

兴业科技 (002674)

环保政策预期趋紧，集中度提升方向明确

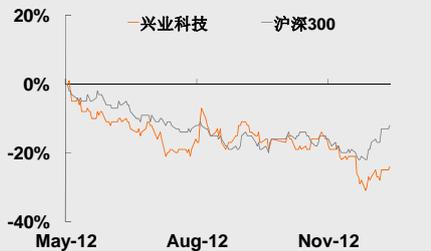
推荐 (下调)

现价: 10.54 元

主要数据

行业	-
公司网址	www.xingyeleather.com
大股东/持股	晋江万兴投资有限公司 /2.59%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	240
流通 A 股(百万股)	60
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	23.98
流通 A 股市值(亿元)	5.99
每股净资产(元)	5.7
资产负债率(%)	16.7

行情走势图



相关研究报告

兴业科技深度报告《受益政策调控红利的牛头层鞋面革龙头》，2012年8月3日

证券分析师

于旭辉 投资咨询资格编号 S1060512010002 02138632830 YUXUHUI882@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项: 2013年1月23日温州市政府发布了《温州市合成革行业整治提升方案》，要求对辖区内大气和水污染较为严重的合成革行业强制去产能，计划在2015年底削减50%左右产能。

由中国皮革工业信息中心出版的《中国皮革》业内权威杂志通过对上百家牛鞋面革生产企业摸底排查，公布了2012年度牛鞋面革生产企业排行榜，兴业科技名列榜首。

平安观点:

■ 环保政策趋紧有望加快皮革行业整治力度

继温州对平阳县皮革行业进行整顿之后，2013年初温州出台了针对合成革行业的整顿，提升了环保政策趋紧的预期；当前环保问题日益受到民众和政府部门的重视，我们认为对皮革行业的整改政策也有望得到进一步强化，目前温州和福建是对皮革行业整顿最为严厉的两个地区（政策梳理请见深度报告《受益政策调控红利的牛头层鞋面革龙头》），政策调控力度加大意味着行业集中度提升有望进一步加快，利好兴业科技这样的龙头企业。

■ 行业集中度提升是必然，兴业科技最受益

根据历届《中国皮革》对皮革生产企业的权威排名，我们发现兴业科技与同行差距进一步拉大。根据《中国皮革》调研，除个别超大型制革企业，大部分企业的年投皮量和年产量都出现了15%乃至25%的下降幅度。该结果验证了我们之前的观点：未来两极分化会进一步加大，随着淘汰落后产能的政策不断加强，以及市场竞争淘汰，订单向大型制革企业集中的趋势是必然。

■ 下调盈利预测，给予“推荐”评级

我们仍坚持之前的推荐逻辑，长期看好受益政策调控红利的行业龙头，集中度提升方向明确。但受整体经济环境影响，以及兴业科技募投项目进展有所滞后，我们下调兴业科技的盈利预测，预计2012-2014年EPS分别为0.61、0.77和1.02元，结合当前股价对应PE分别为17.2、13.7和10.3倍，目前仍具有一定安全边际，给予“推荐”评级。

■ 风险提示: 经济进一步恶化，原材料价格波动剧烈，募投项目进展不及预期。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,042	1,281	1,449	1,815	2,506
YoY(%)	27.1	23.0	13.1	25.2	38.1
净利润(百万元)	107	123	147	184	246
YoY(%)	32.4	15.4	19.2	25.7	33.2
毛利率(%)	15.0	14.5	14.8	14.4	14.6
净利率(%)	10.2	9.6	10.1	10.2	9.8
ROE(%)	21.3	20.9	10.3	12.0	14.4
EPS(摊薄/元)	0.44	0.51	0.61	0.77	1.02
P/E(倍)	23.7	20.6	17.2	13.7	10.3
P/B(倍)	5.1	4.3	1.8	1.7	1.5

图表1 兴业科技产能增长快速

2010 年			2011 年			2011 年		
企业名称	年投皮量	年产量 (万 SF)	企业名称	年投皮量 (万张)	年产量 (万 SF)	企业名称	年投皮量 (万张)	年产量 (万 SF)
兴业皮革	130	6000	兴业皮革	140	6400	兴业皮革	170	8200
峰安皮业	145	5800	峰安皮业	130	5800	宏良皮业	130	4900
粤海制革	110	5000	圣雄皮业	100	4800	峰安皮业	115	4800
圣雄皮业	100	4800	宏良皮业	109	3800	圣雄皮业	90	4300
宏良皮业	80	3000	粤海制革	80	3800	大众皮业	75	3400
大众皮业	80	3000	大众皮业	82	3700	南海皮厂	70	3200
新艺皮革	65	3000	新艺皮革	50	2600	源泰皮革	50	2500
中港皮业	50	2000	中港皮业	45	1800	锦兴皮业	42	1900
锦兴皮革	50	2000	锦兴皮革	45	1800	中港皮业	35	1600
富国皮革	40	1500	凌风皮业	40	1500	大自然皮业	35	1500

资料来源：《中国皮革》，平安证券研究所

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	519	567	1276	1405	1586
现金	155	142	797	802	756
应收账款	23	25	28	35	48
其他应收款	9	11	12	16	22
预付账款	66	93	105	132	181
存货	237	280	315	397	547
其他流动资产	29	17	19	24	33
非流动资产	210	235	275	289	338
长期投资	10	10	10	10	10
固定资产	142	164	209	222	267
无形资产	34	33	32	31	30
其他非流动资产	24	28	24	26	31
资产总计	729	803	1551	1694	1924
流动负债	228	215	132	163	220
短期借款	121	96	0	0	0
应付账款	80	85	96	121	166
其他流动负债	26	34	36	42	53
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	228	215	132	163	220
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	180	180	240	240	240
资本公积	91	91	715	715	715
留存收益	230	317	464	576	750
归属母公司股东权益	501	588	1418	1531	1704
负债和股东权益	729	803	1551	1694	1924

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	89	92	122	105	94
净利润	107	123	147	184	246
折旧摊销	0	0	20	25	30
财务费用	5	9	-1	-8	-8
投资损失	-1	-3	-2	-3	-3
营运资金变动	0	0	-39	-93	-171
其他经营现金流	-23	-37	-1	0	0
投资活动现金流	-68	-45	-57	-36	-76
资本支出	71	48	60	40	80
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	3	4	3	4	4
筹资活动现金流	6	-73	589	-64	-64
短期借款	31	-25	-96	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	60	0	0
资本公积增加	0	0	624	0	0
其他筹资现金流	-25	-48	1	-64	-64
现金净增加额	28	-19	655	5	-46

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1042	1281	1449	1815	2506
营业成本	885	1096	1234	1554	2140
营业税金及附加	1	5	6	7	10
营业费用	4	4	6	7	10
管理费用	24	26	36	44	60
财务费用	5	9	-1	-8	-8
资产减值损失	-0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	3	2	3	3
营业利润	123	144	171	215	297
营业外收入	3	3	2	2	2
营业外支出	2	3	0	0	0
利润总额	124	144	173	217	299
所得税	17	21	26	33	54
净利润	107	123	147	184	246
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	107	123	147	184	246
EBITDA	128	153	189	231	320
EPS (元)	0.59	0.68	0.61	0.77	1.02

主要财务比率

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力					
营业收入	27.1%	23.0%	13.1%	25.2%	38.1%
营业利润	30.8%	17.3%	18.5%	26.0%	38.4%
归属于母公司净利润	32.4%	15.4%	19.2%	25.7%	33.2%
获利能力					
毛利率(%)	15.0%	14.5%	14.8%	14.4%	14.6%
净利率(%)	10.2%	9.6%	10.1%	10.2%	9.8%
ROE(%)	21.3%	20.9%	10.3%	12.0%	14.4%
ROIC(%)	24.2%	24.6%	23.6%	24.5%	25.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	31.3%	26.8%	8.5%	9.6%	11.4%
净负债比率(%)	53.23	44.67	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.28	2.64	9.64	8.62	7.22
速动比率	1.24	1.34	7.26	6.18	4.73
营运能力					
总资产周转率	1.57	1.67	1.23	1.12	1.39
应收账款周转率	43	51	54	58	60
应付账款周转率	12.06	13.26	13.62	14.33	14.90
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.51	0.61	0.77	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.38	0.51	0.44	0.39
每股净资产(最新摊薄)	2.09	2.45	5.91	6.38	7.10
估值比率					
P/E	23.74	20.57	17.25	13.72	10.30
P/B	5.05	4.30	1.78	1.65	1.48
EV/EBITDA	19	16	13	11	8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257