

# 短期需求放缓拖累业绩 中长期看好越南产能扩张



## 核心观点

- 18 年公司营业收入与净利润分别同比增长 13.58%与 10.98%，扣非后净利润同比下滑 22.85%，18Q4 公司收入与净利润分别同比下滑 4.1%和 72.38%，盈利下滑主要由于计提资产减值损失以及政府补贴的减少，19Q1 公司收入同比增长 19.78%，净利润同比下滑 21.47%，盈利下滑主要由于政府补贴的减少。年报公司拟每股分红 0.35 元。
- 18 年公司综合毛利率同比下滑 0.67pct，期间费用整体控制较为得当，同比基本持平，一季度末公司应收账款较年初增加 6.13%，存货较年初增加 8.39%，经营活动净现金流同比由负转正。分业务来看，18 年纱线业务产能有序投放，年末达到 189 万锭产能，收入增长 22.68%，毛利率提升 0.68pct（去除会计调整影响，纱线可比口径毛利率有所下滑）；网链业务由于 18Q4 棉价低迷，增速放缓，全年收入同比增长 7.32%，占整体营收 49%，毛利率同比下滑 0.88pct。分地区来看，18 年国内销售同比增长 32.36%，出口销售同比下滑 36.69%。
- 下游需求放缓影响销售与盈利，长期看公司在色纺纱子行业的龙头优势仍较为明显。在下游需求疲软的大环境下，公司收入与纱线产品毛利率也受到一定的影响。长期看随着色纺纱在下游应用领域不断扩大，国内环保监管趋严，色纺纱先染后纺的工艺特点也在推动色纺纱在整个纱线市场的占有率和渗透率提升。行业存在的越来越高的技术、资本、研发、品牌和客户资源壁垒，有利于华孚这样的行业龙头的份额进一步提升。面对贸易战的不确定性，公司将以其规模技术优势，积极拓展新空间、新品类、新客户，进一步降本增效。
- 纱线业务方面，18 年 12 月公司披露拟投资 25 亿元增加越南产能 50 万锭（长期规划 100 万锭），叠加新疆新增产能的投放，生产向低成本区域转移，公司外延仍将保持稳步增长。网链业务依托深耕新疆的供应链资源，未来仍将保持营收规模的较快增长。

## 财务预测与投资建议

- 根据年报，我们下调公司未来 3 年收入与其他收益预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.54 元、0.60 元与 0.66 元（原预测 19-20 年每股收益为 0.62 元与 0.72 元），参考可比公司平均估值，给予公司 19 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 7.56 元，下调公司评级至“增持”。

## 风险提示

- 国内外棉价与人民币汇率大幅波动、新增产能消化不及预期、中美贸易摩擦等。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,597	14,307	16,473	19,081	22,103
同比增长	42.5%	13.6%	15.1%	15.8%	15.8%
营业利润（百万元）	792	857	942	1,045	1,156
同比增长	440.4%	8.2%	9.9%	10.9%	10.7%
归属母公司净利润（百万元）	677	752	826	911	1,005
同比增长	41.4%	11.0%	9.8%	10.4%	10.2%
每股收益（元）	0.45	0.49	0.54	0.60	0.66
毛利率	11.2%	10.5%	10.5%	10.3%	10.1%
净利率	5.4%	5.3%	5.0%	4.8%	4.5%
净资产收益率	12.5%	10.9%	11.5%	12.0%	12.7%
市盈率（倍）	13.9	12.5	11.4	10.3	9.4
市净率（倍）	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (下调)

股价（2019 年 05 月 09 日）	6.08 元
目标价格	7.56 元
52 周最高价/最低价	13.90/4.61 元
总股本/流通 A 股（万股）	151,938/151,772
A 股市值（百万元）	11,471
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2019 年 05 月 09 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-4.6	2.7	34.6	-34.6
相对表现 (%)	-3.2	-2.4	7.0	-39.5
沪深 300 (%)	-1.4	5.1	27.6	4.9



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 施红梅  
021-63325888\*6076  
shihongmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511010001

赵越峰  
021-63325888\*7507  
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860513060001

**联系人** 张维益  
021-63325888-7535  
zhangweiyi@orientsec.com.cn

## 相关报告

- 下游需求放缓拖累 Q3 增速，中期看在细 2018-10-30
- 分领域仍具备优势
- 纱线网链同步增长，龙头优势凸显 2018-08-27

根据年报，我们下调公司未来 3 年收入与其他收益预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.54 元、0.60 元与 0.66 元（原预测 19-20 年每股收益为 0.62 元与 0.72 元），参考可比公司平均估值，给予公司 19 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 7.56 元，下调公司评级至“增持”。

**表 1：可比公司列表**

公司	代码	最新价格 2019/5/8	每股收益（元）			市盈率		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
百隆东方	601339	5.06	0.29	0.38	0.44	17	13	11
新野纺织	002087	4.05	0.47	0.57	0.68	9	7	6
伟星股份	002003	7.18	0.41	0.49	0.55	18	15	13
健盛集团	603558	10.07	0.50	0.62	0.76	20	16	13
新澳股份	603889	9.39	0.51	0.61	0.73	19	15	13
台华新材	603055	10.24	0.63	0.80	0.93	16	13	11
调整后平均值						17	14	12

数据来源：Wind、东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,237	2,964	3,295	4,007	4,863	营业收入	12,597	14,307	16,473	19,081	22,103
应收账款	786	829	1,038	1,221	1,415	营业成本	11,187	12,802	14,741	17,119	19,880
预付账款	479	1,051	1,219	1,412	1,636	营业税金及附加	85	89	103	119	138
存货	4,830	5,494	7,371	9,416	10,934	营业费用	272	240	262	287	315
其他	1,486	1,602	1,985	2,162	2,368	管理费用	422	499	538	591	648
<b>流动资产合计</b>	<b>9,818</b>	<b>11,940</b>	<b>14,907</b>	<b>18,218</b>	<b>21,215</b>	财务费用	232	303	303	326	374
长期股权投资	1	1	1	1	1	资产减值损失	6	48	17	13	12
固定资产	4,381	5,071	5,444	5,763	6,028	公允价值变动收益	(1)	6	0	0	0
在建工程	849	381	382	383	384	投资净收益	28	80	63	60	60
无形资产	600	631	615	599	583	<b>其他</b>	<b>373</b>	<b>446</b>	<b>370</b>	<b>360</b>	<b>360</b>
其他	381	439	131	109	104	营业利润	792	857	942	1,045	1,156
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,213</b>	<b>6,522</b>	<b>6,573</b>	<b>6,855</b>	<b>7,100</b>	营业外收入	9	20	20	20	20
<b>资产总计</b>	<b>16,031</b>	<b>18,462</b>	<b>21,480</b>	<b>25,074</b>	<b>28,315</b>	营业外支出	16	9	8	8	8
短期借款	6,257	9,000	11,132	14,151	16,744	<b>利润总额</b>	<b>786</b>	<b>869</b>	<b>954</b>	<b>1,057</b>	<b>1,168</b>
应付账款	973	402	472	548	636	所得税	83	116	124	137	152
其他	1,261	1,313	1,674	1,831	2,013	<b>净利润</b>	<b>703</b>	<b>753</b>	<b>830</b>	<b>919</b>	<b>1,017</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8,492</b>	<b>10,715</b>	<b>13,278</b>	<b>16,530</b>	<b>19,393</b>	少数股东损益	25	2	4	8	12
长期借款	132	276	276	276	276	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>677</b>	<b>752</b>	<b>826</b>	<b>911</b>	<b>1,005</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.45	0.49	0.54	0.60	0.66
其他	168	178	138	138	138						
<b>非流动负债合计</b>	<b>300</b>	<b>454</b>	<b>415</b>	<b>415</b>	<b>415</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>8,791</b>	<b>11,169</b>	<b>13,693</b>	<b>16,944</b>	<b>19,807</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	357	370	374	382	394	<b>成长能力</b>					
股本	1,013	1,519	1,519	1,519	1,519	营业收入	42.5%	13.6%	15.1%	15.8%	15.8%
资本公积	3,031	2,329	2,525	2,525	2,525	营业利润	440.4%	8.2%	9.9%	10.9%	10.7%
留存收益	2,831	3,076	3,370	3,703	4,070	归属于母公司净利润	41.4%	11.0%	9.8%	10.4%	10.2%
其他	8	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,240</b>	<b>7,294</b>	<b>7,788</b>	<b>8,129</b>	<b>8,508</b>	毛利率	11.2%	10.5%	10.5%	10.3%	10.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,031</b>	<b>18,462</b>	<b>21,480</b>	<b>25,074</b>	<b>28,315</b>	净利率	5.4%	5.3%	5.0%	4.8%	4.5%
						ROE	12.5%	10.9%	11.5%	12.0%	12.7%
						ROIC	7.9%	6.6%	6.0%	5.6%	5.5%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	54.8%	60.5%	63.7%	67.6%	70.0%
净利润	703	753	830	919	1,017	净负债率	61.2%	86.8%	107.8%	131.6%	146.2%
折旧摊销	391	347	431	486	524	流动比率	1.16	1.11	1.12	1.10	1.09
财务费用	232	303	303	326	374	速动比率	0.59	0.60	0.57	0.53	0.53
投资损失	(28)	(80)	(63)	(60)	(60)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(2,194)	(1,679)	(2,468)	(2,376)	(1,881)	应收账款周转率	14.5	16.8	16.7	16.1	16.0
其它	(425)	(130)	439	13	12	存货周转率	3.0	2.5	2.3	2.0	1.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,321)</b>	<b>(486)</b>	<b>(528)</b>	<b>(691)</b>	<b>(14)</b>	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
资本支出	(1,675)	(614)	(744)	(771)	(771)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(2)	33	(2)	0	0	每股收益	0.45	0.49	0.54	0.60	0.66
其他	420	679	66	60	60	每股经营现金流	-0.87	-0.32	-0.35	-0.46	-0.01
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,257)</b>	<b>98</b>	<b>(680)</b>	<b>(711)</b>	<b>(711)</b>	每股净资产	4.53	4.56	4.88	5.10	5.34
债权融资	20	(104)	242	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	2,206	(0)	0	0	0	市盈率	13.9	12.5	11.4	10.3	9.4
其他	1,289	579	1,297	2,115	1,581	市净率	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,515</b>	<b>475</b>	<b>1,539</b>	<b>2,115</b>	<b>1,581</b>	EV/EBITDA	11.5	10.8	9.7	8.8	7.9
汇率变动影响	(42)	(4)	0	0	0	EV/EBIT	15.9	14.0	13.1	11.9	10.7
<b>现金净增加额</b>	<b>895</b>	<b>83</b>	<b>331</b>	<b>712</b>	<b>856</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

