

调研报告

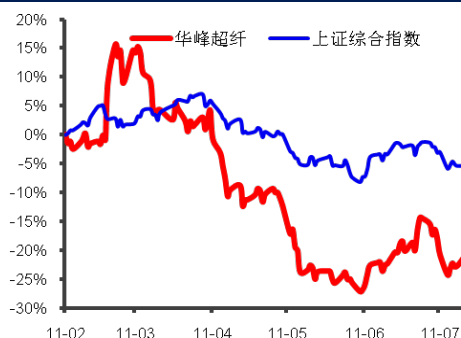
成本上升导致盈利下滑，产能扩张是未来看点

化工新材料

2010 年 8 月 2 日

评 级：谨慎推荐（首次

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者

国联证券研究所新材料小组

张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

苏淼

电话：0510-82833217

Email: sum@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——华峰超纤（300180.SZ）调研简报

投资要点：

- 公司是超细纤维皮革行业的龙头企业，公司主要从事超细纤维基布、超细纤维绒面革和超细纤维贴面革等产品的生产，是目前国内超细纤维合成革行业的龙头企业。
- 超细纤维 PU 革消费量增长迅猛，但供需缺口在加速缩小。预计 2012 年的超细纤维皮革的消费量为 1.29 亿平方米，近两年的增长率都将保持在 20% 以上。超细纤维皮革现有产能大约 3500 万平方米附近，近两年预计产能扩张大约为 3000 万平米~4000 万平米，相对于 1.29 亿平方米的需要，供需之间仍然存在着一定的供需缺口，依据目前产能扩张的进度来估算，超细纤维皮革的供需缺口在加速缩小。
- 从产能扩张的角度来看，公司将不断扩大超细纤维基布的产能，以强化公司的规模优势。2011~2012 年，公司产能从年初的 900 万平米将逐步扩张到 3600 万平方米，其中超细纤维基布将扩张 1800 万平方米，合成革产能将扩张 900 万平米。从产能规划来看，公司将不断提升超细纤维皮革基布的规模优势。
- 从产能消化的角度来看，新增 1440 万平方米的基布产能除供应后续的合成革外，多余的部分产能将采取外销的方式消化，目前在新厂区先规划建设 2 条生产线，产能约为 720 万平方米，预计 2012 年下半年开始试生产。
- 从毛利率角度来看，成本大幅上升导致毛利率下滑。超细纤维皮革的成本主要是 PA、PE 和多元醇，其中原材料价格大约上涨了 20%~30%，产品价格基本保持稳定，因此公司主营业务的综合毛利率从 32.44% 下滑到 26.8%，预计 2011 年综合毛利率约为 28.31%。
- 估值与评级。预计公司 11~13 每股收益为 0.54 元、0.99 元和 1.27 元，考虑到公司原材料处于高位，首次给予“谨慎推荐”的评级。
- 风险提示：原材料价格大幅上涨，产能释放进度低于预期

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 11/08/01						
利润表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入		361.57	433.18	608.54	1,142.18	1,487.06	现金		36.67	16.28	671.42	555.94	546.18
YOY(%)		14.6%	19.8%	40.5%	87.7%	30.2%	交易性金融资产		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本		238.61	286.59	436.24	827.91	1,079.90	应收款项净额		69.41	73.27	102.93	193.19	251.53
营业税金及附加		0.67	0.40	0.56	1.05	1.37	存货		56.59	82.81	129.80	251.35	329.32
销售费用		5.28	6.54	9.19	17.24	22.45	其他流动资产		28.85	32.26	45.32	85.06	110.74
占营业收入比(%)		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	流动资产总额		191.52	204.62	949.46	1,085.55	1,237.77
管理费用		31.21	42.49	59.69	112.03	145.86	固定资产净值		173.26	194.72	230.74	251.17	273.32
占营业收入比(%)		8.6%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	减: 资产减值准备		(9.38)	0.93	0.00	0.00	0.00
EBIT		85.56	96.83	100.58	181.66	235.19	固定资产净额		163.88	195.65	230.74	251.17	273.32
财务费用		2.83	4.41	1.49	(1.13)	(0.88)	工程物资		0.03	0.04	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)		0.8%	1.0%	0.2%	-0.1%	-0.1%	在建工程		7.89	15.39	8.35	14.05	15.45
资产减值损失		(9.38)	0.93	0.00	0.00	0.00	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		171.80	211.08	239.09	265.22	288.76
营业利润		73.35	93.36	99.10	182.79	236.07	无形资产		9.62	56.84	54.57	52.29	50.02
营业外净收入		3.57	0.91	0.91	0.91	0.91	长期股权投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额		76.93	94.26	100.01	183.70	236.98	其他长期资产		1.88	1.82	1.82	1.82	1.82
所得税		10.87	12.98	15.00	27.56	35.55	资产总额		374.82	474.36	1,244.94	1,404.88	1,578.38
所得税率(%)		14.1%	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款		60.00	58.00	0.00	0.00	0.00
净利润		66.06	81.28	85.00	156.15	201.43	应付款项		25.28	26.21	41.08	79.56	104.23
占营业收入比(%)		18.3%	18.8%	14.0%	13.7%	13.5%	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		14.17	8.50	13.11	25.27	33.08
归属母公司净利润		66.06	81.28	85.00	156.15	201.43	流动负债		99.45	92.71	54.19	104.83	137.32
YOY(%)		74.7%	23.0%	4.6%	83.7%	29.0%	长期借款		0.00	25.00	25.00	25.00	25.00
EPS (元)		0.56	0.51	0.54	0.99	1.27	应付债券		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
							其他长期负债		0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
主要财务比率		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额		100.05	118.31	79.79	130.43	162.92
成长能力							少数股东权益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入		14.6%	19.8%	40.5%	87.7%	30.2%	股东权益		274.77	356.05	1,165.15	1,274.46	1,415.46
营业利润		96.8%	27.3%	6.1%	84.5%	29.1%	负债和股东权益		374.82	474.36	1,244.94	1,404.88	1,578.38
净利润		74.7%	23.0%	4.6%	83.7%	29.0%							
获利能力							现金流量表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)		34.0%	33.8%	28.3%	27.5%	27.4%	税后利润		66.06	81.28	85.00	156.15	201.43
净利率(%)		18.3%	18.8%	14.0%	13.7%	13.5%	加: 少数股东损益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)		24.0%	22.8%	7.3%	12.3%	14.2%	公允价值变动		9.38	-0.93	0.00	0.00	0.00
ROA(%)		17.6%	17.1%	6.8%	11.1%	12.8%	折旧和摊销		22.01	22.08	23.33	26.15	28.73
偿债能力							营运资金的变动		-103.89	-48.48	-69.30	-200.92	-129.50
流动比率		1.93	2.21	17.52	10.36	9.01	经营活动现金流		-6.44	53.95	39.04	-18.63	100.66
速动比率		1.36	1.31	15.13	7.96	6.62	短期投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%		26.7%	24.9%	6.4%	9.3%	10.3%	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	-51.65	-50.00	-50.00	-50.00
总资产周转率		96.5%	91.3%	48.9%	81.3%	94.2%	投资活动现金流		0.00	-51.65	-50.00	-50.00	-50.00
应收账款周转天数		70.07	61.74	61.74	61.74	61.74	股权融资		0.00	0.00	749.60	0.00	0.00
存货周转天数		94.96	113.96	113.96	113.96	113.96	长期贷款的增加/		0.00	25.00	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		0.56	0.51	0.54	0.99	1.27	股利分配		-1.16	-3.67	-25.50	-46.84	-60.43
每股净资产		2.33	2.25	7.37	8.07	8.96	计入循环贷款前融		-1.16	21.33	724.10	-46.84	-60.43
估值比率							循环贷款的增加/(		36.53	-65.35	-58.00	0.00	0.00
P/E		27.9	30.3	29.00	15.78	12.24	融资活动现金流		34.21	-22.69	666.10	-46.84	-60.43
P/B		6.7	6.9	2.12	1.9	1.7	现金净变动额		27.77	-20.39	655.14	-115.47	-9.77

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。