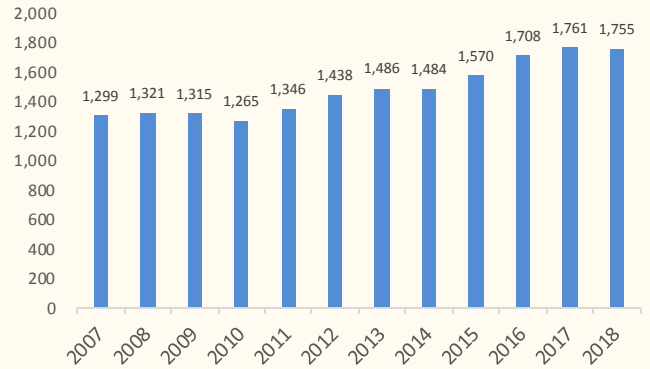
吨。近 10 年来，我国植棉积极性不断下降，棉花年收获面积由 6,200 千公顷下降至 3,350 千公顷，单产水平虽由 1,299 公斤/公顷提升至 1,755 公斤/公顷，但整体产量处于历史低位，供给呈现大幅下降。

图表 22：中国棉花年收获面积（千公顷）



来源：USDA，国金证券研究所

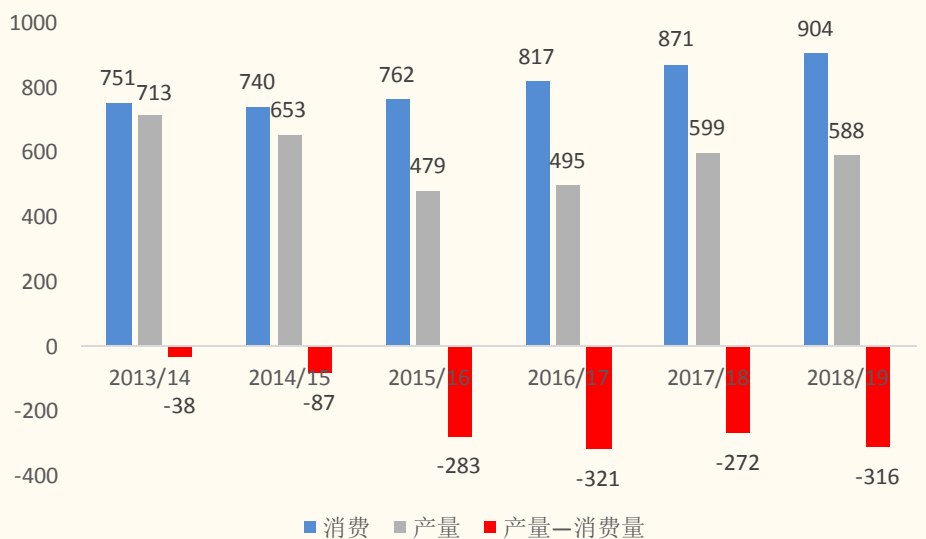
图表 23：中国棉花单产（公斤/公顷）



来源：USDA，国金证券研究所

- 国内棉花消费量创 13 年以来新高，2018/19 棉花消费量同比上升 4%：根据 USDA 发布数据，自 15/16 年起，我国棉花消费量连续三年上升，由 816.5 万吨增长至 903.6 万吨，18/19 年消费量预计同比增长 32.7 万吨，整体消费量处于近 6 年来历史高位。在这一背景下，自 2015/16 起，我国棉花年产量与消费量存在 200-300 万吨的缺口。

图表 24：中国棉花产量、消费量及产销缺口（万吨）



来源：USDA，国金证券研究所

- 我国棉花期末库存连续 5 年下降，2018/19 库存消费比降至 81%：根据 USDA2018 年 5 月中国棉花产销存预测，我国棉花期末库存自 14/15 年起连续下降，由 1,457 万吨下降至 18/19 年的 727.6 万吨，库存消费比由 197%下降至 81%。测算可知，15/16 年起我国棉花存在缺口，近 4 年总供给量（产量+进口）与总消费量（消费量+出口）缺口分别为 189.9 万吨、212.9 万吨、162.3 万吨和 164.4 万吨。

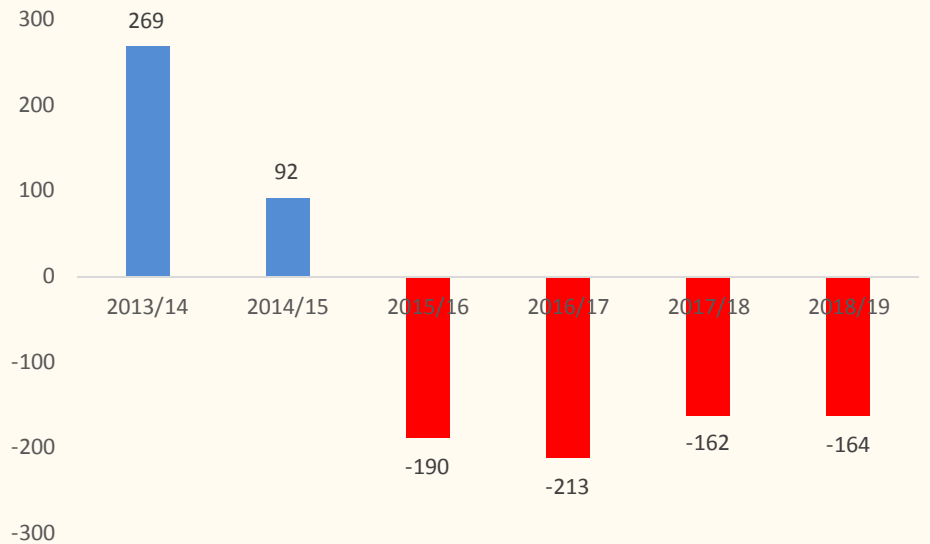


图表 25: 中国棉花产销存统计及产销缺口测算

USDA 中国产销存预测 (同比统计) 5月						
	单位: 万吨、美分/磅					
	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19
期初库存	1096.5	1365.3	1457	1267.1	1054.2	892
产量	713.1	653.2	479	495.3	598.7	587.9
进口	307.5	180.4	95.9	109.6	111	152.4
消费	751.2	740.3	762	816.5	870.9	903.6
出口	0.7	1.5	2.8	1.3	1.1	1.1
期末库存	1365.3	1457	1267.1	1054.2	892	727.6
产销缺口测算						
总供给量	1020.6	833.6	574.9	604.9	709.7	740.3
总消费量	751.9	741.8	764.8	817.8	872	904.7
总供给量— 总消费量	<b>268.7</b>	<b>91.8</b>	<b>-189.9</b>	<b>-212.9</b>	<b>-162.3</b>	<b>-164.4</b>

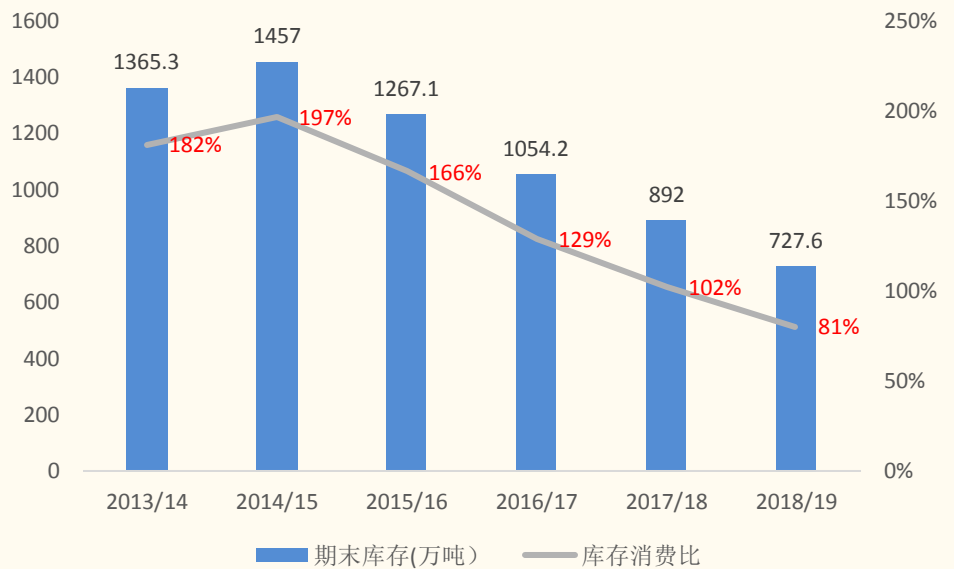
来源: USDA, 国金证券研究所

图表 26: 中国棉花总供给量-消费量存在约 200 万吨缺口 (不考虑国储棉)



来源: USDA, 国金证券研究所

图表 27：中国棉花期末库存与库存消费比统计



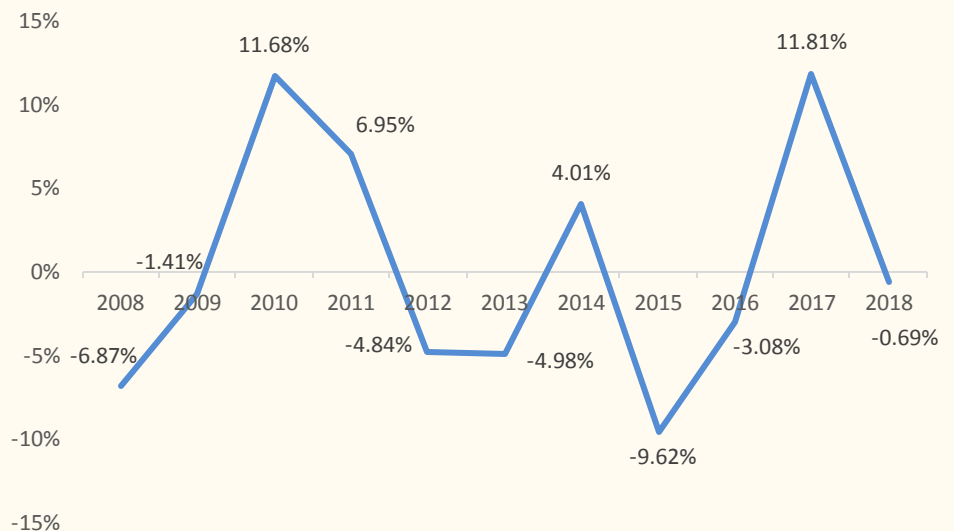
来源：USDA，国金证券研究所

■ 2011-2013 年，我国政府通过临时收储政策累积了 1,000 余万吨国储棉花库存，2015 年以来轮出国储棉成为弥补应季棉花缺口的主要供给力量。预计今年国内有 200 万吨左右的抛储，能够基本满足 18/19 年的产销缺口，因此，今年国内棉花供求关系基本稳定。而未来几年，随着国储抛储的继续推进，如不推进国储棉轮入政策或放开棉花进口限制，到 2019 年我国棉花市场将出现明显的供需缺口。国内棉花供需格局偏紧，在供给快速收缩，而需求相对稳定的情况下，棉花价格有望迎来新一轮的上涨周期。

### 2.3 全球棉花呈现供给需求不对称之态势，2018/19 库存消费比降至 67%

■ 全球棉花产量呈下滑态势，近 3 年略有回升，消费量稳中有升：根据 USDA 发布数据，供给方面，近 10 年来全球棉花年收获面积同比增速有 7 年为负，2018 棉花年收获面积同比下降 0.69%；棉花产量呈现相似态势，2018/19 全球棉花产量为 2,639 万吨，同比下降 1.02%。需求方面，2013-2016 年全球棉花消费量大体在 2,400 万吨上下持稳，2017/18 同比增长 5.21%至 2,629 万吨，2018/19 同比增长 3.89%至 2,731 万吨。

图表 28：全球棉花年收获面积同比增速



来源：USDA，国金证券研究所

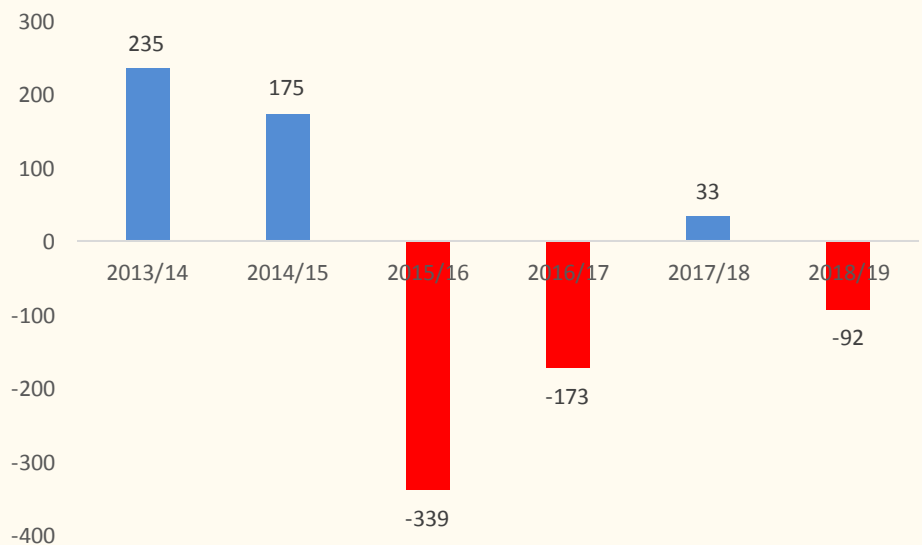
- 全球棉花期末库存连续 5 年下降，2018/19 库存消费比降至 67%：根据 USDA2018 年 5 月全球棉花产销存预测，全球棉花期末库存自 14/15 年起连续下降，由 2,412 万吨下降至 18/19 年的 1,823 万吨，库存消费比由 99% 下降至 67%。测算可知，全球棉花 18/19 年供给需求缺口为 92.3 万吨。全球棉花供需不对称，中长期棉花价格具备上涨条件。

图表 29：全球棉花产销存统计及产销缺口测算

USDA 全球产销存预测（同比统计）5 月						
	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19
	单位：万吨、美分/磅					
期初库存	1995.7	2242.6	2411.7	2068.4	1892.4	1920.5
产量	2621.1	2596.4	2094.2	2322.2	2665.7	2638.6
进口	897.1	785.2	770.2	817.7	854.1	895.4
消费	2393.9	2434	2443.2	2498.7	2628.9	2731.1
出口	889.2	772.7	759.9	813.9	857.5	895.2
期末库存	2242.6	2411.7	2068.4	1892.4	1920.5	1823.4
	测算年度新增供给量-总消费量					
总供给量	3518.2	3381.6	2864.4	3139.9	3519.8	3534
总消费量	3283.1	3206.7	3203.1	3312.6	3486.4	3626.3
总供给量-总消费量	235.1	174.9	-338.7	-172.7	33.4	-92.3

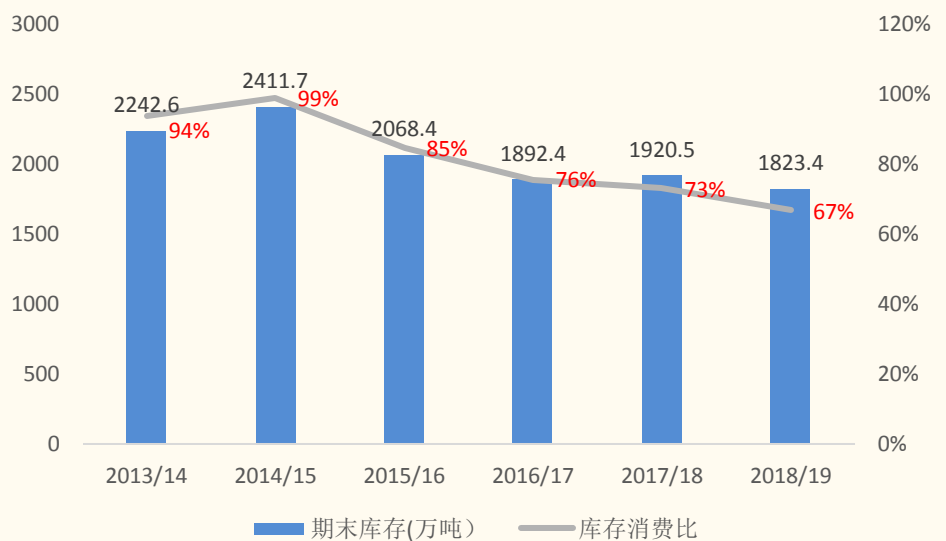
来源：USDA，国金证券研究所

图表 30：全球棉花总供给量-总消费量呈现不对称之态势



来源：USDA，国金证券研究所

图表 31：全球棉花期末库存与库存消费比统计

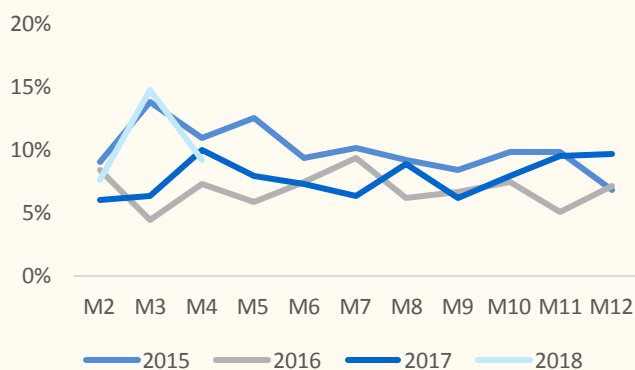


来源：USDA，国金证券研究所

## 2.4 新疆天气灾害、下游回暖与产业链库存消化等因素引发棉花 5 月行情

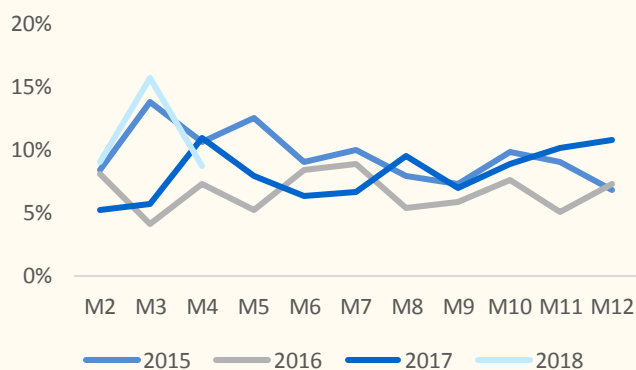
- 短期来看，今年新疆天气灾害成为自 5 月以来棉花期货、现货快速上涨的导火索。根据国家统计局数据，2017 年新疆植棉面积占全国总植棉面积的 61%，产量占全国总产量的 74%。新棉供给方面，长江黄河流域种植的棉花一般在 3-4 月份播种，新疆地区种植的棉花一般在 4-5 月份播种，新棉于当年 9-10 月份采收。中国棉花协会预计 2018 年全国植棉面积为 4217.5 万亩，同比减少 4.43%，降幅较前期扩大 0.48pct。其中：新疆植棉面积为 2910.22 万亩，同比略增 0.47%；黄河流域植棉面积为 619.11 万亩，同比减少 11.43%；长江流域植棉面积为 636.21 万亩，同比减少 14.80%。而自今年 4 月底起，媒体报道了多则关于新疆恶劣天气及棉田灾害的新闻：
  - 4 月底：北疆气温普遍下降 7-10℃，冷空气、沙尘和雨雪的恶劣天气对棉苗生长有一定影响。其中，呼图壁县、玛纳斯县、昌吉市等棉区部分棉田地膜撕裂，已出苗的棉田也有不同程度受损，玛纳斯及莫索湾两地 6 万余亩棉田需要重播。
  - 5 月以来：新疆多次遭遇低温、多雨、大风扬沙等恶劣天气。北疆降水频繁，气温偏低，对棉花生长不利；南疆部分棉区受灾，尉犁县阿克苏普乡、古勒巴格乡和库尔勒市的普惠农场、哈拉玉宫乡受灾比较严重，个别地方有 40%-50%的棉田棉苗需要重新播种，受灾地区的棉农自 5 月 8 日开始对棉田进行重播。
- 18 年国内零售消费回暖，服装鞋帽针纺织品类零售额单月同比增速创两年来新高，棉花下游需求回升。根据中华全国商业信息中心的监测数据，2018 年 Q1 全国 50 家重点大型零售企业零售额累计同比增长 2.6%，增速高于上年同期 0.6pct。2018 年 Q1 服装类零售额同比增长 6.5%，增速大幅高于上年同期 6.7pct。2018 年 2 月、3 月和 4 月，限额以上服装鞋帽、针纺织品类零售额同比增速分别为 7.7%、14.8%和 9.2%，限额以上服装类零售额同比增速分别为 9.1%、15.8%和 8.8%，均位于自 2015 年以来的高位水平。

图表 32: 限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额:当月同比



来源: Wind, 国金证券研究所

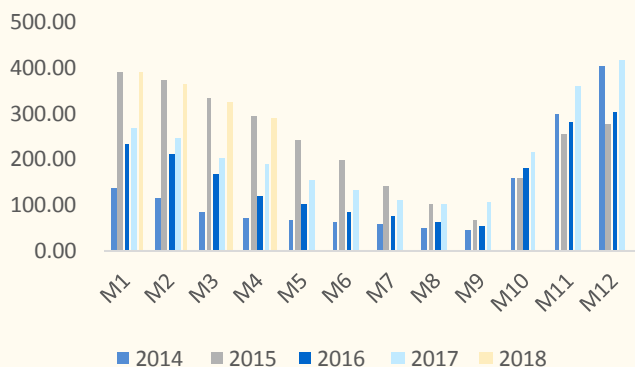
图表 33: 限额以上服装类零售额:当月同比



来源: Wind, 国金证券研究所

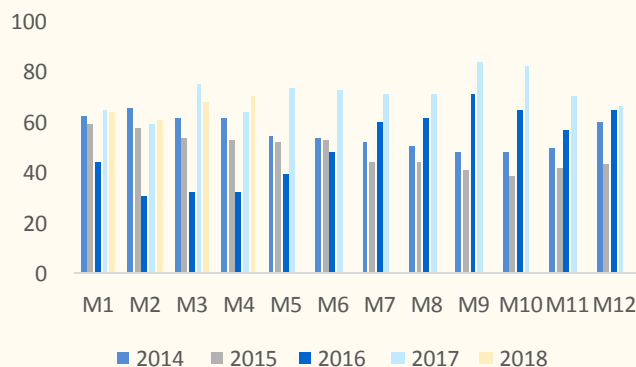
■ 此外, 因 10 月之前尚无新棉上市, 且新疆棉花运至中东部地区将晚于 10 月, 流通领域棉花库存的消化增强了对棉花结构性短缺的预期。4 月, 棉花商业库存为 287.34 万吨, 月环比减少 11.17%, 环比降幅比去年同期扩大 3.47pct; 工业库存为 71 万吨, 月环比增加 3.45%。与 2016 年不同, 今年棉花商业库存与工业库存水平仍处于 2014 年以来高位, 但 4 月商业库存的快速降低增强了对年内棉花结构性供需短缺的预期。

图表 34: 我国棉花商业库存 (万吨)



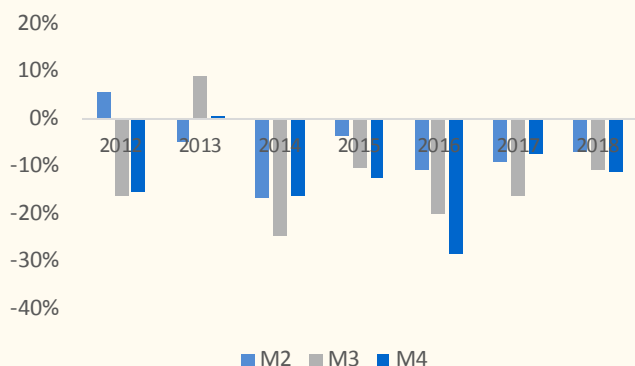
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: 我国棉花工业库存 (万吨)



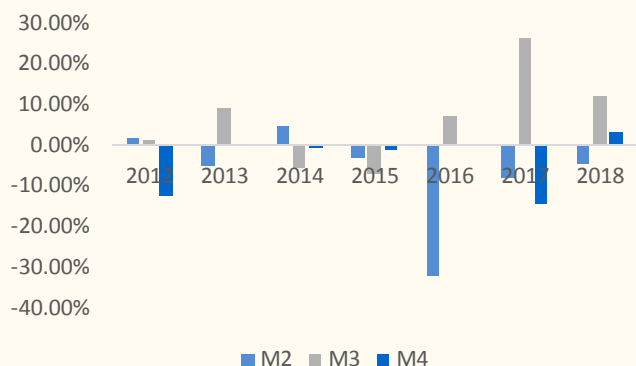
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: 我国棉花商业库存月环比变化 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 我国棉花工业库存月环比变化 (%)

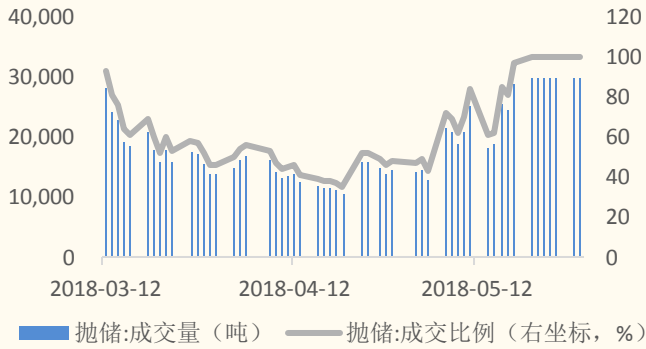


来源: Wind, 国金证券研究所

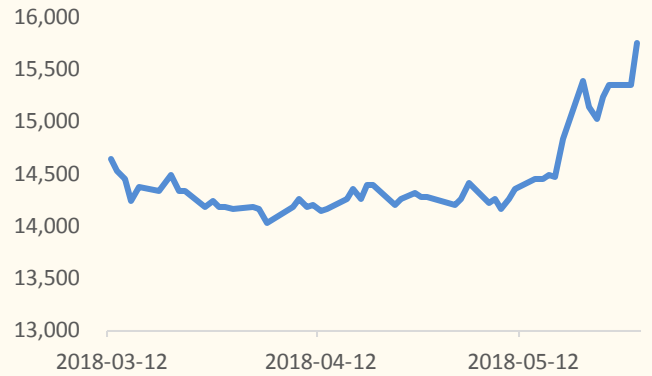
■ 5 月抛储成交比例及价格持续攀升: 18 年国储棉轮出自 3 月 12 日开始, 在 Q1 流通领域棉花库存尚充裕的情况下, 3 月和 4 月国储棉的整体成交量及成交比例相对偏低, 成交均价也保持在 14,000 元/吨左右。而自 5 月 7

日以来，随着下游纺织服装产业生产旺季的来临，企业存在较强的补库存需求，国储棉成交量、成交率及成交均价持续加速提升，5月21日至5月29日，国储棉的成交率均保持在100%，同时，国储棉抛售价格也一路上涨。自5月国储棉轮出开始至5月29日，日成交均价从14,205元/吨上升至15,752元/吨，累计上涨10.89%。

图表 38：2018 年棉花抛储成交量及成交比例



图表 39：2018 年棉花抛储成交价 (加权均价, 元/吨)



来源：Wind，国金证券研究所

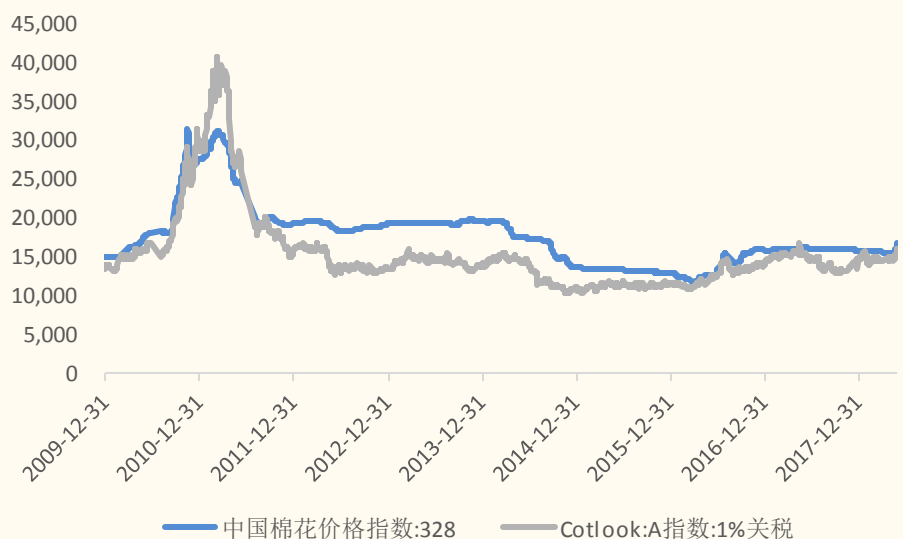
来源：Wind，国金证券研究所

### 3.棉价上行条件下华孚时尚业绩弹性测算

#### 3.1 棉价历史波动与棉纺企业业绩回顾

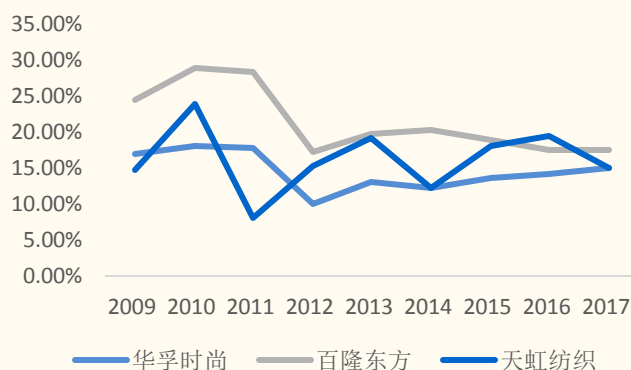
- **2010-2011 年国内棉花价格经历了过山车行情，纺织企业业绩随之波动：**2010 年初棉花价格在 14,800 元/吨的水平，一路暴涨至 2011 年 3 月超过 31,000 元/吨的最高水平，一年左右时间累计涨幅超过 100%。棉价的暴涨刺激棉花播种面积的迅速增加，使得棉花供给过剩，之后棉价开始急转直下，2011 年末国内棉价回到 19,000 元/吨的水平。受益棉价上涨及低价库存结转，2010 年华孚时尚、百隆东方和天虹纺织的纱线业务毛利率均处于历史最高点，分别为 18.11%，28.88%和 23.92%；净利率亦处于历史高位，分别为 7.86%，19.44%和 15.36%。2011 年，天虹纺织业绩波动迅速，纱线业务毛利率降至 8.08%，净利率降至 0.89%。
- **2012-2013 年国家为保护棉农利益、保障供给及稳定市场，实施临时收储政策，纺织企业业绩触底后有所回升：**临时政策收储价格在 2 万元/吨左右，2012 年华孚时尚、百隆东方和天虹纺织业绩均受到棉价回落同时库存成本上升的影响，毛利率净利率处于历史低位，纱线业务毛利率分别为 9.91%，17.24%和 15.31%，净利率分别为 1.6%，5.27%和 6.62%。2013 年业绩有所回升，华孚时尚、百隆东方和天虹纺织的纱线业务毛利率分别为 13.11%，19.66%和 19.24%，净利率回升至 3.02%，11.88%和 13.68%。
- **2014-2015 年临时收储结束，国储棉库存高企，棉价承压下滑明显，纺织企业业绩下滑：**2014 年，我国启动新疆棉花目标价格改革试点，黄河流域、长江流域绵区只实行定额补贴的方式，导致非新疆地区的棉花种植面积大幅下滑。同时经过 3 年收储，国储棉库存高企，棉价由 14 年初 19,500 元/吨的水平下降至 15 年末 12,900 元/吨的水平。华孚时尚、百隆东方和天虹纺织纱线业务毛利率与净利率较 2013 年有所下滑。
- **2016 年棉花市场出现结构性短缺，棉价上涨，2017 年价格企稳，纺织企业业绩有所回升：**受产业链库存处于历史低位及国储棉抛储速度不及预期等因素影响，2016 年国内棉花价格由年初 12,900 元/吨水平上涨至 15,800 元/吨水平，累计涨幅超过 22%，2017 年国内棉花价格基本稳定在这一水平。2016-2017 年，华孚时尚、百隆东方和天虹纺织毛利率与净利率较 2015 年有明显改善。

图表 40：2009 年以来内外棉价走势（元/吨）



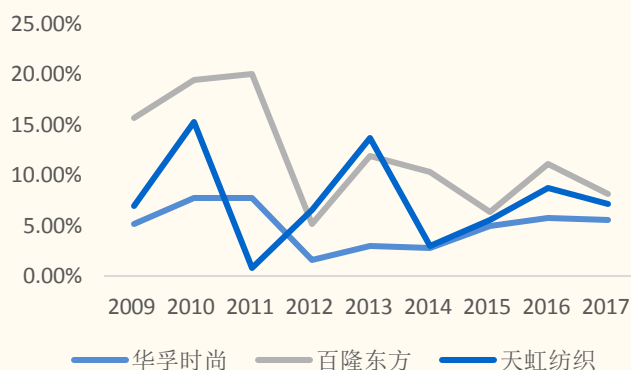
来源：Wind，国金证券研究所

图表 41: 2009-2017 纺织类企业纱线业务毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 42: 2009-2017 纺织类企业净利率

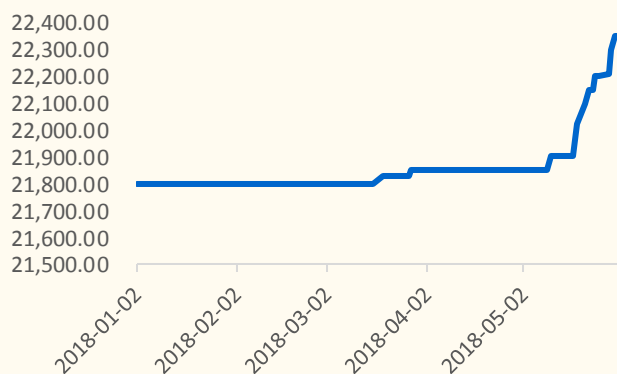


来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.2 本次棉价上涨对下游产品价格的传导效应

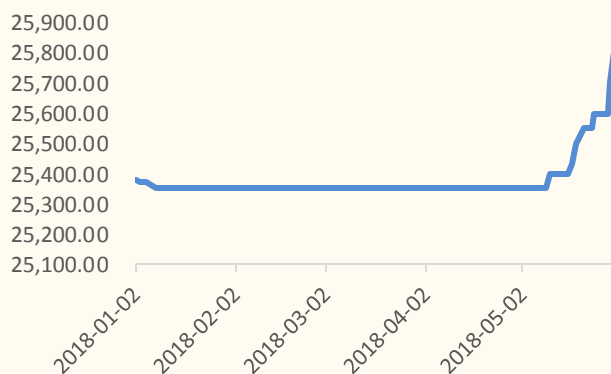
- 棉花价格的变动已经向下游传导, 纱线价格亦开始快速上涨。5 月至今, C21S (21 支纯棉纱)、JC32S (精梳 32 支纯棉纱) 的国内到厂价和进口港口提货价均呈现大幅上升。2018 年初至 5 月底, C21S 和 JC32S 的国内到厂价累计涨幅分别为 2.52% 和 1.65%, 进口港口提货价累计涨幅分别为 1.68% 和 3.20%。

图表 43: 2018 国内到厂价: 纱线:C21S (元/吨)



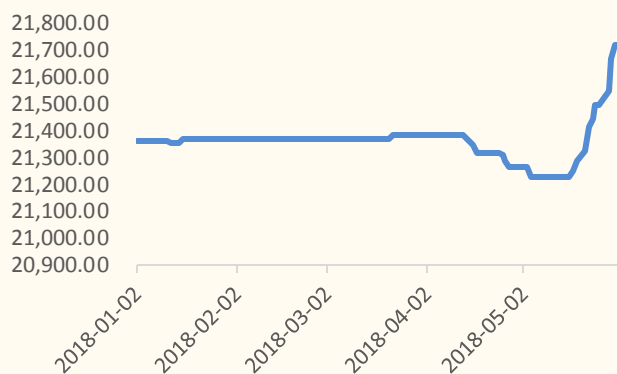
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 44: 2018 国内到厂价: 纱线:JC32S (元/吨)



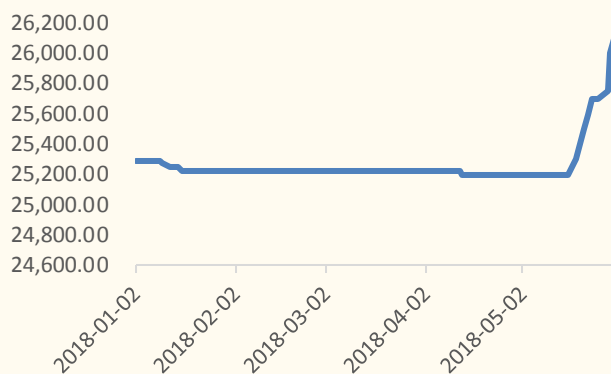
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 45: 2018 进口棉纱: 港口提货价:C21S (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: 2018 进口棉纱: 港口提货价:JC32S (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所



### 3.3 棉价上涨背景下色纺纱业务业绩弹性测算

- **原棉成本占公司营业成本的 60%+**，公司采取**成本加成**的方式定价：在棉价上涨通道中，棉纱价格也随之上涨，但由于原材料库存存在，公司棉花成本上涨与棉纱价格存在时间差，此时公司用的是**低价棉但卖的是高价纱，毛利率随之提高**。所以在棉价上涨初期和下跌后期，企业盈利空间扩大，而在棉价上涨后期和下跌初期，企业盈利空间被压缩。
- 以公司 2017 年纱线业务的营收、成本及销量为基础，假设棉花成本上升 10%，公司以**维持每吨毛利不变的成本加成方式定价**，测算可得公司的**提价幅度应该为 5.10%**，此时**毛利率+4.12pct**。由此可知，在棉价上涨的趋势下，公司低价库存越多，毛利率提升空间就越大。

**图表 47：棉花价格上升 10%时纱线业务毛利率变化**

纱线业务	2017
总营收 (万元)	588,642
总成本 (万元)	500,307
销量 (吨)	201,379
每吨单价(万元)	2.92
每吨成本(万元)	2.48
每吨毛利(万元)	0.44
<b>每吨毛利率</b>	<b>15.01%</b>
<b>棉花成本占比</b>	<b>60%</b>
每吨棉花成本(万元)	1.49
每吨非棉花成本(万元)	0.99
<b>假设棉花成本上升比例</b>	<b>10%</b>
棉花成本上升后每吨棉花成本 (万元)	1.64
棉花上升后每吨成本 (万元)	2.63
<b>维持每吨毛利不变的单价 (万元)</b>	<b>3.07</b>
<b>经测算提价幅度</b>	<b>5.10%</b>
售价成本同步提升后毛利率	14.28%
<b>售价提升成本不变毛利率</b>	<b>19.13%</b>
<b>毛利率变化</b>	<b>+4.12pct</b>

来源：公司公告，国金证券研究所测算

备注：假设纱价同步调整，暂不考虑产品结构因素、销售与客户博弈因素

- **纱线业务毛利率变动对棉花价格变动的敏感性分析：**以公司 2017 年纱线业务的营收、成本及销量为基础，我们假设当**棉花价格上升区间为 1%~10%**时，公司以**维持每吨纱线毛利不变的成本加成法定价**，测算可得公司纱线**提价幅度为 0.51%~5.10%**，**提价后纱线业务毛利率为 15.44%~19.13%**，**毛利率变动为+0.43pct~+4.12pct**。

图表 48：纱线业务毛利率变动对棉花价格变动的敏感性分析

棉花价格变动 (+)	维持每吨毛利不变的纱线提价幅度	提价后毛利率	毛利率变动
10%	5.10%	19.13%	+4.12pct
9%	4.59%	18.74%	+3.73 pct
8%	4.08%	18.34%	+3.33 pct
7%	3.57%	17.94%	+2.93 pct
6%	3.06%	17.53%	+2.52 pct
5%	2.55%	17.12%	+2.11 pct
4%	2.04%	16.71%	+1.70 pct
3%	1.53%	16.29%	+1.28 pct
2%	1.02%	15.86%	+0.85 pct
1%	0.51%	15.44%	+0.43 pct

来源：公司公告，国金证券研究所测算

### 3.4 公司低价原材料库存充足，未来毛利率&业绩提升确定性较大

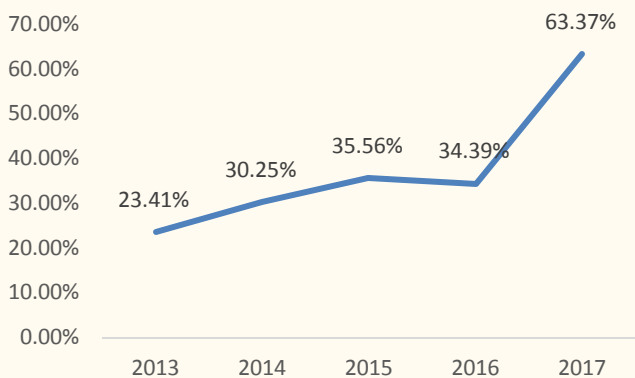
- 2017 年公司加大了对优质棉花资源的储备：公司原材料主要为棉花，2017 年存货中原材料为 48 亿元，同比增长 83.37%；原材料占存货比重为 63.37%，同比增长 28.97pct；原材料占总资产比重为 19.09%，同比增长 10.86pct。公司拥有较为充足的棉花库存。

图表 49：公司存货明细（百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
存货总计	2,135.35	2,498.35	2,583.09	2,634.21	4,830.39
原材料	499.94	755.70	918.56	906.00	3,060.91
在产品	131.47	138.43	92.45	120.61	246.58
库存商品	1,335.68	1,403.51	1,215.39	1,264.23	1,204.73
周转材料	7.34	11.99	8.27	17.72	26.24
委托加工物资	26.66	7.81	6.08	6.73	0.92
自制半成品	134.26	180.90	340.05	315.30	282.89
发出商品	-	-	2.29	3.63	8.11

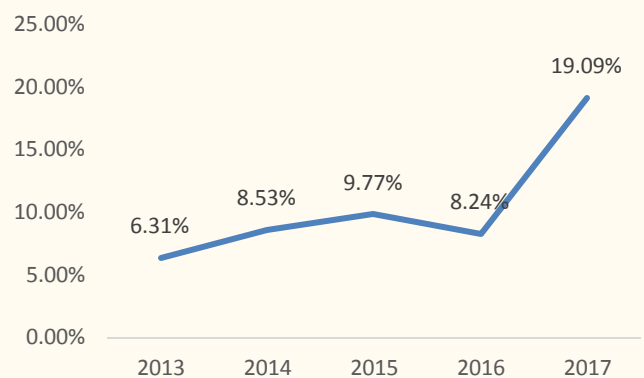
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 50：2013-2017 公司原材料占存货的比重



来源：Wind，国金证券研究所

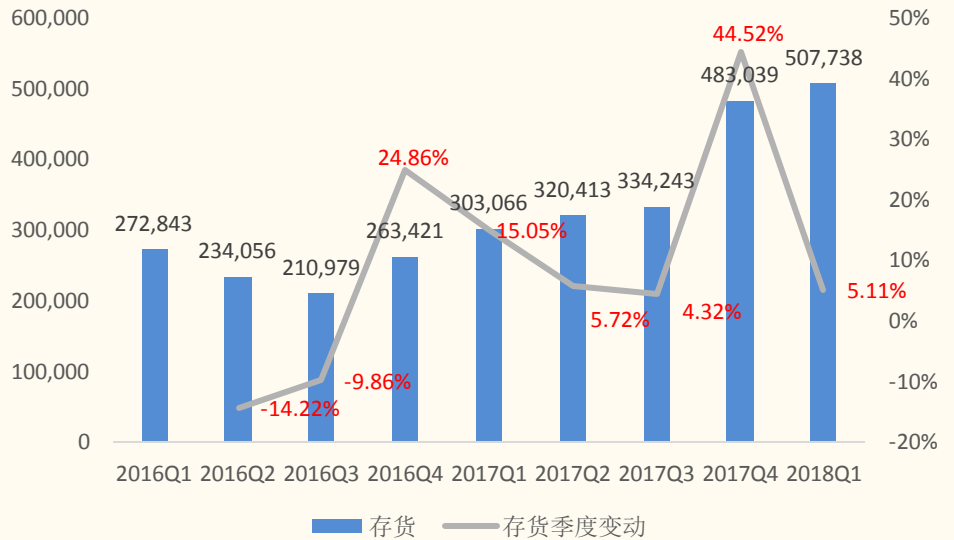
图表 51：2013-2017 公司原材料占总资产的比重



来源：Wind，国金证券研究所

- **2017 年 Q4 公司加大对低价原材料的储备，在棉价上行周期下公司毛利率 & 业绩提升确定性较大：**通过分析公司 2016Q1-2018Q1 的存货情况，可以看出 2017 年前三季度公司存货增速连续放缓，而 17 年 Q4 增长 44.52%，反映出公司提前锁定低价原材料的战略布局。经测算可得目前公司存货周期在 5 个月左右，在此次棉价上涨背景下，公司 2018 年毛利率 & 业绩有望持续受益。

图表 52：2016Q1-2018Q1 公司存货及季度变化

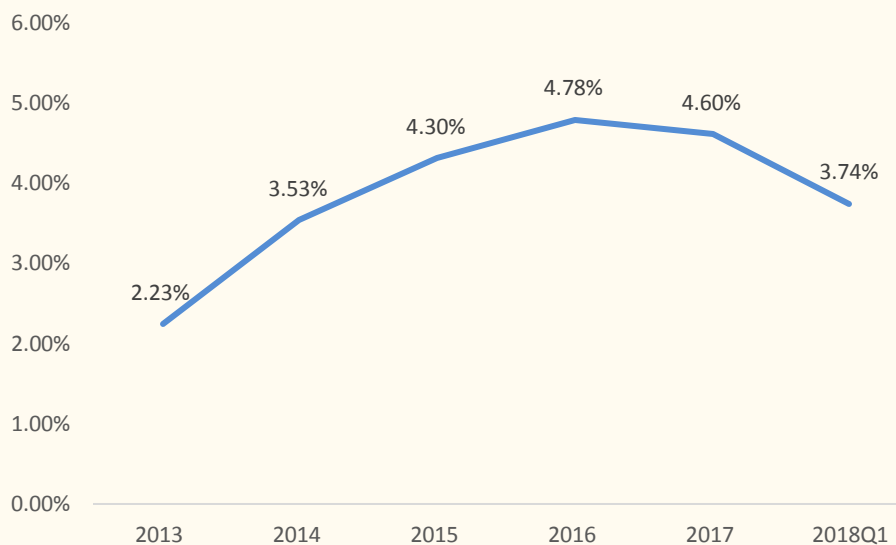


来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4.政府补助会计政策变更对公司报表的影响

- 公司网链业务进一步加强和新疆当地政府的合作深度，未来政府补贴有望保持稳健增长。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织服装企业的补贴，包括贷款贴息、电费补贴、出疆棉运输补贴、使用新疆地产棉补贴、援疆奖励等。
- 新疆是我国棉花第一大产区，得到政府政策的多项支持。在我国三大棉花生产区域中，长江中下游和黄淮流域两大棉区由于单产偏低、植棉比较效益逐年下降、自然灾害频发等原因，棉花生产规模逐年下降。而新疆地处欧亚大陆腹地，具有大规模发展棉花生产得天独厚的自然生态资源。经过近 20 多年的快速发展，新疆棉花生产从 1994 年起连续多年实现了总产、单产全国第一。2014 年发布的《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，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。
- 近年来，公司政府补助占营业收入的比重在 2%-5%，主要与色纺业务中新疆产能的逐渐落地有关：2014-2017 年政府补助占利润总额比例保持较为平稳的状态。从近年新疆补贴政策稳定程度来看，呈现以下几个特点：补贴力度持续加大；南疆补贴力度大于其他地区；阿克苏地区 2017 年起由按年补贴改为按季补贴。公司作为选址南疆的企业，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 53：2013-2018Q1 公司政府补助占营业总收入的比例



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司政府补助主要为与收益相关的政府补助：政府补助分为与资产相关和与收益相关，与资产相关的政府补助，是指公司取得的、用于购建或以其他方式形成长期资产的政府补助。与收益相关的政府补助，是指除与资产相关的政府补助之外的政府补助。

图表 54：华孚色纺 2017 政府补助明细（万元）

<b>(1) 与资产相关的政府补助：</b>	
计入递延收益的政府补助	321
拆迁补贴	1,313
<b>(2) 与收益相关的政府补助：</b>	
贷款贴息	4,140
电费补贴	769
出疆棉运费补贴	7,506
使用新疆地产棉补贴	7,887
税收返还款	7,623
纺织服装产业专项补贴扶持资金	733
培训费补贴	811
维护社会稳定奖励	3,243
促进就业补贴	6,650
经济增长贡献奖励	2,000
产能提升奖励	2,000
援疆奖励	3,500
节能奖励	3,850
质量提升奖励	3,829
其他小零政府补助	1,780
<b>总计：</b>	<b>57,955</b>

来源：公司公告，国金证券研究所

- **2017 年 5 月 10 日，财政部公布了修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》：**该准则修订自 2017 年 6 月 12 日起施行，同时要求企业对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理，对 2017 年 1 月 1 日至该准则施行日之间新增的政府补助根据修订后的准则进行调整。
- **公司采用修订后的准则，在利润表中的“营业利润”项目之上单独列报“其他收益”项目：**将自 2017 年 1 月 1 日起与企业日常活动有关的政府补助从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”或冲减相关成本费用。2017 年，公司计入“其他收益”的金额为 3.73 亿元，计入“营业外收入”的金额为 32 万元，计入“递延收益”的金额为 321 万元，冲减“营业成本”的金额为 7,887 万元，冲减“销售费用”的金额为 7,506 万元，冲减“财务费用”的金额为 4,140 万元，冲减“存货”的金额为 769 万元。

图表 55: 2017 会计政策变更后政府补助相关计量科目及金额 (万元)

其他收益	37,301
营业外收入	32
递延收益	321
冲减“营业成本”	7,887
冲减“销售费用”	7,506
冲减“财务费用”	4,140
冲减“存货”	769
总计	57,955

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 政府补助会计政策变更将与企业日常经营活动相关的补助重分类至其他收益, 使得 2017 年及 2018Q1 公司营业利润显著增加, 而营业外收入明显减少, 但这一变更不影响公司的利润总额及净利润等科目。

图表 56: 2013-2018Q1 营业利润、营业外收入、利润总额 (百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
营业利润	93.95	-16.88	75.19	146.61	792.36	244.97
营业外收入	148.99	237.65	302.55	438.15	9.25	1.75

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 5.投资建议

- 国内纺织企业具有较强的全球竞争力，公司作为色纺纱寡头垄断市场领导者，受益于色纺纱在下游纺服领域渗透率的提高及自身产能的释放。此外，公司前瞻性布局上游新疆棉花产业链资源，全面介入棉业的收购、储备、物流和交易环节，在中长期棉花供需偏紧格局下具有业绩改善优势。
- 营业收入及毛利率预测：预计公司 2018-2020 年分别实现营业收入 173.59 亿、223.60 亿、274.75 亿元，同比增长 37.8%、28.8%、22.9%；毛利率水平分别为 10.5%、9.9%、9.4%。
  - 纱线业务：预计 2018-2020 年色纺纱销售收入分别同比增长 14.24%、12.11%、9.55%，其中销售数量分别同比增长 12%、11%、9%；单价分别同比增长 2%、1%、0.5%；毛利率水平分别为 15.3%、15.1%、15.1%。
  - 网链/物料业务：预计 2018-2020 年网链/物料销售收入分别同比增长 60%、40%、30%；毛利率水平分别为 6%、6.2%、6.2%。
  - 其他业务：预计 2018-2020 年其他业务销售收入同比增长 1%；毛利率水平维持在 92%。
- 2018-2020 年预测归母净利润分别为 8.67 亿、10.08 亿、11.81 亿元，考虑到公司未来确定性增长+历史估值情况，给予目标价 10.3 元，对应 18-20 年 PE12x,10x,9x，首次覆盖给予买入评级。

## 6.风险提示

- 棉花价格下行风险：棉花成本为最主要的原材料成本，棉花价格下降一方面会使公司毛利率承压，另一方面棉花存货如未及时消化会面临减值风险。
- 政府补贴变动风险：目前国家对新疆棉业政策支持力度较大，公司满足条件能够持续获得政府补助，未来若补贴力度大幅减弱，公司业绩可能会面临下滑风险。
- 新增产能消化不及预期：若下游纺织服装需求低迷而使得色纺纱的下游需求未出现增长，将会对公司的新增产能消化带来不利影响。
- 人民币汇率风险：公司部分纺织产品以直接或间接方式出口海外，公司利用境外融资平台配置有美元外债，也有境外项目投资，人民币汇率的波动将对公司生产成本、营业收入以及汇兑损益产生一定影响。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,804</b>	<b>8,837</b>	<b>12,597</b>	<b>16,679</b>	<b>21,323</b>	<b>26,246</b>	货币资金	731	1,182	2,237	1,700	1,800	1,900
增长率	29.9%	42.5%	32.4%	27.8%	23.1%		应收款项	1,160	1,292	1,436	1,829	2,222	2,483
<b>主营业务成本</b>	<b>-5,871</b>	<b>-7,803</b>	<b>-11,187</b>	<b>-14,875</b>	<b>-19,128</b>	<b>-23,653</b>	存货	2,583	2,634	4,830	4,279	3,878	3,629
%销售收入	86.3%	88.3%	89.2%	89.7%	90.1%		其他流动资产	865	1,037	1,314	1,479	1,661	1,832
<b>毛利</b>	<b>932</b>	<b>1,034</b>	<b>1,410</b>	<b>1,804</b>	<b>2,195</b>	<b>2,592</b>	流动资产	5,340	6,145	9,818	9,287	9,561	9,844
%销售收入	13.7%	11.7%	10.8%	10.3%	9.9%		%总资产	56.8%	55.9%	61.2%	58.9%	59.2%	59.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-31</b>	<b>-63</b>	<b>-85</b>	<b>-105</b>	<b>-134</b>	<b>-165</b>	长期投资	124	129	131	131	131	131
%销售收入	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%		固定资产	3,429	3,940	5,231	5,504	5,637	5,685
<b>营业费用</b>	<b>-259</b>	<b>-256</b>	<b>-272</b>	<b>-342</b>	<b>-424</b>	<b>-522</b>	%总资产	36.5%	35.8%	32.6%	34.9%	34.9%	34.5%
%销售收入	3.8%	2.9%	2.2%	2.1%	2.0%		无形资产	442	607	631	617	604	593
<b>管理费用</b>	<b>-314</b>	<b>-350</b>	<b>-422</b>	<b>-525</b>	<b>-661</b>	<b>-814</b>	非流动资产	4,058	4,854	6,213	6,474	6,593	6,630
%销售收入	4.6%	4.0%	3.3%	3.2%	3.1%		%总资产	43.2%	44.1%	38.8%	41.1%	40.8%	40.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>329</b>	<b>365</b>	<b>631</b>	<b>831</b>	<b>975</b>	<b>1,091</b>	<b>资产总计</b>	<b>9,398</b>	<b>10,999</b>	<b>16,031</b>	<b>15,760</b>	<b>16,154</b>	<b>16,474</b>
%销售收入	4.8%	4.1%	5.0%	5.0%	4.6%	4.2%	短期借款	4,134	4,660	6,539	5,106	3,921	2,468
<b>财务费用</b>	<b>-229</b>	<b>-209</b>	<b>-232</b>	<b>-217</b>	<b>-172</b>	<b>-118</b>	应付款项	797	1,369	1,754	1,922	2,297	2,707
%销售收入	3.4%	2.4%	1.8%	1.3%	0.8%	0.5%	其他流动负债	160	174	199	282	362	446
<b>资产减值损失</b>	<b>-6</b>	<b>-16</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	5,091	6,203	8,492	7,310	6,579	5,621
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-29</b>	<b>-10</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	380	374	132	132	132	132
<b>投资收益</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	其他长期负债	181	188	168	156	156	156
%税前利润	2.9%	2.8%	3.5%	2.7%	2.2%	2.0%	<b>负债</b>	<b>5,652</b>	<b>6,764</b>	<b>8,791</b>	<b>7,598</b>	<b>6,868</b>	<b>5,910</b>
<b>营业利润</b>	<b>75</b>	<b>147</b>	<b>792</b>	<b>1,015</b>	<b>1,241</b>	<b>1,410</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,657</b>	<b>3,989</b>	<b>6,883</b>	<b>7,780</b>	<b>8,880</b>	<b>10,133</b>
%营业收入	1.1%	1.7%	6.3%	6.1%	5.8%	5.4%	少数股东权益	89	246	357	382	407	432
<b>营业外收支</b>	<b>300</b>	<b>430</b>	<b>-7</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,398</b>	<b>10,999</b>	<b>16,031</b>	<b>15,760</b>	<b>16,154</b>	<b>16,474</b>
<b>税前利润</b>	<b>375</b>	<b>577</b>	<b>786</b>	<b>1,024</b>	<b>1,250</b>	<b>1,420</b>							
利润率	5.5%	6.5%	6.2%	6.1%	5.9%	5.4%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-35</b>	<b>-64</b>	<b>-83</b>	<b>-102</b>	<b>-125</b>	<b>-142</b>		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	9.4%	11.1%	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>339</b>	<b>513</b>	<b>703</b>	<b>922</b>	<b>1,125</b>	<b>1,278</b>	每股收益	0.403	0.575	0.669	0.590	0.724	0.824
<b>少数股东损益</b>	<b>3</b>	<b>33</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	每股净资产	4.390	4.788	6.795	7.681	8.767	10.003
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>336</b>	<b>479</b>	<b>677</b>	<b>897</b>	<b>1,100</b>	<b>1,253</b>	每股经营现金净流	0.103	0.976	-1.319	1.770	2.007	2.171
净利率	4.9%	5.4%	5.4%	5.4%	5.2%	4.8%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	9.19%	12.01%	9.84%	11.53%	12.39%	12.36%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	3.57%	4.36%	4.23%	5.69%	6.81%	7.60%
<b>净利润</b>	<b>339</b>	<b>513</b>	<b>703</b>	<b>922</b>	<b>1,125</b>	<b>1,278</b>	投入资本收益率	3.60%	3.50%	4.05%	5.58%	6.58%	7.46%
<b>少数股东损益</b>	<b>3</b>	<b>33</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>304</b>	<b>329</b>	<b>379</b>	<b>434</b>	<b>475</b>	<b>510</b>	主营业务收入增长率	10.94%	29.88%	42.54%	32.41%	27.84%	23.09%
<b>非经营收益</b>	<b>204</b>	<b>164</b>	<b>204</b>	<b>192</b>	<b>153</b>	<b>100</b>	EBIT 增长率	104.10%	10.89%	72.95%	31.72%	17.32%	11.88%
<b>营运资金变动</b>	<b>-761</b>	<b>-193</b>	<b>-2,621</b>	<b>245</b>	<b>280</b>	<b>312</b>	净利润增长率	99.40%	42.64%	41.37%	32.43%	22.62%	13.88%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>86</b>	<b>813</b>	<b>-1,336</b>	<b>1,793</b>	<b>2,033</b>	<b>2,199</b>	总资产增长率	6.06%	17.04%	45.75%	-1.69%	2.50%	1.98%
<b>资本开支</b>	<b>-449</b>	<b>-513</b>	<b>-1,211</b>	<b>-685</b>	<b>-586</b>	<b>-537</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	37.6	32.9	23.9	22.0	21.0	18.0
<b>其他</b>	<b>-280</b>	<b>136</b>	<b>-46</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	存货周转天数	157.9	122.0	121.8	105.0	74.0	56.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-729</b>	<b>-375</b>	<b>-1,257</b>	<b>-657</b>	<b>-558</b>	<b>-509</b>	应付账款周转天数	39.7	34.4	30.8	30.0	26.0	24.0
<b>股权募资</b>	<b>10</b>	<b>19</b>	<b>2,219</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	169.3	135.6	127.0	97.5	75.1	58.9
<b>债权募资</b>	<b>457</b>	<b>209</b>	<b>1,702</b>	<b>-1,437</b>	<b>-1,185</b>	<b>-1,453</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>41</b>	<b>-322</b>	<b>-448</b>	<b>-236</b>	<b>-190</b>	<b>-137</b>	净负债/股东权益	100.98%	90.35%	60.97%	43.12%	24.06%	6.44%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>507</b>	<b>-95</b>	<b>3,473</b>	<b>-1,673</b>	<b>-1,375</b>	<b>-1,590</b>	EBIT 利息保障倍数	1.4	1.7	2.7	3.8	5.7	9.2
<b>现金净流量</b>	<b>-136</b>	<b>343</b>	<b>880</b>	<b>-537</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	资产负债率	60.14%	61.50%	54.84%	48.21%	42.51%	35.87%

来源：公司年报、国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	8
增持	0	0	0	0	17
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.68</b>

来源：贝格数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH