

## 皮革行业

报告原因：公告点评

2014 年 6 月 3 日

市场数据：2014 年 6 月 3 日

收盘价（元）	15.98
一年内最高/最低（元）	16.68/10.2
市净率	1.77
市盈率	17.4
流通 A 股市值（百万元）	1833.71

基础数据：2014 年 3 月 31 日

每股净资产（元）	8.51
资产负债率%	6.46
总股本/流通 A 股(百万)	158/114.75
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)

上调

未来成长路径明确，规模优势将更加明显

买入

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
2013A	726.55	538.31	89.85	0.57	28.10
2014E	989.87	713.32	144.84	0.92	17.43
2015E	1280.43	923.34	184.65	1.17	13.67
2016E	1601.18	1148.99	234.30	1.48	10.78

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

● **规模优势将继续扩大。**公司现有超纤革的产能为 2880 万平米/年，2014 年底公司总产能将达到 3600 万平米。从产能增速来看，2010 年上市时的产能为 600 万平米，经过 4 年的产能扩张，公司产能达到了 3600 万平米，产能扩张非常迅猛，目前公司在超纤革领域的市场占有率大约为 20% 左右，公司未来计划在启东新建 7500 万米非织造布超纤材料，一旦新建产能逐步投放市场，预计公司的规模优势更加明显，生产规模增加 2 倍左右，预计市场占有率将大幅提升，相比竞争对手的规模优势更加明显。

● **公司发展战略做了小幅调整。**公司上市后，公司发展战略非常明确，不断做大超纤革基布的产能规模，通过规模优势降低超纤革基布的生产成本，最终建立超纤革行业龙头企业的竞争地位。从 2014 年初开始，公司的总经理发生了更换，同时公司的发展战略做了部分调整，未来公司将继续增强超纤革基布的规模优势，同时还将增大贴面革和绒面革的生产规模，增强贴面革等产品的规模对于公司的客户积累具有非常重要的意义，以往生产出超纤革基布后，超纤产品没有经过染色、磨皮等后处理加工，产品附加值比较低，同时与终端客户的交流相对比较少，因此对于市场需求的变化不是非常敏感，而通过增强贴面革的生产规模，公司将增强与终端客户的交流，能更好的满足终端客户的需求，同时提升公司产品的毛利率水平。

● **通过公司产能扩建，未来的增长路径基本清晰，也符合未来消费升级的大趋势。**公司在上市后的发展方向非常明显，始终定位于超纤革领域。目前整个人造革合成革的市场规模大约为 25 亿米左右，其中超细革的需求大约为 1.2-1.5 亿米左右，年均增速大约为 15%-20% 左右，目前超纤革在人造革合成革领域的市场占比非常小，超纤革产品正处于产品生命周期的快速增长阶段，符合消费升级的大趋势，市场空间非常大。

● **业绩和估值。**我们维持此前的盈利预测，预计 2014~2016 年的每股收益为 0.92、1.17、1.48 元，公司未来发展方向基本明确，我们上调至“买入”评级。

● **风险提示。**新增 720 万平米的产能释放进度低于预期，7500 万米超纤材料的建设进度低于预期

**图表1：财务报表预测及财务指标 (单位: 百万元 更新日期: 2014/6/3)**

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	612.27	726.55	989.87	1,280.43	1,601.18	现金	356.91	276.58	292.91	328.02	387.95
YOY(%)	30.1%	18.7%	36.2%	29.4%	25.1%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	447.98	538.31	713.32	923.34	1,148.99	应收款项净额	149.65	196.23	267.35	345.83	432.45
营业税金及附加	0.10	0.86	1.17	1.52	1.90	存货	107.70	170.21	232.97	307.34	387.41
销售费用	11.18	15.02	20.46	26.47	33.10	其他流动资产	18.01	9.63	13.12	16.97	21.22
占营业收入比(%)	1.8%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	流动资产总额	632.27	652.65	806.35	998.16	1,229.03
管理费用	58.47	75.24	89.09	115.24	144.11	固定资产净值	634.29	630.11	619.81	596.48	571.89
占营业收入比(%)	9.5%	10.4%	9.0%	9.0%	9.0%	减: 资产减值准备	(3.39)	(3.56)	0.00	0.00	0.00
<b>EBIT</b>	<b>93.34</b>	<b>95.80</b>	<b>163.26</b>	<b>211.29</b>	<b>270.52</b>	固定资产净额	630.90	626.55	619.81	596.48	571.89
财务费用	(7.49)	(5.25)	(5.14)	(4.24)	(3.43)	工程物资	0.08	0.44	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-1.2%	-0.7%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	在建工程	0.00	11.42	4.55	7.07	8.17
资产减值损失	(3.39)	(3.56)	(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	630.98	638.41	624.37	603.55	580.06
营业利润	97.42	97.48	165.40	212.23	270.65	无形资产	54.56	64.34	61.77	59.19	56.62
营业外净收入	1.90	6.37	5.00	5.00	5.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	99.32	103.85	170.40	217.23	275.65	其他长期资产	17.46	33.81	33.81	33.81	33.81
所得税	13.18	14.01	25.56	32.59	41.35	资产总额	1,335.27	1,389.21	1,526.30	1,694.72	1,899.52
所得税税率(%)	13.3%	13.5%	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>86.14</b>	<b>89.84</b>	<b>144.84</b>	<b>184.65</b>	<b>234.30</b>	应付款项	71.36	32.95	45.10	59.50	75.00
占营业收入比(%)	14.1%	12.4%	14.6%	14.4%	14.6%	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	15.25	15.26	20.51	26.98	33.97
归属母公司净利润	86.13	89.85	144.84	184.65	234.30	流动负债	86.61	48.21	65.61	86.48	108.97
YOY(%)	9.1%	4.3%	61.2%	27.5%	26.9%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>EPS (元)</b>	<b>0.55</b>	<b>0.57</b>	<b>0.92</b>	<b>1.17</b>	<b>1.48</b>	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>主要财务比率</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	其他长期负债	0.41	18.71	37.01	55.31	73.61
<b>成长能力</b>						负债总额	87.02	66.92	102.62	141.79	182.58
营业收入	30.1%	18.7%	36.2%	29.4%	25.1%	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	14.0%	0.1%	69.7%	28.3%	27.5%	股东权益	1,248.24	1,322.29	1,423.68	1,552.93	1,716.94
净利润	9.1%	4.3%	61.2%	27.5%	26.9%	负债和股东权益	1,335.26	1,389.21	1,526.30	1,694.72	1,899.52
<b>获利能力</b>						<b>现金流量表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
毛利率(%)	26.8%	25.9%	27.9%	27.9%	28.2%	税后利润	86.13	89.85	144.84	184.65	234.30
净利率(%)	14.1%	12.4%	14.6%	14.4%	14.6%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	6.9%	6.8%	10.2%	11.9%	13.6%	公允价值变动	3.39	3.56	3.00	3.30	3.30
ROA(%)	6.5%	6.5%	9.5%	10.9%	12.3%	折旧和摊销	38.78	65.68	67.18	70.09	72.76
<b>偿债能力</b>						营运资金的变动	17.70	-136.99	-105.23	-117.53	-130.16
流动比率	7.30	13.54	12.29	11.54	11.28	经营活动现金流	146.00	22.10	109.78	140.51	180.21
速动比率	6.06	10.01	8.74	7.99	7.72	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	6.5%	4.8%	6.7%	8.4%	9.6%	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	-68.40	-50.00	-50.00	-50.00
总资产周转率	45.9%	52.3%	64.9%	75.6%	84.3%	投资活动现金流	0.00	-68.40	-50.00	-50.00	-50.00
应收账款周转天数	89.21	98.58	98.58	98.58	98.58	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	95.76	130.85	130.85	130.85	130.85	长期贷款的增加/(-)	-16.40	0.00	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	0.55	0.57	0.92	1.17	1.48	股利分配	-15.80	0.00	-43.45	-55.39	-70.29
每股净资产	7.90	8.37	9.01	9.83	10.87	计入循环贷款前融	-32.20	0.00	-43.45	-55.39	-70.29
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加/(-)	-268.13	-34.03	0.00	0.00	0.00
<b>P/E</b>	<b>29.3</b>	<b>28.1</b>	<b>17.43</b>	<b>13.67</b>	<b>10.78</b>	<b>融资活动现金流</b>	<b>-332.53</b>	<b>-34.03</b>	<b>-43.45</b>	<b>-55.39</b>	<b>-70.29</b>
<b>P/B</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>1.77</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>现金净变动额</b>	<b>-186.53</b>	<b>-80.33</b>	<b>16.33</b>	<b>35.11</b>	<b>59.92</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。