

疫情下拟新增医用口罩、防护服产能，着眼长期多元化发展

华纺股份 (600448)

事件

公司公告按照滨州市政府疫情防控工作部署要求，结合公司市场发展需求，拟使用自筹资金 1000 万元，在华纺工业园区内投资建设无菌车间生产医用口罩及防护服，生产车间面积 1500 平方米，建设周期 3 个月。

简评

1、44 年历史纺织印染国企，印染龙头之一，推进品牌战略

公司位于山东滨州，前身始建于 1976 年，距今已有 44 年历史，是国家纺织工业局、山东省人民政府共同向证监会推荐的国家纺织工业局 1997 年度计划内上市企业。1999 年由华投公司、山东滨印为主要发起人，联合亚光纺织、上海雪羚、惠丰纺织三家企业共同发起设立股份有限公司，2001 年挂牌上市。

目前公司隶属于滨州市国资委，以**印染加工**为主业，形成包含纺织、印染、家纺成品、服装、热电、房地产及金融和信息服务等业务的多元化发展模式。据公司官网，主营产业领域，可实现年产能：印染布 4.5 亿米，花色品种超万个；床品类产品 2070 万件（套）；服装 300 万件。2018 年公司印染、家纺、服装、棉纱、坯布收入占比分别为 83.5%、7.9%、3.0%、3.0%、1.1%。

公司销售网络覆盖国内各主要纺织品市场及部分北美洲、非洲、东南亚等国际市场的营销网络，合作伙伴包括国际大型品牌商、零售商，2018 年出口收入占比 84%。同时公司持续以家纺为主切入终端市场，推进品牌战略，拥有“华纺”、“蓝铂”、“霄霓”、“衣诺德”、“纺卫”等自有品牌，其中**蓝铂家纺**拥有天猫、京东旗舰店，以及在北京、上海、天津、广州、苏州、厦门、青岛等国内主要城市设有品牌体验店。

2、保障防疫物资供应，新增医用口罩/防护服作为长期业务

疫情期间，医院及其他场景防护服需求亦猛增，在政府指导下，**纺服板块多家上市公司积极转化并扩大口罩、防护服产能，支持防疫大局。**

公司 2 月 7 日于投资者关系互动平台上表示，按照滨州市政

首次覆盖

不评级

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2020 年 02 月 11 日

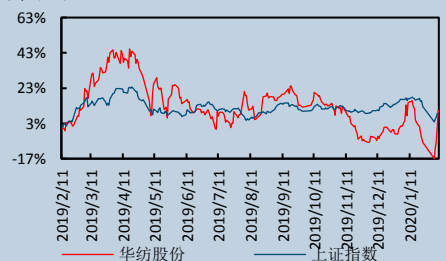
当前股价：6.0 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	3.09/9.32	-1.32/1.66	11.94/2.1
12 月最高/最低价 (元)			8.17/4.38
总股本 (万股)			52,484.97
流通 A 股 (万股)			51,469.74
总市值 (亿元)			31.49
流通市值 (亿元)			30.88
近 3 月日均成交量 (万)			800.6
主要股东			
滨州市国有资产经营有限公司			14.26%

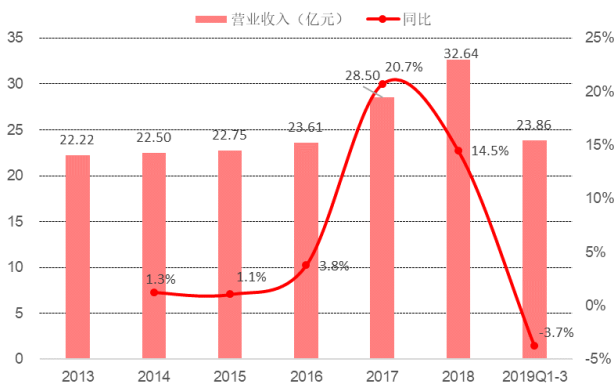
股价表现



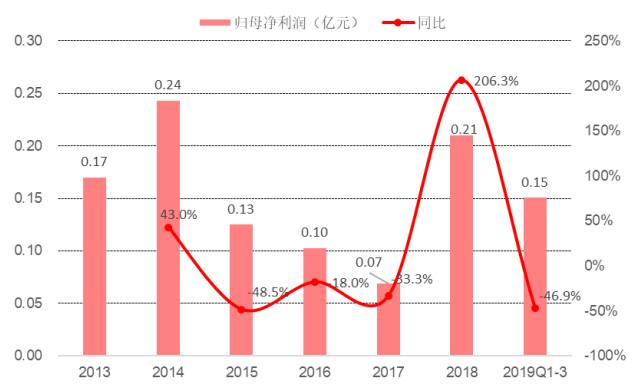
相关研究报告

府防疫部署要求，公司**临时转产部分产能用于生产民用口罩**，产量已达日产 2 万只，部分公司自用，其余交政府收储，不对外销售。本次公司投资 1000 万元于华纺工业园区内**建设无菌车间生产医用口罩及防护服**，项目建设周期 3 个月，尚需山东省药监局批准。公司公告预计项目达产后能够实现年新增销售收入 8000 万元，约占 2018 年总收入 2.45%，但**预计新增利税达 1305 万元，占 2018 年利润总额 61.7%，其净利率显著高于公司当前业务，有望明显增厚公司业绩**。公司预计全部本次固定资产投资在达产后 1.63 年内即可收回，实际生产能力达到原设计能力 77%即可保本，抵御外部市场风险能力较强。

公司出口美国的医疗工装的收入占比约 10%，主要是手术服、医防护服、医疗工装、护工服装等，已连续供应十多年，积累丰富的生产经验和市场渠道。本次建设无菌生产车间，对市场服务和拓展会更加有力，直接提供医用级各类防护用品，在美国该细分市场领域占据一定市场份额。

图表1：华纺股份 2013-2019Q3 营收情况


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表2：华纺股份 2013-2019Q3 归母净利润情况


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

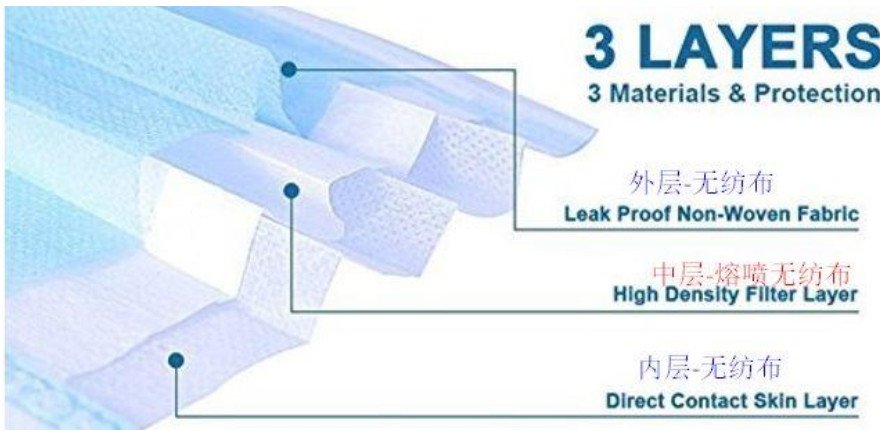
3、医用口罩、防护服供应持续恢复，口罩产业链无纺布环节加快弥补和顺畅化

根据工信部公布，我国口罩最大产能是每天 2000 多万只。截至 2 月 3 日，全国 22 个重点省份口罩产量已达 1480.6 万只/天，较 2 日环增 3.1%，产能利用率达 67%，环增 2 个 pct。其中最紧缺的 N95 口罩已达 11.6 万只/天，环增 48%。其他医用口罩 998 万只/天，环增 36%，产能逐步恢复。

发改委、财政部、工信部亦发布通知，明确发挥政府储备作用支持应对疫情紧缺物资增产增供，**对企业多生产的重点医疗防护物资，全部由政府兜底采购收储。第一批政府兜底采购收储的产品包括医用防护服，N95 医用级防护口罩，医用外科口罩，医用一次性使用口罩**。可以预见整个疫情期间，口罩、防护服产能提升将是持续性事件。

我国**医用口罩**主要分为三种：（1）防护级别最高的医用防护口罩（2）手术室等有创操作环境常用的医用外科口罩（3）普通级别的一次性使用医用口罩。一般的**医用外科口罩**由口罩面、橡胶皮筋两部分组成，口罩面主要由三层无纺布组成：**内外两层纺粘无纺布**，其中内层有一定吸湿功能；外层通过防水处理以隔绝患者飞沫传播等；**中间层是聚丙烯熔喷无纺布**，作为医用口罩的核心部分，能够提供符合国家标准**的细菌过滤效率，是保证医用口罩防护性高于民用口罩的关键**。熔喷无纺布一般选用 20 克重的材料生产，通过静电吸附带病毒颗粒（国 YY 0469-2004《医用外科口罩技术要求》标准规定，对平均颗粒直径为 $(3\pm 0.3)\mu\text{m}$ 的金黄色葡萄球菌气溶胶的过滤效率不低于 95%），因此需要对熔喷无纺布进行驻极处理。

图表3: 医用外科口罩三层无纺布结构图示



资料来源: 知乎“熊猫先生”回答, 链接: https://zhuankan.zhihu.com/p/103819650?dark_mode=1

中信建投证券研究发展部

从医用口罩产业链看, 上游原材料端以聚丙烯为主, 以及丁二烯、苯乙烯等橡胶原材料, 中游为无纺布厂家, 下游制造商为具备医用口罩生产许可的厂家, 终端渠道为医院和药店为主。

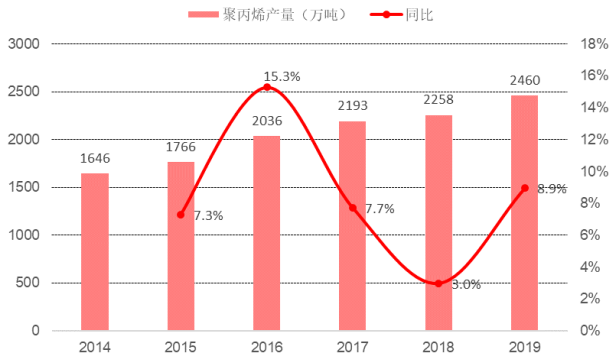
图表4: 医用口罩产业链

	产品	主要参与者
上游原材料	化工原料: 聚丙烯(无纺布核心原料)、丁二烯、苯乙烯等(橡胶原料)	中石化、中石油、中海油旗下炼化厂以及各大化工厂等
中游中间产品	无纺布(水刺、纺粘、熔喷等)、橡胶等	欣龙控股、再升科技、诺邦股份、泰达股份等, 其中熔喷厂家无纺布如江苏丽洋、欣龙控股、上海精发、泰达股份等
下游制造	具备医用口罩生产许可的厂家	各大医疗器械产品公司如奥美医疗、振德医疗、阳普医疗、华润三九、蓝帆医疗等, 以及当前疫情下部分公司新增医用口罩产能
终端渠道	-	各大医院、药店

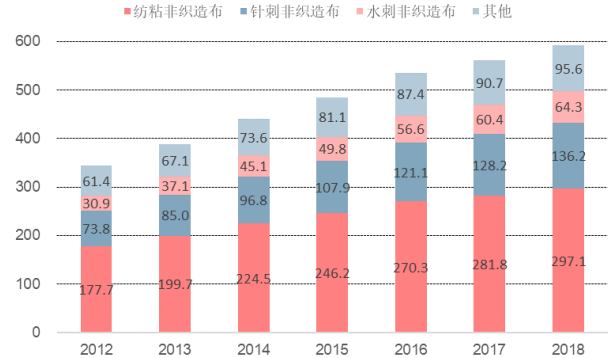
资料来源: 新浪财经, 中信建投证券研究发展部

(1) **聚丙烯**: 其主要供应商是中石化、中石油、中海油等旗下炼化工厂, 通过将聚丙烯颗粒制成高熔指聚丙烯纤维料, 用于熔喷无纺布制作。根据卓创数据, 2019 年我国聚丙烯纤维产量约 170 万吨, 其中能用于口罩的高熔聚丙烯纤维约 95 万吨, 为应对防疫需求, 中石化部分炼厂将于 2 月开始不断增产高熔指聚乙烯纤维料。

(2) **无纺布**: 我国为全球最大无纺布生产、消费和出口国, 根据中国产业用纺织品行业协会数据, 2009-18 年产量由 240.9 万吨增至 593.22 万吨, CAGR 为 10.5%, 2019 年 1-11 月产量 453.3 万吨, 同比增长 11.1%, 在纺织行业中相对景气。目前纺粘、针刺、水刺产品占比约 50%、23%、11%, 为三大主要品类, 熔喷无纺布占比较小, 约占 1% 左右。目前无纺布产能主要集中在广东、浙江、湖北、福建四省, 其中湖北仙桃市彭场镇是全国无纺布产能中心, 主要厂家包括欣龙控股、再升科技、诺邦股份、泰达股份等。熔喷无纺布主要厂家包括江苏丽洋、欣龙控股、上海精发、泰达股份等, 随着春节复工以及政府持续协调将逐渐改善。

图表5： 2014-2019 年国内聚丙烯产量情况


资料来源：华经情报网，中信建投证券研究发展部

图表6： 各品类非织造布产量 (万吨)


资料来源：中国产业用纺织品行业协会，中信建投证券研究发展部

(3) 口罩：口罩生产工艺自动化程度高，量产难度不大。据纺织经济信息网，一台典型的口罩生产线机器一分钟可生产 54 片口罩，满负荷能达 5 万片/天，若进行改造可进一步提速。根据天眼查数据，我国共有 21000 多家企业涉及口罩生产经营（涵盖上下游相关企业），但据新京报智库统计，目前全国只有 353 家企业持有医用口罩类许可证，由于**医用口罩生产无菌条件较高，对于普通纺织企业新增医用口罩产能难度较大**。并且医用口罩还需环氧乙烷消毒，后续解析通过后才可正式出厂，**解析消毒标准流程需要 7 天到半个月**。

投资建议：公司相应政府号召，积极应对疫情冲击，部分产能转化为民用口罩，并以此为契机，新增医用口罩和防护服业务。顺利投产后，公司将成为少数能够提供医用口罩和防护服的纺织服装板块上市公司，也成为国内占比不高的具备医用口罩供应商之一。此次疫情后国家将更加重视医用产品产能的均衡性布局，有望给予一定支持，且公司作为当地首家医用口罩和防护服，订单稳定性较强，盈利能力远超现有纺织印染业务。

风险因素：疫情后续发展情况；宏观经济和整体零售波动影响公司纺织主业；医用口罩和防护服未来销售和盈利不及预期等。

表：盈利预测 (单位：百万)

利润表	2018	2019E	2020E	财务指标	2018	2019E	2020E
营业收入	3,264.0	3,302.0	3,453.6	成长性			
减:营业成本	2,980.4	3,009.8	3,126.7	营业收入增长率	14.5%	1.2%	4.6%
营业税费	21.2	19.8	27.6	营业利润增长率	465.7%	-31.9%	30.0%
销售费用	68.7	59.4	72.5	净利润增长率	206.3%	-22.0%	23.4%
管理费用	108.3	115.6	131.2	EBITDA 增长率	7.5%	12.7%	5.7%
财务费用	47.3	65.0	58.3	EBIT 增长率	5.4%	28.1%	-3.0%
资产减值损失	27.9	19.9	20.9	NOPLAT 增长率	3.9%	16.4%	-3.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	投资资本增长率	15.3%	-25.4%	29.4%
投资和汇兑收益	4.3	1.6	2.1	净资产增长率	1.6%	30.2%	8.3%
营业利润	20.8	14.2	18.4	利润率			
加:营业外净收支	0.4	2.4	2.0	毛利率	8.7%	8.9%	9.5%
利润总额	21.2	16.5	20.4	营业利润率	0.6%	0.4%	0.5%
减:所得税	0.2	0.1	0.2	净利润率	0.6%	0.5%	0.6%

净利润	21.0	16.4	20.2	EBITDA/营业收入	4.6%	5.2%	5.2%
资产负债表	2018	2019E	2020E	EBIT/营业收入	1.9%	2.4%	2.2%
货币资金	917.5	825.5	863.4	运营效率			
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	108	101	95
应收帐款	337.9	274.8	366.4	流动营业资本周转天数	20	15	16
应收票据	-	-	-	流动资产周转天数	237	224	216
预付帐款	43.7	66.6	39.6	应收帐款周转天数	34	33	33
存货	949.3	670.8	1,020.9	存货周转天数	93	88	88
其他流动资产	13.2	13.2	10.8	总资产周转天数	391	373	357
可供出售金融资产	168.0	168.0	168.0	投资资本周转天数	153	142	133
持有至到期投资	-	-	-	投资回报率			
长期股权投资	-	-	-	ROE	1.4%	0.9%	1.0%
投资性房地产	-	-	-	ROA	0.6%	0.5%	0.6%
固定资产	964.0	887.2	937.1	ROIC	5.2%	5.3%	6.9%
在建工程	18.8	61.9	16.2	费用率			
无形资产	212.2	204.8	197.5	销售费用率	2.1%	1.8%	2.1%
其他非流动资产				管理费用率	3.3%	3.5%	3.8%
资产总额	3,638.4	3,204.3	3,644.5	财务费用率	1.4%	2.0%	1.7%
短期债务	891.2	131.3	187.5	三费/营业收入	6.9%	7.3%	7.6%
应付帐款	540.0	366.2	590.1	偿债能力			
应付票据	446.7	637.2	450.2	资产负债率	59.6%	39.9%	42.4%
其他流动负债				负债权益比	147.3%	66.3%	73.7%
长期借款	129.2	-	139.4	流动比率	1.11	1.46	1.66
其他非流动负债				速动比率	0.64	0.93	0.92
负债总额	2,167.0	1,269.4	1,529.0	利息保障倍数	1.31	1.22	1.32
少数股东权益	2.0	2.0	2.0	分红指标			
股本	524.8	524.8	524.8	DPS(元)	-	-	-
留存收益	946.1	1,388.3	1,547.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,471.4	1,915.1	2,074.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2018	2019E	2020E	业绩和估值指标	2018	2019E	2020E
净利润	21.0	16.4	20.2	EPS(元)	0.04	0.03	0.04
加:折旧和摊销	89.3	91.0	103.2	BVPS(元)	2.80	3.65	3.95
资产减值准备	27.9	19.9	20.9	PE(X)	149.9	192.0	155.6
公允价值变动损失	-	-	-	PB(X)	2.1	1.6	1.5
财务费用	63.6	65.0	58.3	P/FCF	-47.1	-6.0	-24.4
投资收益	-4.3	-1.6	-2.1	P/S	1.0	1.0	0.9
少数股东损益	-0.0	-	-	EV/EBITDA	16.8	13.8	14.0
营运资金的变动	-215.4	300.2	-343.6	CAGR(%)	-416.7%	16.8%	43.4%
经营活动现金流	-21.7	490.9	-143.0	PEG	-0.4	11.4	3.6
投资活动现金流	-75.4	-48.4	-97.9	ROIC/WACC	0.7	0.7	1.0
融资活动现金流	79.9	-534.5	278.7	REP	2.3	2.9	1.8

资料来源: WIND, 中信建投研究发展部

分析师介绍

史琨：CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

研究助理

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

周博文 010-86451380 zhou Bowen@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

金婷 jinting@csc.com.cn

夏一然 xiayiran@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjie zgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

章政 zhangzheng@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859