

华孚色纺 (002042.SZ) 纺织和服装

毛利率升、销售费用率降促业绩超预期

公司研究简报

◆业绩增长 47%，高于预期，受益于毛利率提高和销售费用率下降

2011年上半年实现营业收入 28.15 亿元，同比增 22.98%；归属于上市公司股东净利润 2.41 亿元，同比增 46.76%；摊薄后每股收益 0.87 元。每 10 股转增 10 股。

收入增长符合预期，净利润增长高于预期，主要由于毛利率提高、销售费用率下降导致。营业收入毛利率同比增 1.10 个百分点至 19.90%，主要受益于非色纺纱毛利率提升、产业西移的成本优势发力；销售费用率降 0.63 个百分点到 3.32%；管理费用率升 0.03 个百分点到 3.75%；应收账款周转天数同比减少 2 天。

◆品牌管理有效增强影响力，定向增发项目稳步推进、解决产能瓶颈

上半年，公司在面临棉价急速下跌、后道去库存化心态、订单减少的严峻考验下，坚持品牌战略，创新传播方式，品牌营销亮点频现：1) 参加了四次大型展会，以积极、清新、梦幻的形象展示对美好生活的向往，受到业内同行及媒体的一致赞誉；2) 第二届色纺时尚设计大赛顺利启动；3) 参加了美棉、中棉的主题活动，有效增进了产业链的交流与合作；4) 多版流行色咭和新产品色咭及时推向市场。5) 坚决贯彻决胜终端的营销策略，选色率保持持续增长，国内二三线品牌的开发也取得了较好成效。通过一系列推广活动，华孚品牌影响力进一步得到巩固和提升。

2010 年 11 月公司实施定向增发，募集 10 亿元投向两个项目，“浙江上虞 8 万锭半精纺纱线项目”（新增各类高档半精纺纱线产能 12,000 吨/年）、“新疆五家渠 12 万锭色纺纱项目”（新增高档纯棉紧密纺色纺纱产能 22,593 吨/年）都在按计划稳步推进，分别于 2011 年 4 月和将于 10 月全面投产。非募集项目中，石河子染厂一期、江苏宿迁三期工程、江西九江华孚二期分别处于 6 月试产、尚未投产、建设中阶段。以上项目都有望改善当前满负荷生产状态、增厚未来业绩。

◆股权激励修改行权条件，彰显公司信心，构筑业绩安全边际

2011 年 2 月，公司公布股权激励计划，自授权日起按 40: 30: 30 分三期行权。行权条件为 11-13 年各自比 09 年净利润增长不低于 112%、154%、205%（11-13 年复合增速为 6.3%），且 3 年加权平均 ROE 大等于 10%。

公司于 2011 年 7 月 20 日公布了《股票期权激励计划》修订稿，修改了行权条件：11-13 年各自比 10 年净利润增长不低于 16.61%、39.72%、67.77%（11-13 年复合增速为 18.8%），且 11-13 年加权平均 ROE 分别为 10%、10.5%和 11%。显示了管理层对色纺纱行业前景和公司未来业绩增长的强烈信心，且可为企业吸引及保留优秀业务人才。

◆抓住行业景气，未来持续增长可期，估值具有吸引力

受益于色纺纱行业未来需求的增长，预计经历了上半年去库存化、下半年后期会有一部分补库需求，订单有望增长；棉价有望稳定，市场对棉制品将重拾信心，结构性减少的订单有望得到恢复。公司将持续强化品牌战略，落实目标品牌个性化服务方案、坚持国内国际两个市场一起抓、顺应花式时代的流行并着力拓展产品空间，未来业绩持续增长可期。中报预计 1-9 月净利润增速为 20-50%，我们看好公司长期发展，预计公司 11-13 年摊薄 EPS 为 1.77、2.37 和 3.03 元，估值具有一定吸引力，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	3,290	4,783	5,890	7,641	9,686
营业收入增长率	1320.82%	45.40%	23.15%	29.72%	26.76%
净利润（百万元）	146	371	492	657	842
净利润增长率	5754.78%	153.59%	32.44%	33.72%	28.11%
EPS（元）	0.53	1.34	1.77	2.37	3.03
P/E	58	23	17	13	10

买入（维持）

当前价/目标价：30.59/35.40-38.94 元

目标期限：6 个月

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebsecn.com

联系人

谢宁铃

021-22169127

xienl@ebsecn.com

市场数据

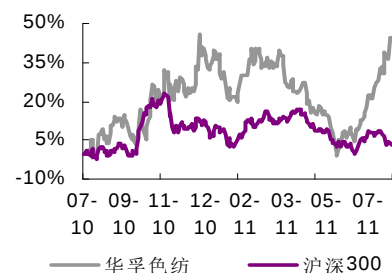
总股本(亿股)：2.78

总市值(亿元)：84.94

一年最低/最高(元)：20.96/31.50

近 3 月换手率：42.01%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	27.62	31.41	40.62
绝对	26.68	24.50	44.22

相关研报

业绩高于预期，未来持续增长可期

..... 2011-03-31

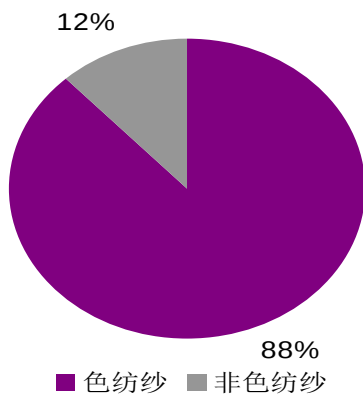
股权激励计划显示未来发展信心

..... 2011-02-17

夹缝市场中先入优势明显

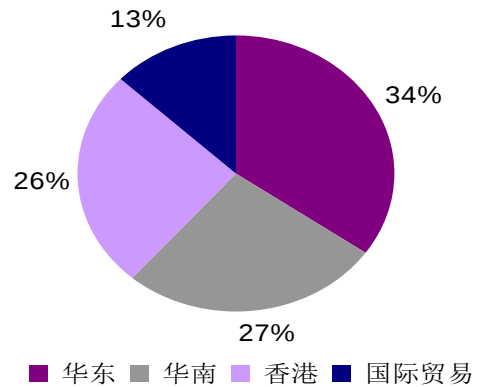
..... 2010-12-26

图表 1 收入产品构成图



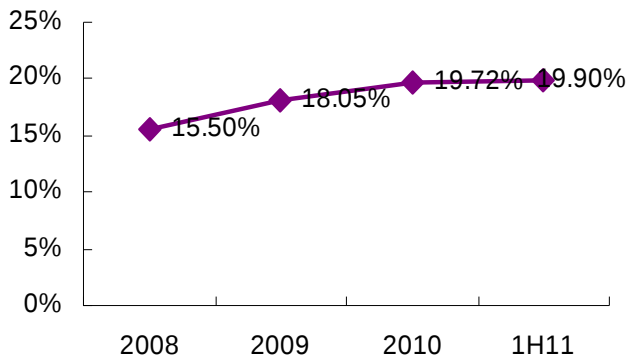
资料来源：光大证券研究所

图表 2 收入地区构成图



资料来源：光大证券研究所

图表 3 毛利率变化图

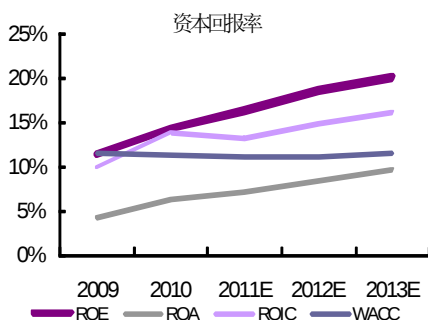
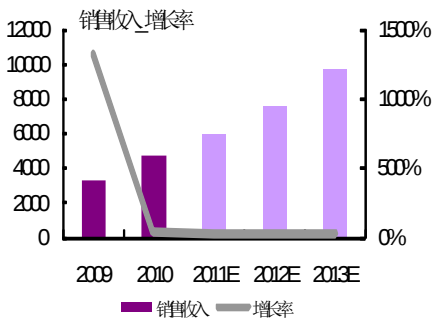
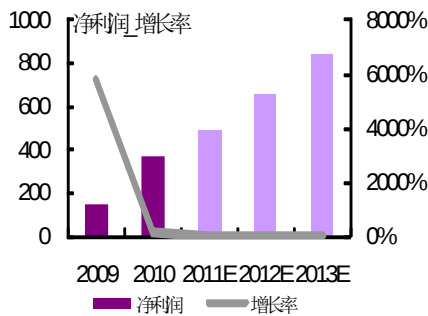
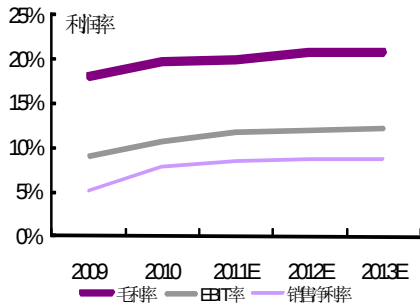


资料来源：光大证券研究所

图表 4 分产品收入增长、毛利率变化

分行业或分产品	收入 万元	毛利率 (%)	收入同比增减 (%)	毛利率同比增减
色纺纱	237,308.98	19.28%	21.32%	0.00%
非色纺纱	32,207.40	2.43%	13.69%	75.87%
主营业务合计	269,516.37	17.26%	20.36%	0.22%

资料来源：光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,290	4,783	5,890	7,641	9,686
营业成本	2,696	3,840	4,712	6,059	7,669
折旧和摊销	116	160	152	167	174
营业税费	6	11	12	15	19
销售费用	129	214	262	321	407
管理费用	145	196	259	329	416
财务费用	84	124	60	70	65
公允价值变动损益	7	0	1	1	1
投资收益	0	43	1	1	1
营业利润	219	435	635	849	1,110
利润总额	227	457	645	872	1,130
少数股东损益	24	5	5	5	5
归属母公司净利润	146.38	371.20	491.63	657.41	842.23

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	4,050	5,973	6,954	7,998	8,928
流动资产	2,595	4,220	4,894	6,005	7,013
货币资金	440	1,589	1,488	1,618	1,453
交易型金融资产	20	0	0	0	0
应收账款	231	339	442	573	726
应收票据	57	27	59	76	97
其他应收款	41	105	82	107	136
存货	1,231	1,712	2,115	2,722	3,451
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	110	11	11	11	11
固定资产	1,112	1,389	1,653	1,613	1,557
无形资产	126	162	154	146	139
总负债	2,770	3,338	3,878	4,408	4,689
无息负债	1,748	2,000	2,242	2,777	3,434
有息负债	1,021	1,338	1,636	1,631	1,256
股东权益	1,317	2,635	3,076	3,590	4,238
股本	235	278	278	278	278
公积金	691	1,585	1,634	1,673	1,673
未分配利润	355	719	1,106	1,575	2,219
少数股东权益	22	29	34	39	44

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	94	258	151	468	573
净利润	146	371	492	657	842
折旧摊销	116	160	152	167	174
净营运资金增加	987	483	692	694	822
其他	-1,156	-756	-1,186	-1,050	-1,265
投资活动产生现金流	-139	-21	-428	-99	-99
净资本支出	176	132	430	100	100
长期投资变化	110	11	0	0	0
其他资产变化	-425	-164	-858	-199	-199
融资活动现金流	16	947	177	-240	-640
股本变化	135	43	0	0	0
债务净变化	954	317	298	-5	-375
无息负债变化	1,611	251	243	535	656
净现金流	-33	1,182	-100	129	-165

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1320.82%	45.40%	23.15%	29.72%	26.76%
净利润增长率	5754.78%	153.59%	32.44%	33.72%	28.11%
EBITDA 增长率	-1145.61%	64.44%	25.03%	28.16%	24.22%
EBIT 增长率	-515.63%	74.90%	34.33%	32.24%	27.90%
盈利能力 (%)					
毛利率	18.05%	19.72%	20.00%	20.71%	20.82%
EBITDA 率	12.51%	14.15%	14.36%	14.19%	13.90%
EBIT 率	8.97%	10.79%	11.77%	12.00%	12.11%
税前净利润率	6.91%	9.56%	10.95%	11.41%	11.66%
税后净利润率 (归属母公	4.45%	7.76%	8.35%	8.60%	8.70%
ROA	4.20%	6.29%	7.14%	8.28%	9.49%
ROE (归属母公司) (摊	11.30%	14.24%	16.16%	18.51%	20.08%
经营性 ROIC	9.87%	13.73%	13.04%	14.71%	16.04%
偿债能力					
流动比率	1.00	1.32	1.31	1.40	1.54
速动比率	0.52	0.79	0.74	0.77	0.78
归属母公司权益/有息债务	1.27	1.95	1.86	2.18	3.34
有形资产/有息债务	3.78	4.30	4.12	4.78	6.95
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.53	1.34	1.77	2.37	3.03
每股红利	0.00	0.20	0.54	0.72	0.92
每股经营现金流	0.34	0.93	0.54	1.69	2.06
每股自由现金流(FCFF)	-2.94	-0.09	-1.74	0.25	0.47
每股净资产	4.66	9.39	10.96	12.79	15.11
每股销售收入	11.85	17.23	21.21	27.52	34.88

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

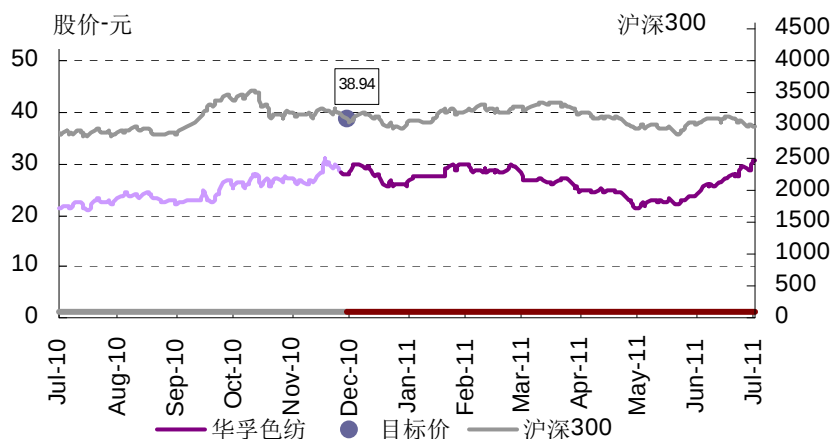
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学博士，光大证券消费品研究部总经理，纺织服装首席分析师。2001 年进入证券行业，2006、2007 连续两年获得纺织服装新财富最佳分析师第 3 名，2008 年起任职国泰基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券研究所。

投资建议历史表现图

华孚色纺（002042）



日期	股价	目标	评级
2010-12-26	28.33	38.94	买入
2011-02-17	27.77	38.94	买入
2011-03-31	27.00	38.94	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com