

棉纺

孔军

021-62178407

Kongjun@cjis.cn

华孚色纺

002042

中性

色纺纱领域龙头、染色行业新宠

公司作为色纺纱龙头企业，在行业内具有规模、技术、品牌等优势，色纺纱与传统染色相比具有较大的优势，未来在面料领域中的应用将不断扩大，公司未来具有增长潜力。另外公司在不断扩大生产规模同时也开始涉足房地产领域。但是鉴于公司目前股价偏高，我们暂时给予公司“中性”的投资评级。

投资要点：

- 公司实际控制人为孙伟挺和陈玲芬，公司限售股减持风险较小。公司重组后，华孚控股为公司第一大股东，实际控制人为孙伟挺和陈玲芬（2 人各占华孚控股 50% 的股权）。华孚控股、华人投资、飞亚集团及 8 位自然人均承诺新增股份在 36 个月内不转让，即 2012 年 6 月 9 日前不会减持。因此近期公司限售股减持压力较小。
- 公司利润来源于色纺纱，09 年继续保持增长。公司重组后，主要业务为色纺纱，从公司公布的 09 年备考预测审核报告可以看出，09 年公司色纺纱为公司创造的主营利润将占到总的 92%。由于目前全球纺织行业处于低谷，预计 09 年底将会逐渐走出谷底。因此公司目前的生产经营情况看，公司 09 年色纺纱业务将在 08 年的基础上继续保持增长，同时毛利率也将有所提高。
- 色纺纱特点决定其在面料中应用比例将提高，但是是一个逐渐的过程。色纺纱能实现传统白坯布染色所不能达到的朦胧的立体效果和质感。色纺纱使用起来无污染，还可以最大程度地控制色差。另外色纺纱的出现打破了纺织行业边界，更方便地实现了棉、麻、毛、丝、化纤等多种原料的自由混纺。还有色纺纱产品的水、电、汽消耗及污水排放与处理具有节能性和环保性。未来随着人们生活水平的提高，以及对自然色的追求，色纺纱在纺织面料中的应用比例会逐渐提高，但是这个逐渐提高的过程和时间会预计会比较长。
- 公司作为行业细分龙头将保持稳定增长。虽然色纺纱应用市场的提高需要一个逐步的过程，但是发展的趋势是确定的，若未来经济快速发展，不排除市场对色纺纱的需求又一个开速增长的需求，因此作为色纺纱的龙头企业，华孚色纺公司未来将保持稳定增长，若全球经济转好，不排除快速增长的可能。
- 公司正在不断地扩建项目，2010 年或将有房地产收入。公司目前在浙江上虞地区正在建设华孚色纺工业园二期，二期项目建设成功，公司的生产能力将在原来的 70 万锭基础上再增加 20 万锭，继续保持行业龙头地位。另外平湖华孚参股子公司平湖雅园置业于 09 年 7 月 14 日以人民币 21829 万元竞得位于平湖市环城西路 150 号的 76593.4 平方米土地（土地价格约 2850 元/平方），平湖雅园将在该地块上进行商业地产项目开发。虽然这一项目对公司 09 年业绩不会有影响，但是 2010 年公司或将有一块房地产业务收入。
- 给予公司“中性”的投资评级。我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.52、0.64、0.88 元，09-11 年 P/E 为 28.43、23.03、16.82 倍，公司股价目前偏高，暂给予“中性”评级。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	232	3609	4042	4539
同比(%)	-46%	1459%	12%	12%
归属母公司净利润(百万元)	3	122	150	206
同比(%)	-96%	4773%	23%	37%
毛利率(%)	-7.8%	14.5%	15.1%	15.7%
ROE(%)	1.2%	7.6%	8.6%	10.5%
每股收益(元)	0.01	0.52	0.64	0.88
P/E	1385.18	28.43	23.03	16.82
P/B	16.15	2.17	1.98	1.77
EV/EBITDA	-89	9	7	6

资料来源：中投证券研究所

6-12 个月目标价： 16.00 元

当前股价： 14.71 元

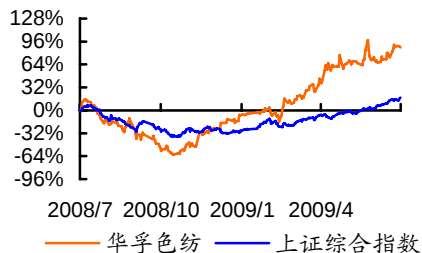
评级调整： 初次评级

基本资料

上证综合指数	3188.55
总股本(百万)	235
流通股本(百万)	74
流通市值(亿)	11
EPS (TTM)	0.11
每股净资产(元)	0.93
资产负债率	48.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华孚色纺	7.84	31.69	100.6
上证综合指数	14.30	25.73	66.05

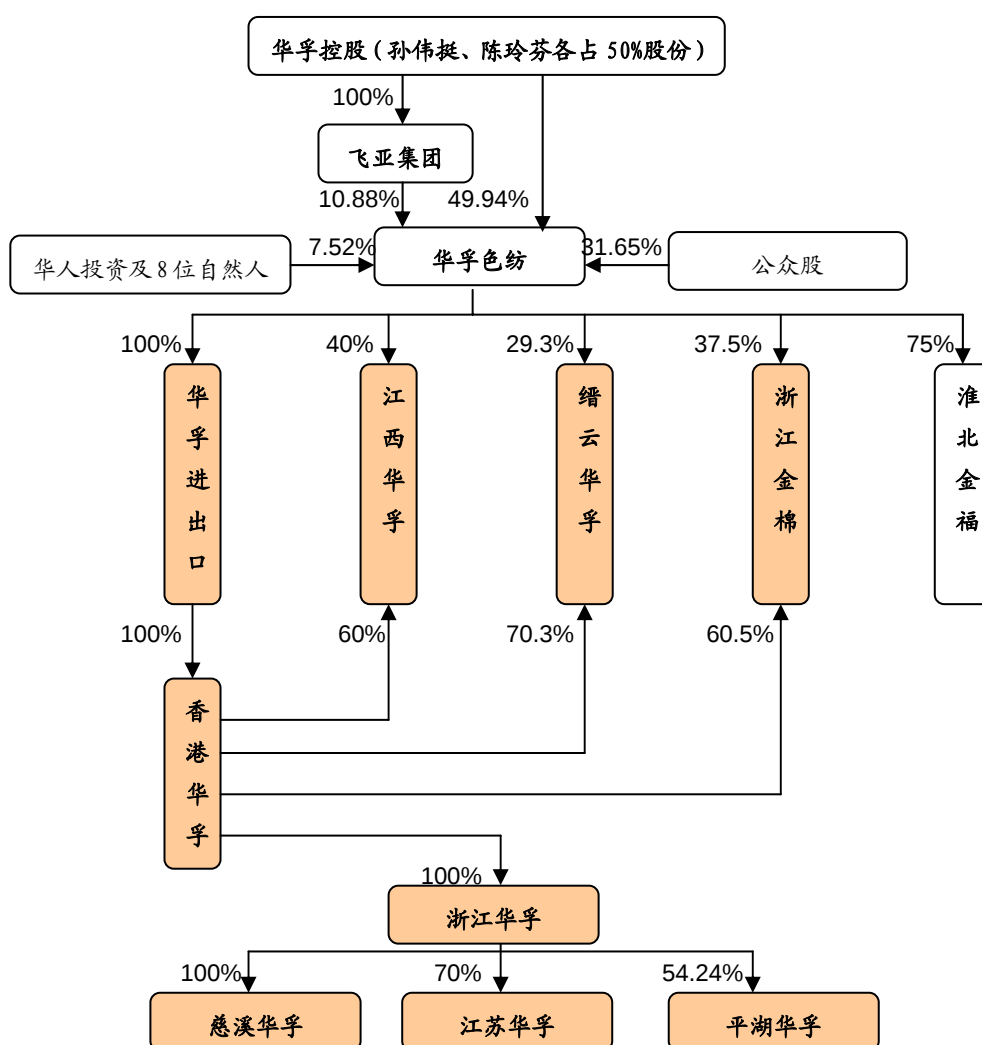


相关报告

一、孙伟挺、陈玲芬为公司实际控制人

华孚色纺原为飞亚股份，09.4.29 公司获得证监会批准发行股份方式收购华孚控股、华人投资以及 8 位自然人的色纺资产。注入的资产始创于 1993 年，总部设在中国深圳，是一家面向全球专注经营高档新型纱线的制造商和供应商，在色纺纱线领域是已全球的龙头之一（主要竞争对手为宁波百隆）。09.6.19 经安徽省工商行政管理局核准，公司注册名称由“安徽华孚色纺股份有限公司”变更为“华孚色纺股份有限公司”——华孚色纺。

公司重组后，华孚控股为公司第一大股东，实际控制人为孙伟挺和陈玲芬（2 人各占华孚控股 50%的股权），股权关系如下图（涂色部分为本次注入资产）。



资料来源：公司公告，中投证券研究所

二、公司限售股减持风险较小

股份公司股权分置改革方案于 2005 年 11 月 7 日实施完毕，当时的限售股东共有 6 家，持有股份公司限售股份情况如下表。

图表 1 原飞亚股份大股东解禁时间表

	限售股总数（万股）	解禁日期
安徽飞亚纺织集团	500	06.11.7
	1000	07.11.7
	4554.91	08.11.7
淮北市国有资产运营公司	108.93	06.11.7
安徽省国有资产运营公司	54.46	06.11.7
淮北印染集团公司	27.23	06.11.7
上海市纺织科研院	27.23	06.11.7
东华大学科技园发展公司	27.23	06.11.7

资料来源：公司年报、中投证券研究所

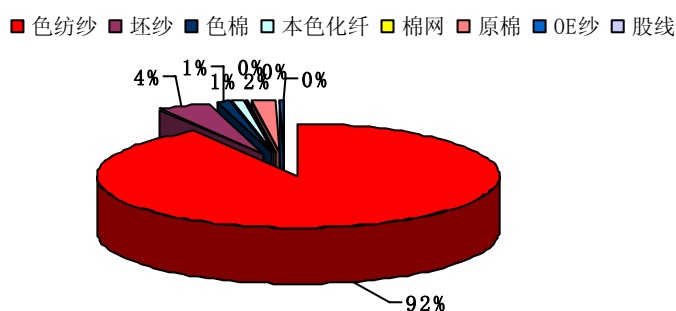
自 08.11.7 起，飞亚集团剩余的限售股以及 08 年初转让给赵伟光、廖煜、陈敏等四名股东的限售股份（合计 4054.91）股已经具备了上市流通资格，该部分解禁股占流通股（以 08.12.31 计）的比例为 68.2%。但是华孚控股、华人投资、飞亚集团及 8 位自然人均承诺新增股份在 36 个月内不转让，即 2012 年 6 月 9 日前不会减持。因此近期公司限售股减持压力较小。

二、公司利润来源于色纺纱，09 年继续保持增长

2.1 公司产品主要为色纺纱

公司重组后，主要业务为色纺纱，从公司公布的 09 年备考预测审核报告可以看出，09 年公司色纺纱为公司创造的主营利润将占到总的 92%。色纺纱是公司最主要利润来源，在未来的一段时间里，公司的这一利润来源结构不会改变，如图表 2。

图表 2 华孚色纺 09 年各类产品主营毛利结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

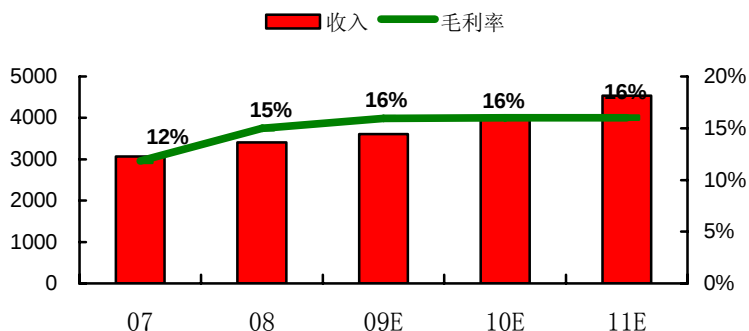
2.2 公司色纺纱业务 09 年继续保持稳定增长

公司色纺纱产品直接出口比例约为 40%，加上间接出口，公司色纺纱出口比例约占 55%左右。08 年公司虽然也受到金融危机的影响，但是作为色纺纱这一细分领域的龙头，影响较小。进入 09 年，公司订单情况恢复良好，目前

产品供不应求，同时由于棉花价格较上年同期有所下降（09年上半年较08年上半年平均下降了10%左右），公司的毛利率得以增长。

由于目前全球纺织行业处于低谷，预计09年底将会逐渐走出谷底。因此公司目前的生产经营情况看，公司09年色纺纱业务将在08年的基础上继续保持增长，同时毛利率也将有所提高，如图表3。

图表3 公司近年来收入、毛利率情况（单位：百万元）



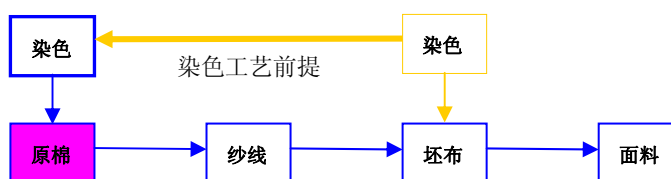
资料来源：公司年报、中投证券研究所

三、色纺纱特点决定其在纺织印染业中的地位

3.1 色纺纱的优势之一：独特的混色效果

色纺纱是先将纤维染成有色纤维（华孚公司色纺纱主要是将原棉先染色），然后将两种以上不同颜色的纤维经过充分混合后，纺制成具有独特混色效果的纱线。色纺纱工艺流程颠倒了传统的“纤维—纱线—布—染料—料—做衣”的生产流程，将原来在坯布这道生产链中进行的染色提前到最前端，如图表4。

图表4 华孚色纺色纱纺织工艺特点



资料来源：中投证券研究所整理

色纺纱由于先将纤维染色，再将两种以上不同颜色的纤维经过充分混合后，因此这样的工艺能实现传统白坯布染色所不能达到的朦胧的立体效果和质感。色纺纱使用起来无污染，还可以最大程度地控制色差。因此，颜色柔和时尚、能够应对小批量多品种灵活生产的色纺纱，被越来越多地运用于中高档服饰产品中。另外色纺纱的出现打破了染色行业边界，更方便地实现了棉、麻、毛、丝、化纤等多种原料的自由混纺。



色纺纱在同一根纱线上显现出多种颜色，色彩丰富、饱满柔和，用色纺纱织成的面料具有朦胧的立体效果。华孚不仅提供优质的色纺纱产品，还致力于将国际流行色在色纺纱领域进行演绎，丰富了色纺纱的色系和流行时尚，大大拓宽了服饰的色彩世界，满足了消费者对时尚的追求，也赢得了国内外终端品牌设计师与色彩领域专家的肯定和赞誉。

3.2 色纺纱优势之二：节能、环保

色纺纱这种工艺进行染色，在成本节约和环保方面具有较大的优势。据历年大量数据统计，色纺纱产品平均色比为 35%左右，这就意味着仅需对 35%-40% 的原料进行染色（考虑消耗及制成率因素）；而色织布、匹染布，则基本都需 100% 染色（或部分漂白、增白）。因此色纺纱产品的水、电、汽消耗及污水排放与处理具有节能性和环保性。华孚牌色纺纱生产工艺比传统的先纺后染工艺可节约用水 50%左右，减少污水排放 50%左右，在环保方面具有明显优势。

3.3 色纺纱在面料中应用比例将提高，但是一个逐渐的过程

目前在服装面料领域中应用比例分别为：针织面料 20%、毛衫 40%、梭织布 5%左右。色纺纱能够生产具有普通印染所达不到的色彩效果，色彩含蓄、朦胧、仿自然色效果好，因此它在高档针织面料和毛衫应用比例较多。在大众产品中由于价格较高，因此应用比例较少。

色纺纱公司复杂等因素决定了其价格要比传统染色要高，因此面料价格也高，但是对于许多消费者来说，还愿意为了色彩的细小差别而付出高价，因此目前面料市场还是以传统染色为主，特别是面料大头——梭织布面料饮用色纺纱的比例较小。

未来随着人们生活水平的提高，以及对自然色的追求，色纺纱在纺织面料中的应用比例会逐渐提高，但是这个逐渐提高的过程和时间会预计会比较长。

四、公司未来具有可持续发展潜力

4.1 公司作为行业细分龙头将保持稳定增长

色纺纱目前在纺织面料领域应用的比例还不高，但是随着消费者对色彩的要求不断提高，同时随着色纺纱工艺技术的不断改进，色纺纱应用的比例将会不断提高。

华孚色纺公司作为色纺领域的龙头企业，在技术、产品创新、产品对市场的快速反应都较为领先。目前华孚申报的国家发明专利、实用新型专利共计 32

项，已经授权的国家发明专利有 9 项，实用新型专利 2 项。另外公司的浙江上虞华孚色纺工业园一期园区内建有 4000 多平米的研发中心，下设色彩、纤维、染色、纺纱四个研究所，以及具有一流水准的 2000 锭打样实验工厂，广泛开展流行色彩、新材料、新工艺、新产品的研究。这些都为公司未来的技术创新、产品创新、产品对市场的快速反应奠定了扎实的基础。

虽然色纺纱应用市场的提高需要一个逐步的过程，但是发展的趋势是确定的，若未来经济快速发展，不排除市场对色纺纱的需求又一个开速增长的需求，因此作为色纺纱的龙头企业，华孚色纺公司未来将保持稳定增长，若全球经济转好，不排除快速增长的可能。

4.2 公司正在不断地扩建项目，2010 年或将有房地产收入

公司目前经营 100 万纱锭，若浙江上虞地区华孚色纺工业园二期建设完成，公司的生产能力将在原来基础上再增加 20 万锭，继续保持行业龙头地位。另外二期项目中有住宅和学校等公建设施，预计若这些公建设施对社会开放，也将为公司带来一定的收益。



另外因浙江平湖的城市旧区改造，公司控股子公司平湖华孚金瓶纺织有限公司（以下简称“平湖华孚”）所在地纳入拆迁范围。平湖华孚参股子公司平湖雅园置业有限公司已于 09 年 7 月 14 日以人民币 21829 万元竞得位于平湖市环城西路 150 号的 76593.4 平方米土地（土地价格约 2850 元/平方），平湖雅园将在该地块上进行商业地产项目开发。虽然这一项目对公司 09 年业绩不会有影响，但是 2010 年公司或将有一块房地产业务收入。

五、盈利预测假设及投资建议：

5.1 盈利预测假设

- 1、本预测根据公司现有经营状况，若公司今后有重大的基本面变化，以调整数据为准。
- 2、本预测不考虑公司送配股而引起股本变化。
- 3、本预测假设国内外经济 2010 年开始恢复增长。
- 4、本预测不包含未来的房地产收入。

图表 5 盈利预测假设表（单位：百万元）

	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,609.19	4,041.64	4,538.96
色纱	2,883.02	3,315.47	3,812.79

坯纱	534.05	534.05	534.05
色棉	62.10	62.10	62.10
本色化纤	16.95	16.95	16.95
棉网	40.22	40.22	40.22
原棉	51.23	51.23	51.23
OE 纱	15.55	15.55	15.55
股线	6.07	6.07	6.07
毛利率			
色纱	16.54%	17.03%	17.55%
坯纱	4.14%	4.14%	4.14%
色棉	9.52%	9.80%	10.10%
本色化纤	24.48%	24.48%	24.48%
棉网	2.36%	2.36%	2.36%
原棉	19.85%	19.85%	19.85%
OE 纱	10.80%	10.80%	10.80%
股线	4.78%	4.78%	4.78%

资料来源：公司数据、中投证券研究所

5.2 盈利预测结果

图表 6 盈利预测结果

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	232	3609	4042	4539
营业成本	250	3087	3431	3824
营业税金及附加	1	7	8	9
营业费用	4	105	117	132
管理费用	35	115	129	145
财务费用	10	96	112	97
资产减值损失	12	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	-81	193	239	327
营业外收入	89	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	1	193	239	327
所得税	0	48	60	82
净利润	1	145	179	245
少数股东损益	-1	23	29	39
归属母公司净利润	3	122	150	206
EBITDA	-39	385	513	586
EPS (元)	0.03	0.52	0.64	0.88

资料来源：公司数据、中投证券研究所

5.3 投资建议

根据以上对公司的分析，我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.52、0.64、0.88 元，09-11 年 P/E 为 28.43、23.03、16.82 倍，公司股价目前偏高，暂给予“中性”评级，未来 6-12 月的目标价格为 16 元。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	140	3240	3515	3831	营业收入	232	3609	4042	4539
现金	26	800	800	800	营业成本	250	3087	3431	3824
应收账款	7	217	242	272	营业税金及附加	1	7	8	9
其它应收款	0	72	81	91	营业费用	4	105	117	132
预付账款	2	617	686	765	管理费用	35	115	129	145
存货	95	1389	1544	1721	财务费用	10	96	112	97
其他	9	144	162	182	资产减值损失	12	5	5	5
非流动资产	284	1441	1279	1117	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	271	1439	1277	1114	营业利润	-81	193	239	327
无形资产	2	2	2	2	营业外收入	89	0	0	0
其他	1	0	0	0	营业外支出	8	0	0	0
资产总计	424	4681	4795	4947	利润总额	1	193	239	327
流动负债	202	2944	2878	2785	所得税	0	48	60	82
短期借款	65	1915	1734	1508	净利润	1	145	179	245
应付账款	90	247	275	306	少数股东损益	-1	23	29	39
其他	47	782	870	970	归属母公司净利润	3	122	150	206
非流动负债	3	113	113	114	EBITDA	-39	385	513	586
长期借款	3	113	113	114	EPS (元)	0.03	0.52	0.64	0.88
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	205	3056	2991	2898	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	5	28	57	96	成长能力				
股本	100	235	235	235	营业收入	-46.3%	1458.8	12.0%	12.3%
资本公积	119	1244	1244	1244	营业利润	-236.3	139.3%	23.4%	37.0%
留存收益	-4	118	268	474	归属于母公司净利润	-95.7%	4772.6	23.4%	37.0%
归属母公司股东权益	214	1597	1747	1953	获利能力				
负债和股东权益	424	4681	4795	4947	毛利率	-7.8%	14.5%	15.1%	15.7%
现金流量表					净利率	1.1%	3.4%	3.7%	4.5%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	1.2%	7.6%	8.6%	10.5%
经营活动现金流	11	-1099	293	321	ROIC	-28.7%	7.6%	9.2%	11.1%
净利润	1	145	179	245	偿债能力				
折旧摊销	32	96	162	162	资产负债率	48.3%	65.3%	62.4%	58.6%
财务费用	10	96	112	97	净负债比率	32.80	66.32%	61.73	55.96%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	0.69	1.10	1.22	1.38
营运资金变动	44	-1419	-160	-183	速动比率	0.18	0.63	0.68	0.76
其它	-75	-18	0	0	营运能力				
投资活动现金流	75	-1251	0	0	总资产周转率	0.54	1.41	0.85	0.93
资本支出	1	1261	0	0	应收账款周转率	13	31	18	18
长期投资	0	-10	0	0	应付账款周转率	4.64	18.30	13.16	13.18
其他	76	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-69	3124	-293	-321	每股收益(最新摊薄)	0.01	0.52	0.64	0.88
短期借款	-54	1850	-181	-225	每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	-4.68	1.25	1.37
长期借款	-8	110	0	1	每股净资产(最新摊薄)	0.91	6.79	7.43	8.31
普通股增加	0	135	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	1125	0	0	P/E	1385.1	28.43	23.03	16.82
其他	-8	-97	-112	-97	P/B	16.15	2.17	1.98	1.77
现金净增加额	17	774	0	0	EV/EBITDA	-89	9	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

孔军, 中投证券研究所纺织服装行业分析师, 中国纺织大学工学硕士, 7 年行业分析经历, 7 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 鲁泰 A、孚日股份、报喜鸟、雅戈尔、伟星股份、烟台氨纶、七匹狼、山东如意、美邦服饰等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434