

# 全球超纤龙头, 进军汽车市场高瞻远瞩

## 高速增长的全国超纤龙头

上市以来, 公司始终以超细纤维及超纤革为单一主业, 全国市场占有率高达约 50%。依托超纤革行业的高速发展, 公司实现营收、利润体量的快速增长, 近十年年营收实现复合增速接近 20%, 超纤销量近十年从上市时的 600 万米到现在的一亿米。

## 超纤革渗透率快速提升, 仍有极大市场空间

超真皮纤革全称超细纤维 PU 合成革, 是超纤无纺布浸渍改性聚氨酯树脂制成的新材料, 产品性能与真皮高度相近, 远胜 PVC 合成革以及 PU 合成革, 且产品环保性能佳, 是最新一代合成革材料。过去几年超纤革渗透率快速提升, 2013-2018 全国市场空间增速达到约 25%, 远超合成革制品 6% 的平均增速。而目前超纤革渗透率仍然只有 5% 左右, 伴随消费升级和环保趋严, 超纤革市场渗透率有望维持较快增长趋势。

## 公司牢牢占据行业龙头, 成长之路清晰

公司当前超纤产能约 1 亿米 (不计入新增产能), 全国市场占有率约 50%、全球市场占有率 30%, 牢牢占据行业龙头位置, 可以说华峰超纤的发展史也就代表了中国超纤行业的发展史。并且, 公司拥有从树脂、超纤基布到贴面革、绒面革的一体化产业链, 同样领先于国内同行。另外, 技术方面, 公司通过新工艺扩展高附加值产品体系, 后期, 伴随公司新产能逐步投放, 公司有望借超纤市场的不断增长实现新一轮成长。

近年来超纤革在汽车、女装等领域的高端市场空间不断打开, 此类产品毛利率水平远高于通用超纤革, 而公司作为国产品牌在高端市场上正与日本领跑者竞争、不断提升渗透率, 成立至少三大高端品牌包括 Antelope<sup>®</sup>、MFL<sup>™</sup>-nature、TOCCARE<sup>®</sup>等, 2019 年与 TESCA GROUP S.A.S 合资成立泰斯卡华峰 (上海) 汽车科技有限责任公司。另一方面, 公司业绩对超纤价格的弹性很大, 20 年年末原材料价格上涨对公司利润率有一定压缩, 而春节以来公司连续三次调涨全产品系列价格, 21 年业绩有望因此集中释放。

## 威富通: 业绩触底反弹, 积极参与央行数字人民币试点

威富通是全球领先的移动支付综合解决方案提供商, 主要向银行、第三方支付公司、商户等提供技术及营销的一站式行业解决方案, 2018-2019 年受“断直连”冲击, 2020 年受疫情冲击, 业绩下滑甚至触发商誉减值, 业绩大幅触底; 但是在此期间威富通继续深耕与银行的合作, 积极推进与银联的密切合作, 同时积极参与央行数字人民币试点, 叠加随着商户经营的有序恢复, 威富通 2021 年一季度利润同比已出现了回升, 威富通业务 2021 年有望触底反弹。

预计公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为-3.44、5.93、7.39 亿元, 其中 2021、2022 年对应 PE 分别为 16.9、13.5 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 风险提示

原料涨价影响公司产品利润率; 汽车领域业务扩展不及预期

## 华峰超纤 (300180)

### 首次评级

### 买入

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

SAC 执业编号: S1440518100005

研究助理: 邓天泽

010-86451606

dengtianze@csc.com.cn

发布日期: 2021 年 04 月 18 日

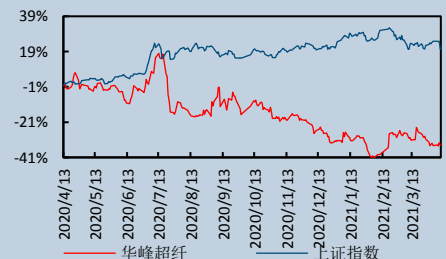
当前股价: 5.68 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-6.12/-5.61	-6.73/-3.56	-33.96/-56.22
12 月最高/最低价 (元)			10.35/5.01
总股本 (万股)			176,106.02
流通 A 股 (万股)			133,558.49
总市值 (亿元)			100.03
流通市值 (亿元)			75.86
近 3 月日均成交量 (万股)			1,737.53
主要股东			
华峰集团有限公司			9.07%

### 股价表现



### 相关研究报告

## 目录

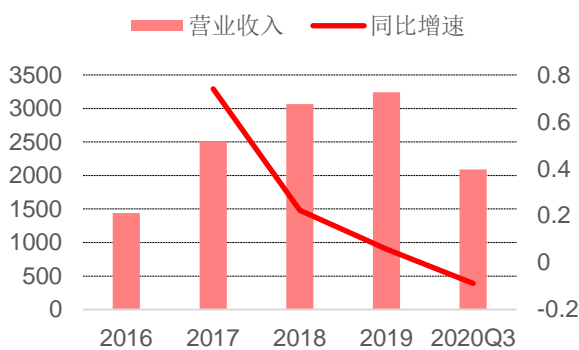
高速增长的全国超纤龙头 .....	2
超纤：渗透率快速提升，切入高价市场正当时 .....	3
超纤——性能优异的第三代合成革 .....	3
渗透率持续提升，市场保持高速增长 .....	7
公司牢牢占据行业龙头，成长之路清晰 .....	9
竞争优势突出，维持高市占率 .....	9
进军汽车等高端市场新蓝海，打开利润率向上空间 .....	10
21 年来接连提价，业绩有望集中释放 .....	12
威富通：业绩触底反弹，积极参与央行数字人民币试点 .....	14
盈利预测和估值 .....	15
盈利预测和敏感性分析 .....	16
财务报表摘要 .....	16
风险提示 .....	19

## 图表目录

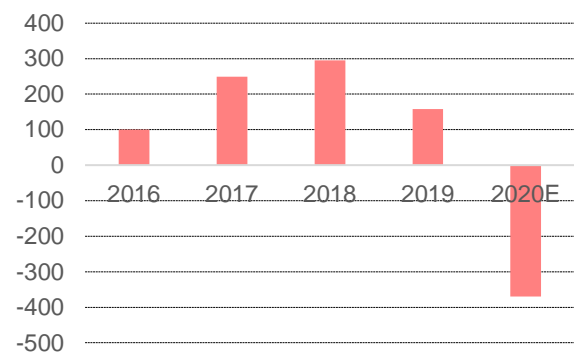
图 1: 公司近年营业收入 (单位: 百万元) .....	2
图 2: 公司近年归母净利润 (单位: 百万元) .....	2
图 3: 公司近年营业收入 (单位: 百万元) .....	2
图 4: 公司近年毛利润构成 (单位: 百万元) .....	2
图 5: 公司综合毛利率和产品毛利率 (%) .....	3
图 6: 公司股权结构图 .....	3
图 7: 超细纤维和超纤合成革产业链 .....	4
图 8: 超纤革生产流程 .....	5
图 9: 人造革 (一代、二代、三代) 市场需求分布 .....	7
图 10: 超纤下游需求分布 .....	8
图 11: 超纤终端需求分布 .....	8
图 12: 全国三类人造革合计市场规模 (单位: 亿元) .....	9
图 13: 公司超纤革合计市场规模 (单位: 亿元) .....	9
图 14: 目前超纤革在汽车内饰中的主要应用领域 .....	11
图 15: 公司超纤革用于汽车座椅、换挡器、车门、方向盘、仪表台 .....	12
图 16: 公司超纤革用于汽车座椅 .....	12
图 17: 一米超纤的成本构成 (元) .....	13
图 18: 威富通营业收入情况 (单位: 百万元) .....	15
图 19: 威富通净利润情况 (单位: 百万元) .....	15
图 20: 2018 威富通营业收入构成 .....	15
图 21: 2018 威富通移动支付技术服务收入构成 .....	15
表 1: 超纤合成革产品梳理 .....	4
表 2: 第一代、第二代、第三代合成革性能对比 .....	6
表 3: 超纤革与天然皮革的对比 .....	7
表 4: 公司当前超纤业务产能梳理 .....	10
表 5: 汽车用超纤革和天然皮革标准 .....	11
表 6: 不同产品价格条件下 (假设原料价格不变) 公司的 2021 年预测业绩 (假设原料价格不变, 亿元) .....	13
表 7: 不同原料价格条件下 (假设产品价格不变) 公司的 2021 年预测业绩 (假设原料价格不变, 亿元) .....	13
表 8: 预测和比率 .....	16
表 9: 公司利润表及预测 (百万元) .....	16
表 10: 公司资产负债表及预测 (百万元) .....	17
表 11: 公司现金流量表及预测 (百万元) .....	17

## 高速增长的全国超纤龙头

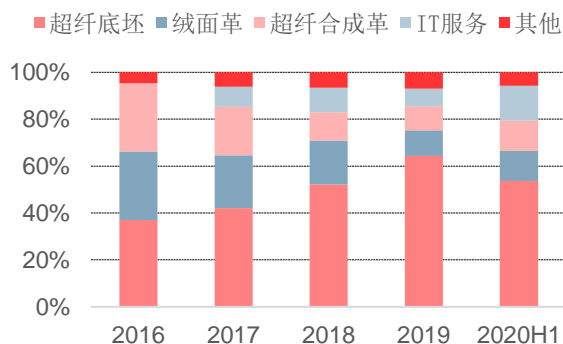
公司是单一主业、规模成长迅速的全国超纤龙头。公司前身系 2002 年成立的华峰集团上海有限公司，从事超细纤维聚氨酯合成革（简称超纤革）的研产销。成立以来，公司聚焦超纤核心主业，依托超纤革行业的高速发展以及领跑行业的竞争优势，实现经营体量的持续成长。目前，公司不仅拥有全国最大的超纤革生产产能，且拥有从树脂、基布到超纤革（贴面革、绒面革）的一体化产业链，规模体量、资金优势、产业链一体化程度均在行业内居首。

**图 1：公司近年营业收入（单位：百万元）**


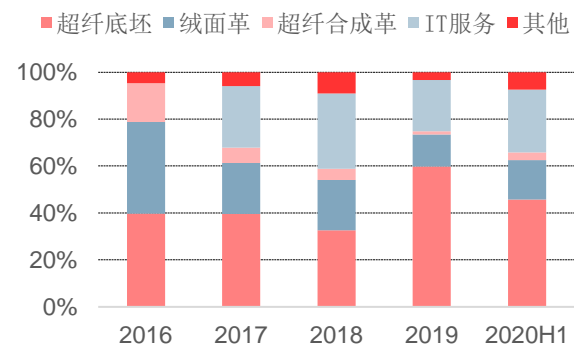
资料来源：wind，中信建投

**图 2：公司近年归母净利润（单位：百万元）**


资料来源：wind，中信建投（2020 年取业绩预告区间中值）

**图 3：公司近年营业收入（单位：百万元）**


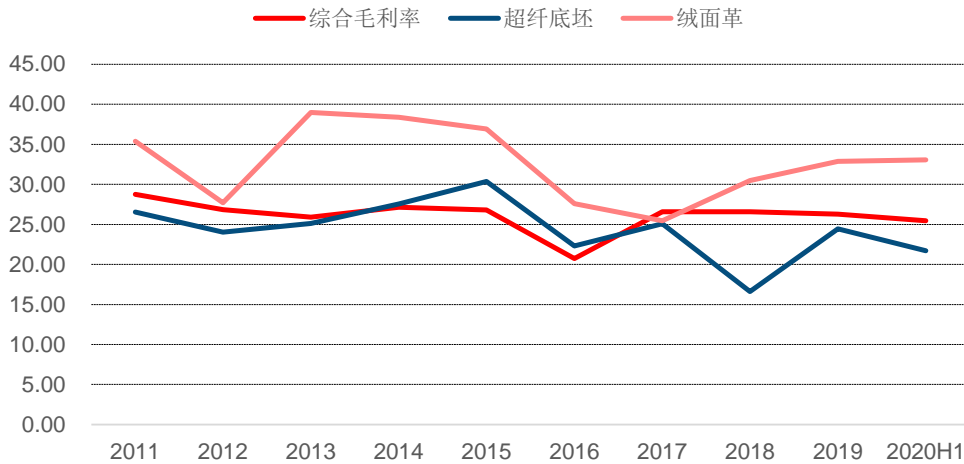
资料来源：wind，中信建投

**图 4：公司近年毛利润构成（单位：百万元）**


资料来源：wind，中信建投

产品毛利率稳定，依靠产能规模扩张实现持续增长。公司主要超纤产品（超纤基布和合成革）单吨毛利、毛利率均较为稳定。如下图，公司综合毛利率水平常年维持在 25% 左右，仅个别年份低至 20% 左右水平。多年来，公司产能持续扩张，且大致也匹配市场增长，因此营收、利润呈现同等趋势的较高速增长。2020 年，由于疫情影响非核心主业子公司威富通计提减值准备，大幅影响业绩，但公司核心主业利润率仍然非常稳定、且体量维持增长。疫情影响消退后，公司利润有望与营收一道重回快速增长轨道。

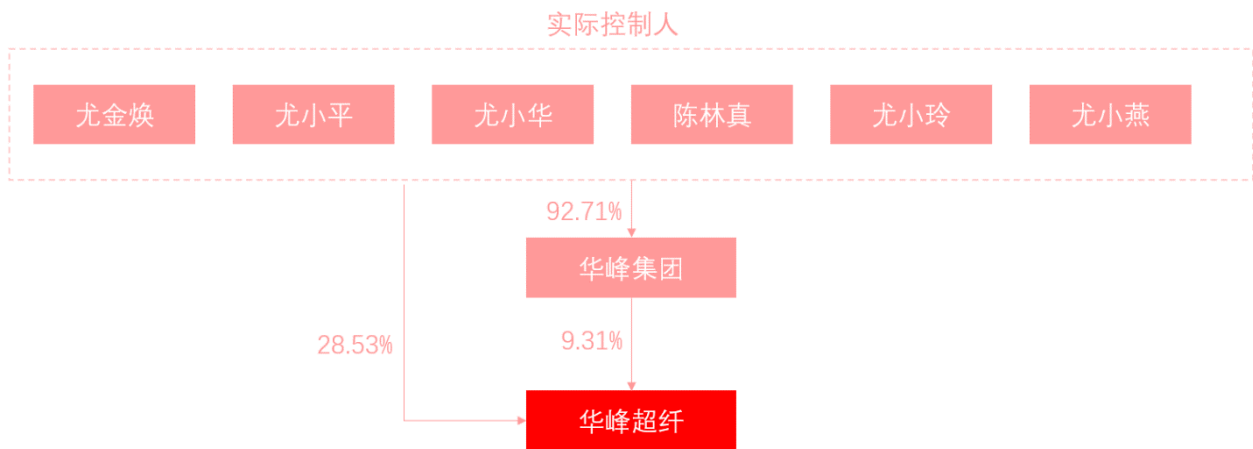
图 5：公司综合毛利率和产品毛利率（%）



资料来源：wind，中信建投

公司是华峰集团旗下上市平台，近年来股权结构稳定。与华峰化学相同，公司是华峰集团旗下的聚氨酯新材料企业，第一大股东是华峰集团，由尤氏家族控制。截至 2020 年三季报，董事长尤小平及其五位一致行动人直接或间接合计持有公司 28.15% 的股份，共同作为公司实际控制人，且股权结构稳定清晰。

图 6：公司股权结构图



资料来源：wind，中信建投

## 超纤：渗透率快速提升，切入高价市场正当时

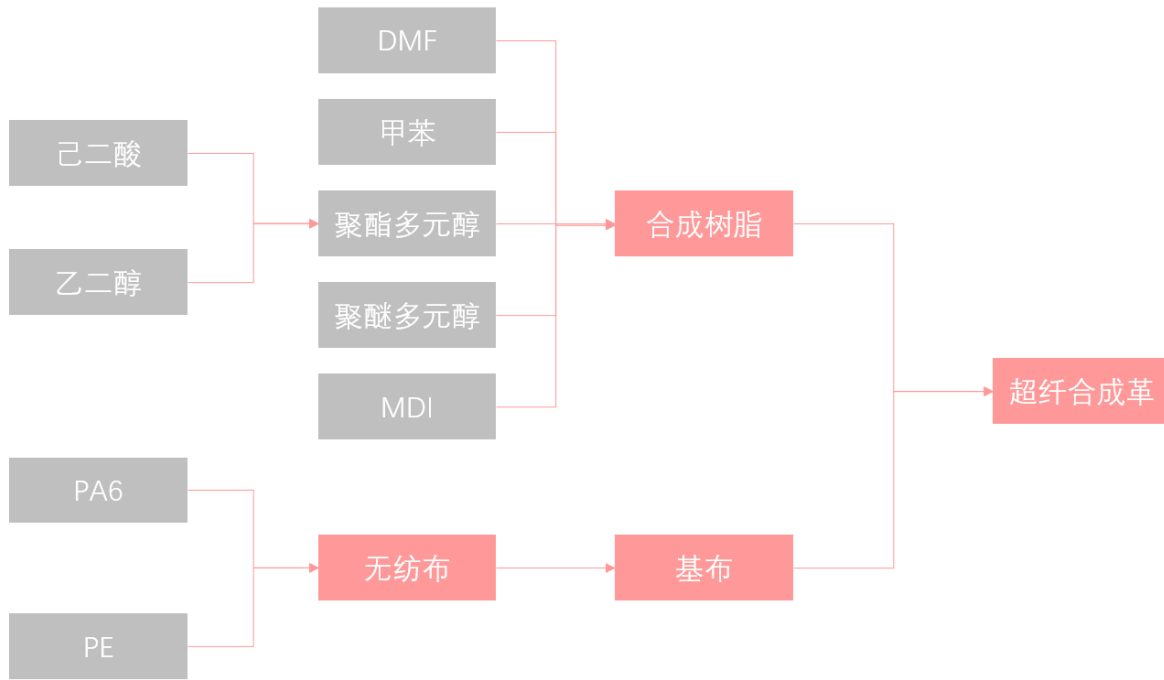
### 超纤——性能优异的第三代合成革

超细纤维 PU 合成革是在充分剖析天然皮革的微观结构和性能的基础上开发出的的高档人工制革，其核心技术是海岛型超细纤维加工技术。由于海岛型超细纤维（束状超细纤维）与天然皮革所具有的超细胶原纤维极其相似，使其在强度、舒适性、透气透湿性和手感上与天然皮革相媲美，甚至在耐化学性、抗皱性、耐磨性、可

加工适应性以及质量均一性等方面更优于天然皮革。

原料端，超纤基超纤革的上游原料主要是大宗化工产品，主要是 PA6、PE、MDI、MEG，另外也包括 DMF 与甲苯、聚酯多元醇等。其中使用 PA6 与 PE 生产的超纤无纺布是超纤合成革的主要成分（简称基布）。基布以聚氨酯（PU）树脂涂覆表层，即为超纤合成革。超纤合成革又分为贴面革和绒面革。

图 7：超细纤维和超纤合成革产业链



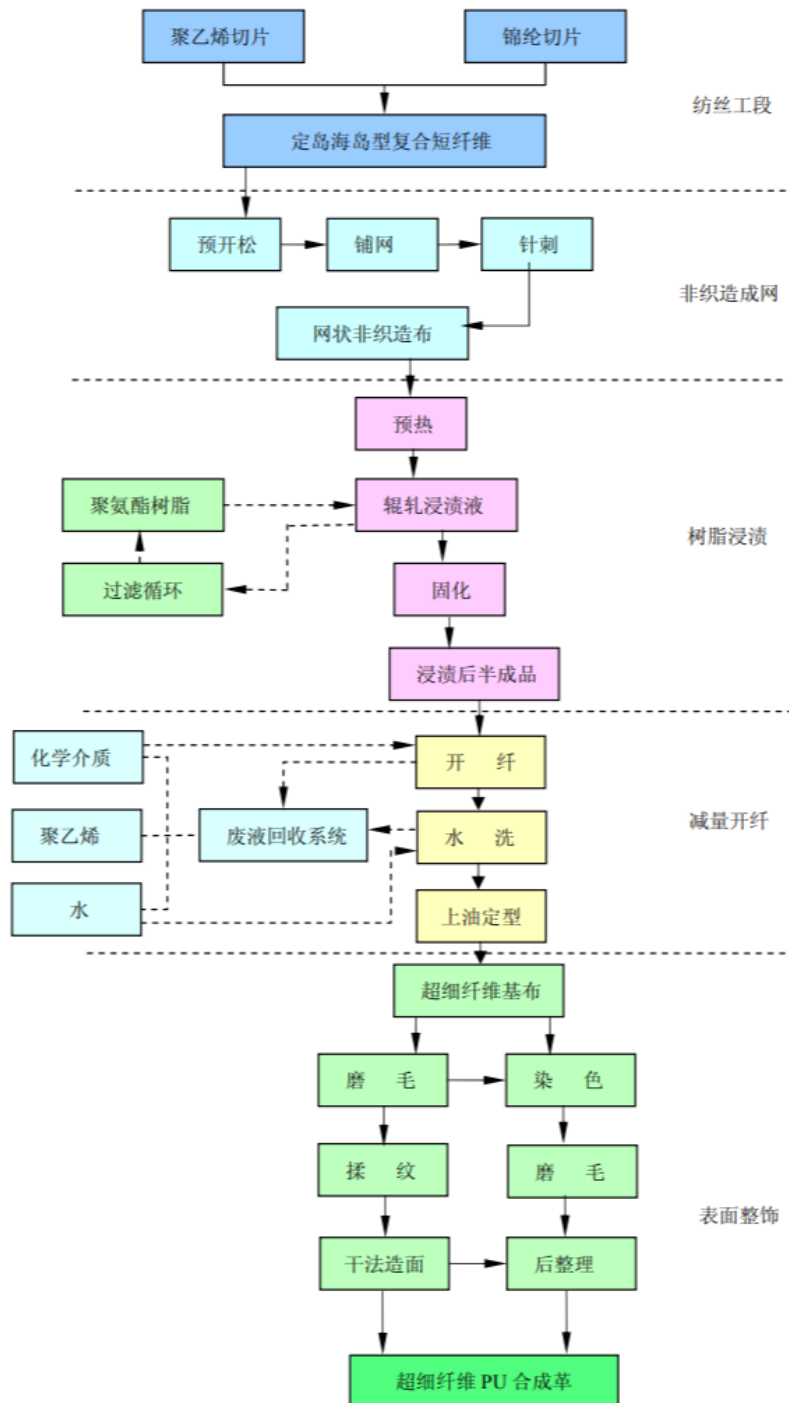
资料来源：wind，中信建投

表 1：超纤合成革产品梳理

产品种类	产品
超纤贴面革	采用离型纸移膜法（干法），在超细纤维基布表面涂覆聚氨酯树脂使其具有酷似真皮的花纹和颜色而制成的超细纤维 PU 合成革。用于鞋、沙发等
超纤合成革	
超纤绒面革	超细纤维基布经磨皮、染整等后处理工序加工而成的仿麂皮类超细纤维 PU 合成革产品。用于鞋、沙发、箱包等。

资料来源：公司投资公告，中信建投

图 8：超纤革生产流程



资料来源: wind, 中信建投

产品性能方面，超纤 vs 前两代合成革：皮革行业发展变革成果，性能明显占优。

PVC 人造革是第一代人工皮革。1921 年首先开发出硝化纤维漆布，标志着 PVC 人造革的起步，1931 年发明了贴合法生产 PVC 人造革，这是人工皮革的第一代产品。PVC 人造革具备防酸耐碱、耐水洗、色泽光亮等



优点，但其透气差，手感较 PU 革差，遇冷手感会发硬，另外，PVC 人造革在生产过程中加入增塑剂、稳定剂及其它的添加剂，产品中增塑剂 DOP 易析出而变硬或发生霉变，限制了 PVC 人造革的使用年限。从环保的角度来说，废弃的 PVC 人造革难于降解，容易对环境造成污染，尤其是 PVC 人造革中的稳定剂中含有铅、镉等重金属元素，欧盟、日本和美国等发达国家禁止使用。PVC 人造革由于价格较低，目前主要用于低档箱包、沙发配皮、装饰品方面。

PU 合成革是第二代人工皮革。继 PVC 人造革之后，1953 年德国拜尔最早申请了 PU 合成革专利，1963 年日本兴学化学公司制造出 PU 合成革，1964 年美国杜邦公司开发出了一种用作鞋帮的 PU 合成革。20 世纪 70 年代合成纤维的无纺布出现针刺成网、粘结成网等工艺，从而使 PU 合成革的外观和内在结构与天然皮革逐步接近，其他物理特性都接近于天然革的指标。PU 合成革主要用于中高档鞋、箱包、服装和家具产品。

超细纤维 PU 合成革是第三代人工皮革。1970 年日本东丽开发了世界最初的“聚酯超细纤维”；1975 年至 1980 年之间，日本可乐丽公司开发了尼龙超细纤维，旭化成公司开发了聚酯超细纤维，三菱公司开发了化纤超细纤维以及聚丙烯超细纤维；1994 年日本帝人公司开始生产尼龙超细纤维，5 家公司开始了超细纤维合成革的生产，作为高档衣料用材料，此后使用领域开始扩大到鞋类、箱包、高尔夫手套、家具和汽车领域。

三代合成皮革的性能对比如下表，总体而言超纤革在各方面性能都有明显进步、环保性能同样最佳。

**表 2：第一代、第二代、第三代合成革性能对比**

	第一代合成革： PVC 人造革	第二代合成革： PU 合成革	第三代合成革： 超纤 PU 合成革
与天然皮革相似的特征	外观相似	外观、表层强度等指标	外观、表层强度、内部结构、舒适性等
基布	针织布、机织布	机织起毛布、无纺布	超纤无纺布
涂层	PVC	PU 树脂	高性能 PU 树脂
物化性能	较差	较好	好，接近真皮，部分指标性能优于真皮
工艺	干法工艺	湿法/干法工艺	超纤工艺
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、球革、家具革、汽车内饰等	高档鞋革、家具革、服装革、汽车内饰、球革、箱包革
环保性能	有机气体挥发造成污染	湿法水和有机气体挥发造成污染	污染很少

资料来源：招股说明书，中信建投

**超纤 VS 真皮：性能高度接近，超纤优势在于价格、环保性能以及资源依赖性弱，对真皮有持续替代趋势。**

超细纤维 PU 合成革主要性能已经接近真皮产品，部分性能指标甚至优于真皮，某些优良性能是天然皮革无法取代的，但价格只有真皮产品的三分之一左右，超细纤维 PU 合成革对真皮产品具有较强的替代性，能够取代资源不足的天然皮革，是未来的发展方向。

另一方面，真皮生产重污染且资源有限，国家陆续出台政策限制。革材料包括真皮、人造革合成革。天然皮革的生产属重污染，由于在加工处理过程使用大量有毒化学试剂和大量的水，化学助剂会污染处理中使用的水。这些化学助剂中含有大量有毒害的物质，甚至重金属，对当地的生态系统产生深远的危害。二十世纪世界皮革加工与销售中心已经从欧洲转移到了亚洲，目前亚洲占全球约 40% 的皮革产量。真皮生产由于污染严重率



先被西方国家加以政策限制。在我国出台政策限制天然皮革生产以前，我国的天然皮革产业经历了一段时间的持续扩张，产量持续上升。而后，我国开始出台政策大幅淘汰天然皮革产能：如 2014 年，我国实施《制革及毛皮加工工业水污染物排放标准》，预计实施后行业 COD、氨氮排放总量分别降至 11800 吨、2380 吨，比 2010 年排放量分别减少 57.2%、67.4%。政策实施后，大量天然皮革企业均面临淘汰压力。

表 3：超纤革与天然皮革的对比

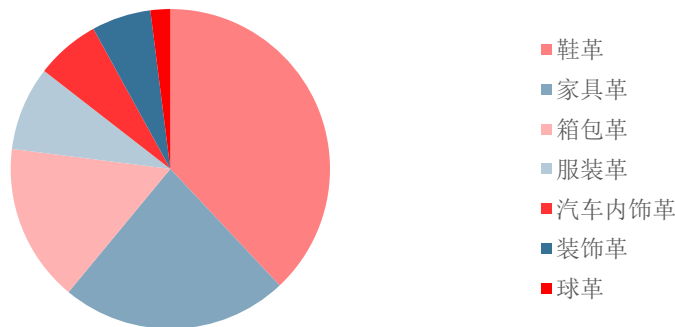
	超纤革	天然皮
质量	抗摩擦、抗系列、强度高、质松、仿真度高	耐磨性差、抗撕裂性能一般、密度大
保型性	一般	易变性、遇水膨胀
耐化学腐蚀性	无霉变	差、易霉变
舒适性	吸湿性差、不舒适	吸湿性好、舒适柔软
出材率	高	低
环保性能	环保可降解	环境污染较重
资源依赖	工业品，无资源依赖	受天然资源和动物保护限制

资料来源：招股说明书，中信建投

## 渗透率持续提升，市场保持高速增长

人造皮革，包括一代 PVC 革、二代 PU 革、三代超纤革，总体而言应用在家居和鞋帽领域居多，其中鞋革、家具革、箱包革、服装革分别占到 38%、23%、16%、9%。另有少部分用于汽车内饰革等。

图 9：人造革（一代、二代、三代）市场需求分布

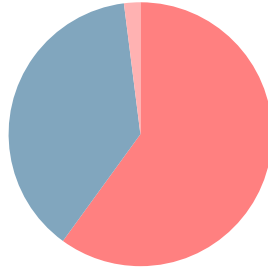


资料来源：wind，中信建投

超纤而言，按作用分类，超纤约 60%用于贴面革，38%用于绒面革。而按照终端需求分类，主要用于制鞋、沙发家具、公用设施、箱包、服装、汽车内饰等领域，其中制鞋是第一应用领域，约占超纤革消费的 45%，其次是家具约 22%，箱包约占 8%，服装约占 6%，汽车约占 5%。其中，汽车、医疗、服装等领域对超纤革的品质要求较高，其需求产品多为超纤革中的中高端产品。虽然超纤革的应用领域总体和 PVC 革、PU 革近似，但因性能佳、价格也更高，主要应用于相对高端的产品品牌。

图 10：超纤下游需求分布

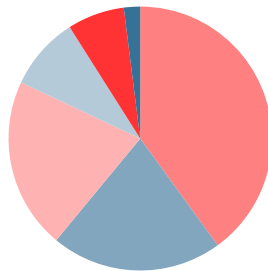
■ 贴面需求（鞋、沙发等）   
 ■ 绒面革（箱包、鞋等）   
 ■ 其他



资料来源：中国皮革，中信建投

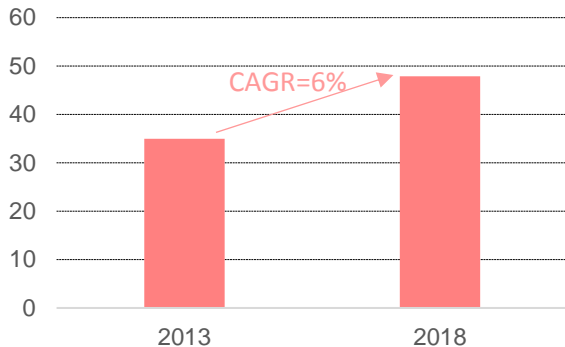
图 11：超纤终端需求分布

■ 制鞋   
 ■ 服装   
 ■ 家具   
 ■ 箱包   
 ■ 汽车内饰   
 ■ 球革

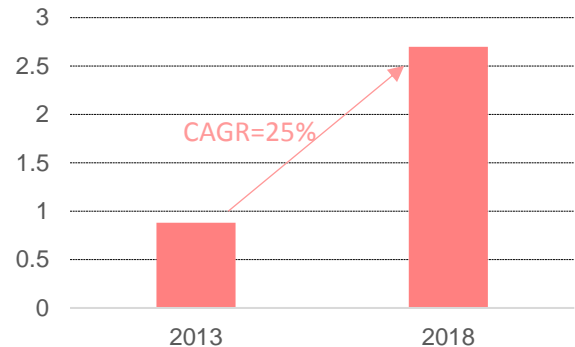


资料来源：中国皮革，中信建投

根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会统计，2013-2018 年，全国人造革合成革需求总量从约 35 亿米增加至 47.89 亿米，复合增长率约 6.4%，而超纤革市场需求量从 0.88 亿米增加至约 2.7 亿米，超纤革占人造革合成革总需求量的比例从 2.8% 增加至 5% 左右，年复合增长率达到约 25%。增速极快，体现了产品渗透率的快速提升。

**图 12：全国三类人造革合计市场规模（单位：亿元）**


资料来源：wind，中信建投

**图 13：公司超纤革合计市场规模（单位：亿元）**


资料来源：wind，中信建投

总体而言，超纤革渗透率提升趋势或仍将维持，原因包括：

**(1) 产品而言，超纤革是“消费升级”之选，当前渗透率仍低：**如上文，相对于 PVC 人造革和 PU 人造革，超纤革的产品特点可以概括为“更贵”、但“更好”，伴随消费端人们生活水准提高，超纤革自然成为消费升级之选，这也是多年来超纤革渗透率提升的主要逻辑。目前，超纤革在全部人造皮革中占比仍仅为 5%左右，尚有充分提升空间。

**(2) 环保方面，超纤革优异的环保性能或将获得更多产业政策倾斜：**如上文，超纤革拥有远胜人造革和天然皮革的环保性能，近年来我国环保整体趋严，对天然革和各类人造革各类限制类的产业政策也陆续出台，但超纤革则未受相关任何政策限制。

## 公司牢牢占据行业龙头，成长之路清晰

### 竞争优势突出，维持高市占率

产能扩张匹配市场需求高速增长，公司成长史即为中国超纤行业缩影。公司 2010 年上市初期仅拥有 900 万平米产能，上市后，公司共进行了四次大规模投产计划：

(1) 2011 年上市之后第一次扩能，合计 360 万平米基布、900 万平米超纤革。(2) 2013 年第二次扩能，分两期投放 1440 万平米产能。(3) 2017 年第三次扩能，相继投产共 7500 万平米产能，其中基布 3600 万平米、贴面革和绒面革 3900 万平米。(规划时有时按平米、有时按米计算，大致换算关系为 1 米超纤=1.37 平米超纤)；(4) 2018 年 12 月，公司发布非公开发行预案，发行股票不超过 1.65 亿股，募资金额不超过 13.8 亿元，建设第四期项目 5000 万平米超纤革。其中基布 2400 万平米、超纤革 2600 万平米。

截至三期项目投产，公司合计产能折合超纤约 1.01 亿米（或 1.38 亿平方米）；四期项目投产后，公司将合计拥有约 1.51 亿米（或者 2.07 亿平方米）产能。在行业内高度领先，行业内其他企业中最多也只达到华峰超纤产能的 1/4 左右。

**表 4：公司当前超纤业务产能梳理**

产品	产能（万平方米）
基布	7800
超纤革	2700
绒面革	2500
贴面革	1200
彩色超纤	1000

资料来源：公司投资公告，中信建投

四期项目在 20-22 年逐步放量，逐年大幅提升公司体量。募投资金到位后，公司第四期项目进入施工阶段，2021 年 3 月 1 日，公司所披露的投资者关系活动记录表中，公司披露“5000 万米募投资项目分两阶段：其中一部分春节后就可以投入使用；全部建成预计要在 2021 年底”。即投产产能预计在 21 年、22 年陆续投产，使得 21 年开始公司业绩不但从业绩中恢复，还将因产能释放而取得可观增量。

## 进军汽车等高端市场新蓝海，打开利润率向上空间

以汽车内饰为代表的市场，仍是绒面超纤革最具前景的蓝海市场。应用于服装、家居等的普通超纤品种，因为要直接面对 PVC 人造革、PU 合成革等产品和同行竞争对手的性价比竞争，利润率空间有限，特别是对于国内超纤企业而言，往往集中在中低端超纤产品竞争，高端产品占比很小，综合毛利率往往存在明显的天花板。对于行业企业而言如想打开利润率空间，进军高端超纤革市场是必然的选择。

**汽车内饰领域，超纤革在产品性能上已能充分替代真皮。**车用超纤革作为超纤革的高端应用，可应用于方向盘、座椅（目前主要应用于 A 面，B 面、C 面主要采用 PVC 革）、顶棚、仪表盘、门板等汽车内饰，主要为高端绒面革。相对汽车的售价来看，超纤革占汽车购置成本比重低，超纤革的品牌商往往能够借此通过粘性服务实现高售价。应用于汽车内饰的超纤革价格可达鞋类应用的 3 倍以上（100-200 元/米以上），这使得目前应用于汽车内饰的超纤革产品毛利率极高，即使厂家采取低价策略，也可凭此业务获得丰厚回报。

一般而言，高端汽车使用天然真皮做汽车内饰，低档车则使用 PVC 合成革。2008 年开始，超纤革开始表现出对真皮内饰的替代作用，相比较而言：

- （1）舒适度：由于超纤革性能与天然皮革高度相近，舒适度差别不大。天然皮革并不存在不可替代性；
- （3）气味：超纤革内饰几乎全然无味，对乘用者来体验较好。

表 5：汽车用超纤革和天然皮革标准

	天然皮革标准	超纤革标准
克重 (g/m <sup>2</sup> )	700-900	650
缝合强度/N	60	170
伸张率/%	35-60	45/56
撕裂强度/ (N/cm)	25	75/88
扯裂强度 (N/cm)	130/180	1210/1010
耐汗渍/级别	4-5	5
耐日晒黄变/级别	4	4-5
甲醛含量/(mg/kg)	<10	<3
铬含量	3-4.5	0
油含量/%	6-14	2
燃烧性/(cm/min)	10	0
气味	天然皮革气味	无明显气味

资料来源: CNKI, 中信建投

图 14：目前超纤革在汽车内饰中的主要应用领域



资料来源: 北京秀丽, 中信建投

汽车内饰用超纤革具有非常可观的利润空间，主要由于（1）超纤革在汽车领域的潜在替代对象为高端车型中应用的真皮革，而高端车型的品牌定位及售价也决定其对皮革材料价格敏感度低；（2）高端超纤革有一定技术和品牌壁垒，日企在这一领域市占率高，产品定价水平高。例如当前汽车真皮内饰价格在 400 元/米左右，一套真皮座椅价格动辄数千。而相对比来看，普通超纤革成本仅约 15-25 元/米，即使是高端超纤革制品成本也能



实现在相对真皮革有明显优势的同时、也保有相当高的利润率空间。

公司近年来持续布局品牌产品，突入高端市场，逐步实现高附加值超纤革的“国产替代”。公司超纤产品主要以常规产品为主，但近年来已在品牌产品中颇有突破。截至目前，公司已拥有至少三大品牌产品，包括 Antelope®（绒面革，适用于家居、箱包、高级时装鞋、电子奢侈品包装、高级服装、汽车内饰等应用领域）、MFL™-nature（适用于汽车座椅、手扶箱、换挡器、车门、方向盘、窗框、仪表台等汽车零部件）及 TOCCARE®（适用于汽车零配件及电子产品安装）。

近年来公司致力于提高相关产品市场竞争力和市场占有率、不断挖掘市场潜力，加大与有实力的下游客户的支持力度，与优质客户开展深度战略合作。2019 年，Antelope 在服装领域，取得了零的突破。Antelope 正式作为主面料在 MO&CO.2020 年春季女装上应用，并且在成衣上使用 antelope/ANTELOPE 吊牌。同为 2019 年，与 TESCA GROUP S.A.S 合资成立了泰斯卡华峰（上海）汽车科技有限责任公司，运用合作双方在技术、管理、运营和营销等方面的联合优势，开展业务，进一步拓宽、拓深公司未来业务布局。2021 年，公司在投资者互动平台表示：“公司现已与国内大部门国产自主品牌车企有合作，正在逐步开展与合资品牌车企的合作。”

图 15：公司超纤革用于汽车座椅、换挡器、车门、方向盘、仪表台



资料来源：wind，中信建投

图 16：公司超纤革用于汽车座椅

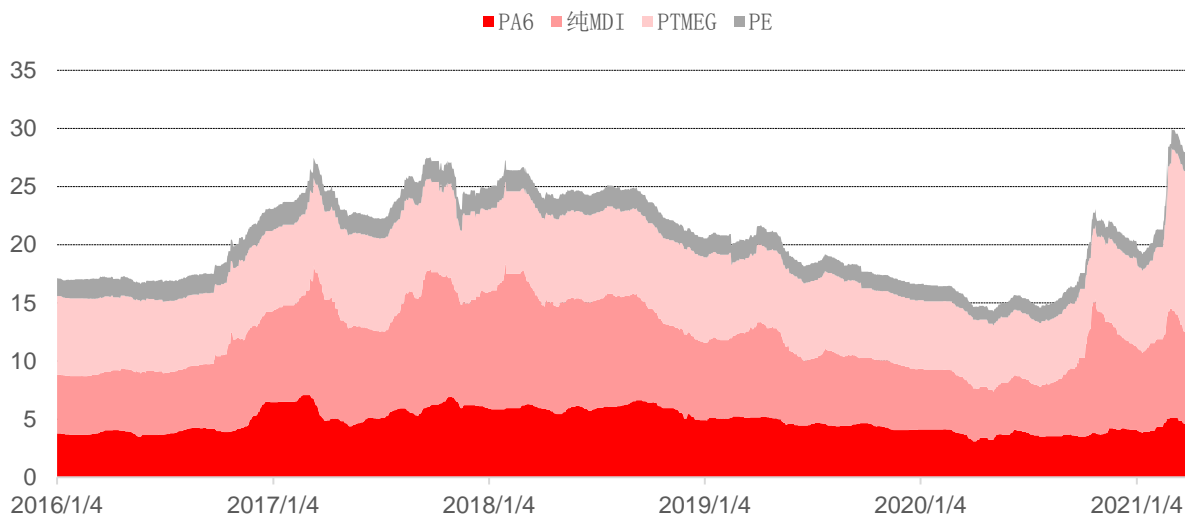


资料来源：wind，中信建投（2020 年取业绩预告区间中值）

## 21 年来接连提价，业绩有望集中释放

公司原料成本主要来自 MDI 和 PTMEG，去年末以来上涨明显。一米超纤平均消耗约 0.34kg 的 PA6、0.33kg 的 MDI、0.19kg 的 PE 以及 0.3kg 的 PTMEG。以下我们通过跟踪上述原材料产品的历史价格回溯其成本构成。如下图，纯 MDI、PTMEG 通常构成超纤原料成本的主要部分，PA6 次之，PE 影响较小。且 PTMEG 和纯 MDI 因同处聚氨酯产业链，价格往往也同涨同跌。总体而言，超纤原料成本与聚氨酯行业景气度密切相关，总体在 15-25 元/米（含税）之间震荡。而 2020 年下半年以来，聚氨酯产业链景气反转，相关产品价格大幅提升，公司原料成本也因此有明显提升。

图 17：一米超纤的成本构成（元）



资料来源：wind，中信建投

连续三次调价，充分应对原料价格上涨。20Q4 开始原料成本上涨开始压缩公司利润率。而公司作为行业龙头，有相对较强的价格领导力，21 年 3 月，公司在投资者互动平台上表示，“春节后，受上游原辅材料价格持续上涨的影响导致产品的成本不断增加，经公司慎重研究，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”。

公司业绩对价格敏感性高，调价后公司业绩有望集中释放。按照公司募投产能的产能投放进度，假设公司 2021 年超纤销量为 1.2 亿平（折超纤），可据此计算产品及各原料涨价对公司的业绩影响。如下表，假设中性条件下公司 2021 年归母净利润为 5.93 亿元（见下文盈利预测部分），则公司超纤每向上调价 1 元/米，公司年化业绩提升约 9027 万元，对应 2021 年预测归母净利润提升约 16%。按照互动平台表述，以公司产品均价提升 3-5 元计算，公司年化业绩相应提升 2.71-4.51 亿元。

表 6：不同产品价格条件下（假设原料价格不变）公司的 2021 年预测业绩（假设原料价格不变，亿元）

超纤价差提升（元/米）	-5	-1	不变	+1	+5
公司预测业绩	1.42	5.03	5.93	6.83	10.44

数据来源：Wind，中信建投

表 7：不同原料价格条件下（假设产品价格不变）公司的 2021 年预测业绩（假设原料价格不变，亿元）

相应原料价格提升（元/吨）	-3000	-1000	不变	+1000	+3000
PA6	6.85	6.24	5.93	5.62	5.01
纯 MDI	6.82	6.23	5.93	5.63	5.04
PTMEG	6.74	6.20	5.93	5.66	5.12
PE	6.44	6.10	5.93	5.76	5.42

数据来源：Wind，中信建投



## 威富通：业绩触底反弹，积极参与央行数字人民币试点

2016 年，公司发布收购公告，随后以现金及股权合计作价 20.5 亿元完成对威富通 100% 的股权，完成公司向 IT 服务领域的外延。威富通成立于 2006 年 9 月，定位于移动支付领域的软件技术服务商及增值业务提供商，向银行、第三方支付公司、商户等移动支付行业的主要参与方提供技术加营销的一站式行业解决方案。

威富通是微信支付首批签约受理机构、支付宝首批签约 ISV（独立软件开发商）合作伙伴、京东钱包签约支付合作伙伴、QQ 钱包首批签约受理机构等第三方支付公司签约合作伙伴，其合作的第三方支付公司已经覆盖目前国内主流移动支付软件客户端。威富通利用自身商户拓展团队和合作的渠道团队向银行、第三方支付公司导入商户资源，并且负责相关拓展商户的移动支付接入技术服务、交易系统的开发维护和后续营销增值服务。

威富通当前的主营业务包括：

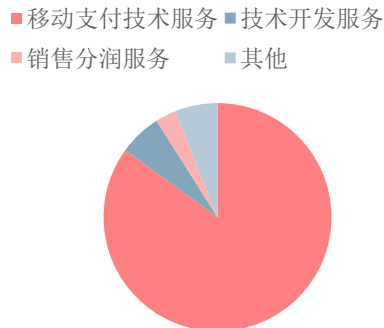
**1) 移动支付技术服务：**，主要为第三方移动支付平台、银行、终端商户等提供技术支持、账单结算等服务，并按照终端商户实际发生的交易资金及签约费用率收取相应的服务费用。根据移动支付交易闭环中的数据流和资金流的不同，威富通的业务模式主要分为银行模式和服务商模式，两者核心的区别在于，银行模式在整个移动支付交易闭环中引入了银行，利用银行的商户资源增加移动支付交易流水，并且由银行负责具体商户的资金清算，而服务商模式则由具有第三方支付牌照的支付公司进行资金清算。拆分来看，银行模式为公司最核心的业务，占公司营收比重为 71%，而服务商模式占比为 14%。

**2) 技术开发服务：**公司根据客户需求而开发软件系统并收取技术开发服务费用的业务。移动支付行业的技术开发服务能力为威富通的核心竞争力，是威富通保持行业前列的最重要的保障。2018 年保持较快的增长速度，收入同比高达 357.11%，占公司营收比重为 6%左右。

**3) 销售分润业务：**公司为部分客户开发并运营特定系统而根据该系统的流水或者交易次数而收取费用的业务，占 18 年公司营收比重仅为 3%，比例相对较低。在传统板块领域，主要合作的客户为沃尔玛；在新业务板块，作为行业类第一起“彩票+移动支付+软件服务”的业务模式，引起了行业内广泛的关注，目前威富通已经与多省达成了合作意向。

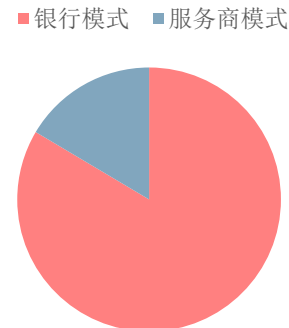
**4) 其他业务：**包括广告平台业务和流量充值业务等。广告平台业务主要包括威富通利用其移动支付结算平台和微信公众号开展广告业务，并获取对应收入；而流量业务包括手机流量充值服务和充值平台技术服务，前者作为货源供应商在腾讯平台为用户提供手机流量充值，后者为手机流量充值供应商提供充值平台技术服务，均按照消费者实际发生的充值量与签约结算价确认收入。其他业务合计占 18 年营收比重为 6%，相对较低。

图 18: 2018 威富通营业收入构成



资料来源: 公司公告, 中信建投

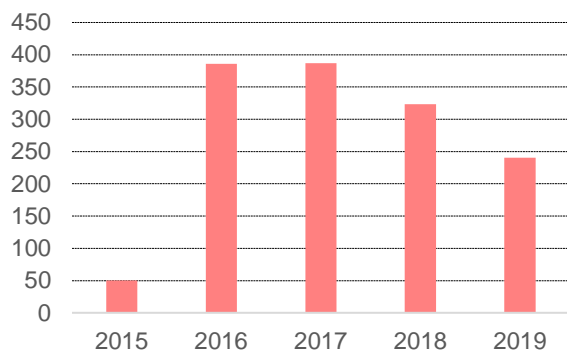
图 19: 2018 威富通移动支付技术服务收入构成



资料来源: 公司公告, 中信建投

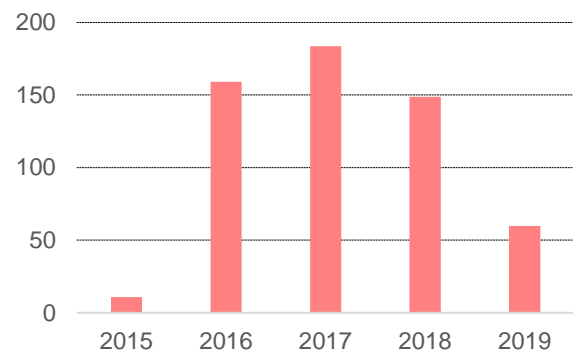
“断直连”和疫情冲击下 20 年威富通业绩触底，一次性计提减值后 21 年再出发。2018 年 6 月，央行发布“断直连”政策，规定第三方支付机构不得将用户交易买卖时产生的“备付金”存入自己的账户，而是要储存在网联、银联的平台上。“断直连政策”对移动支付生态环境影响重大，威富通因此不可避免受到较大负面影响；2020 年，又逢疫情冲击，公司业绩又有所下滑。公司因此在四季度一次性计提 6-7 亿元商誉减值准备。21 年及之后，威富通的商誉减值风险已大大减轻。且 21 年业绩有望触底反弹，重新为华峰超纤贡献可观业绩。

图 20: 威富通营业收入情况（单位：百万元）



资料来源: 公司公告, 中信建投

图 21: 威富通净利润情况（单位：百万元）



资料来源: 公司公告, 中信建投

积极参与央行数字人民币试点，有望成为新业绩增长点。2020 年 8 月 14 日，商务部印发《全面深化服务贸易创新发展试点总体方案》，自此央行数字货币首次公开，并此后一直在快速推进之中，深圳等地已开始数字人民币试点。为配合数字人民币试点已经接下来的大面积推广，全国各商业银行的 IT 系统都需要相应做出系统改造。而威富通目前是大部分银行移动支付后台软件和系统的供应商，根据华峰超纤在投资者互动平台所说“针对数字货币业务，威富通正在积极参与某些银行的 DCEP 测试和相关推广工作”。后续伴随数字人民币的逐步推广，威富通有望承接越来越多的商业银行系统改造需求，订单规模有望因此有可观提升。

## 盈利预测和估值

## 盈利预测和敏感性分析

2020 年公司子公司威富通因疫情受到业绩影响，因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，公司一次性预计计提 6-7 亿的商誉减值准备，使得公司 2020 年预测净利润为负，但公司主营业务部分经营稳健，且我们预期逐步提升趋势，预计公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为-3.44、5.93、7.39 亿元，其中 2021、2022 年对应 PE 分别为 16.9、13.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 8：预测和比率**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,065	3,240	3,275	4,307	5,263
增长率（%）	22.3	5.7	1.1	31.5	22.2
归母净利润（百万元）	295	158	-344	593	739
增长率（%）	18.5	-46.4	-317.0	-272.6	24.6
ROE（%）	5.9	3.0	-7.1	11.1	12.3
EPS（元）	0.26	0.09	-0.20	0.34	0.42
P/E	21.8	61.1	-29.1	16.9	13.5
P/B	1.3	1.8	2.1	1.9	1.6

数据来源：Wind，中信建投

## 财务报表摘要

**表 9：公司利润表及预测（百万元）**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3065	3240	3275	4307	5263
营业成本	2250	2388	2413	2805	3433
营业税金及附加	15	14	16	20	25
销售费用	62	60	61	80	98
管理费用	202	261	264	347	424
研发费用	140	164	166	218	267
财务费用	40	75	85	108	129
资产减值损失	104	76	715	65	52
公允价值变动收益	83	-79	0	0	1
其他收益	30	35	22	27	29
投资净收益	6	13	4	5	7
营业利润	371	173	-416	698	876
营业外收入	1	19	12	8	10
营业外支出	1	10	3	4	5
利润总额	371	182	-407	703	882
所得税	69	24	-59	103	134
净利润	302	158	-348	600	748
少数股东损益	6	-0	-4	7	8
归属母公司的净利润	295	158	-344	593	739

EBITDA	691	583	-59	1144	1414
EPS(摊薄)	0.26	0.09	-0.20	0.34	0.42

资料来源：中信建投

**表 10：公司资产负债表及预测（百万元）**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2045	2165	1573	2607	2423
现金	317	257	304	400	489
应收票据及应收账款合计	633	666	397	588	611
其他应收款	69	79	71	126	115
预付款项	67	91	69	142	115
存货	487	443	496	595	740
其它流动资产	472	630	236	756	353
非流动资产	5494	6225	6257	7176	7938
长期投资	9	174	337	500	663
固定资产	3100	3066	3715	4439	5016
无形资产	320	401	406	414	427
其他非流动资产	2065	2584	1800	1823	1832
资产总计	7540	8390	7830	9783	10362
流动负债	1561	2787	2262	3024	3282
短期借款	598	858	1296	1450	1829
应付票据及应付账款合计	395	808	390	793	609
其他流动负债	568	1122	576	782	843
非流动负债	842	352	327	336	331
长期借款	224	90	65	74	69
其他非流动负债	618	262	262	262	262
负债合计	2404	3139	2589	3360	3613
少数股东权益	6	3	-1	6	14
股本	1136	1704	1761	1761	1761
资本公积	2820	2252	2252	2252	2252
留存收益	1174	1292	998	1504	2128
归属母公司股东权益	5129	5248	5242	6418	6735
负债和股东权益	7540	8390	7830	9783	10362

资料来源：中信建投

**表 11：公司现金流量表及预测（百万元）**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	109	758	516	1372	1092
净利润	302	158	-348	600	748
折旧摊销	275	348	286	363	439
财务费用	40	75	85	108	129
投资损失	-6	-13	-4	-5	-7
经营性应收项目的减少	-546	-1013	291	-263	3

经营性应付项目的增加	24	970	-457	602	-127
其他经营现金流	44	1202	205	569	-220
<b>投资活动现金流</b>	<b>-648</b>	<b>-1004</b>	<b>-314</b>	<b>-1278</b>	<b>-1193</b>
资本支出	684	946	307	910	978
长期投资	36	-76	-163	-163	-163
其他投资现金流	72	-134	-170	-531	-378
<b>筹资活动现金流</b>	<b>622</b>	<b>176</b>	<b>-593</b>	<b>-153</b>	<b>-190</b>
短期借款	-5	260	0	0	0
长期借款	-44	-135	-25	8	-5
普通股增加	505	568	57	0	0
资本公积增加	-505	-568	0	0	0
其他筹资现金流	670	51	-626	-161	-185
<b>现金净增加额</b>	<b>88</b>	<b>-69</b>	<b>-391</b>	<b>-58</b>	<b>-291</b>

资料来源：中信建投

## 风险提示

原料涨价影响公司产品利润率；汽车领域业务扩展不及预期

## 分析师介绍

**郑勇：**石化&化工行业首席。北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，5 年基础化工研究经验。

2018-2019 年万得金牌分析师第一名、2017-2019 中国证券分析师金翼奖第一名团队成员；2017 年新财富入围。

**研究助理 邓天泽：**人民大学金融学硕士，2019 年 7 月加入中信建投化工组。



## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B  
 座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号  
 南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务  
 中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk