

色纺业中的绝对龙头 中小盘中的估值洼地

2010年3月1日

强烈推荐/维持

华孚色纺

财报点评

——华孚色纺（002042）2009年报点评

程远	纺织服装行业分析师		
	chengyuan@dxzq.net.cn	010-6650 7313	13811494338

事件：

公司在2月26日发布了2009年度报告，公司09年全年实现合并净利润18,497.85万元，同比上升10.43%，按公司重大资产重组对标的资产交割前后的利润归属约定，2008年标的资产实现的净利润16,123.54万元，2009年1-4月实现的净利润2,164.14万元归原股东所有。

公司分季度财务指标（不考虑增发后股本摊薄的影响）

指标	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
营业收入（百万元）	1526	875	732	800	930	930	910
增长率（%）					-39.06%	6.29%	24.32%
毛利率（%）	18%	18.90%	20.33%	20.30%	20.50%	20.50%	20.80%
期间费用率（%）	11.40%	11.30%	11.10%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%
净利润（百万元）	64	50	51	60	71	71	72
增长率（%）					11.16%	42.29%	41.42%
每股盈利（季度，元）	0.27	0.21	0.22	0.26	0.30	0.30	0.30

评论：

积极因素：

- 近期纺织服装行业出口形势明显回暖，09年12月及10年1月出口均同比上涨。公司产品中50-60%出口国外，受外部需求回暖的影响，产品单价和产品结构有望进一步提升和改善。
- 目前国内对色纺纱产品的认知程度相比欧美等发达经济体尚有差距，随着未来国内市场对色纺纱产品认知度与国际不断趋同，国内市场需求也将不断提高。从近期的经营状况来看，色纺纱在时尚休闲服装中的应用比例正在快速提高。
- 公司董事会通过收购新疆华孚纺织有限公司以及宁海、余姚色纺纱产能的方案，此次收购标的资产主营产品为色纺纱、棉条、原棉等，交易价格共计约1.5亿元。收购前与上市公司构成关联交易，上市公司以租赁的方式取得标的资产的色纺纱产能，以购买的方式取得棉条、原棉等原材料，此次收购完成后关联交易即消除，上市公司经营将更加规范，原材料价格波动对公司的影响将进一步得到控制。

消极因素:

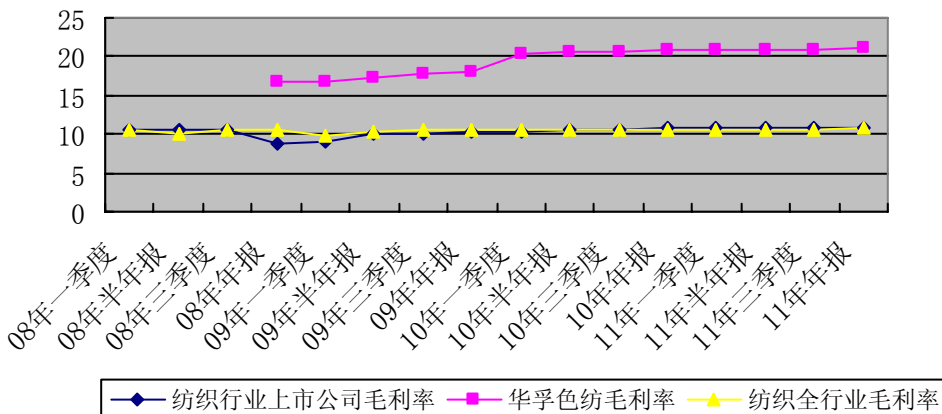
➤ 从中长期来看,我们认为人民币持续升值的趋势依旧存在,这将对公司未来的销售造成一定的压力。

业务展望:

公司09年EPS为0.69元,低于我们此前预测的0.72元。其主要原因是公司停止了原飞亚股份的坯纱产能,因此收入及利润低于预期,但公司主营产品色纺纱收入同比增长约15.2%。09年在金融危机带来的不利影响下,公司主营产品色纺纱收入依然实现较快速的增长,我们认为这正是公司产品质量超群以及色纺行业快速发展的体现。

公司积极整合研发资源,加大技术创新力度,提高产品设计能力,发挥产品差异化和性价比优势。2009年公司新产品销量同比增长49.26%,产品结构优化率提高了3个百分点。经我们测算,高新产品(彩色纱、混纺产品)的综合毛利率约在26%-27%左右,是低端产品(花灰纱)的2倍以上。伴随着产品销售结构的不断优化,我们预计产品的综合毛利率将逐渐得到提升,图1是我们对公司未来两年毛利率变化情况的预测。公司还积极拓展色纺纱在其他领域的应用,为未来的增长打下了坚实的基础。

图 1: 色纺纱毛利率与行业平均毛利率对比预测



资料来源:公司公告, wind, 东兴证券研究所

公司09年色纺纱产品平均单价为3.3万元/吨,据了解,公司上半年产品单价平均最低曾达3万元/吨,我们推算,公司目前产品平均单价约为3.4-3.5万元/吨。产品平均单价的提升一方面是由于金融危机的负面影响不断弱化,产品需求量有所提升,导致产品绝对价格有一定上涨。另一方面原因则是随着公司高新产品不断推出,产品的时尚度、美观度不断提升,因此时尚休闲服装企业对色纺纱的认知、认可程度及需求均有所提升,从而导致公司产品结构优化,高端产品销售比例提高。经我们测算,目前公司低端产品(花灰纱)约占销售总量的60%左右,中高端产品(彩色纱、混纺产品)占销售总量的40%左右。我们认为,随着公司色纺纱产品生产技术的不断提升,产品销售结构还将进一步优化,而伴随着国际需求的回暖,相同产品的单价还将有一定幅度的上升空间。综合以上分析,我们预计公司10-11年平均产品分别可达到3.5万元/吨、3.5万元/吨左右。

据了解,我国纱线产量每年增长约在8-10%左右,而色纺纱作为纱线中的特殊产品,每年增速超过普通纱线的两倍。华孚色纺作为色纺行业的龙头企业,掌握着先进的色纺纱生产技术和经验,引领了国内色纺纱行

业的发展，但考虑到其产能规模较大（约占全球市场的50%左右），预计其增速与色纺行业平均水平相当。公司09年共销售色纺纱产品约8.6万吨，我们预计公司未来5年内销售量的增长速度将保持在18%左右。

公司近期将非公开发行股票6000万股，主要用于建设20万锭色纺纱生产线（具体情况如表1所示），项目建设期均为两年，预计2011年底可正式投产。募集资金投入项目经济效益测算结果如表2-3所示。

表 1：非公开发行募集资金使用计划

序号	项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	新疆五家渠 12 万锭	万锭色纺纱项目 74,842	62,000
2	浙江上虞 8 万锭	万锭半精纺纱线项目 50,860	36,000
合计	125,702	98,000	

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 2：新疆五家渠项目经济效益测算

序号	名称	数值
1	正常生产年均销售收入	77,241 万元
2	正常生产年均销售税金	10,422 万元
3	正常生产年均所得税后利润	10,509 万元
4	项目投资利润率	14.04%（税后）
5	所得税后财务内部收益率（FIRR）	18.81%
6	所得税后的投资回收期（含建设期）	6.87 年

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 3：浙江上虞项目经济效益测算

序号	名称	数值
1	正常生产年均销售收入	66,100 万元
2	正常生产年均利润总额	13,832 万元
3	正常生产年均所得税后利润	10,374 万元
4	项目投资利润率	27.20%
5	所得税后财务内部收益率（FIRR）	23.00%
6	所得税后的投资回收期（含建设期）	5.82 年

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

盈利预测

基于行业的快速发展，公司产品结构的不断优化以及引领行业发展的龙头地位，我们预计公司10-12年的EPS分别为0.94、1.25、1.60元（以考虑增发后股本摊薄的影响），对应09-11年的市盈率分别为20.3、15.3、11.9倍，维持“强烈推荐”的评级。

投资建议：

综合估值、目前股价以及对未来的盈利预测来看，我们建议投资者可择机买入华孚色纺（002042）。我们给出的 A 股交易区间为 23.25-27.90 元人民币。

表 4：华孚色纺主要财务数据预测（以考虑增发后股本摊薄的影响）

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3196.50	3570.00	4332.96	5112.89
(+/-)%	1280.57%	11.68%	21.37%	18.00%
经营利润（EBIT）	316.72	431.33	546.23	671.00
(+/-)%		36.19%	26.64%	22.84%
净利润	161.24	278.13	369.36	473.53
(+/-)%	6349.02%	72.50%	32.80%	28.20%
每股净收益（元）	0.69	0.94	1.25	1.60

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 5：利润表预测（以考虑增发后股本摊薄的影响）

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,196.50	3,570	4,333	5,113
	增长率	1280.6%	11.7%	21.4%
减：业务成本	2,609.48	2,838	3,423	4,014
营业税费 营业税金及附加	4.90	6	8	9
	毛利率	18.4%	20.5%	21.0%
营业费用	122.68	135.66	164.65	194.29
管理费用	140.55	153.51	186.32	219.85
财务费用	83.81	52.93	43.70	26.75
其中：利息支出	0.00	57.63	49.23	33.36
利息收入	0.00	4.70	5.53	6.61
汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	9.77	5.00	5.00	5.00
加：公允价值变动收益	7.16	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.44	0.08	0.08	0.08
其中：对联营合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	232.91	378.40	502.53	644.26
加：营业外收入	26.37	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	20.60	0.00	0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失	19.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	238.68	378.40	502.53	644.26
减：所得税	53.70	94.60	125.63	161.06

	实际税率	22.50%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润		184.98	283.80	376.90	483.19
归属于母公司所有者的净利润		161.24	278.13	369.36	473.53
少数股东损益		23.74	5.68	7.54	9.66
	销售净利率	5.0%	7.8%	8.5%	9.3%
	净利润增长率	6349.0%	72.5%	32.8%	28.2%
发行在外股份数量(百万股)		235.11	295.11	295.11	295.11
基本每股收益		0.69	0.942	1.252	1.605
稀释每股收益		0.69			
	EPS 增长率	2200.0%	36.6%	32.8%	28.2%
股利		188.88	83.44	110.81	142.06
期初未分配利润		(15.78)	368.00	534.88	756.50
提取盈余公积		43.28	27.81	36.94	47.35
期末未分配利润		368.00	534.88	756.50	1,040.61

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 6：资产负债表预测（以考虑增发后股本摊薄的影响）

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
资产				
流动资产				
货币资金	439.94	499.80	606.61	715.80
交易性金融资产	20.44	22.07	23.84	25.75
应收票据	57.12	63.58	77.16	91.05
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	230.52	244.52	296.78	350.20
其他应收款	41.21	46.02	55.86	65.91
预付款项	574.68	603.06	637.29	677.42
存货	1,231.17	1,337.43	1,613.05	1,891.35
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00

流动资产合计	2,595.08	2,816.48	3,310.59	3,817.49
非流动资产				
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	109.54	109.54	109.54	109.54
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,111.74	2,305.79	2,233.30	2,188.81
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	46.54	0.00	0.00	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	125.83	113.25	100.66	88.08
开发支出	0.00	0.00		
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	10.18	10.18	10.18	10.18
递延所得税资产	50.89	50.89	50.89	50.89
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,454.73	2,589.65	2,504.57	2,447.50
资产总计	4,049.80	5,406.13	5,815.16	6,264.98
流动负债				
短期借款	910.74	871.27	630.74	342.28
交易性金融负债	13.28	0.00	0.00	0.00
应付票据	1,108.55	1,205.24	1,453.62	1,704.41
应付账款	352.85	349.91	422.02	494.83
预收款项	50.85	97.26	153.59	220.06
应付职工薪酬	30.92	33.40	36.07	38.95
应付股利	16.60	0.00	0.00	0.00
应交税费	-5.08	0.00	0.00	0.00
应付利息	0.79	0.00	0.00	0.00
其他应付款	74.95	78.70	82.64	86.77
递延收益 - 流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	51.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,605.46	2,635.77	2,778.66	2,887.30

非流动负债				
长期借款	59.58	59.58	59.58	59.58
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	4.37	4.37	4.37	4.37
专项应付款	100.00	100.00	100.00	100.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.20	0.23	0.28	0.33
非流动负债合计	164.15	164.17	164.23	164.28
负债合计	2,769.61	2,799.95	2,942.89	3,051.58
所有者权益（或股东权益）				
实收资本（或股本）	235.11	295.11	295.11	295.11
资本公积	597.51	1,677.51	1,677.51	1,677.51
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	43.28	71.09	108.03	155.38
未分配利润	368.00	534.88	756.50	1,040.61
外币报表折算差额	14.38	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益合计	1,258.28	2,578.59	2,837.14	3,168.61
少数股东权益	21.92	27.59	35.13	44.80
所有者权益（或股东权益）合计	1,280.20	2,606.18	2,872.27	3,213.40
负债和所有者权益（或股东权益）总计	4,049.80	5,406.13	5,815.16	6,264.98
资产负债率	68.39%	51.79%	50.61%	48.71%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

分析师简介

程远

金融工程专业毕业，2008年开始从事证券行业，2009年加盟东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。