

谨慎申购

股票价格

发行价格	19.73 元
合理价值区间	14.71-18.38 元

发行后股本结构

总股本（万股）	15800.00
流通 A 股（万股）	4000.00

重要日期

网下申购日	2011 年 02 月 10 日
网上申购日	2011 年 02 月 10 日

相关研究

基础化工行业分析师

曹小飞

SAC 执业证书编号:S08500210070006

电话: 021-23219267

Email: caoxf@htsec.com

联系人: 易国辉

电话: 021-23219737

Email: yith@htsec.com

华峰超纤（300180）

2011 年 2 月 10 日

超纤合成革龙头，产能投放提升业绩

华峰超纤是国内超细纤维聚氨酯合成革龙头，自筹和募投项目将大幅增加产能。超纤革代表了人造革的发展方向，随着消费升级而替代天然皮革、PVC 革和普通 PU 革。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率（%）	14.64	20.91	36.67	33.70
净利润增长率（%）	74.70	25.91	39.68	38.92
综合毛利率（%）	34.01	31.59	32.77	33.72
每股收益（元）	0.42	0.53	0.74	1.02

注：2009-2012 年 EPS 按发行后的总股本计算

资料来源：海通证券研究所

- **国内超纤 PU 合成革龙头。**华峰超纤是国内聚氨酯超细纤维合成革龙头，主要产品包括超细纤维基布、超细纤维绒面革和超细纤维贴面革，目前总产能 900 万平方米。公司是我国聚氨酯超细纤维复合材料研发制造基地，企业技术中心被认定为“中国聚氨酯超细纤维复合材料研发中心”。
- **天然皮革受环保等因素制约，人造革需求快速增长。**天然皮革受到来自环保、动物保护以及资源禀赋的限制，未来将逐渐被人造革所替代。目前全球天然皮革市场需求规模高达 4500 亿，人造革的市场空间巨大。同时，受下游鞋革、家具、箱包、汽车等行业的推动，全球合成革需求将保持快速增长。
- **超纤 PU 合成革代表人造革发展方向，未来替代市场空间巨大。**超纤 PU 合成革是继 PVC 革、普通 PU 革之后的第三代人工皮革，具有与天然皮革中束状胶原纤维相似的结构和性能，是人造革的发展方向。目前超纤革仅占合成革的 2.75% 左右，随着消费的升级，未来 PVC 合成革和普通 PU 革将逐步被超纤革所替代。由于具有天然皮革最相似的性能，超纤革也将直接应用于部分真皮市场。
- **公司核心竞争优势。**华峰超纤的核心竞争力主要体现在完整产业链保证的产品质量和稳定性优势、较强的技术研发与创新能力优势、清洁生产和节约成本优势。
- **募投项目提升产品产能。**公司本次拟向社会公开发行人 4000 万人民币普通股，占发行后总股本的 25.32%。此次募集资金主要投向 600 万平方米定岛超细纤维聚氨酯合成革建设项目中一期 300 万平方米定岛超细纤维聚氨酯合成革项目。此外，公司自筹资金建设的 360 万平方米超细纤维基本项目也将于 2011 年投产，公司的产能将持续大幅扩张。募投的定岛超纤合成革主要应用于军品、汽车内饰、篮球、仿真皮休闲革等领域，产品的盈利能力有望提升。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计华峰超纤 2010-2012 年 EPS 分别为 0.53 元、0.74 元和 1.02 元。根据对可比上市公司的估值分析并综合考虑公司的竞争优势与行业地位，我们给予公司 2011 年 20-25 倍动态 PE，对应的合理价值区间为 14.71-18.38 元。公司发行价为 19.73 元，我们“谨慎申购”。
- **风险提示。**原材料价格波动、行业竞争加剧风险。

表 1 华峰超纤盈利预测基本假设

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
超细纤维基布							
主营业务收入	万元	6493.81	9938.85	11870.19	14412.58	19456.98	25294.08
主营业务成本	万元	5279.87	8070.71	7439.04	9495.35	12818.72	16664.33
产量	万平方米	478.13	507.34	638.01	750.00	850.00	1000.00
销量	万平方米	139.89	217.34	267.70	339.12	457.81	595.15
平均价格	元/平方米	46.42	45.73	44.34	42.50	42.50	42.50
单位成本	元/平方米	37.74	37.13	27.79	28.00	28.00	28.00
毛利率	%	18.69	18.80	37.33	34.12	34.12	34.12
超细纤维绒面革							
主营业务收入	万元	3302.63	4163.21	4294.81	5804.79	8297.79	11120.75
主营业务成本	万元	2114.31	2880.59	2672.72	3543.97	4961.56	6450.03
产量	万平方米	70.53	86.13	120.39	150.00	171.09	222.41
销量	万平方米	58.35	78.88	88.43	122.21	171.09	222.41
平均价格	元/平方米	56.60	52.78	48.57	47.50	48.50	50.00
单位成本	元/平方米	36.23	36.52	30.22	29.00	29.00	29.00
毛利率	%	35.98	30.81	37.77	38.95	40.21	42.00
超细纤维贴面革							
主营业务收入	万元	14598.34	15756.77	18340.43	21500.43	29993.10	41470.30
主营业务成本	万元	11771.52	12682.23	12772.24	15766.98	21285.43	28735.32
产量	万平方米	222.91	244.92	309.01	358.34	483.76	653.08
销量	万平方米	225.59	246.44	307.36	358.34	483.76	653.08
平均价格	元/平方米	64.71	63.94	59.67	60.00	62.00	63.50
单位成本	元/平方米	52.18	51.46	41.55	44.00	44.00	44.00
毛利率	%	19.36	19.52	30.36	26.67	29.03	30.71
其他业务							
其他业务收入	万元	15498.77	1681.89	1651.66	2000.00	2000.00	2000.00
其他业务成本	万元	15056.61	1089.97	976.68	1100.00	1100.00	1100.00
合计							
营业收入合计	万元	39893.55	31540.72	36157.09	43717.79	59747.87	79885.12
营业成本合计	万元	34222.31	24723.50	23860.68	29906.30	40165.71	52949.69
综合毛利率	%	14.22	21.61	34.01	31.59	32.77	33.72

注：2007 年其他业务收入中含有树脂销售收入

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

表 2 华峰超纤预测利润表(万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	39893.55	31540.71	36157.09	43717.79	59747.87	79885.12
营业收入增长率(%)	-	-20.94	14.64	20.91	185.41	82.73
营业成本	34222.32	24723.50	23860.68	29906.30	40165.71	52949.69
营业税金及附加	43.11	76.56	67.43	65.58	89.62	119.83
销售费用	567.39	429.39	527.83	612.05	836.47	1118.39
管理费用	944.55	1981.41	3144.68	3716.01	5078.57	6790.24
财务费用	236.07	527.28	283.07	393.46	-89.62	-79.89
资产减值损失	-94.18	74.95	938.27	-80.89	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3974.29	3727.63	7335.13	9105.29	13667.12	18986.86
加: 营业外收入	276.89	101.47	375.18	700.43	0.00	0.00
减: 营业外支出	9.05	26.45	17.71	20.88	0.00	0.00
利润总额	4242.14	3802.64	7692.60	9784.84	13667.12	18986.86
减: 所得税	42.96	21.38	1086.78	1467.73	2050.07	2848.03
净利润	4199.17	3781.26	6605.82	8317.11	11617.05	16138.83
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有的净利润	4199.17	3781.26	6605.82	8317.11	11617.05	16138.83
基本 EPS(元)	0.27	0.24	0.42	0.53	0.74	1.02

注: 2007-2012 年 EPS 按照发行后的股本计算
资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

曹小飞：基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：新民科技、烟台氨纶、海利得、闰土股份、传化股份、浙江龙盛、利尔化学、中泰化学。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。