



可选消费品/纺织服装

华孚色纺 (002042)

资产整合与扩张将持续

——华孚色纺 2009 年报点评

	张威	李质仙
	010-59312817	010-59312812
	zhangwei7452@gtjas.	lizhixian@gtjas.com

本报告导读:

预计公司未来三年 EPS 分别为 1.07 元、1.24 元和 1.44 元。目前动态市盈率不到 18 倍，处于行业内最低水平，维持“增持”评级。若股价继续下跌建议积极买入。

投资要点:

- 09 年公司完成销售收入 31.97 亿元，同比下降 6.21%，实现净利润 1.85 亿元，同比上升 10.43%，完成此前资产注入时的业绩承诺。09 年归属于母公司净利润 1.61 亿元，按 2.35 亿总股本摊薄测算，每股收益 0.69 元，不分红不送股。
- 09 年公司综合毛利率 18.36%，同比提高 2.86 个百分点。存货周转率 2.28，同比下降 0.67。其中，原材料存货占比由 09 年初的 18.89% 升至 31.37%，增速快于棉价增速，说明公司为应对棉价上涨进行了较多的原材料储备。
- 公司计划分别以 2782 万元、6107 万元的价格收购宁海华联和余姚华联的生产设备，收购完成后将彻底解决与大股东的同业竞争问题。此次收购对上市公司销售收入没有影响，但会带来毛利率的提升。
- 公司计划以 6217 万元收购新疆华孚 100% 的股权，并投入 2600 万元进行技改，技改完成后公司将新增色纺纱产能 13 万锭，年产量 19500 吨。
- 公司拟发行不超过 6000 万股，募集资金净额不超过 9.8 亿元，用于新疆五家渠 12 万锭色纺纱项目及浙江上虞 8 万锭半精纺纱线项目。项目达产后，公司自有的色纺纱产能将达到 115.25 万锭，在行业内的龙头地位将进一步得到巩固。
- 预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 1.07 元、1.24 元和 1.44 元。目前公司 2010 年动态市盈率不到 18 倍，基本处于板块内最低水平。考虑到公司在细分子行业中的龙头地位以及未来成长性，我们认为股价存在低估。维持“增持”评级，目标股价 25 元。
- 公司定向增发底价 16.58 元，当前股价较定增价仅溢价 15%，具有很高的安全边际，若未来股价继续下跌将提供非常好的买入机会。
-

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	232	3197	3743	4220	4930
(+/-)%	-46	1281	17	13	17
经营利润 (EBIT)	-71	316	394	453	530
(+/-)%	51	-	24	15	17
净利润	3	161	252	291	340
(+/-)%	-	6349	56	15	17
每股净收益 (元)	0.03	0.69	1.07	1.24	1.44
每股股利 (元)					

利润率和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	-31	10	11	11	11
市盈率	1802	28	18	16	13
股息率 (%)					

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 25.00

上次预测: 19.00

当前价格: 19.16

2010.03.01

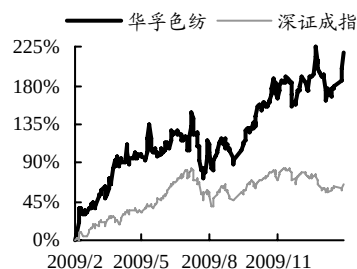
交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.54-21.90
总市值 (百万元)	4,928
总股本/流通 A 股 (百万股)	235/74
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	32%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	46

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,258
每股净资产	5.35
市净率	3.9
资产负债率	68%

52 周内股价走势图



相关报告

《出口订单饱满 盈利能力提升》	2009.08.03
《期待资产注入尽快完成》	2009.04.20
《色纺纱行业的龙头公司》	2009.02.27

1. 净利润同比增长 10.43%，实现业绩承诺

华孚色纺 2008 年借壳原飞亚股份上市，2009 年 4 月完成资产置换，将自有的色纺纱资产注入，5 月起合并报表。2009 年全年，公司完成销售收入 31.97 亿元，按可比口径计算同比下降 6.21%，实现净利润 1.85 亿元，同比上升 10.43%，完成此前资产注入时的业绩承诺（净利润不低于 1.81 亿元）。

根据公司重大资产重组对标的资产交割前后的利润归属约定，09 年 1-4 月实现的净利润 2164 万元归原股东所有。因此，09 年归属于母公司净利润为 1.61 亿元，按总股本 2.35 亿全面摊薄测算，每股收益 0.69 元。09 年公司不分红不送股。

2009 年公司与关联方（大股东控股的宁海华联、余姚华联、宁波华联和安徽新一棉）的交易模式由双经销改为独家委托加工，只产生加工费用，不构成关联销售，是销售收入同比下降的原因，对利润不构成影响。

公司主要产品中，色纺纱销售收入 28.33 亿元，同比增加 15.15%，占公司营业总收入的 88.61%；原飞亚股份主营的坯纱坯布收入 1.99 亿元，同比下降 48.35%；配套物料销售收入 1.09 亿元，同比下降 77%。公司已完成对原飞亚股份的产能改造，将坯纱生产全部升级为色纺纱，未来色纺纱收入占比还将继续提升。

09 年公司香港及国际贸易完成收入 12.08 亿元，同比增长 16.03%；其中国际贸易收入增速达到 59%，在全球金融危机，中国纺织品服装出口同比下降 10% 的背景下，公司取得如此成绩实属不易。国内贸易收入 19.32 亿元，同比下降 15.2%，主要由前面提到的关联交易方式改变导致。目前公司收入结构中，出口与内销的占比分别为 38% 和 62%。

2. 财务指标全面向好

09 年公司综合毛利率 18.36%，同比提高 2.86 个百分点。产品创新和差异化是毛利率提高的主要原因。09 年公司新产品销量同比增长 49.26%，产品结构优化率提高了 3 个百分点。销售均价 3.3 万元/吨，较 08 年有所提高。

09 年公司期间费用同比下降 11.93%。三项费用中，销售费用率 3.84%，同比提高 0.79 个百分点。其余两项费用水平均有下降，管理费用率 4.40%，同比下降 0.73 个百分点；财务费用率 2.62%，同比下降 0.75 个百分点。公司加强内部管理，调整融资结构等措施收效显著。

公司应收账款周转率 16，同比提高 3.55，系公司针对客户信用风险加大的情况，调整客户结构，加大催收力度所致。存货周转率 2.28，同比下降 0.67，从存货结构来看，原材料存货占比由 09 年初的 18.89% 升至 31.37%，增速快于棉价增速，说明公司为应对棉价上涨进行了较多的原材料储备。公司在年报中也提到目前锁定的棉花资源在 7 个月以上，这

对公司 2010 年的经营是十分有利的。

09 年底，公司流动比率 0.97，速动比率 0.51，分别较 08 年下降 0.07 和 0.12。资产负债率 67.96%，同比下降 0.04 个百分点。公司扩张以收购兼并为主，之前融资渠道单一，造成资金压力较大。公司已经公告了定向增发预案，预计募集资金到位后偿债能力会有明显改善。

表 1：华孚色纺主要财务指标（可比口径）

	2008	2009
流动比率	1.04	0.97
速动比率	0.63	0.51
资产负债率	68.00%	67.96%
毛利率	15.50%	18.36%
销售费用率	3.05%	3.84%
管理费用率	5.13%	4.40%
财务费用率	3.37%	2.62%
应收账款周转率	12.45	16.00
存货周转率	2.95	2.28
总资产周转率	0.89	0.82

数据来源：公司公告、国泰君安证券

3. 通过收购解决同业竞争，进一步扩大产能

公司披露年报的同时，公告了一系列与大股东之间进行的并购整合方案，包括收购新疆华孚、收购宁海华联、余姚华联机器设备，出售闲置资产等。

宁海华联、余姚华联为公司大股东华孚集团的控股子公司，以生产色纺纱为主，产能分别为 6 万锭/年和 5 万锭/年，年产色纺纱 16500 吨。此前以独家委托的方式生产上市公司的订单，赚取加工费，与上市公司形成同业竞争。上市公司计划分别以 2782 万元、6107 万元的价格收购两公司的生产设备，今后按年缴纳厂房和土地租赁费，原址进行生产。收购完成后，上市公司与大股东同业竞争的问题将彻底解决。此次收购对上市公司销售收入没有影响，但会带来毛利率的提升。

新疆华孚全资控股五家渠华孚、天宏新八棉两家公司，以生产坯纱坯布为主。上市公司计划以 6217 万元价格收购新疆华孚 100% 的股权，并投入 2600 万元进行技改，技改完成后公司将新增色纺纱产能 13 万锭，年产量 19500 吨。

此外，公司将部分闲置设备以 5120 万元的价格转让给第二大股东华人投资（与大股东华孚集团属同一实际控制人）。

4. 定向增发巩固行业龙头地位

1 月 15 日，公司公告非公开增发预案，拟发行不超过 6000 万股，募集资金净额不超过 9.8 亿元，用于新疆五家渠 12 万锭色纺纱项目及浙江上

虞 8 万锭半精纺纱线项目。发行价格不低于 16.56 元，锁定期 1 年。发行尚需股东大会通过和证监会核准。

假设此次发行按确定的底价进行，发行后公司总股本将扩大至 2.95 亿股。公司实际控制人孙伟挺夫妇持股比例由 66.77% 降至 53.20%，控制权不发生改变。

新疆、上虞两个项目的建设期均为两年，其中上虞项目已于 09 年 12 月开始组织实施，新疆项目尚未开建。项目达产后公司将新增色纺纱产能 22593 吨、半精纺纱产能 12000 吨，较现有产能扩张 23%。公司测算两项目达产后每年收入和净利润将分别增加 14.33 亿元和 2 亿元。公司在色纺纱行业的龙头地位将进一步巩固。

5. 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

公司目前自有的色纺纱产能约为 86.25 万锭，新疆华孚技改完毕后，色纺纱产能将提高至 99.25 万锭，2012 年新疆、上虞两个募投项目建成后，公司自有产能将进一步增加至 115.25 万锭。

综合 2009 年年报信息，以及此前调研了解的情况，我们对公司未来几年的业绩进行预测，用到的单价、产能利用率等假设见表 2，预测结果如表 3 所示。

我们测算公司 2010 年销售收入 37.43 亿元，同比增长 17.08%，实现净利润 2.52 亿元，同比增长 36%，对应每股收益 1.07 元。公司在年报中提到 2010 年经营目标为收入增长 15%，净利润增长 30%，我们认为实现这一目标的可能性是很大的。

预计 2011、2012 年公司净利润分别为 2.9 亿和 3.4 亿，复合增长率 16.62%，对应每股收益分别为 1.24 元和 1.44 元。2012 年开始公司募投项目逐渐发挥效益，预计业绩还会迎来较大幅度的增长。

表 2：色纺纱收入利润预测

	2009	2010E	2011E	2012E
自有产能（锭）	862500	992500	992500	1152500
理论产量（吨）	129375	148875	148875	172875
产能利用率	66.36%	68.00%	75.00%	72.00%
销售量（吨）	85856	101235	111656	124470
平均销售价格（万元）	3.3	3.5	3.6	3.8
销售收入（万元）	283325	354323	401963	472986

数据来源：公司公告、国泰君安证券

注：参考公司销售情况，假设产销率保持 100%

表 3: 华孚色纺利润表预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	43131	23153	319650	374323	421963	492986
营业成本	44514	24970	260948	303950	341790	399319
毛利润	(1383)	(1816)	58703	70373	80173	93667
营业税金及附加	205	140	490	561	633	739
销售费用	529	442	12268	13101	14769	17255
管理费用	1641	3467	14055	16845	18988	22184
财务费用	1216	979	8381	7486	8439	9860
资产减值损失	955	1238	977	500	500	500
投资收益	0	0	44	0	0	0
营业利润	(5928)	(8081)	23291	31879	36844	43129
营业外收入	50	8947	2637	500	500	500
营业外支出	5	751	2060	100	100	100
利润总额	(5884)	115	23868	32279	37244	43529
所得税	(1)	0	5370	7101	8194	9576
净利润	(5883)	115	18498	25178	29050	33953
少数股东损益	(72)	(135)	2374	0	0	0
母公司所有者净利润	(5811)	250	16124	25178	29050	33953
总股本 (万股)	10000	10000	23511	23511	23511	23511
每股收益 (元)	-0.58	0.03	0.69	1.07	1.24	1.44

数据来源: 国泰君安证券

5.2 “增持”评级

目前公司 2010 年动态市盈率不到 18 倍, 基本处于板块内最低水平。考虑到公司在细分子行业中的龙头地位以及未来成长性, 我们认为股价存在低估。维持“增持”评级, 目标股价 25 元。此外, 公司确定的定向增发底价 16.58 元, 当前股价较定增价仅溢价 15%, 具有很高的安全边际, 若未来股价继续下跌将提供非常好的买入机会。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		