

2018年10月29日

贸易摩擦带来短期订单波动, 龙头优势明显, 前景依然看好

买入 (维持)

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	15,320	18,674	22,930
同比 (%)	42.54%	21.62%	21.90%	22.79%
归母净利润 (百万元)	677	791	983	1,152
同比 (%)	41.37%	16.83%	24.16%	17.29%
每股收益 (元/股)	0.69	0.52	0.65	0.76
P/E (倍)	10.86	9.29	7.48	6.38

投资要点

■ **事件:** 公司公布三季报, 收入同增 21.0% 至 107.3 亿元, 归母净利同增 21.0% 至 7.3 亿元, 具体到三季度, 收入同增 14.2% 至 39.4 亿元, 归母净利同增 8.0% 至 1.8 亿元。

■ **纱线业务:** 下游需求偏淡背景下 Q3 收入增长略有放缓。贸易摩擦环境下的下游品牌下单谨慎, 导致单三季度纱线业务收入增速较 H1 有所放缓, 估计 Q3 纱线业务增长 11%-12%, 其中产能去化仍较顺畅, 销量增长估计达 14%-15%。销售均价承压主要由于: 1) 新疆部分新产能试产坯纱; 2) 下游品牌下单谨慎使得公司产品价格上进行一定让利。综合下来, 纱线业务毛利率较去年同期也有小幅度的下行。

■ **网链业务:** 棉价波动背景下增长较前期放缓, 但我们预计全年仍有望冲击 80 亿元收入规模。三季度在外部环境压力之下, 棉花价格上涨乏力, 鉴于中长期棉花供需缺口, 公司控制网链业务销售速度, 我们估计 Q3 单季度网链业务增速在高双位数水平, 全年来看仍有望冲击 80 亿规模。

■ **盈利能力:** Q3 毛利率小幅下行, 但投资收益及补贴同比上升仍带动净利润正增长。业务结构的改变 (毛利率较低的网链业务占比提升) 以及各项业务本身毛利率的同比小幅下行 (色纺业务来自价格让利及白纱占比提升, 网链业务放量则与棉价波动有关), 18Q3 单季毛利率同比下降 4pp 至 7.4%, 带来单季毛利润下滑 26% 至 2.92 亿元, 但受益期间费用率的降低 (主要来自销售费用的节省) 以及投资净收益 (18Q3 为 3574 万元, 去年同期为 -1328 万元)、其他收益 (同增 946% 至 1.17 亿元) 的增长, 营业利润同增 8.8% 至 1.96 亿元, 带动归母净利同增 8% 至 1.79 亿元。

■ **周转及现金流:** 周转健康, 存货及预付账款同比增长较显著, 主要出于网链业务发展需要。18Q3 存货同比增长 37% 至 45.8 亿元、预付账款同增 43% 至 14.7 亿元, 主要与网链业务屯棉量增加有关; 应收账款则同比下降 4% 至 11.0 亿元, 反映下游整体回款健康; 18Q3 单季经营性现金流则同升 23% 至 5095 万元, 表现优于 18Q1、Q2。

■ **盈利预测及投资建议:** 短期接单受到挑战不改公司长期规划, 色纺方面公司仍将在原有 188 万锭基础上 (新疆/越南/东南沿海 88/28/64 万锭) 在新疆 (仍有 29 万锭等待释放) 及越南进行产能扩张, 网链业务也将继续前期目标 (年交易 100 万吨棉花) 逐步推进, 预计归母净利同增 17%/24%/17% 至 7.9/9.8/11.5 亿元, 对应 PE 9.3/7.5/6.4X, 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)	4.84
一年最低/最高价	4.51/9.08
市净率(倍)	1.04
流通 A 股市值(百万元)	7345.74

基础数据

每股净资产(元)	4.64
资产负债率(%)	57.47
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 (002042) 18 年中报点评: 新疆越南并重, 未来三年增长可期》2018-08-24
- 2、《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
- 3、《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

表：华孚时尚单季度财务数据（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入	2,316.82	3,101.24	3,452.39	3,726.09	3,034.15	3,756.24	3,943.65
YOY	30.77%	24.75%	36.21%	82.24%	30.96%	21.12%	14.23%
毛利润	316.80	444.16	394.12	254.43	362.70	502.47	292.30
YOY	33.58%	34.92%	63.97%	12.09%	14.49%	13.13%	-25.83%
毛利率	13.67%	14.32%	11.42%	6.83%	11.95%	13.38%	7.41%
期间费用	184.00	175.58	200.90	365.37	231.93	191.79	228.13
YOY	4.61%	-22.45%	3.16%	67.82%	26.05%	9.23%	13.55%
期间费用率	7.94%	5.66%	5.82%	9.81%	7.64%	5.11%	5.78%
销售费用	67.41	54.85	78.48	71.47	55.24	75.10	53.68
销售费用率	2.91%	1.77%	2.27%	1.92%	1.82%	2.00%	1.36%
管理费用	81.82	99.35	92.26	133.55	108.45	92.53	115.55
管理费用率	3.53%	3.20%	2.67%	3.58%	3.57%	2.46%	2.93%
研发费用	与管理费用共同列		14.82	与管理费用共同列支			26.94
研发费用率	支		0.43%				0.68%
财务费用	34.77	21.38	15.34	160.35	68.24	24.16	31.96
财务费用率	1.50%	0.69%	0.44%	4.30%	2.25%	0.64%	0.81%
资产减值损失	-7.53	4.81	-2.97	11.80	4.23	-1.82	-4.12
投资净收益	-11.21	5.79	-13.28	46.49	1.89	18.97	35.74
公允价值变动净收益	2.84	-3.83	6.89	-7.36	22.79	4.33	-5.96
其他收益		144.03	11.20	217.78	113.47	47.61	117.13
YOY						-66.94%	945.80%
营业利润	113.09	388.48	180.27	110.53	244.97	361.57	196.09
YOY	77.56%	289.81%	371.54%	-301.07%	116.62%	-6.93%	8.78%
营业外收入	87.91	-80.78	10.24	-8.12	1.75	18.87	10.91
YOY	52.83%	-161.12%	-87.94%	-104.96%	-98.01%	-123.36%	6.54%
利润总额	198.09	301.34	188.54	97.78	244.78	376.13	205.29
YOY	65.32%	33.40%	55.50%	-10.77%	23.57%	24.82%	8.88%
所得税率	11.16%	8.01%	12.02%	14.53%	6.37%	9.46%	11.97%
净利润	175.99	277.20	165.87	83.57	229.18	340.53	180.72
YOY	70.37%	33.84%	54.34%	-11.71%	30.22%	22.85%	8.95%
净利率	7.60%	8.94%	4.80%	2.24%	7.55%	9.07%	4.58%
归母净利	166.19	272.59	166.09	72.50	219.17	333.16	179.42
YOY	63.25%	37.00%	65.53%	-7.12%	31.88%	22.22%	8.02%
资产负债表相关							
应收票据及应收账款	1,098.70	1,104.63	1,140.78	1,071.66	1,275.53	1,135.11	1,099.29
YOY	9.31%	8.57%	22.01%	2.37%	16.09%	2.76%	-3.64%
存货	3,030.66	3,204.13	3,342.43	4,830.39	5,077.38	4,694.99	4,577.68
YOY	11.08%	36.90%	58.42%	83.37%	67.53%	46.53%	36.96%
预付款项	711.64	637.89	1,029.35	478.61	440.87	908.05	1,471.61
YOY	310.78%	49.34%	198.33%	-22.62%	-38.05%	42.35%	42.96%
固定资产(合计)	3,667.70	3,834.38	3,971.90	4,381.48	4,543.77	4,933.69	5,105.79

在建工程(合计)	350.17	513.98	612.34	849.08	755.46	452.59	343.71
应付票据及应付账款	772.28	809.73	932.44	982.40	1,096.56	810.68	773.87
YOY	3.04%	55.83%	68.53%	2.54%	41.99%	0.12%	-17.01%
现金流量表相关							
经营性现金流	3,288.28	3,354.21	4,154.63	5,398.90	3,555.73	4,469.19	5,094.72
YOY	99.28%	33.11%	110.12%	66.81%	8.13%	33.24%	22.63%
投资性现金流	-115.46	-97.53	-829.41	-214.53	19.63	-378.17	-210.03
其中：购建固定、无形和其他 长期资产支付的现金	112.38	118.26	528.00	457.40	163.51	101.95	104.37
筹资性现金流	2,520.41	168.44	291.24	535.18	91.93	-191.44	358.05

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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	9,658.86	10,318.19	11,035.89	营业收入	12,596.54	15,320.14	18,674.50	22,930.48
现金	2,237.37	2,790.09	2,897.42	3,282.48	减:营业成本	11,187.03	13,824.05	16,879.43	20,764.96
应收账款	785.56	663.49	740.51	787.56	营业税金及附加	84.51	91.92	112.05	137.58
存货	4,830.39	4,385.65	4,738.37	4,919.76	营业费用	272.22	338.43	390.23	457.47
其他	1,964.67	1,819.63	1,941.91	2,046.10	管理费用	421.79	495.04	564.60	655.81
非流动资产	6,213.17	6,384.38	6,800.10	7,158.70	财务费用	231.84	190.37	186.66	177.64
长期股权投资	1.44	0.00	0.00	0.00	加:投资净收益	27.79	60.00	60.00	60.00
固定资产	4,381.48	4,049.59	4,555.18	4,697.71	其他收益	365.42	416.70	465.12	463.83
无形资产	599.73	599.73	599.73	599.73	营业利润	792.36	857.02	1,066.65	1,260.84
其他	1,230.52	1,735.06	1,645.19	1,861.27	加:营业外净收支	9.25	44.16	52.73	52.73
资产总计	16,031.15	16,043.24	17,118.29	18,194.60	利润总额	785.75	901.18	1,119.38	1,313.57
流动负债	8,491.62	7,770.41	7,961.26	8,012.83	减:所得税费用	83.13	94.62	117.54	137.93
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	826.42	886.79	947.49	归属母公司净利润	677.38	791.38	982.54	1,152.37
其他	1,261.15	686.74	817.22	808.08	EBIT	715.50	662.61	840.24	1,052.24
非流动负债	299.58	656.17	656.17	656.17	EBITDA	1,088.12	1,037.28	1,265.35	1,509.89
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	8,426.57	8,617.43	8,668.99	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	356.87	372.05	391.35	414.63	每股收益(元)	0.69	0.52	0.65	0.76
归属母公司股东权益	6,883.08	7,244.62	8,109.51	9,110.97	每股净资产(元)	6.80	4.77	5.34	6.00
负债和股东权益	16,031.15	16,043.24	17,118.29	18,194.60	发行在外股份(百万股)	1,012.92	1,519.38	1,519.38	1,519.38
					ROIC(%)	5.25%	4.61%	5.51%	6.46%
					ROE(%)	12.25%	10.86%	12.43%	13.04%
					毛利率(%)	11.19%	9.77%	9.61%	9.44%
					销售净利率(%)	5.38%	5.17%	5.26%	5.03%
					资产负债率(%)	54.84%	52.52%	50.34%	47.65%
					收入增长率(%)	42.54%	21.62%	21.90%	22.79%
					净利润增长率(%)	41.37%	16.83%	24.16%	17.29%
					P/E	10.86	9.29	7.48	6.38
					P/B	1.02	1.02	0.91	0.81
					EV/EBITDA	12.63	13.60	11.15	9.35

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>

