

产能陆续释放，驱动业绩持稳增长

核心观点：

1. 事件

兴业科技发布 2012 年年度报告。

2. 我们的分析与判断

- 公司发布年度报告，符合市场预期：(1) 2012 年收入 15.43 亿，同比增加 20.46%；营业利润 1.66 亿，同比增 15.58%；净利润 1.45 亿，同比增 18.24%。(2) Q4 当季收入 4.43 亿，同比增加 32.31%；营业利润 0.43 亿，同比增 20.69%；净利润 0.37 亿，同比增 22.91%。分红方案为每 10 股派 2 元（含税）。
- 公司收入增长的主要驱动来自于产品销量的增加：公司募投项目之一年加工 150 万张高档皮革后整饰新技术加工项目（安东园）已部分投产。而利润的增速稍低于收入，主要在于：(1) 毛利率同比下降，2012 年综合毛利率为 14.43%，同比微降 0.02 个百分点；Q4 当季毛利率 12.47%，同比则下滑 1.93 个百分点；原因同样在于安东募投项目所致，因该项目主要是在产业链条的“皮胚→成品革”环节，毛利率 8-10%，低于全产业链条（牛原皮→牛蓝皮→皮胚→成品革）的综合毛利率，故起到一定拖累作用。(2) 三费总计同比增 25.84%，主要系管理费用增加（同比增 53.80%），财务费用因募集资金到位，同比是减少 46.70%。(3) 资产减值准备同比大幅增加，2012 年 226.83 万元，2011 年仅 6.39 万元，2012 年应收账款增加，对应计提的坏账准备随之增加。
- 公司经营性现金流净额同比减 90.54%，主要系报告期购买原材料支付的现金增加较多及应收账款与票据增加所致。2012 年末存货为 4.77 亿元，同比增 70.44%；主要系产能增加及原皮涨价的驱动，带来原材料储备与半成品库存（为方便贮存与缩短交货期部分原料加工成半成品）的增加；其中，原材料 1.38 亿元，占比 28.83%，自制半成品 1.74 亿元，占比 36.45%。同样因市场原料的涨价推动，各项存货未发生跌价情况，故未计提存货跌价准备。应收账款同比增长 174.86%，因 2012 年度未结算货款增加所致。货币资金大增 370.18%，主要系公司 IPO 募集资金到账所致。

3. 投资建议

综合来看，产能释放依然是公司业绩的主要驱动，公司的龙头优势地位有望进一步提升。2013 年安东募投项目产能贡献率将提升。而瑞森募投项目处于在建阶段，2013 年至少可完成“毛皮→蓝皮”阶段，该阶段蓝皮可供公司总部使用、也可为安东项目提供原料，或者外售，对公司综合毛利率将有较大贡献。公司自有 150 万张蓝湿皮配套项目，将至 2013 年底完工，业绩贡献将在 2014 年。虽然公司 2012 年应收账款增加，但主要是品牌老客户，总体可控。预计 2013、2014、2015 年公司收入规模分别为 18.69、22.86、27.43 亿，分别增 21.1%、22.3%、20.0%；净利润规模为 1.75、2.20、2.67 亿，分别增 20.2%、25.9%、21.3%；EPS 分别为 0.73、0.92、1.11 元，当前股价对应 PE 为 15.2、12.0、9.9 倍。维持“谨慎推荐”评级。风险因素则在于：原料价格大幅下跌、产能释放低于预期。

兴业科技 (002674.SZ)

谨慎推荐 维持评级

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130112030156

花小伟：(8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130112090085

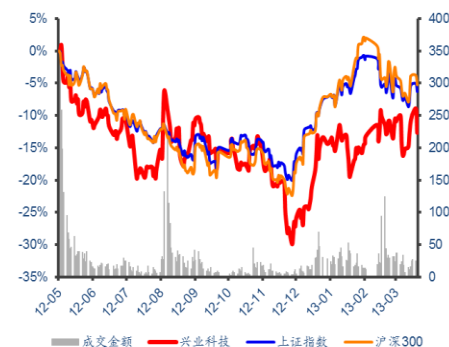
对本报告的编制提供信息

市场数据 2013.3.26

A 股收盘价(元)	11.05
A 股一年内最高价(元)	11.95
A 股一年内最低价(元)	10.10
上证指数	2297.67
市净率	1.89
总股本(万股)	24000
实际流通 A 股(万股)	6000
限售 A 股(万股)	18000
流通 A 股市值(亿元)	6.63

注：*价格未复权

相对指数表现图



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

表 1: 兴业科技 (002674) 逐季业绩增速 (万元)

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
收入	20616	40106	33908	33498	28320	39483	42218	44321
同比					37.4%	-1.6%	24.5%	32.3%
营业成本	17466	34086	29385	28674	23970	33220	36089	38795
同比					37.2%	-2.5%	22.8%	35.3%
销售费用	77	135	119	98	84	126	142	140
同比					8.1%	-6.9%	19.5%	43.3%
管理费用	661	658	640	638	825	900	1074	1195
同比					24.9%	36.8%	67.8%	87.3%
财务费用	107	222	65	541	241	183	289	-215
资产减值损失	132	-141	128	-112	126	157	-38	-18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	338	0	0	0	169	0	0
营业利润	2101	5340	3419	3532	2958	4912	4502	4263
同比					40.8%	-8.0%	31.7%	20.7%
利润总额	1825	5560	3499	3532	2963	4883	4858	4394
同比					62.3%	-12.2%	38.9%	24.4%
所得税	294	769	548	506	446	704	732	674
净利润	1531	4791	2951	3027	2517	4179	4127	3720
同比					64.4%	-12.8%	39.8%	22.9%
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	1531	4791	2951	3027	2517	4179	4127	3720
同比					64.4%	-12.8%	39.8%	22.9%
摊薄 EPS	0.13	0.42	0.26	0.27	0.22	0.37	0.36	0.33
盈利能力								
毛利率	15.3%	15.0%	13.3%	14.4%	15.4%	15.9%	14.5%	12.5%
营业利润率	10.2%	13.3%	10.1%	10.5%	10.4%	12.4%	10.7%	9.6%
销售净利润率	7.4%	11.9%	8.7%	9.0%	8.9%	10.6%	9.8%	8.4%
所得税率	16.1%	13.8%	15.7%	14.3%	15.0%	14.4%	15.1%	15.3%
费用控制能力								
销售费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	3.2%	1.6%	1.9%	1.9%	2.9%	2.3%	2.5%	2.7%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2：兴业科技（002674）财务报表预测

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表（百万元）	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	142.1	668.3	657.3	737.2	840.3	营业收入	1281.3	1543.4	1868.7	2285.7	2743.5
应收票据	16.8	29.8	24.5	30.0	36.0	营业成本	1096.1	1320.7	1596.7	1944.9	2327.1
应收账款	24.6	67.6	35.9	43.9	52.7	营业税金及附加	4.9	5.9	7.1	8.7	10.5
预付款项	92.8	91.1	130.1	177.6	234.5	销售费用	4.3	4.9	6.4	8.0	9.6
其他应收款	11.0	16.2	16.1	19.7	23.6	管理费用	26.0	39.9	50.5	61.7	74.1
存货	280.0	477.2	407.8	496.8	594.4	财务费用	9.3	5.0	5.0	6.0	7.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.1	2.3	3.5	4.3	1.3
长期股权投资	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	164.0	182.7	268.9	293.5	286.7	投资收益	3.4	1.7	2.0	2.0	0.0
在建工程	27.3	43.0	121.5	65.8	37.9	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	143.9	166.4	201.5	254.0	313.9
无形资产	33.0	32.5	31.3	30.0	28.8	营业外收支净额	0.2	4.6	4.0	4.8	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	144.2	171.0	205.5	258.8	313.9
资产总计	802.6	1619.5	1703.4	1904.4	2144.9	减：所得税	21.2	25.6	30.7	38.7	46.9
短期借款	96.0	51.4	0.0	0.0	0.0	净利润	123.0	145.4	174.8	220.1	267.0
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司净利润	123.0	145.4	174.8	220.1	267.0
应付账款	85.3	126.1	122.5	149.2	178.5	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	20.5	14.5	31.0	51.2	75.4	基本每股收益	0.68	0.61	0.73	0.92	1.11
应付职工薪酬	5.2	10.6	10.6	10.6	10.6	稀释每股收益	0.51	0.61	0.73	0.92	1.11
应交税费	7.7	10.0	10.0	10.0	10.0	财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
其他应付款	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	23.0%	20.5%	21.1%	22.3%	20.0%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	17.8%	14.6%	21.0%	26.1%	22.8%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	15.4%	18.2%	20.2%	25.9%	21.3%
负债合计	214.8	213.9	175.5	222.4	275.9	盈利性					
股东权益合计	587.8	1405.6	1528.0	1682.0	1868.9	销售毛利率	14.5%	14.4%	14.6%	14.9%	15.2%
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	销售净利率	9.6%	9.4%	9.4%	9.6%	9.7%
净利润	123.0	145.4	174.8	220.1	267.0	ROE	20.9%	10.3%	11.4%	13.1%	14.3%
折旧与摊销	17.1	18.5	36.6	42.5	45.9	ROIC	18.7%	10.0%	11.6%	13.3%	14.7%
经营活动现金流	92.3	8.7	295.8	159.9	200.3	估值倍数					
投资活动现金流	-44.6	-92.5	-198.0	-8.0	-10.0	PE	16.2	18.2	15.2	12.0	9.9
融资活动现金流	-73.1	622.1	-108.8	-72.0	-87.1	P/S	1.6	1.7	1.4	1.2	1.0
现金净变动	-25.4	538.3	-11.0	79.9	103.1	P/B	3.4	1.9	1.7	1.6	1.4
期初现金余额	154.5	142.1	668.3	657.3	737.2	股息收益率	1.8%	1.8%	2.0%	2.5%	3.0%
期末现金余额	129.1	680.4	657.3	737.2	840.3	EV/EBITDA	11.6	10.7	8.2	6.3	4.9

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177.sh)、美邦服饰 (002269.sz)、鲁泰 A (000726.sz)、七匹狼 (002029.sz)、伟星股份 (002003.sz)、报喜鸟 (002154.sz)、罗莱家纺 (002293.sz)、富安娜 (002327.sz)、潮宏基 (002345.sz)、探路者 (300005.sz)、星期六 (002291.sz)、梦洁家纺 (002397.sz)、森马服饰 (002563.sz)、搜于特 (002503.sz)、华斯股份 (002494.sz)、希努尔 (002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn