

买入 维持

华孚色纺 (002042)

2014 年 11 月 5 日

新疆产能受惠于政策补贴，锦上添花增厚公司业绩

2014 年 11 月 4 日收盘价：5.10 元，6 个月目标价：6.47 元

纺织服装行业高级分析师 焦娟
SAC 执业证书编号：S0850514040002
电话：021-23219356
Email: jj9604@htsec.com

纺织服装行业分析师 唐琴
SAC 执业证书编号：S0850514070003
电话：021-23212208
Email: tl9709@htsec.com

事件：公司 5 日发布公告，棉纺企业生产用棉财政补贴政策启动，当新疆棉花价格高于同期进口棉价格（到岸价+1%关税）1500 元/吨时，给予纺织企业使用新疆棉补贴。棉花差价按照自治区公布的每个自然年度新疆地产棉花平均价格与同期进口棉平均价格之差确定。补贴资金按照企业生产并实现销售的棉纺产品使用新疆地产棉花和粘胶纤维的数量进行核算。核算确认的棉花和粘胶纤维补贴标准为每吨 800 元。公司布局在新疆的产能 2014 年预计使用新疆地产棉花 6.5 万吨，**预计 2014 年全年将获得新疆地产棉补贴资金 5200 万元**，其中 1-9 月应补充计提补贴收入 3300 万元。

我们保守预计，受益于国家对新疆棉纺织产业的扶持政策，公司所处新疆的产能，将直接受惠超 1 亿元。

上述公告内容，可参照十大优惠政策：7 月 18 日，新疆维吾尔自治区人民政府在北京举行新闻发布会，发布了国家和自治区在新疆发展纺织服装产业带动就业方面制定的十大优惠政策；同时首次发布新疆纺织服装产业的发展规划。十大优惠政策包括 200 亿的专项资金、税收优惠、补贴：（1）设立 200 亿元左右的纺织服装产业发展专项资金，用于园区基础设施建设、企业技改、标准厂房建设等；（2）实施税收特殊优惠政策，将纺织服装企业缴纳的增值税，全部用于支持纺织服装产业发展；（3）实施低电价优惠政策，支持具备条件的纺织工业园区建设配套电厂，切实降低企业用电价格；（4）实施纺织服装运费补贴政策，扩大补贴范围，提高补贴标准，实施南北疆差别化的补贴政策；（5）实施使用新疆棉花补贴政策，对疆内棉纺企业使用新疆棉花按实际用量给予适当补贴；（6）实施企业职工培训补贴政策，对企业招录新员工开展的岗前培训按培训后实际就业人数给予培训费用补贴；（7）实施企业社保补贴政策，对纺织服装企业新招用的新疆籍员工和南疆四地州享受低保的就业人员，均制定特殊补贴政策；（8）支持高标准印染污水处理设施建设，在一定时期内对运营费用给予补贴；（9）加大对南疆地区支持力度，实施更加优惠的政策，在资金安排、项目布局上向南疆地区倾斜；（10）加大金融支持力度，研究制定了一系列金融支持新疆纺织服装产业发展的具体措施。

上述公告主要涉及十大优惠政策中的第 5 条，即用棉补贴；在此之前，10 月 27 日公司发布公告，新疆维吾尔自治区决定对以新疆地产棉花（含粘胶纤维）为原料生产并运往内地销区的棉纱类产品（包括棉纱、棉/粘混纺纱、粘胶纱）和棉布类产品（包括机织本色坯布、色织布和印染布，针织本色、染色坯布），在现有国家和自治区出疆运输费用补贴标准的基础上，进一步提高补贴标准（北疆和东疆地区生产的棉纱类产品，每吨增加补贴 100 元，即：32 支以上棉纱类产品中央和自治区每吨共补贴 800 元，32 支以下每吨共补贴 700 元；南疆地区生产的棉纱类产品，每吨增加补贴 300 元，即 32 支以上每吨共补贴 1000 元，32 支以下每吨共补贴 900 元），**此项公告对应十大优惠政策中的第 4 条，即纺织品服装运费补贴**。公司在 2014 年 1-6 月按旧的运费补贴标准计提了 1612 万元出疆纱运费补贴收入，受益于此，补充计提 1-6 月份出疆纱运费补贴 692 万元，且预计 2014 年 7-12 月计提出疆纱运费补贴收入为 2300 万元，**即全年的出疆纱补贴约 4604 万元**。

根据公司公告，2014 年公司用棉补贴、出疆纱补贴共计约 1 亿元（9804 万元），考虑到十大优惠政策中的税收优惠、电价优惠、培训补贴、营运费用补贴等，**我们判断公司 2014 年实际的补贴将超过 1 亿元**，但考虑到十大优惠政策的实施细则尚未完全公布，体现在公司财务处理方式上，预计也存在一定的不确定性。

我们推荐华孚色纺的逻辑，主要是基于棉纺织产业链 2015 年的恢复，新疆产能的受惠补贴是锦上添花。

色纺纱行业是典型的“小行业、大公司”，在中高档色纺纱领域，华孚色纺、百隆东方是形成垄断地位的双寡头，公司 130 万吨的产能（三分之一在新疆），在中高档色纺纱行业中的市占率约为 50%；公司的业务结构以色纺纱线为主，地域市场以国内为主。

直补政策影响下，国内棉价如期走低，按照海通测算，内外棉差价已收窄至约 2000 元/吨，预计国内棉价 2015 年将在低位窄幅波动。根据我们的判断，2014 年 4 月直补政策出台对棉纺织企业影响将是“短空长多”：短期来看，由于全产业链一致预期棉价将明显下行，纺织行业 13 个环节的下游客户均谨慎下单，且倾向于消化库存、用替代产品，2014 年的部分订单量本质上将挪至 2015 年（预期 2015 年棉价低位运行下，将存在补库存需求），且由于客户下单谨慎，棉纺织企业的毛利率提升将遇到一定阻力，订单量、毛利率的压力将对棉纺织企业 2014 年 3、4 季度的业绩带来一定的压制作用。

有别于 2013 年，本轮棉纺织企业的投资逻辑是产业链的恢复性。2013 年棉纺织龙头的业绩反转主要受低基数效应的影响，核心逻辑点仍然是棉价波动；我们预计 2015 年棉价将低位窄幅波动，棉纺织龙头企业的业绩反弹主要受益于产业链恢复性增长。

我们推荐公司，首先是判断了棉纺织龙头企业 2015 年的业绩弹性，来源于订单量增加、毛利率提升，华孚色纺作为龙头企业之一，我们判断其业绩弹性最大。首先，色纺纱本质上是可选消费品（色纺纱应用于品牌中的某一产品系列，可用可不用，弹性大），相对于鲁泰 A 的色织布产品，弹性更大；其次，公司毛利率相对于百隆东方低，毛利率的小幅波动将明显放大净利润增速的波动；再次，2015 年棉价下行将拉低色纺纱产品的售价，作为可选消费品，色纺纱对普通纱线的替代作用有望更明显。最后，受益于新疆扶持政策，新疆产能的受惠补贴将锦上添花，将进一步提升公司的盈利能力。

我们 9 月底、10 月底的两篇公司深度报告，均已考虑到了公司新疆产能的受惠补贴，维持原有的盈利预测不变，即预计公司 2014-16 年实现归属于母公司净利润分别为 2.35、3.60、4.68 亿元，同增 17.11%、53.29%、30.21%，对应 EPS 分别 0.28、0.43、0.56 元。给予公司略高于均值的估值水平，2015 年 15xPE，对应目标价 6.47 元，买入评级。

主要不确定因素：海外复苏不达预期，国内需求继续恶化、棉价春节后的波动幅度依然过大等。

表 1 棉纺类公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值 (亿元)	2014E 营业收入 (亿元)	每股收益 (元/股)				市盈率 (X)			
					2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
百隆东方	601339.SH	9.53	71.48	47.05	0.68	0.62	0.74	0.82	14.01	15.26	12.80	11.62
新野纺织	002087.SZ	4.92	25.57	-	0.15	--	--	--	31.91	--	--	--
鲁泰 A	000726.SZ	9.37	89.55	67.58	1.04	1.14	1.29	1.43	9.01	8.20	7.25	6.55

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 11 月 4 日收盘价，每股收益及 14 年收入均为 WIND 一致预期值

表 2 华孚色纺盈利预测

纱线	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(百万元)	4411.35	4865.53	5599.46	6159.40	7083.31	8145.81
增长率(YOY)	5.77%	10.30%	15.08%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	18.43%	9.91%	13.11%	11.70%	14.00%	15.00%
销售成本(百万元)	3598.30	4383.38	4865.59	5438.75	6091.65	6923.94
增长率(YOY)	6.46%	21.82%	11.00%	11.78%	12.00%	13.66%
毛利(百万元)	813.05	482.15	733.87	720.65	991.66	1221.87
增长率(YOY)	2.79%	-40.70%	52.21%	-1.80%	37.61%	23.21%
占总销售额比重	89.48%	87.60%	91.79%	91.11%	90.76%	90.39%
占主营业务利润比重	93.22%	91.96%	98.42%	93.74%	94.50%	94.64%
物料	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(百万元)	518.61	688.75	500.96	601.15	721.38	865.65
增长率(YOY)	0.71%	32.81%	-27.27%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	11.40%	6.12%	2.35%	8.00%	8.00%	8.00%
销售成本(百万元)	459.49	646.60	489.18	553.06	663.67	796.40
增长率(YOY)	0.31%	40.72%	-24.35%	13.06%	20.00%	20.00%
毛利(百万元)	59.12	42.15	11.77	48.09	57.71	69.25
增长率(YOY)	3.96%	-28.70%	-72.07%	308.51%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	10.52%	12.40%	8.21%	8.89%	9.24%	9.61%
占主营业务利润比重	6.78%	8.04%	1.58%	6.26%	5.50%	5.36%
合计	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(百万元)	4929.96	5554.29	6100.41	6760.55	7804.69	9011.47
增长率(YOY)	5.21%	12.66%	9.83%	10.82%	15.44%	15.46%
销售成本(百万元)	4057.79	5029.98	5354.77	5991.81	6755.32	7720.34
毛利(百万元)	872.17	524.31	745.64	768.74	1049.37	1291.12
平均毛利率	17.69%	9.44%	12.22%	11.37%	13.45%	14.33%

资料来源: 公司 2011、2012、2013 年报、2014 中报, 海通证券研究所

相关报告:

华孚色纺002042.SZ公司深度报告: 受益于棉纺织产业链的恢复, 且业绩弹性最大(买入, 维持) 20141031

华孚色纺 002042.SZ 三季报点评: 销量稳增及区域优惠政策落实, 推动业绩增速提升(买入, 维持) 20141030

华孚色纺 002042.SZ 公司深度报告: 2015 年受益于棉纺织产业链的恢复, 业绩弹性较大(买入, 调高) 20140930

华孚色纺 002042.SZ 中报点评: 产业布局调整对业绩正面影响将逐渐释放(增持, 首次) 20140825

财务报表分析和预测

价值评估(倍)	2013	2014E	2015E	2016E
P/E	21.21	18.11	11.82	9.07
P/B	1.31	1.25	1.16	1.07
P/S	0.83	0.74	0.68	0.61
EV/EBITDA	13.02	15.77	11.56	9.73

偿债能力指标	2013	2014E	2015E	2016E
资产负债比率	1.42	1.47	1.45	1.41
借款/股东权益	0.96	0.91	0.94	0.99
已获利息倍数	1.57	1.16	1.93	2.30
流动比率	1.20	1.25	1.33	1.41
速动比率	0.62	0.67	0.70	0.74
现金比率	0.17	0.17	0.17	0.17

盈利能力指标(%)	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	13.52	10.77	12.85	13.73
息税摊销折旧利润率	9.40	7.33	8.81	9.23
净利润率	3.21	3.39	4.50	5.08
净资产收益率	6.18	6.89	9.83	11.75
资产回报率	2.53	2.77	4.00	4.86
投资回报率	3.70	2.32	4.36	5.67

经营效率指标(次)	2013	2014E	2015E	2016E
应收账款周转率	5.23	5.21	5.21	5.21
存货周转率	2.51	2.54	2.53	2.52
总资产周转率	0.79	0.82	0.89	0.96
固定资产周转率	2.07	2.46	3.06	3.84

盈利增长(%)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入增长率	8.86	10.82	15.44	15.46
营业利润增长率	228.96	-63.91	70.40	34.42
EBIT 增长率	152.43	-37.41	97.70	36.93
EBITDA 增长率	66.04	-13.66	38.77	20.99
净利润增长率	120.72	17.11	53.29	30.21

利润表(万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	624013	691538	798344	921785
营业成本	535991	612904	691003	789715
营业利润	10344	6311	21323	32514
营业费用	27243	27662	32732	37793
管理费用	3124	7392	9488	12476
利润总额	23881	26060	39948	52018
EBIT	29668	17912	36509	50378
折旧摊销	28064	31502	32423	33193
EBITDA	57732	49414	68932	83571
投资收益	1393	3000	2500	2500
其他营业外收入	14486	21000	20000	21000
所得税	5025	3909	5992	7803
少数股东损益	-1171	-1303	-1997	-2601
净利润	20027	23454	35953	46816
每股收益(元)	0.24	0.28	0.43	0.56

资产负债表(万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	62956	70000	75000	80000
应收款项	119200	132624	153107	176781
存货	213535	241151	273183	313787
流动资产	440189	513229	581425	663046
固定资产	296222	279543	259022	238032
总资产	791851	847804	899397	963744
应付账款	78665	80384	91061	104596
流动负债	368104	409006	437529	471837
长期借款	17585	17585	17585	17585
长期负债	91810	91810	91810	91810
总负债	459914	500817	529339	563647
少数股东权益	7751	6382	4285	1554
股东权益	324187	340605	365772	398543
付息负债	339052	374311	387792	403124
每股净资产(元)	3.89	4.09	4.39	4.78

现金流量表(万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	20027	23454	35953	46816
折旧摊销	28064	31502	32423	33193
营运资金变动	-798	-59039	-48361	-57859
经营活动现金流	48211	-6114	17305	18712
固定资产投资	59309	15000	15000	15000
无形资产投资	16780	3749	3624	3504
资本支出	-908	0	0	0
投资活动现金流	-58109	-15065	-15000	-15000
公司自由现金流	-86	-273	1	32
股权自由现金流	187	-61	-31	-7
债务变化	7585	35259	13481	15332
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	9086	28222	2695	1288
现金净流量	-812	7044	5000	5000
每股经营现金流(元)	0.58	-0.07	0.21	0.22

资料来源: WIND、海通证券研究所、股价为 11 月 4 日收盘价

信息披露

分析师声明

焦娟：纺织服装行业高级分析师
唐苓：纺织服装行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：森马服饰、美邦服饰、富安娜、罗莱家纺、梦洁家纺、探路者、朗姿股份、卡奴迪路、七匹狼、九牧王、报喜鸟、奥康国际、鲁泰 A、百隆东方、华孚色纺、航民股份、美盛文化、浔兴股份、天华超净

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。