

兴业科技 (002674)

毛利率提升+费用严控仍将推动业绩稳健增长

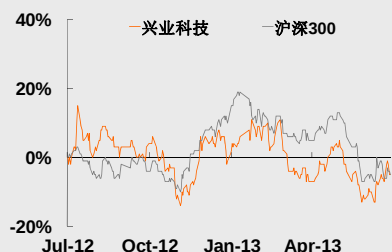
推荐 (维持)

现价: 9.72 元

主要数据

行业	平安纺织品和服装
公司网址	gyeleather.com
大股东/持股	晋江万兴投资有限公司 /13.24%
实际控制人/持股	吴华春/24.55%
总股本(百万股)	240
流通 A 股(百万股)	124
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	23.33
流通 A 股市值(亿元)	12.03
每股净资产(元)	6.00
资产负债率(%)	28.1

行情走势图



相关研究报告

2013 年一季报点评报告《毛利率提升+费用严控: 公司质地持续向好》, 2013 年 4 月 26 日

证券分析师

于旭辉 投资咨询资格编号
S1060512010002
021-38632830
Yuxuhui882@pingan.com.cn

耿邦昊 投资咨询资格编号
S1000510120052
0755-22625433
Gengbanghao458@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。

1 投资要点

事项: 公司发布了 2013 年半年报, 上半年实现主营业务收入 6.8 亿元, 同比增长 0.35%; 实现归属上市公司股东净利润 0.83 亿元, 同比增长 24.36%; 摊薄后 EPS 为 0.35 元, 基本符合我们预期。

平安观点:

■ 利息收入大增致业绩增速高于收入增速

受益于定存利息收入结算 1137 万元 (去年同期利息收入 115 万元) 和 523 万元的汇兑收益, 财务费用为-1279 万元, 较去年同期 424 万元大幅减少, 由此致净利润同比增加 16%左右。

■ 毛利率稳步提升

第二季度单季实现营收 3.86 亿元, 同比下降 2.3%, 主要是由于下游品牌消费疲软传导到上游所致, 相信随着公司战略调整及旺季到来, 第三季度开始将有所好转。值得关注的是, 16.7%的单季毛利率较第一季度的 15.5%又有提升, 说明公司产品结构调整战略效果逐步显现, 高毛利产品的开发和销售比较顺利。

■ 费用控制仍然严格

上半年的管理费用率保持了稳定, 其中销售费用率为 0.36%, 管理费用率为 2.72%, 同比略有增长, 主要是由于增加了安东项目的管理和销售人员所致; 但环比有所下降, 主要是得益于第二季度单季期间费用率下降明显, 其中销售费用率从第一季度的 0.41%下降到第二季度的 0.31%; 管理费用率从第一季度 3.05%下降到第二季度的 2.47%。这反应了公司对精细管理提升的努力。

综合而言, 毛利率的稳步提升、费用的严格控制态势仍将继续, 验证了我们之前的观点: 公司质地持续向好。

■ 资产质量有所下降, 但无需过分担忧

经营活动净现金流出 3.5 亿元, 同比大幅下滑。主要是由于应收账款账期延长致同比增加 61%, 及为了应对下游客户小批量、多批次的订货模式提高了原材料的备货, 存货大幅增加 128%所致。

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,042	1,281	1,543	1,842	2,399
YoY(%)	27.1	23.0	20.5	19.3	30.3
净利润(百万元)	107	123	145	174	229
YoY(%)	32.4	15.4	18.2	19.4	31.6
毛利率(%)	15.0	14.5	14.4	13.8	14.1
净利率(%)	10.2	9.6	9.4	9.4	9.5
ROE(%)	21.3	20.9	10.3	11.3	13.4
EPS(摊薄/元)	0.44	0.51	0.61	0.72	0.95
P/E(倍)	21.9	19.0	16.0	13.4	10.2
P/B(倍)	4.7	4.0	1.7	1.5	1.4

但我们认为“以销定产”的模式下无需过分担心资产质量问题。由于兴业科技的下游客户往往都是国内知名品牌，实力较强，加之客户粘性高，因此我们认为无需担心应收账款坏账的问题。应收账款增加确实一定程度上反映了下游客户的经营状况，这也是促使公司经营更加稳健的重要原因。

同时，进入 2013 年来，下游客户集中采购模式开始向小批量多批次采购模式改变，在这种模式下，公司的预测难度加大，因此加大了原材料的储备力度。虽然一方面这种模式下加大了资金占用，降低了存货周转，但同时也压缩了经销商的生存空间，有利于公司加大直销占比，提升市占率。因此，总体上，我们认为这种订货模式的变化有利于公司长远发展。

■ 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，稳健成长，值得长期关注。维持公司 2013-2014 年 EPS 分别为 0.72 元和 0.95 元的盈利预测，结合当前股价对应 13 年 PE 分别为 13 和 10 倍，鉴于业绩仍有提升空间，公司稳健的经营风格和集中度逐渐提升的前景使得当前股价具有一定的安全边际，弱市中的防御价值开始凸显，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。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	
流动资产	567	1350	1391	1579	
现金	142	668	776	779	
应收账款	25	68	35	46	
其他应收款	11	16	16	21	
预付账款	93	91	134	175	
存货	280	477	405	527	
其他流动资产	17	30	24	31	
非流动资产	235	269	306	345	
长期投资	10	10	10	10	
固定资产	164	183	235	277	
无形资产	33	33	31	30	
其他非流动资产	28	44	30	29	
资产总计	803	1620	1697	1924	
流动负债	215	213	166	212	
短期借款	96	51	0	0	
应付账款	85	126	123	160	
其他流动负债	34	36	43	52	
非流动负债	0	1	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	0	1	0	0	
负债合计	215	214	166	212	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	180	240	240	240	
资本公积	91	703	703	703	
留存收益	317	463	588	769	
归属母公司股东权益	588	1406	1531	1712	
负债和股东权益	803	1620	1697	1924	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	
经营活动现金流	92	9	260	115	
净利润	123	145	174	229	
折旧摊销	17	19	23	30	
财务费用	9	5	-5	-4	
投资损失	-3	-2	-2	-2	
营运资金变动	-54	-164	75	-138	
其他经营现金流	0	5	-4	0	
投资活动现金流	-45	-92	-58	-68	
资本支出	48	95	60	70	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	4	3	2	2	
筹资活动现金流	-73	622	-95	-44	
短期借款	-25	-45	-51	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	60	0	0	
资本公积增加	0	612	0	0	
其他筹资现金流	-48	-6	-43	-44	
现金净增加额	-19	539	108	3	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	
营业收入	1281	1543	1842	2399	
营业成本	1096	1321	1587	2062	
营业税金及附加	5	6	7	9	
营业费用	4	5	6	8	
管理费用	26	40	46	60	
财务费用	9	5	-5	-4	
资产减值损失	0	2	1	1	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	3	2	2	2	
营业利润	144	166	201	266	
营业外收入	3	5	3	3	
营业外支出	3	1	0	0	
利润总额	144	171	204	269	
所得税	21	26	31	40	
净利润	123	145	174	229	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	123	145	174	229	
EBITDA	170	190	219	292	
EPS (元)	0.68	0.61	0.72	0.95	

主要财务比率					
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	
成长能力					
营业收入	23.0	20.5	19.3	30.3	
营业利润	17.3	15.6	20.9	32.2	
归属于母公司净利润	15.4	18.2	19.4	31.6	
获利能力					
毛利率(%)	14.5	14.4	13.8	14.1	
净利率(%)	9.6	9.4	9.4	9.5	
ROE(%)	20.9	10.3	11.3	13.4	
ROIC(%)	24.6	18.7	22.4	24.1	
偿债能力					
资产负债率(%)	26.8	13.2	9.8	11.0	
净负债比率(%)	44.67	24.02	0.00	0.00	
流动比率	2.64	6.34	8.38	7.45	
速动比率	1.34	4.10	5.94	4.97	
营运能力					
总资产周转率	1.67	1.27	1.11	1.33	
应收账款周转率	51	32	35	59	
应付账款周转率	13.26	12.50	12.72	14.53	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.61	0.72	0.95	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.04	1.08	0.48	
每股净资产(最新摊薄)	2.45	5.86	6.38	7.13	
估值比率					
P/E	18.97	16.04	13.43	10.21	
P/B	3.97	1.66	1.52	1.36	
EV/EBITDA	10	9	8	6	

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。



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