

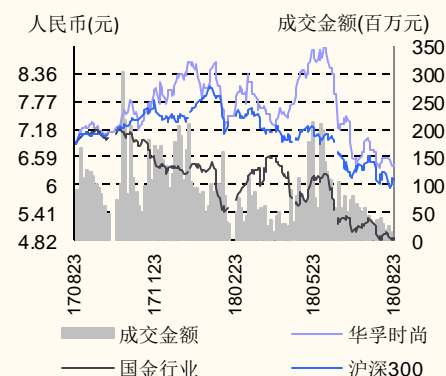
# 华孚时尚 (002042.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.44 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)	9,784.78
年内股价最高最低 (元)	8.93/6.33
沪深 300 指数	3320.03
中小板综	8713.08



## 相关报告

1. 《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...》，2018.6.20

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002  
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人  
jiyunan@gjzq.com.cn

## 中报点评：收入利润实现 25%以上增长，新增 8 万锭产能，纱线主业营收增长有所提速

### 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	10.91	8.90	7.81
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

### 业绩简评

■ 2018 年 H1，公司实现营业收入 67.9 亿元，同比+25.33%，归属于上市公司股东的净利润 5.52 亿元，同比+25.88%，归属于上市公司股东的扣非净利润 3.91 亿元，同比+21.34%。Q2 收入同比+21.12%，归母净利润同比+22.22%，扣非归母净利润同比+32.43%。公司 2018Q1-Q3 业绩指引中归母净利润预计区间为 7.26 亿-8.47 亿元，同比+20%至 40%。

### 经营分析

- **18H1 纱线业务营收增长有所提速，网链业务营收同比增长 41%：**纱线方面，公司浙江、黄淮、长江、新疆、越南五大生产区域截至上半年已形成 188 万锭产能，新增 8 万锭产能，营收增长 16.7%达 40.3 亿元，占总营收比重为 59.37%。未来将依托国家一带一路战略，形成全球均衡布局。网链业务同比增长 41%达 25.9 亿元，占总营收比重由 17H1 的 33.86%上升至 38.09%。
- **毛利率同比减少 1.3pct，净利率同比上升 0.03pct：**纱线业务毛利率同比提升 0.2pct 至 14.98%，主要系年初至今棉价波动性上涨后企稳。网链业务毛利率同比下降 2.29pct 至 4.94%。受人民币贬值影响，出口业务毛利率同比提升 0.13pct 至 12.97%，但国内业务毛利率同比下降 1.52pct 至 10.25%。公司维持较好的控费水平，销售费用率同比下降 0.34pct 至 1.92%；管理费用率同比下降 0.38pct 至 2.96%；财务费用率同比增加 0.32pct 至 1.36%，主要为贷款规模增加和汇率变动所致。净利率同比上升 0.03pct 至 8.39%。
- **存货周转天数有所增加，经营活动现金流由负转正：**存货周转天数由 17H1 的 112.83 天增加至 144.68 天，主要系原料采购量增加所致。应收账款周转天数由 17H1 的 27.50 天下降至 21.17 天，公司回款能力增强；应付账款周转天数由 17H1 的 32.81 天下降至 26.85 天。经营活动产生的现金流净额由负转正，从 17H1 的 -6.83 亿元增加至 1067.85 万元，主要由于预收款增加和存货减少所致。

### 投资建议

■ 2018-2020 年预测归母净利润分别为 8.97/11.00/12.53 亿元，目前股价对应 PE 分别为 11/9/8 倍，维持评级。

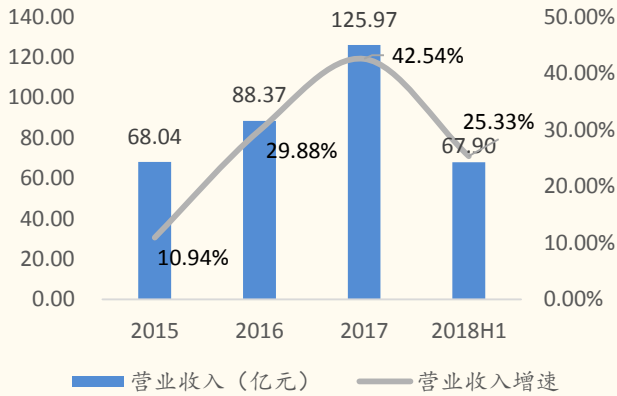
### 风险

■ 原材料波动、政府补贴变动、订单波动、汇率波动。

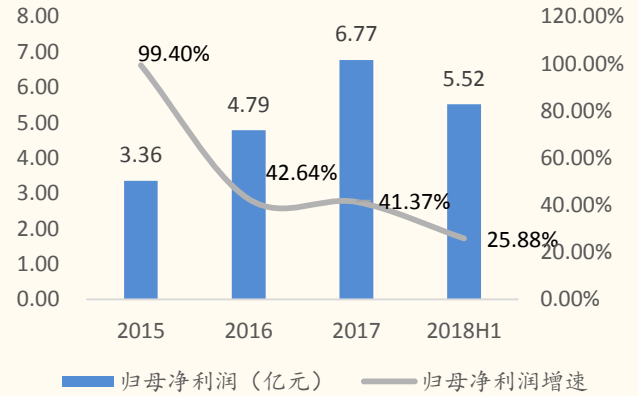
增速符合预期，毛利率略承压，经营性现金流有所改善

- 2018H1 实现营收 67.90 亿元，同比+25.33%，归母净利润 5.52 亿元，同比+25.88%，扣非净利润 3.91 亿元，同比+21.34%。Q2 收入同比+21.12%，归母净利润同比+22.22%，扣非归母净利润同比+32.43%。

图表 1: 2015-2018H1 营收 (亿元) 及增速



图表 2: 2015-2018H1 归母净利润 (亿元) 及增速

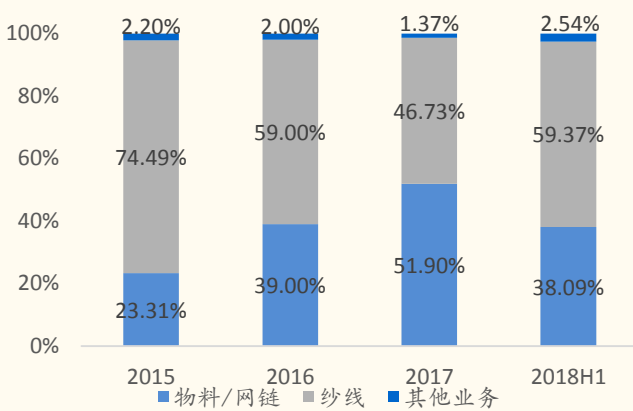


来源: Wnd, 国金证券研究所

来源: Wnd, 国金证券研究所

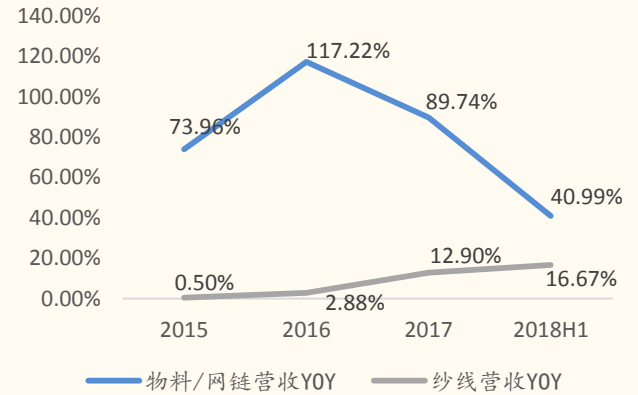
- 分业务来看，公司网链业务快速发展，上半年贡献营收 25.87 亿元，同比+41%，与去年同期相比占比略有提升。纱线业务营收 40.31 亿元，同比+16.67%，占总营收比重为 59.37%，这与公司加速推进新疆和越南的产能布局有关。

图表 3: 2015-2018H1 主营业务占比



来源: Wnd, 国金证券研究所

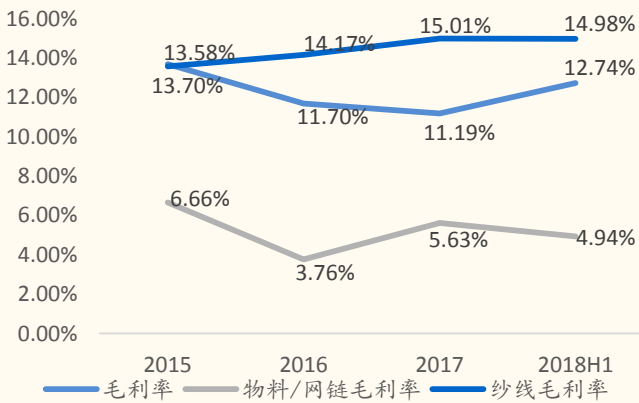
图表 4: 2015-2018H1 主营业务增速



来源: Wnd, 国金证券研究所

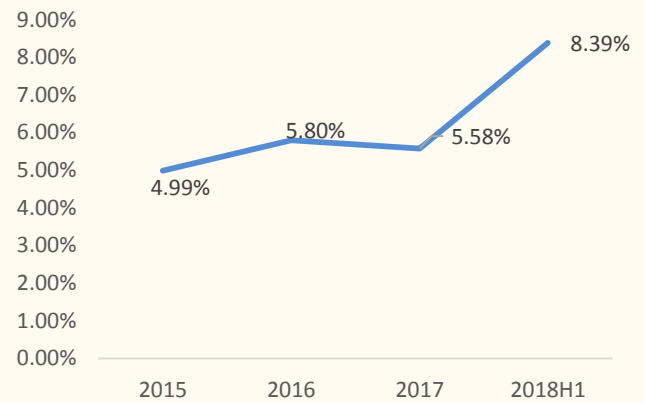
- 毛利率同比减少 1.3pct，净利率同比上升 0.03pct。纱线业务毛利率同比提升 0.2pct 至 14.98%，主要系年初至今棉价波动性上涨后企稳。网链业务毛利率同比下降 2.29pct 至 4.94%。受人民币贬值影响，出口业务毛利率同比提升 0.13pct 至 12.97%，但国内业务毛利率同比下降 1.52pct 至 10.25%。公司维持较好的控费水平，销售费用率同比下降 0.34pct 至 1.92%；管理费用率同比下降 0.38pct 至 2.96%；财务费用率同比增加 0.32pct 至 1.36%，主要为贷款规模增加和汇率变动所致。净利率同比上升 0.03pct 至 8.39%。

图表 5: 2015-2018H1 毛利率



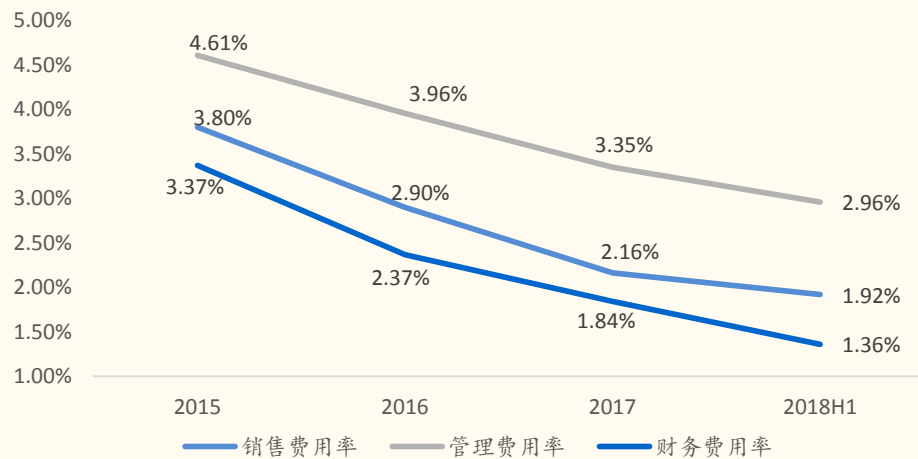
来源: Wnd, 国金证券研究所

图表 6: 2015-2018H1 净利率



来源: Wnd, 国金证券研究所

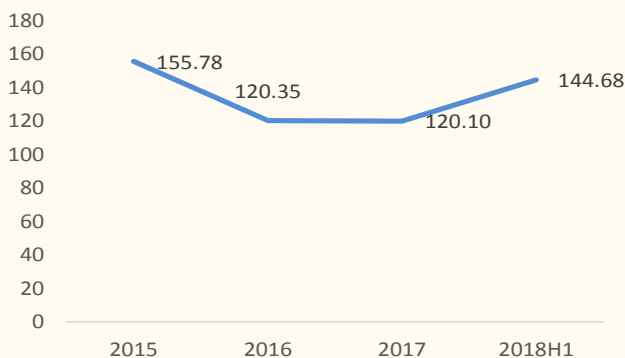
图表 7: 2015-2018H1 销售费用率、管理费用率及财务费用率



来源: Wnd, 国金证券研究所

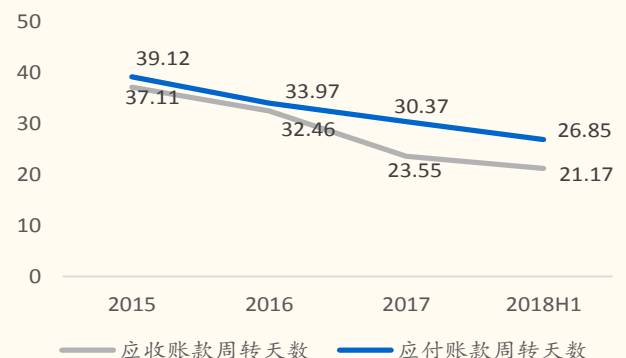
- 存货周转天数由 17H1 的 112.83 天增加至 144.68 天, 主要系原料采购量增加所致。应收账款周转天数由 17H1 的 27.50 天下降至 21.17 天, 公司回款能力增强; 应付账款周转天数由 17H1 的 32.81 天下降至 26.85 天。经营活动产生的现金流净额由负转正, 从 17H1 的 -6.83 亿元增加至 1067.85 万元, 主要由于预收款增加所致。

图表 8: 2015-2018H1 存货周转天数



来源: Wnd, 国金证券研究所

图表 9: 2015-2018H1 应收及应付账款周转天数



来源: Wnd, 国金证券研究所

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%	应收账款	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%	88.8%	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%	11.2%	10.8%	10.3%	9.9%	%总资产	56.8%	55.9%	61.2%	58.9%	59.2%	59.8%
营业税金及附加	-31	-63	-85	-105	-134	-165	长期投资	124	129	131	131	131	131
%销售收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	3,429	3,940	5,231	5,504	5,637	5,685
营业费用	-259	-256	-272	-342	-424	-522	%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%	2.0%	无形资产	442	607	631	617	604	593
管理费用	-314	-350	-422	-525	-661	-814	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%	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
财务费用	-229	-209	-232	-217	-172	-118	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
资产减值损失	-6	-16	-6	0	0	0	流动负债	5,091	6,203	8,492	7,310	6,579	5,621
公允价值变动收益	-29	-10	-1	0	0	0	长期贷款	380	374	132	132	132	132
投资收益	11	16	28	28	28	28	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>
营业利润率	1.1%	1.7%	6.3%	6.1%	5.8%	5.4%	少数股东权益	89	246	357	382	407	432
营业外收支	300	430	-7	9	9	9	<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>
税前利润	375	577	786	1,024	1,250	1,420	<b>比率分析</b>						
利润率	5.5%	6.5%	6.2%	6.1%	5.9%	5.4%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-35	-64	-83	-102	-125	-142	<b>每股指标</b>						
所得税率	9.4%	11.1%	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.403	0.575	0.669	0.590	0.724	0.824
净利润	339	513	703	922	1,125	1,278	每股净资产	4.390	4.788	6.795	7.681	8.767	10.003
少数股东损益	3	33	25	25	25	25	每股经营现金净流	0.103	0.976	-1.319	1.770	2.007	2.171
<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>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	4.9%	5.4%	5.4%	5.4%	5.2%	4.8%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	9.19%	12.01%	9.84%	11.53%	12.39%	12.36%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	3.57%	4.36%	4.23%	5.69%	6.81%	7.60%
净利润	339	513	703	922	1,125	1,278	投入资本收益率	3.60%	3.50%	4.05%	5.58%	6.58%	7.46%
少数股东损益	3	33	25	25	25	25	<b>增长率</b>						
非现金支出	304	329	379	434	475	510	主营业务收入增长率	10.94%	29.88%	42.54%	32.41%	27.84%	23.09%
非经营收益	204	164	204	192	153	100	EBIT增长率	104.10%	10.89%	72.95%	31.72%	17.32%	11.88%
营运资金变动	-761	-193	-2,621	245	280	312	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%
资本开支	-449	-513	-1,211	-685	-586	-537	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	2	0	0	0	0	应收账款周转天数	37.6	32.9	23.9	22.0	21.0	18.0
其他	-280	136	-46	28	28	28	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
股权募资	10	19	2,219	0	0	0	固定资产周转天数	169.3	135.6	127.0	97.5	75.1	58.9
债权募资	457	209	1,702	-1,437	-1,185	-1,453	<b>偿债能力</b>						
其他	41	-322	-448	-236	-190	-137	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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-06-20	买入	7.24	10.30~10.30

来源：国金证券研究所

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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