

## 皮革行业

报告原因：公布年报

2013 年 4 月 19 日

市场数据：2013 年 4 月 19 日

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价（元）        | 13.09      |
| 一年内最高/最低（元）   | 13.38/9.77 |
| 市净率           | 1.56       |
| 市盈率           | 18.49      |
| 流通 A 股市值（百万元） | 731.64     |

基础数据：2012 年 12 月 31 日

|                |           |
|----------------|-----------|
| 每股净资产（元）       | 7.9       |
| 资产负债率%         | 5.94      |
| 总股本/流通 A 股(百万) | 158/73.03 |
| 流通 B 股/H 股（百万） |           |

### 相关研究

分析师：苏淼

执业证书编号：S0760512080001

Email:sumiao@sxzq.com

021-38529770

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email:peiyunpeng@sxzq.com

联系人：张小玲

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 7 层

<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

## 华峰超纤 (300180)

维持

下游需求逐步回暖，新增产能即将投放

增持

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

|       | 营业收入    | 营业成本   | 净利润    | 每股收益 | 市盈率   |
|-------|---------|--------|--------|------|-------|
| 2011A | 612.27  | 447.98 | 86.13  | 0.55 | 24.01 |
| 2012E | 785.83  | 576.07 | 111.88 | 0.71 | 18.49 |
| 2013E | 969.43  | 710.39 | 136.56 | 0.86 | 15.14 |
| 2014E | 1097.96 | 798.33 | 154.78 | 0.98 | 13.36 |

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件：公布 2012 年报及 2013 年第一季报，2012 年营业总收入为 6.12 亿元，同比增长 30.1%，归属于上市公司股东的净利润为 8613.50 万元，同比增长了 9.11%，全年的每股收益为 0.55 元，2012 年计划每 10 股派 1 元（含税），2013 年第一季度归属于上市公司股东的净利润为 1307.6 万，同比增长 55.4%，每股收益为 0.08 元。

●超细纤维基布销量大幅提升是公司业绩增长的主要驱动因素。2012 年超细纤维基布的销售收入为 2.92 亿，同比增长了 68.3%。从价格来看，2012 年超细纤维基布的不含税价格大约为 28~31 元/平米，产量大约为 900~1000 万平方米左右，与 2011 年相比，产品价格大约下滑了 3 元/平米左右，正是由于产品价格小幅下滑，导致公司的毛利率出现了一定程度的下滑，从 26.5%左右下滑到 24%左右。从生产成本来看，PA6 是超细纤维基布的主要原材料，成本占比大约为 20%左右，2012 年 PA6（常规纺切片）的含税价格从 26000 元/吨下滑到 24000 元/吨，我们预计 2013 年 PA6 的价格以平稳下跌为主，估计大幅上涨的概率不会很大。

●超细纤维新增产能及募投项目投产将是 2013 年业绩增长的主要来源，公司 1440 万平方米超细纤维基布项目目前已经建成 2 条生产线，2013 年将全力释放产能，同时公司的募投项目 600 万平米的超细纤维合成革项目也已经在 2012 年年底建成投产，预计 2013 年也将开始释放产能，随着新增产能的建成投产，预计公司 2013 年销售收入和净利润将大幅提升，我们预计 2013 年超细纤维基布的销售收入大约为 4.11 亿，毛利率大约为 23.8%。

●第二季度将是皮革行业的销售旺季。每年第 1 季度一般都是企业利润的低点，第 2、4 季度是企业经营利润的高点，因此需要重点关注第二季度的经营情况。目前皮革行业的竞争非常激烈，高物性 PU 革的毛利率大约为 18%~20%左右，普通 PU 革的毛利率只有 15%左右，而且行业集中度非常低，企业之间的竞争非常激烈。超细纤维皮革的下游主要是鞋用革，2013 年 1~2 月份皮革鞋靴的产量为 7.86 亿双，同比增长了 50%左右，2012 年全年产量同比增长了 5%左右，因此随着下游皮革鞋靴产量的提升，预计 PU 超细纤维革的销量会大幅提升。



● 核心假设:

- 1、公司主要产品包括超细纤维基布和合成革，产品销量、价格和毛利率假设如下；
- 2、实际所得税率为 15%，

图表 1: 主要产品的毛利率及销量假设

|     |              | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|-----|--------------|---------|---------|---------|
| 基布  | 销量 (万平米)     | 1420.12 | 1865.50 | 2072.10 |
|     | 不含税价格 (元/平米) | 29.00   | 29.00   | 29.00   |
|     | 毛利率 (%)      | 23.83%  | 23.83%  | 23.83%  |
| 合成革 | 销量 (万平米)     | 558.99  | 614.89  | 676.38  |
|     | 不含税价格 (元/平米) | 42.00   | 42.00   | 42.00   |
|     | 毛利率 (%)      | 21.71%  | 21.71%  | 21.71%  |

数据来源: 山西证券研究所

- 业绩和估值。预计公司 2013~2015 年的每股收益为 0.71、0.86、0.98 元，公司新增超细纤维合成革的产能即将投放，而且下游即将进入销售旺季，我们维持“增持”的评级。
- 风险提示。新增产能的释放进度低于预期

**图表 2: 财务报表预测及财务指标 (单位: 百万元 更新日期: 2013/4/19)**

| <b>利润表</b>      |               |               |               |               |                 | <b>资产负债表</b>   |                 |                 |                 |                 |                 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                 | 2011A         | 2012A         | 2013E         | 2014E         | 2015E           |                | 2011A           | 2012A           | 2013E           | 2014E           | 2015E           |
| <b>营业收入</b>     | <b>470.61</b> | <b>612.27</b> | <b>785.83</b> | <b>969.43</b> | <b>1,097.96</b> | 现金             | 543.44          | 356.91          | 398.79          | 459.80          | 554.01          |
| YOY(%)          | 8.6%          | 30.1%         | 28.3%         | 23.4%         | 13.3%           | 交易性金融资产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 营业成本            | 335.35        | 447.98        | 576.07        | 710.39        | 798.33          | 应收款项净额         | 80.31           | 149.65          | 192.07          | 236.95          | 268.36          |
| 营业税金及附加         | 0.22          | 0.10          | 0.79          | 0.97          | 1.10            | 存货             | 120.33          | 107.70          | 134.36          | 168.97          | 191.38          |
| 销售费用            | 8.09          | 11.18         | 12.80         | 14.85         | 17.23           | 其他流动资产         | 73.41           | 18.01           | 23.12           | 28.52           | 32.30           |
| 占营业收入比 (%)      | 1.7%          | 1.8%          | 1.6%          | 1.5%          | 1.6%            | <b>流动资产总额</b>  | <b>817.49</b>   | <b>632.27</b>   | <b>748.34</b>   | <b>894.23</b>   | <b>1,046.05</b> |
| 管理费用            | 49.30         | 58.47         | 70.88         | 83.80         | 99.76           | 固定资产净值         | 318.13          | 634.29          | 613.87          | 589.37          | 564.57          |
| 占营业收入比 (%)      | 10.5%         | 9.5%          | 9.0%          | 8.6%          | 9.1%            | 减: 资产减值准备      | (2.68)          | (3.39)          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>EBIT</b>     | <b>76.45</b>  | <b>93.34</b>  | <b>123.12</b> | <b>157.24</b> | <b>179.36</b>   | 固定资产净额         | 315.45          | 630.90          | 613.87          | 589.37          | 564.57          |
| 财务费用            | (11.66)       | (7.49)        | (9.51)        | (4.72)        | (4.03)          | 工程物资           | 0.03            | 0.08            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 占营业收入比 (%)      | -2.5%         | -1.2%         | -1.2%         | -0.5%         | -0.4%           | 在建工程           | 62.77           | 0.00            | 2.75            | 6.62            | 8.14            |
| 资产减值损失          | (2.68)        | (3.39)        | (3.00)        | (3.30)        | (3.30)          | 固定资产清理         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益           | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00            | <b>固定资产总额</b>  | <b>378.25</b>   | <b>630.98</b>   | <b>616.63</b>   | <b>595.99</b>   | <b>572.72</b>   |
| <b>营业利润</b>     | <b>85.43</b>  | <b>97.42</b>  | <b>129.63</b> | <b>158.66</b> | <b>180.09</b>   | 无形资产           | 55.70           | 54.56           | 52.38           | 50.20           | 48.01           |
| 营业外净收入          | 6.87          | 1.90          | 2.00          | 2.00          | 2.00            | 长期股权投资         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>     | <b>92.30</b>  | <b>99.32</b>  | <b>131.63</b> | <b>160.66</b> | <b>182.09</b>   | 其他长期资产         | 3.12            | 17.46           | 17.46           | 17.46           | 17.46           |
| 所得税             | 13.36         | 13.18         | 19.74         | 24.10         | 27.31           | <b>资产总额</b>    | <b>1,254.56</b> | <b>1,335.27</b> | <b>1,434.81</b> | <b>1,557.87</b> | <b>1,684.24</b> |
| 所得税率 (%)        | 14.5%         | 13.3%         | 15.0%         | 15.0%         | 15.0%           | 循环贷款           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>净利润</b>      | <b>78.94</b>  | <b>86.14</b>  | <b>111.88</b> | <b>136.56</b> | <b>154.78</b>   | 应付款项           | 43.80           | 71.36           | 89.02           | 111.95          | 126.81          |
| 占营业收入比 (%)      | 16.8%         | 14.1%         | 14.2%         | 14.1%         | 14.1%           | 预提费用           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 少数股东损益          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00            | 其他流动负债         | 10.05           | 15.25           | 18.92           | 23.59           | 26.88           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>78.94</b>  | <b>86.13</b>  | <b>111.88</b> | <b>136.56</b> | <b>154.78</b>   | <b>流动负债</b>    | <b>53.85</b>    | <b>86.61</b>    | <b>107.95</b>   | <b>135.54</b>   | <b>153.69</b>   |
| YOY(%)          | -2.9%         | 9.1%          | 29.9%         | 22.1%         | 13.3%           | 长期借款           | 16.40           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>EPS (元)</b>  | <b>0.50</b>   | <b>0.55</b>   | <b>0.71</b>   | <b>0.86</b>   | <b>0.98</b>     | 应付债券           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
|                 |               |               |               |               |                 | 其他长期负债         | 0.53            | 0.41            | 0.29            | 0.17            | 0.05            |
| <b>主要财务比率</b>   | <b>2011A</b>  | <b>2012A</b>  | <b>2013E</b>  | <b>2014E</b>  | <b>2015E</b>    | <b>负债总额</b>    | <b>70.78</b>    | <b>87.02</b>    | <b>108.24</b>   | <b>135.71</b>   | <b>153.74</b>   |
| <b>成长能力</b>     |               |               |               |               |                 | 少数股东权益         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 营业收入            | 8.6%          | 30.1%         | 28.3%         | 23.4%         | 13.3%           | 股东权益           | 1,183.78        | 1,248.24        | 1,326.56        | 1,422.15        | 1,530.49        |
| 营业利润            | -8.5%         | 14.0%         | 33.1%         | 22.4%         | 13.5%           | <b>负债和股东权益</b> | <b>1,254.56</b> | <b>1,335.26</b> | <b>1,434.80</b> | <b>1,557.86</b> | <b>1,684.23</b> |
| 净利润             | -2.9%         | 9.1%          | 29.9%         | 22.1%         | 13.3%           |                |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>获利能力</b>     |               |               |               |               |                 | <b>现金流量表</b>   | <b>2011A</b>    | <b>2012A</b>    | <b>2013E</b>    | <b>2014E</b>    | <b>2015E</b>    |
| 毛利率 (%)         | 28.7%         | 26.8%         | 26.7%         | 26.7%         | 27.3%           | 税后利润           | 78.94           | 86.13           | 111.88          | 136.56          | 154.78          |
| 净利率 (%)         | 16.8%         | 14.1%         | 14.2%         | 14.1%         | 14.1%           | 加: 少数股东损益      | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| ROE (%)         | 6.7%          | 6.9%          | 8.4%          | 9.6%          | 10.1%           | 公允价值变动         | 2.68            | 3.39            | 3.00            | 3.30            | 3.30            |
| ROA (%)         | 6.3%          | 6.5%          | 7.8%          | 8.8%          | 9.2%            | 折旧和摊销          | 27.51           | 38.78           | 66.93           | 69.52           | 72.15           |
| <b>偿债能力</b>     |               |               |               |               |                 | 营运资金的变动        | -64.33          | 17.70           | -56.36          | -57.41          | -39.58          |
| 流动比率            | 15.18         | 7.30          | 6.93          | 6.60          | 6.81            | <b>经营活动现金流</b> | <b>44.80</b>    | <b>146.00</b>   | <b>125.45</b>   | <b>151.98</b>   | <b>190.64</b>   |
| 速动比率            | 12.95         | 6.06          | 5.69          | 5.35          | 5.56            | 短期投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 资产负债率 %         | 5.6%          | 6.5%          | 7.5%          | 8.7%          | 9.1%            | 长期股权投资         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>营运能力</b>     |               |               |               |               |                 | 固定资产投资         | 0.00            | -287.63         | -50.00          | -50.00          | -50.00          |
| 总资产周转率          | 37.5%         | 45.9%         | 54.8%         | 62.2%         | 65.2%           | <b>投资活动现金流</b> | <b>0.00</b>     | <b>-287.63</b>  | <b>-50.00</b>   | <b>-50.00</b>   | <b>-50.00</b>   |
| 应收账款周转天数        | 62.29         | 89.21         | 89.21         | 89.21         | 89.21           | 股权融资           | 750.82          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 存货周转天数          | 142.02        | 95.76         | 95.76         | 95.76         | 95.76           | 长期贷款的增加/       | -8.60           | -16.40          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>每股指标 (元)</b> |               |               |               |               |                 | 公司债券发行/        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 每股收益            | 0.50          | 0.55          | 0.71          | 0.86          | 0.98            | 股利分配           | -24.18          | 0.00            | -33.57          | -40.97          | -46.43          |
| 每股净资产           | 7.49          | 7.90          | 8.40          | 9.00          | 9.69            | 计入循环贷款前融       | 718.04          | -16.40          | -33.57          | -40.97          | -46.43          |
| <b>估值比率</b>     |               |               |               |               |                 | 循环贷款的增加/       | -202.90         | -12.10          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| P/E             | 26.2          | 24.0          | 18.49         | 15.14         | 13.36           | <b>融资活动现金流</b> | <b>482.36</b>   | <b>-44.90</b>   | <b>-33.57</b>   | <b>-40.97</b>   | <b>-46.43</b>   |
| P/B             | 1.7           | 1.7           | 1.56          | 1.5           | 1.4             | <b>现金净变动额</b>  | <b>527.16</b>   | <b>-186.53</b>  | <b>41.88</b>    | <b>61.01</b>    | <b>94.21</b>    |

数据来源: 山西证券研究所

**投资评级的说明：**

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

**免责声明：**

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。