

外贸环境+棉价走低影响，纱线放缓 网链高增，期待跨越底部后的恢复

事件

公司 19H1 实现营业收入 73.49 亿元，同比增长 8.22%；归母净利润 3.51 亿元，同比下降 36.36%；扣非归母净利润 2.10 亿元，同比下降 46.33%。

简评

贸易冲突+棉价下跌影响纱线收入，网链高速增长

公司 Q1、Q2 收入分别同增 19.78%、-1.12%，中美贸易冲突和棉价下行是今年以来公司的主要影响因素。上半年纱线产能 189 万锭，基本和年初保持一致，整体收入同降 9.10% 至 36.65 亿元，Q2 纱线销售压力较大，收入下滑，其中出口方面，受中美贸易冲突影响，外部订单整体谨慎，同时美国终端客户减少中国相应上游供应商采购量，因此虽然公司基本无直接出口美国订单，但受到较大间接波及，上半年出口收入同降 25.32% 至 14.79 亿元。用纱线整体收入扣除公司出口收入，作为纱线国内销售的估计，测算得纱线国内收入同增 6.55% 至 21.86 亿元。另外今年以来棉价持续下行，导致成本加成下公司产品单价相应下跌，拉低收入增速。

网链业务保持良好增长，H1 收入同增 41.35% 至 36.56 亿元，公司控制新疆棉花加工、交易规模继续扩大，以收取加工、仓储、运输等固定费用为主，Q2 环比 Q1 加速增长。

网链继续拉低毛利率，业绩承压

H1 综合毛利率 9.87%，同降 2.87 个 pct；Q2 毛利率 9.30%，同降 4.08 个 pct。主因低毛利率网链业务占比提升，上半年网链业务毛利率同比略降 0.32 个 pct 至 4.62%。纱线毛利率亦同比略降 0.23 个 pct 至 14.75%，其中出口毛利率同降 2.60 个 pct 至 1.37%，棉价持续下跌影响定价和毛利空间。

H1 期间费用率 7.22%，同增 0.98 个 pct，管理费用率同增 0.63 个 pct 至 3.18%，主因网链业务规模扩大；财务费用率同增 0.47 个 pct 至 1.83%，主因贷款增加以及利率政策变更导致。收入增速放缓、毛利率降而费用率升，导致上半年扣非业绩出现下滑。

非经常损益方面，受益棉花期货交易和可供出售金融资产收益大增，H1 投资收益同增 205% 至 0.64 亿元，但其他收益同降

华孚时尚 (002042)

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2019 年 09 月 17 日

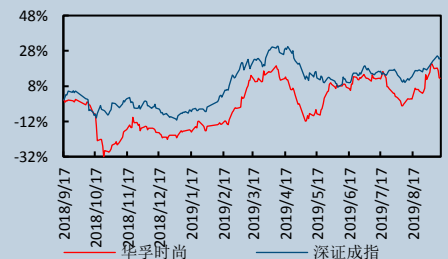
当前股价：7.50 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
11.52/1.42	4.49/-8.1	11.71/-13.15	
12 月最高/最低价 (元)			8.15/4.51
总股本 (万股)			151,937.56
流通 A 股 (万股)			151,814.54
总市值 (亿元)			110.31
流通市值 (亿元)			110.22
近 3 月日均成交量 (万)			607.15
主要股东			
华孚控股有限公司			34.27%

股价表现



相关研究报告

- 18.10.30 【中信建投纺织服装】华孚时尚 (002042):Q3 收入业绩放缓, 毛利率下滑, 政府补助/投资收益大幅提升
- 18.08.24 华孚时尚 (002042): 色纺纱产能有序投放+网链业务快速发展, 业绩强劲增长
- 18.04.26 华孚时尚: 纱线稳增+网链放量+产能释放, 18Q1 业绩延续快增

20.82%至 1.28 亿元，主因政府补助减少，上半年计入损益的政府补助金额合计 2.09 亿元，同降 28.45%。综合影响下 H1 整体业绩跌幅收窄至 36.36%。

H1 末存货金额同增 13.9%至 53.48 亿元，周转天数同增 3 天至 147 天，纱线销售放缓有所影响，但仍在健康水平。应收账款周转天数同降 2 天至 19 天。经营活动现金净流入达 5.31 亿元，去年同期仅 0.11 亿元，主因上半年在棉价持续下跌的情况下，公司采购更加谨慎，购棉支出显著减少。

投资建议：公司新疆、越南产能双轮驱动，目前越南约 30 万锭，第一期 50 万锭已开建，预计明年开始陆续释放，越南产能未来将随下游节奏合理有序释放。上半年由于贸易冲突一波三折，外部订单持续谨慎，叠加需求不振下棉花持续下跌，造成去年棉花成本相对较高，不利于收入计价和毛利率。下半年 3000 亿美元加税名单落地实施，纺服行业关税压力进一步加大的概率不大，同时新棉上市后有望对成本带来有效摊薄，缓解毛利率压力，我们预计公司在跨越上半年底部位置后，下半年迎来环比改善，预计 2019-2020 年归母净利润分别为 5.74 亿、6.92 亿元，对应 PE 分别为 13 倍、11 倍，看好公司色纺纱产业链突出优势，新疆上游网链持续扩大，明年在低基数下有望实现较高弹性，维持“买入”评级。

风险因素：新产能建设不及预期；棉价波动风险；网链业务开拓不顺；汇率及贸易摩擦影响出口等。

表 1：2018-2020 年华孚时尚主要财务指标及预测（单位：百万元）

利润表	2018	2019E	2020E	财务指标	2018	2019E	2020E
营业收入	14,307.4	15,701.8	18,320.7	成长性			
减:营业成本	12,802.5	14,184.7	16,523.2	营业收入增长率	13.6%	9.7%	16.7%
营业税费	89.1	78.5	91.6	营业利润增长率	8.2%	-24.4%	21.7%
销售费用	240.3	251.2	284.0	净利润增长率	11.0%	-23.7%	20.7%
管理费用	397.6	439.7	476.3	EBITDA 增长率	25.1%	-5.4%	20.4%
财务费用	303.1	122.7	182.7	EBIT 增长率	25.3%	-5.5%	26.1%
资产减值损失	48.2	15.0	15.0	NOPLAT 增长率	9.8%	-33.3%	26.8%
加:公允价值变动	5.7	1.8	-5.0	投资资本增长率	16.9%	-31.9%	48.7%
收益							
投资和汇兑收益	80.2	36.6	46.5	净资产增长率	0.7%	13.1%	7.8%
营业利润	857.5	648.4	789.3	利润率			
加:营业外净收支	11.9	14.1	13.3	毛利率	10.5%	9.7%	9.8%
利润总额	869.3	662.5	802.6	营业利润率	6.0%	4.1%	4.3%
减:所得税	115.8	86.1	100.3	净利润率	5.3%	3.7%	3.8%
净利润	751.8	573.5	692.2	EBITDA/营业收入	9.0%	7.7%	8.0%
资产负债表	2018	2019E	2020E	EBIT/营业收入	5.7%	4.9%	5.3%
货币资金	2,963.8	1,256.1	1,465.7	运营效率			
交易性金融资产	43.2	20.0	15.0	固定资产周转天数	119	113	93
应收帐款	1,432.4	1,184.6	1,665.3	流动营业资本周转天数	162	121	110
应收票据	105.2	331.0	178.0	流动资产周转天数	274	226	193
预付帐款	1,051.3	605.9	1,569.6	应收帐款周转天数	32	30	28
存货	5,494.0	3,962.5	6,594.0	存货周转天数	130	108	104
其他流动资产	850.0	400.0	400.0	总资产周转天数	434	372	312
可供出售金融资产	97.8	128.0	128.0	投资资本周转天数	308	254	219
持有至到期投资	-	-	-	投资回报率			
长期股权投资	1.0	1.0	1.0	ROE	10.9%	7.3%	8.1%
投资性房地产	-	-	-	ROA	4.1%	4.1%	4.0%
固定资产	5,098.3	4,748.0	4,739.8	ROIC	8.9%	5.1%	9.5%
在建工程	380.7	408.6	50.9	费用率			
无形资产	630.6	711.7	790.2	销售费用率	1.7%	1.6%	1.6%
其他非流动资产				管理费用率	2.8%	2.8%	2.6%
资产总额	18,462.3	13,958.6	17,771.2	财务费用率	2.1%	0.8%	1.0%
短期债务	9,000.2	2,305.6	2,543.7	三费/营业收入	6.6%	5.2%	5.1%
应付帐款	625.0	2,563.3	1,129.0	偿债能力			
应付票据	35.4	23.0	39.9	资产负债率	60.5%	40.9%	49.9%
其他流动负债				负债权益比	153.1%	69.2%	99.7%
长期借款	276.2	-	3,667.3	流动比率	1.11	1.41	2.37

其他非流动负债				速动比率	0.60	0.69	1.05
负债总额	11,168.8	5,707.6	8,873.3	利息保障倍数	2.69	6.28	5.32
少数股东权益	369.6	372.5	382.6	分红指标			
股本	1,519.4	1,519.4	1,519.4	DPS(元)	0.33	0.03	0.04
留存收益	5,600.6	6,359.2	6,996.0	分红比率	66.9%	8.0%	8.0%
股东权益	7,293.5	8,251.0	8,897.9	股息收益率	3.1%	0.3%	0.3%
现金流量表	2018	2019E	2020E	业绩和估值指标	2018	2019E	2020E
净利润	753.5	573.5	692.2	EPS(元)	0.49	0.38	0.46
加:折旧和摊销	487.5	441.3	487.3	BVPS(元)	4.56	5.19	5.60
资产减值准备	48.2	15.0	15.0	PE(X)	21.5	12.7	10.5
公允价值变动损失	-5.7	1.8	-5.0	PB(X)	2.3	0.5	0.4
财务费用	280.0	122.7	182.7	P/FCF	11.0	0.9	0.9
投资收益	-80.2	-36.6	-46.5	P/S	1.1	-3.3	32.8
少数股东损益	1.7	2.9	10.1	EV/EBITDA	11.3	14.3	14.4
营运资金的变动	-1,865.8	4,031.5	-4,650.1	CAGR(%)	-4.1%	4.0%	0.0%
经营活动产生现金流量	-485.8	5,152.1	-3,314.2	PEG	-5.2	3.2	-659.9
投资活动产生现金流量	98.1	-147.3	-143.5	ROIC/WACC	1.0	0.6	1.0
融资活动产生现金流量	475.3	-6,712.5	3,667.3	REP	1.1	3.5	1.5

资料来源: WIND, 中信建投研究发展部

分析师介绍

史琨：CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

研究助理

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

周博文 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859