

# 华峰超纤 (300180)

## 超纤革绝对龙头，巩固规模优势+进军高端领域

### 国内超细纤维合成材料领域绝对龙头

华峰超纤多年专注于超纤材料的研发、生产和销售，主要产品包括超细纤维底坯、绒面革和超细纤维合成革。公司产销规模和产能占比居国内行业之首，现已成为国内超细纤维 PU 合成革行业龙头。公司自 2010 年已经历 5 次产能扩张，至 2019 年已拥有超纤年生产能力约 1 亿米，在全国产能占比约 50%。此外，公司于 2017 年与威富通实现战略重组，其是全球领先的数字银行解决方案供应商，为国内几十家银行提供移动支付整体解决方案。

2020 年受疫情影响，超纤下游开工严重受阻，需求疲软；公司作为业内龙头，上半年受影响比较显著，但进入三季度以来，下游市场需求迅速恢复，产销量同比 2019 年下半年出现了大幅增长；此外，子公司启东项目已建成并投入使用，带动下半年超纤业务的业绩提升。进入 2021 年公司已数次提价，叠加下游需求修复带来的销量提升，有望为短期业绩带来弹性。

### 超纤产品性价比显现，替代空间广阔

超纤革作为性能优异的第三代合成革，与真皮和第一、二代合成革在多数应用领域可形成替代关系。前期超纤革价格相对于第一、二代合成革偏高（但低于真皮价格），一定程度上限制了其应用的推广，但伴随行业产能的扩张、技术的提升，超纤产品的价格已有所下降，逐步打开了其应用空间。同时，环保政策助推亦加速了超纤革的替代趋势。目前，我国超纤革的市场占有率仅为普通人造革、合成革和真皮（需求超过 50 亿米）的 6% 左右，比例尚低，未来发展空间广阔。

### 华峰超纤一体化优势显著，进军高附加值产品为中长期发展奠定基础

公司以领先的技术和一体化优势为基础，辅以产能扩张后的规模效应进一步降低成本构筑起产品壁垒（公司超纤在国内同行中具备绝对的规模优势，其他国内竞争对手产能均在千万米以下，产能差距近 10 倍）。短期看，公司超纤产品销量提升（募投项目逐步投产）、产品提价叠加原材料、能源成本的降低或为业绩增长提供弹性；中长期看，伴随着公司进军高毛利汽车内饰等市场，有利于其进一步提升盈利能力并稳固业内地位。

### 盈利与估值

预计公司 2020\2021\2022 年营业收入为 32.83\47.54\57.68 亿元,同比增长 1.32%\44.81%\21.32%;净利润分别为-3.62\5.78\7.26 亿元,对应 2021 和 2022 年 PE 为 17.30、13.77 倍，考虑到公司为超纤行业龙头，疫情后需求逐步恢复，同时公司产能扩张及短期多次提价，中长期进军高端市场，给予明年 25 倍估值，目标市值为 144.56 亿元，目标价格 8.25 元，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

**风险提示：**主要原材料价格波动风险、募投项目不能实现预期收益风险、市场需求不足风险、环保政策变动风险

### 投资评级

行业	化工/塑料
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	5.58 元
目标价格	8.25 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,761.06
流通 A 股股本(百万股)	1,335.58
A 股总市值(百万元)	9,826.72
流通 A 股市值(百万元)	7,452.56
每股净资产(元)	3.27
资产负债率(%)	35.04
一年内最高/最低(元)	10.35/5.01

### 作者

**唐婕** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110519070001  
tjie@tfzq.com

**缪欣君** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com

**李辉** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517040001  
huili@tfzq.com

**张峰** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518080008  
zhangfeng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,065.13	3,240.34	3,283.27	4,754.35	5,768.06
增长率(%)	22.33	5.72	1.32	44.81	21.32
EBITDA(百万元)	793.56	867.67	(160.50)	977.00	1,150.54
净利润(百万元)	295.42	158.37	(362.31)	578.25	726.34
增长率(%)	18.50	(46.39)	(328.77)	(259.60)	25.61
EPS(元/股)	0.17	0.09	(0.21)	0.33	0.41
市盈率(P/E)	33.86	63.16	(27.61)	17.30	13.77
市净率(P/B)	1.95	1.91	2.02	1.84	1.66
市销率(P/S)	3.26	3.09	3.05	2.10	1.73
EV/EBITDA	16.26	18.34	(67.50)	10.86	8.65

资料来源：wind，天风证券研究所



## 内容目录

1. 国内超纤材料绝对龙头，叠加移动支付软件服务	4
超细纤维合成材料领域的龙头企业	4
超纤规模扩张及移动支付业务并购带动销售规模增长，20 年疫情致短期业绩承压	5
2. 超纤：性价比显现拓展需求空间，华峰是国内绝对龙头	7
超纤性价比逐步显现，替代空间广阔	7
华峰超纤 10 年产能扩张 20 倍，一体化规模优势短期难以被追赶	9
短期提价为业绩提供弹性，进军高附加值产品领域为中长期盈利改善奠定基础	13
3. 威富通：领先的数字银行解决方案供应商	14
打造开放的数字化金融服务生态链	15
营收和利润双降，支付服务面临挑战	17
卡位优质客户资源，客户覆盖多个领域	18
5. 盈利预测与估值	19
6. 风险提示	20

## 图表目录

图 1：公司历史沿革图	4
图 2：公司股权架构图	4
图 3：2019 年公司分产品营收情况分布	5
图 4：2019 年公司分产品毛利情况分布	5
图 5：公司分业务收入增长情况	6
图 6：公司分业务毛利增长情况	6
图 7：2011-2019 年公司历年营业收入和净利润情况	6
图 8：2011-2019 年各产品历年毛利率情况	6
图 9：皮革分类图	7
图 10：皮革结构比较	7
图 11：2019 年中国 PVC 革和 PU 革下游应用结构	8
图 12：2019 年中国超纤革下游应用结构	8
图 13：2007-2019 年华峰超纤产品价格变化	8
图 14：2014-2018 我国超纤革占人造革总需求的比例情况	8
图 15：我国轻革（真皮）产量及增速	8
图 16：我国人造合成革需求量	8
图 17：全球合成革产线分布	9
图 18：我国超纤产能份额情况	9
图 19：超纤行业公司项目投资情况	9
图 20：2010-2021 年华峰超纤产能变化情况	9

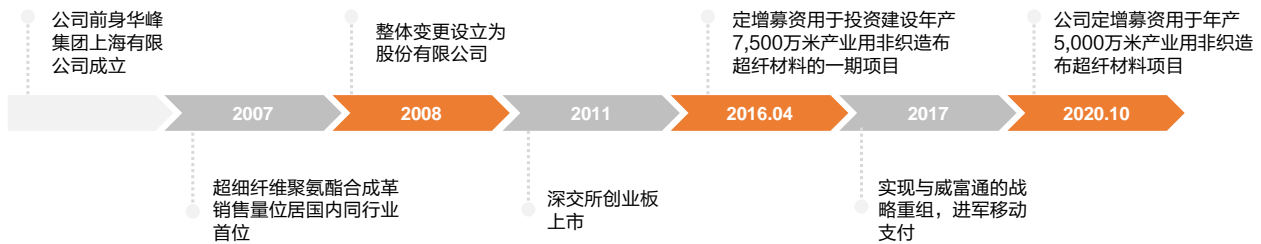
图 21: 超纤产品产业链图 .....	10
图 22: 超纤产品成本结构 .....	10
图 23: 超纤原材料成本拆分 .....	10
图 24: 超纤产品主要原材料价格 .....	10
图 25: 蒸汽价格变化对公司业绩影响敏感测算 .....	11
图 26: 公司两次超纤产品重大扩能能耗的单耗对比情况 .....	11
图 27: 2010-2019 年公司研发费用情况 .....	12
图 28: 华峰超纤每年新增专利情况 .....	12
图 29: 公司 Antelope® 绒面面料汽车零配件 .....	14
图 30: 各皮革价格信息 .....	14
图 31: 威富通发展历程: 成长为金融科技运营商 .....	15
图 32: 威富通业务矩阵与覆盖行业 .....	15
图 33: 银行移动支付系统的合作模式 .....	16
图 34: 公司智能终端 Spay 服务体系-收款、流水、对账、报表、活动、管理全服务 .....	16
图 35: 威富通为众多股份制银行、城商行、农商行提供了定制版产品 .....	17
图 36: 2017-2019 年威富通营业收入 .....	17
图 37: 2017-2019 年威富通净利润 .....	18
图 38: 威富通主要客户覆盖了银行、百货、交通等多个行业 .....	18
图 39: 华峰超纤 PE Band .....	20
图 40: 华峰超纤 PB Band .....	20
表 1: 公司主要产品产能梳理 .....	5
表 2: PVC 人造革、普通 PU 合成革及超细纤维 PU 合成革特性及用途对比 .....	7
表 3: 超纤原料尼龙 6 价格变化对业绩弹性影响 .....	10
表 4: 超纤原料纯 MDI 价格变化对业绩弹性影响 .....	11
表 5: 定岛型、不定岛型超纤革工艺对比 .....	12
表 6: 公司超纤类产品价格上涨带来的公司业绩弹性 .....	13
表 7: 公司拟新增产能结构附加值更高 .....	14
表 8: 公司主要业务营业收入和毛利预测 (单位: 百万元) .....	19
表 9: 华峰超纤可比公司估值 .....	20

## 1. 国内超纤材料绝对龙头，叠加移动支付软件服务

### 超细纤维合成材料领域的龙头企业

上海华峰超纤科技股份有限公司（以下简称“华峰超纤”或“公司”）是在原华峰集团上海有限公司基础上整体变更设立的股份有限公司，2011年2月22日在深交所创业板上市。公司多年专注于超纤材料的研发、生产和销售，产销规模和产能占比居国内行业之首，现已成为国内超纤 PU 合成革行业龙头。同时，子公司威富通涉及移动支付软件服务业务。

图 1：公司历史沿革图

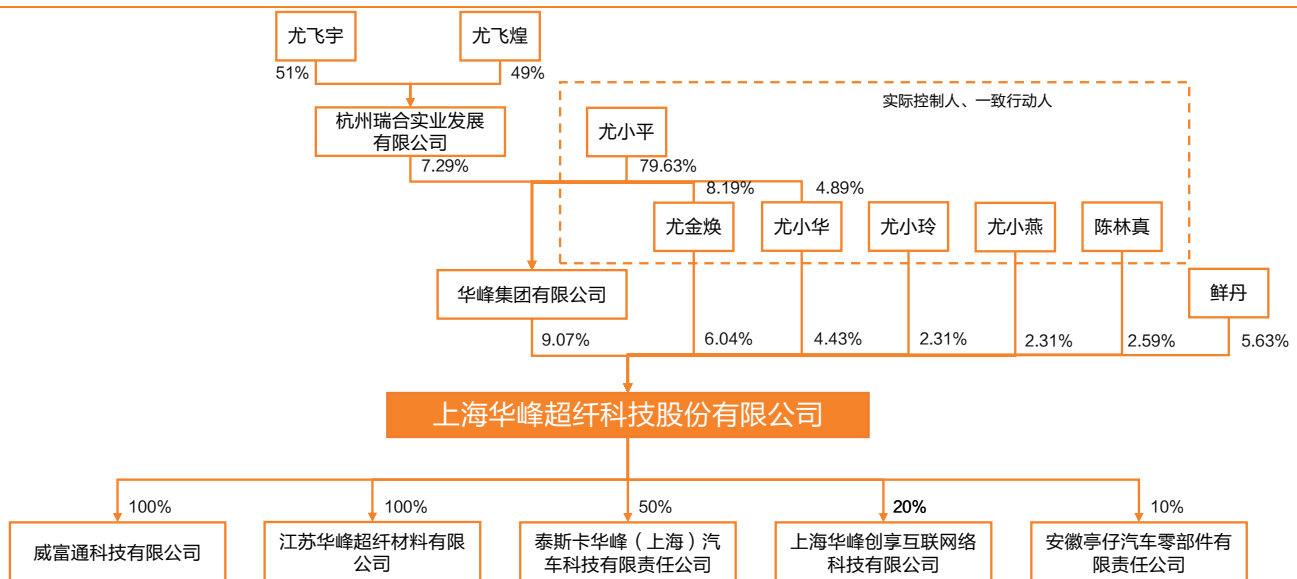


资料来源：公司公告、公司招股说明书、天风证券研究所

**三次定增募资推动超纤产能规模大幅提升及新业务并购。**上市以来，公司完成三次定向增发，其中两次募资的目的均以扩大产能为主：分别于 2016 年 4 月、2020 年 10 月定向增发筹资资金 10.36 亿元、约 4 亿元用于投资建设年产 7500 万平米产业用非织造布超纤材料项目、年产 5000 万平米产业用非织造布超纤材料项目。另一次定增是公司为了加快转型升级，实现双业务发展，于 2017 年 7 月通过非公开发行股份购买资产并筹集配套资金的方式实现了与威富通的战略重组。

**股权结构清晰稳定。**公司第一大股东为华峰集团，持有公司 9.07% 的股份（截至 2021 年 4 月 23 日）。华峰集团由尤氏家族控制，瑞和实业的股东尤飞宇、尤飞煌为尤小平之子。截至 2020 年三季报，一致行动人尤小平、尤金焕、尤小华、尤小燕、尤小玲、陈林真直接或间接合计持有公司 28.15% 的股权；2021 年 4 月，公司一致行动人与华峰集团签署了《表决权委托协议》，一致行动人将其所持有的公司 18.58% 股权对应的表决权、提名权、参会权、监督建议权等权利（除股份收益权、处分权以外）全权委托给受托方华峰集团行使，公司控股股东变更为华峰集团有限公司，实际控制人变更为华峰集团有限公司之控股股东尤小平先生。

图 2：公司股权架构图



资料来源：WIND、公司年报、天风证券研究所

注：截至 2021 年 4 月 23 日

公司拥有上海金山和江苏启东两大生产基地，随启东基地产能逐步释放，截至 2019 年公司已拥有超纤年生产能力约 1 亿米，在全国产能占比约 50%。此外，公司正扩建 5000 万平米产业用非织造超纤材料，待扩产完成后，公司总产能可达到 1.5 亿米，产能规模优势将进一步凸显。

表 1：公司主要产品产能梳理

类别	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总产能 ( 万平米 )	652	2087	2087	2609	2609	2609	6359	10109	10109	10109	10109	15109
上海	652	2087	2087	2609	2609	2609	2609	2609	2609	2609	2609	2609
	652	652	652	652	652	652	652	652	652	652	652	652
		652	652	652	652	652	652	652	652	652	652	652
		261	261	261	261	261	261	261	261	261	261	261
		522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522
				522	522	522	522	522	522	522	522	522
启东							3750	7500	7500	7500	7500	7500
											5000	5000

资料来源：公司年报、公司环评、天风证券研究所；备注：按照行业惯例，1 米超纤材料面积为 1.38 平方米

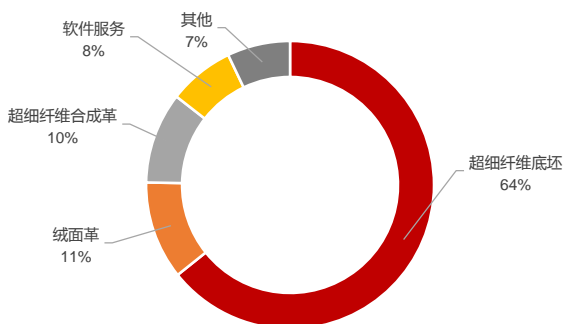
### 超纤规模扩张及移动支付业务并购带动销售规模增长，20 年疫情致短期业绩承压

**超纤产品是公司营业收入及利润的主要来源。**2019 年，公司实现营业收入 32.40 亿元，毛利 8.52 亿元，其中公司超纤产品的营收及毛利占比均超过 70%；超细纤维底坯实现营收 20.82 亿元，占比 64.26%；实现毛利 5.09 亿元，占比 59.75%；绒面革实现营收 3.57 亿元，占比 11.01%；实现毛利 1.17 亿元，占比 13.76%；超细纤维合成革实现营收 3.32 亿元，占比 10.26%，实现毛利 0.11 亿元，占比 1.29%。2019 年软件服务实现营收 2.4 亿元，占比 7.41%，实现毛利 1.87 亿元，占比 21.89%；而威富通移动支付业务毛利率始终维持在 77%以上，一定程度上带动公司综合毛利率提升。依托超纤业务产能规模扩张和双业务驱动模式，公司净利润从 2011 年 0.79 亿元提升至 2019 年 1.58 亿元。

2011-2019 年公司超纤产品（超细纤维底坯+绒面革+超细纤维合成革）占营收比例约为 85%-95%。其中，超细纤维底坯营收占比从 2015 年的 33.34%提升至 2019 年的 64.26%，另一方面，绒面革和超细纤维合成革在营收中占比从 61.78%降至 2019 年的 21.27%。2017 年公司营收和净利润同比增速高达 74.15%/153.47%，从结构上来看，超细纤维底坯贡献主要增量，系公司过去采用降价策略提升市场占有率使得产销量大幅增长所致。**超纤基布作为超纤材料市场的关键原料产品，通过提高超纤基布产能产量，拉动和适应下游市场对超纤材料增长的需求，具备开拓整体超纤市场容量的战略意义。**

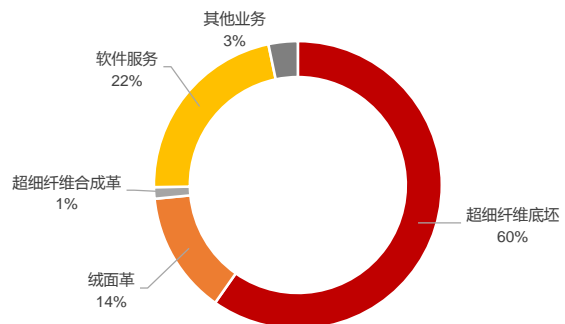
**综合毛利率保持稳定，绒面革和软件服务业务维持较高毛利率。**2011-2019 年公司综合毛利率稳定在 26%左右，绒面革毛利率维持在约 30%左右，软件服务业务毛利率约为 80%。超细纤维底坯毛利率维持在 24%左右，但 2018 年下降至 16.62%，我们推测主要系上游原材料价格一直居高不下。另一方面，超细纤维合成革毛利率自 2013 年起持续走低，2019 年仅为 3.29%，主要由于公司扩产速度较快，为保证新产能的开工率，公司产品均价由 2011 年的 50-60 元/米下降至目前的 30 多元/米，致使毛利率走低。

图 3：2019 年公司分产品营收情况分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

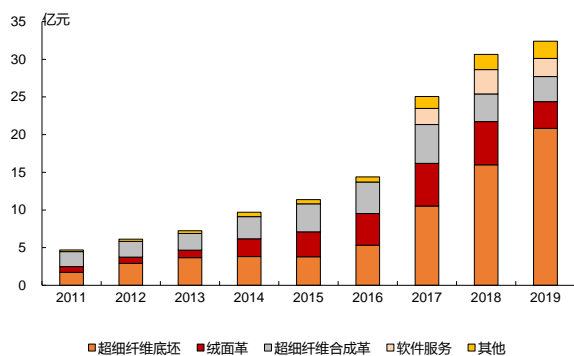
图 4：2019 年公司分产品毛利情况分布



资料来源：wind，天风证券研究所

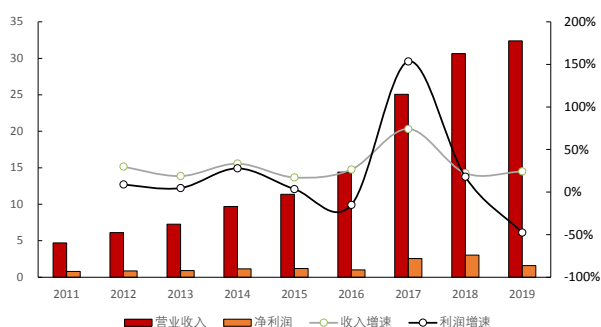


图 5：公司分业务收入增长情况



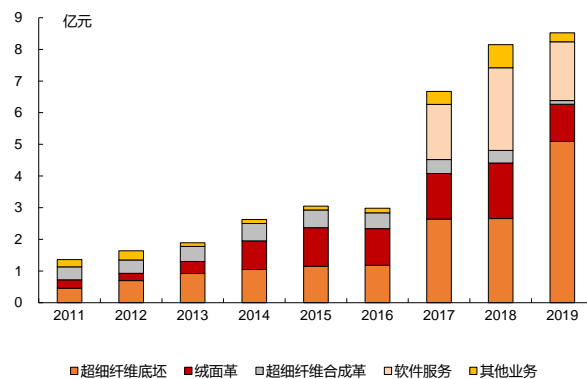
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2011-2019 年公司历年营业收入和净利润情况



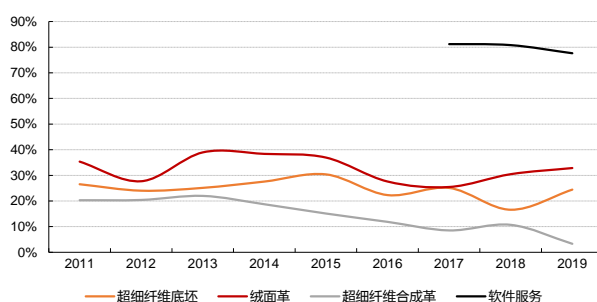
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：公司分业务毛利增长情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2011-2019 年各产品历年毛利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**2020 年疫情致使公司业绩承压。**公司发布 20 年业绩预告其收入为 32~33 亿元（其中上半年收入为 10.89 亿元），同比基本持平，而净利润为亏损 3.2~4.2 亿元（2019 年为 1.58 亿元，20 年上半年为 0.47 亿元）。

2020 年受疫情影响，超纤下游开工严重受阻，需求疲软；公司作为产能市占率约 50% 的业内龙头，上半年受影响比较显著，产销量同比出现下滑，但进入三季度以来，下游市场需求迅速恢复，产销量同比 2019 年下半年出现了大幅增长；此外，子公司启东项目已建成并投入使用，开工率逐步满产，带动了下半年超纤业务的业绩提升（因而下半年收入较上半年有较大提升）。

而公司净利润呈现亏损，主因子公司威富通计提商誉减值：威富通受到疫情影响，一方面是餐饮娱乐等线下消费的减少带来了流量和收入的减少或增速放缓，另一方面由于疫情防控，商务活动减少，新业务实际推广进展缓慢，导致新业务的实际数据远低于 2019 年商誉减值测试时的同期预测数据。经公司聘请的评估公司预评估，本次华峰超纤合并威富通形成的商誉资产组预估值约为 9-10 亿元，商誉减值额约为 6-7 亿元。

## 2. 超纤：性价比显现拓展需求空间，华峰是国内绝对龙头

### 超纤性价比逐步显现，替代空间广阔

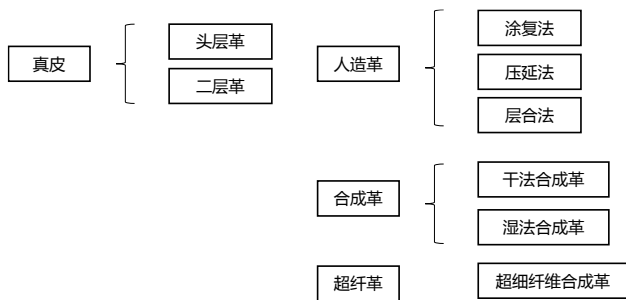
**超纤性能优异，是第三代合成革。**皮革主要分为天然皮革（真皮）和人造革（仿皮），其中人造革分为三大类产品：PVC 人造革（PVC 革）、PU 合成革（PU 革）、超细纤维 PU 合成革（超纤革）。PVC 革由 PVC 树脂制成的软塑胶，PU 革是透过在底布上形成 PU 树脂的微孔层而获得的复合材料，超纤革采用与天然皮革中束状胶原纤维结构和性能相似的超细纤维加工而成。鉴于性能、价格、资源和环保上的综合考量，天然皮革逐渐被人造革替代。

表 2：PVC 人造革、普通 PU 合成革及超细纤维 PU 合成革特性及用途对比

性能	PVC 人造革 第一代	普通 PU 合成革 第二代	超细纤维 PU 合成革 第三代
价格区间	10-15 元/米	20-80 元/米	40-150 元/米
与天然皮革相似性	外观	外观、表层强度等	外观、表层强度、内部结构、舒适性等
基布	针织布、机织布	针织布、机织布或粗合成纤维无纺布	三维立体结构的超细纤维无纺布
含浸（涂层）	PVC 树脂	PU 树脂	高性能 PU 树脂
生产工艺	干法工艺	湿法和干法工艺	超纤工艺
物理/化学性能	强度、耐磨度、吸湿、耐寒性等较差	强度、耐磨度、耐寒性大幅改善	强度、耐磨度、吸湿、耐寒性很好
质感	手感、柔软度和透气性较差	光泽柔和、手感柔软、真皮感强	与高级天然皮革相媲美
用途	一般装饰品、低档箱包革、球革、家具革、汽车内饰等	一般装饰品、中低档箱包革、鞋革、球革、家具革、汽车内饰等	高档鞋革、家具革、服装革、汽车内饰革、球革、箱包革等
环保	高污染，有机气体挥发	高污染，湿法水和有机气体挥发	低污染，解决真皮中常见的刺激气味、甲醛、重金属超标问题
发展趋势	逐步淘汰	国内生产企业众多，市场竞争激烈	高档产品，完全可替代 PVC 人造革和 PU 合成革，是未来市场的主导

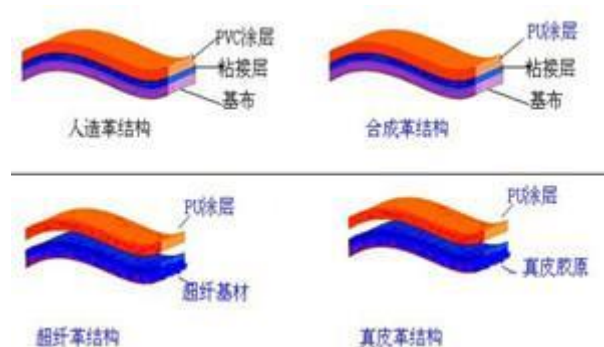
资料来源：公司公告、招股说明书、天风证券研究所

图 9：皮革分类图



资料来源：CNKI《常见成革的分类及其材质鉴定方法的研究进展》、《我国 PU 革发展现状浅析》、《聚氯乙烯人造革》、天风证券研究所

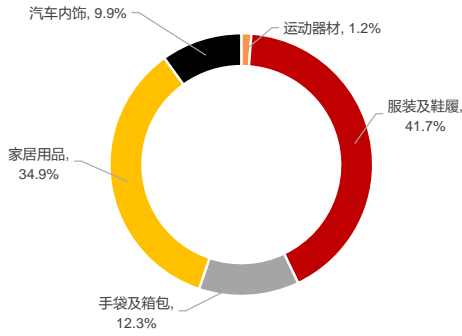
图 10：皮革结构比较



资料来源：CNKI《常见成革的分类及其材质鉴定方法的研究进展》、天风证券研究所

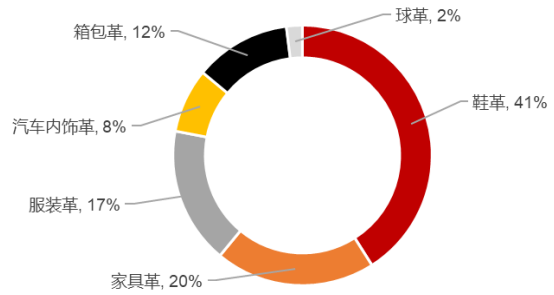
**超纤革下游应用领域广泛，性价比逐步显现。**我国 PVC 革和 PU 革的下游应用结构稳定，主要为服装及鞋履、家居用品、手袋和箱包，分别占比 41.7%/34.9%/12.3%；而超纤革的主要下游应用为鞋革、家具革、服装革，分别占比 41%/20%/17%，在多数应用领域可形成替代关系。前期超纤革产品价格相对于第一、二代合成革偏高（但低于真皮价格），一定程度上限制了其应用的推广。近年来伴随行业产能的扩张、技术的提升，超纤产品的价格已有所下降（从 2007 年的 45-65 元/米下降至 2019 年 25-35 元/米），已经逐步打开了其应用空间。短期看，由于 PVC 人造革、PU 合成革生产成本较低，生产技术和工艺较为简单，可以满足消费水平较低群体的需求；中长期，随着人们生活水平的提高以及环保意识的增强，超纤有望以优良的物理、环保性能、相对较低的成本，以及多功能特点逐步扩大其应用范围。

图 11：2019 年中国 PVC 革和 PU 革下游应用结构



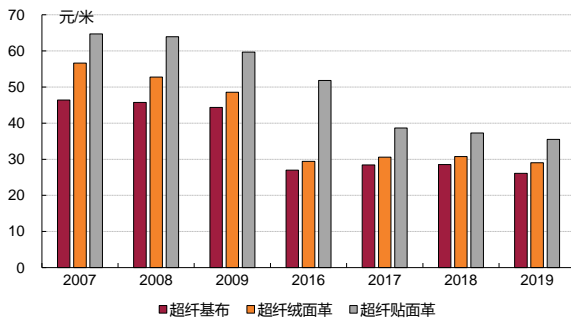
资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

图 12：2019 年中国超纤革下游应用结构



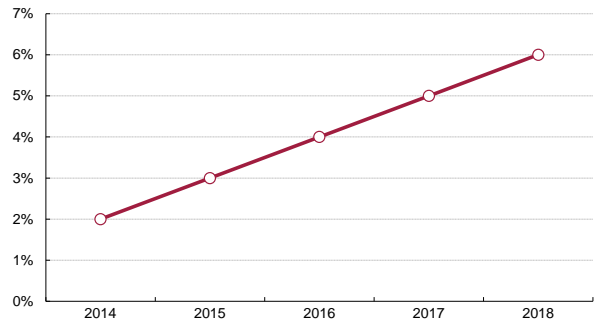
资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

图 13：2007-2019 年华峰超纤产品价格变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：华峰超纤 7500 万米项目均价

图 14：2014-2018 我国超纤革占人造革总需求的比例情况

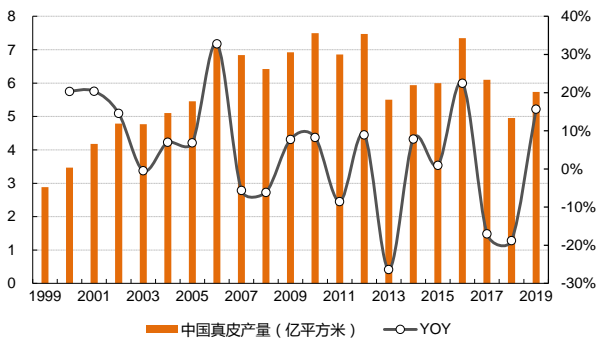


资料来源：立鼎产业研究网、天风证券研究所

政策助力推动超纤对天然皮革和传统人造革的替代进程。天然皮革的生产属重污染行业，西方国家率先对其加以政策限制，2014 年工信部正式公布《制革行业规范条件》，真皮行业因环保问题大量落后产能被强制关停，至 2019 年，我国轻革（真皮）产量下降至约 5.74 亿平方米，较 2012 年下降 23.21%。另一方面，2007 年国家发改委发布的《产业结构调整目录(2007 年本)》(征求意见稿)中把“聚氯乙烯普通人造革生产线”列入限制类项目，把超纤革为代表的生态合成革列入鼓励类项目。我国对 PVC 人造革及其制成品的环保要求趋严显著提升 PVC 人造革的环保成本，一定程度上削弱了其相比于超纤革的价格优势，促使行业向低污染环保型的超纤革产品转型升级，也使超纤革的市场份额逐步扩大。

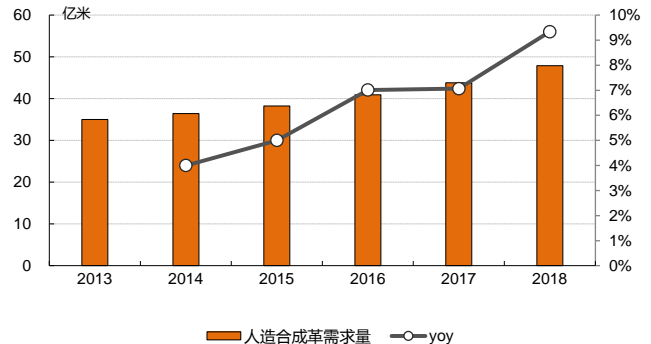
目前，我国超纤革的市场占有率仅为普通人造革、合成革和真皮（需求超过 50 亿米）的 6%左右，比例尚低，而日本人造革消费中超纤革的比例已经达到 50%。2014-2018 年间我国超纤的复合年均增长率为 40.9%，已经远高于合成革行业的 7.1%，其中既有行业的自然增长，又有替代效应，我们预计伴随性价比的提升，超纤发展仍有较大替代空间。

图 15：我国轻革（真皮）产量及增速



资料来源：Wind、中国产业信息网、天风证券研究所

图 16：我国人造合成革需求量



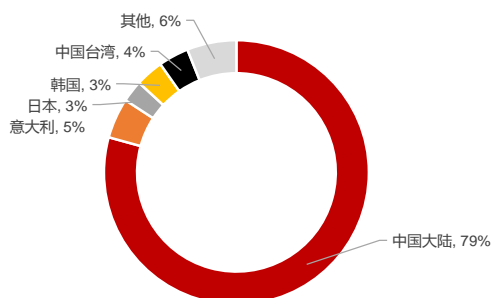
资料来源：立鼎产业研究网、天风证券研究所

目前，全球人造合成革产业的主要生产基地包括中国、日本、中国台湾、韩国和意大利等，



中国已成为世界上最大的人造合成革产地。而截止 2020 年，我国超纤革总产能约有 2.6 亿平方米，产能集中度较高，CR3 产能占比达到 65%（其中仅华峰超纤产能占我国行业总产能比例就达 50%左右），而超纤革需求预计在 3.5 亿平方米左右，国内仍存供给缺口。

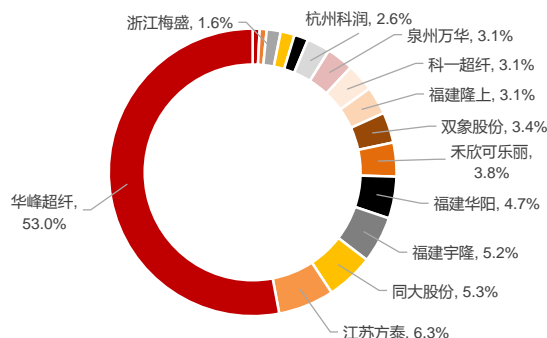
图 17：全球合成革产线分布



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：2008 年数据

图 18：我国超纤产能份额情况



资料来源：产业信息网、天风证券研究所

### 华峰超纤 10 年产能扩张 20 倍，一体化规模优势短期难以被追赶

超纤是重资产投入行业，公司规模经济优势突出。一般来说，行业同行平均投资规模在每百万平方米 4000 万元以上，属于重资产投资，而华峰超纤新一期项目的投资规模仅为 2546 万元/百万米，远低于行业平均水平。

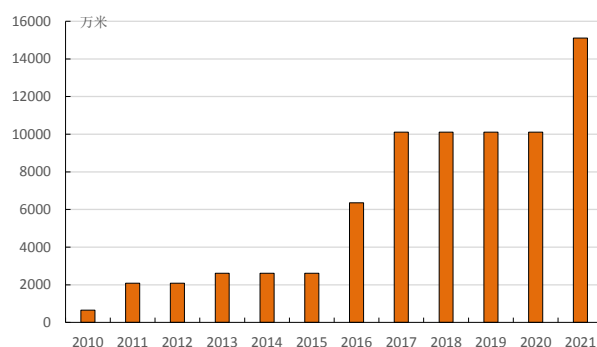
从 2010 年起，华峰超纤产品产能经历了 5 次扩张，至 2019 年年底，公司产能达到约 1 亿米，在国内同行中具备绝对的规模优势（其他国内竞争对手产能均在千万米以下，产能差距 10 倍）：2019 年，公司超纤产品市占率约为 50%，成为中国第一大超纤材料制造企业。2019 年 5 月，公司募资扩建 5000 万米超纤材料项目，而同行仅有禾欣、可乐丽有较大规模产能提升计划。预计募投项目建成投产后，公司超纤产品市场市占率有望提升至近 60%，进一步稳固其在业内的领先优势地位。

图 19：超纤行业公司项目投资情况

公司	项目规模 (万平方米)	总投资额 (万元)	单位投资额 (元/平方米)
同大股份	300	12782	42.61
双象股份	600	27879.8	46.47
华峰超纤	6850	174414.6	25.46

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 20：2010-2021 年华峰超纤产能变化情况



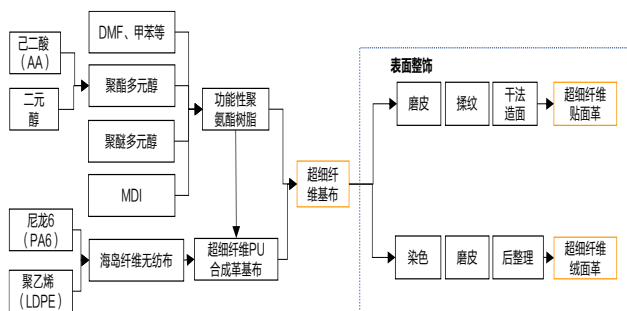
资料来源：公司公告、天风证券研究所

超纤原材料占比较高，公司具备原材料配套优势，逐步建立一体化的生产模式。超纤产品成本中原材料（2019 年原材料占公司超纤产品成本的 66.13%）占比较高，其中主要是来自尼龙 6、聚乙烯、纯 MDI 和聚酯多元醇；其次为燃动费用。

从原材料配套角度，尼龙 6 在原材料中占比最高，公司目前在启东投资建设 40 万吨尼龙 6 项目正在推进中。根据公司现有产能 1 亿米和环评披露的尼龙 6 单耗，项目建成后公司尼龙 6 能够实现完全配套，既保障了原料质量的稳定性并降低产品成本。此外，若主要化工原料价格自高位有所调整则对公司盈利也有一定贡献（纯 MDI 价格最近半年已回调 19.4%，尼龙 6 价格较为坚挺，处于近 5 年来历史价格分位的 24%）。此外，从技术角度，公司目前已经具备革用 PU 树脂、超细束状纤维纺丝、无纺布、含浸以及贴面、染色等超纤产品的

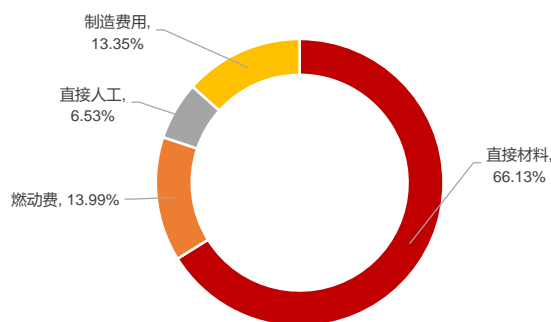
工艺研发、生产能力，实现部分原料自产。

图 21：超纤产品产业链图



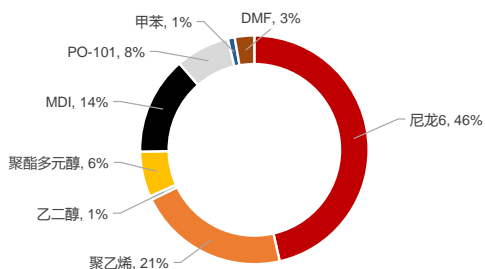
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 22：超纤产品成本结构



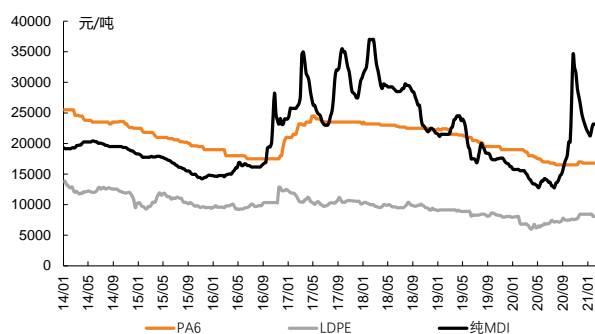
资料来源：华峰超纤 2019 年年报，天风证券研究所

图 23：超纤原材料成本拆分



资料来源：华峰超纤“年产 5000 吨产业用非织造布超纤材料”项目公告、天风证券研究所；注：根据 3 月 26 日价格计算

图 24：超纤产品主要原材料价格



资料来源：百川资讯、卓创资讯、天风证券研究所

表 3：超纤原料尼龙 6 价格变化对业绩弹性影响

开工率\变化幅度	500	1000	1500	2000	2500	3000	3500	4000
70%	0.22	0.45	0.67	0.90	1.12	1.34	1.57	1.79
75%	0.24	0.48	0.72	0.96	1.20	1.44	1.68	1.92
80%	0.26	0.51	0.77	1.02	1.28	1.54	1.79	2.05
85%	0.27	0.54	0.82	1.09	1.36	1.63	1.90	2.18
90%	0.29	0.58	0.86	1.15	1.44	1.73	2.02	2.30
95%	0.30	0.61	0.91	1.22	1.52	1.82	2.13	2.43
100%	0.32	0.64	0.96	1.28	1.60	1.92	2.24	2.56
105%	0.34	0.67	1.01	1.34	1.68	2.02	2.35	2.69
110%	0.35	0.70	1.06	1.41	1.76	2.11	2.46	2.82
115%	0.37	0.74	1.10	1.47	1.84	2.21	2.58	2.94
120%	0.38	0.77	1.15	1.54	1.92	2.30	2.69	3.07
125%	0.40	0.80	1.20	1.60	2.00	2.40	2.80	3.20
130%	0.42	0.83	1.25	1.66	2.08	2.50	2.91	3.33
135%	0.43	0.86	1.30	1.73	2.16	2.59	3.02	3.46
140%	0.45	0.90	1.34	1.79	2.24	2.69	3.14	3.58
145%	0.46	0.93	1.39	1.86	2.32	2.78	3.25	3.71
150%	0.48	0.96	1.44	1.92	2.40	2.88	3.36	3.84

资料来源：公司环评、天风证券化工团队测算，天风证券研究所

注：(1)“变化幅度”指不含增值税后尼龙6产品价格的涨、跌幅度，单位：元/吨；(2)表格内容为以公司名义产能1亿米\*开工率\*超纤类产品扣税涨幅在其他成本和产品价格不变的情况下利润变化量；单位：亿元；(3)尼龙6单耗为6.4吨/万米，即1亿米则需6.4万吨

表4：超纤原料纯MDI价格变化对业绩弹性影响

开工率\变化幅度	1000	2000	3000	4000	5000	6000	7000	8000
70%	0.08	0.17	0.25	0.33	0.41	0.50	0.58	0.66
75%	0.09	0.18	0.27	0.35	0.44	0.53	0.62	0.71
80%	0.09	0.19	0.28	0.38	0.47	0.57	0.66	0.76
85%	0.10	0.20	0.30	0.40	0.50	0.60	0.70	0.80
90%	0.11	0.21	0.32	0.42	0.53	0.64	0.74	0.85
95%	0.11	0.22	0.34	0.45	0.56	0.67	0.78	0.90
100%	0.12	0.24	0.35	0.47	0.59	0.71	0.83	0.94
105%	0.12	0.25	0.37	0.50	0.62	0.74	0.87	0.99
110%	0.13	0.26	0.39	0.52	0.65	0.78	0.91	1.04
115%	0.14	0.27	0.41	0.54	0.68	0.81	0.95	1.09
120%	0.14	0.28	0.42	0.57	0.71	0.85	0.99	1.13
125%	0.15	0.30	0.44	0.59	0.74	0.89	1.03	1.18
130%	0.15	0.31	0.46	0.61	0.77	0.92	1.07	1.23
135%	0.16	0.32	0.48	0.64	0.80	0.96	1.12	1.27
140%	0.17	0.33	0.50	0.66	0.83	0.99	1.16	1.32
145%	0.17	0.34	0.51	0.68	0.86	1.03	1.20	1.37
150%	0.18	0.35	0.53	0.71	0.89	1.06	1.24	1.42

资料来源：公司环评、天风证券化工团队测算，天风证券研究所

注：(1)“变化幅度”指不含增值税后纯MDI产品价格的涨、跌幅度，单位：元/吨；(2)表格内容为以公司名义产能1亿米\*开工率\*超纤类产品扣税涨幅在其他成本和产品价格不变的情况下利润变化量；单位：亿元；(3)纯MDI单耗为1.18吨/万米，即1亿米则需1.18万吨

从燃动力角度（2019年在公司超纤产品成本中占比13.99%），目前启东基地项目所用蒸汽由大唐电厂集中供热，相比同行业已经具备成本优势，在江苏启东的分布式电厂投入使用后，单吨蒸汽成本可以进一步下降，并发挥产能规模优势（公司3月23日公示启动基地于4月1日-10日临时停电停产，主要系为配合分布式能源站项目110KV送出线路工程施工，现已陆续恢复生产）。同时，我们对比公司7500万米、5000万米两次扩能项目，水、电、蒸汽的单耗都有明显的下降。

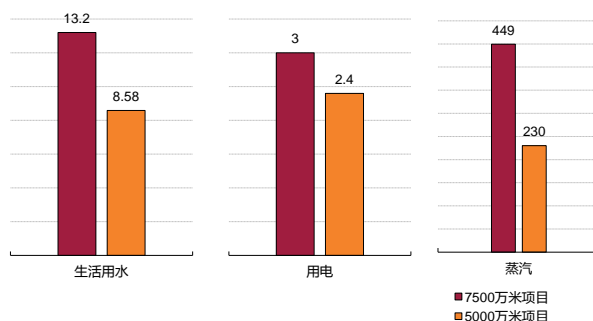
图25：蒸汽价格变化对公司业绩影响敏感测算

变化幅度	10	20	30	40	50	60	70
70%	0.16	0.32	0.48	0.64	0.81	0.97	1.13
75%	0.17	0.35	0.52	0.69	0.86	1.04	1.21
80%	0.18	0.37	0.55	0.74	0.92	1.10	1.29
85%	0.20	0.39	0.59	0.78	0.98	1.17	1.37
90%	0.21	0.41	0.62	0.83	1.04	1.24	1.45
95%	0.22	0.44	0.66	0.87	1.09	1.31	1.53
100%	0.23	0.46	0.69	0.92	1.15	1.38	1.61
105%	0.24	0.48	0.72	0.97	1.21	1.45	1.69
110%	0.25	0.51	0.76	1.01	1.27	1.52	1.77
115%	0.26	0.53	0.79	1.06	1.32	1.59	1.85
120%	0.28	0.55	0.83	1.10	1.38	1.66	1.93
125%	0.29	0.58	0.86	1.15	1.44	1.73	2.01
130%	0.30	0.60	0.90	1.20	1.50	1.79	2.09
135%	0.31	0.62	0.93	1.24	1.55	1.86	2.17
140%	0.32	0.64	0.97	1.29	1.61	1.93	2.25
145%	0.33	0.67	1.00	1.33	1.67	2.00	2.33
150%	0.35	0.69	1.04	1.38	1.73	2.07	2.42

资料来源：公司环评、天风证券基础化工团队测算，天风证券研究所

备注：(1)“变化幅度”指不含增值税后蒸汽价格的涨、跌幅度，单位：元/吨；(2)表格内容为以公司名义产能1亿米\*开工率\*超纤类产品扣税涨幅在其他成本和产品价格不变的情况下利润变化量；单位：亿元；(3)蒸汽单耗为230吨/万米，即1亿米则需230万吨

图26：公司两次超纤产品重大扩能能耗的单耗对比情况



资料来源：公司环评，天风证券研究所

注：单位：生活用水：m<sup>3</sup>/万米，电：万kwh/万米，蒸汽：t/万米

产线技术底蕴持续夯实。2010-2016年公司研发费用占营收比例平均约为3.6%，自2017年起研发费用占比显著提升，至2019年已达5.1%，主要系公司在绒面产品（用于服装、鞋、手套内里、汽车座椅、汽车内饰、家居、文具配件等）、镂空工艺等新项目的研发上加大了投入力度。

公司是国内为数不多的超纤革生产工序最完整的企业之一，通过多年的持续发展和不断创新，公司现拥有功能性树脂的研发和生产、海岛纤维纺丝、非织造布加工、浸渍聚氨酯、溶海开纤、超纤绒面材料上色、干法造面及后整理等全套超细纤维合成材料生产技术。

超纤革生产过程中，纺丝生产技术最为复杂关键，海岛纤维的纺丝方法主要有复合纺丝法（定岛）和共混纺丝法（不定岛），公司超细纤维复合材料技术是在引进技术的基础上创新发展起来，并自主研发了 PA6/LDPE 定岛复合纺丝技术。

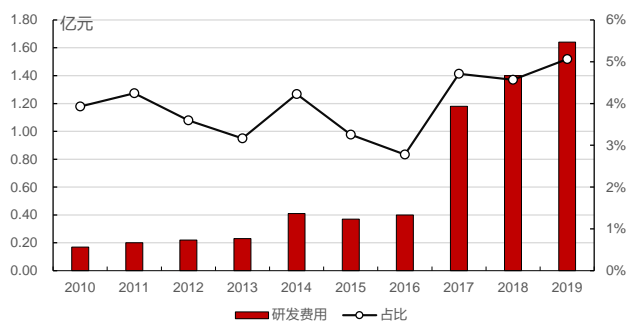
同时，公司持续对现有生产工艺进行优化提升、参与制定标准及体系认证工作，拥有多项发明专利、实用新型专利及核心技术，为公司的可持续发展储备了全球领先的技术和工艺路线。

表 5：定岛型、不定岛型超纤革工艺对比

项目	不定岛超纤革生产技术	定岛超纤革生产技术
投资	一次性投资相对低	一次性投资相对高
设备要求	设备依赖性较弱	设备依赖性较强
纺丝技术	共混纺丝法	复合纺丝法
开纤工艺	甲苯抽出工艺	碱减量工艺或甲苯抽出工艺
海岛比	45/55~30/70	最高达 20/80
岛数	500~1500	取决于定岛板
应用范围	鞋革、家具革、球革、汽车内饰	服装革、汽车内饰、鞋革、家具革、球革
产品特点比较	岛数不可控且纵向非连续	岛数可控且轴向连续
	超细纤度和长度不固定、不均匀	超细纤度和长度固定且均匀分布
	纤度可达 0.003dtex，纤度更细	纤度在 0.05dtex 数量级
	纺丝配件比较简单且价格便宜	纺丝配件复杂昂贵、设备投资大
	纺丝过程容易控制	工艺复杂，不易控制
	显色性不好，颜色不够鲜艳，染料用量大，易染色不匀、色牢度差	染色性好，染色均匀度好，颜色鲜艳
	岛含量较低	岛含量可达 80%
	生产可控性弱	生产可控性强，新产品开发能力强
	所制备的超纤革的撕裂强度高	所得到的超纤革撕裂强度较低

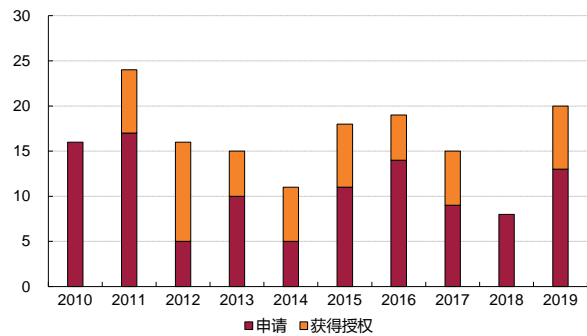
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 27：2010-2019 年公司研发费用情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：华峰超纤每年新增专利情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**短期提价为业绩提供弹性，进军高附加值产品领域为中长期盈利改善奠定基础**

21 年以来数次提价，提供业绩增长弹性。今年春节后，公司对产品的销售基准价格先后实施了三轮调整，各产品单价均上调，平均涨幅为 2 元/米-8 元/米不等。公司现拥有超纤年生产能力 10,000 万米，拟扩建 5,000 万米产业用非织造超纤材料项目，扩产完成后，公司总产能可达到 15000 万米，此轮价格上涨预计将为公司带来一定的利润增量弹性（测算见下表 7）。

表 6：公司超纤类产品价格上涨带来的公司业绩弹性

开工率/价格涨幅	2	4	6	8	10	12	14	16
70%	1.40	2.80	4.20	5.60	7.00	8.40	9.80	11.20
75%	1.50	3.00	4.50	6.00	7.50	9.00	10.50	12.00
80%	1.60	3.20	4.80	6.40	8.00	9.60	11.20	12.80
85%	1.70	3.40	5.10	6.80	8.50	10.20	11.90	13.60
90%	1.80	3.60	5.40	7.20	9.00	10.80	12.60	14.40
95%	1.90	3.80	5.70	7.60	9.50	11.40	13.30	15.20
100%	2.00	4.00	6.00	8.00	10.00	12.00	14.00	16.00
105%	2.10	4.20	6.30	8.40	10.50	12.60	14.70	16.80
110%	2.20	4.40	6.60	8.80	11.00	13.20	15.40	17.60
115%	2.30	4.60	6.90	9.20	11.50	13.80	16.10	18.40
120%	2.40	4.80	7.20	9.60	12.00	14.40	16.80	19.20
125%	2.50	5.00	7.50	10.00	12.50	15.00	17.50	20.00
130%	2.60	5.20	7.80	10.40	13.00	15.60	18.20	20.80
135%	2.70	5.40	8.10	10.80	13.50	16.20	18.90	21.60
140%	2.80	5.60	8.40	11.20	14.00	16.80	19.60	22.40
145%	2.90	5.80	8.70	11.60	14.50	17.40	20.30	23.20
150%	3.00	6.00	9.00	12.00	15.00	18.00	21.00	24.00

资料来源：互动易，天风证券化工团队测算，天风证券研究所

备注：

(1) “涨幅”指不含增值税后超纤类产品价格上涨幅度，单位：元/米

(2) 表格内容为以公司名义产能 1 亿米\*开工率\*超纤类产品扣税涨幅在成本不变的情况下利润增量；单位：亿元

**进军汽车内饰等高附加值产品领域，为中长期盈利结构改善奠定基础。**值得注意的是，超纤革在汽车内饰领域的发展潜力大。由于超纤革具备优异的力学性能、颜色牢度性能及环保性，相比真皮性价比优势突出，特别是超纤革还具备较强的耐磨损性，在打孔后仍然能保持较高的拉伸强度，这些优势使超纤革获得国内外汽车设计者的青睐。**根据我们测算 2019 年国内汽车内饰革的需求约为 4.95 亿米，同时汽车内饰革的单价和利润水平亦高于其他应用领域。**

公司掌握的定岛复合纺丝技术生产的定岛型超纤革的整个生产过程环保无污染，满足了市场上对超细纤维合成革低挥发性有机化合物(VOC)的要求，可被应用于汽车内饰等高端领域。2018 年 11 月，巴西汽车展现代 Creta Diamond 汽车内饰品包括座椅、方向盘、门挡板、顶棚、仪表盘等已全面使用公司的超纤产品。2019 年 6 月，公司拟与法国权威汽车内饰设计公司 TESCAGROUPS.A.S 成立合资公司，进军高端汽车市场。公司目前已成功独立研发、开发出 Antelope™ 系列合成革产品，系高级绒面产品，其拥有独立的注册商标、独立的生产线及研发团队。Antelope™ 系列超纤革的开发方向是不定岛“超级细”纤维，势在挑战超细纤维的无限细度，以“干岛”的超级细纤维为基础，孕育出产品优雅的外观、细腻的手感和极佳的耐磨性能。Antelope™ 产品现已通过大众、通用、宝马等车企的标准测试，打破了高端麂皮材料的国外垄断，目前接触洽谈的品牌及大型商贸公司数家。

此外，公司 5000 万米募投项目中新增彩色超纤材料，目前已逐步与国内外各大汽车品牌工厂展开合作。以国内汽车内饰领域为例，过去公司通过后整理工序染色生产的彩色绒面材料受其色牢度等指标影响，仅主要用在汽车座椅和方向盘两个内饰领域；公司此次募投项目新增彩色超纤材料，可应用在包括汽车门板、顶棚、仪表盘等所有汽车内饰多个领域，



目前国内材料主要依赖进口。

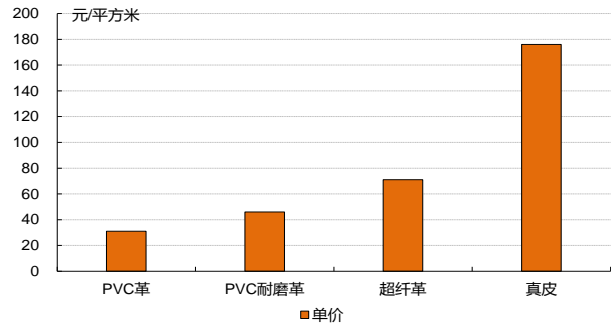
目前，公司汽车用超纤产品的销量占比达到约 15%，已和多个汽车品牌、国际大牌达成合作意向，业务正处于开拓期；若公司未来继续在此品类上面拓展，公司的产品梯队将进一步完善，同时盈利结构也将有所提升。

图 29：公司 Antelope® 绒面料汽车零配件



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 30：各皮革价格信息



资料来源：汽车材料网、天风证券研究所

表 7：公司拟新增产能结构附加值更高

5000 万米产品	新增产能 (万米)	主要客户、终端品牌	2019 年现有订单 (万米)
超纤绒面革	400	国内客户及终端 汽车内饰领域处 国际品牌及贸易商	550 已有意向订单 200
彩色超纤材料	1,000	沙发家居领域 服装领域 珠宝、电子包装、智能家居领域 传统手套、鞋、包领域 汽车座椅领域 汽车方向盘领域 半导体领域	3 2 已有意向订单 450 150 20 已有意向订单
超纤贴面革	1,200	劳保鞋领域 按摩椅领域 服装领域处 公共场所公共交通领域 传统运动鞋、沙发家居、仿真皮等领域 国际品牌及贸易商补强材料	100 60 1 2 500 200
超纤基布	2,400	半导体领域 传统鞋包、沙发领域，有影响力的革厂	已有意向订单 4,000

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 威富通：领先的数字银行解决方案供应商

威富通科技有限公司（以下简称“威富通”）是全球领先的数字银行解决方案供应商，业务遍及全球四大洲 50 多个国家和地区。2013 年公司成立以后，威富通抓住了移动支付行业的市场机遇，为国内几十家银行提供移动支付整体的解决方案。

2017 年威富通成功与华峰超纤重大资产重组，实现并购上市，成为移动支付领域第一家 A 股上市公司。伴随着银行以及大型企业面向数字化转型的步伐，威富通也不断推出创新的产品和解决方案：在数字银行的基础服务领域、数字化金融场景领域、供应链金融领域和跨境结算领域，威富通都提供了精准且专业的服务。在为银行提供服务的同时，威富通也为大型企业提供数字化金融和营销服务解决方案，包括支付管理中台、数字化营销、电子

账户和储值卡系统、供应链综合金融服务平台等多个产品。

图 31：威富通发展历程：成长为金融科技运营商



资料来源：威富通官网，天风证券研究所

### 打造开放的数字化金融服务生态链

威富通产品线包括银行移动支付系统、收款终端、电子会员卡、电子发票和移动广告等，为零售百货、交通行业、快递行业、教育行业和医疗行业提供数字化金融解决方案。

图 32：威富通业务矩阵与覆盖行业



资料来源：威富通官网，天风证券研究所

**银行移动支付系统**主要是连接第三方支付通道，外包服务机构以及商户的聚合支付收单平台，聚合微信、支付宝以及其他第三方等多种主流支付方式，为商户提供一站式支付解决方案，同时提供中国银联/网联与银行机构转接清算服务的对接。同时，具有灵活的商户层级结构，搭建银行移动支付管理平台，连接互联网支付公司，为商家提供多种支付通道及用户，具有详细的数据统计和分析功能、支持多层级的商户管理体系、支持多种支付方式一体化对账和提供完善的权限管理功能。

图 33：银行移动支付系统的合作模式



资料来源：威富通官网，天风证券研究所

**智能终端 Spay**，覆盖收款、流水、对账、报表、活动和管理全服务，是一款高效、便捷的收银工具，为商户提供一站式收银、管理、运营、增值服务、金融解决方案，为包括广发银行、光大银行、浦发银行、浙商银行等多个股份制商业银行、城市商业银行和农村商业银行推出多种定制版本。提供手机、PC 两种模式，手机端软件支持移动端下载，零成本，接入快速简便，适合小微商户。

图 34：公司智能终端 Spay 服务体系-收款、流水、对账、报表、活动、管理全服务



资料来源：威富通官网，天风证券研究所

图 35：威富通为众多股份制银行、城商行、农商行提供了定制版产品



资料来源：威富通官网，天风证券研究所

威富通电子会员卡业务为商户提供微信会员卡包、积分运营管理、增值服务于一体的解决方案致力于降低企业开发、运营成本，加速企业资产流转、提高会员活跃和会员价值。此外，威富通还提供极速开纸票，智慧开电票服务的电子发票业务，提供支付页广告、支付消息广告等多种广告投放模式替商户及渠道实现收益增值的移动广告业务。

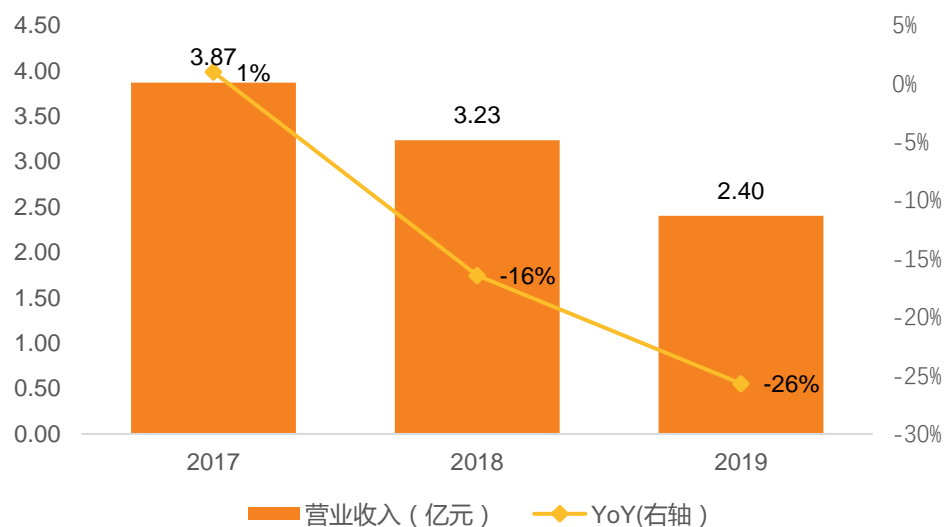
威富通支持不同业务场景的支付方式，包括 H5 支付、App 支付、手机网页支付、PC 网页支付、扫码支付、公众号支付和小程序支付等一站式线上支付赋能，99.99%通道可用性，满足企业不同的交易场景需求，为用户提供完美的支付体验。

### 营收和利润双降，支付服务面临挑战

威富通主要业务为提供针对性的支付系统给到银行、支付宝、微信和其他第三方支付公司。因此，其收入主要分为四部分，软件技术开发服务、支付分润业务、营销业务和终端设备销售业务。

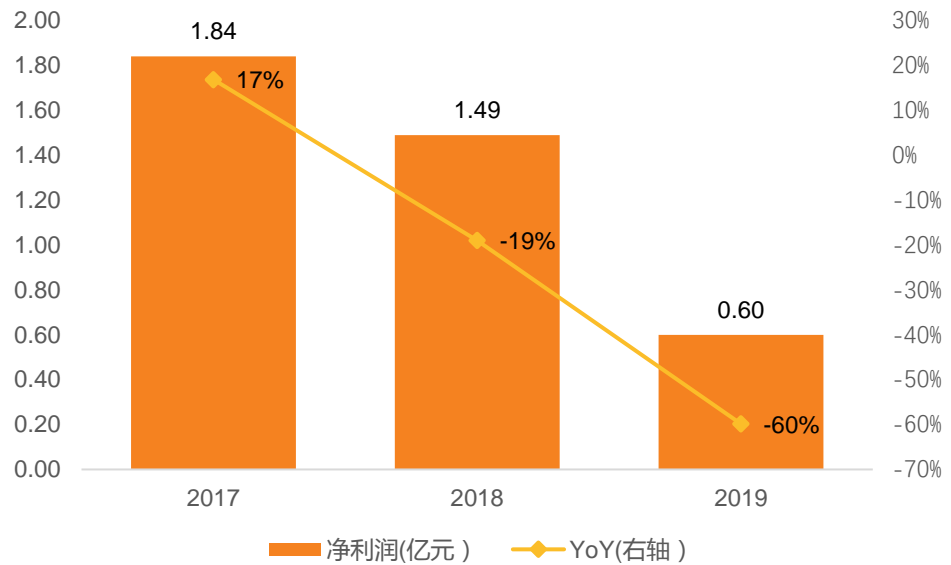
威富通自 2017 年上市以来，营业收入与净利润呈现下降态势，2017 年-2019 年营业收入分别为 3.87 亿元、3.23 亿元和 2.4 亿元，净利润分别为 1.84 亿元、1.49 亿元和 0.6 亿元，业务或面临挑战。

图 36：2017-2019 年威富通营业收入



资料来源：华峰超纤（母公司）年报，天风证券研究所

图 37: 2017-2019 年威富通净利润



资料来源: 华峰超纤(母公司)年报, 天风证券研究所

### 卡位优质客户资源, 客户覆盖多个领域

威富通拥有优质的客户资源, 尤其体现在其银行模式中, 优质的客户资源使其拥有较高的**竞争壁垒和先发优势**。威富通主要客户为各大银行包括兴业银行、中信银行等, 同时还包括零售百货、广告发票和交通行业的客户, 如茂业、联邦等。威富通在产业链上游不断巩固市场, 同时发掘更多业务模式和盈利增长点, 一方面, 填补前期市场空缺, 另一方面进一步细分业务, 针对性的进行差异化运营, 此外, 还充分利用自身的产品技术优势, 渗透不同行业, 为零售、加油、交通、教育等行业提供综合解决方案, 向纵深发展。在海外支付市场方面, 继续积极推进, 用专业技术及运营经验打造国际支付品牌, 为未来业绩持续增长奠定基础。

图 38: 威富通主要客户覆盖了银行、百货、交通等多个行业



资料来源: 威富通官网, 天风证券研究所



## 5. 盈利预测与估值

关键假设：

1. 产能：假设公司募投项目“年产 5000 万平米产业用非织造布超纤材料项目”按规划投产，其中，基布新增 2400 万平米，绒面革新增 400 万平米，贴面革新增 1200 万平米，彩色超纤材料新增 1000 万平米；均假设 21 年实现 50%产能释放，22 年实现达产
2. 价格：公司 21 年一季度对所有产品共提价 3 次，处于谨慎原则假设实际成交仅为提价总幅度的 50%，假设后续两年价格平稳

表 8：公司主要业务营业收入和毛利预测（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1439	2506	3065	3240	3283	4754	5768	6370
基布	531	1052	1600	2082	2011	2818	3151	3388
绒面革	421	567	573	357	531	712	783	842
贴面革	419	515	368	332	350	875	1326	1426
彩色超纤							190	396
软件服务		215	323	240	190	150	118	118
其他	67	156	202	229	200	200	200	200
营业成本	1141	1839	2250	2388	2523	3380	4083	4457
基布	413	788	1334	1573	1608	1958	2130	2264
绒面革	305	423	398	239	376	451	484	515
贴面革	369	471	328	321	330	770	1157	1240
彩色超纤						0	117	242
软件服务		41	62	54	38	31	25	25
其他业务	54	117	128	200	170	170	170	170
毛利	298	666	815	852	761	1375	1685	1913
基布	119	264	266	509	403	859	1021	1124
绒面革	116	145	175	117	155	261	299	326
贴面革	50	44	39	11	20	105	170	187
彩色超纤						0	72	153
软件服务	0	175	261	187	152	119	93	93
其他	14	39	74	28	30	30	30	30
毛利率(%)	20.7%	26.6%	26.6%	26.3%	23.2%	28.9%	29.2%	30.0%
基布	22.3%	25.1%	16.6%	24.4%	20.0%	30.5%	32.4%	33.2%
绒面革	27.6%	25.5%	30.5%	32.9%	29.2%	36.7%	38.2%	38.8%
贴面革	11.8%	8.5%	10.7%	3.3%	5.8%	12.0%	12.8%	13.1%
彩色超纤							38.2%	38.8%
软件服务		81.2%	80.8%	77.6%	79.9%	79.4%	79.0%	79.0%
其他业务	20.6%	25.1%	36.7%	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：wind、天风证券研究所测

预计公司 2020\2021\2022 年营业收入为 32.83\47.54\57.68 亿元，同比增长 1.32%\44.81%\21.32%；净利润分别为 -3.62\5.78\7.26 亿元，对应 2021 和 2022 年 PE 为 17.30、13.77 倍。公司自上市以来历史平均估值为 56.91 倍。

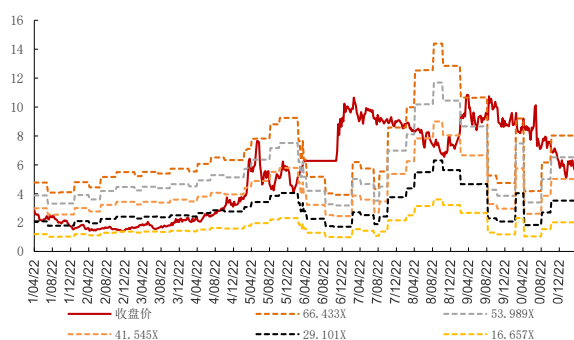
考虑到公司为超纤行业龙头，疫情后需求逐步恢复，同时公司产能扩张及短期多次提价，中长期进军高端市场，给予明年 25 倍估值，目标市值为 144.56 亿元，目标价格 8.25 元，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

表 9：华峰超纤可比公司估值

公司名称	2019	2020	2021	2022
双象股份	155.06	118.81		
同大股份	38.64	60.47		
安利股份	24.31	59.86	15.28	10.07
平均	72.67	79.71		
华峰超纤	123.54	48.89	18.02	15.21

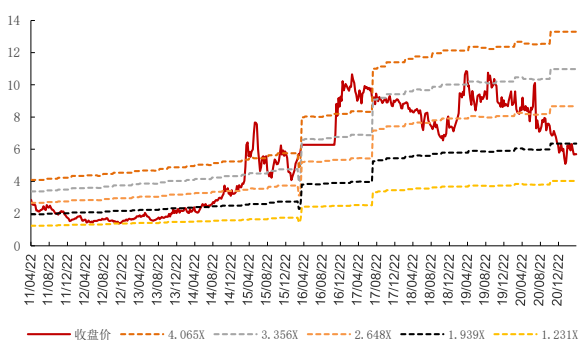
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：华峰超纤 PE Band



资料来源：wind、天风证券研究所

图 40：华峰超纤 PB Band



资料来源：wind、天风证券研究所

## 6. 风险提示

**主要原材料价格波动风险：**公司生产所需的主要原材料为尼龙切片、聚乙烯、MDI 以及多元醇等化工产品，占生产成本的比例较高，原材料价格波动较大将影响公司的经营业绩。

**募投项目不能实现预期收益风险：**若超纤消费市场增长缓慢，市场环境、产业政策等方面出现重大变化，快速增长的固定资产将带来折旧的增加，公司将面临募投项目收益风险

**市场需求不足风险：**公司产品的市场需求受国内宏观经济环境、人们消费观念的转变、环保意识的增强和技术进步的影响较大。如果经济形势发生不利变化，超纤行业增速缓慢，新产品推广速度不及预期，人们消费观念的转变公司或面临市场需求不足的风险。

**环保政策变动风险：**随着环保意识的提高，若国家及地方政府颁布新的法律法规，提高环保标准，公司将面临更高的环保成本。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	316.79	257.35	51.67	331.47	1,056.13
应收票据及应收账款	633.25	665.91	337.31	1,379.54	703.37
预付账款	67.04	91.21	76.96	127.39	135.80
存货	486.75	442.65	538.33	775.95	698.40
其他	541.46	708.28	587.19	683.46	683.60
<b>流动资产合计</b>	<b>2,045.29</b>	<b>2,165.41</b>	<b>1,591.45</b>	<b>3,297.80</b>	<b>3,277.30</b>
长期股权投资	9.17	173.87	173.87	173.87	173.87
固定资产	3,100.32	3,065.95	3,309.63	3,407.11	3,497.10
在建工程	177.41	699.46	279.78	191.91	196.77
无形资产	320.16	401.14	386.76	372.38	358.00
其他	1,887.22	1,884.21	1,827.87	1,827.49	1,841.02
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,494.28</b>	<b>6,224.64</b>	<b>5,977.91</b>	<b>5,972.76</b>	<b>6,066.76</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,539.57</b>	<b>8,390.05</b>	<b>7,569.36</b>	<b>9,270.56</b>	<b>9,344.06</b>
短期借款	597.51	857.54	900.00	900.00	900.00
应付票据及应付账款	395.40	807.74	453.52	1,424.02	617.39
其他	568.38	1,122.12	823.36	1,015.50	1,362.43
<b>流动负债合计</b>	<b>1,561.29</b>	<b>2,787.41</b>	<b>2,176.89</b>	<b>3,339.52</b>	<b>2,879.82</b>
长期借款	224.46	89.88	90.00	90.00	90.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	617.94	262.06	362.66	414.22	346.31
<b>非流动负债合计</b>	<b>842.40</b>	<b>351.93</b>	<b>452.66</b>	<b>504.22</b>	<b>436.31</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,403.69</b>	<b>3,139.34</b>	<b>2,629.55</b>	<b>3,843.74</b>	<b>3,316.13</b>
少数股东权益	6.49	2.68	(2.84)	3.91	10.26
股本	1,135.84	1,703.75	1,761.06	1,761.06	1,761.06
资本公积	2,819.66	2,251.74	2,251.74	2,251.74	2,251.74
留存收益	3,993.21	3,543.91	3,181.60	3,661.84	4,256.61
其他	(2,819.31)	(2,251.37)	(2,251.74)	(2,251.74)	(2,251.74)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,135.88</b>	<b>5,250.71</b>	<b>4,939.82</b>	<b>5,426.81</b>	<b>6,027.93</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>7,539.57</b>	<b>8,390.05</b>	<b>7,569.36</b>	<b>9,270.56</b>	<b>9,344.06</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	301.51	158.27	(362.31)	578.25	726.34
折旧摊销	275.29	348.35	190.38	204.78	219.53
财务费用	41.86	71.42	82.84	84.34	80.78
投资损失	(6.39)	(12.58)	(5.15)	(8.04)	(8.59)
营运资金变动	(111.84)	(598.79)	192.69	(259.49)	128.87
其它	(391.76)	791.09	(20.46)	22.45	0.87
<b>经营活动现金流</b>	<b>108.67</b>	<b>757.76</b>	<b>78.00</b>	<b>622.28</b>	<b>1,147.80</b>
资本支出	482.26	1,362.64	(100.60)	148.44	367.91
长期投资	2.00	164.70	0.00	0.00	0.00
其他	(1,131.80)	(2,531.74)	135.62	(371.78)	(648.36)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(647.55)</b>	<b>(1,004.39)</b>	<b>35.02</b>	<b>(223.34)</b>	<b>(280.45)</b>
债权融资	865.84	1,472.42	1,179.62	1,242.83	1,312.48
股权融资	(39.19)	(74.81)	(25.91)	(84.34)	(80.78)
其他	(204.64)	(1,221.36)	(1,472.42)	(1,277.63)	(1,374.40)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>622.01</b>	<b>176.25</b>	<b>(318.70)</b>	<b>(119.14)</b>	<b>(142.70)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>83.13</b>	<b>(70.39)</b>	<b>(205.69)</b>	<b>279.80</b>	<b>724.66</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>3,065.13</b>	<b>3,240.34</b>	<b>3,283.27</b>	<b>4,754.35</b>	<b>5,768.06</b>
营业成本	2,250.24	2,388.40	2,522.53	3,379.58	4,082.82
营业税金及附加	14.70	14.44	15.16	21.98	26.33
营业费用	62.07	60.20	65.67	95.09	115.36
管理费用	202.42	261.27	213.41	309.03	374.92
研发费用	140.10	164.16	157.60	190.17	230.72
财务费用	39.96	74.84	82.84	84.34	80.78
资产减值损失	103.56	(76.01)	650.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	82.71	(79.20)	(14.93)	15.69	(5.48)
投资净收益	6.39	12.58	5.15	8.04	8.59
其他	(208.03)	246.68	19.57	(47.45)	(6.22)
<b>营业利润</b>	<b>371.00</b>	<b>172.99</b>	<b>(433.73)</b>	<b>687.89</b>	<b>850.23</b>
营业外收入	0.73	18.64	6.72	8.70	11.35
营业外支出	1.11	9.75	3.89	4.92	6.19
<b>利润总额</b>	<b>370.62</b>	<b>181.88</b>	<b>(430.89)</b>	<b>691.67</b>	<b>855.40</b>
所得税	69.11	23.61	(63.06)	106.66	122.71
<b>净利润</b>	<b>301.51</b>	<b>158.27</b>	<b>(367.83)</b>	<b>585.01</b>	<b>732.69</b>
少数股东损益	6.09	(0.09)	(5.53)	6.76	6.35
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>295.42</b>	<b>158.37</b>	<b>(362.31)</b>	<b>578.25</b>	<b>726.34</b>
每股收益(元)	0.17	0.09	(0.21)	0.33	0.41

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	22.33%	5.72%	1.32%	44.81%	21.32%
营业利润	27.22%	-53.37%	-350.72%	-258.60%	23.60%
归属于母公司净利润	18.50%	-46.39%	-328.77%	-259.60%	25.61%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.59%	26.29%	23.17%	28.92%	29.22%
净利率	9.64%	4.89%	-11.03%	12.16%	12.59%
ROE	5.76%	3.02%	-7.33%	10.66%	12.07%
ROIC	6.44%	4.02%	-4.91%	11.31%	13.23%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	31.88%	37.42%	34.74%	41.46%	35.49%
净负债率	10.69%	23.14%	22.83%	16.79%	4.25%
流动比率	1.31	0.78	0.73	0.99	1.14
速动比率	1.00	0.62	0.48	0.76	0.90
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.76	4.99	6.55	5.54	5.54
存货周转率	6.45	6.97	6.69	7.23	7.82
总资产周转率	0.43	0.41	0.41	0.56	0.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.17	0.09	-0.21	0.33	0.41
每股经营现金流	0.06	0.43	0.04	0.35	0.65
每股净资产	2.91	2.98	2.81	3.08	3.42
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.86	63.16	-27.61	17.30	13.77
市净率	1.95	1.91	2.02	1.84	1.66
EV/EBITDA	16.26	18.34	-67.50	10.86	8.65
EV/EBIT	24.75	30.28	-30.87	13.74	10.69

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com