

新疆越南并重，未来三年增长可期 买入（维持）

2018年08月24日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	12,597	16,855	22,920	29,892
同比（%）	42.54%	33.81%	35.98%	30.42%
归母净利润（百万元）	677	857	1,049	1,240
同比（%）	41.37%	26.57%	22.37%	18.18%
每股收益（元/股）	0.69	0.56	0.69	0.82
P/E（倍）	14.45	11.41	9.33	7.89

投资要点

- **事件：**公司公布半年报，总体来看，18H1/Q1/Q2 收入 67.9/30.3/37.6 亿元，同增 25.3%/31.0%/21.1%；归母净利 5.5/2.2/3.3 亿元，同增 25.9%/31.9%/22.2%。
- **纱线业务：**新疆产能扩张仍是主要增长动力，预计未来产能增长主要动能切换至越南。18H1 新疆产能扩张带来纱线产能同增 12.6%至 188 万锭，产销情况表现稳健，收入同增 16.7%至 40.3 亿元，毛利率同升 0.2pp 至 15.0%。考虑贸易形势变化以及越南的原材料、人工、电力、税收优惠，我们预计公司将加大越南投资力度，与中国农业发展银行新疆分行的战略合作（对方向华孚提供不少于 258 亿元人民币的授信额度，分三年实施）将为产能扩张提供有力资金支持。
- **网链业务：**放量迅速，收入占比提升至 38%。网链业务放量收入同增 41%至 25.9 亿元，收入占比进一步提升；毛利率方面受到上半年棉花交易市场价格波动较剧烈影响，较去年同期下降 2.3pp 至 4.9%。按照目前网链业务扩张速度，有望顺利实现公司年交易 100 万吨棉花的中期目标。
- **盈利能力：**从两大主业来看，受益毛利率提升、棉花期货及远期外汇合约收益带来的公允价值变动收益及投资收益同比增加以及补贴增加，我们估算纱线业务净利率同增 1.1pp 至 13.1%；网链业务方面，由于毛利率同比下行，我们估算净利润率同降 0.5pp 至 0.74%。
- **周转及现金流：**存货周转天数从去年同期 113 天增加值 145 天（+32 天），主要与原材料（棉花）库存增加有关（原材料 18H1 账面价值为 29.6 亿元，去年同期为 17.8 亿元）；受益周转较快的网链业务占比增加，应收账款周转天数由去年同期 28 天下降至 21 天（-7 天）。现金流方面，18H1 经营性现金流净额 1068 万元（去年同期-6.83 亿元），其中现金流入同增 35%至 80.4 亿元，增幅大于收入增幅，与预收款项同比增加 5.3 亿有关；现金流出同增 21%至 80.2 亿元，与业务发展基本匹配。
- **盈利预测及投资建议：**考虑色纺业务以双位数产能扩张（新疆+越南），网链业务继续快速放量，预计归母净利同增 27%/22%/18%至 8.6/10.5/12.4 亿元，对应 PE11.4/9.3/7.9X，作为色织双雄市场地位较为稳固、越南产能未来若占比有效提升有利于公司整体盈利能力上行，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格意外波动、越南产能扩张及提效进展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.44
一年最低/最高价	6.11/9.08
市净率(倍)	1.42
流通 A 股市值(百万元)	9774.08

基础数据

每股净资产(元)	4.54
资产负债率(%)	56.03
总股本(百万股)	1519.38
流通 A 股(百万股)	1517.72

相关研究

- 1、《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》2018-04-27
- 2、《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》2018-02-28
- 3、《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》2017-10-25

■ 事件：

公司公布半年报,总体来看,18H1/Q1/Q2 收入 67.9/30.3/37.6 亿元,同增 25.3%/31.0%/21.1%;归母净利 5.5/2.2/3.3 亿元,同增 25.9%/31.9%/22.2%。

■ 投资要点

- **纱线业务：新疆产能扩张仍是当前主要增长动力，预计未来产能增长主要动能切换至越南。**18H1 新疆产能扩张带来纱线产能同增 12.6%至 188 万锭，产销情况表现稳健，收入同增 16.7%至 40.3 亿元，毛利率同升 0.2pp 至 15.0%。

在本次公司董事长致股东的一封信中提到公司对于新疆和越南的看法，基调为“两者不可偏废”，其中，“新疆，具有资源、区位、政策、国运的四重叠加效应，前途不可限量，是针对国内消费升级的有效供给。越南，具有劳动者素质、优惠税率、大国狭缝机会、华人投资福地的四重叠加效应，是走出去的桥头堡，是针对海外市场的产业转移。”

考虑贸易形势变化以及越南的原材料、人工、电力、税收优惠，我们预计公司将加大越南投资力度，与中国农业发展银行新疆分行的战略合作（对方向华孚提供不少于 258 亿元人民币的授信额度，分三年实施）将为产能扩张提供有力资金支持。

- **网链业务：放量迅速，收入占比提升至 38%。**网链业务放量收入同增 41%至 25.9 亿元，收入占比进一步提升；毛利率方面受到上半年棉花交易市场价格波动较剧烈影响，较去年同期下降 2.3pp 至 4.9%。按照目前网链业务扩张速度，有望顺利实现公司年交易 100 万吨棉花的中期目标。

表 1：华孚时尚收入及毛利率拆分

	2017H1	2018H1
纱线业务收入（百万元）	3,455.46	4,031.49
YOY	10.12%	16.67%
占公司总收入比重	63.78%	59.37%
纱线业务毛利率	14.79%	14.98%
产能（万锭）	167	188
YOY	23.70%	12.57%
网链收入（百万元）	1,834.62	2,586.55
YOY	74.80%	40.99%
占公司总收入比重	33.86%	38.09%
毛利率	7.23%	4.94%
其他收入（百万元）	127.98	172.35
YOY	82.51%	34.67%
占公司总收入比重	2.36%	2.54%
毛利率	91.62%	77.44%
总收入(百万元)	5,418.06	6,790.39
YOY	27.25%	25.44%
毛利率	14.04%	12.74%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **盈利能力：整体来看，毛利率由于业务结构变化同比下行，但公允价值变动收益及投资收益的增长、政府补**

贴的增加带动归母净利润同比增长 26%。18H1 收入同增 25%，毛利率方面色纺纱业务保持平稳，但毛利率较低的网链业务收入占比的提升带来综合毛利率同比下降 1.3pp 至 12.7%，毛利润同增 14%至 8.65 亿元。销售、管理费用率下降带来期间费用率同比下行 0.4pp，加之棉花期货及远期外汇合约收益增加带来的公允价值变动收益 2712 万元（去年同期-99 万元）、投资收益 2086 万元（去年同期-543 万元），以及补贴总额（包含冲减营业成本及期间费用的部分）由去年同期的 2.35 亿元增加至 2.93 亿元（同增 24.6%）带动归母净利同增 26%至 5.52 亿元。

表 2：华孚时尚主要财务数据（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2016H1	2017H1	2018H1
营业总收入	6,132.75	6,803.66	8,836.91	12,596.54	4,257.70	5,418.06	6,790.39
YOY	-1.72%	10.94%	29.88%	42.54%		27.25%	25.33%
毛利润	819.48	932.24	1,033.74	1,409.51	566.39	760.96	865.17
YOY	-6.90%	13.76%	10.89%	36.35%		34.35%	13.69%
毛利率	13.36%	13.70%	11.70%	11.19%	13.30%	14.04%	12.74%
期间费用率	13.68%	11.78%	9.22%	7.35%	9.45%	6.64%	6.24%
销售费用	309.71	258.74	256.04	272.22	125.16	122.26	130.34
销售费用率	5.05%	3.80%	2.90%	2.16%	2.94%	2.26%	1.92%
管理费用	320.81	313.63	349.59	421.79	175.45	181.17	200.98
管理费用率	5.23%	4.61%	3.96%	3.35%	4.12%	3.34%	2.96%
财务费用	208.59	229.35	209.13	231.84	101.67	56.15	92.40
财务费用率	3.40%	3.37%	2.37%	1.84%	2.39%	1.04%	1.36%
公允价值变动净收益	4.61	-29.18	-9.60	-1.46	7.82	-0.99	27.12
YOY	-180.74%	-732.97%	-67.10%	-84.79%		-112.66%	-
投资净收益	37.51	10.68	16.37	27.79	6.43	-5.43	20.86
YOY	169.27%	-71.53%	53.28%	69.76%		-184.45%	-
其他收益				373.01		144.03	161.08
营业利润	-16.88	75.19	146.61	792.36	163.36	501.57	606.54
YOY	-117.97%	-545.44%	94.99%	440.45%		207.03%	20.93%
营业利润率	-0.28%	1.11%	1.66%	6.29%	3.84%	9.26%	8.93%
加：营业外收入	237.65	302.55	438.15	9.25	189.69	7.13	20.62
YOY	59.51%	27.31%	44.82%	-97.89%		-96.24%	189.20%
利润总额	213.80	374.79	576.56	785.75	345.73	499.43	620.90
YOY	-10.47%	75.30%	53.84%	36.28%		44.46%	24.32%
所得税率	21.83%	9.45%	11.10%	10.58%	10.21%	9.26%	8.24%
净利润	167.12	339.38	512.53	702.62	310.42	453.18	569.71
YOY	-11.37%	103.08%	51.02%	37.09%		45.99%	25.71%
净利率	2.73%	4.99%	5.80%	5.58%	7.29%	8.36%	8.39%
归母净利润	168.47	335.93	479.16	677.38	300.76	438.78	552.34
YOY	-15.88%	99.40%	42.64%	41.37%		45.89%	25.88%

数据来源：wind，东吴证券研究所

从两大主业来看，受益毛利率提升、棉花期货及远期外汇合约收益带来的公允价值变动收益及投资收益同比增加以及补贴增加，我们估算纱线业务净利率同增 1.1pp 至 13.1%；网链业务方面，由于毛利率同比下行，我们估算净利率同降 0.5pp 至 0.74%。

表 3：华孚时尚分部业务盈利情况估算（单位：百万元）

	2017H1	2018H1
净利润	453.18	569.71
净利率	8.36%	8.39%
其中：估算网链业务净利润	22.1	19.1
网链业务净利率（由新疆天孚估算）	1.20%	0.74%
其中：估算色纺业务净利润	431.1	550.6
估算色纺业务净利率	12.03%	13.10%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **周转及现金流：** 存货周转天数从去年同期 113 天增加值 145 天（+32 天），主要与原材料（棉花）库存增加有关（原材料 18H1 账面价值为 29.6 亿元，去年同期为 17.8 亿元）；受益周转较快的网链业务占比增加，应收账款周转天数由去年同期 28 天下降至 21 天（-7 天）。现金流方面，18H1 经营性现金流净额 1068 万元（去年同期-6.83 亿元），其中现金流入同增 35%至 80.4 亿元，增幅大于收入增幅，与预收款项同比增加 5.3 亿有关；现金流出同增 21%至 80.2 亿元，与业务发展基本匹配。
- **盈利预测及投资建议：** 考虑色纺业务以双位数产能扩张（新疆+越南），网链业务继续快速放量，预计归母净利润同增 27%/22%/18%至 8.6/10.5/12.4 亿元，对应 PE11.4/9.3/7.9X，作为色织双雄市场地位较为稳固、越南产能未来若占比有效提升有利于公司整体盈利能力上行，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 原材料价格意外波动、越南产能扩张及提效进展不及预期

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	10,043.82	10,829.04	11,910.31	营业收入	12,596.54	16,855.14	22,920.40	29,891.97
现金	2,237.37	1,878.25	1,674.45	1,559.16	减:营业成本	11,187.03	15,195.33	20,781.82	27,201.36
应收账款	785.56	808.68	914.54	1,077.44	营业税金及附加	84.51	117.99	160.44	209.24
存货	4,830.39	5,299.83	5,933.58	6,718.21	营业费用	272.22	372.34	478.95	596.36
其他	1,964.67	2,057.06	2,306.48	2,555.50	管理费用	421.79	544.64	692.97	854.91
非流动资产	6,213.17	6,353.63	6,762.00	7,080.73	财务费用	231.84	208.61	211.12	212.11
长期股权投资	1.44	0.00	0.00	0.00	加:投资净收益	27.79	20.00	10.00	10.00
固定资产	4,381.48	4,673.80	4,803.12	5,496.82	其他收益	365.42	501.73	539.73	536.83
无形资产	599.73	599.73	599.73	599.73	营业利润	792.36	937.95	1,144.82	1,364.82
其他	1,230.52	1,080.11	1,359.16	984.18	加:营业外净收支	9.25	53.82	61.29	61.29
资产总计	16,031.15	16,397.46	17,591.04	18,991.03	利润总额	785.75	991.78	1,206.11	1,426.11
流动负债	8,491.62	8,043.54	8,279.58	8,558.09	减:所得税费用	83.13	104.14	120.61	142.61
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	1,009.25	1,114.73	1,304.68	归属母公司净利润	677.38	857.35	1,049.15	1,239.88
其他	1,261.15	777.04	907.60	996.16	EBIT	715.50	742.82	966.65	1,239.35
非流动负债	299.58	656.17	656.17	656.17	EBITDA	1,088.12	1,153.29	1,408.03	1,745.81
长期借款	131.95	500.00	500.00	500.00					
其他	167.63	156.17	156.17	156.17					
负债合计	8,791.20	8,699.71	8,935.75	9,214.26	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	356.87	387.16	423.50	467.12	每股收益(元)	0.69	0.56	0.69	0.82
归属母公司股东权益	6,883.08	7,310.60	8,231.79	9,309.66	每股净资产(元)	6.80	4.81	5.42	6.13
负债和股东权益	16,031.15	16,397.46	17,591.04	18,991.03	发行在外股份(百万股)	1,012.92	1,519.38	1,519.38	1,519.38
					ROIC(%)	5.25%	5.14%	6.27%	7.50%
					ROE(%)	12.25%	11.88%	13.28%	13.93%
					毛利率(%)	11.19%	9.85%	9.33%	9.00%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	5.38%	5.09%	4.58%	4.15%
经营活动现金流	(1320.87)	680.78	980.13	1072.72	资产负债率(%)	54.84%	53.06%	50.80%	48.52%
投资活动现金流	(1256.93)	(642.41)	(719.90)	(691.81)	收入增长率(%)	42.54%	33.81%	35.98%	30.42%
筹资活动现金流	3515.27	(397.49)	(464.03)	(496.20)	净利润增长率(%)	41.37%	26.57%	22.37%	18.18%
现金净增加额	894.98	(359.12)	(203.80)	(115.29)	P/E	14.45	11.41	9.33	7.89
折旧和摊销	372.62	410.47	441.38	506.47	P/B	1.35	1.34	1.19	1.05
资本开支	1216.03	800.00	800.00	800.00	EV/EBITDA	14.86	14.34	11.75	9.48
营运资本变动	(2598.14)	(797.52)	(739.80)	(911.20)					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>