

华孚时尚(002042.SZ)

报告日期: 2021年4月19日

主业优势稳固复苏明确, 落子工业互联网打开新天地

——华孚时尚深度报告

✍️ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨
✉️ : mail@stocke.com.cn

报告导读

华孚作为色纺纱龙头当前时点主业复苏趋势明确; 同时公司领先行业迈出了工业互联网在纺织行业落地的第一步。

投资要点

□ **纱线行业: 需求稳定集中度提升, 棉价具备支持利好纺纱企业**

从终端需求看, 预计我国服装消费依旧会平稳提升。在经历疫情短暂扰动后, 我们看到 20H2 开始我国服装消费逐步恢复中低个位数的正常增长状态, 我们预期终端需求的稳定也会带动棉纱行业需求平稳增长。

行业集中度提升将会成为长期趋势。(1) 龙头企业凭借资金和管理优势在东南亚快速扩张, 充分利用东南亚成本/关税/税收等多方面优势。**(2) 行业**目前对原料和生产技术创新要求不断提升, 龙头企业多年积累的优势以及规模优势下不断的研发费用投入, 让其有望持续在产品和生产技术上拉开差距。我们认为纺纱行业在未来有望像家电行业一样出现寡头垄断的局面。

棉价方面, 我们认为当前棉价在 21 年全球服装需求释放、全球供给收缩的情况下具备较强支撑。因此纺纱龙头有望受益过去半年的低价库存棉在 21 年获得较强业绩弹性。

□ **华孚主业优势稳固: 资源、技术、客户资源均领先行业**

作为全球色纺纱龙头企业, 我们认为华孚在**资源禀赋、技术实力和客户资源**上均有着领先行业的优势。**(1) 资源禀赋:** 公司在新疆通过与新棉集团的合作, 在棉花上游掌控资源;**(2) 技术实力:** 华孚在纺纱工艺、专利数量、产品创新、环保水准、管理水准以及与外部科研机构的合作上均优势明显;**(3) 客户资源:** 受惠于色纺纱在色彩上的优势, 华孚在流行趋势上具备话语权, 与品牌客户合作更加紧密, 华孚已和 1000 余家海外头部品牌合作。

□ **面向未来: 迈出工业互联网在纺织行业落地第一步**

华孚作为纺纱行业龙头主动求变, 于 20H2 开始在新疆阿克苏搭建行业首个应用于纺织行业的工业互联网平台, 希望用数据化的方式全面提升公司本身乃至全行业的运营效率。**(1) 目前技术落地:** 在 IOT 环节, 华孚依靠工业网关采集纺纱机器数据, 同时依靠自研的 MES 系统对生产管理、产量、设备状态、设备参数等方面进行全面数据分析。

(2) 试点工厂效率提升明显: 全面实时的数据分析, 让纺纱厂原先人工为主, 依靠经验、被动、滞后的管理模式, 以及分散、无序的数据分析体系均将得到明显改善, 工厂得以更科学地进行工人及订单调度、机器状况监测、以及故障报修。从目前新疆 15 万锭试点工厂看, 系统上线半年后工厂产量提升近 10%, 我们预估利润率提升达到 2pct, 营业利润额提升有望超过 30%。

(3) 远期希望进行产业整合行业产能整合: 面对纺纱行业大市场、集中度低的特点, 华孚希望在自身系统跑出高效率之后, 通过向中小工厂输出系统的方式, 一方面提升行业整体生产效率, 另一方面进行供应链的轻资产扩张。中小工厂在生产流程被线上系统监控后, 华孚可以将自己接到的订单向中小工厂分派, 逐步形成云工厂搭建工业互联网平台。按照行业 1.5 万亿规模假设, 若华孚整

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥ 5.20

单季度业绩

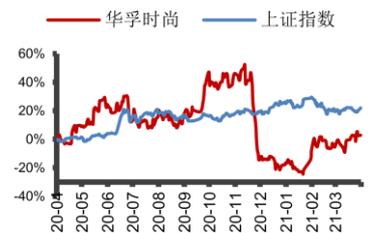
元/股

3Q/2020 -0.04

2Q/2020 -0.10

1Q/2020 -0.02

4Q/2019 0.00



公司简介

色纺纱全球龙头, 189 万锭纱线产能分布于新疆/东部沿海/越南

相关报告

报告撰写人: 马莉

联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨

合其中 10%的产能，其系统提升效率带来的额外单年利润有望达到 30 亿，这将成为华孚未来增长的长期发展方向。

□ 主业复苏明确+工业互联网打开长期空间，当前估值具备安全边际

(1) 公司主业复苏明确，棉价带来 21 年业绩弹性：在下游客户需求恢复的同事，目前公司账上 15 万吨左右的棉花库存有望为公司带来每吨 2000-3000 元左右的业绩弹性；(2) 工业互联网打开长期空间：公司正在努力开拓的工业互联网平台项目，将会是未来纺织服装全行业升级的必经之路，这为公司的长期增长打开了新天花板。

我们预计公司 20/21/22 年归母净利-4.05/4.68/5.36 亿元，对应 21/22 年估值 16.9X/14.7X。同时，公司账面拥有超过 8000 亩土地，估值垫充足。

我们认为，公司目前正处于主业短期拐点明确、长期受益集中度提升的大周期下；同时我们认可公司对产业长期整合的动作，在当前估值仍旧合理，公司价值垫充足的情况下，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复导致终端消费不及预期；数据化改革进程低于预期

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	15,886.87	14,226.64	17,237.71	19,239.77
(+/-)	11.0%	-10.5%	21.2%	11.6%
净利润	402.29	(405.32)	468.31	535.72
(+/-)	-46.5%	/	/	14.4%
每股收益(元)	0.26	(0.27)	0.31	0.35
P/E	19.6	/	16.9	14.7

正文目录

1. 纱线行业：需求稳定集中度提升，棉价具备支持利好纺纱企业	5
1.1. 服装行业需求稳定，棉纱行业整体需求稳定	5
1.2. 产业转移叠加技术创新，助推行业集中度持续提升	6
1.2.1. 产业转移持续，利好资本及管理实力领先的龙头企业	6
1.2.2. 技术创新持续，行业门槛不断提升	8
1.2.3. 部分细分行业已出现寡头垄断，预计行业未来集中度将持续提升	8
1.3. 目前棉价有较强价格支持，为纱线龙头带来业绩弹性	9
1.3.1. 中国棉花供需结构：缺口持续存在，将长期以来进口	9
1.3.2. 全球棉花供需结构：供给减少、需求释放，全球棉花供求关系逆转	11
1.3.3. 此次棉价上行将为纱线龙头带来业绩弹性	12
2. 华孚主业优势稳固：资源、技术、客户资源均领先行业	12
2.1. 资源优势：深耕新疆掌握上下游一体化优势	12
2.2. 技术优势：技术领先、内外协同，引领色纺潮流趋势	13
2.3. 客户资源优势：引领色彩趋势加强客户绑定	13
3. 面向未来：大步迈出工业互联网在纺织行业落地第一步	14
3.1. 技术落地：IOT+MES 系统开启纺织生产数字化时代，未来希望打造全流程数字化企业	14
3.2. 首批 IOT+MES 试点反馈良好利润率有望提升 2pct，远期期待全公司打通数据系统	18
3.3. 远景规划：搭建纺纱业产业互联网平台，实现行业整合	19
3.3.1. 纺纱产业市场规模大，市占率低	19
3.3.2. 华孚未来希望借助工业互联网系统整合中小工厂产能，形成产业平台	20
3.3.3. 工业互联网平台有望带来 30 亿利润体量	20
4. 盈利预测与估值：受益棉价主业触底反弹+工业互联网打开长期空间，当前估值具备较强安全边际	21
4.1. 盈利预测：棉价回升、产能扩张带动利润复苏	21
4.2. 估值：估值已进入合理区间，安全边际充足	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：限额以上服装鞋帽零售额当月同比	5
图 2：国内纤维消费量	5
图 3：全国纱产量（万吨）	6
图 4：棉花价格（元/吨）	9
图 5：盛泽地区样本织造企业库存天数	10

图 6: 我国纱线库存天数	10
图 7: 华孚时尚与客户业务流程	14
图 8: 华孚时尚工业互联网技术落地示意图	15
图 9: 华孚时尚 MES 系统	15
图 10: 华孚时尚数据屏幕	16
图 11: 工业互联网平台长期的发展	18
图 12: 棉纺纱产业市场规模	19
图 13: 华孚产业互联网平台战略布局构想	20
表 1: 全球纤维产量	6
表 2: 越南棉纱产量	7
表 3: 越南税率优惠政策	7
表 4: 中国、越南生产成本	7
表 5: 上市公司越南投资情况	7
表 6: 各上市公司员工人数	8
表 7: 上市公司研发费用	8
表 8: 中国棉花产销情况	9
表 9: 中国棉花产消情况	10
表 10: 国储棉轮出情况	11
表 11: 全球主要棉花生产国产量	11
表 12: 全球主要棉花种植面积	12
表 13: 产业互联网平台效益提升	17
表 14: 生产效率提升估算	18
表 15: 营业利润率提升估算	19
表 16: 华孚时尚业绩弹性测算	21
表 17: 华孚收入预测拆分	22
表 18: 华孚估计土地面积	22
表附录: 三大报表预测值	24

1. 纱线行业：需求稳定集中度提升，棉价具备支持利好纺纱企业

1.1. 服装行业需求稳定，棉纱行业整体需求稳定

国内服装需求经历短暂波动，仍将保持平稳增长趋势。首先从整体需求规模来看，根据中国纺织工业联合会，我国 2019 年衣着总消费额预计在 1.9 万亿左右，限额以上鞋帽服饰类销售总额 1.35 万亿。从增速来看，随着我国经济水平的发展，与 2012 年相比，我国衣着总消费额持续保持着 3~4% 的增长趋势，整体增速稳定。

我们看到在疫情后的 5 月开始，我国服装零售增速已经逐步恢复正增长。从长期看，我们认为整体服装零售的消费规模依旧有望继续中低位数增长的态势。

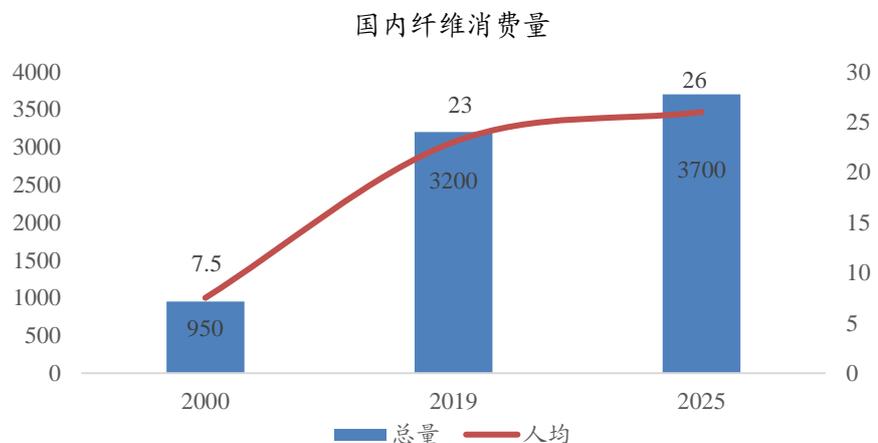
图 1：限额以上服装鞋帽零售额当月同比



数据来源：Wind、浙商证券研究所

服装消费的稳步提升，带动国内市场纤维的消费量。2019 年，我国国内市场纤维消费量超过 3200 万吨，位居世界第一，合每人 23 公斤，是 2000 年的 3 倍（7.5 公斤/人），年均增速超过 10%。预计到 2025 年，我国内需市场纤维消费量将超过 3700 万吨（略过 20 年后 CAGR3.7%），基本与服装零售增速匹配。

图 2：国内纤维消费量



数据来源：中国纺织工业联合会、浙商证券研究所

作为纤维中的一种，棉纱纤维占整体纤维消费量的比例，在经历了 2010 年前后的下

降之后目前基本保持稳定。目前看，我国终端消费者对棉纱的需求有望保持稳定。虽然由于纺织产业持续向东南亚转移，中国本土棉纱产量持续下降；但基于整体纤维消费量的逐步增长以及棉纤维占比的逐步稳定，我们认为无论产地如何，我国终端消费者对棉纱纤维消费量有望持续保持在相对平稳的增长区间中。

表 1: 全球纤维产量

(单位: 万吨)	全球纤维产量	棉占比
2013	8676.8	30.29%
2014	8925.1	29.36%
2015	8529.7	25.18%
2016	8871.8	25.91%
2017	9371.4	27.14%

数据来源: 日本化纤协会、浙商证券研究所

1.2. 产业转移叠加技术创新，助推行业集中度持续提升

我们认为，在目前行业产业转移和技术创新的两大趋势下，行业龙头有望在终端整体需求平稳的情况下不断提升市占率，逐步形成类似家电等行业寡头垄断的局面。

1.2.1. 产业转移持续，利好资本及管理实力领先的龙头企业

产业转移持续，我国纱线产量呈现下降趋势。虽然整体需求仍有增长，但是在纺织产业向东南亚转移的大趋势下，我国纱线产量在近几年均出现下滑趋势。

图 3: 全国纱产量(万吨)



数据来源: 中国统计年鉴、浙商证券研究所

与之对应，我国龙头企业正在加速海外扩张，越南为首的东南亚地区纱线产量则快速增长。越南的纱线产量从2010年的47.9万吨迅速增长至2019年147.9万吨(CAGR13%)，表现出很快的增长趋势。

表 2: 越南棉纱产量

	2010	2013	2015	2018	2019
越南棉纱产量(万吨)	47.9	72.0	96.2	134.9	147.9

数据来源: 越南棉纱协会、浙商证券研究所

我们认为东南亚更低的税收、人力、以及资源成本, 让有能力进行海外扩产的龙头享受到了**成本红利**。越南无论是关税、人工工资、能源价格均相较国内有较大优势, 这也是纱线龙头愿意在越南大面积扩产的核心原因。

表 3: 越南税率优惠政策

地区	CIT 税率	免 CIT	减 CIT	地理位置
口岸经济区	15 年内 10%	4 年内	9 年半内减半	共 24 个, 位于广宁省芒街、谅山省同登—谅山、高平省那隆、河江省清水、老街省等地
生物高科技区	15 年内 10%	4 年内	9 年半内减半	共 2 个, 分别位于同奈省锦美县、河内市慈廉区
高新技术区	税率 20%	2 年内	5 年半内减半	共 4 个, 分别位于河内市高新技术区、胡志明市光中软件技术园、胡志明市高新技术区、舰港市高新技术区
工业区	税率 20%	—	无	共 325 个, 其中胡志明市 18 个, 河内市 18 个

数据来源: 中国驻越南大使馆经商参处、浙商证券研究所

表 4: 中国、越南生产成本

国家	人均收入(元/月)	电价(元/度)	土地成本(元/平米)
中国	3813	0.86	480
越南	1145	0.16~0.67	330

数据来源: 世界银行, Trading Economics 越南国家统计局、浙商证券研究所

由于海外扩产需要较大的投资额以及跨国的管理能力, 我们目前看到只有龙头纱线企业在海外拥有规模较大的产能。从投资规模来看, 三大纺纱龙头公司在越南的投资均在 30 亿量级之上, 这样的大规模投入对企业的规模有着很高的要求。

表 5: 上市公司越南投资情况

公司	海外布产地点	布局时间	累计投资额	海外产能占比
天虹纺织	越南	2006	约 60 亿	49%/195 万锭(20 年纱线)
百隆东方	越南	2013	7 亿美金	60%/80 万(19 年)
华孚时尚	越南	2013	已投入 14.3 亿元; 目前定增完成后, 拟资金投入 15 亿, 建设产能 30 万锭, 后续仍有 20 万锭产能释放	16%/28 万(19 年, 后续仍有 50 万锭定增项目)

数据来源: 公司公告、浙商证券研究所

从**管理**来看, 由于目前纺纱行业仍处于较为传统的管理阶段, 例如工厂的生产排产, 机器状态的巡检维护、数据的汇总分析、零部件的统计管理, 均需要人工进行。因此仍需

要大量富有经验工厂管理者以及工人。因此在海外进行大规模扩产只能由具备较强生产管理经验的头部工厂完成。

表 6: 各上市公司员工人数

	2019 年公司人数
天虹纺织	41108
华孚时尚	19089
百隆东方	16150

数据来源: 公司公告、浙商证券研究所

因此我们看到, 龙头在越南的快速扩张是其进一步提升行业集中度的一大催化剂。

1.2.2. 技术创新持续, 行业门槛不断提升

海外扩产带来的成本优势外, 从材料技术到生产技术, 纺织产业也正迎来持续的技术创新。从材料创新上, 更环保更具功能性的材料层出不穷。以生物基化学纤维材料(部分原材料为生物来源的纤维, 再经过高分子化学、物理技术及纺丝工艺等工序制备, 具有源于可再生资源、部分使用后可自然降解等, 对可持续发展有重要帮助)为例, 其 19 年生产总量已达 58 万吨, 相较 15 年增长近 200%。

从生产工艺创新来说, 以生产自动化额数字化转型为大方向的效率提升, 正在让行业龙头不断提升生产效率。规模以上企业研发投入占收入比已经超过 1%, 而行业龙头更是以每年亿元以上的研发投入不断累积自己的生产技术专利拉大效率差距。同时随着全球对环境保护重视程度的不断提升(例如, 中国承诺 2030 年单位国内生产总值碳排放比 2005 年下降 65%以上), 中小企业也面临着越来越高的环境保护成本。

表 7: 上市公司研发费用

华孚时尚	2018	2019	2020Q3
研发费用(亿元)	1.01	1.03	0.7
百隆东方	2018	2019	2020Q3
研发费用(亿元)	1.42	1.38	0.84

数据来源: 公司公告、浙商证券研究所

因此我们认为, 在材料和生产技术研发需要的投入规模不断扩大的情况下, 龙头企业的规模优势正在不断加深。

1.2.3. 部分细分行业已出现寡头垄断, 预计行业未来集中度将持续提升

我们看到在产业转型和技术革新的推动下, 已经有细分赛道出现寡头格局。以色纺纱(色纺纱是先对棉花纤维染色, 两种以上不同颜色的纤维经过充分混合后, 纺制成具有独特混色效果的特种纱线)为例, 目前整个色纺纱产量大约占全国纱线产量 6%。

在中华孚时尚、百隆东方凭借 189 万锭(2020 中报)及 150 万锭(2019 年年报)产能规模成为双寡头, 两者已占据了国内色纺纱 40%左右的产能。同时在专注于服务国际品牌的中高端色纺纱领域, 两家公司已经占据了接近 70%的市场份额。

根据棉纺协会的数据, 在申请棉花进口滑准税配额的企业中, 年产量在 5 万吨以上的棉纱企业总产量占整体申领棉纱企业总产量的比例, 从 17 年的 20%上升至 18 年接近 25%, 行业集中度提升趋势明显。

因此我们认为，由于纺纱行业对资本开支和管理的高要求，以及行业正在持续进行材料和生产工艺创新，龙头工厂的优势将会不断提升。我们预计纱线行业最终有望逐步向家电行业靠拢，在成熟的体量下逐步出现寡头垄断的局面。

1.3. 目前棉价有较强价格支持，为纱线龙头带来业绩弹性

我们认为当前棉价具备足够支撑。棉价从 20 年低点的 11000 元/吨经历了 20 年的缓慢上升之后，在 20Q4 开始大幅上涨至最近的 16000 元/吨。我们认为考虑到目前棉花种植成本（新疆棉花种植成本本月 1.4-1.5 万/吨），在全球需求复苏叠加供给收缩的大背景下，让当前棉价具备足够支撑。

图 4：棉花价格（元/吨）



数据来源：Wind、浙商证券研究所

1.3.1. 中国棉花供需结构：缺口持续存在，将长期以来进口

从最基础的供需关系来看，中国棉花自从 14 年开始持续处于供不应求的状态。供给方面，目前我国棉花供给维持在每年 600 万吨的水平，同时目前库消比已处于正常状态。但是中国的棉花消费量稳定在 800 万吨/年的水平，因此中国在棉花消费上实际上每年都有 200 万吨的缺口。

表 8：中国棉花产销情况

(单位：万吨)	中国棉花产量	中国棉花消费量	中国棉花进口量
2008/2009	799	958	152
2009/2010	697	1,089	237
2010/2011	664	1,002	261
2011/2012	740	827	534
2012/2013	762	784	443
2013/2014	713	751	307
2014/2015	653	740	180
2015/2016	479	762	96
2016/2017	495	838	110
2017/2018	599	893	124
2018/2019	604	860	210
2019/2020	593	719	155
2020/2021E	631	860	240

资料来源：USDA，浙商证券研究所

首先从中国供给方看，自从收储政策结束，14 年以来随着棉花价格的大幅下滑中国的棉花产量迅速萎缩，从最高时期的 760 万吨稳定在目前 600 万吨左右。棉花种植面积也在从高峰期快速下降，稳定在当前水平。

表 9：中国棉花产消情况

(单位: 万吨)	中国棉花产量	中国棉花消费量	中国棉花进口量	中国棉花库存	库消比
2008/2009	799	958	152	487	0.51
2009/2010	697	1,089	237	332	0.31
2010/2011	664	1,002	261	231	0.23
2011/2012	740	827	534	677	0.82
2012/2013	762	784	443	1,096	1.40
2013/2014	713	751	307	1,365	1.82
2014/2015	653	740	180	1,457	1.97
2015/2016	479	762	96	1,267	1.66
2016/2017	495	838	110	1,000	1.19
2017/2018	599	893	124	827	0.93
2018/2019	604	860	210	777	0.90
2019/2020	593	719	155	803	1.12
2020/2021E	631	860	240	811	0.94

资料来源：USDA，浙商证券研究所

库存角度，首先目前无论是整体库存还是工商业库存，都由于疫情处于略高于过去两年的状态，但整体仍处于完全可控的区间。

同时在中游织造环节看，目前的面料库存基本处于历史同期的正常水平，同时纱线库存始终处于历史偏低位置。产业链环节由于疫情留下的高库存同样在 20 年第二~第三季度经历充分消化，压力明显缓解。

图 5：盛泽地区样本织造企业库存天数

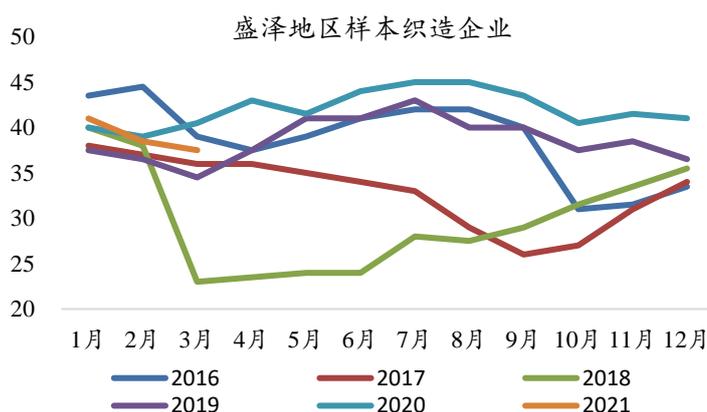
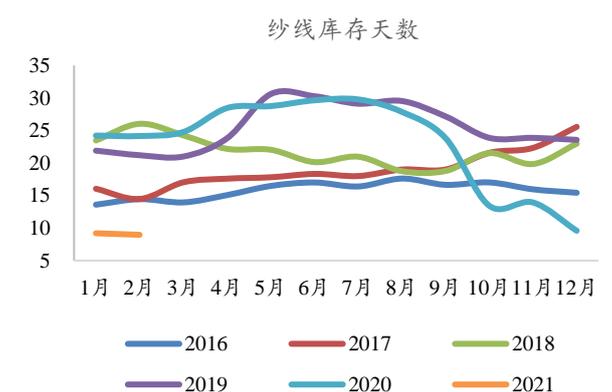


图 6：我国纱线库存天数



资料来源：WIND，浙商证券研究所

另一方面，国储已进入低库存区间无法再成为调节变量。为了保证棉农利益的收储虽然让我国棉价在 11-13 年持续保持稳定，但是留下了超过 1000 万吨的库存。因此从 15 年开始，国储每年都会有 200 万吨以上的轮出。19 年开始，国储棉的库存已经降至 200 万吨以下的低位，并开始轮入来保证国库的棉花储备量。因此，国储棉的库存已不能再提供太多供给增量。

表 10：国储棉轮出情况

(单位：万吨)	国储棉实际轮出 (万吨)	轮入 (万吨)	剩余库存(万吨)
14-15	6.34		1114
15-16	266		848
16-17	322		526
17-18	249		278
18-19	100		178
19-20	50	37.2	160

资料来源：公开资料，浙商证券研究所

另外成本端，根据《新疆棉花种植成本调查报告》，我国目前棉花成本也在 1.4 万/吨左右，棉价具备充足支撑。从目前的棉花种植成本来看，20 年新疆单产棉花 137.5 公斤/亩，新疆兵团机采棉的成本在 1900 元/亩，因此我们换算新疆棉花的每吨种植成本在接近 1.4 万元/吨。我们认为目前我国棉花 1.6 万/吨左右的价格具备足够有力的成本支撑。

其次从需求方面来看，随着市场对 21 年疫情影响减弱以及服装需求复苏的预期，我国纱线企业的库存水平自 20 年四季度开始明显向下，到 20 年 12 月的库存水平已经来到近 5 年来的新低（上图所示）。虽然终端需求尚未完全恢复，但是经历了 20 年 3 月~9 月两个季度的库存消化和工厂停产，目前我国的纱线库存水平已经明显低于历史同期。

随着疫情结束和经济复苏，我们预期中国服装将会回到正常情况，从 USDA 的预测中也可以看到其预测中国的棉花需求在 21 年已经恢复到正常水平。我们认为在未来供需回到常态的情况下，中国将一直有 200 万吨的棉花缺口。

1.3.2. 全球棉花供需结构：供给减少、需求释放，全球棉花供求关系逆转

受到天气及其他经济作物涨价挤压，全球主要棉产地减产、中美种植面积均有下降，预计未来一年全球棉产量下降。在全球的几个主要产地中，除了中国和印度的产量保持稳定外，包括美国、巴基斯坦、巴西在内的几个产棉大国未来一年的产量均预计有所下降。美国由于干旱以及飓风天气影响产量有所下降，同时为了棉花的种植也有可能受到其他经济作物挤压。其他例如巴西和巴基斯坦，也纷纷受到天气（巴基斯坦还有蝗灾影响）、其他经济作物挤压和疫情影响导致产量下滑明显。

表 11：全球主要棉花生产国产量

(单位：万吨)	全球棉花 产量	全球棉花消费 量	印度产量	美国产量	巴基斯坦产 量	巴西产量
2011/2012	2,757	2,239	631	339	231	189
2012/2013	2,690	2,345	621	377	202	131
2013/2014	2,622	2,394	675	281	207	174
2014/2015	2,595	2,426	642	355	231	152
2015/2016	2,093	2,444	564	281	152	128
2016/2017	2,322	2,529	588	374	168	153
2017/2018	2,695	2,673	631	455	179	283
2018/2019	2,582	2,616	562	400	165	201
2019/2020	2,659	2,234	642	434	135	300
2020/2021E	2,467	2,557	631	320	98	250

资料来源：USDA，浙商证券研究所

表 12：全球主要棉花种植面积

(单位：百万公顷)	全球棉花种植面积	中国棉花种植面积	美国棉花种植面积
2016	34.21	3.27	3.78
2017	30.64	3.10	3.27
2018	29.81	3.35	3.85
2019	33.73	3.37	4.49
2020	33.35	3.30	4.04

资料来源：WIND，浙商证券研究所

全球服装需求有望在 21 年迎来释放。随着疫情影响逐渐触底，我们预计 21 年全球服装需求也将出现明显回升。根据我们跟踪，龙头服饰品牌大多将自身流水增长目标设定为恢复至 19 年水平，上游纺织企业无论在中国还是在东南亚工厂的接单水平也已经逐步恢复至 18 年的水平。

我们认为 21 年全球棉花需求一方面将会恢复正常的每年消费量，同时也会填补一部分 20 年缺失的消费缺口。

总结来看，全球棉花虽然由于疫情留下一定量的库存，但 21 年全球棉花需求释放、供求格局逆转已经确定，考虑目前棉花价格与种植成本并没有太大偏离，我们认为目前棉价拥有较强支撑。

1.3.3. 此次棉价上行将为纱线龙头带来业绩弹性

棉花作为纱线公司主要原材料，其涨价将会利好纱线公司业绩。由于纱线公司的营业成本中以原材料（棉花为主，占比冲 65%）为主，且纱线销售订单价格由现货价格决定，因此在 20H2 以来的棉价上涨趋势能够让纱线公司享受到一段较大的低成本、高售价红利。

根据我们对龙头公司的调研，为保证生产有序进行，其往往会囤积 3-6 个月的棉花库存。因此在过去半年中棉花平均采购价大约在 13500 元/吨，相较现在的棉花价格，纱线公司已获得了每吨库存 2000 元的盈利。

2. 华孚主业优势稳固：资源、技术、客户资源均领先行业

作为色纺纱领域的两大龙头之一，华孚截止 20H1 拥有 189 万锭纱线产能（其中，新疆 110 万锭/越南 28 万锭），可年产 25 万吨新型纱线。公司在色彩研发和生产技术上优势突出，同时依托在新疆的资源禀赋以及多年积淀下的客户资源，其在市场上拥有非常明显的竞争力。从长期看，我们对公司在主业不断提升市场集中度充满信心。

2.1. 资源优势：深耕新疆掌握上下游一体化优势

深耕新疆控制棉花上游资源。华孚在新疆通过与新棉集团合作设立网链公司开展棉花供应链业务。华孚通过对当地轧花厂（棉花粗加工的必要环节）、储运站以及交易市场的整合，在通过棉花交易赚取利润的同时更深度地掌握控制了新疆当地棉花资源。2016 年 3 月公司公告与新棉集团成立新疆天孚从事棉花网链业务，规划发展成为年交易量 100 万吨、拥有 100 家轧花厂的供应链贸易公司。新疆作为我国棉花最主要产地，掌握当地的棉花资源让公司在上游原材料上在行业中就被拉进较强的话语权。

此外，华孚在纱线主业上，华孚也持续扩产。自 06 年开始华孚在新疆不断扩产，截止目前公司在新疆产能已达 110 万锭，占公司总产能近 60%。

2.2. 技术优势：技术领先、内外协同，引领色纺纱潮流趋势

(1)全产业链立体技术创新体系。公司拥有领跑同业的色彩、材质和技术研发团队。研发中心下设趋势研究及产品设计、产品开发、纺纱技术研究、染色技术研究、品质检测 5 个职能部门和两个实验工厂。公司 200 余人的研发创新团队，集流行趋势研究、新型纤维研究、产品色彩设计开发、纺纱新工艺、新技术研究、染整技术研究、面料、服装设计、产品标准研究与制定于一体。

(2)专利数色纺行业第一。公司是全球色纺产业领导品牌，多年来一直是全球最大的色纺纱制造商和供应商，公司共申报专利 134 项，其中发明专利 80 项，实用新型专利 54 项，并成功获得国家发明专利授权 43 项，实用新型专利授权 51 项，领先国内色纺纱企业。同时，这些专利技术均已投入产业化运作，为公司在产品丰富、生产效率提升、清洁生产等方面做出了贡献。

(3)创新产品引领行业。公司在棉纤维方面同样引领行业技术创新，开发了全棉抗菌产品、全棉吸湿速干产品、全棉单向导湿等功能性产品系列，产品具有棉产品的舒适性、生产环保、功能持久，开创了棉功能性产品的新时代。

通过纺纱技术创新，开发了渐变纱、幻影纱、星烁纱等一系列时尚外观产品，产品品质性能领先行业同类产品。通过原材料引进，公司开发了多重发热功能性产品、极致保暖系列产品、舒弹系列产品、艾维抗菌产品、海藻抗菌产品等功能性产品。

目前，华孚已经形成了时尚外观系列、纯棉高支高档色纺系列、健康环保色纺系列、功能产品色纺系列等 8 大系列、2000 多个品种的产品系列，为公司的持续发展奠定了坚实的基础。

(4)开放合作的技术研发平台。华孚搭建开放型研发平台，与科研院所、上下游产业链开展技术研发合作；2009 年起华孚与天津工业大学、浙江理工大学、江南大学等分别建立产学研合作研发平台，从基础科学、散纤维环保染色、色纺纱新型纺纱技术、色彩数字化管理与智能设计等多学科课题研究与产业化活动。

(5)色纺纱产品工艺和运营管理具有独特优势。色纺纱先染后纺的工艺决定其本身就较其他纱线更为环保，平均只要用 30%左右的色纤维就可以纺出从 1%至 99%的色纺纱，节约了 2/3 的印染水和排污量；相较于传统工艺每吨色纺纱可节水减排 50 吨。

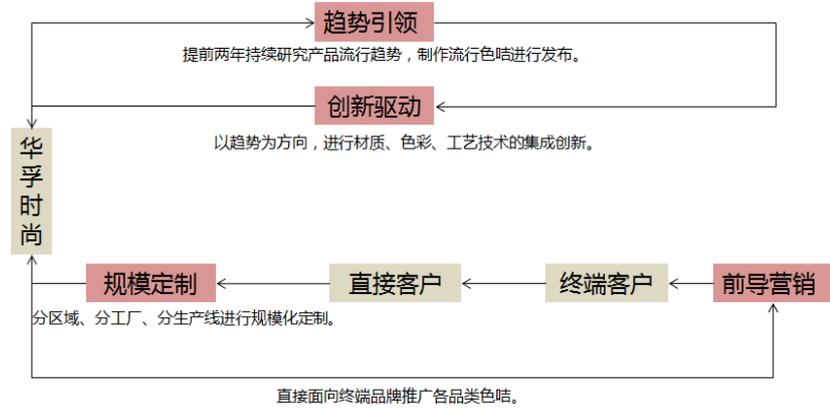
此外，色纺纱能够将两种染色性能对冲的材料混合在一起，扩大了材料优势互补的范围，适合多组份产品的开发。华孚色纺纱采取双供应链规模定制的模式运作，一是标准化、大批量、快周转的在线模式；二是小批量、多品种、快交货的定制模式。年订单数达 22 万个，颜色 5000 个，品种 30000 个，纱支 80 余个，复合工艺 80 余个，材质组分 1500 余个。

2.3. 客户资源优势：引领色彩趋势加强客户绑定

华孚依托于色纺的特点，形成了以色彩趋势引领的独特前导营销商业模式。由于华孚生产带有颜色的色纺纱，因此其往往可以提前两年研究产品色彩流行趋势。这使得华孚

不仅与直接客户进行商业交易，还与终端品牌建立合作关系，为终端客户提供流行趋势、创意灵感，向其推广产品，并与终端品牌进行订单协同。这样的方式让华孚与终端品牌建立了更深层次的绑定，进一步加强了华孚的订单稳定性。

图 7：华孚时尚与客户业务流程



资料来源：浙商证券研究所

目前华孚已和 7000 余家直接客户、1000 余家海外头部终端品牌客户合作，营销网络遍布全球 60 多个国家和地区。华孚既与全球主要的针织布厂、毛衫厂、制衣厂合作，也积极与休闲、运动、内衣、童装、新兴电商等品类的全球知名服装品牌建立了稳定的合作关系。

3. 面向未来：大步迈出工业互联网在纺织行业落地第一步

工业互联网利用网络平台将设备、生产线、工厂、供应商、产品、和客户紧密链接，高效共享工业经济中的各种要素资源，从而通过自动化、智能化的生产方式降低成本、增加效率，全面提升了制造效率。

相对于已经深度参与工业互联网的汽车、家电等制造业，纺纱产业目前运作情况仍相对原始，其依旧更多依靠传统人力形成对工厂的管理，导致效率低、重资产、人力密集的问题依旧突出。

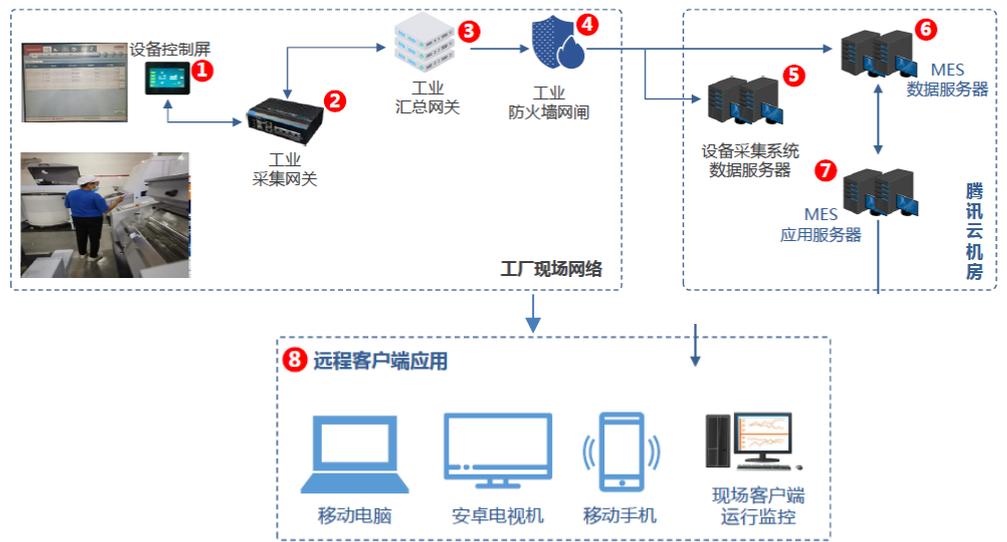
针对这样的问题，华孚作为纺纱行业龙头主动求变，其于 20H2 开始在新疆阿克苏工厂着力搭建应用于纺织行业的工业互联网平台，希望用数据化的方式全面提升公司本身乃至全行业的运营效率。

3.1. 技术落地：IOT+MES 系统开启纺织生产数字化时代，未来希望打造全流程数字化企业

华孚的工业互联网落地第一步，是在生产制造环节通过 IOT+MES 的系统，将最前端的生产机器做到完全的可视化和数字化。

首先的 IOT 环节，华孚在传统的纺纱机器上安装了为纺纱设备专门定制的工业采集网管。现场工作人员控制运行参数后，设备采集系统采集设备信息和参数信息。此后，汇总网关汇总全部采集网关的数据，推送到 MES 数据服务器。

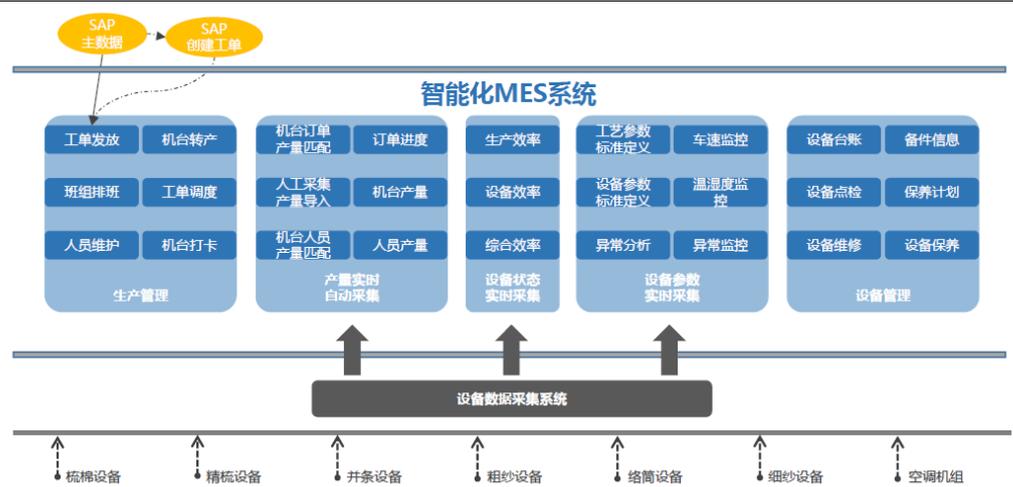
图 8：华孚时尚工业互联网技术落地示意图



资料来源：浙商证券研究所

此后在 MES 系统中，华孚根据纺纱的环节，为从梳棉、到精梳、并条、粗纱、络筒、到细纱的各个环节的机器均量身打造了分析系统。其中的分析系统包括了生产管理、产量实时自动采集、设备状态采集、设备参数实时采集、设备管理等多个环节。

图 9：华孚时尚 MES 系统



资料来源：浙商证券研究所

最终，各个纱线的整个生产环节数据均将完整展现在电脑、平板、手机等多个终端，方便公司上下对公司整体生产情况的监控管理和反馈。

图 10：华孚时尚数据屏幕



资料来源：浙商证券研究所

在这一整套 IOT+MES 系统上线之后，纺纱企业原先人工为主，依靠经验、被动、滞后的管理模式，以及分散、无序的数据分析体系均将得到明显改善。

管理模式方面，大中型棉纺织厂的纺纱车间少则有近百台、多则有数百台细纱机，这就决定了传统管理模式下生产设备的维修维护任务十分繁重，每台机器记录维护时间、维护项目的过程仅依靠人工记录，并且机器的异常状况只能由一线人员巡逻发现逐级上报，维修效率低下。生产数据的收集和汇总也只能由人工进行，传递至管理层的时间较长，工人和机器的排班更多依靠经验和人工判断完成。这些问题导致工厂机器的开工时间离完美状况相去甚远。

数据体系方面，不同生产环节的一线的生产数据分散于各个车间，决策层难以迅速获得时效性强、准确度高、覆盖面广的数据作为决策依据。另一方面，原先无序的设备编号也将得到有效统一和高效管理。

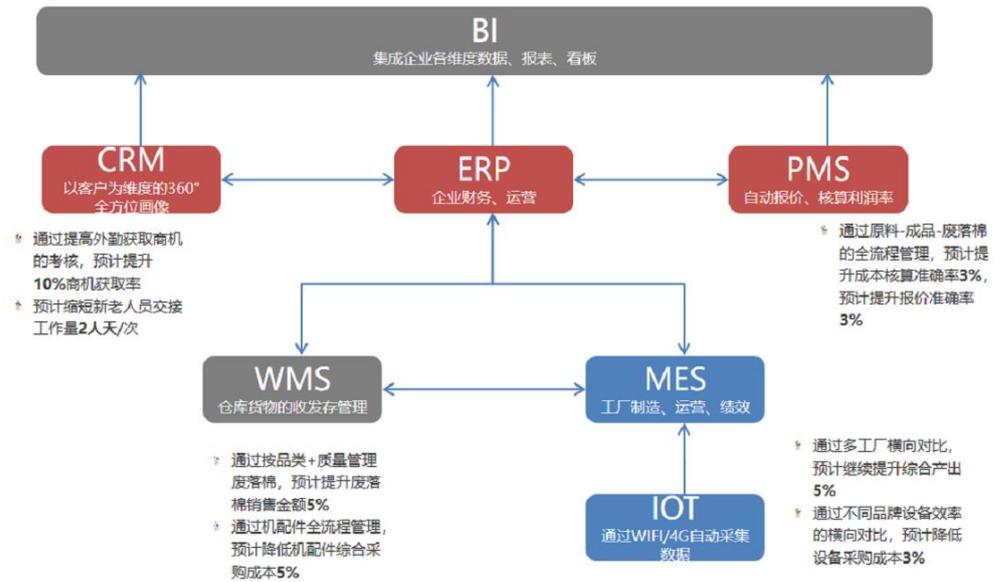
表 13：工业互联网平台效益提升

系统上线前的主要问题案例分析	工业互联网提升案例分析
管理模式更加主动实时，提升业务效率	
无设备维护记录和依据（ 依靠经验 ）	系统记录停机时间，判断是否超时，通过数据化管理模式提升准确性（ 依靠数据 ）
一线人员逐级上报异常，例如意外停机、设备效率低、重大设备事故（ 被动 ）	系统主动推送异常到管理人员手机，并自动分析异常响应处理的效率，通过加快异常处理减少损失（ 主动 ）
收集和汇总生产、效率、质量等数据需要大量时间，管理层看到的数据滞后严重（ 滞后 ）	系统自动、实时收集、汇总数据，管理层可以任何时间查看数据，提升数据时效性更便于找到瓶颈（ 实时 ）
通过 IT 模块的补齐，提升数据规范性和数据连通	
数据分散不利于决策（ 分散 ）	多维度数据汇总在同一个平台，提高数据整合、分析、传递的效率（ 整合 ）
原始数据由人工记录，时效性、准确性无法保障（ 人工 ）	80%以上数据由系统自动采集和汇总，跨平台数据 100%自动在后台对接，降低数据统计分析的成本（ 自动 ）
设备名称、编码不统一（ 无序 ）	系统实施期间规范数据编码，统一命名，提升沟通和数据传递的准确率（ 规范 ）

资料来源：浙商证券研究所

从远期看，华孚的工业互联网平台在 IOT+MES 的基础上，将会逐步向企业内部的经营持续延伸。华孚对生产流程的数字化仅仅是其整体工业互联网的第一个环节，在此之后，从企业库存的精细化数据管理、为客户进行更加精准的画像、成本流程的管控等等诸多方面，华孚均希望逐步落地最终形成全企业的数字化管理体系。

图 11：工业互联网平台长期的发展



数据来源：浙商证券研究所

3.2. 首批 IOT+MES 试点反馈良好利润率有望提升 2pct，远期期待全公司打通数据系统

作为工业互联网的第一步，华孚已在位于新疆阿克苏的 15 万锭工厂接入 IOT+MES 系统试验半年，并且取得良好的运转效果。

在阿克苏的试点工厂中，华孚将 IOT 设备接入各工序生产设备和辅助设备约 500 台，在 MES 系统的帮助下，已可实现故障自动上报、数据实时统计、记录设备维护等多重智能化功能。同时平台的工单分配、班组安排、考勤记录等功能使得一线工人规范化操作、降低等单时间，在工时不变的基础上提升总生产效率。

在该系统上线后，(1) 通过优化订单分配、规范员工操作、及时维护设备等方式，阿克苏工厂的平均锭速提升达到 15%-20%，同时细纱的整体生产效率提升大约 7%。(2) 通过故障自动上报、备件管理和统一系统参数缩短故障时间至原先的 1/10。

最终反馈到产量上，阿克苏工厂的细纱产量和成品产量大约提升 10%-15%，

表 14：生产效率提升估算

估算效率	估算平台启用前	估算平台启用后	效率提升
细纱产量			10-15%
成品产量			10-15%
细纱效率	90%	约 96%	7%
细纱效率	90%	约 96%	7%
故障时间			下降 90%
细纱故障			下降 50%

数据来源：浙商证券研究所

平台启用后，我们预计对公司的营业利润率有望提升 2pct 以上，营业利润提升有望达到 40%。按照目前的产量提升，假设收入提升 10%、纱线产品此前的毛利率为 16%/营

业利润率为 8%，并且假设营业成本中 80%为可变成本（其中 70%为原材料）、20%为固定成本，我们看到整体的毛利率有望提升 2pct。我们假设期间费用率保持不变，整体营业利润率有望从原先的 8%提升至 10%。

表 15：营业利润率提升估算

	平台启用前	平台启用后
收入	100	110
营业成本	84	90.72
毛利润	16	19.28
毛利率	16%	18%
营业利润	8	11.28
营业利润率	8%	10%

数据来源：浙商证券研究所

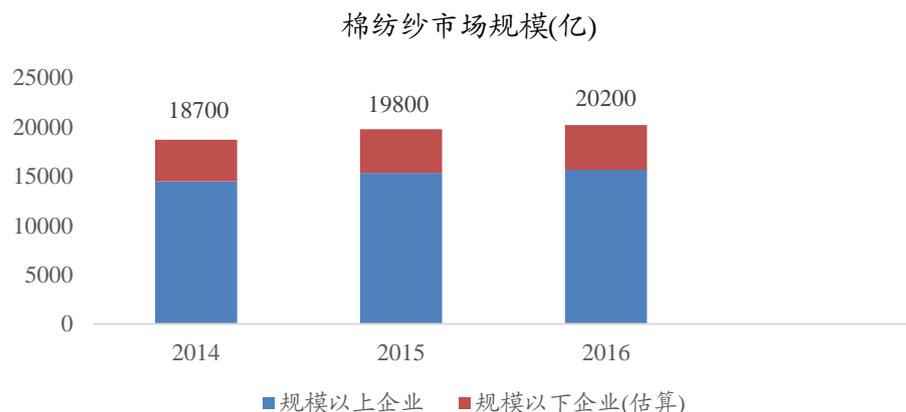
我们预计 22 年华孚全公司的产能均将接入这套系统，如果整体推进顺利我们预计未来几年内公司的整体净利率有望获得 2pct 的显著提升。华孚时尚目前已有 30 万锭产能加入产业互联网平台。2021 年年内计划完成阿克苏华孚剩余 9 个工厂的上线推广，届时系统将支持 100 万锭规模的工厂运营。预计到 2022 年，华孚时尚全部 189 万锭产能均接入产业互联网平台。

3.3. 远景规划：搭建纺纱业产业互联网平台，实现行业整合

3.3.1. 纺纱产业市场规模大，市占率低

棉纺纱行业的市场规模仍在万亿以上。通过中国工业统计年鉴规模以上企业数据可以推算出我国 2014-2016 年棉纺纱市场规模（工业销售产值）在 2 万亿左右。虽然自 16 年之后我国境内的纱线产量有所降低，但是我们认为在中资企业持续海外投产以及国内总需求依旧稳定的情况下，棉纺纱目前的整体真实规模仍旧会在 1.5~2 万亿元的水平。

图 12：棉纺纱产业市场规模



数据来源：中国工业统计年鉴，规模以下企业产值使用 2015 年纺织工业联合会数据进行估算（规模以上企业产值/规模以下企业产值=3.45）、浙商证券研究所

棉纺纱行业龙头上市企业市占率非常低。纺纱行业由于发展时间长、起步的技术门槛相对较低，在规模化之后管理边际难度加大，导致上市公司的扩产速度相对受限，行业

集中度依旧较低。其中上市公司华孚时尚、百隆东方、天虹纺织的纺纱收入在 19 年在 300 亿左右，市占率大约仅在 2%左右。

3.3.2. 华孚未来希望借助工业互联网系统整合中小工厂产能，形成产业平台

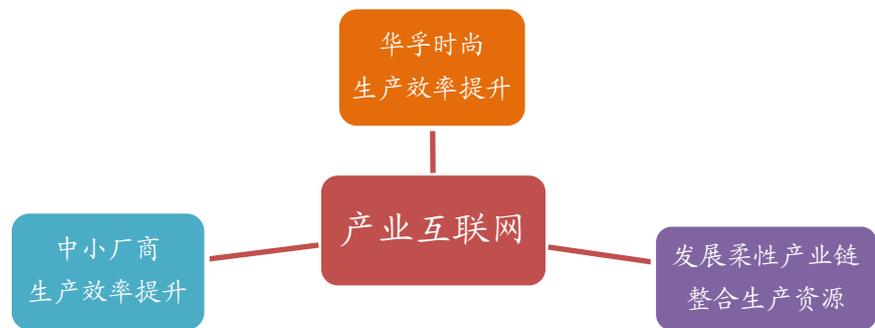
大市场、低集中度，优化整合大有可为。在自身利润的提升外，华孚时尚希望向行业中大量的中小企业推广公司的工业互联网体系，在提升中小厂商生产效率的同时，对行业产能进行有效整合。

在提升中小厂商效率方面，我们认为华孚这套让工厂管理数字化、可视化的系统能够大幅度提升传统的纺纱行业的运转效率。对于这些规模以下中小纺纱企业，其始终面临着产能-订单错配，订单淡季产能过剩的问题。此外，小企业管理水平低下，班组分配、数据分析、设备维护等水平有待提升。我们认为，中小工厂在接入华孚的系统之后有望获得更高的利润率提升。

同时在产能整合上，华孚作为纺织龙头，客户多为海外知名品牌如优衣库、H&M 等，其客户资源丰富，在手订单数量明显较高。但受困于纺纱产业较大的自播开支，华孚的产能扩张速度会中受到限制。但当中小纱厂接入系统后，这些工厂在管理运营效率提升的同时，其生产质量也更容易被华孚以及下游客户在云端进行监控。这为华孚将自身接到的订单转交给这些工厂奠定了基础。

因此，我们认为当华孚自身的工业互联网系统跑出较高的效率后，未来有望通过将中小企业纳入数据平台形成云工厂，实现自身的轻资产扩张。

图 13：华孚工业互联网平台战略布局构想



数据来源：浙商证券

3.3.3. 工业互联网平台有望带来 30 亿利润体量

在纺纱行业大规模低效率的情况下，我们认为华孚对产业链的整合具备较大的空间，未来提供的业绩增量。按照我们对该系统初期 IOS+MES 部分对华孚利润率提升的测算，我们同样假设其有望为整个行业带来 10%的收入增长以及 40%的利润增长。我们假设行业目前整体规模 1.5 万亿左右，利润率按 4%~5%假设为 700 亿左右，我们认为来自运营效率的提升有望为行业带来 300~400 亿的额外利润。

在这样庞大的利润空间下，若华孚在未来完成行业规模 10% 的整合，则其体系内便能获得 30~40 亿的额外利润。即便将这些额外利润与中小厂商分成之后，华孚依旧有望在目前的业绩基础上获得很大的增长弹性。

4. 盈利预测与估值：受益棉价主业触底反弹+工业互联网打开长期空间，当前估值具备较强安全边际

4.1. 盈利预测：棉价回升、产能扩张带动利润复苏

公司作为全球最大的色纺纱龙头之一，在棉价向上以及需求恢复的双重利好下，公司主业业绩有望在 21 年触底反弹。截止 20H1 拥有 189 万锭纱线产能（其中，新疆 110 万锭/越南 28 万锭），年产量 25 万吨。

棉价阶段性上涨为公司 21 年业绩带来较大弹性。棉花作为公司重要原材料成本，价格上行对业绩有明显拉动作用。公司纱线业务每年用棉量在 25~35 万吨之间，同时由于其在库棉花周期也在半年左右的维度，我们估算公司用于纱线主业的棉花库存在 10~15 万吨之间。由于 20H2 棉花均价在 13500 元/吨上下，相较目前棉价已有 2000 元/吨的差价。因此我们认为低价库存在棉花价格上行下，将为公司业绩带来明显帮助。

表 16：华孚时尚业绩弹性测算

棉价（元/吨）	21 年预计税前利润弹性（亿元）	相较华孚 19 年税前利润弹性	相较华孚 18 年税前利润弹性
15000	2.25	50%	26%
15500	3	66%	35%
16000	3.75	83%	44%
16500	4.5	100%	53%
17000	5.25	116%	61%

数据来源：WIND，浙商证券

同时我们认为随着疫情的逐步修复，公司来自品牌客户的订单也在明显好转，产能利用率的重新提升也为公司整体业绩的复苏提供了坚实保障。

网链业务保持稳定，同样受益于行业整体景气度提升。网链业务主要为棉花贸易，其主要为棉花种植到加工到仓储到最后交易的一整套供应链服务业务。该部分贸易 19 年也能提供 86.5 亿收入及 3.1 亿毛利润。虽然网链业务整体周转较快，但棉价的上涨同样也对贸易业务的利润表现有正面推动作用。

从收入预测拆分来看，我们认为公司在 21 年有望在纱线和网链两大块业务均将逐步恢复至 19 年的正常水平，带动公司收入也在 21 年恢复常态。同时在 22 年随着产能的持续扩张公司纱线业务有望继续保持稳定增长。

同时我们预计随着收入的恢复,公司的毛利率也将显著恢复,带动公司归母净利润在 21 年触底回升并在 22 年恢复正常的增长状态。我们认为棉价的阶段性上涨在 21 年有望为公司带来较大弹性,22 年之后我们预计在棉价平稳的情况下公司利润有望于产能同步稳健增长。我们预计公司在 21 年盈利能力有望大幅好转,业绩有望恢复 19 年的水平。预期 20/21/22 年归母净利-4.05/4.68/5.36 亿元。

表 17: 华孚收入预测拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	14307	15887	14227	17238	19240
YOY	13.60%	11.00%	-10.45%	21.17%	11.61%
纱线收入(百万元)	7222	7157	6125	7484	8003
YOY	22.70%	-0.90%	-14.42%	22.18%	6.93%
销量(吨)	226095	268990	242308	262000	274675
YOY	12.30%	19.00%	-9.92%	8.13%	4.84%
总产能(万锭)	189	189	189	204	219
YOY	5.00%	0.00%	0.00%	7.94%	7.35%
网链收入(百万元)	7017	8654	7962	9554	10987
YOY	7.32%	23.33%	-15.00%	20.00%	15.00%
毛利率	10.50%	7.90%	3.08%	8.24%	8.04%
费用率	4.50%	4.20%	5.20%	4.40%	4.40%
归母净利润(百万元)	752	402	-405	468	536
YOY	11.0%	-46.5%	/	/	14.4%

数据来源: WIND, 浙商证券

4.2. 估值: 估值已进入合理区间, 安全边际充足

首先,我们预计公司在 21 年盈利能力有望大幅好转,业绩有望恢复 19 年的水平。预期 20/21/22 年归母净利-4.05/4.68/5.36 亿元,对应当前市值 21/22 年估值 16.9X/14.7X,我们认为目前估值已经进入合理区间(百隆东方万得一致预期目前对应 21/22 年 18X/15X)。

另一方面,从账面土地重估价值看,华孚目前市值具备较为充足的安全边际。华孚在浙江上虞的工业园占地面积近 800 亩,保守按照上虞周边近 400 万/亩的地价计算(12 年公司余姚土地拆迁的政府补贴土地单价超过 400 万/亩),不考虑近十年的土地增值,该部分土地市场价值近 30 亿。

同时,我们根据公司在上虞 800 亩土地拥有 16 万锭产能估算,公司在新疆 110 万锭产能占地面积超过 5000 亩;在内陆安徽/江西等省 35 万锭产能的占地面积也近 2000 亩。公司在国内拥有的土地面积超过 8000 亩,账上土地价值重估让公司具备较强的安全边际。

表 18: 华孚估计土地面积

	估算面积(亩)
华孚新疆土地面积	5000
华孚浙江土地面积	1300
华孚黄淮土地面积	2000
海外	550

数据来源: 浙商证券

我们认为，公司目前正处于主业短期拐点明确、长期受益集中度提升的大周期下；同时公司正在努力开拓的工业互联网平台项目，将会是未来纺织服装全行业升级的必经之路，这为公司的长期增长打开了新天花板。在主业拐点出现的同时我们认可公司对产业长期整合的动作，在当前估值仍旧合理，公司价值垫充足的情况下，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- (1) 疫情再次超预期恶化，导致整体宏观经济再次波动，导致终端消费需求复苏不及预期
- (2) 终端需求不及预期，导致棉花消费受到影响，棉花价格出现较大波动
- (3) 工业互联网系统在公司内部提效效果不及预期；同时该系统在产业中推进进度不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,359	11,701	12,536	13,401	营业收入	15887	14227	17238	19240
现金	2,547	1,739	3,097	2,410	营业成本	14638	13788	15817	17693
交易性金融资产	598	600	600	600	营业税金及附加	72	85	103	115
应收账款	756	1,050	1,139	1,222	营业费用	216	201	224	248
其它应收款	546	691	808	865	管理费用	459	427	439	489
预付账款	854	1,047	994	1,218	研发费用	103	110	103	115
存货	5,499	5,991	5,307	6,488	财务费用	186	275	275	275
其他	558	583	591	598	资产减值损失	(9)	(40)	(49)	0
非流动资产	6,976	6,854	6,841	6,805	公允价值变动损益	(14)	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	94	50	80	80
长期投资	176	176	176	176	其他经营收益	383	290	350	350
固定资产	5,240	5,165	5,077	4,979	营业利润	444	(431)	528	597
无形资产	799	809	819	828	营业外收支	8	10	10	10
在建工程	341	390	438	487	利润总额	452	(421)	538	607
其他	420	314	330	335	所得税	41	(41)	49	55
资产总计	18,336	18,555	19,376	20,206	净利润	411	(415)	493	561
流动负债	10,456	10,660	10,784	11,302	少数股东损益	8	(10)	25	25
短期借款	8,181	8,181	8,181	8,181	归属母公司净利润	402	(405)	468	536
应付款项	542	731	691	981	EBITDA	1078	158	1115	1178
预收账款	1,033	1,156	1,307	1,544	EPS (最新摊薄)	0.26	(0.27)	0.31	0.35
其他	700	592	605	596	主要财务比率				
非流动负债	1,200	1,033	1,033	1,033		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	1,062	1,000	1,000	1,000	成长能力				
其他	138	33	33	33	营业收入	11.0%	-10.5%	21.2%	11.6%
负债合计	11,656	11,694	11,817	12,336	营业利润	-48.2%	/	/	12.9%
少数股东权益	379	369	394	419	归属母公司净利润	-46.5%	/	/	14.4%
归属母公司股东权益	6,301	6,492	7,165	7,452	获利能力				
负债和股东权益	18,336	18,555	19,376	20,206	毛利率	7.9%	3.1%	8.2%	8.0%
					净利率	2.5%	-2.8%	2.7%	2.8%
					ROE	5.9%	-6.1%	6.8%	7.3%
					ROIC	3.6%	-1.2%	4.5%	4.8%
					偿债能力				
					资产负债率	63.6%	63.0%	61.0%	61.0%
					净负债比率	185.0%	180.1%	164.9%	165.5%
					流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2
					速动比率	0.8	0.9	0.9	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0
					应收帐款周转率	18.1	14.5	14.5	15.0
					应付帐款周转率	28.0	20.0	21.0	20.0
					每股指标(元)				
					每股收益	0.26	-0.27	0.31	0.35
					每股经营现金	1.25	-0.43	1.15	0.13
					每股净资产	4.15	4.27	4.72	4.90
					估值比率				
					P/E	19.6	/	16.9	14.7
					P/B	1.3	1.2	1.1	1.1
					EV/EBITDA	13.5	97.2	12.5	12.5

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,893	(650)	1,740	200
净利润	411	(415)	493	561
折旧摊销	484	328	337	347
财务费用	358	376	399	403
投资损失	(94)	(50)	(80)	(80)
营运资金变动	689	(872)	638	(1,039)
其它	45	(16)	(48)	8
投资活动现金流	(1,059)	432	(190)	(238)
资本支出	775	300	300	300
长期投资	44	0	0	0
其他	240	(732)	(110)	(62)
筹资活动现金流	(577)	(590)	(192)	(650)
短期借款	(819)	0	0	0
长期借款	786	(62)	0	0
其他	(544)	(528)	(192)	(650)
现金净增加额	237	(808)	1,358	(688)

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>