

华孚色纺 (002042)

公司研究/简评报告

股权激励行权难度加大，坚定看好色纺纱龙头

—华孚色纺（002042）公告点评

民生精品---简评报告/纺织服装行业

2011 年 07 月 21 日

一、事件概述

公司近日公布股权激励草案修订稿，其中对行权条件进行了修改。因考虑到 2010 年纺织行业在货币政策整体宽松、补库存需求强劲以及原材料大幅涨价背景下的景气度大幅提升具有特殊性。新草案对净利润增速以及 ROE 进行了修订，具体为：1，11/12/13 年加权平均 ROE 分别为 10%、10.5%、11%；2，以 2010 年为基数，11/12/13 年净利润增速分别不低于 16.61%、39.72%、67.77%，对应 11-13 年 CAGR 为 18.82%。

二、分析与判断

➤ 行权难度加大彰显公司发现信心

如果按照原草案，2010 年业绩增速已经基本达到 2012 年行权条件，意义显然不大。修订稿中的行权条件剔除了 2010 年这一特殊年份，说明公司对自身发展信心十足。

➤ 棉价下跌只影响收入增速，对毛利率影响不大

色纺纱产品的生产成本中棉花约占 65%，并且对棉价可以完全转嫁，因此产品价格对棉价敏感性就很强。我们认为公司收入增速随着棉花价格波动而同向波动属正常现象，因此可以把公司看成类资源企业，在棉价低点时积极介入。从目前棉价走势来看，止跌尚未结束，不过我们认为棉价已进入供需缺口缓解-货币紧缩-信心丧失的最后一个阶段，这个阶段棉价有加速下跌的趋势，不过离底部（收储价 19,800 元/吨）已经非常接近。考虑到棉花仍呈现的供需缺口、补库存基本接近尾声以及未来货币紧缩预期要好于上半年，我们认为今年棉价在新棉上市前还将保持弱势、明年将稳步反弹，均价在 25,000 元/吨左右。此外我们更应看重的是公司产品结构的不断优化以及毛利率的稳步上涨。产品优化（提高彩色、新产品比重，降低麻灰产品比重）可以提升定价权。毛利率的稳步上涨除了产品因素之外，还受公司棉花库存和产品价格是否匹配的影响，由于公司 20%棉花由集团提供，20%棉花进口，其余为国内采购，调节空间大，因此总体上今年二、三季度高成本挤压毛利率的风险不大。

➤ 维持“强烈推荐”评级

给予公司 11-13 年核心 EPS 为 1.70/2.10/2.66 元，对应 PE 分别为 17/13/11 倍，三年 CAGR 为 32%。公司近期走势和棉价截然相反，说明棉价对毛利率挤压的担忧已基本缓解，考虑到公司具有强烈高送配预期、23.5 元的定增价格以及 27.8 元的行权价格，我们认为公司在 30 元以下（给予 12 年 15 倍 PE）都属于安全区间，未来估值将在棉价触底反弹后得到进一步提升。6-12 月目标价 42 元（对应 12 年 20 倍 PE）。

三、风险提示

棉价大幅下跌或到了底部反弹力度不够。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	4,783	6,932	8,318	9,982
YoY	45.40%	44.93%	20.00%	20.00%
毛利率	19.72%	20.50%	21.50%	22.50%
核心净利润（百万元）	32,211	47,096	58,396	73,734
YoY	117.23%	46.21%	23.99%	26.27%
核心 EPS（元）	1.16	1.70	2.10	2.66
核心 PE		17	13	11

资料来源：民生证券研究所

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

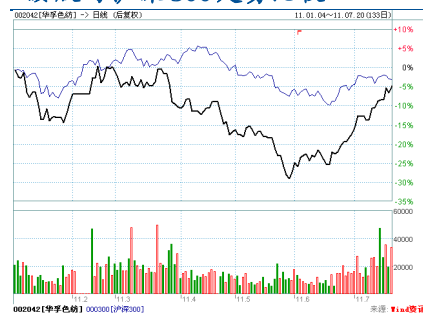
强烈推荐

维持评级

交易数据（2011-07-20）

收盘价（元）	28.14
近 12 个月最高/最低	31.06/20.13
总股本（百万股）	277.64
流通股本（百万股）	74.42
流通股比例%	26.80%
总市值（亿元）	78.13
流通市值（亿元）	20.94

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：田慧蓝

执业证书编号：S0100511060002

联系人：吴晓宇

电话：(8621)68885793

Email: wuxiaoyu@mszq.com

相关研究

表 1: 盈利预测详细表

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	CAGR_11-13	解释
销售收入	328,969	478,311	693,206	831,847	998,217		
价格推动			29%	0%	0%		今年棉价均价 25000 元/吨, 明年价格因素消除
销量推动			12%	20%	20%		
YoY		45.40%	44.93%	20.00%	20.00%	27.79%	
毛利率	18.05%	19.72%	20.50%	21.50%	22.50%		通过库存和产品结构调整加上消费者接受度逐步提升, 每年增加约 1%
销售费用率	3.92%	4.47%	5.00%	5.25%	5.50%		扩产及油价上涨带动运输费用大幅提升, 运输费占销售费用约为 70%
管理费用率	4.39%	4.10%	4.20%	4.55%	4.83%		新增产能自动化降低人工费, 折旧有所提升, 同时考虑行权成本
财务费用率	2.56%	2.60%	2.50%	2.50%	2.50%		
所得税率	25.14%	17.80%	21.00%	22.00%	22.00%		
核心净利润	14,828	32,211	47,096	58,396	73,734		
YoY		117.23%	46.21%	23.99%	26.27%	31.79%	
核心 EPS (元)	0.53	1.16	1.70	2.10	2.66		
核心 PE			17	13	11		

资料来源: 民生证券研究所

表 2: 股权激励草案前后比较

股权及奖励计划	草案	草案修订稿	分析与判断
获授期权数量	1000 万份 (预留 100 万份)	1000 万份 (预留 95.98 万份)	公司股票期权占当前股本总额 3.6%, 激励程度较大。
行权价	27.77 元	27.77 元	
激励对象	3 位董事及高管分配 154 万份期权; 59 位核心业务 (技术) 骨干人员分配 746 万份期权	3 位董事及高管分配 154 万份期权; 59 位核心业务 (技术) 骨干人员分配 750 万份期权	
行权期安排	自首次授权日起按每年 40%、30%、30%分三期行权	自首次授权日起按每年 40%、30%、30%分三期行权	
行权条件: 1st 行权期	2011 年加权平均 ROE $\geq$ 10%	2011 年加权平均 ROE $\geq$ 10%	原草案由于 2010 年净利润较 2009 年同比增长 154%, 所以 11-13 年对应净利润 CAGR 目标仅为 $\geq$ 6.35%。草案修订稿中的净利润目标为 11-13 年 CAGR $\geq$ 18.82%, 更符合公司真实发展情况。(注: 上述各年度净利润指标以扣除非经常性损益的净利润与不扣除非经常性损益的净利润二者孰低者作为计算依据。)
	2011 年净利润较 2009 年增长 $\geq$ 112%	2011 年净利润较 2010 年增长 $\geq$ 16.61%	
行权条件: 2nd 行权期	2012 年加权平均 ROE $\geq$ 10%	2012 年加权平均 ROE $\geq$ 10.5%	
	2012 年净利润较 2009 年增长 $\geq$ 154%	2012 年净利润较 2010 年增长 $\geq$ 39.72%	
行权条件: 3rd 行权期	2013 年加权平均 ROE $\geq$ 10%	2013 年加权平均 ROE $\geq$ 11%	
	2013 年净利润较 2009 年增长 $\geq$ 205%	2013 年净利润较 2010 年增长 $\geq$ 67.77%	

资料来源: 公司公告、民生证券研究所

分析师与行业专家简介

吴骁宇，纺织服装行业分析师，美国本特利大学金融学硕士。2年证券研究经验。曾就职于湘财证券研究所，2011年6月加入民生证券。

田慧蓝，暨南大学经济学硕士研究生，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验。擅长挖掘黑马个股，对行业理解具有前瞻性，全局性和客观性。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。