

贸易摩擦及棉价下行影响 Q2 表现，期待环境稳定后展现龙头本色

买入 (维持)

2019 年 08 月 30 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

证券分析师 詹陆雨

执业证号: S0600519070002
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	15,435	18,049	20,941
同比 (%)	13.6%	7.9%	16.9%	16.0%
归母净利润 (百万元)	752	553	719	857
同比 (%)	11.0%	-26.4%	30.0%	19.2%
每股收益 (元/股)	0.49	0.36	0.47	0.56
P/E (倍)	14.6	19.8	15.2	12.8

投资要点

■ **事件:** 公司公布中报, 19H1 收入同增 8.2% 至 73.5 亿元, 归母净利同降 36.4% 至 3.5 亿元, 现金流同比大幅改善达到 5.3 亿元。具体到二季度, 收入同降 1% 至 37.1 亿元, 归母净利同降 46% 至 1.79 亿元, Q2 纺织制造企业受到棉价下跌以及中美贸易摩擦影响普遍经营承压。

■ **纱线主业方面:** 19H1 棉花业务收入同降 9.1% 至 36.65 亿元, 越南产能布局加码。19Q1 纱线业务收入为高个位数增长, 19Q2 转为下滑, 主要与棉价下行以及中美贸易摩擦影响下游订单有关, 尤其从出口收入来看 19H1 下滑 25.3% 至 14.8 亿元, 侧面体现二季度环境严峻。

毛利率方面, 2018 年报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, 由此表现仅呈现微下滑 0.23pp 至 14.75%。

产能方面, 18 年底公司纱线产能已达到 189 万锭, 新疆/东部沿海/海外越南分别达到 110/51/28 万锭, 另外 18 年 12 月公司宣布的越南 100 万锭新型纱线扩产计划亦已开始建设, 预计 2020 年开始陆续有产能释放。

■ **网链业务方面:** 19H1 收入高增 41% 至 36.6 亿元, 有效消化库存, 长期发展目标不变。其中, 19Q1 网链业务增速在 30% 以上, Q2 进一步加速去化同时毛利率仅微下滑 0.3pp 至 4.62%, 整体销售节奏控制较好, 预计 19 全年将保持高速发展。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:** 毛利率下行以及费用增加影响盈利。19H1 收入增长 8.2%, 但由于高毛利率的纱线业务收入下滑、以及两块主要业务毛利率相比去年同期都有小幅下行, 致中报毛利润同比下降 16%, 加之网链业务扩张带来的管理费用增加, 以及贷款规模上升和利率上行带来的财务费用增加, 致中报归母净利承压, 同比有 36% 下滑。周转方面整体健康, 19H1 应收账款及票据同比下降 22% 至 8.87 亿元, 受益网链收入增长提速, 存货规模也控制较好, H1 规模同比仅增长 14% 至 53.5 亿元, 受益于此, 经营性现金流同比改善较为明显, 19H1 同比增长 4880% 至 5.32 亿元。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计未来三年公司纱线主业仍产能有序扩张、网链业务保持 20% 以上收入复合增长, 期待环境稳定后展现龙头本色, 预计 19/20/21 年收入同比增长 8%/17%/16% 至 154/180/209 亿元, 归母净利同增 -26%/30%/19% 至 5.5/7.2/8.6 亿元, 对应 PE20/15/13X, 公司员工持股计划已于 19/6/14 完成购买, 合计斥资 1.99 亿元购买 2712 万股, 占公司总股本 1.78%, 成交均价 7.32 元/股, 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)	7.21
一年最低/最高价	4.30/7.78
市净率(倍)	1.77
流通 A 股市值(百万元)	11945.86

基础数据

每股净资产(元)	4.07
资产负债率(%)	62.88
总股本(百万股)	1519.38
流通 A 股(百万股)	1518.15

相关研究

- 1、《华孚时尚 (002042): 短期需求承压, 长期看好纱线越南发展以及网链业务放量》
2019-04-25

表：单季度三表财务摘要(单位：百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
利润表						
营业收入	3034.15	3756.24	3943.65	3573.4	3634.31	3714.36
YOY	30.96%	21.12%	14.23%	-4.10%	19.78%	-1.11%
营业成本	2671.45	3253.77	3651.35	3225.9	3254.75	3368.88
毛利润	362.7	502.47	292.3	347.5	379.56	345.48
YOY	14.49%	13.13%	-25.83%	36.58%	4.65%	-31.24%
毛利率	11.95%	13.38%	7.41%	9.72%	10.44%	9.30%
营业税金及附加	19.72	21.84	20.18	27.32	19.53	17.79
期间费用	231.93	191.79	228.13	390.29	269.99	260.84
YOY	26.05%	9.23%	13.55%	6.82%	16.41%	36.00%
期间费用率	7.64%	5.11%	5.78%	10.92%	7.43%	7.02%
销售费用	55.24	75.1	53.68	56.27	55.67	62.73
销售费用率	1.82%	2.00%	1.36%	1.57%	1.53%	1.69%
管理费用	92.97	80.21	115.55	123.85	103.18	130.76
管理费用率	3.06%	2.14%	2.93%	3.47%	2.84%	3.52%
研发费用	15.48	12.32	26.94	31.38	17.03	27.1
研发费用率	0.51%	0.33%	0.68%	0.88%	0.47%	0.73%
财务费用	68.24	24.16	31.96	178.79	94.11	40.25
财务费用率	2.25%	0.64%	0.81%	5.00%	2.59%	1.08%
资产减值损失	4.23	-1.82	-4.12	49.89	-1.57	-4.76
其他收益	113.47	47.61	117.13	86.54	65.62	61.93
投资净收益	1.89	18.97	35.74	23.62	30.93	32.77
公允价值变动净收益	22.79	4.33	-5.96	-15.48	7.50	26.37
营业利润	244.97	361.57	196.09	45.66	195.29	192.39
YOY	116.62%	-6.93%	8.78%	-58.69%	-20.28%	-46.79%
营业利润率	8.07%	9.63%	4.97%	1.28%	5.37%	5.18%
加：营业外收入	1.75	18.87	10.91	1.91	1.42	4.46
减：营业外支出	1.94	4.31	1.7	4.45	0.39	0.63
利润总额	244.78	376.13	205.29	43.11	196.32	196.22
YOY	23.57%	24.82%	8.88%	-55.91%	-19.80%	-47.83%
减：所得税	15.59	35.6	24.57	40.06	13.38	13.57
所得税率	6.37%	9.46%	11.97%	92.93%	6.82%	6.92%
净利润	229.18	340.53	180.72	3.05	182.94	182.65
YOY	30.22%	22.85%	8.95%	-96.35%	-20.18%	-46.36%
净利率	7.55%	9.07%	4.58%	0.09%	5.03%	4.92%
归母净利润	219.17	333.16	179.42	20.03	172.11	179.39
YOY	31.88%	22.22%	8.03%	-72.37%	-21.47%	-46.16%
资产负债表						
应收票据及应收账款	1275.53	1135.11	1099.29	934.29	989.92	887.45
YOY	16.09%	2.76%	-3.64%	-12.82%	-22.39%	-21.82%
存货	5077.38	4694.99	4577.68	5493.96	5954.96	5347.64
YOY	67.53%	46.53%	36.96%	13.74%	17.28%	13.90%

现金流量表

经营性现金流量净额	-321.75	332.42	10.75	-507.23	37.59	494.17
投资性现金流量净额	19.63	-378.17	-210.03	666.63	-97.97	-450.79
筹资性现金流量净额	91.93	-191.44	358.05	216.75	-345.21	-247.9
现金及等价物净增加额	-257.98	-215.82	184.85	372.37	-601.28	-3.88

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	12,134	12,842	13,455	营业收入	14,307	15,435	18,049	20,941
现金	2,964	2,511	2,619	2,578	减:营业成本	12,802	14,089	16,382	18,933
应收账款	829	1,087	1,154	1,446	营业税金及附加	89	93	108	126
存货	5,494	5,777	5,924	6,291	销售费用	240	262	308	354
其他流动资产	2,653	2,760	3,145	3,141	管理费用	398	432	503	585
非流动资产	6,522	6,493	6,498	6,482	财务费用	303	321	327	340
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	286	297	280
无形资产	631	645	659	673	营业利润	857	605	797	962
其他非流动资产	820	842	911	971	加:营业外净收支	12	49	53	53
资产总计	18,462	18,628	19,340	19,937	利润总额	869	653	850	1,014
流动负债	10,715	11,035	11,412	11,644	减:所得税费用	116	85	110	132
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	875	998	1,175	归属母公司净利润	752	553	719	857
其他流动负债	1,313	1,160	1,414	1,469	EBIT	867	652	856	1,068
非流动负债	454	438	438	438	EBITDA	1,333	987	1,200	1,423
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	11,474	11,851	12,083	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	370	385	405	430	每股收益(元)	0.49	0.36	0.47	0.56
归属母公司股东权益	6,924	6,769	7,085	7,424	每股净资产(元)	4.56	4.46	4.66	4.89
5.08 负债和股东权益	18,462	18,628	19,340	19,937	发行在外股份(百万股)	1,519.38	1,519.38	1,519.38	1,519.38
					ROIC(%)	5.23%	3.96%	5.10%	6.23%
					ROE(%)	10.37%	7.87%	10.10%	11.50%
					毛利率(%)	10.52%	8.72%	9.24%	9.59%
					销售净利率(%)	5.25%	3.58%	3.98%	4.09%
					资产负债率(%)	60.50%	61.60%	61.28%	60.60%
					收入增长率(%)	13.58%	7.88%	16.94%	16.02%
					净利润增长率(%)	10.98%	-26.40%	29.98%	19.20%
					P/E	14.6	19.8	15.2	12.8
					P/B	1.6	1.6	1.5	1.5
					EV/EBITDA	13.0	18.0	14.7	12.4

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>