

002042.SZ

增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 4.31

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3.0	0.9	(9.6)	(33.9)
相对深证成指	5.3	(0.3)	(9.6)	(43.3)

发行股数(百万)	1,794
流通股(%)	85
总市值(人民币 百万)	8,107
3个月日均交易额(人民币 百万)	114
净负债比率(%) (2021E)	81
主要股东(%)	
华孚控股有限公司	34

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年11月30日收市价为标准

**中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格**
纺织服装: 纺织制造
证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

证券分析师: 丁凡

(8610)66229231

fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521090001

联系人: 郑紫舟

(8610)66229231

一般证券业务证书编号: S1300121070001

华孚时尚

色纺纱产业领跑者, 量价齐升业绩稳健增长

公司多年深耕色纺纱行业, 是色纺纱行业龙头企业, 具备客户资源、产能布局、工艺技术等优势, 在同行业具备稳固的龙头地位。在棉价具备较强支撑的背景下, 未来公司业绩有望维持随着海内外产能投放以及效率提升稳健增长。首次覆盖, 给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **全球领先的纱线供应商, 打造全产业链业务, 疫情后周期恢复弹性较大。**公司主营中高档色纺纱线, 配套提供高档新型的坯纱线、染色纱线。公司2017-2019年收入为125.97/143.07/158.87亿元, 复合增速26.12%, 维持较为稳定增长。2021Q1~Q3公司收入快速恢复, 同比增长46.84%至127.15亿元。
- **色纺纱行业竞争格局集中, 棉价具备支撑背景下, 色纺纱龙头有望受益。**色纺纱比传统纺纱在质量和成本上优势凸显, 行业市场集中度高, 华孚时尚、百隆东方市占率约为国内色纺纱行业40%左右, 龙头企业优势明显。国内棉花市场存在长期缺口, 棉价将持续上行。公司约有较多的低成本棉花库存, 棉花价格上涨带动产品价格上涨, 公司业绩弹性有望显现。
- **国内外产能布局成熟全面, 国产品牌崛起为公司内地产能需求端打开成长空间。**目前公司在越南有30万锭左右产能, 2021年10月完成定增项目15亿元用于建设越南产业基地, 50万锭纱线产能逐渐落地有望进一步打开市场空间。同时公司从阿克苏开始大力开发布局新疆优质原棉产区, 与国内其他三个产业基地(浙江、长江、黄淮三大基地)协同互补, 形成170万锭左右的生产规模, 保障公司产能发展。国内品牌崛起提升下游市场需求, 为公司内地产能的需求端打开空间。

盈利预测和估值

- 预计公司2021-2023年营收分别为177.95/205.92/233.50亿元, 归母净利润为5.38/6.27/7.27亿元, 对应EPS 0.30/0.35/0.41元/股, 当前股价对应2021E-2023E市盈率14/12/11倍。首次覆盖, 给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 消费复苏不及预期、越南疫情管控不及预期、汇率波动预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	15,887	14,232	17,795	20,592	23,350
变动(%)	11	(10)	25	16	13
净利润(人民币 百万)	402	(444)	538	627	727
全面摊薄每股收益(人民币)	0.27	(0.31)	0.30	0.35	0.41
变动(%)	(46)	(214.81)	-	16.71	15.89
全面摊薄市盈率(倍)	16.0	-	14.4	12.3	10.5
价格/每股现金流量(倍)	3.4	3.6	3.9	3.8	4.0
每股现金流量(人民币)	1.02	1.27	1.13	1.18	1.20
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.3	1,371.4	9.4	7.2	5.1
每股股息(人民币)	0.18	0.14	0.19	0.23	0.27
股息率(%)	4.01	3.04	4.21	5.04	6.01

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

华孚时尚：领先的纱线供应商	5
色纺纱行业需求扩大，寡头垄断收益凸显	10
国内色纺纱市场呈现集中度高，龙头企业市场优势明显	10
棉价上行带动利润增长，利好纱线公司业绩	12
全球棉花供给仍未恢复，需求回升，供需关系逐步转变	12
中国棉花长期存在供需缺口，棉价具有支撑	12
棉价上涨利好纱线龙头利润率	13
新疆优质棉花产地具有资源优势，海外产能不断扩张	15
国内拥有四大生产基地，新疆地区资源优势显著，产能稳定扩张效率提升	15
越南产能持续布局，有效打开成长天花板	16
网链业务享受资源优势快速发展，未来持续向好	18
财务分析：营收毛利复苏强劲，数字化带来新增长	19
营业收入复苏强劲，毛利率保持稳定	19
存货管理稳定健康，前后端整合优化资源配置	20
盈利预测与估值	21
风险提示	22

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司营业收入不断增长（单位：亿元）.....	5
图表 2. 公司发展分为三个阶段，当下处于积极转型期.....	6
图表 3. 色纺纱下游适用于各类服饰产品.....	7
图表 4. 公司营收主要来自色纺纱业务和网链业务（单位：亿元）.....	8
图表 5. 公司股权结构集中.....	8
图表 6. 公司管理层经验丰富.....	9
图表 7. 公司分红比率始终维持高水平（单位：亿元）.....	9
图表 8. 色纺纱工艺较传统工艺具有显著优势.....	10
图表 9. 色纺纱染色纺织工艺流程具有高附加值.....	10
图表 10. 2020 年国内色纺纱市场参与者呈现寡头模式（单位：万吨；亿元）.....	11
图表 11. 全球棉花产量仍未完全恢复（单位：吨）.....	12
图表 12. 中国棉花长期存在供需缺口（单位：百万吨）.....	12
图表 13. 2020 年中国社会零售复苏（单位：%）.....	13
图表 14. 近年中国棉花收获面积不断降低（单位：百万公顷 吨/公顷）.....	13
图表 15. 目前棉价拥有较强支撑（单位：元/吨）.....	14
图表 16. 公司销售毛利率（%）.....	14
图表 17. 新疆棉花播种面积占比高、产量大（单位：公顷 吨）.....	15
图表 18. IOT+MES 助力公司工业物联网落地.....	15
图表 19. 国牌收入持续增长（单位：亿元）.....	16
图表 20. 越南相比国内具有税收优势.....	16
图表 21. 2021 年 H1 产能利用率提高（单位：万锭）.....	16
图表 22. 境外销售毛利率高于境内.....	17
图表 23. 公司营收主要来自网链业务且增长较快（亿元）.....	18
图表 24. 公司主营业务收入复苏稳固（单位：亿元）.....	19
图表 25. 归母净利润回弹较快（单位：亿元）.....	19
图表 26. 公司毛利率略有波动.....	19
图表 27. 期间费用率保持稳定.....	20
图表 28. 公司净利率水平略有波动.....	20
图表 29. 公司存货管理稳健（单位：天）.....	20
图表 30. 公司收入拆分表.....	21

图表 31.公司 PE 估值表 (单位: 亿元)	21
损益表(人民币 百万).....	23
资产负债表(人民币 百万).....	23
现金流量表(人民币 百万).....	23
主要比率 (%).....	23

华孚时尚：领先的纱线供应商

全球色纺产业领导者，逐步打造全产业链业务

华孚时尚股份有限公司是全球色纺产业领导品牌、全球最大的色纺纱供应商和制造商之一。公司创始于 2000 年，主营中高档色纺纱线，配套提供高档新型的坯纱线、染色纱线，同时提供流行趋势、原料与产品认证、吊牌、技术咨询等增值服务。2017-2020 年公司收入分别为 125.97/143.07/158.87/142.32 亿元。2021 前三季度公司订单量价双升，录得收入 127.15 亿元，同比增长 46.84%。公司目前已形成 220 万锭的总产能，在中国东部、新疆和海外拥有产业基地，产能和规模优势明显。色纺纱下游主要运用在包括运动类、休闲类、内衣类和婴幼儿用品类等在内的纺织服装行业，终端客户包括 H&M、ZARA、POLORL、GAP、UNIQLO 等国际品牌以及森马、李宁、七匹狼等国内品牌。

图表 1. 公司营业收入不断增长（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
营业收入	125.97	143.07	158.87	142.32	127.15
yoy	42.54%	13.58%	11.04%	(10.42%)	46.84%
公司归母净利润	6.77	7.52	4.02	(4.44)	4.45
yoy	41.37%	10.98%	(46.14%)	(210.42%)	-

资料来源：公司年报，万得，中银证券

公司发展可分为三个阶段，当下处于积极转型期，坚定以纱线贯穿纺织服装产业，依托产业互联网与柔性供应链实现产业转型，从而实现“原材料-纺纱-面料-成衣”全产业链覆盖，从“时尚制造商”转型为“时尚运营商”。目前公司处于积极转型期间，未来有望实现较好恢复。

1) **第一阶段（1993-2000）为初创成长期。**公司在 1993 年创立品牌，2000 年成立公司。创立初期，“华孚牌”色纺纱通过色彩、材质、工艺技术的集成创新，成为色纺行业国际品牌。1995 年，公司创设研发中心，目前共申报国家专利共计 117 项，已获国家专利授权 79 项，其中发明专利 43 个，实用新型专利 36 个。1995-2000 年，公司完成全球营销布局，主导产品远销欧美、日韩、港澳、东南亚等几十个国家和地区。

2) **第二阶段（2001-2016）为产能扩张期。**2001 年起，公司通过并购和新建，拥有中国东部、新疆和海外生产板块，规模优势日益明显。2006 年，基于新疆得天独厚的棉花、能源优势，公司开始投资新疆，逐步形成了从棉花种植加工，到染色、纺纱一条龙的色纺一体化产业链。2009 年，公司将华孚控股旗下的色纺纱业务置入飞亚股份，实现了色纺纱业务整体上市的目标。2013 年，公司在越南设立子公司，现已形成 28 万锭纺纱产能，2 万吨染色产能，逐步将越南华孚打造成公司在东南亚的全能型快速反应生产基地。

3) **第三阶段（2017-至今）为积极转型期。**依托产业互联网和柔性供应链的发展，公司制定了“坚持主业，共享产业”的长期战略，未来致力于成为全球纺织服装产业时尚运营商。除了经营纱线业务以外，公司业务延伸至网链业务，取得较好增长。

图表 2. 公司发展分为三个阶段，当下处于积极转型期

时间	阶段特点	事件
1993-2000 年初创成长期	创立品牌，成立公司，快速发展	1993 年-华孚色纺成立； 1994 年-华孚品牌创立； 1995 年-研发中心创办； 1995-2000 年-完成全球营销布局； 2000 年-华孚并购第一家制造业并进行色纺改造；
2001-2016 年产能扩张期	借壳上市，扩张国内外生产布局	2001-2005 年-连续并购业内色纺优势企业； 2006 年-实施产业战略转移，布局新疆板块； 2009 年-借壳上市，成为色纺行业首家上市公司； 2014 年-海外投资，越南国际版块应运而生； 2016 年-华孚启动网链战略，确立“坚持主业，共享产业”大思路；
2017-至今积极转型期	坚持主业、共享产业，致力从色纺纱线制造商、供应商，转变成时尚运营商	2017 年-华孚色纺更名华孚时尚，产能雄踞全球行业首位，实现营业总收入 125.96 亿元； 2018 年，上虞华孚时尚网链总部项目开工，成为“坚持主业，共享产业”发展战略落地的第二个战役； 2018-2020 年-践行产业互联网思维，打通前端棉业，实现数智制造，布局后端网链； 至今-引领中高端色纺纱领域的华孚，以约 35% 左右的市场份额稳居国内乃至全球第一。

资料来源：公司招股说明书，中银证券

主业发展较稳健，发力前后端网链业务

公司主营业务分为色纺纱业务和网链业务。色纺纱适用于制作运动类、旅行类、休闲装、商务装、内衣服饰产品，以及床上用品等家居产品。目前，公司拥有时尚外观系列、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，在市场竞争中凸显龙头企业产品优势。

图表 3. 色纺纱下游适用于各类服饰产品

应用领域	华孚优势	产品图示
运动类服饰	利用混纺技术，推出三大功能性产品系列：吸湿速干系列、吸湿发热系列、保暖速干系列。	
旅行类服饰	采用华孚新色纺工艺，颜色更饱和、丰富，产品质量更趋稳定。天然的全棉材质，采用 100%新疆优质精梳棉	
休闲类服饰	经典的残雪系列产品利用创新的纺纱工艺，使织物呈现出独特的色彩及纹理效果，各种残雪效果可以清晰辨认，也可模糊含蓄。精选长绒棉和兰精黏胶混纺，让面料吸湿性、透气、垂顺，穿着更舒适。	
商务类服饰	采用优质新疆棉，底色白净、表面光洁加入涤纶混纺改善面料的挺括性能和强度，使服装更有型、耐穿。硬朗的麻灰色，使面料呈现细致的肌理感，更显高档质感，针织品的柔软手感，改善了梭织西服的单调和刻板。	
家居类	精选新疆长绒棉，采用创新科技改善色纺纱强力，生产精细轻薄的高支纱，使色纺应用在梭织领域，色纺纱灵活的配棉工艺，使梭织产品在色彩表现上更柔和，产品经过水洗加工，拥有温暖柔软的触感。低饱和度的灰色和咖啡色，简约更时尚。	
内衣类服饰	利用华孚创新的纺纱工艺，将兰精木代尔与棉混合，烟雨纱织物风格朦胧，如雾如梦，织物表面呈现细致的颗粒状肌理，具有自然典雅的艺术质感。面料自然舒适，使贴身衣物更舒适、亲肤。	

资料来源：公司官网，中银证券

多年深耕新疆地区，前端网链顺利布局。公司在塔里木河沿岸的阿瓦提拥有 8 万亩优质棉田，从源头开始紧抓棉花质量。2016 年，华孚网链与新疆棉花产业集团合资成立新疆天孚棉花供应链股份有限公司，合作之后，公司通过控股新疆天孚，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进行整合，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的棉花资源。公司色纺纱业务收入维持稳定的增速，2018 年营收规模达到 72.22 亿元，2019-2020 年规模有所下降，2021 上半年公司色纺纱业务收入 34.25 亿元，占比 40.04%。公司多年来持续扩展网链业务，营收规模稳定且不断上升，2021 上半年公司网链业务收入 49.59 亿元，占比 57.97%。

图表 4. 公司营收主要来自色纺纱业务和网链业务 (单位: 亿元)

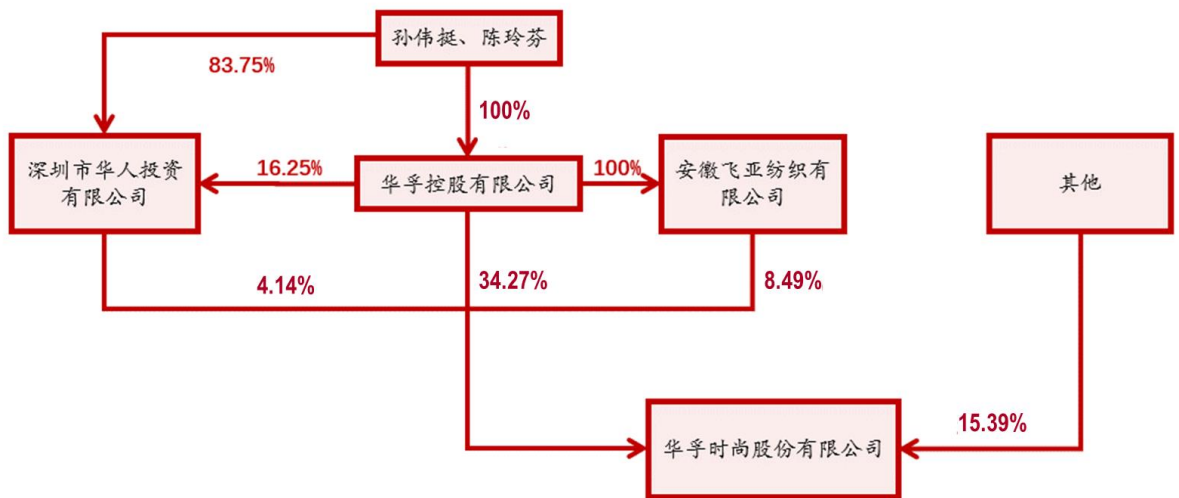
	2017	2018	2019	2020	2021H1
纱线					
规模	58.86	72.22	71.57	57.08	34.25
yoy	12.90%	22.68%	(0.89%)	(20.25%)	44.82%
占比	46.73%	50.47%	45.05%	40.11%	40.04%
网链					
规模	65.38	70.17	86.54	83.01	49.59
yoy	89.74%	7.32%	23.33%	(3.55%)	60.60%
占比	51.90%	49.04%	54.47%	58.33%	57.97%
袜制品					
规模	-	-	-	1.50	1.28
yoy	-	-	-	212.43%	64.44%
占比	-	-	-	1.05%	1.49%
其他					
规模	1.72	0.69	0.76	0.74	0.04
yoy	(3.03%)	(59.79%)	9.14%	(2.69%)	70.32%
占比	1.37%	0.48%	0.48%	0.52%	0.49%
营业规模					
营业收入合计	125.96	143.07	158.87	142.32	85.55
yoy	42.54%	13.58%	11.04%	(10.42%)	53.98%

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

股权集中, 管理层经验丰富

公司实际控制人为孙伟挺家族, 公司股权集中。公司董事长孙伟挺先生自 20 世纪 80 年代进入纺织行业, 对行业情况了解充分, 2008 年至今任公司董事长, 积累了丰富的经营和管理经验。公司副董事长陈玲芬女士自 1993 年与董事长长创办华孚至今, 与董事长合作良好, 对公司以及行业具有充分了解, 股权集中稳定。公司其他董事均接受良好教育, 具备相应领域充分经验。

图表 5. 公司股权结构集中



资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

图表 6. 公司管理层经验丰富

姓名	任职	行业经验和背景
孙伟挺	董事 董事长	孙伟挺先生 1993 年创办华孚公司，任华孚控股有限公司董事长；2008 年 2 月，任安徽飞亚纺织发展股份有限公司董事；2008 年 12 月至今，任公司董事长。
陈玲芬	董事 副董事长 总裁	中国人民大学 EMBA 学历，1993 年与公司董事长孙伟挺先生创办华孚至今，担任副董事长。2009 年 5 月至今，任公司副董事长、总裁。
张际松	董事	浙江大学 EMBA 学历，自 2001 年加盟华孚控股有限公司，历任浙江华孚集团有限公司副总裁、总裁。2008 年 12 月至今，任公司董事。
程桂松	董事 副总裁	毕业于安徽财经大学金融专业，厦门大学 EMBA，北京大学 MBA 学历，中级会计师。2014 年 12 月至今，任公司董事。现任公司董事、副总裁。
王国友	董事 财务总监	企业管理专业毕业，中级会计师职称。2011 年 4 月 1 日至 2015 年 2 月 1 日任华孚控股财务总监、公司董事；2015 年 4 月至今，任公司董事、财务总监。
张正	董事 副总裁 董事会秘书	2011 年毕业于中国人民大学，取得经济学硕士学位。2017 年 6 月入职华孚时尚股份有限公司至今。现任公司副总裁、董事会秘书。

资料来源：公司年报，中银证券

注重股东回报，公司分红比率较高。公司注重股东回报，2018、2019 年，公司现金分红总额分别为 5.02 亿 / 2.01 亿，分红率分别为 66.87% / 49.99%，始终维持在高水平。2020 年由于疫情影响下公司盈利亏损，但随着疫情后周期业绩弹性显现，分红有望恢复至较好水平。

图表 7. 公司分红比率始终维持高水平（单位：亿元）

年份	2017	2018	2019
现金分红总额	5.06	5.02	2.01
股利支付率	74.77%	66.87%	49.99%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

色纺纱行业需求扩大，寡头垄断收益凸显

色纺纱技术优势凸显，具备市场潜力

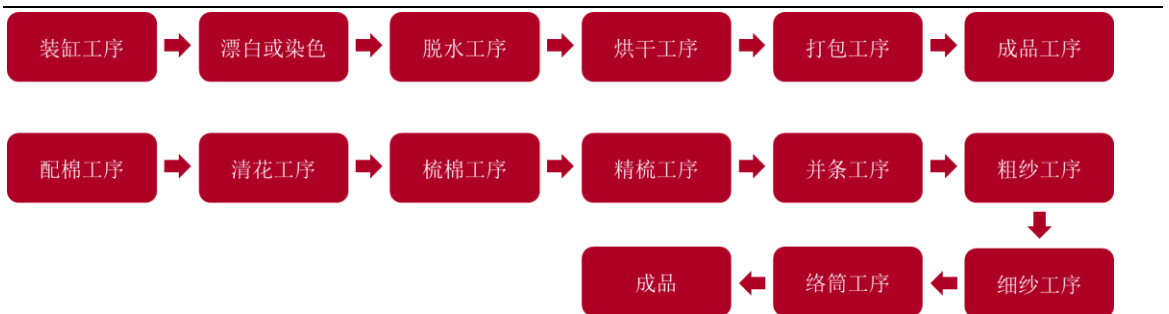
色纺纱产品较传统产品具有优势，市场占有率尚未释放。色纺纱是先将棉纤维染色，然后将多种不同色泽和不同性能的纤维混纺得到的具有独特混色效果的纱线，其主要具有质感优秀、颜色准确、节能节水、附加值高等显著优点。通过多种功能纤维配合纺织，可以实现传统纱线无法实现的效果。因此色纺纱随着针织服装潮流趋势的影响，需求量持续上升，下游厂商的订单数量未来将持续增长，市场占有率将不断提高，是未来纱线公司新的利润增长点。

图表 8. 色纺纱工艺较传统工艺具有显著优势

特点	具体情况
颜色质感优秀	相比于普通纱线，色纺纱能够实现普通染色方法不能达到的效果和质感，多种纱线混纺有利于最大程度的控制色差。
符合节能减排的要求	色纺纱采用先染色后纺织的生产工艺，可以实现节水减排 50% 以上，在环保方面具有明显优势。生产一件普通衣服，色纺纱可比传统纱线省水约 4 公斤。
具有高附加值	色纺纱先染色的新工艺可以有效缩短下游企业的生产流程，能够应对小批量多品种灵活生产，高附加值产品能够显著降低下游厂商的生产成本。

资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 色纺纱染色纺织工艺流程具有高附加值



资料来源：公司年报，中银证券

国内色纺纱市场呈现集中度高，龙头企业市场优势明显

色纺纱行业龙头企业集中度高，呈现双龙头竞争格局。从国内市场来看，截至 2020 年，国内色纺纱两大龙头企业华孚时尚和百隆东方各生产约 220 万/160 万锭，合计约占国内色纺纱总产量 40% 左右，国内其余产能主要聚集在江苏和浙江地区，色纺纱市场呈现双龙头市场格局。

图表 10. 2020 年国内色纺纱市场参与者呈现寡头模式 (单位: 万吨; 亿元)

主要参与者	年产能	收入规模	简介
华孚时尚	220	57.08	公司作为全球最大的色纺纱供应商和制造商之一, 主营中高档色纺纱线, 配套提供高档新型的坯纱、染色纱。公司在坚持主业的同时, 共享产业, 以纱线贯通纺织服装产业, 整合棉花种植、棉花加工、仓储物流、花纱交易、纺服供应链, 实现前后端产业贯通, 致力成为全球纺织服装产业时尚营运商。
百隆东方	160	35.93	公司作为国内领先的色纺纱生产企业之一, 主营业务为色纺纱的研发、生产和销售。深耕色纺纱行业 30 余年, 公司形成以自制生产为主、委托外协加工为辅的经营模式, 致力于向客户提供全系列、多品种、质量可靠的以纯棉品种为主的色纺纱线

资料来源: 万得, 公司年报, 中银证券

未来色纺纱龙头凭借技术优势市场集中度有望持续提升。从世界市场来看, 目前全球纺纱主要的产能集中在中国, 中国在世界市场上具有绝对垄断地位。在中高端色纺纱行业, 寡头垄断效应十分突出。由于色纺纱行业在技术以及现金流等方面存在技术壁垒, 预计在高技术集中度的龙头企业技术更新的不断推进下, 龙头企业的优势会逐渐扩大。

棉价上行带动利润增长，利好纱线公司业绩

全球棉花供给仍未恢复，需求回升，供需关系逐步转变

多个产棉大国减产，全球产量仍低于疫情前水平。根据美国农业部预测，由于降雨、虫害、疫情等原因，几个国家的产量下调。虽然 21/22 年全球总体产量预计上调 16.35 万吨至 2603.8 万吨，但仍低于疫情前近 2700 万吨的产量水平。同时，疫情导致劳动力短缺，成本增加，叠加竞争作物价格上涨，使种植转向生长期短、劳动强度低的其他作物，进一步导致产量恢复较慢。

棉花需求创新高，供不应求，有望支撑棉价。由于疫情影响，19/20 年全球棉花消费量降低 384 万吨至 2239 万吨。但疫情后随着下游服装行业需求复苏，带动棉花需求大幅回升，20/21 年度预期全球棉花消费量将突破 2700 万吨的高点。USDA 预期全球棉花供应紧张，有望支撑棉花价格。

图表 11. 全球棉花产量仍未完全恢复 (单位: 吨)

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022E
产量	2,325	2,698	2,582	2,647	2,450	2,604
yoy		16.04%	(4.30%)	2.52%	(7.44%)	6.29%
消费量	2,529	2,675	2,623	2,239	2,582	2,703
yoy		5.77%	(1.94%)	(14.64%)	15.32%	4.69%
供需缺口	(2.04)	0.23	(0.41)	4.08	(1.32)	(0.99)
期末库存	1,753	1,760	1,743	2,129	1,969	1,887
库存消费比	0.69	0.66	0.66	0.95	0.76	0.70

资料来源: USDA, 中银证券

中国棉花长期存在供需缺口，棉价具有支撑

中国棉花长期供不应求，奠定棉价上涨基础。2014 年以来，中国棉花产量迅速萎缩，为了满足国内棉花市场需求，我国每年需要进口约 200 万吨棉花。根据 USDA，20/21 年度预期中国棉花产量同比下降 9.49%、消费量同比上升 2.41%，将进一步加大供需缺口。同时，经过疫情期间的库存消化，目前棉花库存处于历史低位。因此，我国棉花供需结构及低库存共同带动棉价强势。随着疫情缓解后周期消费的复苏，棉花消费有望上升，目前我国棉花存在约 100 万吨的供需缺口，短期看棉价有望提升。

图表 12. 中国棉花长期存在供需缺口 (单位: 百万吨)

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022E
中国棉花产量	4.95	6.00	6.05	5.94	6.43	5.82
yoy		21.21%	0.83%	(1.82%)	8.25%	(9.49%)
中国棉花消费量	8.39	8.94	8.61	7.19	8.72	8.93
yoy		6.56%	(3.69%)	(16.49%)	21.28%	2.41%
中国棉花库存	10.01	8.28	7.78	8.04	8.56	7.61
yoy		(17.28%)	(6.04%)	3.34%	6.47%	(11.10%)

资料来源: USDA, 中银证券

图表 13. 2020 年中国社会零售复苏 (单位: %)

	社零当月同比	社零累计同比	服装零售当月同比	服装零售累计同比	服装线上零售累计同比
2021 年 1-2 月	33.8	33.8	47.6	47.6	44.3
2021 年 3 月	34.2	33.9	69.1	54.2	39.6
2021 年 4 月	17.7	29.6	31.2	48.1	33.8
2021 年 5 月	12.4	25.7	12.3	31.9	28.2
2021 年 6 月	12.1	23	12.8	33.7	24.1
2021 年 7 月	8.5	20.7	7.5	29.8	21.6
2021 年 8 月	2.5	18.1	(6)	24.8	19.4
2021 年 9 月	4.4	16.4	(4.8)	20.6	15.6

资料来源: USDA, 中银证券

棉花种植面积降低、种植成本上升, 叠加轧花厂产能扩张, 将进一步推高棉价。节水、退耕还林等政策要求, 叠加其他经济作物挤压, 棉花种植面积同比下降 4.62%, 冻灾、风灾等天气灾害导致棉花单产同比下降 5.05%。随着土地、水资源、劳动力等供应不断趋紧, 伴随各种高度自动化机械投入使用, 在种植规模无法较大幅度扩张的情况下, 单位种植成本增长较快。

图表 14. 近年中国棉花收获面积不断降低 (单位: 百万公顷 吨/公顷)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国棉花收获面积	2.90	3.40	3.50	3.45	3.25	3.10
yoy		17.24%	2.94%	(1.43%)	(5.80%)	(4.62%)
中国棉花单产	1.71	1.76	1.73	1.72	1.98	1.88
yoy		2.92%	(1.70%)	(0.58%)	15.12%	(5.05%)

资料来源: USDA, 中银证券

棉价上涨利好纱线龙头利润率

棉价上涨势头强劲, 纱线龙头有望享受低成本、高售价红利。棉花是纱线公司主要的原材料, 约占成本的 60%-70%。纱线龙头一般会囤积较多的棉花库存。华孚时尚 2019/2020 年原材料库存 27.03/34.77 亿元, 百隆东方 2019/2020 年原材料库存 22.07/22.03 亿元。2011 年, 棉价处于较高水平, 华孚的毛利率也处于历史较高水平, 为 18.43%。2017-2018 年棉价处于较高水平, 华孚和百隆的纱线业务毛利率也处于较高水平, 分别为 15.01%/15.69%和 17.51%/20.00%。2020 年, 由于疫情影响, 纱线业务规模收缩, 产品毛利率下降。近期棉花价格上涨带动产品价格上涨, 而库存棉花的采购成本处于较低位, 从而提高了公司的产品利润率。因此, 受益于前期棉价低位时充分备货、议价能力强、产品价格调整顺利, 纱线龙头有望在未来提升利润率。

图表 15. 目前棉价拥有较强支撑 (单位: 元/吨)

中国棉花价格指数: 328日



资料来源: 公司年报, 万得, 中银证券

图表 16. 公司销售毛利率 (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
华孚时尚	18.43	9.91	13.11	12.39	13.58	14.17	15.01	15.69	12.32	1.46	8.22
百隆东方	-	17.24	19.66	20.25	18.9	17.54	17.51	20	20.16	14.88	22.14

资料来源: 万得, 中银证券

新疆优质棉花产地具有资源优势，海外产能不断扩张

国内拥有四大生产基地，新疆地区资源优势显著，产能稳定扩张效率提升

新疆棉绒好、产量高，保障华孚高品质供给。2014-2019年，新疆棉花播种面积占农作物播种总面积分别为40.39%/37.11%/34.66%/36.58%/41.08%/41.18%，播种面积占比高且稳定。此外，棉花单位面积产量处于新疆各类农作物产量前列，受益于优异的自然环境优异，新疆棉花纤维长度长，强度高，柔软度、光泽度都超过普通棉花，为华孚供应链提供了高品质供给保障。

公司在生产基地分布广泛，未来产能有望逐步释放。公司除了在新疆拥有生产基地以外，在国内还拥有三个生产基地，分别是浙江生产基地、黄淮生产基地和长江生产基地。多生产基地通过公司产业链协同合作，统筹市场订单，分区域生产，有效提升公司成本竞争力。同时，随着未来产能逐步投放，多基地协同生产支撑公司市场份额进一步扩张。

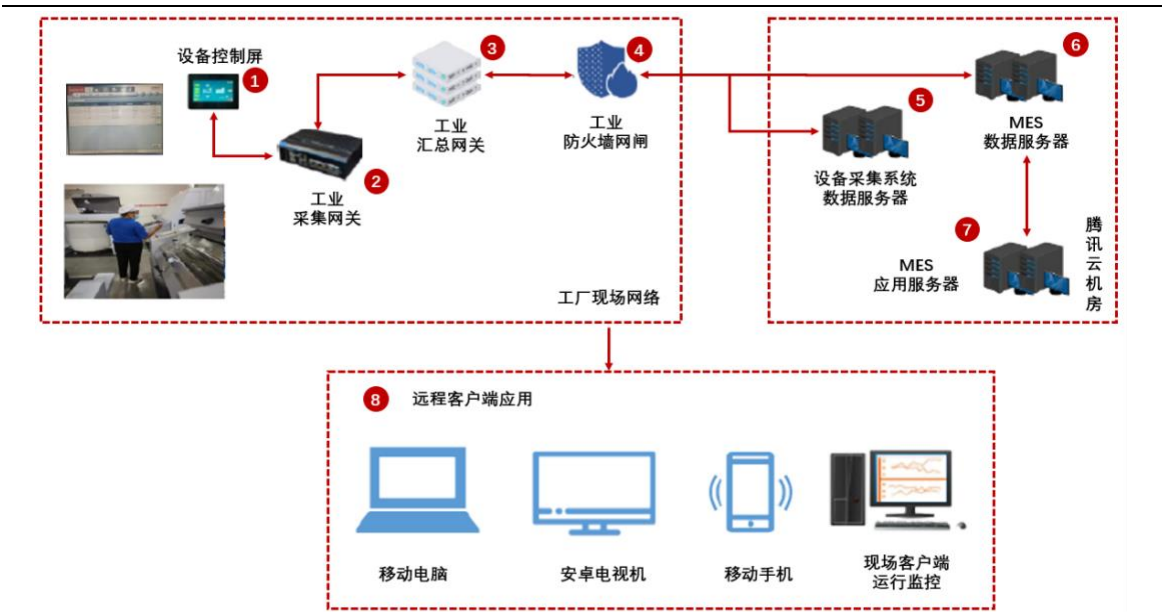
图表 17. 新疆棉花播种面积占比高、产量大（单位：公顷 吨）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
农作物播种面积	5,994	6,126	6,217	6,062	6,064	6,170
棉花播种面积	2,421	2,273	2,155	2,217	2,491	2,541
棉花播种面积占比	40.39%	37.11%	34.66%	36.58%	41.08%	41.18%
棉花产量	4,510,000	4,298,000	4,200,000	4,566,000	5,110,900	5,002,000
棉花单位面积产量	1,863	1,891	2,046	2,059	2,051	1,969

资料来源：万得，中银证券

IOT+MES 助力工业物联网落地，全流程数字化企业指日可待。公司目前已有 30 万锭产能加入产业互联网平台，在阿克苏的试点工厂中，约有 500 台企业将 IOT+MES 系统接入各工序生产设备和辅助设备，使平均锭速提升达到 15%-20%。2021 年，公司计划完成阿克苏华孚剩余 9 个工厂的上线推广，以支持 100 万锭规模的工厂运营。

图表 18. IOT+MES 助力公司工业物联网落地



资料来源：公司公告，中银证券

国产品牌全方位提优，市场占有率持续提升，利好新疆棉需求。国内品牌随着国内设计师实力逐渐增强，产品设计研发水平不断提高，此外，国内服装品牌在供应链方面普遍与核心供应商加深合作，在设计、下单模式等方面协同创新，并通过物流系统和门店终端的数字化改革，提升物流灵活性，降低存货压力。供应链快反能力不断提升，产品市场反应力强，消费者对国产品牌认可度持续改善，国产品牌市场占有率不断提升。特步国际/李宁/森马服饰/安踏体育的营业收入在过去五年间复合增速处于较高水平，2021H1 收入同比增长 12.39%/64.97%/13.65%/55.51%，利润同比增长 16.12%/86.42%/2980.24%/72.78%。国产服装品牌厂商对上游棉花原材料的需求随着市场占有率增长持续增长。国内棉花供给以新疆棉为主，因此国内品牌未来持续增长为新疆棉需求端快速增长奠定基础，助力公司内地产能持续释放。

图表 19. 国牌收入持续增长（单位：亿元）

		2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
特步国际	收入	53.97	51.13	63.83	81.83	81.72	41.35
	yoy		(5.26%)	24.84%	28.20%	(0.13%)	12.39%
李宁	收入	80.15	88.74	105.11	138.70	144.57	101.97
	yoy		10.72%	18.45%	31.96%	4.23%	64.97%
森马服饰	收入	106.67	120.26	157.19	193.37	152.05	65.16
	yoy		12.74%	30.71%	23.02%	(21.37%)	13.65%
安踏体育	收入	133.46	166.92	241.00	339.28	355.12	228.12
	yoy		25.07%	44.38%	40.78%	4.67%	55.51%

资料来源：万得，中银证券

越南产能持续布局，有效打开成长天花板

凭借税收、人力成本等优势，纱线产能向东南亚转移，公司作为先发布局者，优势明显。越南劳动力、土地、原材料等成本均低于国内水平，且具有出口退税、所得税减免等税收优惠政策，推动纱线产业向越南转移。但是，2016 年开始，越南对外资项目的审批趋严，叠加土地价格增加，使得产能转移难度加大。公司从 2013 年紧跟纺织产业向东南亚转移的潮流，开始进行全球产业布局，因此具有明显先发优势。

图表 20. 越南相比国内具有税收优势

	增值税	企业所得税
中国	向大部分商品和服务供应征收销项增值税标准税率 13%。	一般企业所得税率 25%，非居民企业适用税率 20%。
越南	对进口商品和服务征税，对大多数出口商品和服务不征税。向大部分商品和服务供应征收销项增值税标准税率 10%。	越南标准企业所得税税率为 20%。

资料来源：越南税务法律手册，中银证券

越南产能陆续释放，公司成长空间逐步打开。目前公司在越南有 30 万锭左右产能，2021 年 10 月完成定增项目 15 亿元用于建设越南 50 万锭纱线产能逐渐落地有望进一步打开空间。同时随着疫情影响消除，伴随公司海外产能利用率由 2020 年提高 15pct 至 2021H1 的 96%，公司有望打开成长天花板。

图表 21. 2021 年 H1 产能利用率提高（单位：万锭）

	2020		2021H1	
	海内	海外	海内	海外
产能占比	85.00%	15.00%	86%	14%
产能布局	160	29	171	29
产能利用率	69.00%	81.00%	95%	96%

资料来源：公司公告，中银证券

越南产地客户集中，形成产业集群，助力公司毛利率提升。越南市场资源充足，叠加国际贸易环境，公司越南产地附近目前已形成产业集群，包括公司的终端下游 Adidas、Nike 在内的国际知名品牌均在越南设厂。2020 年公司境外销售毛利率达 8.54%，仍维持在较高水平。越南将逐步成为公司在东南亚的全能型生产基地，满足东南亚地区的客户群体需求，助力公司总体毛利率提高。

图表 22. 境外销售毛利率高于境内

	2018	2019	2020
境内销售毛利率	10.23%	7.02%	0.50%
境外销售毛利率	10.70%	10.58%	8.54%

资料来源：公司公告，中银证券

网链业务享受资源优势快速发展，未来持续向好

介入棉花供应市场，推动成品电商建设，形成完整产业链分布。随着消费个性、多样、随意化，订单的不确定性增强，对供应链的协同快速响应提出了更高的要求。2016年，公司确定了“坚持主业，共享产业”的长期发展战略并启动网链业务。在上游介入前端棉花市场供应环节，开展棉花物流贸易业务，在下游推动成品布衣电商平台建设。搭建从原材料到交易平台的柔性供应链，形成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。网链业务从原材料到纱线再向成衣、品牌端延伸，串起后端网链，实现从时尚制造商向时尚运营商的转型。

图表 23. 公司营收主要来自网链业务且增长较快（亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	88.37	125.97	143.07	158.87	142.32
yoy	29.88%	42.54%	13.60%	11.00%	(10.42%)
物料/网链业务营收	34.46	65.38	70.17	86.54	83.01
yoy	117.22%	89.74%	7.32%	23.33%	(4.08%)
收入占比	38.99%	51.90%	49.0%	54.47%	58.33%

资料来源：万得，中银证券

网链业务贡献过半营收，加速产能布局扩张。2021年公司业务逐渐恢复，网链业务收入为49.59亿元，同比增长60.60%，贡献了公司近六成的总营收。通过五年的努力，公司已经整合棉花种植、加工、仓储、物流于一体的网链业务，2020年营收相比2015年翻了5倍，为产能扩张做好了充足准备。依托前端供应链的整合和产能布局完善协同运作，公司正朝柔性生产、快速交货的目标加速推进。

财务分析：营收毛利复苏强劲，数字化带来新增长

营业收入复苏强劲，毛利率保持稳定

公司营业收入复苏强劲，呈现较强成长性。公司得益于自身产能与资源优势积累，营业收入不断扩大。2017-2020 年公司营业收入从 125.97 亿元增长到 142.32 亿元，复合增速达 4.51%，2018-2020 年增速分别为 13.58%/11.04%/-10.42%。在疫情影响下，2020 年公司营业收入增速略有波动。21 年 Q1-Q3 公司营收达到 127.15 亿，同比增长 46.84%，与 2019 年同期相比，增长 14.95%。公司营业收入保持稳定增长，疫情之后恢复较快，具有较强的成长性。

图表 24. 公司主营业务收入复苏稳固（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
华孚时尚	125.97	143.07	158.87	142.32	127.15
yoy	42.54%	13.58%	11.04%	(10.42%)	46.84%

资料来源：公司年报，万得，中银证券

疫情之后，公司归母净利润回弹强势。2017-2020 年公司归母净利润分别为 6.77/7.52/4.02/4.44 亿元，2018-2020 年公司归母净利润增速分别为 10.98%/-46.14%/-210.42%。2021 年 Q1-Q3 公司净利润达 4.64 亿，同比增长 282.74%，与 2019 年同期相比，增长率为 12.46%。疫情过后，公司归母净利润恢复势头强劲，有望在 2021 年底逐步恢复至 2019 年的正常水平。在公司数字化、智能化的持续推进下，未来数字化工厂有望打通公司内部信息壁垒，带动生产、经营效率的整体提升，因此公司归母净利润增长势头强劲。

图表 25. 归母净利润回弹较快（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
华孚时尚	6.77	7.52	4.02	(4.44)	4.45
yoy	41.37%	10.98%	(46.14%)	(210.42%)	-

资料来源：公司年报，万得，中银证券

受疫情影响，公司毛利率略有波动。2017-2020 年，公司毛利率为 10.07%/10.30%/7.55%/1.23%。分业务看，纱线业务毛利率始终较高，2019 年由于棉价原因纱线业务毛利率下降。2020 年虽略有波动，预计未来随公司产能利用率逐步回升到疫情前水平，纱线业务毛利率将稳步回升。

图表 26. 公司毛利率略有波动

	2017	2018	2019	2020
纱线业务	15.01%	15.69%	12.32%	1.46%
网链业务	5.63%	4.74%	3.60%	0.80%
主营业务毛利率	10.07%	10.30%	7.55%	1.23%

资料来源：公司年报，万得，中银证券

研发费用逐年提升，产业链数字化升级下期间费用率基本稳定。2017-2020 年公司期间费用率为 7.35%/7.28%/7.19%/6.39%，始终稳定在低水平。其中，研发费用率上升约 1pct，主要用于研发各类新产品、新技术、新工艺以及环保项目支出，以增强公司核心竞争优势。自公司实行网链战略起，产业协同效应的逐步显现，未来成长空间较大。

图表 27. 期间费用率保持稳定

	2017	2018	2019	2020
销售费用率	2.16%	1.68%	1.36%	0.63%
管理费用率	3.35%	2.78%	2.89%	2.53%
研发费用率	-	0.71%	0.65%	0.79%
财务费用率	1.84%	2.12%	2.30%	2.43%
期间费用率	7.35%	7.28%	7.19%	6.39%

资料来源：公司年报，万得，中银证券

受疫情影响，公司净利率水平略有波动。公司在严格控制期间费用的情况下，2017 年和 2018 年，净利率分别为 5.58%/5.27%，基本保持稳定。随着公司网链业务的推进、智化纺纱工厂的建设和时尚总部的建设与运营，净利率有望在未来回升至疫情前水平。

图表 28. 公司净利率水平略有波动

	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
净利率	5.58%	5.27%	2.59%	(3.30%)	3.65%

资料来源：公司年报，万得，中银证券

存货管理稳定健康，前后端整合优化资源配置

公司现阶段库存管理健康，未来数字化供应链有助于存货管理能力进一步提高。2017-2020 年，公司存货周转天数为 120/145/135/137 天，存货管理水平稳定健康。网链业务下，公司通过前后端整合统筹市场及订单信息，制定“点（产地）对点（客户）”的供应链计划，根据订单价值配置公司资源，分区域、分工厂、分生产线进行规模化定制，未来存货管理能力有望进一步提升。

图表 29. 公司存货管理稳健（单位：天）

	2017	2018	2019	2020	2021Q3
存货周转天数	120	145	135	137	101.56

资料来源：公司年报，万得，中银证券

盈利预测与估值

收入拆分：产能扩张促进收入高增。我们预计 2021-2023 年纱线产能分别为 200/220/240 万锭，同比增长 5.82%/10.00%/9.09%。综合来看，2021-2023 年纱线产量分别为 22.80/25.74/28.80 万吨，同比增长 19.29%/12.89%/11.89%。在公司下游订单质量稳定且不断提升的背景下，我们预计，公司 2021-2023 年纱线产品的销售单价分别为每吨 2.80/2.95/3.10 万元，同比增长 8.06%/5.36%/5.08%。若公司在其他产品销售收入保持稳中有进态势，则综合来看可预计公司 2021-2023 年营收分别为 177.95/205.92/233.50 亿元，同比增长 25.04%/15.72%/13.39%。

图表 30. 公司收入拆分表

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（单位：亿元）	125.97	143.07	158.87	142.32	177.95	205.92	233.50
yoy	42.54%	13.58%	11.04%	(10.42%)	25.04%	15.72%	13.39%
产能（单位：万吨）	27.00	28.35	28.35	28.35	30.00	33.00	36.00
yoy	21.62%	5.00%	0.00%	0.00%	5.82%	10.00%	9.09%
销售量（单位：万吨）	20.14	22.61	25.90	22.03	27.00	29.70	32.40
yoy	13.39%	12.27%	14.55%	(14.95%)	22.57%	10.00%	9.09%
售价（单位：万元/吨）	2.92	3.19	2.76	2.59	2.80	2.95	3.10
yoy	(0.43%)	9.27%	(13.48%)	(6.24%)	8.06%	5.36%	5.08%
主营业务							
收入（单位：亿元）	12,424.44	14,238.23	15,811.31	14,158.20	17,720.87	20,516.50	23,273.60
yoy	43.48%	14.60%	11.05%	-10.46%	25.16%	15.78%	13.44%
其他业务							
收入（单位：亿元）	172.10	69.21	75.56	73.53	74.48	75.50	76.63
yoy	-3.03%	-59.79%	9.19%	-2.69%	1.29%	1.37%	1.50%

资料来源：万得，中银证券

预计 2021 年公司净利润为 5.38 亿元，当前市值对应 2021 年 PE 为 14 倍。考虑到公司产能持续释放，上游棉花价格优势继续保持，预计收入成长性较高。首次覆盖，给予**增持**评级。

图表 31. 公司 PE 估值表（单位：亿元）

公司名称	公司代码	净利润				PE			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
申洲国际	2313.HK	50.95	51.07	63.26	74.48	47	47	38	32
健盛集团	603558.SH	(5.28)	2.45	3.26	4.08		17	13	10
百隆东方	601339.SH	3.66	10.04	10.86	12.39	21	8	7	6
华利集团	300979.SZ	18.82	26.39	33.51	40.73	58	41	32	27
行业平均	/	/	/	/	/	42	28	23	19

资料来源：万得，中银证券

注：健盛集团、百隆东方盈利预测为 wind 一致预期

风险提示

1. **疫情后消费复苏不及预期：**公司终端客户包括国内外知名品牌。目前海外疫情依然严峻，对消费者的购买意愿与消费能力产生了抑制作用，如果未来海外疫情恶化，公司的海外订单将受到影响。
2. **越南疫情管控不及预期：**公司在越南设立子公司，存在一定的疫情风险，可能影响公司产能投放。
3. **汇率波动风险：**公司出口业务较多，如果人民币大幅升值，将对公司盈利情况产生负面影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	15,887	14,232	17,795	20,592	23,350
销售成本	(14,710)	(14,068)	(16,472)	(18,866)	(21,453)
经营费用	(270)	(153)	(165)	(118)	(169)
息税折旧前利润	907	11	1,158	1,607	1,728
折旧及摊销	(397)	(267)	(424)	(622)	(617)
经营利润(息税前利润)	511	(256)	734	985	1,111
净利息收入/(费用)	(352)	(321)	(300)	(300)	(300)
其他收益/(损失)	102	225	560	452	470
税前利润	452	(474)	670	821	947
所得税	41	(4)	67	82	95
少数股东权益	8	(26)	33	41	47
净利润	402	(444)	538	627	727
核心净利润	402	(444)	538	627	727
每股收益(人民币)	0.27	(0.31)	0.32	0.39	0.45
核心每股收益(人民币)	0.27	(0.29)	0.32	0.39	0.45
每股股息(人民币)	0.18	0.14	0.19	0.23	0.27
收入增长(%)	11	(10)	25	16	13
息税前利润增长(%)	(30)	(150)	(386)	34	13
息税折旧前利润增长(%)	(16)	(99)	10,759	39	8
每股收益增长(%)	(46)	(214.81)	-	22.60	15.33
核心每股收益增长(%)	(46)	(207)	(211)	22	15

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	452	(474)	670	821	947
折旧与摊销	397	267	424	622	617
净利息费用	365	346	325	325	325
运营资本变动	902	(744)	452	(331)	101
税金	301	885	(1,140)	(218)	(208)
其他经营现金流	(524)	548	(27)	(515)	(766)
经营活动产生的现金流	1,893	828	704	704	1,016
购买固定资产净值	468	(119)	572	468	(119)
投资减少/增加	270	217	180	80	80
其他投资现金流	(1,912)	(719)	1,369	(1,677)	2,201
投资活动产生的现金流	(1,059)	(362)	73	(566)	(228)
净增权益	(302)	(353)	(491)	(629)	(754)
净增债务	77	4	(150)	1,359	(55)
支付股息	300	350	487	624	748
其他融资现金流	351	222	504	700	692
融资活动产生的现金流	(577)	(304)	(207)	(9)	(285)
现金变动	580	929	557	335	477
期初现金	1229	2,547	2,709	3,534	3,663
公司自由现金流	802	1,851	2,044	992	1,033
权益自由现金流	1,244	2,201	2,219	1,317	1,358

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2,547	2,709	3,534	3,663	4,166
应收帐款	756	726	833	994	1,078
库存	5,499	5,140	6,691	7,176	7,729
其他流动资产	493	376	800	800	800
流动资产总计	11,359	10,535	13,835	14,849	16,246
固定资产	5,240	4,927	4,431	3,722	3,018
无形资产	799	886	968	1,067	1,156
其他长期资产	318	762	171	171	171
长期资产总计	6,976	7,075	5,984	5,375	4,773
总资产	18,336	17,610	19,820	20,224	21,020
应付帐款	542	692	621	629	775
短期债务	8,181	8,414	8,414	8,414	8,414
其他流动负债	1,664	619	1,506	1,558	1,829
流动负债总计	10,456	10,674	10,589	10,666	11,082
长期借款	1,062	814	814	814	814
其他长期负债	138	132	137	141	146
股本	1,519	1,519	1,794	1,794	1,794
储备	4,782	4,135	5,573	6,291	7,723
股东权益	6,680	5,990	8,033	8,355	8,729
少数股东权益	379	368	370	370	370
总负债及权益	18,336	17,610	19,572	19,977	20,772
每股帐面价值(人民币)	4.15	3.72	4.11	4.51	5.31
每股有形资产(人民币)	3.61	3.13	3.56	3.91	4.66
每股净负债/(现金)(人民币)	4.41	4.29	1.55	1.92	0.41

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.7	0.1	6.5	7.8	7.4
息税前利润率(%)	3.2	(1.8)	4.1	4.8	4.8
税前利润率(%)	2.8	(3.3)	3.8	4.0	4.1
净利率(%)	3.1	(3.2)	4.0	4.2	4.3
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.0	1.0	1.2	1.1
利息覆盖率(倍)	2.7	(1.0)	3.0	4.0	4.5
净权益负债率(%)	118.9	112.8	80.6	69.8	54.8
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
估值					
市盈率(倍)	16.0	-	14.4	12.3	10.5
核心业务市盈率(倍)	16.0	-	14.4	12.3	10.5
市净率(倍)	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	3.4	3.6	3.9	3.8	4.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.3	1,371.4	9.4	7.2	5.1
周转率					
存货周转天数	73.7	74.6	60.7	67.3	49.4
应收帐款周转天数	24.1	31.4	15.0	21.7	20.7
应付帐款周转天数	7.4	11.4	7.0	6.4	6.8
回报率					
股息支付率(%)	4.01	3.04	4.21	5.04	6.01
净资产收益率(%)	15.4	(16.0)	19.1	21.3	20.9
资产收益率(%)	5.5	(2.7)	7.1	9.2	9.8
已运用资本收益率(%)	15.9	13.0	14.7	15.4	15.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371