

去库存影响单季度盈利表现，Q4 轻装上阵 买入（维持）

2019年10月31日

盈利预测与估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	14,307	15,088	17,657	20,333
同比（%）	13.6%	5.5%	17.0%	15.2%
归母净利润（百万元）	752	456	616	701
同比（%）	11.0%	-39.3%	35.0%	13.7%
每股收益（元/股）	0.49	0.30	0.41	0.46
P/E（倍）	13.1	21.6	16.0	14.0

投资要点

- **事件：**公司公布三季报，19年前三季度同比增长3%至110.6亿元，归母净利同降44%至4.07亿元，具体到三季度，收入同降6%至37.1亿元，归母净利同降69%至5576万元，三季度收入及利润下降主要与集中进行纱线及网链库存处理有关。
- **纱线主业方面：**加大库存处理力度，带动19Q3单季度棉花业务收入同增25%+，但毛利率由此受限。经历了连续三个季度的内外需疲软，19Q3为集中处理纱线库存，公司做了适当降价清库处理，带来单季度收入增长25%+，但毛利率方面，由于棉价仍然疲软，叠加公司清库存降价销售，单季度毛利率下降到中单位数水平。
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：**Q3单季度收入同比下降20%+。Q3棉价继续低位震荡，公司Q3网链销售仍然承受压力，交易规模较去年同期收缩的同时由于高价库存的成本结转，单季度毛利率承压也比较明显。
- **财务分析：**毛利率下行影响盈利，但清库举措下周转及现金流改善。19Q3单季度来看，由于网链业务收入规模同比收缩较多，其在收入中占比又在50%以上，由此虽纱线业务收入增长较快，单季度收入整体仍有6%下降，叠加清库操作带来毛利率下降4.55pp至2.9%，导致单季度毛利率下行64%，费用端销售、管理、研发费用总体稳定，但财务费用同比增长较多，由此营业利润及归母净利降幅达到69%。周转和现金流方面，清库举措有效降低Q3库存至45亿元，较去年同期持平微降，Q3单季度经营性现金流也达到了10.2亿元，改善明显。
- **盈利预测与投资评级：**Q3清库存举措之后Q4轻装上阵，2020年越南新产能启动有望带来利润增量，我们预计19/20/21年收入同比增长5%/17%/15%至151/177/203亿元，归母净利同增-39%/35%/14%至4.6/6.2/7.0亿元，对应PE22/16/14X，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

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈晨曦

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

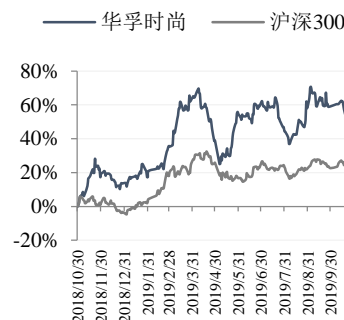
linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.48
一年最低/最高价	4.62/7.85
市净率(倍)	1.55
流通A股市值(百万元)	9837.61

基础数据

每股净资产(元)	4.17
资产负债率(%)	62.13
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)：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》
2019-08-30

表：单季度三表财务摘要(单位：百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
利润表							
营业收入	3034.15	3756.24	3943.65	3573.4	3634.31	3714.36	3711.82
YOY	30.96%	21.12%	14.23%	-4.10%	19.78%	-1.11%	-5.88%
毛利润	362.7	502.47	292.3	347.5	379.56	345.48	106.25
YOY	14.49%	13.13%	-25.83%	36.58%	4.65%	-31.24%	-63.65%
毛利率	11.95%	13.38%	7.41%	9.72%	10.44%	9.30%	2.86%
期间费用	231.93	191.79	228.13	390.29	269.99	260.84	288.13
YOY	26.05%	9.23%	13.55%	6.82%	16.41%	36.00%	26.30%
期间费用率	7.64%	5.11%	5.78%	10.92%	7.43%	7.02%	7.76%
销售费用	55.24	75.1	53.68	56.27	55.67	62.73	59.16
销售费用率	1.82%	2.00%	1.36%	1.57%	1.53%	1.69%	1.59%
管理费用	92.97	80.21	115.55	123.85	103.18	130.76	103.14
管理费用率	3.06%	2.14%	2.93%	3.47%	2.84%	3.52%	2.78%
研发费用	15.48	12.32	26.94	31.38	17.03	27.1	43.92
研发费用率	0.51%	0.33%	0.68%	0.88%	0.47%	0.73%	1.18%
财务费用	68.24	24.16	31.96	178.79	94.11	40.25	81.91
财务费用率	2.25%	0.64%	0.81%	5.00%	2.59%	1.08%	2.21%
其他收益	113.47	47.61	117.13	86.54	65.62	61.93	272.58
投资净收益	1.89	18.97	35.74	23.62	30.93	32.77	21.57
公允价值变动净收益	22.79	4.33	-5.96	-15.48	7.50	26.37	28.35
营业利润	244.97	361.57	196.09	45.66	195.29	192.39	61.40
YOY	116.62%	-6.93%	8.78%	-58.69%	-20.28%	-46.79%	-68.69%
营业利润率	8.07%	9.63%	4.97%	1.28%	5.37%	5.18%	1.65%
利润总额	244.78	376.13	205.29	43.11	196.32	196.22	60.32
YOY	23.57%	24.82%	8.88%	-55.91%	-19.80%	-47.83%	-70.62%
所得税率	6.37%	9.46%	11.97%	92.93%	6.82%	6.92%	21.82%
净利润	229.18	340.53	180.72	3.05	182.94	182.65	47.16
YOY	30.22%	22.85%	8.95%	-96.35%	-20.18%	-46.36%	-73.90%
净利率	7.55%	9.07%	4.58%	0.09%	5.03%	4.92%	1.27%
归母净利润	219.17	333.16	179.42	20.03	172.11	179.39	55.76
YOY	31.88%	22.22%	8.03%	-72.37%	-21.47%	-46.16%	-68.92%
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	809.35
YOY	16.09%	2.76%	-3.64%	-12.82%	-22.39%	-21.82%	-26.38%
存货	5077.38	4694.99	4577.68	5493.96	5954.96	5347.64	4477.29
YOY	67.53%	46.53%	36.96%	13.74%	17.28%	13.90%	-2.19%
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	1024.8
/净利润	-140.39%	97.62%	5.95%	-16630.5%	20.55%	270.56%	2173.03%
现金及等价物净增加额	-257.98	-215.82	184.85	372.37	-601.28	-3.88	397.53

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	11,975	12,454	12,976	营业收入	14,307	15,088	17,657	20,333
现金	2,964	2,557	2,501	2,601	减:营业成本	12,802	13,918	16,160	18,634
应收账款	829	1,043	1,118	1,288	营业税金及附加	89	91	106	122
存货	5,494	5,640	5,903	6,119	销售费用	240	256	302	324
其他流动资产	2,653	2,734	2,932	2,969	管理费用	398	423	484	528
非流动资产	6,522	6,492	6,496	6,479	财务费用	303	321	328	340
长期股权投资	1	0	0	0	加:投资净收益	80	90	110	130
固定资产	5,071	5,006	4,927	4,838	其他收益	302	307	282	268
无形资产	631	645	659	673	营业利润	857	476	669	784
其他非流动资产	820	840	910	968	加:营业外净收支	12	51	51	51
资产总计	18,462	18,467	18,950	19,455	利润总额	869	527	720	834
流动负债	10,715	10,985	11,168	11,386	减:所得税费用	116	69	94	108
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	859	988	1,149	归属母公司净利润	752	456	616	701
其他流动负债	1,313	1,125	1,179	1,236	EBIT	867	491	712	848
非流动负债	454	438	438	438	EBITDA	1,333	826	1,056	1,203
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	11,423	11,606	11,824	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	370	372	382	407	每股收益(元)	0.49	0.30	0.41	0.46
归属母公司股东权益	6,924	6,672	6,962	7,224	每股净资产(元)	4.56	4.39	4.58	4.75
5.08 负债和股东权益	18,462	18,467	18,950	19,455	发行在外股份(百万股)	1,519.38	1,519.38	1,519.38	1,519.38
					ROIC(%)	5.23%	3.01%	4.28%	5.01%
					ROE(%)	10.37%	6.40%	8.71%	9.70%
					毛利率(%)	10.52%	7.75%	8.48%	8.36%
					销售净利率(%)	5.25%	3.03%	3.49%	3.45%
					资产负债率(%)	60.50%	61.86%	61.25%	60.78%
					收入增长率(%)	13.58%	5.45%	17.03%	15.15%
					净利润增长率(%)	10.98%	-39.28%	35.01%	13.75%
					P/E	13.1	21.6	16.0	14.0
					P/B	1.4	1.5	1.4	1.4
					EV/EBITDA	12.1	20.1	15.8	13.8

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>

