

蓝海中的航空母舰 持续发展的色纺纱龙头 ——调研简报

华孚色纺
002042

总评：2010 年受益于高棉价（非棉产品需求增多、公司的低价储备棉）海外补库需求，公司收入增长 45.4%；除主营业务增长外，加上投资收益和政府补贴，净利润大增 153.59%。2011 年预计秋棉上市后棉价、纱价下滑，如果产能不增加，总收入会相应减少。2011 年随着扩产、产品结构优化、产业西移，预计净利润增速在 30%左右。公司竞争优势明显，行业向好，我们看好其长期发展。

盈利预测：预计 2011-2013 年 EPS 分别是 1.76 元、2.49 元、3.35 元。目前股价 26.43 元，仅对应 11 年 15 倍 PE，估值安全较高，目标价 35.02 元，给予增持评级。投资者可根据棉价和并购计划的实施情况择时关注。

公司看点：

行业保持 15%以上高增速。色纺纱作为纱线行业的新兴蓝海领域，发展迅速。目前仅占纱线行业的 3%，提升空间巨大。色纺纱具有环保、色彩时尚、功能性强的优势，尤其适用于快时尚类休闲产品。随着工艺的发展，其适用领域将越来越广阔。

公司竞争优势突出，通过产业西移、产品结构优化、扩产持续提升业绩。公司作为行业龙头，在规模、管理、研发方面内具有优势，与竞争对手百隆一起形成行业寡头垄断。公司独特之处在于主动介入下游服装设计环节，通过研发流行色与面料研发、服装款式设计相结合，为下游提供高附加值服务，引领色彩时尚的同时，扩大对色纺纱及公司品牌的认可。公司将加强研发优化产品结构提升毛利率，产能西移降低成本，加大区域配套设施建设，在江西染厂、宿迁染厂、石河子染色项目上增加投资 1 亿元。

并购计划实施有利于增厚业绩。今年大概率会通过并购来扩大产能。公司业绩一直也受制于产能问题。目前独家租赁的产能都会是并购对象。

风险提示：新棉上市后棉价可能出现大幅下滑，带动纱线价格下降。

股价催化剂：并购计划的实施。

盈利预测	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	478310.54	586265.23	739866.73	922613.81
增长率	45.4%	22.6%	26.2%	24.7%
营业利润 (万元)	43496.37	57971.49	82861.64	112200.82
增长率	99.0%	33.3%	42.9%	35.4%
净利润 (万元)	37120.16	48870.08	69072.60	92886.26
增长率	153.6%	31.7%	41.3%	34.5%
每股净资产 (元)	9.39	11.15	13.64	16.98
每股收益 (元)	1.34	1.76	2.49	3.35

首次

增持

分析师：张先萍

投资咨询执业证书编号：

S0630511010020

联系信息：

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

联系人：丰婧

联系信息：

021-50586660-8672

fengjing@longone.com.cn

enjoyinggiving@hotmail.com

日期

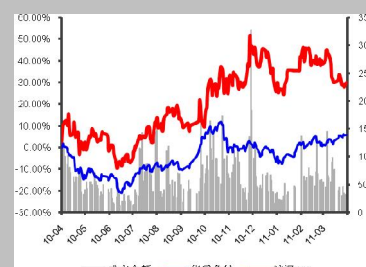
分析：2011年 4月 18日

价格

当前市价：26.68元

目标价：35.2元

股价表现



一、棉价对公司的影响

公司对棉价的判断：

对于棉价公司总体认为秋棉上市的时候棉花价格会下降，而且有可能是急挫下降。但是不会回到过去低棉价时代。目前虽然期货价格在跌，但是现货价格没有跌，新疆的4级棉还要卖到31200元。进口棉现在比国内棉价格还要贵，因此国内棉花价格在新棉上市之前跌不下来，应该是在高位震荡的状态。而且今年棉花的质量不佳，相比之下用量还会增加，对库存是个挑战。

高棉价时代对公司的影响：

- 1、棉价带给公司的利润是暂时的，非主要的。公司的主要盈利来源是依靠产品创新和引领色彩时尚。
- 2、高棉价时代会促使下游服装公司更多使用非棉产品，更多使用色纺纱，有利于色纺纱行业的发展。只有色纺纱可以做到多种纤维混纺。
- 3、产品定价是跟随当时的棉价，公司真正使用的储备棉的价格与市场棉价中间有差价，因此棉价越涨，利润越高。高棉价其实对于产业链两端的影响不大，因为都可以转嫁出去，主要是中游的制造商受到挤压。

二、订单与提价情况

订单情况：

目前接单到6月份，但是接单的情况有所改变。今年的订单下的都是小单，因为企业多数不适应高棉价时代，采取观望态度，希望棉价再低一些的时候再接单，同时由于纱线是成本加成的定价模式，而纺织厂的上游客户也希望棉价降一些再下单，这样共同造成订单推后。

产品提价情况：

去年价格的涨势基本是跟着当时的棉价走，总体提价了60%，40%是工费（包括所有能耗）。主要是总体彩新的需求提升。以后价格也会基本跟着棉价走，如果棉价下跌，色纺纱纱价也将随之下降。毕竟色纺纱在纱线中目前只占有全球3%的市场份额。

出口退税率下降的影响：

总体来说影响不大。公司的定价方法是成本加成法，毛利率是很重要的目标。产品定价会综合考虑出口退税、汇率等影响因素，最终成本会转嫁出去。

三、产能情况

- 1、目前产能状况是新疆24.6万锭；黄淮32.3万锭；长江9.25万锭；浙江39.9万锭。其中麻灰占比60%左右，由黑白灰三色混纺而成，批量生产；彩色40%左右。
- 2、规模足够大的时候，分类产能会做的很好。新疆项目的自动化程度很高。对于公司来说一直是产能在限制销售收入。
- 3、募投项目中浙江项目7月份试产，11年会释放小部分产能，大部分产能将于12年释放；新疆项目也会进行试产，12年产能释放。

四、发展战略及竞争优势

发展战略：

以规模化带动差异化。未来的重点在服务。

核心竞争力：

公司核心竞争力在于创新产品、引领色彩时尚、提供高附加值的服务。

时尚有三个元素：色彩、材质、款式，华孚色纺能提供色彩、材质和一个简单的款式。比如 07 年底逐渐显现的金融危机时期，华孚就推出了麻灰色，代表了人们暗淡的心情。

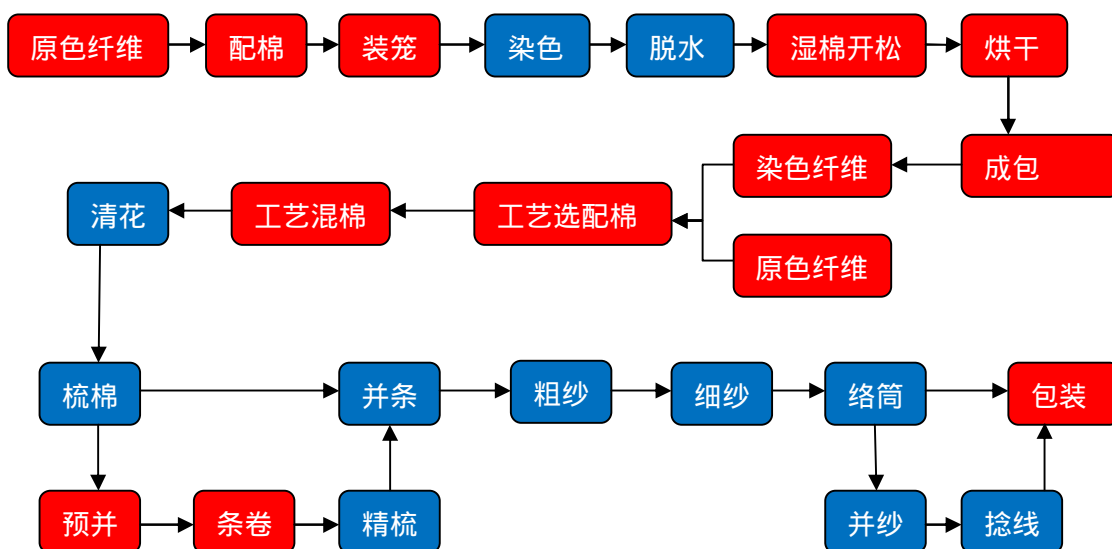
色纺纱优势：

色纺纱在全球纱线占比 3%，提升空间很大，目前还处于培育期。高棉价时代非棉产品增大也有利于色纺纱行业发展。色纺纱主要具备以下几个特点：

- 1、环保。三分之一的原料染色就能做有色产品，排污少，较为环保；
- 2、个性化需求，小批量，多品种，能更好满足快时尚的要求。
- 3、功能性强。能够实现多种纤维的混纺，产生各种功能性产品。
- 4、色彩时尚。一根纱线上拥有多颜色能形成立体感和朦胧感。

色纺纱比起其他纱线价格要高，但是对下游服装公司来说，算上后期费用，总体差不多。国外的品牌有些使用色纺纱的比例高达 70%，国内对色纺纱的认知度还较低。未来公司将兼顾国内、国外两个市场，细分服务。

图 1. 色纺纱生产流程



资料来源：华孚色纺、东海证券研究

资产负债表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	15887	15887	15887	18746	营业收入	47831	58626	73986	922614
应收款项	4708	5621	7094	8847	增长率	45.4	22.8	26.2	24.7%
存货净额	17115	19915	24724	30452	营业成本	38398	46912	58175	715948
其他流动资产	4492	4690	5918	7380	营业成本 /营业收入	80.3	80.0	78.8	77.6%
流动资产合计	42204	46115	53625	65427	营业税金及附加	111	105	133	1661
固定资产	15226	16503	17438	18142	销售费用	2140	2937	4195	56279
无形资产及其他	1619	1511	1403	1295	销售费用 /营业收入	4.5	5.0	5.7	6.1%
投资性房地产	574	574	574	574	管理费用	1959	2327	2907	35982
长期股权投资	105	105	105	105	管理费用 /营业收入	4.1	4.0	3.9	3.9%
资产总计	59730	64810	73147	85545	财务费用	1244	546	288	543
短期借款及交易性金融负债	13256	8344	3898	(	投资收益	431	(	(	0
					资产减值及公允价值				
应付款项	14731	18671	23179	28549	变动	(582)	(	(	0
其他流动负债	3957	5059	6339	7858	其他收入	(	(0)	(	0
流动负债合计	31944	32075	33416	36408	营业利润	4349	5797	8286	112201
长期借款及应付债券	125	125	125	125	增长率	99.0	33.3	42.9	35.4%
其他长期负债	1306	1306	1306	1306	营业外净收支	223	223	223	2238
长期负债合计	1432	1432	1432	1432	利润总额	4573	6020	8510	114439
负债合计	33376	33507	34848	37840	增长率	101.3	31.8	41.3	34.5%
少数股东权益	287	349	437	555	所得税费用	814	1071	1514	20370
股东权益	26066	30953	37861	47149	少数股东损益	47	62	87	1182
负债和股东权益总计	59730	64810	73147	85545	归属于母公司净利润	3712	4887	6907	92886
					增长率	153.8	31.7	41.3	34.5%
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.3	1.7	2.4	3.3	经营活动现金流	2919	7608	7155	95859
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0	资本开支	(50552)	(26974)	(27084)	(28286)
每股净资产	9.3	11.1	13.6	16.9	其它投资现金流	204	(	(	0
ROS	8	8	9	10	投资活动现金流	(38608)	(26974)	(27084)	(28286)
RCE	14	18	18	20	权益性融资	(	(	(	0
毛利率	20	20	21	22	负债净变化	(4705)	(	(	0
EBIT Margin	11	11	12	12	支付股利、利息	(	(	(	0
EBITDA Margin	14	14	14	15	其它融资现金流	13370	(49113)	(44469)	(38981)
收入增长	45	23	28	25	融资活动现金流	12429	(49113)	(44469)	(38981)
净利润增长	154	32	41	34	现金净变动	11487	(	(	28593
资产负债率	58	52	48	45	货币资金的期初余额	4399	15887	15887	158872
息率	0.0	0.0	0.0	0.0	货币资金的期末余额	15887	15887	15887	187465
P/E	22.3	15.6	10.6	7.9	企业自由现金流	(7997)	5176	4500	66180
P/B	3.2	2.4	1.9	1.6	权益自由现金流	12100	(1840)	(1840)	26753
EV/EBITDA	14.9	14.7	10.9	8.9					

作者简介

张先萍：消费品行业研究员，4年工作经验。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6个月内上证综指波动幅度在 -20%— 20%之间 看空——未来 6个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6个月内行业指数相对上证指数在 -10%— 10%之间 低配——未来 6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6个月内股价相对强于上证指数在 5%— 15%之间 中性——未来 6个月内股价相对上证指数在 -5%— 5%之间 减持——未来 6个月内股价相对弱于上证指数 5%— 15%之间 卖出——未来 6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87号国际财经中心 D座 15F	世纪大道 1589号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660