



收入增速超预期，首期股权激励达标

兴业科技 (002674.SZ)

谨慎推荐

核心观点:

1. **事件:** 兴业科技发布 2013 年业绩快报。

2. **我们的分析与判断:** 公司收入超预期，净利增幅超预期。

(1) 2013 收入 17.80 亿，同比增 15.35%；营业利润 2.08 亿，同比增 24.75%；净利润 1.77 亿，同比增 22.04%。(2) Q4 当季收入 6.66 亿，同比增 50.21%；营业利润 0.54 亿，同比增 26.71%；净利润 0.46 亿，同比增 23.16%。股权激励第一次解锁目标实现（收入增速不低于 15%、净利润增速不低于 20%）。

公司收入超预期，主要在于 4 季度的贡献（1-9 月收入仅增 1.31%），我们认为其原因主要在于：（1）公司下半年，实施积极营销策略；（2）安东募投项目投产率逐步提高；（3）2014 年春节在 1 月 31 日，下游皮鞋消费集中至 1 月，鞋企对公司的皮料采购也相应集中到四季度。

公司积极营销策略在 Q4 的利润率上同样有体现，Q4 营业利润率仅 8.11%，同比下降 1.50PCT，亦 2013 年四个季度中最低，故导致 4 季度收入同比增 50% 情况下，公司 Q4 当季净利润同比仅增 23.16%，Q4 净利润率仅 6.88%。

3. 投资建议:

我们认为：公司 2014 年的业绩驱动主要在于：

(1) **原料:** 2014 年 1-2 月，原料皮价格继续上涨（系美国屠宰量减少所致），则 2014 年上半年，毛利率的趋势上，有望可重演 2013 上半年低价存贷带来的毛利率提升效果。公司目前存货是 6 个月。

(2) **产能:** 公司募投项目之一，安东项目产能陆续释放（2013 年达产率预计 25%，2014 年有望进一步提高）。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，有利发挥协同作用，方便客户下单，人工技能也较成熟，可以节省管理费用率。

(3) **技术:** 得革率有望进一步提高：以前 1 张皮，平均可得 46 平方英尺；公司 2013 年特聘意大利技术人员。公司目前 180-190 万张的规模，得革率提高一点，所带来的都是额外收入和利润，如：1 平方英尺 19 元，得革率提高至 47 平方英尺，则带来的收入贡献为：19 元*180 万平方英尺*1=3420 万元。

(4) **下游需求:** 四季度主要鞋企的同店增速企稳或是降幅收窄。同时，公司一方面积极拓展新的客户，一方面加大对原有大客户的渗透率。

(5) **战略:** 公司也在积极调整，不仅定位“世界名牌皮具优质原料供应商”，还要引领皮料发展时尚。

(6) **行业整合:** 环境保护部发布的《制革及毛皮加工工业水污染物排放标准》（GB30486-2013）将于 3 月 1 日起实施。该标准对制革及毛皮加工工业水污染排放限值、监测和环境影响评价、环境保护设施设计等做出明确规定，被认为是史上最严，行业整合进一步加快，作为制革龙头，市占率有望进一步提高（目前公司市占率不到 2%），有望带来实质利好。

基于上述公司业绩多个驱动因素，我们预计公司剩余的股权激励目标同样可以实现，预计公司 2014、2015 年净利分别增 15.5%、14.0%，则对应 EPS 分别 0.84、0.96 元，对应 PE15.3、13.5 倍。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。

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

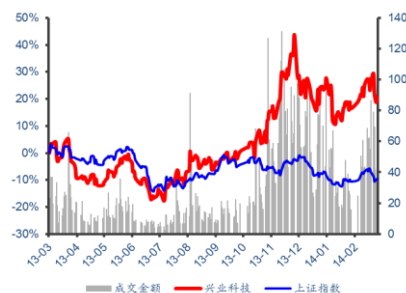
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2014.2.28

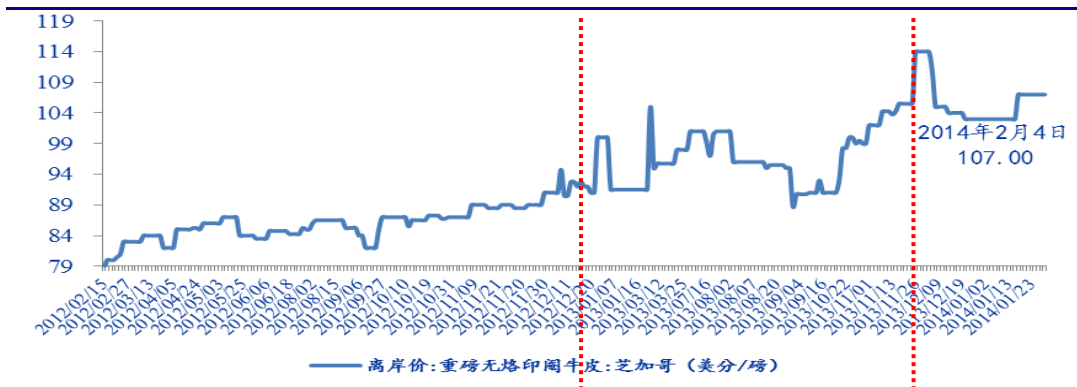
A 股收盘价(元)	12.92
A 股一年内最高价(元)	14.00
A 股一年内最低价(元)	11.73
上证指数	2047.35
市净率	2.02
总股本(万股)	24290
实际流通 A 股(万股)	12379
限售 A 股(万股)	11911
流通 A 股市值(亿元)	15.99

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

图 1: 烙印阔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: 行业下游鞋企同店跟踪

同店	2012 年				2013 年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
百丽国际 (鞋类)			2.8%	3%	4.5%	0.5%	1.3%	1.3%
达芙妮	22%	14%	5%	2%	-2.5%	-13.7%	-18.10%	-5.40%
千百度	3.6%	9.8%	6.3%	2.7%	1.7%	-5.1%	-9.80%	-6.90%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

附表：兴业科技财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1350	1284	1376	1515	营业收入	1543	1780	2006	2315
现金	668	591	586	596	营业成本	1321	1521	1697	1948
应收账款	68	57	68	81	营业税金及附加	6	7	9	10
其他应收款	16	17	19	23	营业费用	5	7	9	10
预付账款	91	114	127	144	管理费用	40	47	53	61
存货	477	472	540	629	财务费用	5	-9	2	17
其他流动资产	30	33	36	43	资产减值损失	2	4	3	3
非流动资产	269	602	749	889	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	2	3	4	5
固定资产	183	438	572	693	营业利润	166	206	238	271
无形资产	33	32	30	29	营业外收入	5	4	4	4
其他非流动资产	44	122	137	156	营业外支出	1	2	1	1
资产总计	1620	1886	2126	2404	利润总额	171	208	240	274
流动负债	213	251	265	290	所得税	26	31	35	40
短期借款	51	78	72	71	净利润	145	177	205	233
应付账款	126	135	151	175	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	36	38	41	44	归属母公司净利润	145	177	205	233
非流动负债	1	100	151	209	EBITDA	190	214	268	323
长期借款	0	100	150	208	EPS (元)	0.61	0.74	0.85	0.97
其他非流动负债	1	0	1	1					
负债合计	214	352	415	499	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	240	240	240	240	成长能力				
资本公积	703	703	703	703	营业收入	20.5%	15.4%	12.7%	15.4%
留存收益	463	592	767	961	营业利润	15.6%	23.8%	15.5%	13.8%
归属母公司股东权益	1406	1535	1710	1904	归属于母公司净利润	18.2%	21.9%	15.5%	14.0%
负债和股东权益	1620	1886	2126	2404	获利能力				
					毛利率	14.4%	14.6%	15.4%	15.9%
					净利率	9.4%	10.0%	10.2%	10.1%
					ROE	10.3%	11.6%	12.0%	12.3%
					ROIC	18.7%	15.1%	15.3%	15.6%
					偿债能力				
					资产负债率	13.2%	18.6%	19.5%	20.8%
					净负债比率	24.02%	50.61%	53.49%	55.86%
					流动比率	6.34	5.11	5.20	5.22
					速动比率	4.10	3.23	3.16	3.05
					营运能力				
					总资产周转率	1.27	1.02	1.00	1.02
					应收账款周转率	32	27	31	30
					应付账款周转率	12.50	11.65	11.86	11.92
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.60	0.73	0.84	0.96
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	0.75	0.63	0.74
					每股净资产(最新摊薄)	5.79	6.33	7.05	7.85
					估值比率				
					P/E	21.58	17.70	15.33	13.45
					P/B	2.23	2.04	1.83	1.65
					EV/EBITDA	13	12	9	8

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