

证券研究报告

平安纺织品和服装

推荐 (维持)

证券分析师

于旭辉

投资咨询资格编号 A0230511040047

电话 02138632830

邮箱 YUXUHUI882@pingan.com.cn

兴业科技 (002674)

业绩符合预期，成长逻辑初步得到验证

事项：2013 年 2 月 26 日兴业科技发布 2012 年度业绩快报，全年实现营业收入 15.43 亿元，同比增长 20.46%；实现归属上市公司股东净利润 1.45 亿元，同比增长 18.24%；2012 年摊薄 EPS 为 0.61 元，符合我们之前预期 0.61 元。

平安观点：

■ 业绩符合预期，成长逻辑初步得到验证

第四季度单季实现营收 4.43 亿元，同比增长 32%，实现净利润 0.37 亿元，同比增长 23%。这符合我们此前观点：随着募投项目投产正常化，下半年业绩将明显回升，预计在 30%左右，全年收入预计在 20%左右。我们初步判断利润增速低于收入增速的原因在于上市后管理费用的增加以及账期延长引起的坏账增加。由于公司下游多是国内知名皮鞋品牌，因此我们并不担心坏账风险，相反坏账的冲回有助于来年业绩提升。

■ 募投项目正常化将推动业绩持续稳健增长

2013 年后将进入募投项目正常推进过程，我们估计 2012 年安东项目产能利用率在 15%左右，预计 2013 年将达到 30%左右，瑞森项目也将在 2013 年末投产。考虑到经济环境尚未明显好转，加之 2012 年应收账款账期延长的因素，我们认为 2013 年公司将采取较为稳健的投产节奏以控制风险，这样预计业绩增长在 20%左右。而随着 2014 年瑞森项目的正式投产，安东蓝湿皮项目的投产，我们预计 2014 年将有可能成为业绩快速增长的一年，值得期待。

■ 行业集中度提升是必然，兴业科技最受益

根据《中国皮革》的权威排名，兴业科技与同行差距进一步拉大，大部分企业的年投皮量和年产量均出现了 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，以及市场的优胜劣汰，大型制革企业集中提升趋势非常明显。同时，当前环保问题日益受到民众和政府部门的重视，我们认为 2013 年对皮革行业的整顿政策预期也有望得到进一步强化，利好兴业科技这样的龙头企业。

■ 长期看好受益政策调控红利的皮革龙头，维持“推荐”评级

维持“大行业、小公司，集中度提升”的推荐逻辑，兴业科技将充分受益政策调控红利，值得长期关注。我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.61 元、0.73 元和 0.97 元，结合当前股价对应 2012-2014 年 PE 分别为 18、15 和 11 倍，维持“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。

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。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E					
流动资产	567	1283	1393	1550	营业收入	1281	1543	1805	2371
现金	142	771	793	768	营业成本	1096	1318	1545	2014
应收账款	25	30	35	46	营业税金及附加	5	6	7	9
其他应收款	11	13	16	20	营业费用	4	10	12	13
预付账款	93	112	131	171	管理费用	26	45	52	66
存货	280	337	395	514	财务费用	9	-1	-7	-6
其他流动资产	17	20	24	31	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	235	275	289	338	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	3	0	3	3
固定资产	164	209	222	267	营业利润	144	166	199	278
无形资产	33	32	31	30	营业外收入	3	6	6	6
其他非流动资产	28	24	26	31	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	803	1558	1681	1888	利润总额	144	171	205	284
流动负债	215	140	162	208	所得税	21	26	31	51
短期借款	96	0	0	0	净利润	123	145	174	233
应付账款	85	103	120	157	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	34	38	42	51	归属母公司净利润	123	145	174	233
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	153	184	217	302
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.68	0.61	0.73	0.97
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	215	140	162	208	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
股本	180	240	240	240	成长能力				
资本公积	91	715	715	715	营业收入	23.0%	20.5%	17.0%	31.4%
留存收益	317	463	565	725	营业利润	17.3%	15.1%	20.2%	39.6%
归属母公司股东权益	588	1417	1519	1680	归属于母公司净利润	15.4%	18.3%	19.6%	33.7%
负债和股东权益	803	1558	1681	1888	获利能力				
					毛利率(%)	14.5%	14.6%	14.4%	15.1%
					净利率(%)	9.6%	9.4%	9.6%	9.8%
					ROE(%)	20.9%	10.3%	11.5%	13.8%
					ROIC(%)	24.6%	22.0%	22.8%	24.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	26.8%	9.0%	9.6%	11.0%
					净负债比率(%)	44.67%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.64	9.14	8.59	7.46
					速动比率	1.34	6.74	6.15	4.99
					营运能力				
					总资产周转率	1.67	1.31	1.11	1.33
					应收账款周转率	51	56	56	59
					应付账款周转率	13.26	14.04	13.88	14.55
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	0.61	0.73	0.97
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.41	0.51	0.48
					每股净资产(最新摊薄)	2.45	5.91	6.33	7.00
					估值比率				
					P/E	21.50	18.18	15.20	11.37
					P/B	4.50	1.87	1.74	1.57
					EV/EBITDA	17	14	12	9

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E					
经营活动现金流	92	99	122	116	经营活动现金流	92	99	122	116
净利润	123	145	174	233	净利润	123	145	174	233
折旧摊销	0	20	25	30	折旧摊销	0	20	25	30
财务费用	9	-1	-7	-6	财务费用	9	-1	-7	-6
投资损失	-3	0	-3	-3	投资损失	-3	0	-3	-3
营运资金变动	0	-63	-66	-137	营运资金变动	0	-63	-66	-137
其他经营现金流	-37	-1	0	0	其他经营现金流	-37	-1	0	0
投资活动现金流	-45	-59	-36	-76	投资活动现金流	-45	-59	-36	-76
资本支出	48	60	40	80	资本支出	48	60	40	80
长期投资	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	4	1	4	4	其他投资现金流	4	1	4	4
筹资活动现金流	-73	589	-65	-66	筹资活动现金流	-73	589	-65	-66
短期借款	-25	-96	0	0	短期借款	-25	-96	0	0
长期借款	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	60	0	0	普通股增加	0	60	0	0
资本公积增加	0	624	0	0	资本公积增加	0	624	0	0
其他筹资现金流	-48	1	-65	-66	其他筹资现金流	-48	1	-65	-66
现金净增加额	-19	629	22	-25	现金净增加额	-19	629	22	-25

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：

此报告旨为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