

收入低位增长，净利持稳增加

核心观点：

1. 事件

兴业科技发布 2013 年三季度报。

2. 我们的分析与判断

公司业绩整体符预期，其中收入增速依然低位，净利增速持稳。

(1) 2013Q1-3 收入 11.15 亿，同比增 1.31%；营业利润 1.54 亿，同比增 24.07%；净利润 1.32 亿，同比增 21.65%。(2) Q3 当季收入 4.34 亿，同比增 2.87%；营业利润 0.55 亿，同比增 21.37%；净利润 0.48 亿，同比增 17.24%。(3) 公司对 2013 全年的净利区间预计为 (0%，30%)。

Q3 当季收入增速 (2.87%) 较 Q2 当季 (-2.33%) 转正，主要系在三季度传统旺季的季节性需求下，产品产销增加。2013 年下半年，公司募投项目之一，安东项目产能陆续释放。募投之二瑞森项目中产业链前道“原皮→蓝皮”将继续做，以保障蓝皮环节的供给，但产业链后道的“蓝皮→成品”的募投资金改投自有的安东 150 万张蓝皮扩建项目，原因主要在于：安东园区位置距公司总部较近，有利发挥协同作用、人工技能也较成熟，也反映出公司的务实稳健的管理风格。

行业下游需求情况，从我们跟踪来看，鞋面革下游需求依然不佳，例如百丽国际三季度鞋类销售同店增 1.3%，达芙妮同店下降 18.10%，千百度下降 9.80%。Q3 当季毛利率 15.32%，同比仍提高 0.80PCT，但环比趋势上是低于 2013Q1、Q2 的水平。毛利率同比继续提高，主要还是产品结构的优化（例如开拓包袋革客户），产品附加值的提升；但因为原材料价格前三季度维持震荡，原材料的存货溢价效应降低。

费用方面，销售费用、管理费用率整体稳健，财务费用率 Q3 为 0.05%，同比下降 0.64PCT，但高于 Q1 (-0.17%)、Q2 (-3.18%) 水平，主要因 Q3 公司原材料采购量增加，增加银行短期借款所致；财务费用率上半年明显下降主要系募集资金利息收入及汇兑收益增加。此外，Q3 因闲置募集资金理财收益增加，投资收益有 74.73 万，去年同期为 0。

公司 9 月底存货同比增 97.78%，主要系公司生产规模扩大储备较多原材料及半成品所致。应收账款同比增 12.84%、应收票据同比增 72.07%，反映公司对下游授信略有增加，但账期整体都在可控范围内。而因原材料购买支付现金以及应收账款、应收票据的增加，导致经营活动产生的现金流量净额同比降 130.09%。投资活动产生的现金流量净额同比降 232.26%，主要因募投项目建设及用购买理财产品所致。

3. 投资建议

公司股权激励行权条件是第一期目标是：2013 年收入增速≥15%，净利增速≥20%，从当前三季报来看我们认为收入目标颇有难度（如达标则 Q4 当季收入同比需增 49%）；另考虑到 Q4 是旺季，且有 1.13 亿元的理财产品到期，我们认为净利增速达标存在可能，我们预计 2013 年净利增 23%，则对应 EPS0.75 元，对应 PE16.5 倍，2014 年净利增 15%，EPS0.86 元，对应 PE14.4 倍。

后期看，公司产品不断升级努力替代进口皮革、并提高毛利率高的包袋革占比、以及制革业集中度的提升等，都是公司业绩的驱动力，且公司管理稳健、研发优势领先。但考虑到目前需求大环境，暂维持“谨慎推荐”评级。

风险因素：原料价格下跌；产能释放低于预期。

兴业科技 (002674.SZ)

谨慎推荐

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)

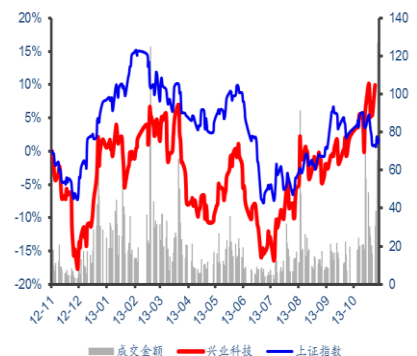
执业证书编号：S0130112090085

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.11.3

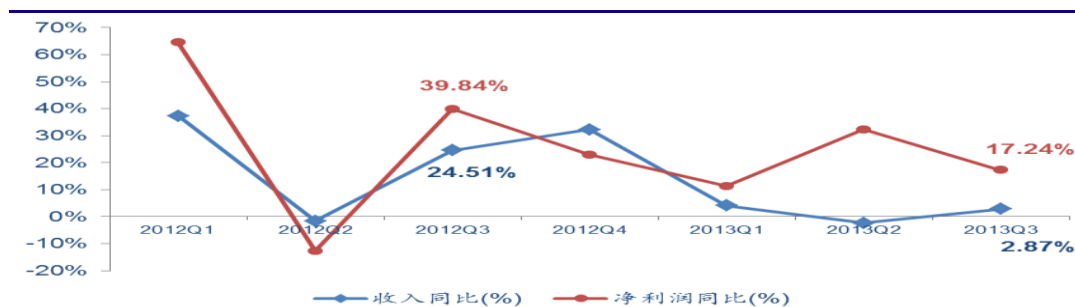
A 股收盘价(元)	12.36
A 股一年内最高价(元)	12.48
A 股一年内最低价(元)	8.38
上证指数	2149.56
市净率	2.00
总股本(万股)	24290
实际流通 A 股(万股)	12379
限售 A 股(万股)	11911
流通 A 股市值(亿元)	15

相对指数表现图



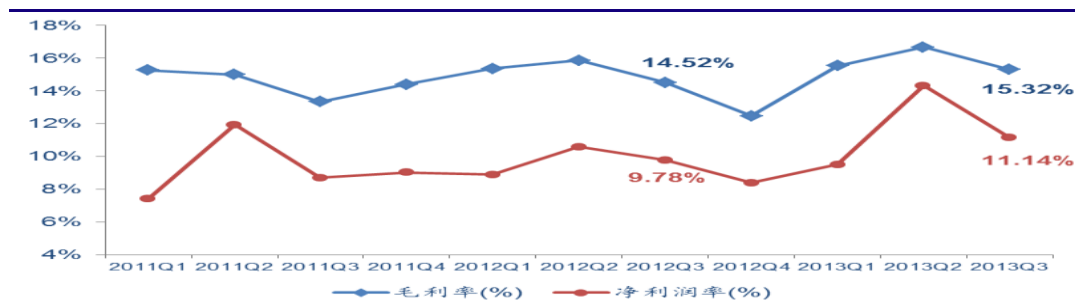
资料来源：中国银河证券研究部

图 1: 兴业科技当季收入、净利润同比增速趋势



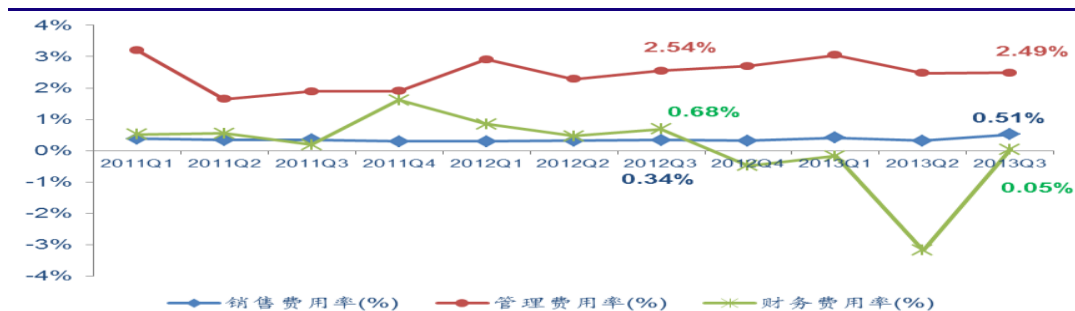
资料来源: WIND 中国银河证券研究部

图 2: 兴业科技当季毛利率、净利率变化趋势



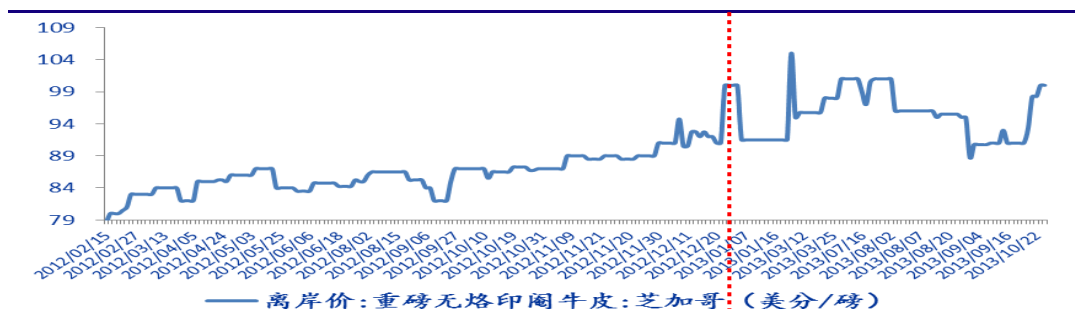
资料来源: WIND 中国银河证券研究部

图 3: 兴业科技当季三费比例变化趋势



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

图 4: 重磅无烙印阉牛皮当日价格变化趋势



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 1: 兴业科技关键指标预测

关键指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	23.00%	20.46%	3.06%	15.47%	13.66%
净利润增长率	15.42%	18.24%	23.25%	14.63%	18.30%
EBITDA 增长率	17.34%	12.69%	23.24%	25.85%	17.07%
EBIT 增长率	17.45%	13.18%	15.97%	19.57%	17.84%
估值指标					
PE	24	20	17	14	12
PB	5	2	2	2	2
EV/EBITDA	14	14	12	10	8
EV/EBIT	16	15	15	12	10
EV/NOPLAT	18	18	17	15	12
EV/Sales	2	2	2	2	1
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	14.45%	14.43%	15.81%	16.27%	16.74%
EBITDA 率	13.03%	12.19%	14.58%	15.89%	16.37%
EBIT 率	11.70%	10.99%	12.37%	12.81%	13.28%
税前净利润率	11.25%	11.08%	13.32%	13.22%	13.76%
税后净利润率 (归属母公司)	9.60%	9.42%	11.27%	11.19%	11.64%
ROA	15.32%	8.98%	10.47%	10.86%	11.60%
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.92%	10.35%	11.66%	12.17%	13.00%
经营性 ROIC	17.99%	14.51%	11.36%	12.08%	13.78%
资本结构					
资产负债率	26.77%	13.21%	10.22%	10.71%	10.79%
权益乘数	1.37	1.15	1.11	1.12	1.12
流动资产/总资产	70.70%	83.36%	62.37%	63.75%	67.75%
非流动资产/总资产	29.30%	16.64%	37.63%	36.25%	32.25%
有形资产/总资产	95.78%	97.92%	97.57%	97.49%	97.62%
流动负债/总负债	100.00%	99.57%	99.48%	99.55%	99.60%
非流动负债/总负债	0.00%	0.43%	0.52%	0.45%	0.40%
有息负债/总投入资本	13.50%	5.17%	0.00%	0.00%	0.00%
权益/总投入资本	82.67%	141.30%	104.89%	102.50%	109.91%
偿债能力					
流动比率	2.64	6.34	6.14	5.98	6.30
速动比率	1.34	4.10	2.98	2.85	3.22
归属母公司权益/有息债务	6.12	27.36	NA	NA	NA
有形资产/有息债务	8.01	30.86	NA	NA	NA
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)	9.94	39.30	NA	NA	NA
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.51	0.61	0.75	0.86	1.01
每股红利	0.00	0.20	0.22	0.26	0.30
每股经营现金流	0.38	0.04	0.47	0.63	0.87
每股自由现金流(FCFF)	0.36	(0.29)	(1.51)	(0.16)	0.49
每股净资产	2.45	5.86	6.40	7.04	7.79
每股销售收入	5.34	6.43	6.63	7.65	8.70
每股 EBITDA	0.70	0.78	0.97	1.22	1.42
营运能力					
应收账款周转率	53.33	33.48	21.32	19.72	17.87
应收账款周转天数	6.75	10.75	16.88	18.26	20.14
存货周转率	4.24	3.49	2.61	2.61	2.62
存货周转天数	84.88	103.19	137.94	138.06	137.29
应付账款周转率	13.26	12.50	10.30	10.69	10.61
应付账款周转天数	27.15	28.80	34.95	33.67	33.93
营业周期	91.63	113.95	154.83	156.32	157.44
现金周期	64.48	85.14	119.88	122.64	123.51

总资产周转率	1.67	1.27	0.95	1.02	1.05
杜邦分析					
ROE (归属母公司)	20.92%	10.35%	11.66%	12.17%	13.00%
销售净利率	9.60%	9.42%	11.27%	11.19%	11.64%
总资产周转率	1.67	1.27	0.95	1.02	1.05
权益乘数 (杜邦分析)	1.30	0.86	1.08	1.07	1.07
ROIC 分解					
获利能力-经营利润率 (EBIT/收入)	11.70%	10.99%	12.37%	12.81%	13.28%
资本效率-投入资本周转率	1.95	1.81	1.29	1.18	1.25
1-税率	85.31%	85.05%	84.60%	84.60%	84.60%
收益质量					
经营活动净收益/利润总额	97.50%	96.31%	96.93%	97.55%	97.67%
价值变动净收益/利润总额	2.34%	0.99%	1.89%	1.44%	1.22%
营业外收支净额/利润总额	0.16%	2.71%	1.18%	1.01%	1.11%
所得税/利润总额	14.69%	14.95%	15.40%	15.40%	15.40%
现金流量					
经营活动现金流量净额/经营活动净收益	65.69%	5.30%	54.88%	63.60%	74.69%

资料来源: WIND 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
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：高 兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@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