



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

原料储备充足 静待产能释放

—— 宏良股份（002720.sz）新股报告

2014 年 01 月 15 日

康敬东

农林牧渔行业分析师

证券研究报告

公司研究——新股报告

宏良股份（002720.sz）

建议询价区间：
16-21 元/股

合理估值区间：
20-26 元/股

康敬东 行业分析师
执业编号：S1500510120009
联系电话：+86 10 63081261
邮箱：kangjingdong@cindasc.com

胡申 研究助理
联系电话：+86 10 63081425
邮箱：hushen@cindasc.com

原料储备充足 静待产能释放

新股定价报告

2014 年 01 月 15 日

本期内容提要：

- ◆**发行方案：**公司本次发行前总股本为 13000 万股。本次公开发行新股不超过 1840 万股，公司股东拟公开发售股份不超过 3400 万股。公司本次公开发行股票总量不超过 4340 万股。公司本次募集资金需求总额为 26511.79 万元，全部新增年加工 45 万标张牛皮革扩建项目和研发中心建设项目。
- ◆**行业仍有巨大的发展空间。**1、随着人们生活水平的提高和需求多样化，未来皮革将会继续大量应用在皮鞋、皮衣等方面，国内住房和汽车市场的兴起也将进一步拉动对坐垫革和家具的需求；2、目前中国人均鞋类消费数量还有很大的提升空间；3、作为一个拥有 13 亿人口的消费大国，随着城乡居民可支配收入的提高、国内皮鞋的销售量和销售额整体保持着快速上升趋势；4、制革业不仅为皮鞋市场，也为箱包、沙发汽车内饰等下游提供原料来源，对于皮革制品需求还将逐渐增多。
- ◆**公司具有明显的竞争优势。**1、过多年发展，公司在牛皮鞋面革领域已取得了较为突出的行业地位；2、公司作为主要起草者，参与了中华人民共和国环境保护标准（HJ 507-2009）《环境标志产品技术要求—皮革》的制定工作，成为行业标准的制定者；3、公司一直以“生态皮革、时尚宏良”为定位，历来重视技术创新和新产品的开发，公司董事长李臣先生作为公司研发中心的直接负责人，公司在制革技术方面已经具备了较强的研发竞争力；4、作为公司主要采购基地的西北地区，是我国最大的天然和人工畜牧草场之一，公司主要采购地甘、青、新地区占全国牛存栏及出栏量的比重较大且保持稳定。
- ◆**盈利预测与询价建议：**我们预测公司 2013-2015 年收入增长分别为 30.90%、35.00%、40.00%，归属母公司净利润分别增长 15.47%、58.95%、53.60%，根据绝对估值和相对估值综合考虑，我们认为公司合理价值区间为 20-26 元，建议询价区间为 16-21 元。
- ◆**风险因素：**现金流风险、原料皮供给风险、产品结构尚不完善等。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	793.37	1,048.58	1,372.56	1,852.96	2,594.14
增长率 YoY %	67.59%	32.17%	30.90%	35.00%	40.00%
归属母公司净利润(百万元)	72.31	119.10	151.63	234.54	347.06
增长率 YoY%	53.49%	64.70%	27.32%	54.68%	47.97%
毛利率%	19.10%	21.66%	22.47%	23.16%	23.00%
净资产收益率 ROE%	24.29%	31.31%	29.77%	28.33%	27.90%

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

摊薄每股收益 EPS(元)

0.56

0.92

1.17

1.65

2.44

资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心预测

注：假设发行后总股本为 14240 万股。

目 录

公司概况及发行简介	1
公司概况	1
发行简介及股本结构	4
募投项目、盈利预测及估值分析	5
募投项目分析	5
盈利预测及假设	6
估值与询价建议	8
行业仍有巨大的发展空间	9
公司是行业佼佼者	11
公司的竞争优势	12
风险因素	13

图 目 录

图 1: 公司主要产品图	2
图 2: 公司营业收入及毛利率情况	3
图 3: 公司主营收入构成情况 (2013 年上半年)	3
图 4: 公司净利润及净利率情况	3
图 5: 公司主营业务毛利率构成情况 (2013 年上半年)	3
图 6: 公司股权结构	4
图 7: 轻革及牛皮革的产量状况	9
图 8: 全国制革工业总产值预测	10
图 9: 国内皮革市场容量预测	10
图 10: 中国皮鞋产量及预测	10

表 目 录

表 1: 公司主要产品	1
表 2: 公司募投项目情况	5
表 3: 主要业务盈利预测 (单位: 亿元)	7
表 4: 可比公司市盈率(2014-1-14)	8
表 5: 主要计算参数	8
表 6: 公司市场占有率逐年提高	11
表 7: 公司所获荣誉	11

公司概况及发行简介

公司概况

甘肃宏良皮业股份有限公司（宏良股份）成立于 1997 年，目前注册资本 13000 万元。是国家重点龙头企业。

公司产品可分为鞋面革和包袋革两大类，包括油蜡、打蜡、特殊效应革、水染、生态革、摔纹革等六大系列的三十种产品。公司产品定位于中高端领域，并通过直销、代销、经销等方式直接或间接地满足了国内许多知名厂商的需求。根据公司对各主要客户的终端销售情况进行的调查统计，产品应用于达芙妮、千百度、奥康、百丽、思加图、接吻猫、森达、意尔康、康奈、红蜻蜓、星期六、天美意等十几个国内著名鞋类品牌。

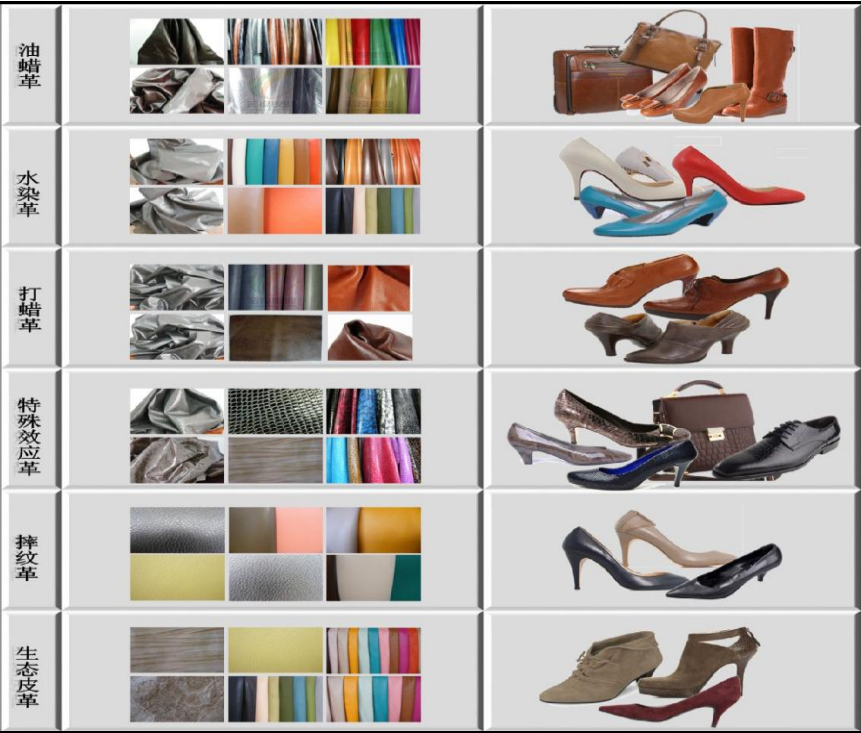
表 1: 公司主要产品

类别	用途	系列	产品名称	产品特点	用途
鞋面革	女鞋鞋面革	油蜡革	小牛油蜡革	轻微的油蜡效果、紧实细腻	高档女鞋
			仿胎牛油蜡革	轻微的油蜡效果、平滑细腻	高档女鞋
			金苹果油蜡革	高光油蜡效果	中高档女鞋
			红玫瑰油蜡革	重油蜡效果、手感滑爽	中高档女鞋
			紫罗兰油蜡革	重油蜡效果、手感油润	中高档女鞋
			郁金香油蜡革	色彩纯正、手感滋润	中高档女鞋
			康乃馨油蜡革	素雅浅淡的油蜡效果	中高档女鞋
		水染革	孔雀水染革	色彩艳丽饱满、手感自然	高档女鞋
			喜鹊水染革	轻微涂饰、手感舒适	中高档女鞋
		打蜡革	小牛打蜡革	轻微的打蜡效果、紧实细腻	高档女鞋
			烧焦打蜡革	厚重的打蜡、有焦黑效果	中高档女鞋
		特殊效应革	幻彩效应革	色彩艳丽、斑斓闪烁	中高档女鞋
			珠光效应革	有珍珠般的晶莹光泽	中高档女鞋
			仿珍稀动物皮	珍稀动物皮花纹、高贵典雅	高档女鞋
			抓花效应革	手工工艺、有很强的层次感和立体感	高档女鞋
			丝绸效应革	丝绒般的细腻手感	高档女鞋
		摔纹革	自然摔纹革	花纹自然、柔软丰满	高档女鞋
			压花摔纹革	花纹均匀、利用率高	中高档女鞋
		生态革	半植鞣全粒面革	粒纹饱满清晰、绿色环保	高档女鞋

	男鞋鞋面革	油蜡革	半植鞣油蜡革	油蜡感强、绿色环保	高档女鞋
			半植鞣苯胺革	通透自然、绿色环保	高档女鞋
			高尔夫油蜡革	轻微的油蜡效果、休闲风格	高档男鞋
			西部牛仔油蜡革	油蜡磨砂效果、风格粗犷	中高档男鞋
			牧马人油蜡革	重油蜡效果，厚重古朴	中高档男鞋
			森林人油蜡革	重油蜡效果、有防水性能	中高档男鞋
包袋革		油蜡革	油蜡磨砂包袋革	油蜡磨砂效果、风格粗犷	中高档包袋
			珠光效应包袋革	有珍珠般的晶莹光泽	中高档包袋
		效应革	幻彩效应包袋革	色彩艳丽、斑斓闪烁	中高档包袋
			仿珍稀动物皮革	珍稀动物皮花纹、高贵典雅	高档包袋
			半植鞣抓花草	手工工艺、有很强的层次感和立体感	高档包袋

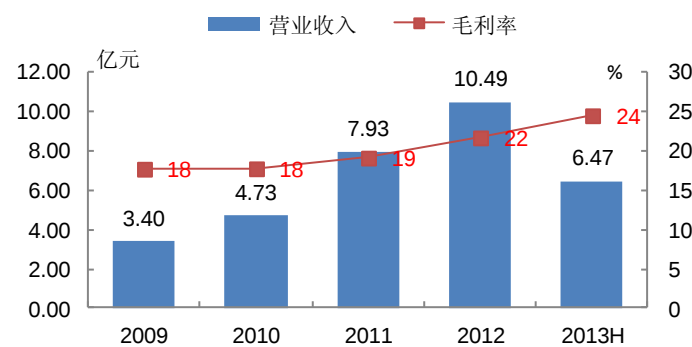
资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

图 1：公司主要产品图



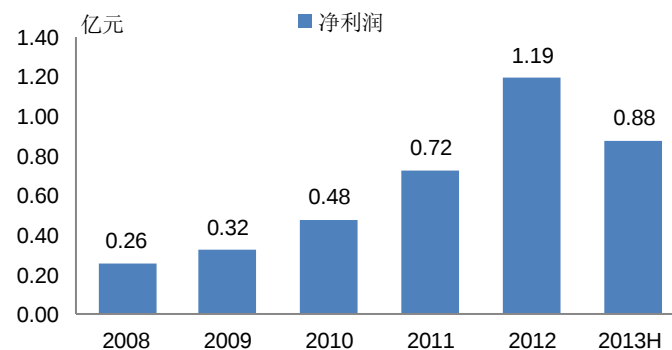
资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

图 2: 公司营业收入及毛利率情况



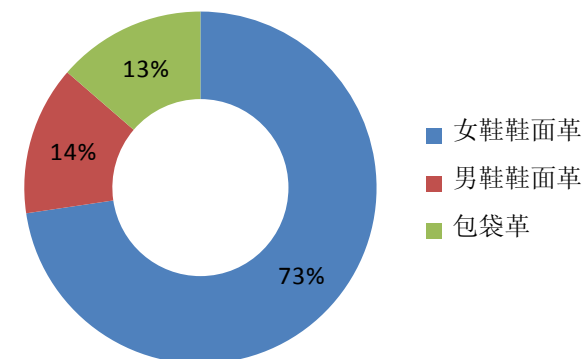
资料来源: 公司招股意向书, 信达证券研发中心

图 4: 公司净利润及净利率情况



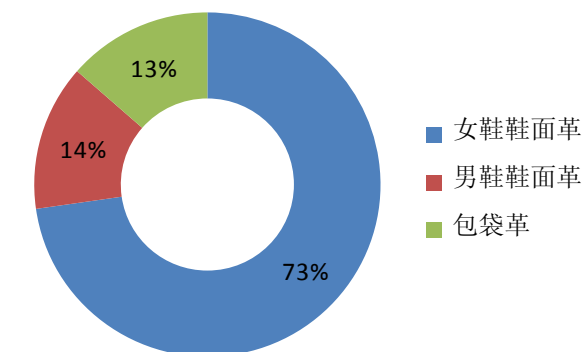
资料来源: 公司招股意向书, 信达证券研发中心

图 3: 公司主营收入构成情况 (2013 年上半年)



资料来源: 公司招股意向书, 信达证券研发中心

图 5: 公司主营业务毛利构成情况 (2013 年上半年)

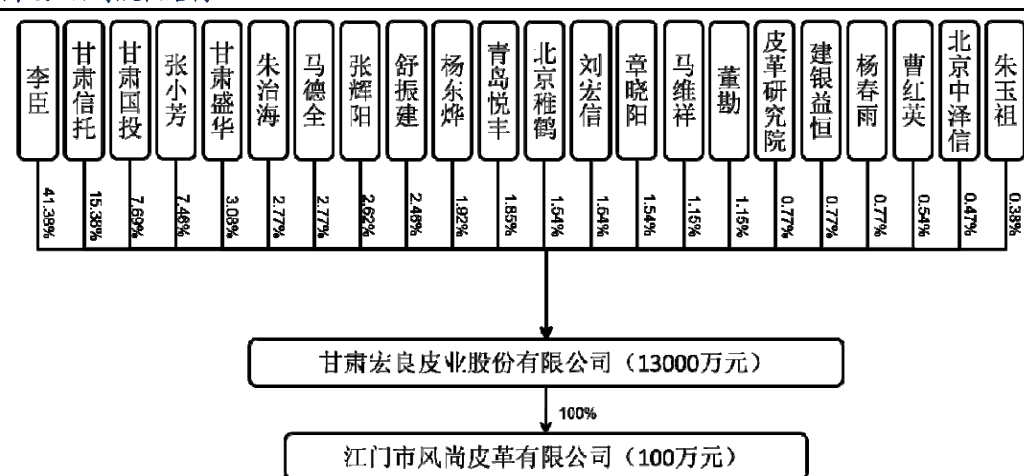


资料来源: 公司招股意向书, 信达证券研发中心

发行简介及股本结构

实际控制人为李臣。

图 6: 公司股权结构



资料来源: 公司招股意向书, 信达证券研发中心

公司本次发行前总股本为 13000 万股。本次公开发行新股不超过 1840 万股, 公司股东拟公开发售股份不超过 3400 万股。公司本次公开发行股票总量不超过 4340 万股。

公司控股股东不参与本次股份发售, 持有公司股份 10%以上的股东甘肃信托拟公开发售不超过 955.76 万股, 本次公开发行前 36 个月内担任公司董事的股东朱治海、马德全和张辉阳拟公开发售 90.06 万股、90.06 万股和 85 万股。公司股东发售股份所得资金不归公司所有。

重要假设: 由于目前发行股数尚未确定, 我们依据盈利预测和目前行业平均市盈率水平等因素, 本报告假设发行价为 23 元/股, 新股发行股数假设为 1240 万股, 老股转让股数为 2320 万股, 发行上市后的总股本为 14240 万股, 流通股为 3560 万股。

募投项目、盈利预测及估值分析

募投项目分析

公司本次募集资金需求总额为 26511.79 万元，全部用于募集资金项目的建设，募集资金投入将按照以下项目顺序进行。

表 2: 公司募投项目情况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金 (万元)
1	新增年加工 45 万标张牛皮革扩建项目	24429.18	24429.18
2	研发中心建设项目	2082.61	2082.61
	合 计	26511.79	26511.79

资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

(一) 新增年加工 45 万标张牛皮革扩建项目

项目建设的必要性:

1、合理规划产业布局。公司已经在广东沿海地区建立了先进的后涂饰生产基地，并形成了稳定的销售渠道，在此基础上，公司拟在西北地区实施本次募集资金项目。这种产业布局下，公司一方面可以利用东部沿海地区紧邻市场前沿的窗口优势，及时掌握市场信息和市场动态，为公司的产品设计、研发提供支持，另一方面也可以依托西北地区的资源和成本等优势，实施规模化战略。本项目对公司的产业布局结构进行了合理的规划，将有利于公司更快更好的发展。

2、突破产能限制，提高公司市场占有率。公司在牛皮鞋面革行业有着明显的竞争优势，近年来一直保持着强劲的发展态势，但受产能的制约，公司的市场份额只有 1.38%左右。通过本项目的实施，公司不仅能够适应快速发展的需要，解决产能不足的问题，同时还能在国家产业结构调整、行业洗牌的背景下，提高自身的市场占有率和市场地位。

项目建设周期：本项目建设期 12 个月，采用统筹法进行，以便缩短建设期限。为不影响企业正常生产，项目的土建工程施工及设备安装调试选择在生产淡季及设备检修期进行。

预期项目收益：根据项目实施计划，项目建成后投资回收期为 6.28 年（动态，含建设期）。根据测算，项目投产后年营业收入为 38133.20 万元，年平均税后利润为 3677.76 万元；项目投资收益率为 20.07%，税后财务内部收益率为 18.68%，资本净利润率 15.05%，项目盈亏平衡点为 51.21%。本项目主要经济指标高于行业基准值，经济效益较好。

（二）研发中心建设项目

项目建设的必要性：

公司近几年表现出良好的成长性，主要得益于公司重视技术创新，也得益于公司不断向市场推出符合市场需求并引领时尚潮流的新产品。随着公司产能的逐步扩大，若要在激烈的市场竞争中持续快速发展，必须加大投入，加强公司持续的技术创新能力，不断提高研发水平及产品质量；根据市场需求和技术发展动向，积极加大产品研发与技术创新力度，主动把握市场先机，巩固公司的优势地位。

公司现有研发中心面积狭小，研发人员尚显不足，特别是缺少中试车间，加工技术研究与改进的外围条件有所欠缺，一定程度上阻碍了公司提高研发层次和技术攻关。通过本次研发中心项目的实施，可以创造良好的研发条件和吸引人才的环境，并借此提高技术储备和人才储备，从而保持公司技术领先与竞争优势，实现公司持续发展。

项目建设周期：本项目建设期 12 个月，实施分为前期准备、技术方案设计、设备购置、场地改造装修、设备安装与调试、人员培训、投入运营等几个阶段。

预期项目收益：本项目作为公司技术研发中心，不提供面向终端客户的产品，其效益主要体现在间接收益上。项目建成后：

（1）有利于提高新品开发速度和开发质量。研发中心建成后，可大大增加产品的品质、品种及风格等，加快产品的更新换代速度，可缩短新品开发周期 3 个月，为提高产品市场份额提供了有力的保证；同时，新增仪器设备可强化工艺要求，实现研发过程中发现的问题随时修改，提高了研发水平，提升了产品质量。

（2）有利于促进企业环境保护和清洁生产。

（3）有利于承接国家及省市级科研攻关项目，提升行业技术研发水平。

盈利预测及假设

主要假设：

- （1）主要产品的毛利率都处于稳定状态，近三年年女鞋鞋面革毛利率分别为 22.57%、23.57%和 23.57%，男鞋鞋面革毛利率分别为 22.09%、21.09%和 20.09%，包装革的毛利率分别为 21.83、20.83%和 19.83%；
- （2）主要产品未来三年（2013-2015）的收入增长率分别达到为 30%、35%和 40%；
- （3）募投项目进展顺利，不存在产能瓶颈；
- （4）公司销售费用、管理费用率基本稳定。

表 3: 主要业务盈利预测 (单位: 亿元)

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	7.93	10.49	13.73	18.53	25.94
产品	7.80	10.45	13.59	18.34	25.68
女鞋鞋面革	6.13	8.80	11.44	15.45	21.63
男鞋鞋面革	0.37	0.67	0.87	1.17	1.64
包袋革	1.29	0.98	1.28	1.72	2.41
营业成本	6.42	8.21	10.64	14.24	19.97
产品	6.33	8.21	10.53	14.10	19.78
女鞋鞋面革	4.96	6.90	8.86	11.81	16.53
男鞋鞋面革	0.30	0.53	0.68	0.93	1.31
包袋革	1.07	0.78	1.00	1.36	1.93
毛利	1.52	2.27	3.08	4.29	5.97
产品	1.47	2.24	3.05	4.25	5.91
女鞋鞋面革	1.17	1.90	2.58	3.64	5.10
男鞋鞋面革	0.07	0.14	0.19	0.25	0.33
包袋革	0.23	0.20	0.28	0.36	0.48
毛利率(%)	19.10	21.66	22.47	23.16	23.00
产品	18.84	21.47	22.47	23.16	23.00
女鞋鞋面革	19.11	21.57	22.57	23.57	23.57
男鞋鞋面革	19.13	21.09	22.09	21.09	20.09
包袋革	17.45	20.83	21.83	20.83	19.83
增长率(收入)					
产品	67.59%	32.17%	30.90%	35.00%	40.00%
女鞋鞋面革	73.91%	43.54%	30%	35%	40%
男鞋鞋面革	7.55%	79.02%	30%	35%	40%
包袋革	54.28%	-24.10%	30%	35%	40%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

根据以上假设条件, 我们预计公司 2013-2015 年收入分别增长 30.90%、35.00%、40.00%, 归属母公司净利润分别为 1.52 亿、2.35 亿和 3.47 亿, 同比增长率 27.32%、54.68%、47.97%。

基于前述假设，发行后总股本为 14240 万股，2013-2015 年对应发行后全面摊薄 EPS 分别为 1.17、1.65、2.44 元。

估值与询价建议

相对估值

表 4: 可比公司市盈率(2014-1-14)

代码	简称	PE		
		2013E	2014E	2015E
002674.SZ	兴业科技	17	14	12
603001.SH	奥康国际	13	12	10
002291.SZ	星期六	42	32	21
000982.SZ	中银绒业	16	12	8
002494.SZ	华斯股份	20	15	12
	平均值	16	13	11

注:预测市盈率为 wind 机构预测值，剔除估值较高的星期六；资料来源: wind，信达证券研发中心

根据行业中主要可比公司的 2013 年平均预测市盈率，我们认为公司合理 PE 区间为 16-20 倍，合理估值区间为 20-26 元。

绝对估值

表 5: 主要计算参数

项目	参数	项目	参数
行业平均 Beta	0.89	市场预期收益率	10.7%
无风险利率	3.70%	永续增长率	2%
风险收益率	6.23%		

资料来源: wind，信达证券研发中心

根据绝对估值法，我们得出公司的内在价值为 24.67 元。

估值结论及询价建议

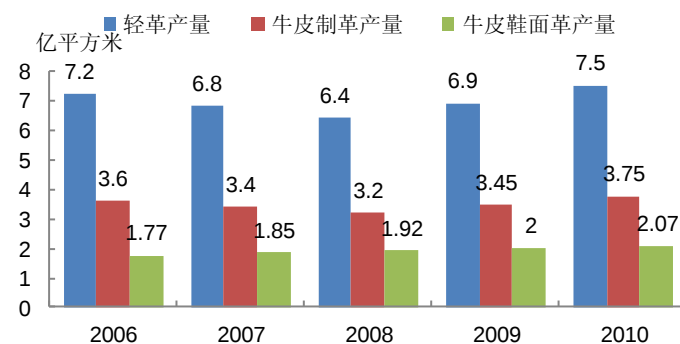
结合相对估值和绝对估值，综合考虑，我们认为公司的合理价值区间在 20-26 元，我们建议的询价区间为 16-21 元。

行业仍有巨大的发展空间

公司产品为牛皮鞋面革和牛皮包袋革，以牛皮鞋面革为主导产品。

根据中国皮革协会调查，内成品的构按原料来源划分：牛皮约占 50%，羊皮占 31%，猪皮占 18%，其他原料占 1%。按成品革用途划分：鞋面为 35%，服装革 20%、家具革 15%、手套革 10%、汽车革、汽车革 5%，其他 15%；就鞋面革而言，牛皮鞋约占的 65%。

图 7：轻革及牛皮革的产量状况



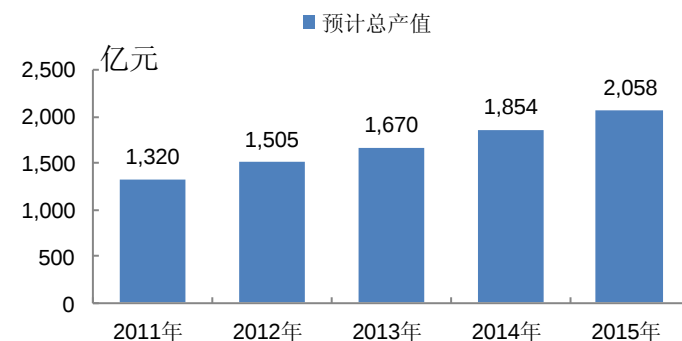
资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

公司皮革产品主要用来生产女鞋和男鞋，根据国家统计局对全规模以上制鞋企业统计（规模以上指全部国有及年销售收入 500 万元以上非国有企业），2003 年中国皮鞋产量为 18.20 亿双，到 2007 年产量达到 33.60 亿双，平均年复合增长率为 16.60%，2008 年国际金融危机爆发，在人民币升值、原材料价格上涨以及劳动力短缺的影响下，中国皮鞋行业顶住压实现了年产 33.20 亿双的成绩，2010 年、2011 年皮鞋产量则分别达到了 39 亿双、42 亿双。

随着人们生活水平的提高和需求多样化，未来几年皮革将会继续大量应用在皮鞋、皮衣等方面，国内住房和汽车市场的兴起也将进一步拉动对坐垫革和家具的需求。根据《中国皮革行业“十二五”发展规划》增长目标 10% 和“十一五”期间制革工业销售收入年均增长 11.85% 两组数据我们可以对未来几年制革工业产值做个预测。

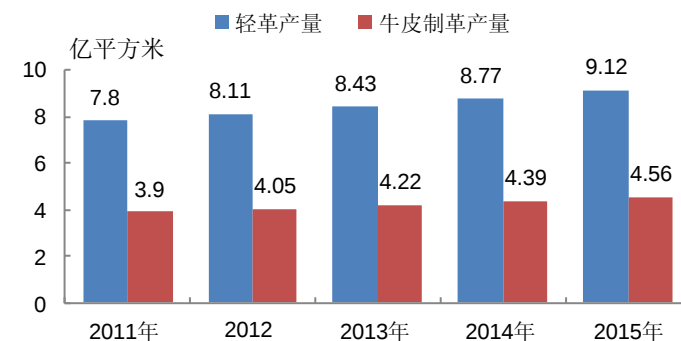
根据 2006~2010 年制革业及细分行产量平均增长速度，审慎采用年制革业及细分行产量平均增长速度，审慎采用年制革业及细分行产量平均增长速度，审慎采用增长 4% 为参数预计近几年的市场容量。

图 8: 全国制革工业总产值预测



资料来源: 公司招股意向书, 信达证券研发中心

图 9: 国内皮革市场容量预测

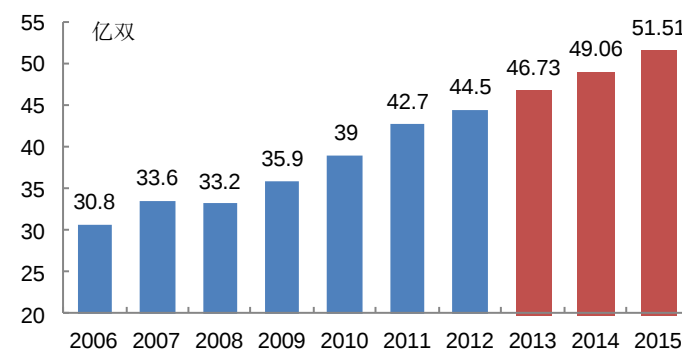


资料来源: 公司招股意向书, 信达证券研发中心

公司产品主要应用于皮鞋的生产, 根据国家统计局的数据, 中国人均鞋类年平均消费 1.9 双, 而美国、法国、日本、德国、韩国等发达家分别为 7.3 双、5.8 双、4.8 双、4.2 双、3.9 双, 中国人均鞋类消费数量与这些家比较尚存在大差距。

作为一个拥有 13 亿人口的消费大国, 中国未来皮鞋行业市场潜力巨大, 随着城乡居民可支配收入的提高、市化进程加快、零售市场速发展, 国内皮鞋的销售量和销售额整体保持着快速上升趋势, 2010 年、2011 年、2012 年中国的皮鞋产量将分别为 39 亿双、42.7 亿双、44.5 亿双, 年均增长率在 5% 左右, 按照此增长速度, 预计 2013 年、2014 年、2015 年中国皮鞋产量将分别达到 46.7 亿双、49.1 亿双、51.5 亿双。

图 10: 中国皮鞋产量及预测



资料来源: 公司招股意向书, 信达证券研发中心

皮鞋行业同时也是能发挥中国劳动力资源竞争优势的行业, 自 20 世纪 80 年代以来, 中国制鞋业发展迅速, 目前类产品量、出口 均居世界第一。出口创汇大幅增长, 为吸纳劳动力和支持国民经济建设做出了很大的贡献。出口的主要国家和地区是欧盟

美。2002 年中国皮鞋出口 9.5 亿双，到 2006 年皮鞋出口为 13.9 亿双。2006 年开始，国际贸易摩擦加剧严重影响了中国皮鞋的出口情况。2008 年，国际金融危机的爆发欧美等达家消费需求萎缩，中国皮鞋的出口数量也有所减少但仍然达到了 11.2 亿双。从出口额上来看，2002 年皮鞋出口额 48.1 亿美元，2008 年出口金额达到 98.1 亿美元，平均年复合增长率为 12.6%。

制革业不仅为皮鞋市场，也为箱包、沙发汽车内饰等下游提供原料来源，随着人们生活水平的不断提高，对于皮革制品需求还将逐渐增多。

公司是行业佼佼者

目前，国内牛鞋面革制革企业大中型企业较少，生产集中度较低，各规模以上企业市场占有率均较低。

表 6: 公司市场占有率逐年提高

年份	2008	2009	2010	2011	2012
全国市场容量（万平方米）	14500	15700	17100	15510	16950
公司销量（万平方米）	131	182	236	363	463
市场占有率	0.90%	1.16%	1.38%	2.34%	2.73%

资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

随着生产规模的不断扩大，公司的市场占有率也在快速提升，已从 2008 年的 0.90% 上升到 2012 年的 2.73%。公司的市场占有率逐年提高。

经过多年发展，公司在牛皮鞋面革领域已取得了较为突出的行业地位。根据中国皮革协会出具的证明：“公司 2010 年牛鞋面革产量位居行业第五，女鞋面革产量为行业前茅”；根据《中国皮革》杂志公布的“牛鞋面革生产企业排行榜”，公司在女鞋面革生产企业排名中连续五年位居首，2012 年牛鞋面革产销量居行业第二位。

公司作为中国皮革协会副理事长单位、甘肃省皮革协会副理事长单位、农业产业化国家重点龙头企业和甘肃省农业产业化重点龙头企业，近年来获得了一系列的认证和荣誉称号。

表 7: 公司所获荣誉

名称	授权（认定）部门	获取时间
农业产业化国家 重点龙头企业	农业部、国家发改委、财政部、商务部、中国人民银行、国家税务总局、中国证监会、中华全国供销合作总社	2011 年 12 月
年度中国最佳皮革制造商银奖	《WORLD LEATHER MAGAZINE》、WRAP、IULTCS	2011 年 9 月
2010 年中国鞋类行业最具价值百强品牌	皮革和制鞋行业生产力促进中心 全国制鞋工业信息中心 国家鞋类质量监督检验中心 国家皮革制品质量监督检验中心	2011 年 1 月

中国十大皮革企业	同上	2011 年 1 月
真皮标志生态皮革	中国皮革协会	2011 年 1 月
甘肃名牌产品	甘肃省人民政府	2010 年 12 月
省级认定企业技术中心	甘肃省工信委、甘肃省发改委、甘肃省科技厅、甘肃省财政厅、甘肃省国税局、甘肃省地税局	2010 年 12 月
国家火炬计划项目	中华人民共和国科学技术部	2010 年 5 月
甘肃省农业产业化重点龙头企业	甘肃省农业产业工作领导小组办公室	2009 年 11 月
十佳成品革	慧聪网	2009 年 11 月
甘肃省皮革工程技术研究中心	甘肃省科学技术厅	2008 年 6 月
中国皮革和制鞋工业研究院甘肃研发中心	中国皮革和制鞋工业研究院	2008 年 3 月

资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

行业标准的制定者

鉴于公司在牛鞋面革领域的突出技术优势和行业地位，公司作为主要起草者，参与了中华人民共和国环境保护标准（HJ 507-2009）《环境标志产品技术要求—皮革》的制定工作。2010 年 1 月 1 日，该标准经国家环保部发布，其顺利实施将有效减少皮革产品在生产和使用过程中对环境和人体健康的影响。2010 年 1 月 21 日，国家环保部办公厅发布了《关于征求〈清洁生产审核指南—制革工业〉等七项国家环境保护标准意见的函》，本公司是主要征求意见单位之一，该标准的制定为制革工业开展清洁生产审核提供了技术支持和导向。

公司的竞争优势

产业布局区位优势

公司按照制革业生产工艺特点，将“原皮—皮坯”的水场工艺流程放在甘肃省临夏回族自治州广河县三甲集镇厂区完成；将“皮坯—成品革”这一后涂饰工艺流程放到其全资子公司江门风尚完成，同时将销售基地也设在了广东江门，这一产业布局结构具有非常合理的空间地理优势。

技术及研发优势

公司与中国皮革和制鞋工业研究院是合作研发单位，研发中心被认定为“中国皮革和制鞋工业研究院甘肃研发中心”。公司研发中心被认定为“省级认定企业技术中心”，被甘肃省科技厅认定为“甘肃省皮革工程技术研究中心”。

公司一直以“生态皮革、时尚宏良”为定位，历来重视技术创新和新产品的开发。公司董事长李臣先生作为公司研发中心的直接负责人，拥有三十年的毛皮收购和制革经验，始终坚持亲自投身产品销售和研发的第一线，准确掌握市场信息，并按市

场需求及时调整新产品开发结构。公司在产品开发上采取“超前储备、人无我有、人有我新、人新我转”的开发思路，通过缩短开发周期，不断向市场推出新产品，开发的黄牛打蜡系列、精彩系列等产品已连续三年引领牛皮女鞋鞋面革市场流行时尚新潮流，为业内所效仿和追捧。另外，公司先进的生产装备也为新产品的开发提供了必要的保障。公司在制革技术方面已经具备了较强的研发竞争力。

生态环保优势

公司始终坚持清洁化生产，并取得了突出的成效。2011 年 1 月，公司被中国皮革协会认定为“真皮标志生态皮革”，该认证是国际上首个针对生态环保真皮（成品革）产品的证明商标，并已在德国等 14 个国家进行了国际注册，它突出了对皮革中可能存在的对生态环境有影响的特殊化学物质的限量规定，以及制革企业的污染治理管理水平。

2011 年 5 月 3 日，公司通过了“中国环境标志产品”认证。该认证是目前国内最权威的绿色产品、环保产品认证，公司成为全国首批通过环保核查的 24 家制革企业之一。

丰富的资源优势

作为公司主要采购基地的西北地区，是我国最大的天然和人工畜牧草场之一，牧场面积居全国前列，畜牧业资源丰富。其中甘肃、青海、新疆为公司的重点采购区域，公司主要采购地甘、青、新地区占全国牛存栏及出栏量的比重较大且保持稳定。

风险因素

现金流风险；

原料皮供给风险；

产品结构尚不完善；

环保风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	832.12	1,305.42	1,952.54	2,401.23	2,839.35
现金	96.79	167.98	540.69	512.75	197.51
应收账款	4.25	4.35	8.00	10.80	15.12
其它应收款	191.27	264.94	359.06	484.73	678.62
预付账款	39.62	55.83	72.12	96.51	135.39
存货	492.18	797.35	957.68	1,281.46	1,797.73
其他	8.01	14.98	14.98	14.98	14.98
非流动资产	109.83	127.22	125.94	284.24	385.88
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	100.50	112.53	112.19	157.37	295.79
无形资产	6.26	6.20	6.13	6.07	6.02
其他	3.07	8.49	7.62	120.80	84.08
资产总计	941.95	1,432.63	2,078.48	2,685.47	3,225.23
流动负债	595.13	985.72	1,478.40	1,597.66	1,786.85
短期借款	398.38	704.40	1,104.40	1,104.40	1,104.40
应付账款	88.74	129.73	195.59	261.72	367.16
其他	108.01	151.58	178.41	231.54	315.29
非流动负债	19.44	13.44	13.44	13.44	13.44
长期借款	15.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.44	13.44	13.44	13.44	13.44
负债合计	614.57	999.16	1,491.84	1,611.10	1,800.29
少数股东权益	0.00	0.00	1.53	3.90	7.41
归属母公司股东权益	327.38	433.48	585.11	1,070.47	1,417.53
负债和股东权益	941.95	1432.63	2078.48	2685.47	3225.23

重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	793.37	1,048.58	1,372.56	1,852.96	2,594.14
同比(%)	67.59%	32.17%	30.90%	35.00%	40.00%
归属母公司净利润	72.31	119.10	151.63	234.54	347.06
同比(%)	53.49%	64.70%	27.32%	54.68%	47.97%
毛利率(%)	19.10%	21.66%	22.47%	23.16%	23.00%
ROE(%)	24.29%	31.31%	29.77%	28.33%	27.90%
每股收益(元)	0.56	0.92	1.17	1.65	2.44
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	14.22	14.79	16.09	11.01	7.96

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	793.37	1,048.58	1,372.56	1,852.96	2,594.14
营业成本	641.80	821.48	1,064.09	1,423.85	1,997.48
营业税金及附加	1.76	2.70	3.17	4.29	6.00
营业费用	6.64	8.81	11.32	15.46	21.61
管理费用	25.61	27.38	41.86	54.90	74.57
财务费用	30.69	48.94	66.65	72.50	75.24
资产减值损失	0.84	3.92	7.77	6.60	11.32
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	86.02	135.36	177.69	275.37	407.92
营业外收入	1.85	3.55	1.90	1.90	1.90
营业外支出	2.05	0.01	0.97	0.97	0.97
利润总额	85.83	138.90	178.63	276.30	408.86
所得税	13.52	19.80	25.47	39.39	58.29
净利润	72.31	119.10	153.16	236.91	350.57
少数股东损益	0.00	0.00	1.53	2.37	3.51
归属母公司净利润	72.31	119.10	151.63	234.54	347.06
EBITDA	122.67	196.61	242.75	354.59	490.54
EPS (摊薄)	0.56	0.92	1.17	1.65	2.44

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-52.19	-157.01	34.92	-42.66	-133.06
净利润	72.31	119.10	153.16	236.91	350.57
折旧摊销	6.44	7.98	5.34	6.49	9.90
财务费用	30.40	49.73	58.79	71.79	71.79
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-164.09	-335.80	-189.49	-363.97	-575.49
其它	2.75	1.98	7.12	6.12	10.17
投资活动现金流	-31.09	-13.75	-3.41	-164.31	-110.39
资本支出	-31.79	-13.75	-3.41	-164.31	-110.39
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.70	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	152.23	227.45	341.21	179.04	-71.79
吸收投资	0.00	0.00	0.00	250.82	0.00
借款	218.63	306.02	400.00	0.00	0.00
支付利息或股息	66.39	63.44	58.79	71.79	71.79
现金净增加额	68.95	56.69	372.72	-27.94	-315.24

农林牧渔研究小组简介

康敬东，北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

胡申，管理学硕士，2012 年 7 月加盟信达证券研发中心，从事农林牧渔行业研究工作。

农林牧渔行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
北大荒	600598	东方海洋	002086	金新农	002548
亚盛集团	600108	益生股份	002458	万向德农	600371
好当家	600467	登海种业	002041	南宁糖业	000911
海大集团	002311	荃银高科	300087	大北农	002385

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。