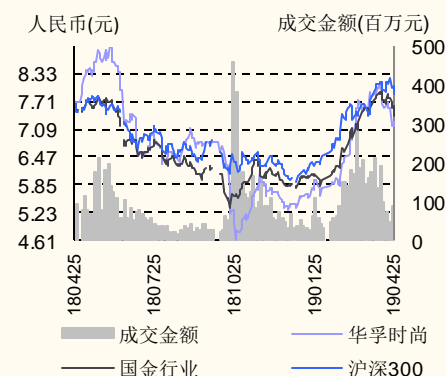


市场价格 (人民币): 7.17 元

## 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)	10,893.92
年内股价最高最低 (元)	8.93/4.61
沪深 300 指数	3941.82
中小板综	9740.91



## 相关报告

- 《18 年业绩快报点评: 18 年归母净利润同比+15.14%, 全年...》, 2019.2.28
- 《三季报点评: 前三季度扣非归母净利润同比+8.99%, Q3 单季...》, 2018.10.29
- 《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...》, 2018.8.24
- 《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  
wu jc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人  
ji yunan@gjzq.com.cn

## 18 年&amp;19Q1 业绩点评: 18 全年业绩有所承压, 期待 19 年逐季改善

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.669	0.495	0.550	0.614	0.686
每股净资产 (元)	6.80	4.56	4.89	5.45	6.09
每股经营性现金流 (元)	-1.30	-0.32	1.25	0.75	0.73
市盈率 (倍)	20.02	10.97	13.04	11.68	10.45
净利润增长率 (%)	41.37%	10.98%	11.10%	11.69%	11.77%
净资产收益率 (%)	9.84%	10.86%	11.25%	11.27%	11.28%
总股本 (百万股)	1,012.92	1,519.38	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 年实现收入 143 亿元, 同比+13.58%; 归母净利润 7.52 亿元, 同比+10.98%; 扣非归母净利润 3.14 亿元, 同比-22.85%。18 年下半年以来, 在中美贸易战、国内下游需求走弱、国内棉花价格走弱的多重影响下, 公司纱线业务订单增长和网链业务增速均有所放缓。2019Q1 实现收入 36.34 亿元, 同比+19.78%, 下游订单呈现小幅复苏, 有望逐季改善; 归母净利润 1.72 亿元, 同比-21.47%; 扣非归母净利润 0.89 亿元, 同比-35.10%。
- 2018 年度公司纱线营收达 72.22 亿元, 同比+22.7%; 网链业务实现营收 70.17 亿元, 同比+7.32%。主营纱线方面, 公司现已形成了浙江、黄淮、长江、新疆、越南五个生产区域。18 年公司进一步优化产能布局, 将位于浙江宁海、余姚的两个工厂 6 万锭产能转移至西部, 新疆增加 15 万锭, 共净增产能 9 万锭达到 189 万锭。展望 2019 年, 预计公司在国内将有 10 万锭左右产能增长, 并在年底力争实现在越南 15 万锭的新增产能。
- 18 年及 19Q1 毛利率和净利率有所下滑, 18 年存货周转天数有所上升: 18 年公司综合毛利率为 10.52%, 净利率为 5.27%; 19Q1 公司综合毛利率为 10.44%, 同比-1.51pct, 毛利率下降主要与 Q1 毛利率较低的网链业务增速较快、达到 33% 有关; 净利率为 5.03%, 同比-2.52pct。18 年及 19Q1 公司销售费用率分别为 1.68% 和 1.53%, 分别同比-0.48pct 和-0.29pct; 管理费用率 (含研发费用) 略有基本稳定; 其他收益 (政府补助) 占比同比下降, 18 年及 19Q1 分别为 2.55% 和 1.81%, 分别同比-0.41pct 和-1.93pct。
- 18 年存货周转天数有所上升, 19 年公司将重点侧重产销平衡: 18 年公司存货周转天数为 145 天, 同比增加 25 天; 应收账款周转天数为 20 天, 同比下降 3 天; 应付账款周转天数为 19 天, 同比下降 11 天。19Q1 公司的存货周转天数为 158 天, 较 18Q1 下降 8.6 天; 应收账款周转天数为 21.16 天, 同比下降 4.59 天; 应付账款天数为 11.11 天, 同比下降 22.37 天。

## 投资建议

- 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 8.35 亿元、9.33 亿元、10.43 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 13、12、10 倍, 维持评级。

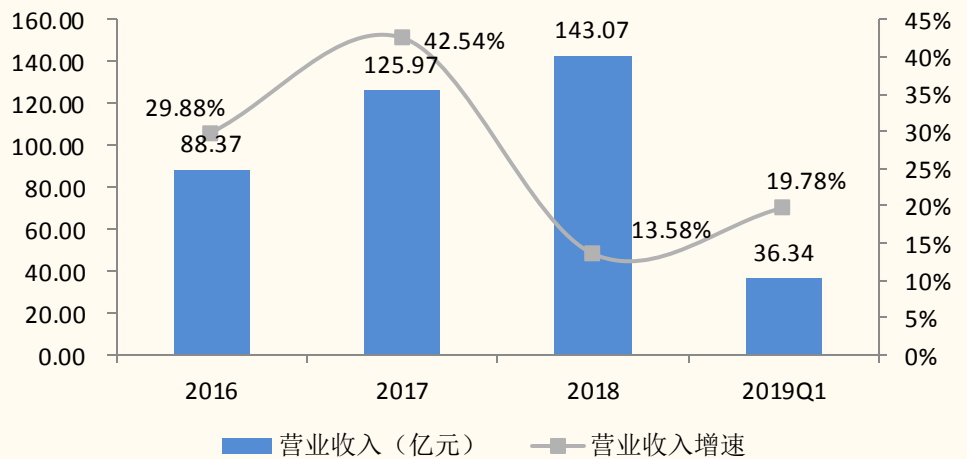
## 风险

- 原材料波动、政府补贴变动、订单波动、汇率波动。

## 1. 18 全年业绩有所承压，期待 19 年逐季改善

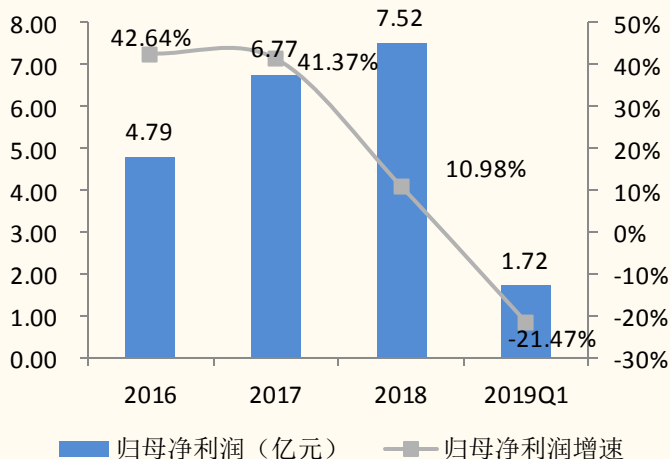
- 2018 年实现收入 143 亿元，同比+13.58%；归母净利润 7.52 亿元，同比+10.98%；扣非归母净利润 3.14 亿元，同比-22.85%。2019Q1 实现收入 36.34 亿元，同比+19.78%；归母净利润 1.72 亿元，同比-21.47%；扣非归母净利润 0.89 亿元，同比-35.10%。
- 2018 年度公司纱线营收达 72.22 亿元，同比+22.7%。主营纱线方面，公司现已形成了浙江、黄淮、长江、新疆、越南五个生产区域。18 年公司进一步优化产能布局，将位于浙江宁海、余姚的两个工厂 6 万锭产能转移至西部，并新增产能 9 万锭达到 189 万锭。通过技术创新提升产品品质及附加值，公司市场份额稳步提升。
- 2018 年网链业务实现营收 70.17 亿元，同比+7.32%。网链业务方面，公司打造产业互联网平台，发展柔性供应链，通过价值服务，逐步实现产业转型升级。

图表 1: 2016-2019Q1 营业收入及增速

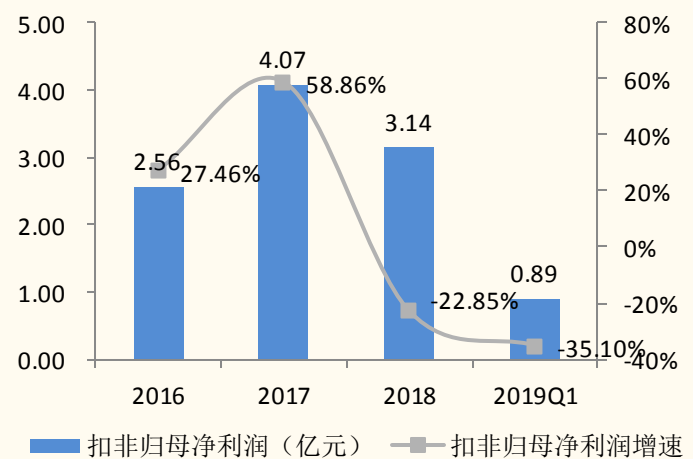


来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 2016-2019Q1 归母净利润及增速



图表 3: 2016-2019Q1 扣非归母净利润及增速



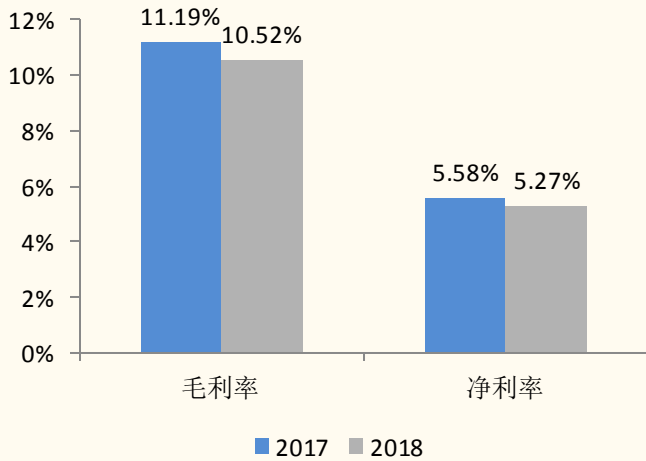
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

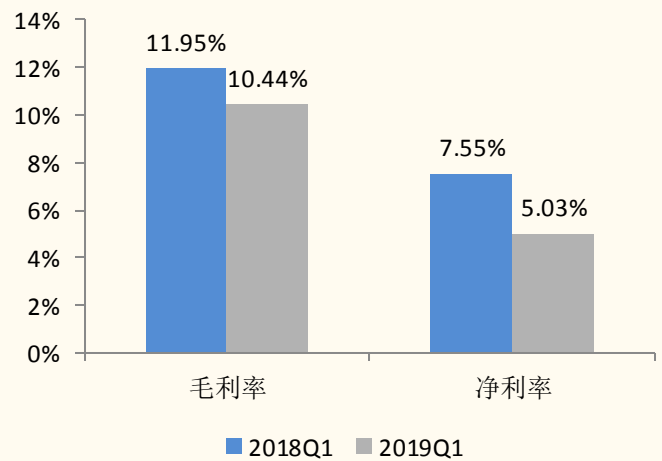
## 2. 18年及19Q1毛利率和净利率有所下滑，18年存货周转天数有所上升

- **18年公司综合毛利率同比-0.67pct，净利率同比-0.31pct**：18年公司综合毛利率为10.52%，净利率为5.27%；19Q1公司综合毛利率为10.44%，同比-1.51pct，毛利率下降主要与Q1毛利率较低的网链业务增速较快、达到33%有关；净利率为5.03%，同比-2.52pct。

图表 4：2018 vs.2017 毛利率与净利率



图表 5：2019Q1 vs.2018Q1 毛利率与净利率

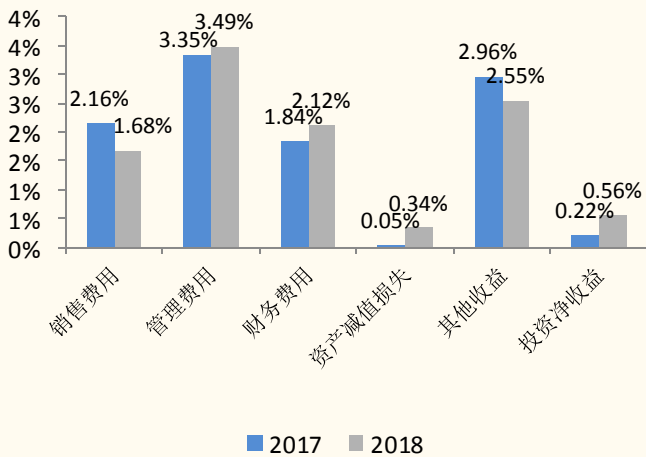


来源：Wind，国金证券研究所

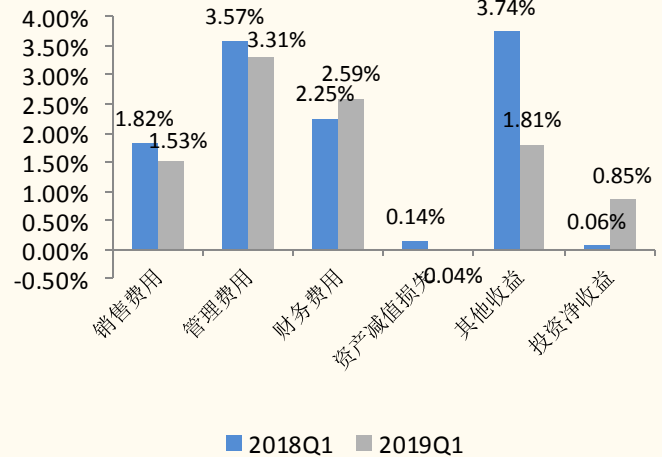
来源：Wind，国金证券研究所

- **销售费用率同比下降，其他收益占比同比下降**：18年及19Q1公司销售费用率分别为1.68%和1.53%，分别同比-0.48pct和-0.29pct；管理费用率（含研发费用）略有基本稳定；其他收益占比同比下降，18年及19Q1分别为2.55%和1.81%，分别同比-0.41pct和-1.93pct。

图表 6：2018 vs.2017 利润表重点科目占比



图表 7：2019Q1 vs.2018Q1 利润表重点科目占比

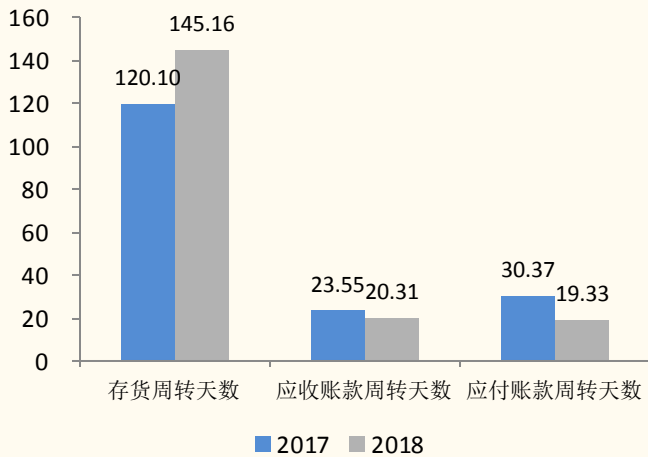


来源：Wind，国金证券研究所，备注：管理费用包含研发费用

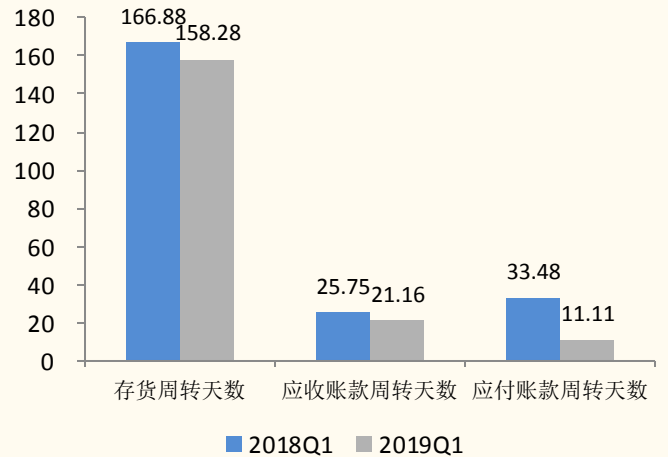
来源：Wind，国金证券研究所，备注：管理费用包含研发费用

- **18年存货周转天数有所上升**：18年公司存货周转天数为145天，同比增加25天；应收账款周转天数为20天，同比下降3天；应付账款周转天数为19天，同比下降11天。19Q1公司的存货周转天数为158天，较18Q1下降8.6天；应收账款周转天数为21.16天，同比下降4.59天；应付账款天数为11.11天，同比下降22.37天。

图表 8: 2018 vs.2017 存货、应收、应付周转天数



图表 9: 2019Q1 vs.2018Q1 存货、应收、应付周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

- **投资建议:** 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 8.35 亿元、9.33 亿元、10.43 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 13、12、10 倍, 维持评级。
- **风险提示:** 原材料波动、政府补贴变动、订单波动、汇率波动。

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)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,837</b>	<b>12,597</b>	<b>14,307</b>	<b>16,732</b>	<b>19,077</b>	<b>21,701</b>	货币资金	1,182	2,237	2,964	3,264	3,726	4,244
增长率		42.5%	13.6%	16.9%	14.0%	13.8%	应收账款	1,292	1,436	1,538	1,637	1,866	2,123
<b>主营业务成本</b>	<b>-7,803</b>	<b>-11,187</b>	<b>-12,802</b>	<b>-14,968</b>	<b>-17,063</b>	<b>-19,409</b>	存货	2,634	4,830	5,494	5,741	6,311	7,179
%销售收入	88.3%	88.8%	89.5%	89.5%	89.4%	89.4%	其他流动资产	1,037	1,314	1,945	1,841	1,867	2,008
<b>毛利</b>	<b>1,034</b>	<b>1,410</b>	<b>1,505</b>	<b>1,764</b>	<b>2,014</b>	<b>2,292</b>	流动资产	6,145	9,818	11,940	12,483	13,770	15,553
%销售收入	11.7%	11.2%	10.5%	10.5%	10.6%	10.6%	%总资产	55.9%	61.2%	64.7%	65.7%	67.8%	70.4%
营业税金及附加	-63	-85	-89	-100	-120	-137	长期投资	129	131	99	99	99	99
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	3,940	5,231	5,479	5,532	5,538	5,497
营业费用	-256	-272	-240	-284	-324	-369	%总资产	35.8%	32.6%	29.7%	29.1%	27.3%	24.9%
%销售收入	2.9%	2.2%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	无形资产	607	631	684	693	698	701
管理费用	-350	-422	-499	-582	-664	-755	非流动资产	4,854	6,213	6,522	6,518	6,550	6,537
%销售收入	4.0%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	%总资产	44.1%	38.8%	35.3%	34.3%	32.2%	29.6%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>365</b>	<b>631</b>	<b>677</b>	<b>797</b>	<b>905</b>	<b>1,031</b>	<b>资产总计</b>	<b>10,999</b>	<b>16,031</b>	<b>18,462</b>	<b>19,001</b>	<b>20,320</b>	<b>22,090</b>
%销售收入	4.1%	5.0%	4.7%	4.8%	4.7%	4.8%	短期借款	4,660	6,539	9,020	8,520	8,667	9,012
财务费用	-209	-232	-303	-325	-310	-309	应付款项	1,369	1,754	1,425	2,011	2,293	2,714
%销售收入	2.4%	1.8%	2.1%	1.9%	1.6%	1.4%	其他流动负债	174	199	269	246	276	310
资产减值损失	-16	-6	-48	0	0	0	流动负债	6,203	8,492	10,715	10,777	11,236	12,037
公允价值变动收益	-10	-1	6	0	0	0	长期贷款	374	132	276	276	276	276
投资收益	16	28	80	80	80	80	其他长期负债	188	168	178	153	153	153
%税前利润	2.8%	3.5%	9.2%	8.3%	7.4%	6.7%	<b>负债</b>	<b>6,764</b>	<b>8,791</b>	<b>11,169</b>	<b>11,206</b>	<b>11,665</b>	<b>12,466</b>
<b>营业利润</b>	<b>147</b>	<b>792</b>	<b>857</b>	<b>952</b>	<b>1,066</b>	<b>1,192</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,989</b>	<b>6,883</b>	<b>6,924</b>	<b>7,424</b>	<b>8,280</b>	<b>9,247</b>
营业利润率	1.7%	6.3%	6.0%	5.7%	5.6%	5.5%	少数股东权益	246	357	370	372	375	378
营业外收支	430	-7	12	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,999</b>	<b>16,031</b>	<b>18,462</b>	<b>19,001</b>	<b>20,320</b>	<b>22,090</b>
<b>税前利润</b>	<b>577</b>	<b>786</b>	<b>869</b>	<b>962</b>	<b>1,076</b>	<b>1,202</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	6.5%	6.2%	6.1%	5.8%	5.6%	5.5%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-64	-83	-116	-125	-140	-156	<b>每股指标</b>						
所得税率	11.1%	10.6%	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.575	0.669	0.495	0.550	0.614	0.686
<b>净利润</b>	<b>513</b>	<b>703</b>	<b>753</b>	<b>837</b>	<b>936</b>	<b>1,046</b>	每股净资产	4.788	6.795	4.557	4.886	5.450	6.086
少数股东损益	33	25	2	2	3	3	每股经营现金净流	0.991	-1.304	-0.320	1.255	0.749	0.731
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>479</b>	<b>677</b>	<b>752</b>	<b>835</b>	<b>933</b>	<b>1,043</b>	每股股利	0.100	0.048	0.500	0.350	0.050	0.050
净利率	5.4%	5.4%	5.3%	5.0%	4.9%	4.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.01%	9.84%	10.86%	11.25%	11.27%	11.28%
净利润	513	703	753	837	936	1,046	总资产收益率	4.36%	4.23%	4.07%	4.40%	4.59%	4.72%
少数股东损益	33	25	2	2	3	3	投入资本收益率	3.50%	4.05%	3.53%	4.18%	4.47%	4.74%
非现金支出	342	394	536	518	568	617	<b>增长率</b>						
非经营收益	164	204	115	226	247	257	主营业务收入增长率	29.88%	42.54%	13.58%	16.95%	14.02%	13.76%
营运资金变动	-193	-2,621	-1,890	325	-613	-810	EBIT增长率	10.89%	72.95%	7.28%	17.75%	13.60%	13.90%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>825</b>	<b>-1,321</b>	<b>-486</b>	<b>1,907</b>	<b>1,138</b>	<b>1,110</b>	净利润增长率	42.64%	41.37%	10.98%	11.10%	11.69%	11.77%
资本开支	-513	-1,211	-460	-471	-565	-570	总资产增长率	17.04%	45.75%	15.17%	2.92%	6.94%	8.71%
投资	2	0	41	-5	100	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	136	-46	517	80	80	80	应收账款周转天数	32.9	23.9	20.6	20.6	20.6	20.6
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-375</b>	<b>-1,257</b>	<b>98</b>	<b>-396</b>	<b>-385</b>	<b>-490</b>	存货周转天数	122.0	121.8	147.2	140.0	135.0	135.0
股权募资	19	2,219	0	196	0	0	应付账款周转天数	34.4	30.8	19.6	23.0	23.0	25.0
债权募资	209	1,702	2,405	-505	147	345	固定资产周转天数	135.6	127.0	130.1	111.3	96.8	83.5
其他	-322	-448	-1,934	-901	-438	-448	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-95</b>	<b>3,473</b>	<b>471</b>	<b>-1,210</b>	<b>-291</b>	<b>-103</b>	净负债/股东权益	90.35%	60.97%	86.23%	70.41%	59.78%	51.96%
<b>现金净流量</b>	<b>355</b>	<b>895</b>	<b>83</b>	<b>300</b>	<b>462</b>	<b>518</b>	EBIT利息保障倍数	1.7	2.7	2.2	2.5	2.9	3.3
							资产负债率	61.50%	54.84%	60.50%	58.97%	57.41%	56.43%

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	1	3	3	3	13
增持	0	1	3	4	8
中性	0	0	2	2	5
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.88</b>	<b>1.89</b>	<b>1.69</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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH