

分析师: 宋颖

执业证书编号: S0270511060002

电话: 021-60883485

研究助理: 谢裕青

电话: 021-60883497

邮箱: xieyuq@wlzq.com.cn

发布日期: 2012年11月14日

领导地位强化，行业竞争加剧

——华峰超纤 (300180) 调研简报

公司调研简报

增持 (维持)

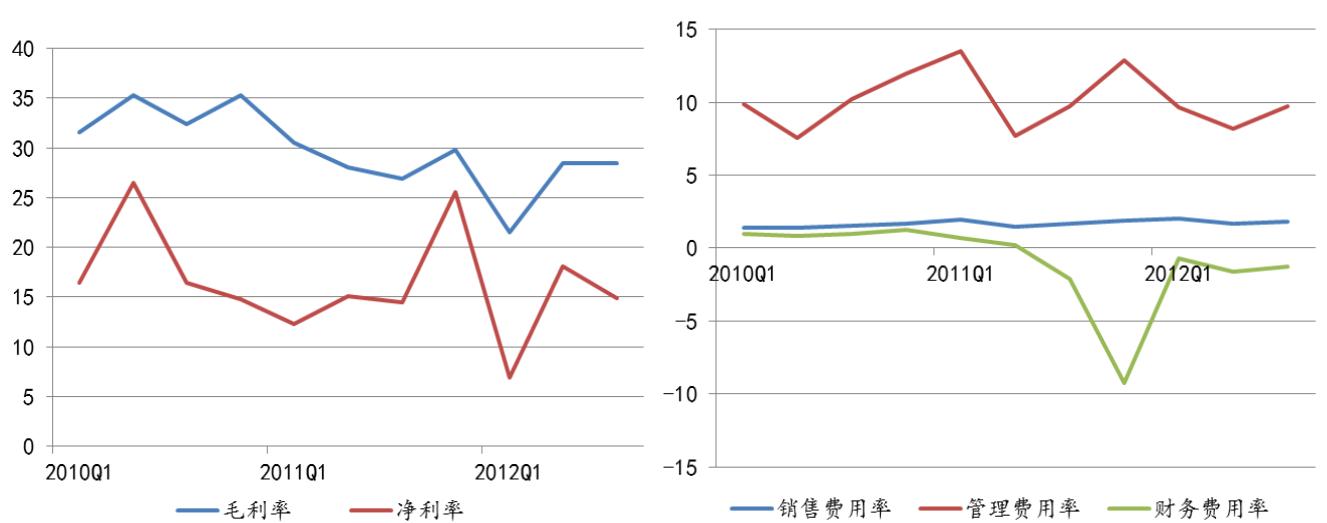
事件:

我们近期对华峰超纤进行了调研，与公司董秘进行了深入交流。探讨的问题主要包括合成革市场及超纤PU的发展空间；公司面临的竞争态势及应对策略；行业未来演化趋势等内容。通过对公司信息的进一步了解，超纤市场用量的增长和未来空间仍然较大，但是未来毛利率趋势将逐步下降，公司盈利增速将低于出货量增长。考虑到公司在行业中的优势，维持“增持”评级。

点评:

- **超纤市场仍然具备空间：**从生命周期来看，超纤已经渡过接受程度较差的引入期，市场对于超纤产品认知已经较为广泛。公司预计在未来超纤PU将占到皮革总消耗量的10%，相当于4-5亿平方米，而现在仅有1亿多平方米，约占3%，市场规模仍然处在成长过程中。
- **继续在超纤市场处于领导者地位：**通过前期的产能扩张，华峰超纤目前共有生产能力1560万平方米，居行业首位。公司充分利用新建产能带来的规模优势，取得了市场占有率的增长。今年以来行业扩产进度加快，但是下游市场，特别是旅游鞋领域整体用量没有明显增长，因此新投产的竞争对手产能利用率较差。公司毛利率三季度环比恢复，与同类上市公司相比较为理想。公司仍然是产能和市场价格领导者。

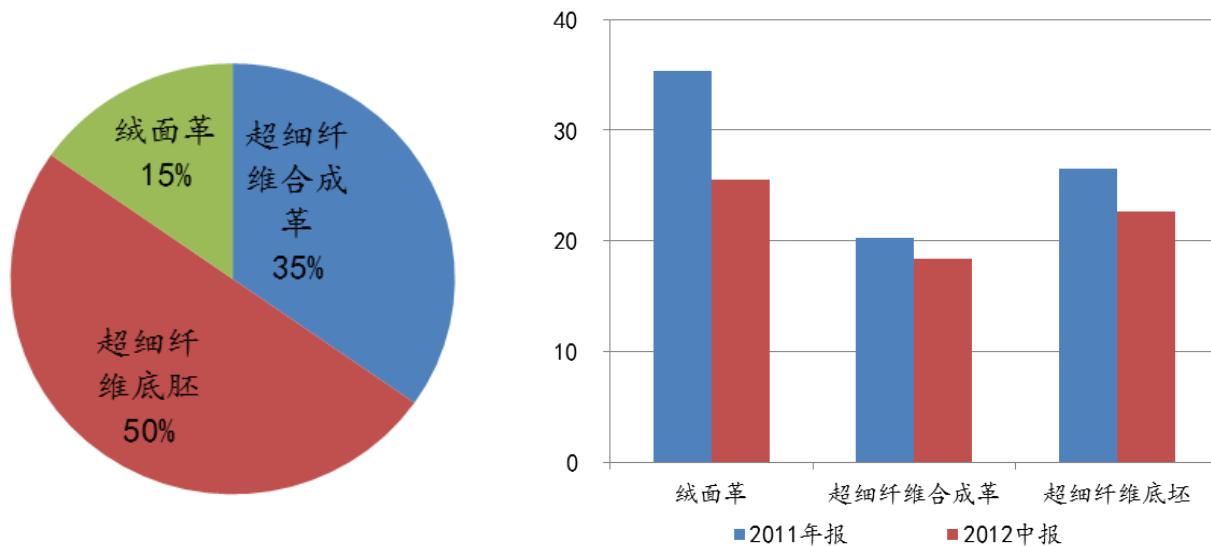
图1 2010年以来华峰超纤毛利率/净利率/费用率趋势



资料来源:万联证券研究所，同花顺

- **明后年产能持续扩张:** 今年公司产品销量维持增长,但由于市场不佳,公司主动降价拓展客户渠道。行业毛利率下降趋势较为明显。公司表示明后年600万平方米定岛超细纤维聚氨酯合成革项目以及1440万平方米超纤基布项目将按照原计划投产,明年较低价格和毛利的基布占比将会变大。公司计划继续通过产能扩张进一步获得规模效应,强化公司产能和价格领导者的地位,限制中小竞争对手发展并且吓阻潜在竞争者。

图2 2012年中期华峰超纤产品比例及毛利



资料来源:万联证券研究所, 同花顺

- **行业毛利率趋势将逐步收窄:** 我们认为公司扩张产能主动降价的行为是一种防御性策略。由于超纤PU行业进入成本低,扩张产能较为方便,公司希望进一步强化产能和成本的优势保持市场的竞争格局,这样做的代价将是产品毛利逐步缩窄。我们必须关注产能的提升是否能够抵消价格下行带来的影响,以及行业竞争是否有恶化风险。
- **盈利预测与投资建议:** 我们下调2012, 2013年EPS分别为0.59元, 0.72元, 对应于目前股价市盈率分别为17.3和14.1倍。我们认为基本面上超纤PU行业将面临增长与挑战并存的新局面, 行业竞争将日趋激烈。尽管公司在行业中仍然处于领先地位, 但毛利率缩窄将令公司的盈利增速受到限制。未来业绩的超预期表现将主要取决于行业中的事件性因素, 如旅游鞋市场能否再度火爆, 上游原材料价格是否下跌等。维持“增持”评级。
- **风险因素:** 原材料价格大幅波动, 下游皮革市场继续低迷

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	4.33	4.71	5.90	8.17
增长比率 (%)	19.8%	8.6%	25.3%	38.5%
净利润 (亿元)	0.81	0.79	0.94	1.13
增长比率 (%)	23.0%	-2.9%	19.0%	20.2%
每股收益 (元)	0.69	0.50	0.59	0.72
市盈率 (倍)	-	20.8	17.3	14.1

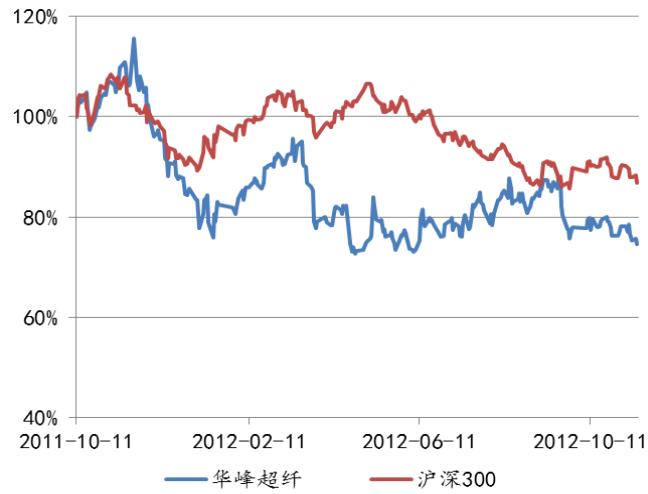
市场数据

收盘价 (元)	10.18
一年内最高/最低 (元)	16.08/9.76
沪深300指数	2212.44
市净率 (倍)	1.31
流通市值 (亿元)	7.16

基础数据

每股净资产 (元)	7.75
每股经营现金流 (元)	0.34
毛利率 (%)	26.6%
净资产收益率 (%)	5.08%
资产负债率 (%)	4.16%
总股本/流通股 (万股)	15800/7035
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

淡季仍维持增长，四季度旺季可期——华峰超纤(300180)三季报点评报告 (2012/10/30)

二季度业绩恢复，未来成长空间较大——华峰超纤(300180)中报点评报告 (2012/08/17)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：宋颖

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券有限责任公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的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、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603
电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层
电话：020-38286833 传真：020-38286831