

## 皮革行业

报告原因：公告点评

2014年10月28日

**市场数据：**2014年10月28日

收盘价(元)	21.42
一年内最高/最低(元)	11.22/21.8
市净率	2.4
市盈率	27.22
流通A股市值(亿元)	24.57

**基础数据：**2014年9月30日

每股净资产(元)	8.79
资产负债率%	18.2
总股本/流通A股(百万)	158/115.31
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**  
**市场占有率持续提升，竞争优势明显 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	37.67
2014E	905.05	651.89	124.34	0.79	27.22
2015E	1161.68	837.35	156.99	0.99	21.56
2016E	1446.80	1037.19	198.92	1.26	17.01

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件。公司公布三季报，2014年1-9月份公司销售收入为6.94亿，同比增长25.59%，归属于上市公司股东的净利润为8244.49万，同比增长18.42%，基本每股收益为0.52元，其中第三季度的单季度销售收入为2.28亿，同比增长18.39%，单季度净利润为2504.94万。

●运动鞋用合成革的需求比较弱，导致业绩小幅低于预期。此前我们预计2014年的销售收入为9.89亿，净利润为1.44亿，目前由于运动鞋用革的需求比较弱，而且现金流压力比较大，因此公司削减了在运动鞋领域用革的量，受此影响，公司2014年的销售收入和净利润都小幅低于预期。2014年1-9月皮革鞋靴的产量增长为2.74%，比2013年略有好转，在目前下游需求比较弱的情况下，皮革企业都大力开拓其他领域，包括汽车内饰革、沙发革等领域，由于其他领域的占比比较小，短期之内我们预计整个皮革不会出现明显的行业性的改善，更多是优势企业不断挤压其他企业的市场份额。

●2015年业绩增长的主要来源是现有产能开工率的提升。公司现有超纤革的产能为3600万平米，目前的开工率比较低，2014年我们预计公司的销量增速大约为30%-40%左右，因此2015年公司业绩增长主要来源于下游市场的逐步开拓带来的开工率的逐步提升。上市以来，公司的市场占有率达到逐步提升，产能规模持续提升，目前市场占有率为20%左右，未来随着开工率的持续提升，我们认为公司的业绩增长将非常稳定，每年大约30%左右的增长速率。

●公司竞争优势非常明显，市场占有率会持续提升。与同行相比，公司在超纤行业的竞争力非常明显，专注于超纤革主业，现金流非常充裕，充分发挥公司在超纤革基布领域的竞争优势，市场占有率不断提升，目前公司已经是超纤革行业的龙头企业，而且企业的产能不断扩张，我们预计未来2-3年公司的市场占有率达到40%以上。

●业绩和估值。我们调低此前的盈利预测，所得税按照15%估计，预计2014~2016年的每股收益为0.79、0.99、1.26元，维持“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

**图表1：财务报表预测及财务指标 (单位：百万元 更新日期：2014/10/28)**

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	905.05	1,161.68	1,446.80	现金	356.91	276.58	318.75	350.54	402.54
YOY(%)	30.1%	18.7%	24.6%	28.4%	24.5%	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	651.89	837.35	1,037.19	应收款项净额	149.65	196.23	244.44	313.75	390.76
营业税金及附加	0.10	0.86	1.07	1.38	1.71	存货	107.70	170.21	210.92	276.46	347.26
销售费用	11.18	15.02	19.91	25.56	31.83	其他流动资产	18.01	9.63	12.00	15.40	19.18
占营业收入比(%)	1.8%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	流动资产总额	632.27	652.65	786.10	956.15	1,159.74
管理费用	58.47	75.24	90.50	116.17	144.68	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%	10.0%	10.0%	10.0%	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>139.10</b>	<b>178.66</b>	<b>228.81</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)	(5.19)	(4.34)	(3.51)	工程物资	0.08	0.44	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-1.2%	-0.7%	-0.6%	-0.4%	-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
<b>营业利润</b>	<b>97.42</b>	<b>97.48</b>	<b>141.29</b>	<b>179.70</b>	<b>229.02</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>99.32</b>	<b>103.85</b>	<b>146.29</b>	<b>184.70</b>	<b>234.02</b>	其他长期资产	17.46	33.81	33.81	33.81	33.81
所得税	13.18	14.01	21.94	27.70	35.10	<b>资产总额</b>	<b>1,335.27</b>	<b>1,389.21</b>	<b>1,506.04</b>	<b>1,652.71</b>	<b>1,830.23</b>
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>124.34</b>	<b>156.99</b>	<b>198.92</b>	应付款项	71.36	32.95	40.83	53.52	67.23
占营业收入比(%)	14.1%	12.4%	13.7%	13.5%	13.7%	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	18.87	24.65	30.93
<b>归属母公司净利润</b>	<b>86.13</b>	<b>89.85</b>	<b>124.34</b>	<b>156.99</b>	<b>198.92</b>	<b>流动负债</b>	<b>86.61</b>	<b>48.21</b>	<b>59.70</b>	<b>78.17</b>	<b>98.15</b>
YOY(%)	9.1%	4.3%	38.4%	26.3%	26.7%	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>0.79</b>	<b>0.99</b>	<b>1.26</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>						<b>负债总额</b>	<b>87.02</b>	<b>66.92</b>	<b>96.71</b>	<b>133.48</b>	<b>171.76</b>
营业收入	30.1%	18.7%	24.6%	28.4%	24.5%	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	14.0%	0.1%	44.9%	27.2%	27.4%	股东权益	1,248.24	1,322.29	1,409.33	1,519.22	1,658.47
净利润	9.1%	4.3%	38.4%	26.3%	26.7%	<b>负债和股东权益</b>	<b>1,335.26</b>	<b>1,389.21</b>	<b>1,506.04</b>	<b>1,652.71</b>	<b>1,830.23</b>
<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%	28.0%	27.9%	28.3%	税后利润	86.13	89.85	124.34	156.99	198.92
净利率(%)	14.1%	12.4%	13.7%	13.5%	13.7%	加：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	6.9%	6.8%	8.8%	10.3%	12.0%	公允价值变动	3.39	3.56	3.00	3.30	3.30
ROA(%)	6.5%	6.5%	8.3%	9.5%	10.9%	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	-65.05	-101.49	-113.31
流动比率	7.30	13.54	13.17	12.23	11.82	<b>经营活动现金流</b>	<b>146.00</b>	<b>22.10</b>	<b>129.47</b>	<b>128.89</b>	<b>161.67</b>
速动比率	6.06	10.01	9.63	8.69	8.28	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	6.5%	4.8%	6.4%	8.1%	9.4%	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%	60.1%	70.3%	79.1%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0.00</b>	<b>-68.40</b>	<b>-50.00</b>	<b>-50.00</b>	<b>-50.00</b>
应收账款周转天数	89.21	98.58	98.58	98.58	98.58	股权投资	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	0.79	0.99	1.26	股利分配	-15.80	0.00	-37.30	-47.10	-59.67
每股净资产	7.90	8.37	8.92	9.62	10.50	计入循环贷款前融	-32.20	0.00	-37.30	-47.10	-59.67
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加/(-)	-268.13	-34.03	0.00	0.00	0.00
P/E	39.3	37.7	27.22	21.56	17.01	<b>融资活动现金流</b>	<b>-332.53</b>	<b>-34.03</b>	<b>-37.30</b>	<b>-47.10</b>	<b>-59.67</b>
P/B	2.7	2.6	2.40	2.2	2.0	<b>现金净变动额</b>	<b>-186.53</b>	<b>-80.33</b>	<b>42.17</b>	<b>31.79</b>	<b>52.00</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形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。