

短期需求承压，长期看好纱线越南发展以及网链业务放量

买入 (维持)

2019年04月25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

研究助理 詹陆雨

021-60199793
zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	14,307	16,539	19,046	21,889
同比 (%)	13.58%	15.60%	15.16%	14.93%
归母净利润 (百万元)	752	835	921	1,008
同比 (%)	10.98%	11.07%	10.29%	9.43%
每股收益 (元/股)	0.49	0.55	0.61	0.66
P/E (倍)	14.7	13.2	12.0	10.9

投资要点

■ **事件:** 公司公布年报及一季报, 2018 年收入同增 13.58% 至 143.07 亿元, 归母净利同增 10.98% 至 7.52 亿元, 分红方面, 计划每 10 股派发 3.5 元现金股利, 现金分红比例达到 70%。2019Q1, 公司收入同增 19.78% 至 36.34 亿元, 归母净利同降 21.47% 至 1.72 亿元。

■ **纱线主业方面:** 18 年收入增长 22.7% 至 72.2 亿元, 新疆、越南产能布局加码。18 年纱线销量增长 12.3% 至 22.6 万吨, 平均吨单价增长 9.3% 至 31941 元/吨, 毛利率较去年同期上升 0.7pp 至 15.7%; 吨单价与毛利率的上升主要与公司本期开始将过往年度放在“其他收入”中的废棉相关收入计入纱线业务收入有关, 若不考虑该因素, 纱线业务毛利率较去年同期下滑 1pp 左右, 主要与中美贸易摩擦以及国内消费需求走平带来的订单较往年偏淡有关; 2019Q1 纱线业务增速为高单位数。产能方面, 2018 年公司纱线产能达到 189 万锭 (2017 年为 180 万锭), 新疆/东部沿海/海外越南产能分别达到 110/51/28 万锭, 考虑 18 年 12 月公司宣布的越南 100 万锭新型纱线扩产计划, 我们预计公司 19 年的扩产重心将主要在越南 (预计在 15 万锭左右), 国内新疆地区根据需求情况也灵活决定是否扩产。

■ **网链业务方面:** 18H2 棉价波动剧烈, 为防止价差损失主动控制增速, 19 年预计保持稳健发展, 长期发展目标不变。2018 年棉花价格总体稳中有降, 在此背景下公司主动控制棉花贸易业务规模增长速度, 全年网链收入同增 7.3% 至 70.2 亿元, 同时毛利率较去年下滑 0.9pp 至 4.7%; 19Q1 棉价相对稳定, 网链业务增速已恢复到 30% 以上, 预计 19 全年将保持稳健发展。网链业务上, 公司远期下控 100 个轧花厂、年交易 100 万吨棉花的发展目标不变。

■ **财务分析:** 经营稳定, 19Q1 盈利下降与纱线主业增速放缓以及新疆补贴政策调整相关。具体来看, 19Q1 收入高增 20% 主要来自毛利率较低的网链业务增涨, 由此综合毛利率有 1.5pp 的下滑, 加之由于新疆补贴中贷款贴息部分力度减轻, “其他收益”中补贴较去年同期减少 4800 万元, 带来归母净利同比下降 21.5%。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计未来三年公司纱线主业仍将维持 10% 左右的收入复合增速、网链业务保持 20% 以上收入复合增长, 从而带来公司整体收入同比增长 16%/15%/15% 至 165/190/219 亿元, 归母净利同增 11%/10%/9% 至 8.4/9.2/10.1 亿元, 对应 PE13/12/11X, 公司自 2018/11/21 首次回购, 截止 2019/4/2 已以 4.75 亿元累计回购 7595 万股, 回购数量达到总股本 5%, 侧面彰显对公司长期发展信心, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 棉花价格大幅波动、终端需求前景不明朗带来的订单不稳定

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.25
一年最低/最高价	4.51/9.08
市净率(倍)	1.62
流通 A 股市值(百万元)	11003.47

基础数据

每股净资产(元)	4.48
资产负债率(%)	61.72
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): 贸易摩擦带来短期订单波动, 龙头优势明显, 前景依然看好》2018-10-29
- 2、《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

表：华孚时尚纱线业务拆解

	2014	2015	2016	2017	2018
总产能(万吨)	135	135	150	180	189
纱线业务收入(百万元)	5,042	5,068	5,214	5,886	7,222
YOY		0.50%	2.88%	12.90%	22.68%
平均吨单价(元/吨)	32,656	31,252	29,356	29,231	31,941
YOY		-4.30%	-6.07%	-0.43%	9.27%
销售量(吨)	154,413	162,153	177,600	201,379	226,095
YOY		5.01%	9.53%	13.39%	12.27%
生产量(吨)	157,165	161,703	169,139	194,611	251,172
YOY		2.89%	4.60%	15.06%	29.06%
毛利率	12.39%	13.58%	14.17%	15.01%	15.69%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：华孚时尚网链业务

	2016	2017	2018
网链业务收入(百万元)	3,446	6,538	7,017
YOY	117.22%	89.74%	7.32%
毛利率	3.76%	5.63%	4.74%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：华孚时尚单季度财务数据(单位：百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业收入	3,034.15	3,756.24	3,943.65	3,573.40	3,634.31
YOY	30.96%	21.12%	14.23%	-4.10%	19.78%
营业成本	2,671.45	3,253.77	3,651.35	3,225.90	3,254.75
毛利润	362.70	502.47	292.30	347.50	379.56
YOY	14.49%	13.13%	-25.83%	36.58%	4.65%
毛利率	11.95%	13.38%	7.41%	9.72%	10.44%
期间费用	216.45	164.47	228.13	390.29	269.99
YOY	17.64%	-6.33%	13.55%	6.82%	24.74%
期间费用率	7.13%	4.38%	5.78%	10.92%	7.43%
销售费用	55.24	75.10	53.68	56.27	55.67
销售费用率	1.82%	2.00%	1.36%	1.57%	1.53%
管理费用	92.97	65.21	115.55	123.85	103.18
管理费用率	3.06%	1.74%	2.93%	3.47%	2.84%
研发费用	15.48	27.32	26.94	31.38	17.03
研发费用率	0.51%	0.73%	0.68%	0.88%	0.47%
财务费用	68.24	24.16	31.96	178.79	94.11
财务费用率	2.25%	0.64%	0.81%	5.00%	2.59%
资产减值损失	4.23	-1.82	-4.12	49.89	-1.57
投资净收益	1.89	18.97	35.74	23.62	30.93
公允价值变动净收益	22.79	4.33	-5.96	-15.48	7.50
其他收益	113.47	47.61	117.13	86.54	65.62

YOY		-66.94%	945.80%	-60.26%	-42.17%
营业利润	244.97	361.57	196.09	45.66	195.29
YOY	116.62%	-6.93%	8.78%	-58.69%	-20.28%
营业外收入	1.75	18.87	10.91	1.91	1.42
YOY	-98.01%	-123.36%	6.54%	-123.52%	-18.86%
利润总额	244.78	376.13	205.29	43.11	196.32
YOY	23.57%	24.82%	8.88%	-55.91%	-19.80%
减：所得税	15.59	35.60	24.57	40.06	13.38
所得税率	6.37%	9.46%	11.97%	92.93%	6.82%
净利润	229.18	340.53	180.72	3.05	182.94
YOY	30.22%	22.85%	8.95%	-96.35%	-20.18%
净利率	7.55%	9.07%	4.58%	0.09%	5.03%
归母净利	219.17	333.16	179.42	20.03	172.11
YOY	31.88%	22.22%	8.03%	-72.37%	-21.47%
资产负债表相关					
应收票据及应收账款	1,275.53	1,135.11	1,099.29	934.29	989.92
YOY	16.09%	2.76%	-3.64%	-12.82%	-22.39%
存货	5,077.38	4,694.99	4,577.68	5,493.96	5,954.96
YOY	67.53%	46.53%	36.96%	13.74%	17.28%
预付款项	440.87	908.05	1,471.61	1,051.32	1,343.52
YOY	-38.05%	42.35%	42.96%	119.66%	204.74%
固定资产(合计)	4,543.77	4,933.69	5,105.79	5,098.31	4,918.56
在建工程(合计)	755.46	452.59	343.71	380.66	494.32
应付票据及应付账款	1,096.56	810.68	773.87	437.13	641.24
YOY	41.99%	0.12%	-17.01%	-55.50%	-41.52%
现金流量表相关					
经营性现金流	-321.75	332.42	10.75	-507.23	37.59
投资性现金流	19.63	-378.17	-210.03	666.63	-97.97
其中：购建固定、无形和其他长期 资产支付的现金	163.51	101.95	104.37	136.78	44.15
筹资性现金流	91.93	-191.44	358.05	216.75	-345.21

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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,940	12,595	13,128	13,922	营业收入	14,307	16,539	19,046	21,889
现金	2,964	2,408	1,774	1,875	减:营业成本	12,802	14,858	17,139	19,751
应收账款	829	1,128	1,126	1,302	营业税金及附加	89	99	114	131
存货	5,494	6,392	7,319	7,874	销售费用	240	281	326	348
其他流动资产	2,653	2,667	2,909	2,871	管理费用	398	438	503	568
非流动资产	6,522	6,499	6,503	6,486	财务费用	303	322	336	347
长期股权投资	1	0	0	0	加:投资净收益	80	80	80	80
固定资产	5,071	5,006	4,927	4,838	其他收益	302	305	316	297
无形资产	631	645	659	673	营业利润	857	926	1,024	1,120
其他非流动资产	820	847	916	975	加:营业外净收支	12	52	56	56
资产总计	18,462	19,094	19,631	20,408	利润总额	869	978	1,080	1,176
流动负债	10,715	11,219	11,417	11,830	减:所得税费用	116	127	140	153
短期借款	9,000	9,000	9,000	9,000	少数股东损益	2	16	19	15
应付账款	402	948	1,014	1,255	归属母公司净利润	752	835	921	1,008
其他流动负债	1,313	1,271	1,404	1,575	EBIT	867	962	1,078	1,222
非流动负债	454	438	438	438	EBITDA	1,333	1,297	1,423	1,577
长期借款	276	300	300	300					
其他非流动负债	178	138	138	138					
负债合计	11,169	11,658	11,856	12,268	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	370	386	405	420	每股收益(元)	0.49	0.55	0.61	0.66
归属母公司股东权益	6,924	7,051	7,370	7,720	每股净资产(元)	4.56	4.64	4.85	5.08
5.08 负债和股东权益	18,462	19,094	19,631	20,408	发行在外股份(百万股)	1,519.38	1,519.38	1,519.38	1,519.38
					ROIC(%)	5.23%	5.75%	6.32%	7.01%
					ROE(%)	10.37%	11.55%	12.36%	12.86%
					毛利率(%)	10.52%	10.17%	10.01%	9.77%
					销售净利率(%)	5.25%	5.05%	4.84%	4.60%
					资产负债率(%)	60.50%	61.05%	60.39%	60.11%
					收入增长率(%)	13.58%	15.60%	15.16%	14.93%
					净利润增长率(%)	10.98%	11.07%	10.29%	9.43%
					P/E	14.7	13.2	12.0	10.9
					P/B	1.6	1.6	1.5	1.4
					EV/EBITDA	13.0	13.8	13.0	11.7

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>

