

2015年01月20日

华峰超纤 (300180.SZ)

# 年报预告点评-盈利趋势继续向上,有望受益于低油价

■事件: 公司发布14年业绩预告, 预计14年1月-12月归属上市公司股东的净利润为1.08-1.35亿元, 相当于每股收益为0.68元-0.85元, 同比上升20-50%。

■公司业绩符合市场预期, 产销扩大和产品结构调整是驱动因素: 我们认为目前及未来公司业绩增长的动力主要来自于两方面。产销规模上, 公司年初产能增至2880万平米并在下半年扩产至3600万平米, 带来14-15年产销规模的较快增长, 而随后公司600万平米定岛超细纤维及江苏基地一期项目将分别于15年和16年上半年完成, 产能持续快速提升。产品结构上, 公司14年提升了外贸业务和新产品(如服装革、沙发革等)的占比, 从而带动毛利率提升(较去年同期提升2-3个百分点)。

■油价回落至盈利能力有望明显好转, 一季度将可能大幅改善: 超纤主要的化工原材料包括尼龙、聚乙烯、MDI以及乙二醇等, 分别占生产成本的20%、10%、7%和2-3%左右(原料成本占生产成本的60%), 随着油价下跌各类基础化工品价格均下跌明显, 以上几类产品近2月分别下跌23.5%、27.5%、5%和17.3%, 因此公司生产成本端的下降非常明显。同时产品销售端, 由于3-5月份是需求旺季, 整体一季度的需求也相对较好, 而且作为寡头老大公司定价能力非常强, 因此我们判断未来超纤产品的降价幅度可能会较小甚至可能不降(通过优惠等形式略微返利), 因此盈利状况将明显好转。库存方面, 由于公司大约1-2个月左右的原材料常年备货, 因此我们判断14Q4业绩可能暂无法体现, 15Q1业绩有望远超市场预期。

■超纤行业格局逐步进入质变, 公司议价能力提高: 详细内容见后文。

■继续看好新管理层带来的核心竞争力提升: 详细内容见后文。

■盈利趋势继续向上, 维持“买入”评级, 第一目标价28元: 考虑到公司产销规模快速增长, 同时在去年产品结构调整的背景下15年定岛超纤等新产品逐步规模化生产, 盈利能力有望继续增强, 而油价低位下公司产品价差有较明显的扩大并在公司差异化产品和较强的议价能力下价差可能会持续, 因此我们看好公司15年业绩快速提升, 我们预计14-16年EPS为0.82、1.22和1.60元, 维持“买入-A”的投资评级。

■风险提示: 定岛超纤投产晚于预期、产品价格大幅下跌等

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	612.3	726.5	900.9	1,216.2	1,617.6
净利润	86.1	89.8	129.5	193.0	252.5
每股收益(元)	0.55	0.57	0.82	1.22	1.60
每股净资产(元)	7.90	8.37	9.01	9.99	11.28
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	41.3	39.6	27.5	18.5	14.1
市净率(倍)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.0
净利润率	14.1%	12.4%	14.4%	15.9%	15.6%
净资产收益率	6.9%	6.8%	9.1%	12.2%	14.2%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.8%	1.0%	1.4%
ROIC	11.9%	9.1%	11.8%	18.0%	20.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。  
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

聚氨酯

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

28.00元

股价(2015-01-19)

22.54元

交易数据

总市值(百万元)	3,561.32
流通市值(百万元)	2,599.16
总股本(百万股)	158.00
流通股本(百万股)	115.31
12个月价格区间	13.49/25.73元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	7.10	-24.43	-3.14
绝对收益	6.27	12.98	50.87

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050003  
wangxx@essence.com.cn  
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050001  
sunqx@essence.com.cn  
021-68765993

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514070002  
yuansc@essence.com.cn  
021-68765906

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaqing@essence.com.cn

相关报告

中报维持高增长, 业绩继续 拐点向上	2014-06-23
盈利规模及增速领跑行业	2013-10-08
华峰超纤: 产能继续扩张, 毛利率仍将下行	2013-02-28

■**超纤行业格局逐步进入质变，公司议价能力提高：**多年竞争下目前超纤行业格局已发生显著质变。其一，行业四大家（华峰超纤、同大股份、双象股份、禾欣股份）已占据全国70%以上的产能且均已上市（行业内能数上名字的也只有6家），小企业无规模效应且资金无优势下已经大量淘汰。其二、13-15年仅有华峰和同大有扩产计划（禾欣和双象主营均已变化，未来超纤可能不再是重点方向），因此行业产能增速放缓且向寡头企业集中。目前华峰和同大产能占比为30%和15%（华峰14年底扩产和未来15-16年项目投产产能占比将超过50%）。因此未来华峰作为超纤的龙头企业其议价能力将显著增强，行业格局改善且景气将持续向上。

■**继续看好新管理层带来的核心竞争力提升：**去年2月开始段伟东先生出任公司总经理，并带来了包括蔡开成等一批华峰集团的干将，而段伟东先生本人也是华峰集团核心产品鞋底原液的功勋大奖（将市占率从10%提高到50%以上并获得很强的定价能力），而且原来作为打工皇帝的段总在华峰超纤则是个人大股东之一（拥有453万股），因此动力更强。从调研中我们了解到新任管理层作用明显，包括突破染色产能的瓶颈、改革销售体系并增加直销比例、调整产品结构提高盈利能力（外包部分低毛利率品种）、引进技术人才等等。我们认为在过去的1年中华峰超纤的核心竞争力明显提升，其销售毛利率从13年底的25.9%提升至最新三季报的28%，我们继续从趋势上看好新管理层对公司内在优势的不断提升。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月20日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>612.3</b>	<b>726.5</b>	<b>900.9</b>	<b>1,216.2</b>	<b>1,617.6</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	448.0	538.3	656.4	860.1	1,148.5	营业收入增长率	30.1%	18.7%	24.0%	35.0%	33.0%
营业税费	0.1	0.9	1.1	1.5	1.9	营业利润增长率	14.0%	0.1%	51.1%	51.2%	31.1%
销售费用	11.2	15.0	16.2	21.9	29.1	净利润增长率	9.1%	4.3%	44.1%	49.1%	30.8%
管理费用	59.7	76.6	84.7	114.3	152.1	EBITDA 增长率	27.1%	22.7%	34.5%	38.1%	25.5%
财务费用	-7.5	-5.3	-7.2	-8.1	-9.1	EBIT 增长率	21.9%	2.6%	51.9%	53.1%	31.8%
资产减值损失	3.4	3.6	3.2	3.4	3.4	NOPLAT 增长率	23.6%	2.3%	49.3%	53.1%	31.8%
加:公允价值变动收益	-	-	0.8	-0.5	0.1	投资资本增长率	33.7%	15.8%	0.3%	17.5%	7.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	5.4%	5.9%	7.6%	10.9%	12.9%
<b>营业利润</b>	<b>97.4</b>	<b>97.5</b>	<b>147.3</b>	<b>222.6</b>	<b>291.8</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	1.9	6.4	5.0	4.4	5.3	毛利率	26.8%	25.9%	27.1%	29.3%	29.0%
<b>利润总额</b>	<b>99.3</b>	<b>103.9</b>	<b>152.3</b>	<b>227.1</b>	<b>297.0</b>	营业利润率	15.9%	13.4%	16.3%	18.3%	18.0%
减:所得税	13.2	14.0	22.8	34.1	44.6	净利润率	14.1%	12.4%	14.4%	15.9%	15.6%
<b>净利润</b>	<b>86.1</b>	<b>89.8</b>	<b>129.5</b>	<b>193.0</b>	<b>252.5</b>	EBITDA/营业收入	21.0%	21.7%	23.6%	24.1%	22.8%
						EBIT/营业收入	14.7%	12.7%	15.6%	17.6%	17.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	278	312	248	181	132
货币资金	356.9	276.6	391.2	364.7	480.4	流动营业资本周转天数	120	128	131	125	128
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	426	318	299	271	253
应收帐款	51.6	60.5	71.7	106.2	135.0	应收帐款周转天数	25	28	26	26	27
应收票据	98.0	135.7	85.9	240.7	210.2	存货周转天数	67	69	71	67	67
预付帐款	13.4	7.3	102.3	6.4	120.6	总资产周转天数	761	675	588	480	408
存货	107.7	170.2	186.7	263.2	342.8	投资资本周转天数	449	467	405	327	275
其他流动资产	4.6	2.4	5.3	4.1	3.9	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.9%	6.8%	9.1%	12.2%	14.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.5%	6.5%	8.3%	11.4%	12.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	11.9%	9.1%	11.8%	18.0%	20.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	630.9	626.6	617.2	604.0	584.8	销售费用率	1.8%	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%
在建工程	-	11.4	15.3	16.1	16.2	管理费用率	9.7%	10.5%	9.4%	9.4%	9.4%
无形资产	54.6	64.3	62.9	61.5	60.0	财务费用率	-1.2%	-0.7%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
其他非流动资产	17.5	34.3	17.8	22.3	24.1	三费/营业收入	10.3%	11.9%	10.4%	10.5%	10.6%
<b>资产总额</b>	<b>1,335.3</b>	<b>1,389.2</b>	<b>1,556.0</b>	<b>1,689.2</b>	<b>1,977.9</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	6.5%	4.8%	8.5%	6.5%	9.9%
应付帐款	72.2	34.3	111.9	83.2	164.6	负债权益比	7.0%	5.1%	9.3%	7.0%	11.0%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	7.30	13.54	6.68	9.70	7.00
其他流动负债	14.4	13.9	14.3	18.4	20.0	速动比率	6.06	10.01	5.20	7.11	5.14
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-12.01	-17.57	-19.58	-26.48	-31.21
其他非流动负债	0.4	18.7	6.6	8.6	11.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>87.0</b>	<b>66.9</b>	<b>132.7</b>	<b>110.1</b>	<b>195.9</b>	DPS(元)	0.10	0.10	0.18	0.24	0.31
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	分红比率	18.3%	17.6%	22.0%	19.3%	19.6%
股本	158.0	158.0	158.0	158.0	158.0	股息收益率	0.4%	0.4%	0.8%	1.0%	1.4%
留存收益	1,090.2	1,164.3	1,265.3	1,421.0	1,624.0						
<b>股东权益</b>	<b>1,248.2</b>	<b>1,322.3</b>	<b>1,423.3</b>	<b>1,579.0</b>	<b>1,782.0</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	EPS(元)	0.55	0.57	0.82	1.22	1.60
净利润	86.1	89.8	129.5	193.0	252.5	BVPS(元)	7.90	8.37	9.01	9.99	11.28
加:折旧和摊销	39.1	66.1	72.3	78.9	85.5	PE(X)	41.3	39.6	27.5	18.5	14.1
资产减值准备	3.4	3.6	-	-	-	PB(X)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.0
公允价值变动损失	-	-	0.8	-0.5	0.1	P/FCF	-23.7	-73.9	28.1	230.7	21.3
财务费用	0.4	-	-7.2	-8.1	-9.1	P/S	5.8	4.9	4.0	2.9	2.2
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	10.6	13.3	14.8	10.8	8.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	30.9%	41.1%	17.9%	30.9%	41.1%
营运资金的变动	-5.7	-96.8	5.5	-195.6	-107.8	PEG	1.3	1.0	1.5	0.6	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>127.4</b>	<b>58.4</b>	<b>200.9</b>	<b>67.7</b>	<b>221.2</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-273.3</b>	<b>-122.9</b>	<b>-65.0</b>	<b>-65.0</b>	<b>-65.0</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-40.6</b>	<b>-15.8</b>	<b>-21.3</b>	<b>-29.2</b>	<b>-40.5</b>						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、袁善宸分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034