

盈利能力逐步恢复，产能释放推动皮革龙头成长

公司简报

◆16年营收同增9%，归母净利增375%，业绩恢复性增长

2016年公司实现营收25.66亿元，同增8.81%，扣非净利润5827.70万元，同增1004.56%，归母净利润6311.92万元，同增374.58%，EPS0.24元，拟10派1.5元(含税)。扣非净利增速高于收入主要受益于毛利率升、管理费用率降及汇兑损失减少3326万，扣非归母净利增速高于归母净利主要为计入当期损益的政府补助同减65.06%。

16Q1-Q4单季收入分别同增28.76%、-2.57%、-2.96%、21.60%，归母净利同增-75.73%、-19.84%、266.39%、135.52%。Q3后毛利率显著提升，同时有效控制管理费用，汇兑损失减少降低财务费用，导致净利同比大幅增长。

2012-15年公司收入同增20.46%、15.35%、25.47%、5.56%，归母净利同增18.24%、22.04%、-32.41%、-88.91%。14年受美国出口牛皮价格同比上涨约10%影响导致毛利率下降，归母净利降32%；15Q2美国牛皮价格快速下降，带动成品皮售价下行影响收入增速，而前期高价原材料结转提高成本，导致15年盈利能力显著下滑，毛利率和净利率分别为8.27%、0.56%，处于历史低位，净利出现大幅下降；16年公司实现牛头层皮革销售1.48亿平方英尺，同增25.51%，产销率101.93%（15年为97.12%），销量提升推动收入增长，毛利率提升促净利恢复性增长。

16年期间费用率下降2.26PCT，其中销售、管理、财务费用率分别同增0.04PCT至0.40%、同降0.38PCT至4.85%、同降1.93PCT至0.72%。库存较期初降35.16%，2015年6月底库存达11.41亿元，经过一年多时间高价原料已基本消化。

◆16年高价库存消化促毛利率回升，盈利能力逐步恢复

2012-16年公司毛利率为14.43%、17.13%、12.09%、8.27%、9.19%，14毛利率开始下行，15年达到低点，16年有所回升。16年分季度来看，16Q1-Q4毛利率分别为6.78%(-1.99PCT)、9.50%(+0.34PCT)、10.07%(+1.70PCT)、9.46%(+2.32PCT)。

牛原皮及牛蓝湿皮是公司主要原材料，占生产成本70%左右。公司采购的原料皮中60%依赖于进口，其中70%的进口牛皮来源于美国，因此美国出口牛皮价格会显著影响公司产品价格和毛利率。由于牛皮从美国进口到最终生产通常需要半年左右，美国牛皮价格对毛利率的影响具有滞后效应。此外，行业需求增速及竞争格局也对产品价格和毛利率产生影响。

受美国西部干旱及西海岸港口劳资谈判等影响，13年下半年起美国屠宰牛数量下滑，牛皮出口价格由90美分/磅升至110美分/磅。14年美国牛皮价格维持高位波动，由于下游皮鞋行业增速下滑、竞争激烈，公司产品提价难度较大，毛利率同比下滑5.04PCT。15Q2俄罗斯需求下降等因素导致美国原料皮价格由110美分/磅降至70美分/磅，公司产品价格下降，但由于原料采购的滞后效应成本较高，导致15年毛利率同比下降3.82PCT。

增持(维持)

当前价：15.90元

分析师

李婕(执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebsecn.com

联系人

汲肖飞

021-22169314

jixiaofei@ebsecn.com

市场数据

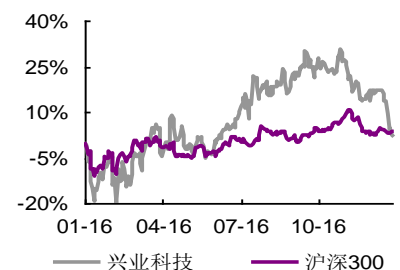
总股本(亿股)：3.03

总市值(亿元)：50.27

一年最低/最高(元)：13.61/20.23

近3月换手率：32.18%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.56	-14.08	5.94
绝对	-8.83	-9.87	15.55

相关研报

业绩有望恢复性增长，长期受益行业供给侧收缩

.....2016-07-30

2016 年美国的经济回稳，牛肉消费量增加，带动屠宰牛数量回升，牛皮供应量增加。牛皮的加工主要集中在国内，16 年中国国内终端消费低迷，皮革行业收入增速处于低位，对牛皮的需求较为稳定。因此 2016 年美国牛皮出口价格稳定在 70-80 美分/磅，平均来看 16 年美国牛皮出口价格同降 13.04%，带动公司牛头层皮革平均售价同降约 13%。由于公司 15 年采购的高价原材料库存于 16 年基本逐步消化，且加强精细化管理、优化生产工艺、提高产品附加值，皮料单位成本同比降 16.58%，高于价格降幅，推动毛利率提升。16Q2 后毛利率同比增幅持续提高，主要因为高价牛皮原料减少及产品价格有所提升效应增强。

预计未来牛皮供需结构大幅波动概率不高，美国牛皮价格将趋于稳定。此外公司高价原料于 16 年逐步消化完毕，17 年生产成本将不受此影响，17 年成本同比降低，且未来产品附加值提高、竞争格局优化有助于产品价格提升，毛利率有望逐步恢复至 10% 以上。

◆行业供给侧持续收缩，在建项目产能将逐步释放

近年来下游皮鞋消费持续疲软，品牌商纷纷关店调整，皮革行业也面临较大压力。2016 年我国皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业收入和利润总额分别同增 3.50%、-2.70%，增速为 2000 年后最低水平。低迷经济环境下行业供给侧将持续收缩，市场份额向龙头集中。1) 由于制革厂在原皮采购方面是统货采购，销售则是分等级销售，在下游需求不振的环境下小企业库存消化能力差，面临较大的资金压力。2) 鞋类终端消费逐渐升级，品牌商对中高端皮鞋的需求将加大，鞋厂也会加强与制革厂合作共同开发皮料，具有研发、技术、时尚等方面优势的龙头更有发展空间。3) 政府不断收紧对皮革工厂环保监管，环保设备投入门槛较高，导致小企业将逐步被淘汰。

公司在牛头层鞋面革市场占有率连续多年位居国内第一，在资金实力、产品研发、环保投入等方面一直处于业内领先地位，将显著受益于中小企业退出后市场份额的提升。2013-16 年公司牛头层皮革产销率均接近或超过 100%，产品销售顺畅，2016 年现有产能接近 1.45 亿平方英尺。目前公司在建项目包括年 150 万张高档皮革后整饰新技术加工项目、年加工 150 万蓝湿皮扩建项目、工业智能化技改项目及瑞森皮革年加工 30 万张牛蓝湿皮项目，其中前两个项目目前处于建设期及试生产期，计划于 17 年 6 月底完全投产；后两个项目在定增完成（16 年 8 月）后开始投资，计划于 18 年 9 月底投产，预计新增项目完全投产后产能最大可增加 1.50 亿平方英尺左右。公司采用以销定产模式，未来将根据下游需求控制产能释放节奏，提升市场份额。

◆长期受益于行业供给侧改革，业绩将继续恢复性增长

公司预告 2017Q1 实现归母净利润 695.05~1158.41 万元，同比增 800.00%~1400.00%，主要原因为成本下降、财务费用减少。

我们认为：1) 公司专注于牛头层鞋面革的开发、生产和销售，客户主要包括百丽、奥康、红蜻蜓等国内知名品牌，多年来稳居行业第一，牛头层皮革产销率在 100% 左右。随着行业供给侧改革持续，行业龙头将受益于集中度提升。随着多个募投项目建设完成投产，公司产能将逐步释放贡献业绩增长。2) 随着美国牛皮出口价格降至历史平均水平，公司产品价格趋于稳定，毛利率也恢复性增长，此外公司扩大开发生产高档次、高附加值的鞋面革，预计未来盈利能力逐步回升。3) 外延方面，2016 年福建省晋融智能装备融资租赁有限公司实现营收 54.90 万元，亏损 22.32 万元；东江环保科技有限公司尚未开展业务，亏损 80.19 万元。未来随着融资租赁和废物处理 PPP 等项目运作成熟，新业务有望开始贡献盈利。4) 2016.8.17 公司完成非公开发行股票，共发行 6151 万股，募集资金 7.16 亿元，发行价格 11.64 元/股。大股东之子吴国仕及大股东之女、董秘吴美莉分别认购 4902、377 万股，锁定期三年。定增完成后实控人家族持股比例提升至 56%，彰显对公司未来发展信心。

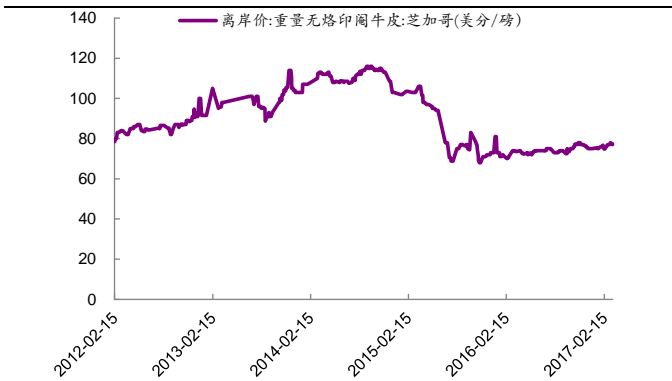
我们长期看好制革行业供给侧改革带来的龙头市占率提升，以及高价库存消化完毕、产品附加值提高后盈利能力的提升，未来业绩仍将大幅恢复性增长，预测 17-19 年 EPS0.31/0.43/0.54 元，对应 17 年 PE54 倍，目前市值 51.81 亿元，维持“增持”评级。

◆风险提示：原料价格大幅波动风险，终端需求持续低迷，人民币汇率持续贬值等。

业绩预测和估值指标

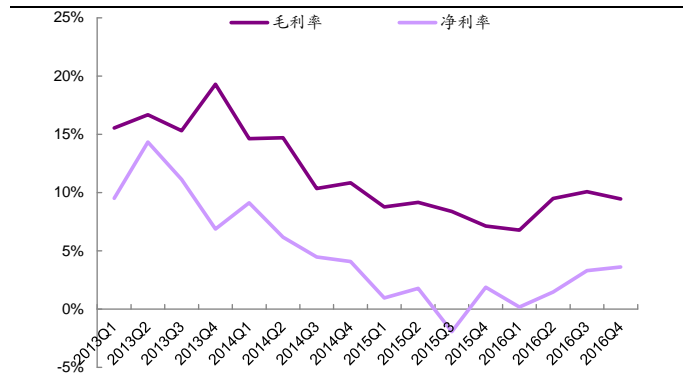
指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,358	2,566	2,838	3,156	3,517
营业收入增长率	5.56%	8.81%	10.59%	11.22%	11.45%
净利润 (百万元)	13	63	94	130	165
净利润增长率	-88.91%	374.58%	49.67%	37.10%	27.30%
EPS (元)	0.04	0.21	0.31	0.43	0.54
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.84%	2.68%	3.89%	5.12%	6.21%
P/E	362	76	51	37	29
P/B	3	2	2	2	2

图 1: 2012 年至今美国牛原皮出口价格走势

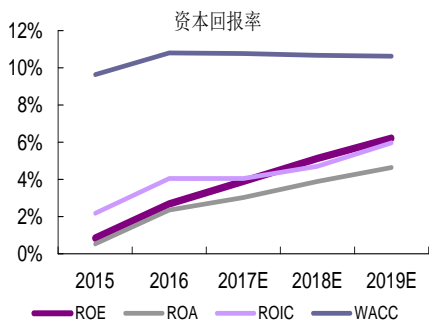
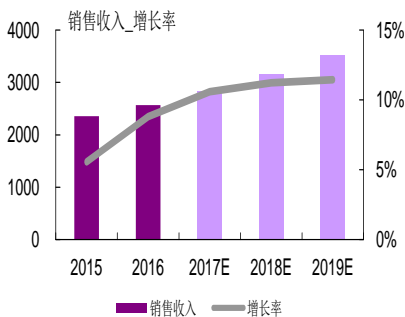
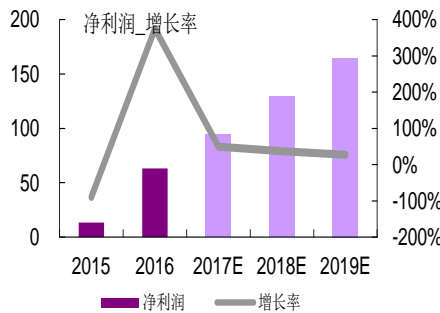
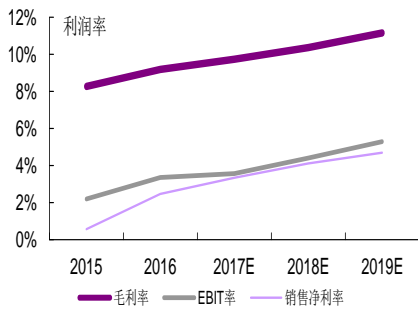


资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 2016 年公司毛利率和净利率有所回升



资料来源: Wind, 光大证券研究所



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,358	2,566	2,838	3,115	3,517
营业成本	2,163	2,330	2,562	2,829	3,125
折旧和摊销	47	53	8	21	27
营业税费	9	17	17	16	14
销售费用	9	10	11	13	1
管理费用	123	124	142	158	176
财务费用	63	19	2	-1	5
公允价值变动损益	0	0	1	1	1
投资收益	3	1	3	3	3
营业利润	-8	68	102	143	185
利润总额	15	74	111	152	194
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	13.30	63.12	94.47	129.51	164.88

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	2,550	2,686	3,118	3,335	3,557
流动资产	1,867	1,967	2,156	2,142	2,392
货币资金	391	954	803	631	703
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	302	246	323	360	401
应收票据	84	55	85	95	106
其他应收款	12	9	2	32	35
存货	964	625	766	847	935
可供出售投资	11	11	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	31	80	80	80	80
固定资产	561	58	744	936	928
无形资产	46	45	42	40	38
总负债	960	335	691	807	903
无息负债	477	335	681	746	821
有息负债	482	0	10	61	82
股东权益	1,590	2,351	2,427	2,528	2,654
股本	242	3	303	303	303
公积金	806	1,454	1,440	1,453	1,469
未分配利润	541	599	684	72	881
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-81	420	35	39	77
净利润	13	63	94	130	165
折旧摊销	47	53	8	21	27
净营运资金增加	22	-278	78	170	189
其他	-163	582	-146	-281	-3
投资活动产生现金流	-12	-74	-229	-247	4
净资本支出	-50	-26	-251	-251	0
长期投资变化	31	80	0	0	0
其他资产变化	7	-129	22	4	4
融资活动现金流	154	306	44	36	-8
股本变化	-1	61	0	0	0
债务净变化	126	-482	10	51	21
无息负债变化	132	-142	347	65	75
净现金流	18	642	-151	-172	72

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	5.56%	8.81%	10.59%	11.22%	11.45%
净利润增长率	-88.91%	374.58%	49.67%	37.10%	27.30%
EBITDA/EBITDA 增长率	-41.24%	41.13%	-21.37%	46.00%	34.04%
EBIT/EBIT 增长率	-61.40%	67.16%	17.02%	37.61%	34.22%
估值指标					
PE	362	76	51	37	29
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	44	31	41	30	23
EV/EBIT	85	50	45	35	26
EV/NOPLAT	95	58	53	41	30
EV/Sales	2	2	2	2	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	8.27%	9.19%	9.73%	10.36%	11.16%
EBITDA 率	4.17%	5.41%	3.85%	5.05%	6.07%
EBIT 率	2.19%	3.36%	3.55%	4.40%	5.30%
税前净利润率	0.63%	2.89%	3.92%	4.83%	5.51%
税后净利润率 (归属母公司)	0.56%	2.46%	3.33%	4.10%	4.69%
ROA	0.52%	2.35%	3.03%	3.88%	4.63%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.84%	2.68%	3.89%	5.12%	6.21%
经营性 ROIC	2.18%	4.06%	4.04%	4.70%	5.96%
偿债能力					
流动比率	1.96	6.00	3.30	2.83	2.85
速动比率	0.95	4.10	2.13	1.71	1.74
归属母公司权益/有息债务	3.30	-	242.67	41.58	32.39
有形资产/有息债务	5.18	-	304.05	53.61	42.52
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.04	0.21	0.31	0.43	0.54
每股红利	0.00	0.00	0.09	0.13	0.16
每股经营现金流	-0.27	1.39	0.11	0.13	0.25
每股自由现金流(FCFF)	0.08	1.24	-0.76	-0.93	0.00
每股净资产	5.25	7.76	8.00	8.34	8.75
每股销售收入	7.78	8.46	9.36	10.41	11.60

资料来源：光大证券、上市公司

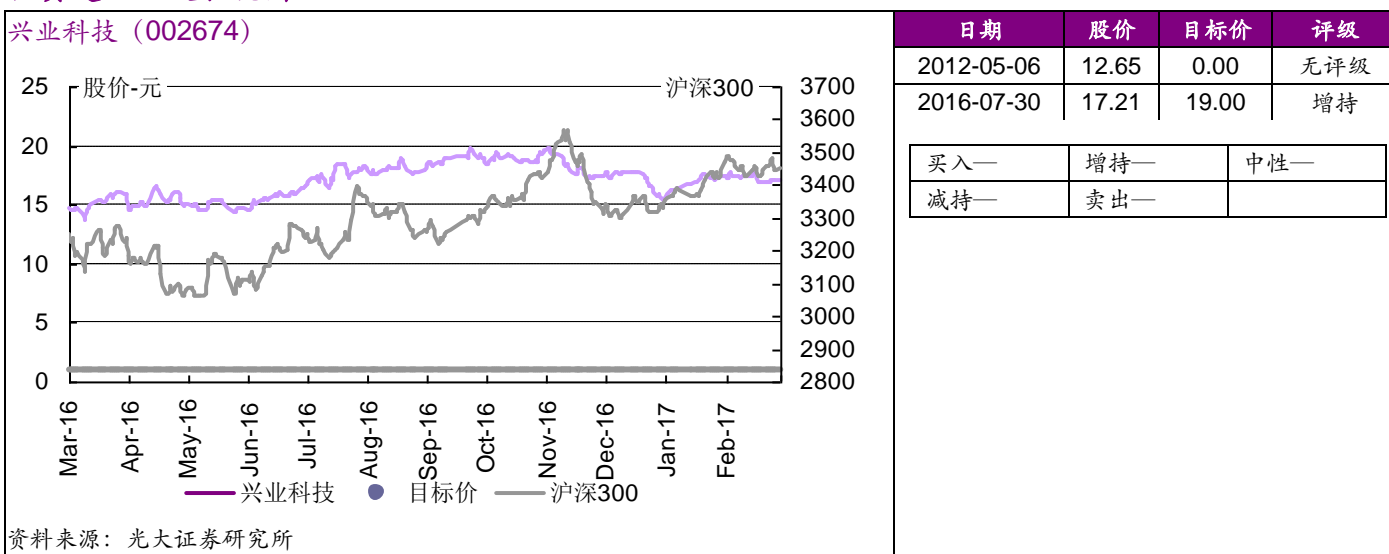
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
		郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
国际业务	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	