

技术领先，国内超细纤维革的领军者

——同大股份（300321）新股定价

2012 年 05 月 15 日

建议申购

同大股份

新股定价

摘要：

- 公司是国内超细纤维革行业的龙头企业之一。公司作为我国第一梯队的超细纤维革的生产企业，打破了日本在海岛型超纤革领域的技术垄断。公司的超细纤维人工革产品始终保持在国内高端市场的前列，不仅部分代替原有进口产品，还实现了对包括日本、韩国等超细纤维产销大国的出口。
- 超细纤维合成革将是人造革合成革行业未来发展的方向。国内超纤皮革产量从 2005 年的 18,00 万平方米增加到 2010 年的 4,862 平方米，复合增长率达 21.99%。并且 2010 年国内超细纤维合成革市场需求量将达 9,200 万平方米左右，市场缺口约 4,338 万平方米，市场需求潜力大，前景广阔。
- 三大优势产品保证公司未来发展。目前公司三大优势产品超细纤维基布、超细纤维绒面革、超细纤维光面革 2011 年销量分别为 249.74 万平方米、245.94 万平方米和 452.17 万平方米。这三类产品还是公司主要的业务收入来源，占公司营业收入的比例分别是 89.27%、89.07%和 86.80%。
- 募投项目带来产能扩张。募投项目建成以后，公司生态型超细纤维高仿真面料的产能将扩大到 900 万平方米，增幅为 50%。其中，透气型鞋用革、超纤维面手套革、耐磨超纤沙发皮革、极细服装革产能分别达到了 300 万平方米、155 万平方米、110 万平方米、45 万平方米。
- 盈利预测和估值。在估值水平上，根据公司盈利状况和毛利率影响，我们预测公司 2012-2014 年的 EPS 值分别为 1.47 元、1.74 元和 2.24 元，参考行业可以的上市公司盈利水平，我们给予公司 2012 年 18-20 倍 PE 比较合理，合理价格区间为 25.32-27.46 元。

财务指标预测

指标	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	430.15	492.79	524.71	685.95
增长率（%）	20.80%	14.56%	6.48%	30.73%
净利润（百万元）	52.86	65.13	77.04	99.27
增长率（%）	24.72%	23.22%	18.27%	28.86%
每股收益(元)	1.59	1.47	1.74	2.24
净资产收益率（%）	22.20%	12.38%	13.65%	16.17%
PE	14.47	15.65	13.22	10.27

杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号：

S1480510120014

010-66557316

yangrm@dxzq.net.cn

上市首日定价区间

25.32-27.46 元

发行上市资料

总股本（万股）	3330
发行量（万股）	1110
发行日期	2012.05.14
发行方式	网下+网上申购
保荐机构	平安证券

发行前财务数据

每股净资产（元）	7.15
净资产收益率（%）	24.98
资产负债率（%）	49.59

主要股东和持股比例

山东同大集团有限公司	58.42%
北京实地创业投资有限公司	16.10%
王乐智	6.93%
范德强	6.93%
于洪亮	6.93%
青岛海可瑞投资咨询有限公司	4.69%

目 录

1.超细纤维革成为人造革市场发展方向	4
1.1 超细纤维是第三代合成革，是未来发展方向	4
1.2 世界合成革保持 8% 以上的需求增长，国内保持 20% 左右的增长	4
1.3 国内超纤革作为高端产品供不应求，需求潜力巨大	6
1.4 政策倾斜推进超细纤维革技术升级和市场推广	8
1.5 生态化和功能化成为人造革行业未来的主流趋势	8
2. 公司技术领先，竞争优势突出	9
2.1 海岛超细纤维革为主导带动公司产能提升	9
2.2 明显的产品质量确保品牌优势	10
2.3 赢取国内外优质的客户资源	10
2.4 较强的自主创新能力和技术优势	11
2.5 主要原材料价格下降，成本降低，毛利率提升	12
3. 募投项目情况	13
3.1 国内超细纤维革依赖进口，公司拥有技术优势	13
3.2 募投项目新增新一代高端超细纤维超皮革产品	14
4.盈利预测及投资建议	15
5.风险提示	16

表格目录

表 1: 未来五年各主要下游行业人造革合成革需求持续高速增长 (单位: 亿平方米)	5
表 2: 2011-2015 年我国人造革合成革和超细纤维革需求情况预测 (单位: 亿平方米)	6
表 3: 2005-2010 年我国人造革合成革及超细纤维合成革的用途及用量 (单位: 亿平方米)	7
表 4: 2007-2009 年行业内主要企业的销量情况 (单位: 万平方米)	8
表 5: 公司的部分客户以及客户在行业中的地位	11
表 6: 募投项目 (单位: 百万元)	13
表 7: 募投项目投资构成 (单位: 百万元、%)	13
表 8: 我国超细纤维 PU 合成革的产量、消费量情况 (单位: 万平方米、%)	13
表 9: 募投项目新增产能结构 (单位: 万平方米)	14
表 10: 公司收入结构预测 (单位: 百万元)	15

插图目录

图 1: 人造革替代天然皮革发展历程	4
图 2: 我国人造革主营业务收入持续稳定增长 (单位: 百万元)	5
图 3: 世界人造革需求及预测 (单位: 亿米)	5
图 4: 世界主要产国超纤超真皮产量 (单位: 万平方米)	6
图 5: 我国超细纤维产量、进口量情况 (单位: 万平方米)	6
图 6: 2007-2013 我国生态功能性合成革市场规模及预期 (亿米)	9
图 7: 公司 2008-2011 年营业收入 (单位: 百万元)	9
图 8: 公司 2008-2011 年营业利润 (单位: 百万元)	9
图 9: 公司 2008-2011 年主要产品毛利率	10
图 10: 公司 2008-2011 年主要产品毛利润 (单位: 百万元)	10
图 11: 2008-2012 年聚氨酯 MDI 价格走势 (单位: 元/吨)	12
图 12: 2011-2012 年聚乙烯价格走势 (单位: 元/吨)	12
图 13: 2011-2012 年氨纶切片价格走势 (单位: 元/吨)	12

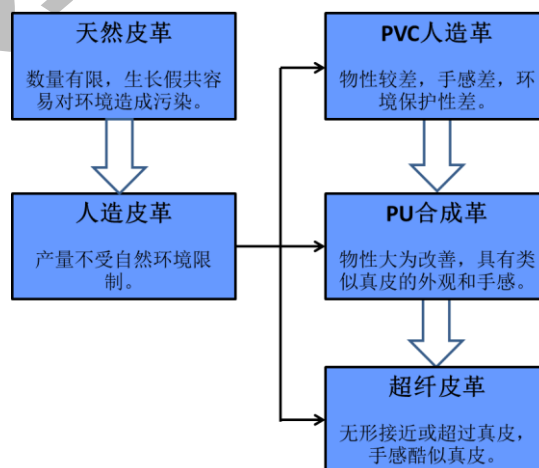
公司作为海岛型超细纤维革的生产企业，是国内超细纤维革行业的龙头企业之一，处于国内行业的第一梯队。公司生产的“同大”牌超纤革被认定为“中国名牌产品”。公司“PA6/PE 共混海岛法超细纤维及人造麂皮的系列化产品开发和产业化”获国家科学技术进步二等奖，打破了日本在该领域的技术垄断。公司是中国产业用纺织品行业协会副理事长单位、中国塑料加工工业协会副会长单位、国家火炬计划重点高新技术企业。

1. 超细纤维革成为人造革市场发展方向

1.1 超细纤维是第三代合成革，是未来发展方向

作为天然皮革的替代品，人类对人工皮革的研究起源于 20 世纪初。人工皮革的发明，弥补了天然皮革数量不足，解决了天然皮革资源有限和人们对皮革类面料需求快速增长的矛盾。为了尽可能的使人工皮革具有天然皮革的各方面特性，人们主要对基布和树脂涂层两个方面进行了持续不断的研究和改进，主要产品的发展经历了聚氯乙烯（PVC）人造革、聚氨酯（PU）人造革和聚氨酯（PU）合成革、超细纤维人工革三个阶段：

图 1：人造革替代天然皮革发展历程



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

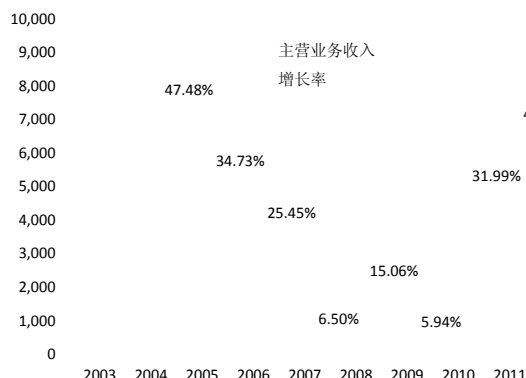
1.2 世界合成革保持 8% 以上的需求增长，国内保持 20% 左右的增长

20 世纪 50 年代，世界人造革合成革以欧美为主产地。80 年代开始，生产成本的降低使人造革合成革在亚洲呈快速扩张之势，现已逐渐转移到日本、韩国和中国台湾等地。到了 90 年代，我国人造革合成革的崛起打破了这种格局，世界人造革合成革的生产中心开始向中国大陆转移。目前，世界上人造革合成革的主要产地在欧、亚两洲，欧洲主要分布在意大利、德国、法国、西班牙、葡萄牙、匈牙利等国，亚洲主要分布在中国大陆、台湾、日本、韩国、印度和印尼等地。日本则占据着高端合成革产品的市场，我国，而我国已占据世界总产量的 70% 左右的人造革合成革产量，成为世界第一的人造革合成革生产和消费大国。

进入本世纪以来，伴随着我国经济的高速增长，人造革合成革的需求量快速增长。由 2005 年的 14.18 亿米增长到了 2011 年的 22.99 亿米，增长率达到了 62.13%。相应的，我国人造革合成革的主管

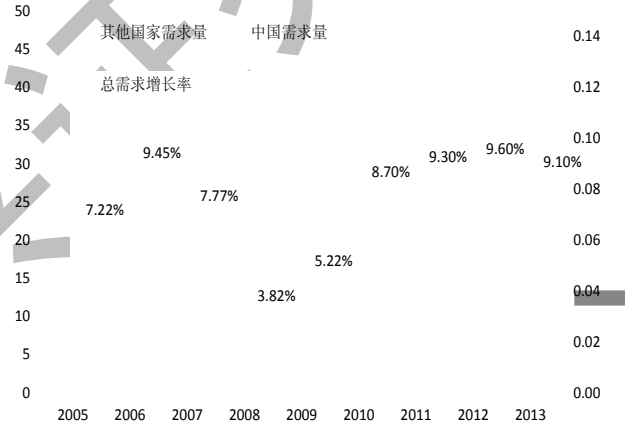
业务收入在 2005 年为 30.06 亿元，2011 年则达到了 92.53 亿元，基本翻了两倍。与此同时，出口产量随着产量的增加而增加，进口产量也呈稳定下降趋势。

图 2：我国人造革主营业务收入持续稳定增长（单位：百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 3：世界人造革需求及预测（单位：亿米）



资料来源：《塑料制造》2010 年 9 月刊《我国人造革合成革现状及发展趋势》，东兴证券研究所

人造革合成革的应用领域涉及到人们生活的方方面面，有着广阔的需求市场，按其应用领域可以分为：男女鞋、运动休闲鞋、童鞋、时装鞋、服装、手袋箱包、沙发家具、球和体育用品、文具证件、汽车内饰、首饰盒、工艺品包装等，其中鞋革、家具革和服装革在整个行业中的占比最大，并已取得市场的肯定。相比于传统纺织品材料和天然皮革，其具有范围广，数量大，品种多，档次高的优势。随着人工皮革性能的不断完善和品种的不断丰富，预计未来产品的应用领域还会不断拓宽。

表 1：未来五年各主要下游行业人造革合成革需求持续高速增长（单位：亿平方米）

产品类别		2011	2012	2013	2014	2015
鞋革	鞋用人造革合成革	13.21	14.36	15.76	17.34	19.08
	其中：超细纤维革	0.49	0.55	0.63	0.72	0.79
服装革	服装用人造革合成革	3.52	3.64	3.69	3.72	3.83
	其中：超细纤维革	0.07	0.08	0.08	0.12	0.16
球革	球用人造革合成革	0.46	0.49	0.51	0.56	0.62
	其中：超细纤维革	0.03	0.04	0.06	0.08	0.12
箱包革	箱包用人造革合成革	4.49	4.61	4.79	5.12	5.49
	其中：超细纤维革	0.08	0.09	0.10	0.15	0.20
汽车内饰	汽车内饰用人造革合成革	1.70	1.80	2.00	2.20	2.46
	其中：超细纤维革	0.07	0.08	0.09	0.10	0.12
家具革	家具用人造革合成革	2.12	2.35	2.55	2.89	3.30
	其中：超细纤维革	0.11	0.13	0.15	0.20	0.27
合计	人造革合成革	25.5	27.25	29.3	31.83	34.78
	其中：超细纤维革	0.85	0.97	1.11	1.37	1.66

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.3 国内超纤革作为高端产品供不应求，需求潜力巨大

超细纤维超真皮革是以超细纤维制成三维结构的无纺布基体，以聚氨酯为涂层的新一代人造革合成革产品。由于超细纤维纤维度极细，纤维丝刚度显著降低，所以比一般纤维更具蓬松性和柔软性不但具有与天然皮革相似的外观和触感，而且在强度、舒适性、透气透湿性、耐化学性、抗皱性、耐磨性、可加工适应性以及质量均一性诸方面优于天然皮革，是替代天然皮革的最佳产品。实践证明，超细纤维超真皮革将是人造革合成革行业未来发展的方向，已经成为行业的主流趋势。

我国超细纤维合成革的研发始于 20 世纪 90 年代中期，21 世纪初始正式形成生产能力。现在已有 10 余家企业建成了近 30 条超细纤维合成革生产线，产量在 2001 年前基本与韩国、中国台湾和意大利相当，但在 2004 年后快速增长，带动了世界超纤革总产量的增长，2007 年已接近 3400 万 m²，2010 年的产量估计已接近 9100 万 m²，而且还有不断扩大生产能力的需求。除了产量，我国超细纤维合成革在产品质量和品种方面也显示出了良好的发展趋势，产品已进入日本、韩国、意大利等市场，终端产品更是出口到多个国家和地区。

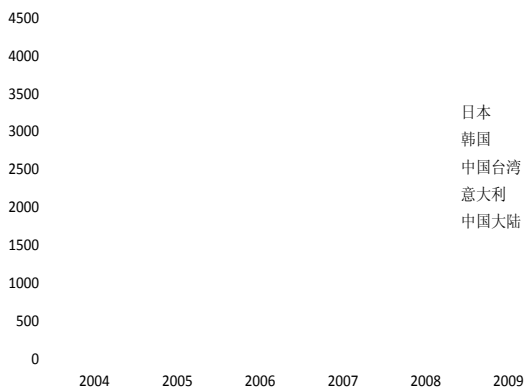
表 2：2011-2015 年我国人造革合成革和超细纤维革需求情况预测（单位：亿平方米）

产品类型	2011	2012	2013	2014	2015
人造革合成革	32.22	34.27	36.80	39.63	42.98
超细纤维革	1.10	1.29	1.62	1.92	2.36

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

虽然近年来我国超细纤维合成革的产量和需求增长都很迅速，但是我们仍需注意到国内产能依然不能满足下游的需求，需要靠进口补充。如 2005 年国内超细纤维合成革实际产量为 1800 万平方米，市场需求、为 2000 万平方米，为此进口 200 万平方米。08 年进口量为 830 万平方米以弥补国内商场的缺口，但是到了 2010 年，进口量却骤增到了 4338 万平方比，与 09 年相比，增长率为 48%。可见我国在人造革合成革的高端市场存在这严重的供不应求情况，这与我国人造革合成革制造大国并不相匹配。但同时也体现了，国内高端市场市场需求潜力大，前景广阔。

图 4：世界主要产国超纤超真皮革产量（单位：万平方米）



资料来源：《纺织导报》2011 年第 3 期《超细纤维合成革的市场及技术进展》，东兴证券研究所

图 5：我国超细纤维产量、进口量情况（单位：万平方米）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会的统计，超细纤维革的产量 2005-2010 年复合增长率达到 21.99%，从 2005 年的 1,800 万平方米增加到 2010 年的 4,862 万平方米。超细纤维革产销量的快速增长是以下游行业的使用量作为基础的。随着生产和应用技术的不断进步和完善，超细纤维革被广泛应用于高档鞋、服装、家具、球类以及汽车内饰。过去几年，我国的人造革合成革及超细纤维合成革的使用量增长很快，2005-2010 年我国人造革合成革及超细纤维合成革的用途及用量分布如下表所示：

表 3：2005-2010 年我国人造革合成革及超细纤维合成革的用途及用量（单位：亿平方米）

产品类别		2005	2006	2007	2008	2009	2010
鞋革	鞋用人造革合成革	13.21	6.71	7.93	8.88	9.82	11.77
	其中：超细纤维 PU 革	0.1	0.12	0.13	0.18	0.34	0.41
服装革	服装用人造革合成革	0.79	1	1.14	1.43	2.34	3.33
	其中：超细纤维 PU 革	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.065
球革	球用人造革合成革	0.37	0.43	0.46	0.51	0.57	0.53
	其中：超细纤维 PU 革	0.01	0.01	0.01	0.015	0.025	0.028
箱包革	箱包用人造革合成革	3.36	3.64	3.86	4.09	3.9	4.37
	其中：超细纤维 PU 革	0.01	0.01	0.02	0.022	0.05	0.07
汽车内饰	汽车内饰用人造革合成革	0.86	1	1.18	1.25	1.8	2.05
	其中：超细纤维 PU 革	0	0.01	0.01	0.015	0.035	0.052
家具革	家具用人造革合成革面料	1.86	1.96	2.14	2.31	2.36	2.51
	家具用人造革合成革背料	2.86	3.07	3.21	3.47	3.27	2.8
	其中：超细纤维 PU 革	0.04	0.06	0.08	0.09	0.12	0.20
装饰用	家居公用设施装饰合成革	1.04	1.12	1.35	1.48	1.58	1.98
	其中：超细纤维 PU 革	0.03	0.05	0.06	0.075	0.086	0.095
合计	人造革合成革	16.12	18.93	21.27	23.42	25.64	30.34
	其中：超细纤维 PU 革	0.20	0.28	0.34	0.437	0.706	0.92
增长率	人造革合成革	-	17.43%	12.36%	10.11%	9.48%	18.33%
	其中：超细纤维 PU 革	-	40.44%	21.43%	28.53%	61.56%	30.31%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

虽然国内人造革合成革企业数量众多，仅规模以上企业就有 380 多家（规模以上即全部国有和年产品销售收入 500 万元及以上非国有独立核算工业企业）。但是这些企业由于大多规模偏小、技术力量薄弱、产品种类单一、质量参差不齐，主攻中低端市场。并且近几年市场呈现出明显的供过于求现象，企业主要以压缩成本、降低价格为主要竞争手段。

相对于中低端市场而言，超细纤维合成革作为一个高端市场的门槛则由于技术等原因门槛较高。目前，国内超细纤维合成革生产企业，除了行业内少数企业依靠新产品开发和产品质量等优势，能保证正常生产。其余多数企业因技术、质量以及销售渠道等因素，还不能够正常的保持生产。国内超细纤维超真皮革产量有限，远不能满足市场需求，每年需从国外大量进口，市场竞争环境较为宽松。

表 4：2007-2009 年行业内主要企业的销量情况（单位：万平方米）

厂商名称	2007	2008	2009
上海华峰超纤材料股份有限公司	580	743	909
山东同大海岛新材料有限公司	511	591	625
浙江禾欣实业集团股份有限公司	252	325	435
浙江科一合成革有限公司	279	288	291
无锡双象超纤材料股份有限公司	189	217	272
温州黄河皮革有限公司	238	258	259
温州隆上超纤有限公司	90	110	180
浙江梅盛超纤有限公司	60	60	80
山东鑫龙高科有限公司	60	60	80

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.4 政策倾斜推进超细纤维革技术升级和市场推广

我国已开始大力推动生态革的发展，把生态型合成革的研发、生产列入《产业结构调整指导目录（2007 年版）》（征求意见稿）鼓励类项目，制定了生态革国家行业标准《聚氨酯超细纤维合成革通用安全技术条件》等。2010 年底，中国纺织工业协会发布的《纺织工业“十二五”科技进步纲要》将“生态革和超细纤维人造革加工技术的产业化应用”作为研发重点。2011 年，国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》将“制革及毛皮加工清洁生产、皮革后整饰新技术开发及关键设备制造、皮革废弃物综合利用；水性涂饰（助）剂等高档皮革用功能性化工产品开发、生产与应用”列入鼓励类项目。上述政策为超细纤维革的发展指明了方向，国家对于超细纤维革行业的政策倾斜将加快超细纤维革产品的技术升级和市场推广，推动产品的需求的快速增长。

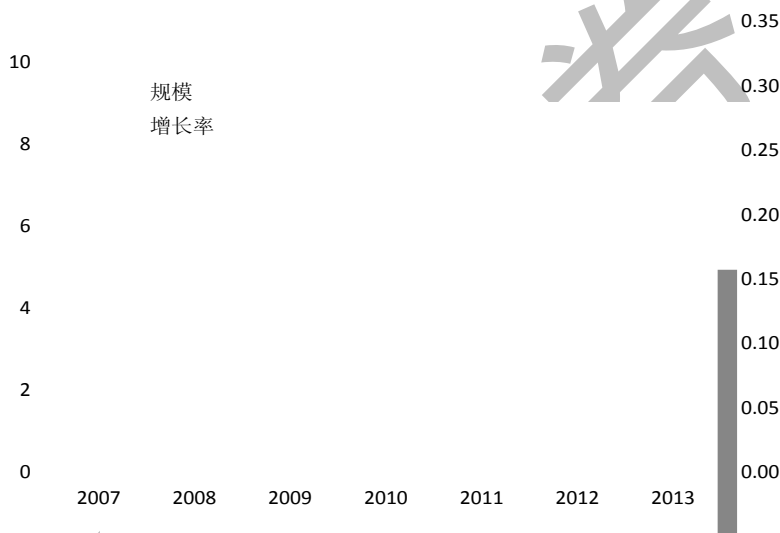
中国塑料加工工业协会和人造革合成革专业委员会已向国家工商总局申请注册了“中国生态合成革”和“中国生态超细纤维合成革”证明商标，并在行业中大力推广生态革生产标准，开展生态革认证，以促进我国人造革合成革行业的积极健康发展。现在国内有包括双象股份在内的六家企业通过生态革认证，获准使用其注册商标，双象股份生态革产量居行业第二位。

1.5 生态化和功能化成为人造革行业未来的主流趋势

生态革产品生产体系包括四个方面：一是建立产品生态安全标准；二是建立原材料使用标准，坚决不使用国家法律、法规、标准中禁用的物质，尽可能选用绿色环保型原材料；三是生产和加工过程的控制；四是采用清洁生产，探索循环生产流程，提高原材料的回收再利用，保证对环境无污染、对生产者无伤害和产品自身无污染。

人造革合成革行业中，PVC 人造革由于性能达不到要求，且难以降解对环境污染严重，欧盟、美国和日本等发达国家已经禁用，我国也正在逐渐淘汰。尤其是我国 2009 年开始实施《聚氯乙烯人造革有害物质限量》，限定人造革中可溶性铅含量，这就会加速 PVC 人造革的淘汰。未来具有高污染的 PVC、PU 人造革产品向低污染环保型的超细纤维 PU 合成革产品升级转变的趋势，使超细纤维合成革的市场份额逐步扩大。超细纤维革所具有的资源耗费少、无污染等优点将会逐步转化为产品的市场优势和成本优势，将会加快对天然皮革和传统人工皮革的替代，行业面临难得发展机遇。

图 6：2007-2013 我国生态功能性合成革市场规模及预期（亿米）



资料来源：《塑料制造》2010 年 10 月刊《我国人造革合成革现状及发展趋势（二）》，东兴证券研究所

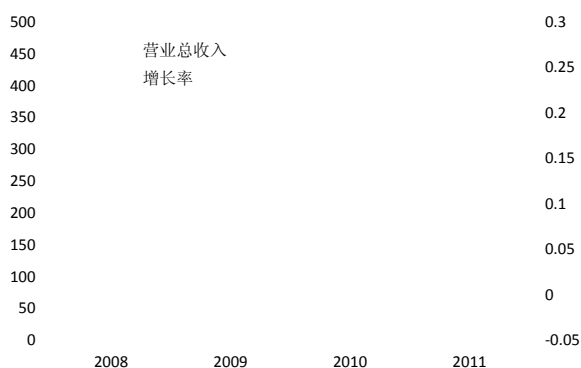
2. 公司技术领先，竞争优势突出

2.1 海岛超细纤维革为主导带动公司产能提升

公司的主导产品为海岛超细纤维人工革，其在同类产品中具有产品厚度稳定，物性稳定等优点。超纤产品生产过程中中间产品为纤维丝、无纺布、超纤基布，终端产品为超纤绒面革和超纤光面革。公司生产的超纤基布、超纤绒面革、超纤光面革为公司的核心竞争产品，现广泛应用于制鞋、箱包、手套、制球、家俱、汽车内饰、军用品、劳保用品、体育用品、工业用品等领域。

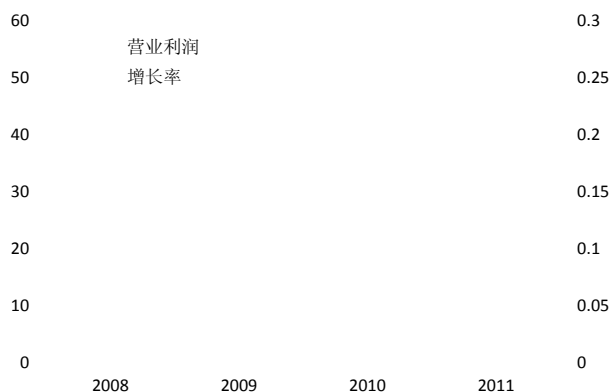
公司 2008-2011 年的营业收入分别为 27582 万元、26715 万元、35610 万元和 43015 万元，营业利润分别达到 2693 万元、3580 万元、4922 万元和 5559 万元，显著增长。

图 7：公司 2008-2011 年营业收入（单位：百万元）



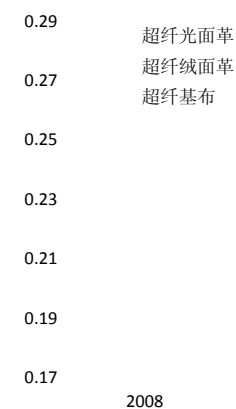
资料来源：wind，东兴证券

图 8：公司 2008-2011 年营业利润（单位：百万元）



资料来源：wind，东兴证券

图 9：公司 2008-2011 年主要产品毛利率



资料来源：wind，东兴证券

图 10：公司 2008-2011 年主要产品毛利润（单位：百万元）



资料来源：wind，东兴证券

近几年，主要产品超细纤维基布、超细纤维绒面革和超细纤维光面革是公司的主要业务收入来源，占公司营业收入的比例分别是 89.27%、89.07%和 86.80%。由上图可以看出，公司三种主要产品毛利率基本维持在 20%左右，超纤绒面革 2011 年毛利率较 2010 年为上升趋势，超纤基布和超纤光面革则为下降。毛利润受主要原材料影响较大，2012 年原材料价格下降明显，加之市场需求增加，公司主要产品产品毛利率提升空间较大。

2.2 明显的产品质量确保品牌优势

多年来，公司依靠先进的制造工艺、完备的检测手段、严格的质量保证体系，使产品质量一直处于全国同行业的领先水平。公司有效执行了一套完整、严格的质量控制和管理体系。公司产品生产制造的每一道工序都处在严格的工艺和质量控制之中。公司在生产过程中推行精益生产、7S 管理等生产管理手段，确保公司在产品制造方面的质量优势。公司产品曾被国家质量监督检验检疫总局评为国家免检产品，被评为中国名牌产品。产品质量的领先优势使得公司在客户中建立了良好的品牌声誉，“同大”品牌在同行业中已经具有较高的知名度，先后被评为“山东名牌”和“山东标志产品”。公司多项产品通过了国家军需产品质量监督检验中心的产品鉴定，已批量供应军需厂家；公司的生态超纤革通过 SGS 认证，现在已经达到欧美国家严格的环保技术标准，并且已出口到欧美国家。

海岛型超细纤维革产品生产涉及的工序较长、工艺环节较多、工艺条件复杂，产品品质和工艺实现对于生产设备和工艺控制的要求较高，工艺水平与工艺稳定性对于产品品质、生产成本具有非常明显的影响。根据自身拥有的发明专利技术所提供的技术路线，经过多年的专业化生产和摸索，公司进行了持续的后续研发并在多个类别产品生产工艺技术方面取得了突破。目前，具备了深厚的工艺技术和积淀和生产加工经验，相关产品的生产加工工艺均已成熟。同时，公司建立了一支具有较高工艺技术水平的技术人员和技术工人队伍，确保公司在产品品质稳定性、生产成本控制能力、产品性能可靠性等方面均处在行业领先水平。公司常规产品之一的运动鞋用超细纤维人工革，在耐水解、高剥离、耐黄变、耐曲折等方面的性能十分突出，以品质的稳定性赢得了客户和同行的普遍认可，位居行业的领先地位，通过了国内外众多知名厂商的物性测试。

2.3 赢取国内外优质的客户资源

良好的产品质量使公司产品在市场上取得了良好的声誉，并使本公司拥有不同领域的国内客户群体，优质的客户群为公司的产品销售提供了坚实的保障，提高了公司的抗风险能力。目前，公司客户主要集中在制鞋、箱包、家居、服装服饰、汽车内饰和体育用品等下游消费品生产企业以及部分信誉良好的经销商，如韩国东暻化成株式会社、安安（中国）有限公司、晋江三芳贸易有限公司和江苏常隆化工有限公司等国内外企业。

表 5：公司的部分客户以及客户在行业中的地位

客户名称	应用领域	客户在行业中的地位
韩国东暻化成株式会社	名牌运动鞋	耐克等著名运动鞋供应和生产商
安安（中国）有限公司	运动鞋	产品在国内始终保持高品质的优良口碑，与墨西哥、土耳其、印尼等国家建立长期的供销关系，成为国内皮革行业最具竞争力的企业之一。
晋江市锦焕贸易有限公司	运动鞋	安踏、贵人鸟等国内知名鞋企供应商，在同行业中处于领先地位。
晋江三芳贸易有限公司	运动鞋	多年的诚信经营，使得其成为 G. VERSACE、ColomboMobili、PUMA、NBA、BMW、TOYOTA、李宁、安踏、德尔惠、贵人鸟等国内外知名品牌厂商的合作伙伴，并以价格优、质量好、货源稳定在全国享有良好的声誉。
江苏常隆化工有限公司	运动鞋	聚氨酯材料生产基地，国家火炬计划重点高新技术企业，国家高技术研究发展计划成果产业化基地，江苏省百强高新技术企业。
西班牙莫伦有限公司	劳保鞋、鞋内里	欧洲著名鞋材供应商之一
涟水永盛手套有限公司	劳保手套、运动手套	国内大型工作手套加工厂之一
晋江华滨鞋材贸易有限公司	运动鞋	公司资金雄厚，拥有广泛的销售网络，产品主销国内各地，产品远销欧、非、亚及港澳地区。

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2.4 较强的自主创新能力和技术优势

公司是国内较早掌握海岛型超细纤维革核心生产技术的企业，公司一直秉承“科学技术是第一生产力”的发展理念，始终把研发创新放在公司发展的首位。公司“PA6/PE 共混海岛法超细纤维及人造麂皮的系列化产品开发和产业化”科研成果获得国务院颁发的国家科学技术进步二等奖；“超软型超细纤维革基布项目”、“耐压高频的高剥离耐水解超纤鞋材基布项目”、“混溶纺聚氨酯超细纤维人工革”也取得了极大认可。凭借突出的研发能力，2008 年以来，先后有抗菌防臭超纤鞋里革、双色水晶超纤革、超纤沙发箱包用革、无折纹超纤镜面革、高仿真超纤皮鞋革等 14 项高新技术新产品通过省级或市级科技部门鉴定。目前，公司不仅部分替代了原有进口产品，还成功实现了对包括日本、韩国等传统超细纤维革产销大国的出口。成为国内少数几家通过中国塑料加工工业协会认证获准使用“中国生态超细纤维合成革”证明商标的人造革生产企业之一。

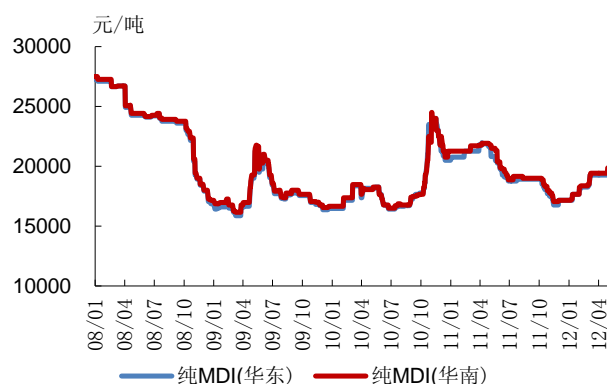
公司核心人员在国内最早通过自主创新取得了生产海岛型超细纤维革的核心专利技术，打破了日本企业在该领域的技术垄断。公司核心技术人员研发的“束状超细纤维聚氨酯服装面料及制造方法”、

“高强度超细纤维仿真复合革及其制造方法”、“一种熔融共混海岛纤维及其生产方法”和“一种定岛型海岛复合纤维及其生产方法”均获授国家发明专利。另有“一种耐水解水性聚氨酯人造革配方及其制造方法”和“超细纤维高仿头层皮合成革的制备方法”两项发明专利已申请待授权。

2.5 主要原材料价格下降，成本降低，毛利率提升

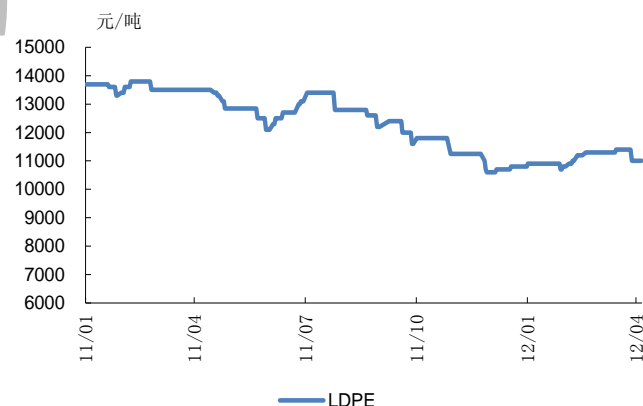
公司产品的主要原材料为聚氨酯（PU）、锦纶切片、聚乙烯切片（PE），均属于技术成熟、产销规模较大的常见化工原料。公司与国内多家石油化工企业和经销商建立了长期稳定的合作关系，国内市场货源充足，生产供应有保障，不存在原材料供应不畅影响生产的情形。由于市场聚氨酯供应量充足，市场价格相对稳定。下图表示了近几年来公司主要原材料的价格情况。我们可以看出三种主要原材料价格在 2012 年都呈现下降趋势，成本价降低之后，公司利润空间会提升。

图 11：2008-2012 年聚氨酯 MDI 价格走势（单位：元/吨）



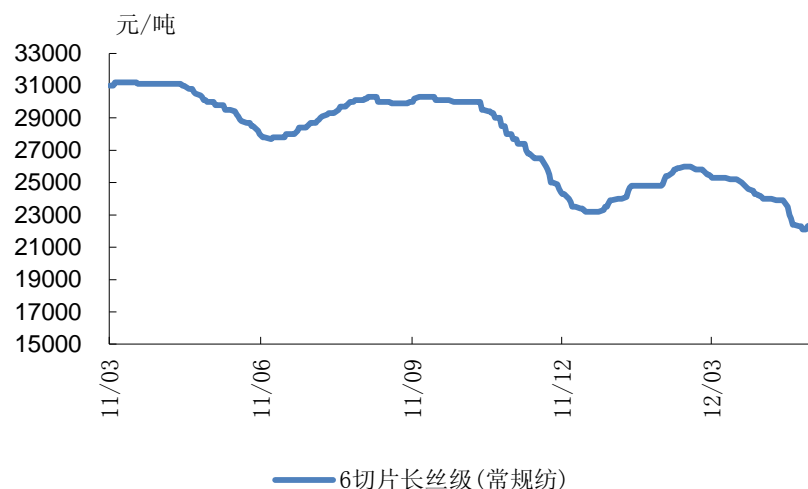
资料来源：《化工数据周报》，东兴证券

图 12：2011-2012 年聚乙烯价格走势（单位：元/吨）



资料来源：《化工数据周报》，东兴证券

图 13：2011-2012 年氨纶切片价格走势（单位：元/吨）



资料来源：《化工数据周报》，东兴证券研究所

3. 募投项目情况

公司计划募集资金 1.4 亿元，用于建设 300 万平方米的生态超纤高仿真面料，项目投产后将会使产能从 600 万平方米增长至 900 万平方米，产能增速为 50%。

表 6：募投项目（单位：百万元）

项目	项目总投资	项目备案情况	项目环评情况
300 万平方米生态超纤高仿真面料扩大生产规模项目	14,168	鲁经贸发改[2009]061 号、鲁经贸改函字[2009]7 号	潍环审字(2009)138 号

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

本项目总投资为 14,168.00 万元，其中，固定资产投资 12,536.00 万元，铺底流动资金 1,632.00 万元。固定资产投资中，建筑工程投资 576 万元，设备购置及安装费 10,338 万元，其他费用 693 万元，基本预备费 929 万元。

表 7：募投项目投资构成（单位：百万元、%）

工程或费用名称	估计投资额（万元）	占总投资比例
固定资产投资	12,536	88.48%
建筑工程	576	4.07%
设备购置及安装费	10,338	72.97%
其他费用	693	4.88%
基本具备费	929	6.56%
铺底流动资金	1,632	11.52%
项目投资总计	14,168	100.00%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.1 国内超细纤维革依赖进口，公司拥有技术优势

这个世纪以来，我国超细纤维革进口增速很快，行业进口数量越来越大。但是，因为超细纤维革本身具有的良好性能，被广泛运用于高档鞋和服装等下游行业，我国的超细纤维革消费量增长速度更快。加之国内只有少数企业能够实现产业化生产，行业供给一直不足，产品供不应求。

表 8：我国超细纤维 PU 合成革的产量、消费量情况（单位：万平方米、%）

项目		2005	2006	2007	2008	2009	2010
国内超纤产量	数量	1,800	2,350	2,950	3,540	4,121	4,862
	增长率	-	30.56%	15.53%	20%	16.41%	17.98%
超纤进口量	数量	200	450	450	830	2941	4,338
	增长率	-	125%	0%	84.44%	254.3%	47.5%
国内超纤消费量	数量	2,000	2,800	3,400	4,370	7,062	9,200
	增长率	-	40%	21.43%	28.53%	61.6%	30.27%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

由于我国超细纤维革研发的起步较晚，目前国内企业普遍存在技术创新能力不足、产品结构单一的缺陷。多数企业主要生产中、低档次的产品，产品附加值不高，与普通人工皮革相比性能并无明显优势。中高档产品多数依赖从日、韩等国企业进口。因此，国内企业亟待通过自主研发和技术创新掌握了超细纤维人工革规模化生产的核心技术，改善生产结构，提高行业竞争力。

目前，超细纤维革行业面临加速发展时期，其特点为行业发展速度较快、利润水平快速增加、产销量保持快速增长。2010 年我国超细纤维革的消费量占人造革合成革的消费量比例仅为 3.03% 左右。随着我国经济的持续稳定增长，消费者消费观念的升级将会刺激超细纤维革产品的需求，行业将会保持快速增长。随着超细纤维革产品的技术日益成熟，我国超细纤维人工革市场将迎来快速增长的新时期，市场容量也将出现明显增长，未来行业的发展将面临加速。

3.2 募投项目新增新一代高端超细纤维超真皮革产品

公司在充分分析超细纤维革市场现状、未来发展趋势和客户的潜在需求的基础上，且在分析公司拥有的技术能力与技术积累的前提下决定本次募集资金投资项目产品。公司募投产品属新一代高端超细纤维超真皮革产品，主要集中在透气型鞋用革、超纤维面手套革、耐磨超纤沙发革、极细服装革等方面。

表 9：募投项目新增产能结构（单位：万平方米）

产品名称	现有产能	设计产能	投产后产能
透气型鞋用革	200	100	300
超纤维面手套革	100	55	155
耐磨超纤沙发革	55	55	110
极细服装革	0	45	45
其他（汽车、家具内使用革、球用革等）	40	45	85

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

我国目前已经成为世界上最重要的鞋产品制造国和消费国，并且，目前有 90% 的高档运动鞋采用超纤人工革制造，市场上的鞋用超细纤维革在抗撕裂性、耐高压高频性能等方面已经基本超过了天然真皮，但在透气性方面与天然真皮存在较大差距。项目投产后，公司超纤鞋革的常规品种产能将由现在的年产 200 万平方米左右增加到年产 300 万平方米，能够部分满足现有客户和目标客户不断增长的采购需求，并有力巩固公司的市场地位。

超纤维面手套革是以超细纤维革基布为基材，经过片皮、磨毛、染整等工序制成的类似天然鹿皮效果的产品，其具有真皮所无法比拟的高染色牢度和不怕水不怕酸碱的特性，被广泛应用于制作劳保手套、高尔夫手套等。公司产品已经取代了日本进口产品，其制成品大量销往韩国、日本、台湾等地区，并通过香港昌利行公司和广西利博盛安全用品有限公司出口到美国、欧盟等国家。项目投产后，公司超细纤维面手套革产品的产能将达到年产 155 万平方米，比现有产能增加 55 万平方米。

我国是世界上沙发生产及出口的第一大国，天然皮革和人工皮革超细纤维革凭借其防霉、除臭、耐用等特点已逐步逐步取代天然皮革市场。产品需求特别是中高端产品需求呈现稳步增长的态势，对原料用皮革产品的性能和环保要求不断提高，对超细纤维革等高档人工皮革产品的需求显著增加。根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会的预测，2011 年到 2015 年我国软体家具用超

细纤维革的需求量年复合增长率达到 29.03%左右。项目投产后，公司耐磨超纤沙发革常规品种的产能将由现在的 55 万平方米左右增加到 110 平方米。

随着超细纤维革的品质、性能和环保等方面的不断提升，加之其良好的防霉、易洗、耐污和耐磨等优势，超细纤维革将会在皮制服装、手套和帽子等产品中广泛应用。2008 年，公司解决了岛数的增加和均匀性的控制难题，并成功实现了技术的产业化应用，打破了日本企业在该项产品上的长期垄断，成功实现进口替代，为公司进一步优化产品结构、增加高端产品提供了市场空间。项目投产后，公司极细服装革常规品种产能达到 45 万平方米，以实现进口产品的替代。

4.盈利预测及投资建议

根据公司目前产能及募投项目产能状况，在此前提下预测未来几年公司分项盈利情况：

表 10：公司收入结构预测（单位：百万元）

产品	项目	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
超纤基布	销量（百万个）	2.87	2.50	3.11	3.17	4.15
	单价（元）	31.86	34.23	32.74	33.55	34.31
	单位成本	23.70	26.54	24.56	25.01	26.67
	销售收入	91.29	85.49	101.66	106.27	142.24
	总成本	67.90	66.27	76.26	79.22	110.56
	毛利率	25.62%	22.48%	24.98%	25.45%	22.27%
超纤绒面革	销量（百万个）	1.95	2.46	3.09	3.07	4.06
	单价（元）	32.46	35.46	33.78	32.56	35.88
	单位成本	24.42	25.56	24.41	24.47	26.71
	销售收入	63.46	87.22	104.51	99.80	145.59
	总成本	47.74	62.87	75.52	75.01	108.38
	毛利率	24.78%	27.92%	27.74%	24.85%	25.56%
超纤光面革	销量（百万个）	3.80	4.52	5.60	5.98	7.95
	单价（元）	42.74	44.38	42.33	42.58	42.08
	单位成本	31.97	33.58	32.96	33.04	32.07
	销售收入	162.46	200.66	237.06	254.58	334.65
	总成本	121.52	151.84	184.59	197.54	255.04
	毛利率	25.20%	24.33%	22.14%	22.40%	23.79%
其他	销售收入	1.91	10.72	12.85	8.88	9.01
	总成本	2.11	7.10	9.04	7.00	5.77
	毛利率	-10.65%	33.82%	29.60%	21.17%	35.97%
主营业务合计	销售收入	319.11	384.09	456.07	469.53	631.48
	总成本	239.27	288.08	345.41	358.77	479.76
	毛利率	25.02%	25.00%	24.26%	23.59%	24.03%
回收 DMF 及聚乙烯	总成本	32.74	42.13	50.05	56.87	65.15

材料、下脚料	总成本	0.79	0.63	0.63	0.71	0.68
	销售收入	36.99	46.06	55.22	62.27	71.03
其他业务合计	总成本	33.53	42.77	50.68	57.58	65.83
	毛利率	9.35%	7.15%	8.22%	7.53%	7.32%
合计	销售收入	356.10	430.15	511.29	531.80	702.52
	总成本	272.80	330.85	396.08	416.35	545.59
	综合毛利率	23.39%	23.09%	22.53%	21.71%	22.34%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

根据公司盈利状况和毛利率影响，我们预测公司 2012-2014 年的 EPS 值分别为 1.47 元、1.74 元和 2.24 元，参考行业可以的上市公司盈利水平，我们给予公司 2012 年 18-20 倍 PE 比较合理，合理意见区间为 24.55-27.68 元。

5.风险提示

投资者未来投资同大股份的主要风险有：

1. 公司存在行业市场规模增长速度低于预期可能引致的相关风险。
2. 公司产品最主要的原材料聚氨酯、锦纶切片和聚乙烯占同期生产成本的比重平均在 66.00% 左右。上述三种主要原料均为石油化工下游产品，其价格波动受原油价格影响较大，主要原材料价格波动引致的经营业绩变动风险。
3. 虽然公司是目前国内少数掌握超纤革研发与生产核心技术的龙头企业，未来可能存在不能持续进行技术创新而可能引致的相关风险。

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	356.10	430.15	492.79	524.71	685.95
营业成本	272.80	330.85	396.08	416.35	545.59
营业费用	3.24	3.42	8.38	8.92	11.66
管理费用	23.34	28.32	7.39	7.87	10.29
财务费用	5.97	9.58	4.10	0.53	0.17
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	49.22	55.59	73.63	87.63	113.79
利润总额	49.32	61.06	76.63	90.63	116.79
所得税	6.93	8.20	11.49	13.59	17.52
净利润	42.38	52.86	65.13	77.04	99.27
归属母公司所有者的净利润	42.38	52.86	65.13	77.04	99.27
NOPLAT	47.43	56.42	66.07	74.94	96.86

资产负债表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	85.85	63.44	224.84	253.33	297.39
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	14.07	16.65	16.20	17.25	22.55
预付款项	12.28	33.13	41.05	49.38	60.29
存货	48.70	55.14	30.38	31.94	41.85
流动资产合计	191.01	207.36	327.00	367.36	442.30
非流动资产	157.60	264.87	293.09	293.40	280.78
资产总计	348.60	472.23	620.09	660.75	723.08
短期借款	69.50	87.50	0.00	0.00	0.00
应付帐款	30.94	31.14	37.98	39.92	52.32
预收款项	10.33	6.08	6.08	6.08	6.08
流动负债合计	137.39	186.86	46.86	49.01	61.70
非流动负债	26.00	47.29	47.29	47.29	47.29
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	185.21	238.07	525.94	564.46	614.09
净营运资本	53.61	20.50	280.14	318.35	380.60
投入资本 IC	210.86	331.13	342.82	352.85	358.42

现金流量表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	42.38	52.86	65.13	77.04	99.27
折旧摊销	11.96	15.19	0.00	42.69	44.61
净营运资金增加	22.55	(33.11)	259.64	38.21	62.25
经营活动产生现金流	56.10	81.54	123.55	110.53	125.86
投资活动产生现金流	(40.72)	(146.40)	(66.00)	(43.00)	(32.00)
融资活动产生现金流	29.49	32.75	103.85	(39.05)	(49.80)
现金净增（减）	44.87	(32.11)	161.41	28.48	44.06

分析师简介

杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

东兴证券

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。