

皮革行业

报告原因：公布三季报

2013年10月24日

市场数据：2013年10月24日

收盘价（元）	12.76
一年内最高/最低（元）	14.32/9.05
市净率	1.53
市盈率	19.7
流通A股市值（百万元）	931.86

基础数据：2013年9月30日

每股净资产（元）	8.24
资产负债率%	8.82
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

皮革行业将迎来第4季度销售旺季，预计业绩会小幅提升

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	23.41
2012E	785.83	587.43	102.21	0.65	19.72
2013E	969.43	725.32	123.84	0.78	16.28
2014E	1097.96	814.90	140.61	0.89	14.34

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件：公布2013年三季报，2013年1~9月份营业总收入为5.52亿元，同比增长24.08%，归属于上市公司股东的净利润为6962.15万元，同比增长了12.03%，1~9月每股收益为0.44元。

●业绩符合预期，皮革行业将迎来第4季度销售旺季，公司将继续发力超纤革基布领域。2013年前3个季度实现销售收入5.52亿，同比增长24.08%，业绩基本符合预期。从销量来看，公司皮革行业的销量同比增长33.15%，销量大幅提升的主要原因是公司继续巩固在超纤革基布行业的竞争优势，不断提升在超纤革基布领域的市场占有率，由于公司不断有新增基布产能投放市场，我们预计公司在基布行业的市场占有率会不断提升，由于超纤基布的产品价格很难明显提升，因此公司未来业绩的主要动力是超纤革基布产量的明显提升。从季节性来看，第4季度是超纤行业的销售旺季，鞋革的需求量比较大，据我们调研了解，目前公司在福建市场的占有率非常高，而福建市场是国内主要的鞋革消费区域，因此预计公司将会明显受益于鞋革销售旺季带来的销售收入的提升，我们看好第4季度销售业绩的提升。

●2014年业绩驱动的主要因素是新增产能的产能释放，预计毛利率会稳定在28%左右。2013年公司新增产能主要是300万平米超纤革项目，经过2个季度的调试，随着开工率的逐步提升，预计公司综合毛利率能维持在28%左右的水平。2014年第1季度是皮革行业的销售淡季，销量比较少，单位折旧比较高，预计毛利率难以大幅提升，2014年第2季度是销售旺季，随着下游需求的复苏，开工率会大幅提升，由于2014年全年固定资产新增折旧比较少，预计2014年上半年的综合毛利会继续维持在28%左右的水平。

●业绩和估值。我们维持此前的盈利预测，预计公司2013~2015年的每股收益为0.65、0.78、0.89元，第4季度是皮革行业的销售旺季，预计业绩会小幅提升，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

● 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 (%)	21.07%	21.07%	21.07%
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

图表2: 财务报表预测及财务指标 (单位: 百万元 更新日期: 2013/10/25)

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	470.61	612.27	785.83	969.43	1,097.96	现金	543.44	356.91	391.38	443.28	527.48
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	587.43	725.32	814.90	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	137.34	172.88	195.73
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%	流动资产总额	817.49	632.27	743.91	881.62	1,023.87
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
EBIT	76.45	93.34	111.76	142.32	162.78	固定资产净额	315.45	630.90	613.87	589.37	564.57
财务费用	(11.66)	(7.49)	(9.50)	(4.67)	(3.94)	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	固定资产总额	378.25	630.98	616.63	595.99	572.72
营业利润	85.43	97.42	118.25	143.69	163.43	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
利润总额	92.30	99.32	120.25	145.69	165.43	其他长期资产	3.12	17.46	17.46	17.46	17.46
所得税	13.36	13.18	18.04	21.85	24.81	资产负债总额	1,254.56	1,335.27	1,430.37	1,545.27	1,662.06
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
净利润	78.94	86.14	102.21	123.84	140.61	应付款项	43.80	71.36	91.00	114.55	129.69
占营业收入比(%)	16.8%	14.1%	13.0%	12.8%	12.8%	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	19.28	24.06	27.41
归属母公司净利润	78.94	86.13	102.21	123.84	140.61	流动负债总额	53.85	86.61	110.28	138.61	157.10
YOY(%)	-2.9%	9.1%	18.7%	21.2%	13.5%	长期借款	16.40	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.50	0.55	0.65	0.78	0.89	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	其他长期负债	0.53	0.41	0.29	0.17	0.05
成长能力						负债总额	70.78	87.02	110.57	138.78	157.15
营业收入	8.6%	30.1%	28.3%	23.4%	13.3%	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-8.5%	14.0%	21.4%	21.5%	13.7%	股东权益	1,183.78	1,248.24	1,319.79	1,406.47	1,504.90
净利润	-2.9%	9.1%	18.7%	21.2%	13.5%	负债和股东权益总额	1,254.56	1,335.26	1,430.36	1,545.26	1,662.05
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	28.7%	26.8%	25.2%	25.2%	25.8%	税后利润	78.94	86.13	102.21	123.84	140.61
净利率(%)	16.8%	14.1%	13.0%	12.8%	12.8%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	6.7%	6.9%	7.7%	8.8%	9.3%	公允价值变动	2.68	3.39	3.00	3.30	3.30
ROA(%)	6.3%	6.5%	7.1%	8.0%	8.5%	折旧和摊销	27.51	38.78	66.93	69.52	72.15
偿债能力						营运资金的变动	-64.33	17.70	-57.00	-57.61	-39.68
流动比率	15.18	7.30	6.75	6.36	6.52	经营活动现金流	44.80	146.00	115.14	139.05	176.39
速动比率	12.95	6.06	5.50	5.11	5.27	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	5.6%	6.5%	7.7%	9.0%	9.5%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						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%	54.9%	62.7%	66.1%	投资活动现金流	0.00	-287.63	-50.00	-50.00	-50.00
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
每股指标(元)						公司债券发行/(-)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.50	0.55	0.65	0.78	0.89	股利分配	-24.18	0.00	-30.66	-37.15	-42.18
每股净资产	7.49	7.90	8.35	8.90	9.52	计入循环贷款前融	718.04	-16.40	-30.66	-37.15	-42.18
估值比率						循环贷款的增加/(-)	-202.90	-12.10	0.00	0.00	0.00
P/E	25.5	23.4	19.72	16.28	14.34	融资活动现金流	482.36	-44.90	-30.66	-37.15	-42.18
P/B	1.7	1.6	1.53	1.4	1.3	现金净变动额	527.16	-186.53	34.47	51.90	84.20

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。