

业绩基本符合预期 稳保行业龙头地位

2010年7月29日

推荐/下调

华孚色纺

财报点评

——华孚色纺（002042）2010年中报点评

银国宏 策略分析师 职业资格证书编号：S1480109060847

程远 纺织服装行业分析师 010-6650 7313 13811494338 MSN: chengyuan0716@hotmail.com

事件：

公司在7月29日发布了2010年半年度财务报告，公司10年全上半年实现收入22.89亿元，同比增长42.71%，高于我们此前的预期。综合毛利率18.8%，相比去年同期提升1.65个百分点，低于我们此前的预期。净利润1.64亿元，同比上升161.48%，略高于我们此前的预期。

公司分季度财务指标（考虑增发后股本摊薄的影响）

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	45.31	63.62	1525.72	875.33	731.83	869.22	1420.00
增长率（%）	-54.48%	71.61%	2442.21%	882.01%	1515.22%	1266.24%	-6.93%
毛利率（%）	0.37%	-3.95%	18.03%	18.93%	20.33%	21.19%	17.34%
期间费用率（%）	17.28%	7.11%	10.53%	10.06%	12.82%	10.47%	9.83%
营业利润率（%）	-56.54%	-4.88%	7.61%	7.47%	7.46%	9.43%	6.95%
净利润（百万元）	54.75	-1.52	86.04	50.11	50.34	75.53	86.99
增长率（%）	-305.91%	-94.23%	-823.51%	-424.18%	-8.05%	-5084.53%	1.10%
每股盈利（季度，元）	0.551	-0.012	0.273	0.212	0.206	0.320	0.379
资产负债率（%）	48.27%	46.52%	70.93%	65.58%	68.39%	71.30%	71.05%
净资产收益率（%）	24.98%	-0.70%	7.17%	3.99%	3.93%	5.57%	6.09%
总资产收益率（%）	12.92%	-0.37%	2.08%	1.37%	1.24%	1.60%	1.76%

评论：

积极因素：

- 目前公司色纺纱产品原来越多的运用在时尚服装中，其独特的朦胧效果可为服装增添时尚感。随着全球服装消费观念的不断升级，我们预计未来时尚服装消费市场将保持快速的增长，从而将有效地带动色纺纱行业的良好发展。
- 随着公司技术资源的不断积累，研发、创新能力的不断增强，原先色纺纱的使用壁垒逐渐得到了突破。从纺织工艺分类看，色纺纱技术已经可以运用在梭织产品中，从纺织原料分类看，色纺纱技术也越来越多地运用在多种纤维混纺的产品中。我们认为，公司色纺技术的不断进步将导致下游用途的范围不断扩大。

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。公司目前直接出口比例逾40%,若考虑到间接出口,则我们预计出口比例可达50%以上,如此比例的出口将明显受到人民币升值的负面影响。
- 今年上半年我国十多个省大幅调高了最低工资标准,从政策导向来看,收入分配体制改革必将向中低收入人群倾斜。众所周知,纺织制造业的劳动工人长期处于低收入人群的范畴,因此未来公司劳动力成本上升带来的压力将愈加明显。
- 据我们对行业的观察与了解,目前已有部分纺织企业着手进军色纺纱行业,而公司的有力竞争对手也在筹划上市当中,此因素将为公司未来的发展带来挑战。但根据我们对色纺纱行业的认识,其管理经验和产品研发的水平都需要相当时间的积累,因此我们对公司未来保持行业龙头老大的地位尚有足够的信心。

业务展望:

从公司二季度的收入情况来看,超出了出此前的预期,这也进一步证实了我们此前认为色纺纱市场需求旺盛这一判断。我们预计公司收入同比大幅提升的势头将得以延续,将 10-12 年的收入预测调高至 44.64、48.91、57.05 亿元。

从公司二季度的毛利率水平来看,低于我们此前预期,我们判断其主要原因是由于今年棉花价格超预期的大幅上涨所致,另外,人工成本的提升以及人民币升值也对毛利率起到了一定的负面影响。另外,我们认为公司毛利率有如此幅度的环比下滑,其原因还应部分归结于确定订单价格的时点与确认收入并结转成本的时点存在的时间差。基于公司对下游客户议价能力较强的认识,我们判断公司会在下半年适当调整产品价格以转嫁部分成本上升带来的压力。我们将 10-12 年的毛利率预测调低至 18.9%、19.7%、19.8%。

公司此前向集团公司购买的新疆华孚的 13 万锭产能以及原飞亚的 8 万锭麻灰纱产能目前已经改造完成并投入使用,将要增发募集资金所建的 20 万锭产能将于明年中期投产。随着公司新建产能未来陆续投入使用,中高端产品的生产能力将显著提升,而中低端产品则可以外协租赁产能的方式实现。随着公司产能规模的扩大以及产能质量的提升,公司的行业龙头地位将稳固地保持。

根据我们行业中期策略报告“梯度消费升级 突破资源缺口”中对纺织制造业的判断逻辑,我们认为公司作为产业链中游的企业,并无向下游突破营销资源缺口的优势和能力。从未来长期的发展来看,劳动力、土地等要素成本的持续上升将不断削弱我国纺织制造业的比较优势,公司利用长期积累的技术资源优势可继续把握高端产品的市场,而中、低端产品的生产环节将逐渐梯度向更具成本优势的国家转移。因此从长期的角度看,我们对公司规模增长的持续性持谨慎的态度。

盈利预测

我们预计公司经增发摊薄股本后10-12年的EPS分别为1.04、1.30、1.62元,基于行业的发展趋势以及公司在行业中所处的地位,我们认为给予20倍的PE较为合理,2011年预测业绩对应的价格为26元。考虑到公司股价较我们上次发布报告时已有明显的涨幅,对外部经济增长的预期较为悲观,以及今年上半年人工成本上涨势头加速等原因,我们将公司的投资评级由“强烈推荐”下调至“推荐”。

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	4464.00	4890.81	5705.19
(+/-)%	1280.57%	39.65%	9.56%	16.65%
经营利润（EBIT）	316.72	478.76	570.94	683.27
(+/-)%		51.16%	19.25%	19.68%
净利润	161.24	306.66	383.87	477.85
(+/-)%	6349.02%	90.19%	25.18%	24.48%
每股净收益（元）	0.69	1.04	1.30	1.62

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

投资建议：

综合估值、目前股价以及对未来盈利的预测来看，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 22.88-26 元人民币。

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	2013E	2014E
营业收入	3,196.50	4,464	4,891	5,705	6,672	7,718
	1280.6%	39.7%	9.6%	16.7%	16.9%	15.7%
减：业务成本	2,609.48	3,620	3,930	4,578	5,347	6,179
营业税费营业税金及附加	4.90	8	9	10	12	14
	18.4%	18.9%	19.7%	19.8%	19.8%	19.9%
营业费用	122.68	165.17	176.07	199.68	233.51	270.12
管理费用	140.55	191.95	205.41	233.91	266.87	308.70
财务费用	83.81	69.88	59.11	46.14	37.30	24.44
其中：利息支出	0.00	76.55	67.24	54.08	46.58	35.23
利息收入	0.00	6.66	8.13	7.95	9.28	10.79
汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	9.77	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	7.16	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.44	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：对联营合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	232.91	408.87	511.83	637.13	774.56	921.07
加：营业外收入	26.37	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	20.60	0.00	0.00	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	0.00	0.00
利润总额	238.68	408.87	511.83	637.13	774.56	921.07
减：所得税	53.70	102.22	127.96	159.28	193.64	230.27
	22.50%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	184.98	306.66	383.87	477.85	580.92	690.81
归属于母公司所有者的净利润	161.24	306.66	383.87	477.85	580.92	690.81
少数股东损益	23.74	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	5.0%	6.9%	7.8%	8.4%	8.7%	9.0%
	6349.0%	90.2%	25.2%	24.5%	21.6%	18.9%
发行在外股份数量(百万股)	235.11	295.11	295.11	295.11	295.11	295.11
基本每股收益	0.69	1.039	1.301	1.619	1.968	2.341
稀释每股收益	0.69					
	2200.0%	50.6%	25.2%	24.5%	21.6%	18.9%
股利	188.88	61.33	76.77	95.57	116.18	138.16
期初未分配利润	(15.78)	368.00	582.66	851.37	1,185.87	1,592.51
提取盈余公积	43.28	30.67	38.39	47.79	58.09	69.08
期末未分配利润	368.00	582.66	851.37	1,185.87	1,592.51	2,076.08

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	2013E	2014E
资产						
流动资产						
货币资金	439.94	892.80	733.62	855.78	1,000.76	1,157.64
交易性金融资产	20.44	22.07	23.84	25.75	27.81	30.03
应收票据	57.12	79.50	87.10	101.60	118.81	137.44
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	230.52	305.75	334.99	390.77	456.97	528.60
其他应收款	41.21	57.55	63.05	73.55	86.01	99.49
预付款项	574.68	610.88	650.17	695.95	749.43	811.22
存货	1,231.17	1,705.90	1,851.75	2,157.33	2,519.91	2,911.92

待摊费用	0.00	0.00	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	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	2,595.08	3,674.45	3,744.51	4,300.72	4,959.69	5,676.33
非流动资产						
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	109.54	109.54	109.54	109.54	109.54	109.54
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,111.74	2,125.79	2,433.30	2,710.81	3,030.91	3,381.11
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	46.54	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	125.83	113.25	100.66	88.08	75.50	62.91
开发支出	0.00	0.00				
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	10.18	10.18	10.18	10.18	10.18	10.18
递延所得税资产	50.89	50.89	50.89	50.89	50.89	50.89
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,454.73	2,409.65	2,704.57	2,969.50	3,277.02	3,614.63
资产总计	4,049.80	6,084.10	6,449.09	7,270.22	8,236.71	9,290.97
流动负债						
短期借款	910.74	890.95	595.55	463.10	289.10	36.80
交易性金融负债	13.28	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
应付票据	1,108.55	1,537.30	1,668.73	1,944.10	2,270.85	2,624.11
应付账款	352.85	446.31	484.47	564.42	659.28	761.84
预收款项	50.85	108.88	172.46	246.63	333.36	433.69
应付职工薪酬	30.92	35.56	40.90	47.03	54.09	62.20
应付股利	16.60	19.09	21.95	25.24	29.03	33.38
应交税费	-5.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付利息	0.79	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	74.95	86.20	99.12	113.99	131.09	150.76
递延收益 - 流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

一年内到期的非流动负债	51.00	58.65	67.45	77.56	89.20	102.58
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,605.46	3,192.94	3,160.62	3,492.08	3,865.99	4,215.36
非流动负债						
长期借款	59.58	119.58	191.58	277.98	381.66	506.08
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	4.37	5.15	6.08	7.18	8.47	9.99
专项应付款	100.00	115.00	132.25	152.09	174.90	201.14
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.20	0.29	0.31	0.37	0.43	0.50
非流动负债合计	164.15	240.02	330.23	437.61	565.46	717.71
负债合计	2,769.61	3,432.96	3,490.85	3,929.70	4,431.46	4,933.07
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	295.11	295.11
资本公积	597.51	1,677.51	1,677.51	1,677.51	1,677.51	1,677.51
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	43.28	73.94	112.33	160.12	218.21	287.29
未分配利润	368.00	582.66	851.37	1,185.87	1,592.51	2,076.08
外币报表折算差额	14.38	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益合计	1,258.28	2,629.22	2,936.32	3,318.60	3,783.34	4,335.98
少数股东权益	21.92	21.92	21.92	21.92	21.92	21.92
所有者权益（或股东权益）合计	1,280.20	2,651.14	2,958.24	3,340.52	3,805.26	4,357.90
负债和所有者权益（或股东权益）总计	4,049.80	6,084.10	6,449.09	7,270.22	8,236.71	9,290.97

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年加盟东兴证券，目前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。