

禾欣股份（002343）：规模与产业链优势兼具的 PU 合成革生产企业

化工/新材料

合理价：26.19-31.04 元

报告日期：2010 年 1 月 12 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,149	1,041	1,247	1,477
(+/-)	4.4%	-9.5%	19.8%	18.4%
营业利润	68	136	163	197
(+/-)	-16.9%	101.4%	19.9%	20.6%
归属于母公司 的净利润	50	81	96	115
(+/-)	-1.5%	62.7%	18.7%	19.9%
每股收益（元）	0.67	0.82	0.97	1.16

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2010.1.13/2010.1.21
发行后总股本（万股）	9,906
发行股数（万股）	2,500
发行价格（元）	31
发行市盈率（倍）	70.45
发行动态市盈率（倍）	34.07
行业滚动市盈率（倍）	51.3
第一大股东	朱善忠
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	16.81%/12.57%
发行前每股净资产（元）	4.11
发行前资产负债率	53.29%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

联系人：天相化工组

010-66045756 suwj@txsec.com

010-66045582 sunrj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行A股不超过2,500万股，发行后总股本为9,906万股。公司股权结构较为分散，无实际控制人。第一大股东为朱善忠，新股发行后持股比例为12.57%。
- 国内PU合成革行业产能规模最大、产业链最完整的企业。公司具备2,350万米/年的PU合成革生产能力，其中包括800万米/年高物性PU合成革和200万米/年的超细纤维PU合成革的生产能力，近三年来累计销售收入在PU合成革行业排名第一。
- 我国人造革合成革呈快速增长趋势。2000年，中国大陆的人造革合成革产量超过台湾地区，成为世界上最大的人造革合成革产地。我国人造革合成革总产量从2004年的13.26亿米增长到2008年的20.22亿米，增幅52.5%；其中PU合成革的产量从2000年1.15亿米增长到2008年的10.60亿米，增长了8倍多。
- 完整产业链联动优势，领先技术研发水平。公司是我国最大的PU合成革制造企业之一，实现了从基布—PU树脂—色料—表面处理剂到合成革的完整产业链联动。公司拥有行业内唯一一家国家级企业技术中心；公司研发费用占主营业务收入的比重保持在4%以上。
- 募股资金投向分析。募集资金用于：1）福建禾欣合成革项目；2）禾欣可乐丽超纤皮（嘉兴）有限公司增资项目；3）技术中心技改项目。总投资2.5亿元。募集资金项目全部投产后，公司PU合成革生产能力将增加1,480万吨，高物性及超纤PU合成革产能达到目前2.48倍。根据公司目前净利润率12.34%测算，将增加公司净利润5,097万元。
- 盈利预测及估值。我们预计公司2009-2010年EPS分别为0.82元、0.97元和1.16元。参考新材料行业上市公司动态市盈率，给予公司27-32倍的市盈率较为合理。按照2010年EPS测算，公司的合理价格区间应在26.19-31.04元之间。
- 风险提示：原材料价格波动风险；产能扩张的市场竞争风险；汇率波动风险；技术泄密的风险。

正文目录

1. 公司概况.....	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 公司股本结构	4
1.3 公司是 PU 合成革行业龙头企业	5
2. 行业概况.....	6
2.1 国际人造革合成革产业转移	6
2.2 需求拉动高物性 PU 合成革和超细纤维 PU 合成革高速增长	7
2.3 技术水平影响人造革合成革企业竞争地位	9
3. 公司主营业务分析.....	10
3.1 中国人造革合成革行业内最具竞争实力的企业	10
3.2 完整产业链弱化原料价格变动对公司影响	11
3.3 技术竞争优势	12
3.4 品牌优势与多样销售渠道	13
4. 募集资金项目分析.....	13
5. 盈利预测与估值分析.....	14
5.1 盈利预测	14
5.2 估值—合理价位 26.19-31.04 元	15
6. 风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 公司主要股东及其控制或投资的企业组织结构	4
图表 2: 发行前后股本结构对比 (单位: 万股)	5
图表 3: 公司主要产品收入构成情况	5
图表 4: 各国合成革生产线比例	6
图表 5: 1998-2008 年国内 PU 合成革产量变化情况	6
图表 6: 中国大陆主要省份人造革合成革生产企业分布图	7
图表 7: 2005-2008 年主要下游人造革合成革实际用量统计 (单位: 亿米)	7
图表 8: 国内高物性 PU 合成革及超细纤维 PU 合成革产量需求情况 (单位: 万米)	8
图表 9: 人造合成革性能比较	8
图表 10: 全球主要合成革生产地区产品附加值水平	9
图表 11: 中国大陆主要省份人造革合成革生产企业分布图	9
图表 12: 国内 PU 合成革竞争格局	10
图表 13: 近三年来公司累计销售收入在 PU 合成革行业排名第一	10
图表 14: 2006 年-2009 年上半年公司合成革产品产量及产能利用率情况	11
图表 15: 公司主要产品毛利率走势分析	11
图表 16: PU 合成革产业链图	12
图表 17: 公司历年研发费用及占比情况	12
图表 18: 公司拥有及正在申请的主要环保专利	13
图表 19: 募集资金项目的投资和盈利情况	13
图表 20: 主要盈利预测假设如下 (单位: 万元):	14
图表 21: 禾欣股份盈利预测 (单位: 万元)	15
图表 22: 目前新材料行业上市公司估值情况	16

1. 公司概况

1.1 公司基本情况

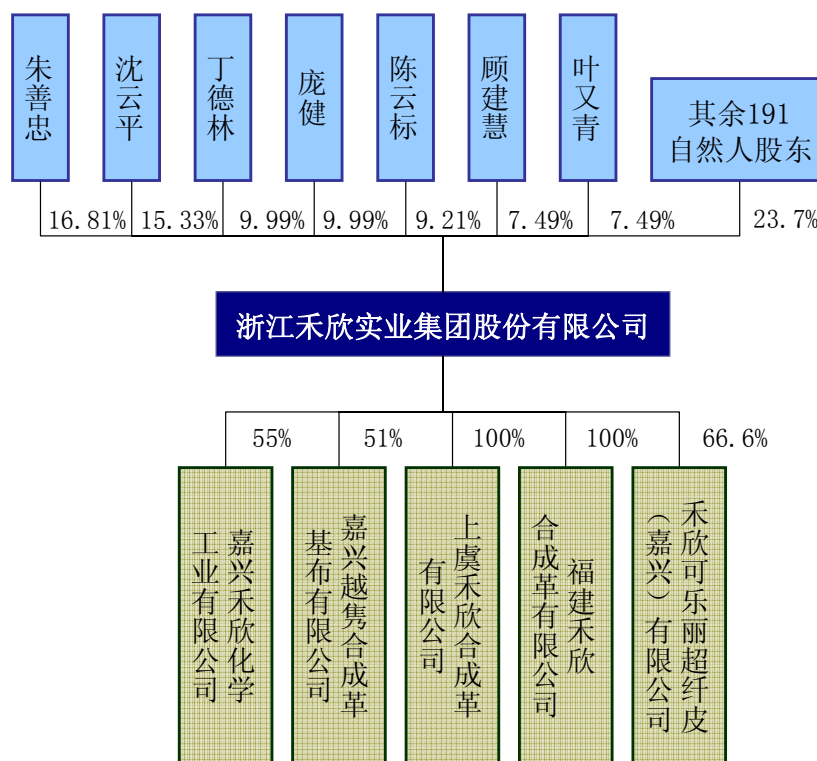
公司成立于1998年，是国内PU合成革行业产能规模最大、产业链配套最完整的企业。产品覆盖PU合成革整个生产链，包括PU合成革、超细纤维PU合成革、合成革基布、PU树脂浆料、色料、色粉等业务，具备年产PU合成革2,350万米的生产能力，并拥有完善的配套设施和后整理设备。公司拥有行业领先的研发实力，是全行业唯一一家拥有国家级企业技术中心的企业。

1.2 公司股本结构

公司此次发行A股不超过2,500万股，占发行后总股本25.24%，发行后的总股本不超过9,906万股。募集资金投资项目总投资额为25,073万元。

公司股权结构较为分散，无实际控制人。公司目前持股5%以上的主要股东为朱善忠、沈云平、陈云标、顾建慧、丁德林、庞健、叶又青等7人，持股比例在7.49%到16.81%之间，合计持股76.31%。第一大股东为朱善忠，持股比例为16.81%，新股发行后持股比例为12.57%。

图表 1：公司主要股东及其控制或投资的企业组织结构



资料来源：招股说明书、天相投顾

图表 2：发行前后股本结构对比（单位：万股）

股份类型	发行前		发行后	
	持股数	持股比例	持股数	持股比例
发起人股				
朱善忠	1,245	16.81%	1,245	12.57%
沈云平	1135	15.33%	1135	11.46%
丁德林	739.56	9.99%	739.56	7.47%
庞健	739.56	9.99%	739.56	7.47%
陈云标	682.28	9.21%	682.28	6.89%
叶又青	554.67	7.49%	554.67	5.60%
顾建慧	554.67	7.49%	554.67	5.60%
其他股东 191 人	1,755	23.70%	1,755	17.72%
合计	7,406	100%	7,406	74.76%
社会公众股	—	0.00%	2,500	25.24%
总股本	7,406	100%	9,906	100%

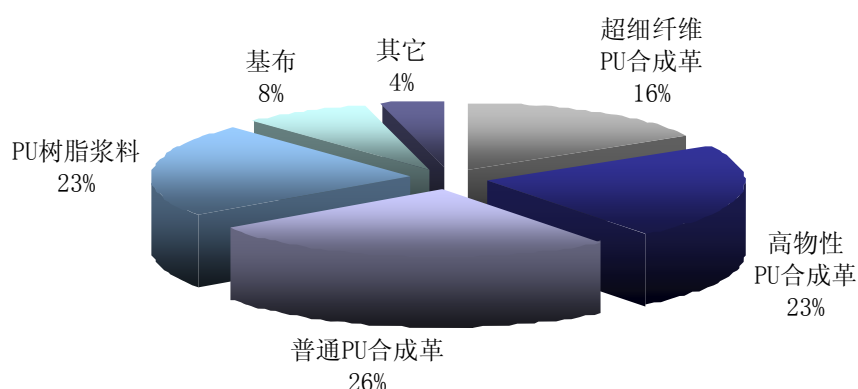
资料来源：招股说明书、天相投顾

1.3 公司是 PU 合成革行业龙头企业

公司PU合成革产品分为普通PU合成革、高物性PU合成革和超细纤维PU合成革三个部分，其中普通PU合成革、高物性PU合成革属于第二代人造革产品，超细纤维PU合成革属于第三代人造革产品。

2008年全国PU合成革生产量为10.60亿米，公司PU合成革产量为2,438.73万米，市场占有率约为2.30%；全国高物性PU合成革和超细纤维PU合成革产量合计约为6,850万米，公司高物性PU合成革和超细纤维PU合成革产量为843.23万米，市场占有率约为12.31%。近三年来公司累计销售收入在PU合成革行业排名第一。

图表 3：公司主要产品收入构成情况



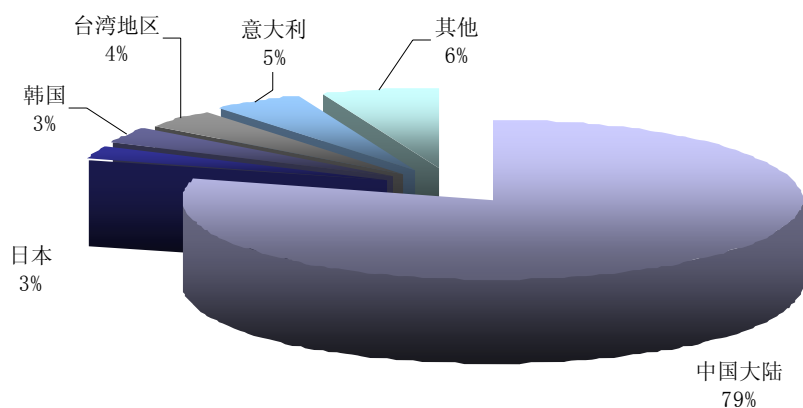
资料来源：招股说明书、天相投顾

2. 行业概况

2.1 国际人造革合成革产业转移

行业竞争实力逐步提高，合成革产业向中国转移。国际人造革合成革的发展经历了由美国、德国、日本、韩国、台湾、中国的渐次阶梯转移，中国已经成为国际人造革合成革的主要制造基地。目前PVC人造革和普通PU合成革已经完成了转移，随着我国制造企业技术开发实力的提高，高物性PU合成革和超细纤维PU合成革的制造也将逐步转移到中国。截止2008年末，中国大陆人造革合成革生产企业数量占全球的70.90%，生产线数量占全球的79.28%。

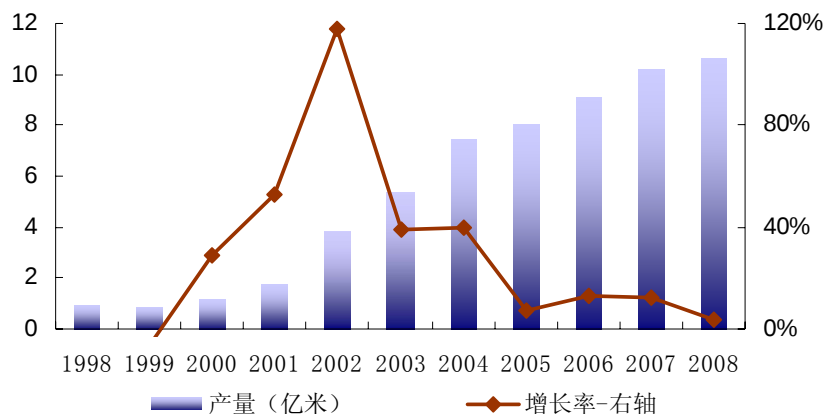
图表 4：各国合成革生产线比例



资料来源：招股说明书、天相投顾

我国人造革合成革呈快速增长趋势。我国人造革合成革国内总产量一直呈递增态势。2000年，中国大陆的人造革合成革产量超过台湾地区，成为世界上最大的人造革合成革产地。随后几年，人造革合成革产业在我国大陆地区加速发展，我国人造革合成革总产量从2004年的13.26亿米增长到2008年的20.22亿米，增幅52.5%；其中PU合成革的产量从2000年1.15亿米增长到2008年的10.60亿米，增长了8倍多。

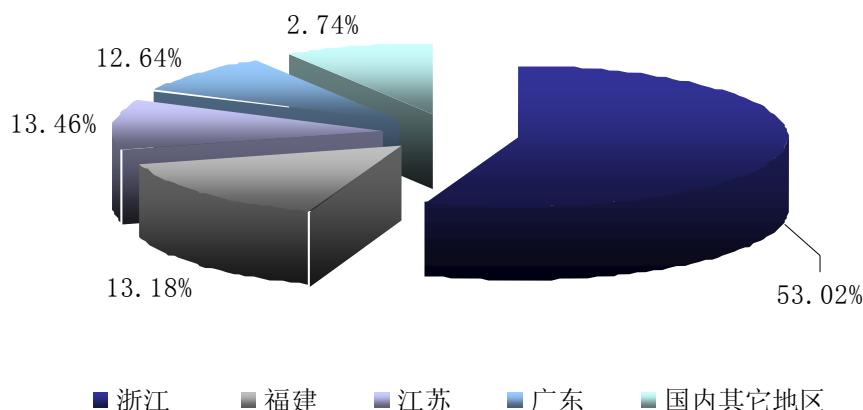
图表 5：1998-2008 年国内 PU 合成革产量变化情况



资料来源：招股说明书、天相投顾

浙江省是我国人造革合成革产业最集中的地域。我国人造革合成革的主要需求为制鞋、箱包、服装和家具制造行业，因此人造革合成革生产的地域分布与制鞋、箱包、服装和家具制造等生产企业的地域分布呈明显的集聚效应。浙江、福建、广东、江苏、山东等省份是中国合成革行业生产较为集中的地区，截至2008年末，浙江省人造革合成革生产企业占全国的53.02%。

图表 6: 中国大陆主要省份人造革合成革生产企业分布图

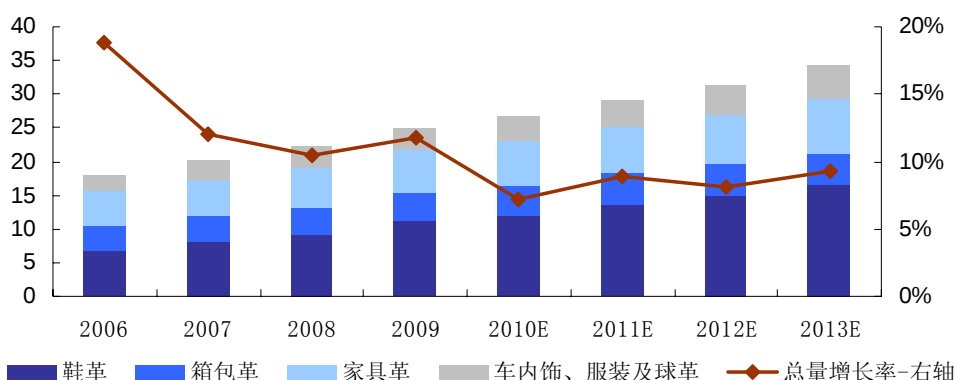


资料来源：招股说明书

2.2 需求拉动高物性 PU 合成革和超细纤维 PU 合成革高速增长

下游纺织服装鞋帽等行业呈快速增长趋势。2003年至2006年，纺织服装鞋帽行业年均增长速度为21.89%，我们预测，未来五年内上述行业长时间依然会保持较快的增长速度。随着人们消费观念的转变和下游制品业的要求提高，许多应用领域内的消费需求将随着人造革合成革产品品质的提高和差异化功能的增加而越来越大。日常生活中革制品50%以上的份额已被人造革合成革所占据。在各主要下游行业快速发展的拉动下，未来我国人造革合成革市场需求总量仍会持续增加。

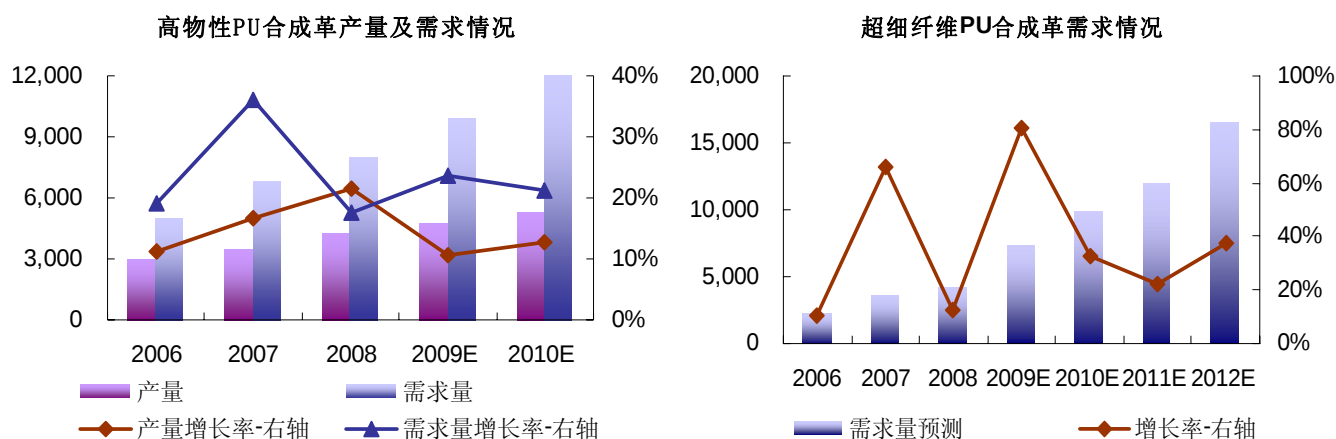
图表 7: 2005-2008 年主要下游人造革合成革实际用量统计（单位：亿米）



资料来源：招股说明书、天相投顾

高物性PU合成革和超细纤维PU合成革的市场需求将高速增长。从技术发展的角度来看，高物性PU合成革及超细纤维PU合成革将成为未来市场主导产品。超细纤维PU合成革主要性能已经接近真皮产品，部分性能指标甚至优于真皮，但价格只有真皮产品的三分之一左右，因而超细纤维PU合成革对真皮产品具有较强的替代性。据行业协会的统计数据，2007年国内超细纤维PU合成革实际产量为2,107万米，市场需求却达4,142万米，进口857万米，仍有1,178万米缺口。

图表 8：国内高物性 PU 合成革及超细纤维 PU 合成革产量需求情况（单位：万米）



数据来源：招股说明书、天相投顾

随国际环保政策趋紧，PU合成革对PVC人造革产品替代速度将加快。目前欧盟已经对PVC人造革的生产和销售进行限制，日本已经在汽车装饰材料中禁止使用PVC人造革产品。随着我国环保标准的提高和执法力度的加强，PVC人造革产品的生产成本将逐步加大，其价格优势将不再明显，而PU合成革产品的竞争优势将更加突出。

图表 9：人造合成革性能比较

性能	PVC 人造革	PU 合成革[注]	超细纤维 PU 合成革
基布	针织布、机织布	无纺布	超细纤维无纺布
涂层	PVC 树脂	PU 树脂	PU 树脂
生产工艺	干法工艺	湿法和干法工艺	超纤工艺
物理、化学性能	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感等指标较差	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感等指标较好	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感很好，最为接近真皮，部分指标性能优于真皮
价格区间	10-15 元/米	20-80 元/米	40-150 元/米
用途	箱包、家具	运动鞋、箱包、家具	运动鞋、箱包、家具
环保	有一定污染	容易降解、原料环保	容易降解、原料环保
市场占有率	48%	47%	5%
未来发展趋势	逐步淘汰	发展方向	高档产品

资料来源：招股说明书、天相投顾

注：PU合成革含普通PU合成革和高物性PU合成革

2.3 技术水平影响人造革合成革企业竞争地位

中国大陆企业产品附加值较低。全球竞争格局中，中国大陆企业主要从事技术含量较低的PVC人造革和中低档PU合成革生产，生产规模最大，产品附加值较低；日本企业以生产高档超细纤维PU合成革为主，韩国和台湾地区企业以生产技术含量较高的高物性PU合成革为主，意大利企业以生产时尚性合成革产品为主，产品附加值较高。

图表10：全球主要合成革生产地区产品附加值水平

国家	产品特点	产品附加值
中国	技术含量较低的 PVC 人造革和中低档 PU 合成革	较低
日本	高档超细纤维 PU 合成革	高
韩国&台湾地区	技术含量较高的高物性 PU 合成革	高
意大利	时尚性合成革	较高

资料来源：招股说明书、天相投顾

国内合成革行业集中度不高。截至2008年底，国内主要人造革合成革生产企业约364家，生产线前5名生产企业合计产能占总产能的6%左右，行业集中度不高。生产企业主要集中在浙江、福建、广东、江苏等省份，厂商数量、生产线分布情况如下：

图表 11：中国大陆主要省份人造革合成革生产企业分布图

地区	生产商 (家)	生产线/条		生产线 合计	所占百分比 (%)		
		干法	湿法		厂家数比	总生产线比	
浙江	温州	115	257	229	486	31.59%	36.19%
	丽水	30	66	60	126	8.24%	9.38%
	其它地区	48	63	71	134	13.10%	9.97%
	浙江合计					52.93%	55.54%
福建	46	105	99	204	12.64%	15.19%	
江苏	49	71	78	149	13.46%	11.09%	
广东	48	69	54	123	13.18%	9.16%	
国内其它地区	28	63	58	121	7.79%	9.02%	
合计	364	694	649	1343	100%	100%	

资料来源：招股说明书、天相投顾

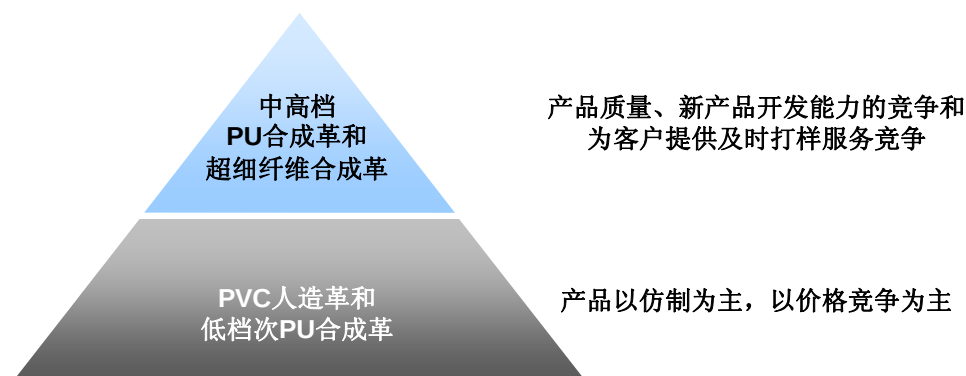
备注：1. 生产线统计没有包括植绒线、涂层线。

2. 目前国内 PVC 压延线已有 250 多条

3. 超纤生产线不包含在内

市场竞争主要表现为技术竞争、产品替代竞争和服务竞争。国内人造革合成革企业竞争格局主要分为两个层次，一是主要以生产从事PVC人造革和低档次PU合成革为代表的中小规模企业，产品以仿制为主，以价格竞争为主；二是以生产中高档PU合成革和超细纤维合成革为代表的大中型企业，则主要依靠产品质量、新产品开发能力的竞争和为客户提供及时打样服务竞争。

图表12：国内PU合成革竞争格局



资料来源：招股说明书、天相投顾

3. 公司主营业务分析

3.1 中国人造革合成革行业内最具竞争实力的企业

公司高物性PU合成革和超细纤维PU合成革国内市场占有率全国第一。根据行业协会提供数据，2008年全国PU合成革生产量为10.60亿米，公司PU合成革产量为2,438.73万米，市场占有率约为2.30%；全国高物性PU合成革和超细纤维PU合成革产量合计约为6,850万米，公司高物性PU合成革和超细纤维PU合成革产量为843.23万米，市场占有率约为12.31%。

图表 13：近三年来公司累计销售收入在 PU 合成革行业排名第一

企业名称	销售收入(亿元)				排名
	2006 年	2007 年	2008 年	近三年累计	
浙江禾欣实业集团股份有限公司	10.93	11.01	11.49	33.43	1
温州人造革有限公司	8.4	10.02	13.98	32.4	2
安徽安利合成革股份有限公司	6.5	9.85	10.55	26.9	3
江苏双象集团股份有限公司	3.7	7.37	8.51	19.58	4
山东金峰人造皮革有限公司	4.9	6.3	6.43	17.63	5
昆山协孚人造皮有限公司	3.1	6.35	8.06	17.51	6

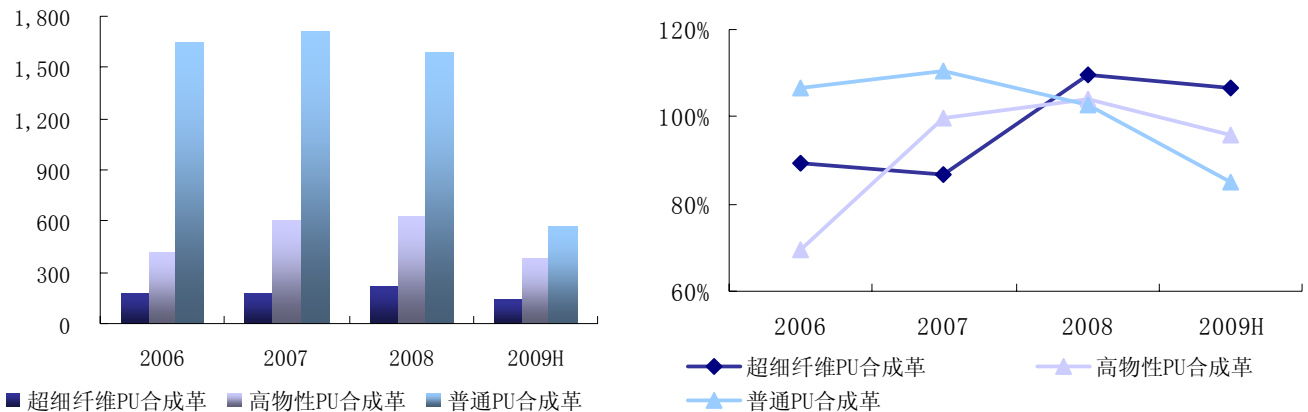
资料来源：招股说明书

注：不包括未参加协会统计的部分台资企业

高物性PU合成革和超细纤维PU合成革收入占比逐渐提高。公司的PU合成革产品分为普通PU合成革、高物性PU合成革和超细纤维PU合成革三个部分。近三年一期，公司高物性PU合成革和超细纤维PU合成革增长较快，占公司销售收入的比重逐年提高。



图表 14：2006 年-2009 年上半年公司合成革产品产量及产能利用率情况



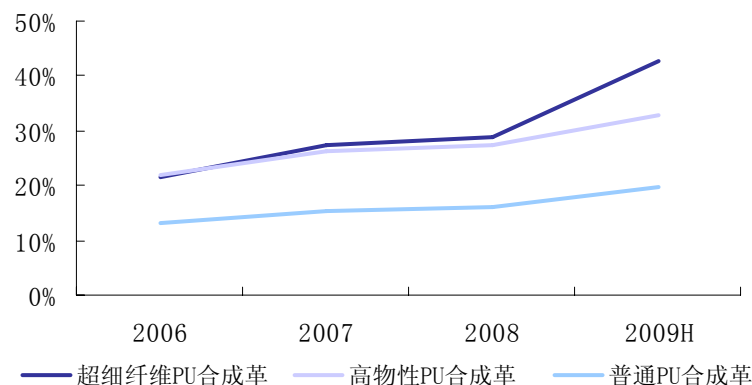
资料来源：招股说明书、天相投顾

占据超细纤维PU合成革领域的高端位置。公司作为中国合成革行业的龙头企业，与世界超细纤维合成革顶尖企业日本可乐丽公司共同开发世界一流的综合人工皮革制品——超细纤维PU合成革。双方共同出资设立合资公司——禾欣可乐丽超纤皮（嘉兴）有限公司，这也是可乐丽公司全球首家海外投资伙伴。合资公司禾欣可乐丽由禾欣实业控股，既反映了公司在国际合成革领域的地位，也使公司在超细纤维PU合成革研究与生产方面可以继续占据超细纤维PU合成革领域的高端位置。

3.2 完整产业链弱化原料价格变动对公司影响

毛利率水平逐年走高。2006年至2008年，公司主要原材料价格持续上升，但公司毛利率水平也在上升，反映了原材料价格的变动对公司利润的影响相对较小。而2009年上半年，主要原材料价格大幅度下降，但公司毛利率大幅度上升，反映了其优秀的管理能力和产品议价能力。

图表15：公司主要产品毛利率走势分析

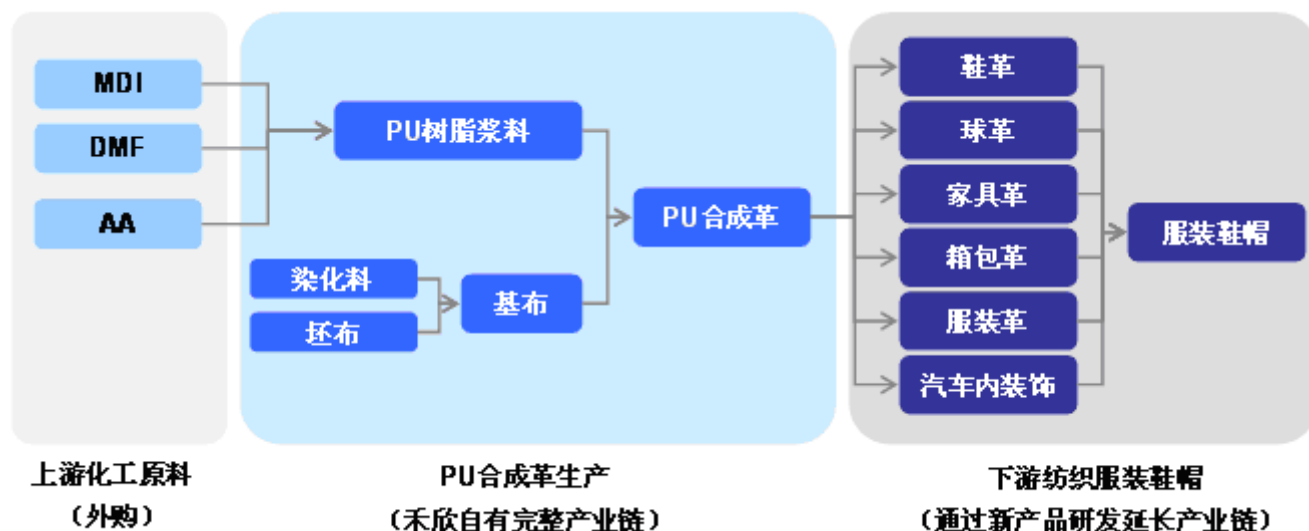


数据来源：招股说明书、天相投顾

完整产业链弱化原材料价格变动影响。公司是我国最大的PU合成革制造企业之一，具备独立的基布、浆料、无纺布、色浆色粉等产品的生产能力，实现了从基布—PU树脂—色料—表面处理剂到合成革的完整产业链联动，成为我国PU合成革行业产能规模最大、产业链配套最完整的企业。

目前国内人造革合成革行业企业大部分采用的经营模式是外购基布、树脂浆料和色粉，加工成PU合成革对外销售。随着PU合成革市场竞争的日益激烈和市场细分程度的逐步深化，具有自供基布、树脂浆料、色粉生产能力的企业可以通过原材料的技术创新等手段开发出其他企业无法开发的新产品，可以通过产业链的延长保证产品质量的稳定性和降低PU革产品成本，从而具有更强的综合竞争力。

图表16：PU合成革产业链图

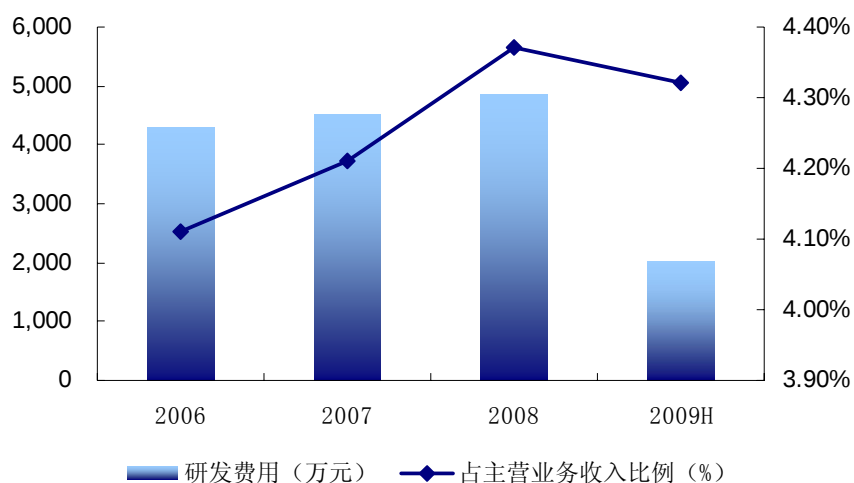


数据来源：招股说明书、天相投顾

3.3 技术竞争优势

最强的新产品研发平台和生产技术服务平台。公司建有PU合成革行业规模最大、品种最完整的产业链，并且拥有行业内唯一一家国家级企业技术中心，该中心是国内行业中最强的新产品研发平台和生产技术服务平台。公司重视研发投入，研发费用占主营业务收入的比重保持在4%以上。

图表17：公司历年研发费用及占比情况



数据来源：招股说明书、天相投顾

环保生产优势。公司拥有行业领先的PU合成革清洁生产技术，实现了DMF废水废气的高度回收。国内PU合成革生产主要面临两方面的环保问题，一是干法废气（DMF浓度为3-6g/Nm³）直接排放大气，二是湿法的废水直接排放。公司是行业内首批通过ISO14000环境认证体系的企业，通过吸收消化国际先进技术，开发出“清洁生产与低排放环境保护”关键技术创新，DMF回收率达到99%以上，使DMF蒸馏单位成本下降约40元/吨。

图表18：公司拥有及正在申请的主要环保专利

拥有的专利名称	专利类型	专利权人	技术地位
湿法合成革二甲基甲酰胺溶液三效精馏回收方法	发明	禾欣实业	行业领先
干法合成革二甲基甲酰胺废气回收处理方法	发明	禾欣实业	行业领先
申请的专利名称	专利类型	申请人	技术地位
合成革二甲基甲酰胺回收二甲胺废气的治理方法	发明	禾欣实业	行业领先

数据来源：招股说明书、天相投顾

3.4 品牌优势与多样销售渠道

行业领先的品牌优势。公司是我国人造革合成革行业内第一家同时拥有“中国名牌”和“驰名商标”的企业。2005年9月“禾欣牌”PU合成革被国家质量监督检验检疫总局评定为“中国名牌”，2007年2月“禾欣牌”商标被浙江省工商行政管理局授予“驰名商标”。

国际国内著名运动品牌主要供应商。公司下游企业采购的特点是品种多、多款式、小批量，单批次产品采购量较小。公司坚持高标准的质量管理，提供优异的小批量、个性化产品服务，通过了耐克、阿迪达斯、钮百伦、安踏、鸿星尔克、特步等国内外知名品牌的认证，成为国内企业中仅有的几家国际品牌的PU合成革产品供应商之一，也是国内著名运动品牌的主要供应商。

4. 募集资金项目分析

本次募集资金将投资于以下项目：

图表 19：募集资金项目的投资和盈利情况

项目名称	建设期	投资金额 (万元)	新增产能 (万吨)	预计新增 收入(万元)	预计新增 利润(万元)
福建禾欣合成革项目	2 年	15,994	1,200	25,572	3,156
禾欣可乐丽超纤皮（嘉兴）有限公司增资项目	1 年	4,750	280	15,730	1,941
技术中心技改项目	1 年	4,329			
合计		25,073	1,480	41,302	5,097

资料来源：招股说明书、天相投顾

福建禾欣合成革项目

高物性 PU 合成革是公司目前的主要产品之一，也是公司未来产品的主要发展方向，高物性 PU 合成革主要用途是高档运动鞋领域。公司目前已拥有年产 2,350 万米

PU 合成革的生产能力，其中高物性 PU 合成革的生产能力为 800 万米。该项目投产后，公司将新增年产 1,200 万米高物性 PU 合成革的生产能力。

禾欣可乐丽超纤皮（嘉兴）有限公司增资项目

超细纤维 PU 合成革生产以来呈快速增长趋势。根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会的预测，我国国内对超细纤维 PU 合成革的需求将以 20% 以上的年增长率增长。禾欣可乐丽原有年产 200 万米超细纤维 PU 合成革的生产能力，为了解决目前产能不足的矛盾，禾欣实业与日本可乐丽公司决定对禾欣可乐丽按照目前的投资比例同比例增资，完工后可增加超细纤维 PU 合成革产能 280 万米每年。

技术中心技改项目

通过技术中心的改造，提高公司的技术创新能力，掌握自主核心技术，从而提高研究开发行业领先水平的新产品、新技术、新材料的能力，增强企业竞争能力，保持公司在激烈的市场竞争的优势地位。

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

图表 20：主要盈利预测假设如下（单位：万元）：

		2008A	2009E	2010E	2011E
超细纤维 PU 合成革	销售收入	15,533	18,981	27,292	29,513
	销售成本	9,041	11,549	15,985	18,799
	产能	200	370	480	480
	产量	219	333	456	470
	产能利用率	109.68%	90.00%	95.00%	98.00%
	毛利率	28.74%	39.15%	41.43%	36.30%
	售价（元/米）	65.52	57.00	59.85	62.74
高物性 PU 合成革	销售收入	19,826	22,268	24,591	37,901
	销售成本	12,705	15,108	15,201	23,950
	产能	600	800	800	1,200
	产量	624	766	766	1,148
	产能利用率	103.98%	95.69%	95.69%	95.69%
	毛利率	27.33%	32.15%	38.18%	36.81%
	售价（元/米）	21.35	22.38	24.71	25.39
普通 PU 合成革	销售收入	34,064	24,453	26,973	28,856
	销售成本	28,565	19,694	20,723	23,642
	产能	1,550	1,350	1,350	1,350
	产量	1,596	1,148	1,215	1,283
	产能利用率	102.94%	85.00%	90.00%	95.00%
	毛利率	16.01%	19.46%	23.17%	18.07%
	售价（元/米）	21.35	21.31	22.20	22.50

资料来源：招股说明书、天相投顾

图表 21：禾欣股份盈利预测（单位：万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	110,136	114,940	104,054	124,706	147,703
增长率	0.77%	4.36%	-9.47%	19.85%	18.44%
减：营业成本	92,184	95,066	77,721	96,178	115,529
营业税金及附加	322	363	297	367	441
销售费用	2,791	3,727	4,099	4,509	4,960
管理费用	5,929	7,020	7,231	6,395	6,075
财务费用	1,742	1,761	881	769	792
资产减值损失	493	284	271	298	328
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资收益	1,467	48	75	157	143
二、营业利润	8,143	6,767	13,629	16,347	19,720
营业利润率	7.45%	6.19%	12.47%	14.96%	18.04%
增长率	92.74%	-16.89%	101.39%	19.94%	20.64%
加：营业外收入	686	860	762	860	860
减：营业外支出	167	218	218	218	218
三、利润总额	8,662	7,409	14,173	16,989	20,362
利润率	7.93%	6.78%	12.97%	15.54%	18.63%
增长率	110.30%	-14.46%	91.28%	19.87%	19.86%
减：所得税费用	1,993	795	1,520	1,970	2,361
净利润	6,669	6,615	12,653	15,019	18,001
净利润率	6.10%	6.05%	11.58%	13.74%	16.47%
少数股东损益	1,616	1,638	4,555	5,407	6,480
四、归属母公司净利润	5,054	4,977	8,098	9,612	11,521
增长率	112.71%	-1.52%	62.70%	18.70%	19.86%
每股收益	0.68	0.67	0.82	0.97	1.16

资料来源：招股说明书、天相投顾

5.2 估值—合理价位 26.19-31.04 元

公司目前在 PU 合成革领域尤其在高端 PU 合成革领域国内市场占有率较高，产能限制成为制约公司 PU 合成革发展的主要原因。公司募集资金投资的四湿四干 PU 合成革项目以及禾欣可乐丽二期项目达产后，公司 PU 合成革生产能力将进一步提高，可以解决目前生产能力不足的问题。

目前国内 A 股市场尚没有专营 PU 合成革的上市公司，考虑到公司生产的 PU 合成革具有较高的技术壁垒，具备一定新材料的行业特性，我们选取如下新材料行业上市公司作为估值参考。按 1 月 11 日收盘价计，平均市盈率为 32.36 倍。

我们预计公司未来几年业绩将保持快速成长，2009-2011 年的每股收益分别为 0.82 元、0.97 元、和 1.16 元。考虑到未来公司产能扩张幅度较大，市场吸收能力具有一定不确定性，我们认为给予公司 27-32 倍的市盈率较为合理，按照 2010 年的业绩预测计算，公司的合理价格区间应在 26.19-31.04 元之间。

图表 22：目前新材料行业上市公司估值情况

股票代码	股票简称	股价（元）	EPS		PE	
			2009	2010	2009	2010
2010	传化股份	14.8	0.65	0.75	22.71	19.68
2054	德美化工	20.7	0.70	0.83	29.57	24.94
2165	红宝丽	27.5	0.67	1.07	41.01	25.68
300019	硅宝科技	42.7	0.63	0.82	67.79	52.09
600143	金发科技	10.5	0.25	0.27	41.96	38.85
600596	新安股份	46.4	1.11	2.45	41.82	18.95
600299	蓝星新材	14.0	-	0.30	-	46.77
600589	广东荣泰	7.4	0.24	0.29	30.83	25.52
2080	中材科技	36.8	0.55	0.95	66.91	38.74
	平均	24.53	0.60	0.86	42.83	32.36

资料来源：天相投资分析系统

6. 风险提示

主要原材料价格变动风险。公司主要产品为 PU 合成革，PU 合成革的主要原材料为基布和 PU 树脂浆料。公司具有完整的 PU 合成革产业链，可以一定程度上消化原材料波动的风险。但是，如果公司价格传导机制不能充分发挥作用，尤其是当原材料成本快速上涨时，产品价格销售价格无法相应上调时，会对公司总体盈利能力产生影响。

核心技术失密的风险。公司作为行业内唯一一家拥有国家级企业（集团）技术中心的高新技术企业，在市场竞争中具有较为明显的技术竞争优势。PU 合成革技术竞争的核心在于 PU 合成革树脂的配方及对总体生产工艺流程的掌握，该相关核心技术并不适合申请相应的专利。若发生核心人员流失带来的核心技术失密，将使公司面临竞争对手由于无需承担研发开支所获得的低成本扩张冲击的可能，从而导致公司盈利能力下滑。

汇率波动风险。2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年 1—6 月，公司汇兑损失分别为 13 万元、32.83 万元、148.07 万元和-2.74 万元，汇兑损失占净利润的比重分别为 0.43%、0.49%、2.24%和-0.05%。2009 年 6 月末，公司共拥有 736.27 万美元的外币资产和 669.75 万美元的外币负债，另外还拥有小额的日元及港元外币负债，保持了较好的结构。如果公司在未来经营中不能做到外币资产、负债的有效搭配，或者人民币汇率快速升值，都将使汇率风险扩大，进而对公司的盈利水平构成一定影响。

项目的市场开拓风险。根据行业协会预计，PU 合成革行业在未来 5 年间仍将保持较高的增长速度。虽然巨大的市场需求为本次募集资金投资项目的成功实施提供了有力的保障，但是若市场容量增速低于预期或公司市场开拓不力，募集资金投资项目的新增产能将不能及时消化，公司存在市场开拓风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100