



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年1月27日

化工

研究部

高峰

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210070001

gaozheng@cicc.com.cn

关滨

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210030004

guanbin@cicc.com.cn

华峰超纤 (300180.CH)

受益于消费升级, 超纤革龙头起飞

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	362	415	546	687
(+/-)	15%	15%	32%	26%
毛利	122	134	187	235
(+/-)	81%	9%	40%	26%
净利润	66	81	120	156
每股盈利 (元)	0.42	0.51	0.76	0.98
(+/-)	30%	22%	49%	29%
净资产收益率	24.0%	24.4%	9.9%	11.7%
ROCE	24.0%	24.4%	9.9%	11.7%
现金分红收益率	1.5%	0.0%	0.4%	0.6%
每股经营现金流 (元)	0.77	0.65	0.64	0.93

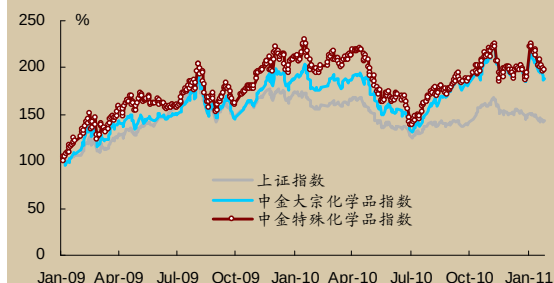
股票信息

	A股
申购价格	人民币15~19
股票代码	300180.CH
发行前总股本 (百万)	118.0
发行股本 (百万)	不超过40.0
发行后总股本 (百万)	不超过158.0
主要股东 (持股比例-发行后)	华峰集团有限公司 (14.87%)

最近估值走势

	过去一周	过去一月	过去三月	年初至今
上证指数	-1.79	-4.46	-10.94	-5.04
中金大宗化学品指数	-6.32	-10.28	-10.76	-11.43
中金特殊化学品指数	-4.66	-8.18	-8.20	-10.98

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

02/01/2011	确定发行价格
02/10/2011	申购和缴款日

公司介绍:

华峰超纤是国内超纤革龙头企业, 目前超纤革年产能900万平方米, 连续3年超纤革销量占据国内第一。

超纤革产品将受益于消费升级, 更多的低端PVC革和普通PU革将升级为超纤革, 目前国内超纤革在合成革中的使用比例不到3%, 远低于发达国家水平, 因此未来替代空间巨大。

超纤革性能接近天然皮革但价格更低, 且不存在动物保护和高污染问题。国内天然皮革市场需求约4500亿元, 超纤革只有约50亿元, 未来超纤革对天然皮革的替代增速将较快。

公司未来产能增速较快, 拟使用自有资金新建360万平方米超纤革基布产能, 11年达产后总产能将达1260万平方米。募投项目新增的300万平方米定岛超纤革, 预计在2012年投产。

投资亮点:

1. 公司超纤用原材料树脂主要是自产自用, 产业链完整。
2. 公司近年产能利用率都在100%以上, 订单情况良好, 未来新增产能释放将快速提升公司业绩。
3. 公司募投的定岛超纤革项目将应用于高物性军用产品、汽车内饰、高性能劳保鞋、仿真皮休闲鞋等领域, 实现产品差异化, 增加产品附加值。

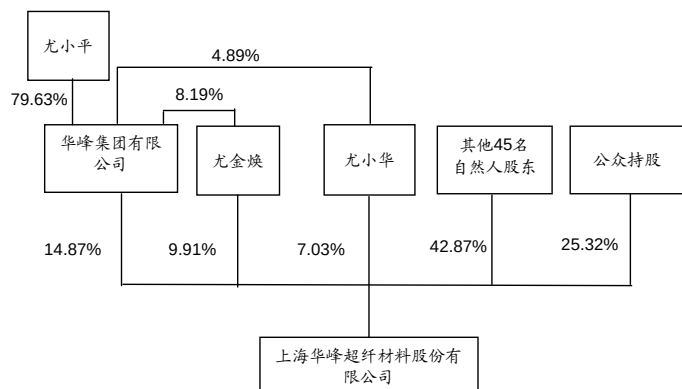
风险:

1. 原材料价格波动风险;
2. 国内新增超纤革产能释放超预期;
3. 国内超纤革需求增速不达预期。

估值与建议:

公司上市发行A股股数不超过4000万股, 发行后总股本不超过15800万股。我们预计公司2010~2012年摊薄后(按发行4000万股计算)的EPS分别为0.51, 0.76, 0.98元, 建议询价区间15~19元, 对应2011 PE为20~25倍。

图表1：公司发行后股权结构图（左图）；公司主要募投项目（右图）



序号	项目	投资金额 (万元)
1	300万平方米/年定岛超细纤维聚氨酯合成革项目	19,060
2	企业技术中心技改项目	3,000

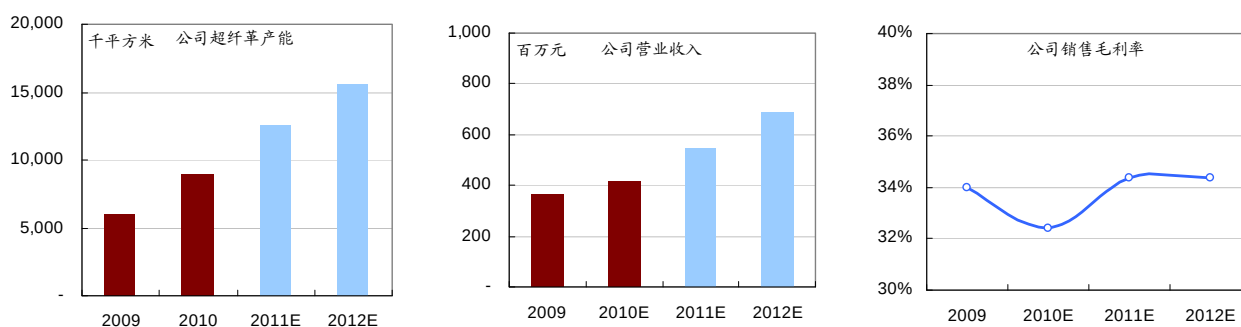
资料来源：公司公告、中金公司研究部

图表2：超纤革应用领域



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表3：公司产能扩张计划、分产品销售收入、销售毛利率



资料来源：公司公告、中金公司研究部

图表 4：公司历史和预测的主要财务和经营数据

损益表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入净额	362	415	546	687
主营业务利润	122	134	187	235
营业费用	5	6	8	10
管理费用	31	36	44	51
财务费用	3	-0	-4	-7
营业利润	73	92	139	180
所得税	11	14	21	27
净利润	66	81	120	156
现金流量表 (百万元)				
经营活动现金流净额	91	76	101	146
投资活动现金流净额	-21	-10	-245	-95
融资活动现金流净额	-42	-53	767	-36
货币资金增加额	28	13	623	15
资产负债表 (百万元)				
流动资产	192	228	907	982
固定资产	172	161	378	431
流动负债	99	68	78	96
长期负债	1	-	-	-
股东权益	275	331	1,216	1,324
总资产	375	399	1,293	1,420
财务指标				
主营业务利润率	33.8%	32.2%	34.2%	34.2%
息税前利润率	23.7%	22.0%	24.7%	25.2%
净利润率	18.3%	19.4%	22.0%	22.6%
净资产收益率	24.0%	24.4%	9.9%	11.7%
总资产收益率	17.6%	20.2%	9.3%	10.9%
总资产负债率	26.7%	17.0%	6.0%	6.8%
净资产负债率	36.4%	20.5%	6.4%	7.2%
流动比率	1.93	3.35	11.66	10.23
速动比率	1.36	2.40	10.56	9.11
应收帐款周转期	98	98	98	98
存货周转期	56	56	56	56
分红比例	1.8%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司公告、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

错误! 文件名无效。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED