

化工新材料

王鹏 (主管) 0755-82026733

执业证书编号: S0960207090131

wangpeng@cjis.cn

侯宏森 010-63222985

执业证书编号: S0960109064001

houhongsan@cjis.cn

6-12个月目标价: 36.05元

当前股价: 29.03元

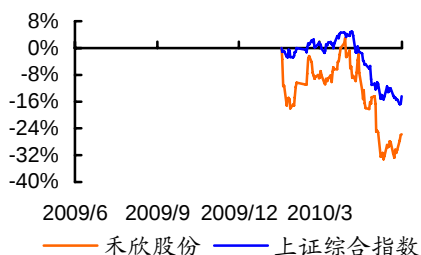
评级调整: -首次

基本资料

上证综合指数	2583.87
总股本(百万)	99
流通股本(百万)	25
流通市值(亿)	7
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	10.37
资产负债率	36.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
禾欣股份	-13.08	-17.34	0.00
上证综合指数	-3.89	-15.81	-20.24



相关报告

禾欣股份

002343

推荐

高端 PU 革供不应求，消费升级助推公司快速增长

近期，我们调研了禾欣股份，就目前公司的经营状况，以及应对原料价格大幅波动的举措做了深入探讨，并对10年所面临的发展机遇和未来盈利增长情况进行了交流。

投资要点:

- 公司是国内 PU 合成革行业产能规模最大、产业链配套最完整的龙头企业，中高端产品市场占有率达到13%以上。目前拥有超纤PU合成革产能为480万米(66.6%权益)，高物性PU合成革产能800万米，普通PU合成革产能为1350万米。
- 公司拥有很强品质和品牌优势。公司产品质量通过了耐克、阿迪达斯、纽百伦、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。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。
- 公司产业链上下游配套较为完整，具有成本优势。公司实现了从基布—PU树脂—色料—表面处理剂到合成革的完整产业链联动，不仅降低成本，还可控制质量。
- 公司具有明显的技术优势，后期技术储备源源不竭。PU合成革是个创新性比较强的领域，产品花样更新和个性化需求很强。公司拥有全行业唯一国家级企业技术中心，在吸收日本可乐丽技术的基础上，还将实施募集资金技术中心技改项目。
- 公司超纤PU合成革已经超越了真皮的综合性能，一般情况下完全可以替代真皮，市场广阔，产品供不应求。目前公司已经通过了车用内饰的认证，除高端鞋和沙发用外，公司又将进入一个崭新的高端应用市场，国内未来销售将持续供不应求。
- 公司高物性PU合成革成本上和普通PU合成革相差无几，但性能非常优异，目前市场缺口仍然较大。产品具有质轻，手感丰满，物性优良的特点，是高档运动鞋主要采用的材料，我国大陆高物性PU合成革50%左右的量仍需要进口。
- 新建产能将助推公司业绩快速增长。公司募投的280万米超纤PU合成革已于09年中期投产，新建的220万米的超纤PU合成革将于明年初投产，公司募投的1200万米高物性PU合成革项目(16条生产线)将在今后三年逐步投产。权益55%的台州功能性高分子材料项目将于11年初投产，预计年销售额达到3.3亿元。
- 公司产品二季度大幅提价，且上游三苯价格大幅回调，故产品利润空间大幅增加。
- 给予“推荐”投资评级。我们看好未来高端PU合成革的市场需求，消费升级需求将会促进公司产品市场逐步扩大，伴随着公司新建项目的逐步投产，预计2010-2012年的EPS分别为1.03元、1.30元和1.61元。目前化工中小板市盈率在40倍左右，为谨慎起见，给予公司10年35倍市盈率，6-12个月目标价为36.05元，目前股价为29.03元，还有一定上涨空间，因此给予“推荐”投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1104	1341	1660	2024
同比(%)	-4%	22%	24%	22%
归属母公司净利润(百万元)	87	102	128	160
同比(%)	75%	17%	26%	25%
毛利率(%)	24.3%	21.8%	22.5%	22.7%
ROE(%)	24.9%	8.9%	6.5%	7.5%
每股收益(元)	0.88	1.03	1.30	1.61
P/E	32.13	27.46	21.83	17.53
P/B	8.01	2.45	1.42	1.32
EV/EBITDA	17	15	11	9

资料来源: 中投证券研究所

目 录

1. 公司内生外引，坚持创新，成就行业龙头	3
1.1 公司股权结构比较分散	3
1.2 公司专注中高端 PU 合成革产品，已成绝对的行业龙头	3
1.3 公司高物性 PU 合成革和超纤 PU 合成革面临产能瓶颈	3
2. 国内中高端合成革产品缺口仍在扩大	4
2.1 高物性 PU 合成革和超细纤维 PU 合成革将成为未来市场主导产品	4
2.2 我国合成革产量递增，需求量也增大，中高端产品存在很大缺口	6
3. 公司主要产品技术工艺和盈利空间分析	7
2.3 上游化工原料和下游消费领域都将影响着合成革的发展	7
2.3 公司与日本可乐丽合作，确定了公司高起点水平	8
2.3 公司合成革的技术工艺分析	9
2.3 公司合成革的成本分析	10
2.4 公司产品具有较强议价能力，虽然调价具有一定滞后性，但还是可以顺畅向下游传导	12
2.4 上游原料价格大幅回调，扩大公司后期利润空间	12
3. 公司拥有很强竞争优势，区位优势正在弥补	13
4. 新建项目产能将逐步释放，明年将有较大发展	15
4.1 项目一：福建禾欣合成革项目	15
4.2 项目二：禾欣可乐丽超纤皮（嘉兴）有限公司增资项目	16
4.3 项目三：技术中心技改项目	16
4.3 项目四：超细纤维合成革扩能改造项目	17
4.3 项目五：投资组建“台州禾欣高分子新材料有限公司”	18
5. 盈利预测与估值	18
表 1：各种合成革性能及用途	5
表 2：募投项目列表	15
表 3：分产品销售收入和毛利率预测	19
表 4：盈利预测	20
图 1：公司 09 年上半年主要产品收入比重	4
图 2：近十年我国 PU 合成革产量和增长率变化（亿米）	6
图 3：高物性 PU 合成革产量及需求量分析（单位：万米）	7
图 4：PU 合成革产业链	7
图 5：公司湿法 PU 合成革制造流程图	9
图 6：干法 PU 合成革制造工艺流程图	9
图 7：超纤 PU 合成革制造工艺流程图	10
图 8：真皮纤维和超细纤形态比较	10
图 9：超细纤维 PU 合成革成本构成分析	11
图 10：PU 合成革成本构成分析	11
图 11：近两年来三苯的价格趋势	13
图 12：精细化产品领域的盈利空间变化分析	13

1.公司内生外引，坚持创新，成就行业龙头

1.1 公司股权结构比较分散

本公司前身为成立于 1988 年的嘉兴鹿皮厂。1998 年公司实行整体改制，由朱善忠等 239 位自然人发起设立浙江禾欣实业股份有限公司。公司自设立以来持股比较分散，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。公司主要股东持股相对分散，每一位主要股东对股东大会的决议都有一定影响，但又都不具备决定性的支配能力。

公司发起人中朱善忠担任公司董事长，沈云平担任公司副董事长兼总经理，丁德林、庞健、陈云标、顾建慧担任公司董事。其中朱善忠董事长的股权为 16.81%，沈云平总经理股权结构为 15.33%。

1.2 公司专注中高端 PU 合成革产品，已成绝对的行业龙头

禾欣实业专注于 PU 合成革产品的研制开发、生产、销售与服务。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。

公司的主导产品为 PU 合成革，广泛运用于鞋类、服装、球类、家具、箱包、汽车内饰等制品的面料。公司的 PU 合成革产品可分为普通 PU 合成革、高物性 PU 合成革和超细纤维 PU 合成革。同时公司也生产合成革原料合成革基布、PU 树脂浆料、色料、色粉等。

公司现拥有 8 条湿法、8 条干法 PU 合成革生产线，并拥有完善的配套设施和后整理设备。具备年产 PU 合成革 2,350 万米的生产能力，其中包括 800 万米/年高物性 PU 合成革和 480 万米/年的超细纤维 PU 合成革的生产能力。

公司是中国合成革行业内最具实力和竞争力的企业。建有 PU 合成革行业中从浆料、基布、色粉到最终覆盖 PU 革各种档次产品的规模最大、品种最完整的产业链。公司因拥有 9 个大类 1 万多种花色产品而成为国内产品系列最全的 PU 合成革生产企业。据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会统计，近三年来公司累计销售收入在 PU 合成革行业排名第一。

公司通过多年的技术创新，成为国内唯一一家拥有国家级企业技术中心的 PU 合成革制造企业，产品以高端产品为主，占据了我国高档 PU 合成革市场 13% 左右的市场份额。已经成为耐克、阿迪达斯、纽百伦、安踏、鸿星尔克、特步等国际国内知名品牌的供应商，为其在国内的制造企业提供 PU 合成革和超细纤维 PU 合成革产品。

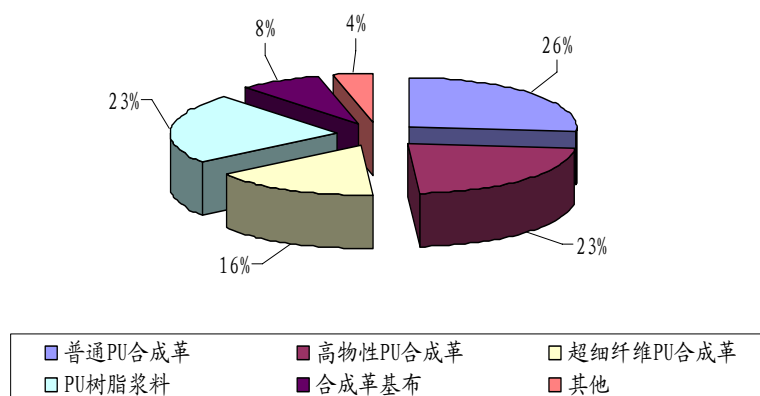
1.3 公司高物性 PU 合成革和超纤 PU 合成革面临产能瓶颈

公司在 2005 年对高物性 PU 合成革生产线进行了技改，将其产能从原先的

400 万米每年提高到了 600 万米每年，2006 年公司高物性 PU 合成革的产量为 418.16 万米，2007 年产量达到 599.19 万米，产能利用率达到 99.87%，2008 年产能利用率进一步提高到 103.98%，由于产品供不应求，公司继续对原有设备进行技术改造，2009 年初高物性 PU 合成革年产能提高到 800 万米每年，上半年产能利用率依然达到 95.69%。

公司超细纤维 PU 合成革由公司控股子公司禾欣可乐丽生产，产品品质国内领先，投产后迅速占领市场。2005 年处于试生产阶段，2006 年产能达到 200 万米每年，当年产量为 178.30 万米，产能利用率为 89.15%，2007 年、2008 年产能利用率分别为 86.65%、109.68%。2009 年 6 月，禾欣可乐丽二期生产线正式投产，2009 年上半年产能达到 130 万米，尽管产能增加，但由于产品需求旺盛，2009 年上半年产能利用率达到 106.54%。

图 1：公司 09 年上半年主要产品收入比重



资料来源：公司报告

2.国内中高端合成革产品缺口仍在扩大

2.1 高物性PU合成革和超细纤维PU 合成革将成未来市场主导产品

合成革产品是天然皮革的替代材料，按使用材料和生产工艺可以分为：PVC 人造革、普通 PU 合成革、高物性 PU 合成革和超细纤维 PU 合成革。

PVC 人造革属于第一代合成革，透气、手感较差，难于降解，容易对环境造成污染，尤其是 PVC 人造革中的稳定剂中含有铅、镉等重金属元素，欧盟、日本和美国等发达国家禁止使用。目前主要用于低档箱包、沙发、装饰品上。

传统普通 PU 合成革一般采用起毛机织布或针织布加工而成，虽然外观、手感较好，但物性上难以达到高档运动休闲鞋材的要求，而普通涤纶或涤锦无纺布生产的 PU 合成革，手感板、物性相对差、质量重，不符合消费趋势。但是因为性能远好于 PVC 人造革，因此目前仍有一定的市场空间，主要用于中档产品

领域。

高物性 PU 合成是采用高密度无纺布作基布，并经聚氨酯浸轧，涂层加工而成，产品具有质轻，手感丰满，物性优良的特点。产品在结构和性能上模拟天然皮革，耐磨、弹性好、柔软、抗拉强度高、抗溶剂性，可象天然皮革一样进行片切、磨削，也可加工成具有天然皮革所特有透气、透湿等功能的产品，主要用于中高档鞋、箱包、服装和家具产品。

超细纤维 PU 合成革是采用合成材料仿造天然牛皮微观结构制造，不仅外观、手感、物理性能等酷似天然牛皮，拥有比真皮更优越的物性，在耐化学性、质量均一性、大生产加工适应性以及防水、防霉变性等方面更超过了天然皮革，属高档合成革。适用于高档运动服装、鞋、箱包、家具的面料。超细纤维 PU 合成革的出现，使人工皮革产品提高到一个新的层次，受到众多国际名牌的青睐。超细纤维 PU 合成革生产以来呈快速增长趋势。

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。禾欣实业以这两种产品为主导产品，且销售收入比重不断提高。

公司高物性 PU 合成革和超细纤维 PU 合成革增长较快，销售收入比重逐年提高。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，08 年公司高物性 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%。

表 1：各种合成革性能及用途

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	针织布、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
市场份额	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 [注] 含普通 PU 合成革和高物性 PU 合成革

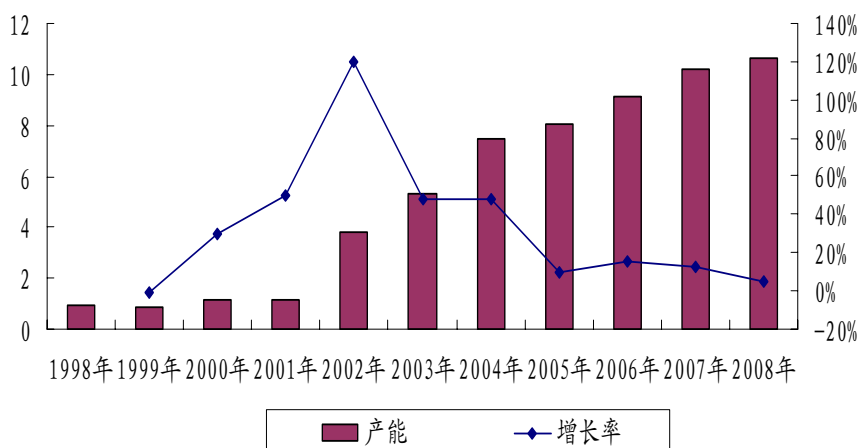
2.2 我国合成革产量递增，需求量也增大，中高端产品存在很大缺口

随着鞋、箱包、服装、家具等制造产业向中国大陆转移，合成革产品作为其原材料也逐步向中国转移。目前中国已经成为国际合成革的主要制造基地。国际合成革产业转移成为影响我国合成革行业发展的重要因素，并且随着中国作为世界工厂地位的日益巩固，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。

2008 年国内合成革生产企业共有 364 家，共有生产线 1343 条，其中干法 694 条，湿法 649 条。企业数量占全球的 70.90%，生产线数量占全球的 79.28%。预计在未来三年内，中国大陆企业在技术开发上不断取得进步，在配套运输、制造成本等市场竞争优势明显，中国大陆人造革合成革产业仍将以两位数增长，日本、韩国、意大利、台湾等持续负增长，将逐渐萎缩。

由于我国合成革需求的强劲增长以及国外合成革产业加速转移至我国，国内总产量一直呈递增态势。2000 年，中国大陆的合成革产量超过台湾地区，成为世界上最大的合成革产地。随后几年，合成革产业在我国大陆地区加速发展，我国合成革总产量从 2004 年的 13.26 亿米增长到 2008 年的 20.22 亿米，而在合成革内部，PU 合成革的发展速度远远超过了作为第一代人工皮革产品的 PVC 人造革，PU 合成革的产量从 2000 年 1.15 亿米，增长到 2008 年的 10.60 亿米，增长了八倍多。

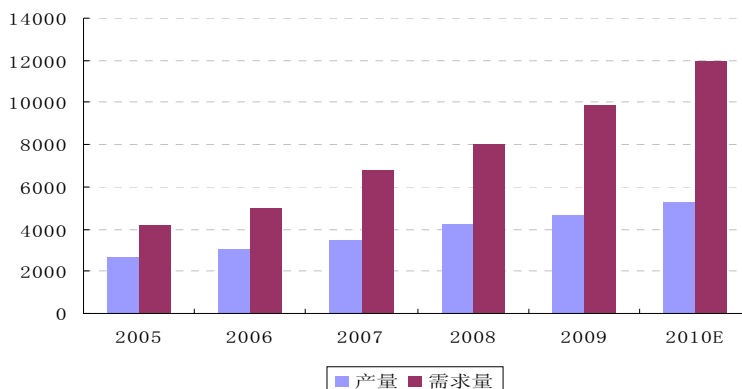
图 2：近十年我国 PU 合成革产量和增长率变化（亿米）



资料来源：公司报告 中投证券研究所

虽然我国合成革产量居世界首位，但从产品品质及结构上看，我国的人合成革产品约 80% 以上属中低档产品，而高物性 PU 合成革和超细纤维合成革的需求仍然需要依靠进口，国内需求量的一半需要依靠进口。

图 3: 高物性 PU 合成革产量及需求量分析 (单位: 万吨)



资料来源: 公司报告 中投证券研究所

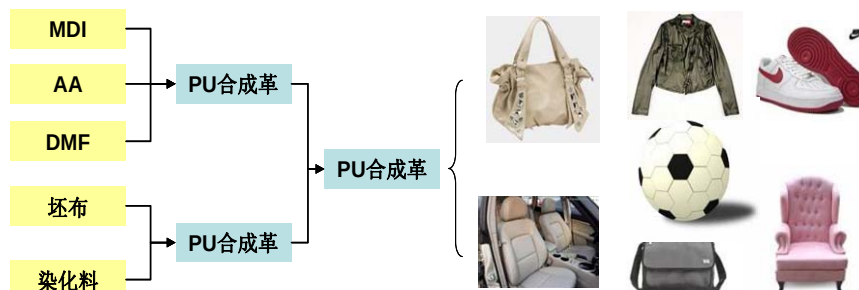
超细纤维 PU 合成革技术起源于日本, 日本可乐丽公司在世界超细纤维 PU 合成革领域处于领先水平。超细纤维 PU 合成革在我国则刚起步不久, 目前我国主要超细纤维 PU 合成革工艺技术几乎都出于山东万华上世纪 80 年代引入日本可乐丽的技术, 技术水平参差不齐, 产品与日本同类产品相比质量存在显著差距, 尤其是质量稳定和节能减排方面更有差异。目前, 国内超细纤维 PU 合成革市场主要生产企业为禾欣可乐丽、双象股份和山东同大等企业。

禾欣可乐丽超细纤维 PU 合成革技术采用含浸等全线联动技术、使用喷淋浸轧含浸技术、实施无纺布制造同步控制等技术, 是目前世界领先的超细纤维 PU 合成革技术, 产品具有高质量和高稳定性。

3. 公司主要产品技术工艺和盈利空间分析

3.3 上游化工原料和下游消费领域都将影响着合成革的发展

图 4: PU 合成革产业链



资料来源: 中投证券研究所

合成革的上游行业主要是 PVC、MDI、AA、DMF 等化工原料制造行业和机织布、针织布和无纺布纺织行业。合成革下游行业是制鞋、箱包、服装、家具制

造等行业，上述行业发展速度和产品档次直接决定了 PU 合成革市场的发展前景，因此合成革行业与上游化工原料和下游消费行业有着紧密的关联度。

3.3 公司与日本可乐丽合作，确定了公司高起点水平

2007 年 12 月 10 日浙江省对外贸易经济合作厅正式同意禾欣可乐丽增资成立，其中禾欣实业出资 410.90 万美元，占注册资本的 66.60%，日本株式会社可乐丽出资 206.10 万美元，占注册资本的 33.40%。

日本株式会社可乐丽，简称日本可乐丽，是最早生产超细纤维 PU 合成革的企业，在世界超细纤维 PU 合成革行业中一直居于领跑地位。其超细纤维 PU 合成革产品是当今世界合成皮革的顶尖产品，生产技术属世界一流，代表世界合成革行业的发展方向。

超细纤维 PU 合成革生产主要分为基布生产和造面两个过程。日本可乐丽公司在超细纤维 PU 合成革基布生产方面具有传统优势，拥有数十年的专业生产经验和保证质量稳定的控制标准；而禾欣在超细纤维 PU 合成革造面技术、规模造面能力方面更具优势，对造面技术、规模造面能力的需求是日本可乐丽与禾欣股份合资设立公司的主要原因。

超细纤维 PU 合成革基布生产技术的主要环节包括纺丝、树脂合成、含浸、萃取等。禾欣在纺丝技术及设备开发、含浸技术领域居于全球领先水平，与日本可乐丽在基布生产方面的技术差距主要体现在树脂配方及萃取技术上以及缺乏日本可乐丽数十年的生产经验。禾欣与日本可乐丽的合作，是一种强强联合，互惠双赢的结果。

日本可乐丽公司与禾欣可乐丽公司签订了技术服务支援协议，日本可乐丽公司授权可乐丽公司在存续期内使用其超细纤维 PU 合成革基本生产技术。

禾欣股份与禾欣可乐丽公司签订造面委托加工协议，由禾欣股份为禾欣可乐丽公司提供造面加工服务。

目前禾欣可乐丽的生产技术人员中，只有 1 名负责生产安全的副总经理为日本可乐丽委派，其他均由禾欣股份委派。

禾欣可乐丽设立以来，借助于中外股东共同的技术实力，融合了中外股东双方的技术优势，对超细纤维 PU 合成革生产工艺、配方及关键步骤进行了多项技术改良。禾欣股份已经完全掌握超细纤维 PU 合成革基布生产的技术，并形成了稳定的管理和控制标准。

目前禾欣股份在销售、采购、技术等方面不存在对可乐丽公司的依赖，可乐丽公司在上述方面对禾欣股份不存在重大影响。

09 年日本可乐丽开始从禾欣可乐丽采购基布 50 万平米左右，运回日本进行后

期加工，说明禾欣可乐丽的基布产品已经得到日本可乐丽的认可。

3.3 公司合成革的技术工艺分析

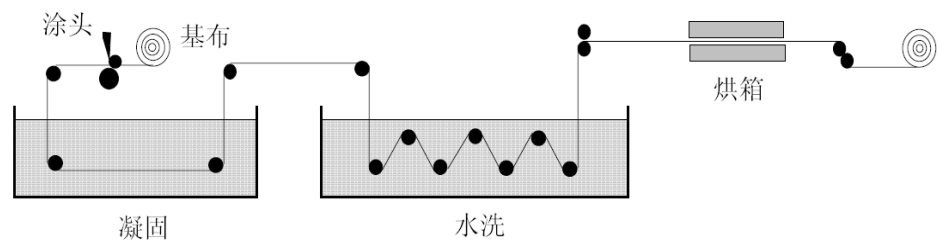
1) PU 合成革（包括普通 PU 合成革和高物性 PU 合成革）生产工艺

PU 合成革是皮革的代用材料，其制造方法是在织物或无纺布上浸涂 PU 树脂浆料，具体可以分为干法和湿法凝固成膜两种方法，PU 合成革成膜后，经整饰后即成各种光面革、绒面革、漆面革等。公司目前拥有 16 条 PU 合成革生产线，其中干法生产线 8 条，湿法生产线 8 条。

（1）公司湿法 PU 合成革制造工艺流程

公司湿法 PU 合成革制造工艺是将 PU 树脂溶解在 DMF 溶剂中，用此混合液浸渍基布或涂覆基布上，然后放入与溶剂有亲和性而与 PU 树脂不亲合的液体中提取混合液中的溶剂即进行湿法成膜。在提取溶剂过程中产生连续气泡。从而造成多孔质皮膜。根据具体用途，采用不同类型的基布，PU 合成革成膜后，经过整饰，可制成不同款式的 PU 合成革。

图 5： 公司湿法 PU 合成革制造流程图

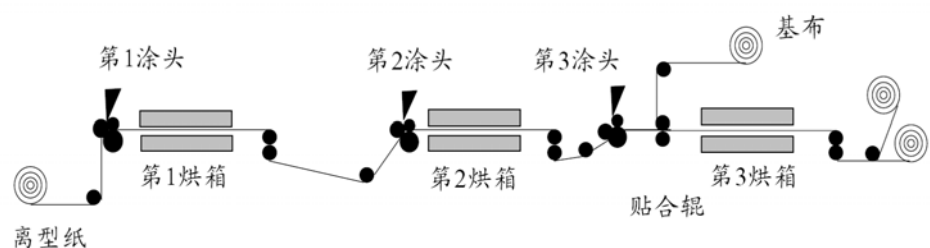


资料来源：公司报告 中投证券研究所

（2）公司干法 PU 合成革制造工艺流程

公司干法 PU 合成革制造工艺是用刮刀将 PU 树脂表皮层用混合液涂在离型纸上；再在表皮层上涂覆粘接层混合液，干燥后将起毛基布贴上；卷取后产品经熟化（固化）工艺，再进行离型纸剥离，剥离后产品按客户要求后进行整理。

图 6： 干法 PU 合成革制造工艺流程图

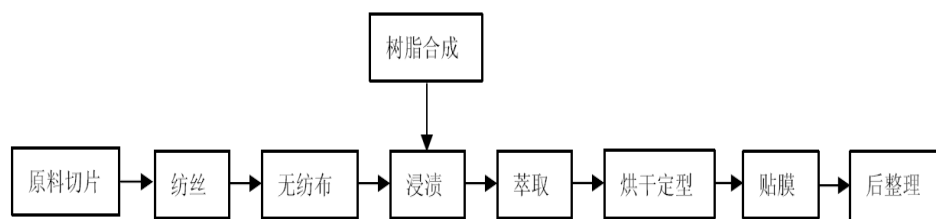


资料来源：公司报告 中投证券研究所

2) 超细纤维 PU 合成革生产工艺

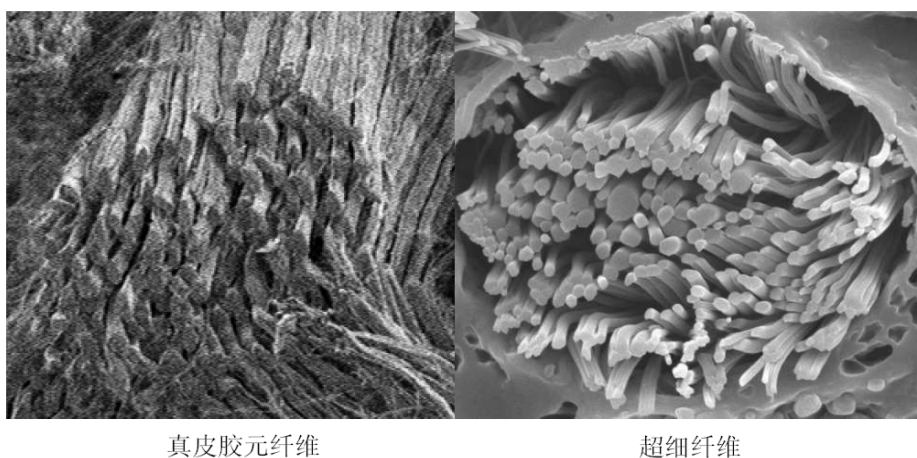
超细纤维 PU 合成革的工艺是利用两种互不混溶的高分子原料尼龙和聚乙烯，经过一定比例混合，纺丝成海岛纤维；经梳理、铺网，用高密度针刺法加工成一定厚度呈三维空间结构的海岛型纤维无纺布；采用特种 PU 树脂将无纺布浸渍后，用甲苯萃取，溶去海岛纤维中的海，留下岛成份（尼龙），成为细度可达 0.01—0.05D 的极细纤维基布；根据用途需要，进行贴膜、印花、压花等后整理加工。

图 7：超纤 PU 合成革制造工艺流程图



资料来源：公司报告 中投证券研究所

图 8：真皮纤维和超细纤维形态比较



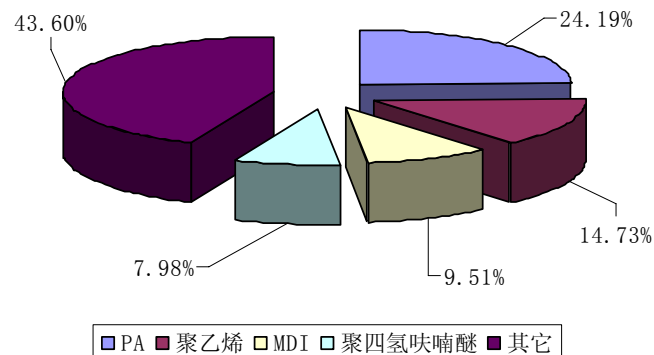
资料来源：公司报告 中投证券研究所

3.3 公司合成革的成本分析

（1）超细纤维 PU 合成革主要原料成本占比分析

超细纤维 PU 合成革的主要原料有 PA、聚乙烯、MDI、聚四氢呋喃醚，我们发现近四年的各原料在成本中的占比变动不是太大，我们进行平均化，最终得出一个相对中性的成本结构。PA 是发行人制造超细纤维 PU 合成革基布的主要原材料，占超细纤维 PU 合成革基布单位成本的 24.19%。

图 9：超细纤维 PU 合成革成本构成分析

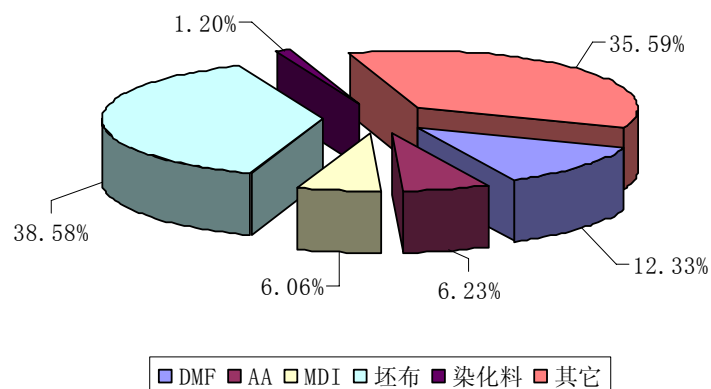


资料来源：公司报告 中投证券研究所

（1）高物性和普通 PU 合成革主要原料成本占比分析

PU 合成革的主要原料有 DMF、AA、MDI、坯布，我们也发现近四年的各原料在成本中的占比变动不是太大，我们也进行平均化，最终得出一个相对中性的成本结构。高物性 PU 合成革和普通合成革的成本结构基本相差不大，因此我们一并分析。

图 10：PU 合成革成本构成分析



资料来源：公司报告 中投证券研究所

公司 PU 合成革产品的主要原材料是 PU 树脂浆料和合成革基布，PU 树脂浆料的主要原材料是 DMF、MDI 和 AA，合成革基布的主要原材料是坯布和染化料。

PU 树脂浆料的主要构成而言，MDI 和 AA 合成新物质，溶解在 DMF 里，事

实上，DMF 仅仅是 PU 树脂浆料的溶剂，现在的合成革 DMF 回收技术可以回收 99% 以上的 DMF，回收的 DMF 可以卖回给化学浆料厂。因此，DMF 的价格变动对合成革产品的影响较小，PU 树脂浆料的价格波动实际上对合成革产品成本的影响大大弱化。

3.4 公司产品具有较强议价能力，虽然调价具有一定滞后性，但还是可以顺畅向下游传导

公司产品定价会随着原料价格上涨和下跌，但可能会出现一定滞后性。PU 合成革产品按照订单进行生产，生产商和需求商在确定价格时，会相应参考主要原材料价格变动对 PU 合成革价格变动的影响，在原材料价格上涨时，PU 合成革产品价格也会相应上涨。但是因为订单会出现一个月甚至两个月左右生产周期，会导致价格波动不会随原材料价格波动那么频繁，并且会有一定时间的时候，可能会对公司短期的利润空间造成一定影响。

公司在行业中的龙头地位具有较强的加价能力。发行人 在 PU 合成革行业处于龙头地位，产品供不应求，具有较强的价格谈判能力，能及时将原材料价格上涨导致的成本上升，通过产品提价等方式转移给公司客户，从而降低原材料涨价对公司利润的影响。

发行人具有从基布生产、PU 树脂浆料生产、色粉生产到 PU 合成革和超细纤维 PU 合成革生产的完整产业链。完整的产业链使得原材料的价格变动对发行人利润的影响相对弱化。

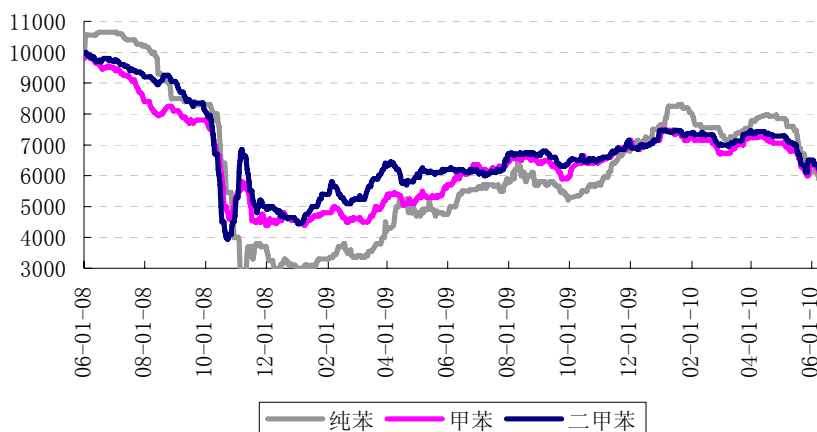
从实际情况来看，2006 年至 2008 年，公司主要原材料价格持续上升，但发行人毛利率水平也在上升，反映了原材料价格的变动对发行人利润的影响相对较小。而 2009 年上半年，主要原材料价格大幅度下降，但发行人毛利率大幅度上升，反映了其优秀的管理能力和产品议价能力。

3.4 上游原料价格大幅回调，扩大公司后期利润空间

苯是己内酰胺、己二酸、己二胺、苯胺的上游，己内酰胺、己二酸、己二胺是尼龙的上游，苯胺是 PU 合成革原料 MDI 的上游，二甲苯是 PTA 的上游，而 PTA 是聚酯纤维的上游。因此公司产品成本主要跟随苯、甲苯和二甲苯的价格波动而变化。而苯、甲苯和二甲苯的价格仅仅跟随原油价格，因此公司产品成本的大小对原油价格的变化应该还是比较敏感的。

进入二季度，产品利润空间快速放大。由于一季度公司成本大幅增加，在一季度末和二季度初，公司针对产品价格进行上调，而进入二季度，油价持续震荡回落，纯苯价格大幅下跌，甲苯、苯胺和 PTA 等也出现不同的回调，产品利润空间快速放大。

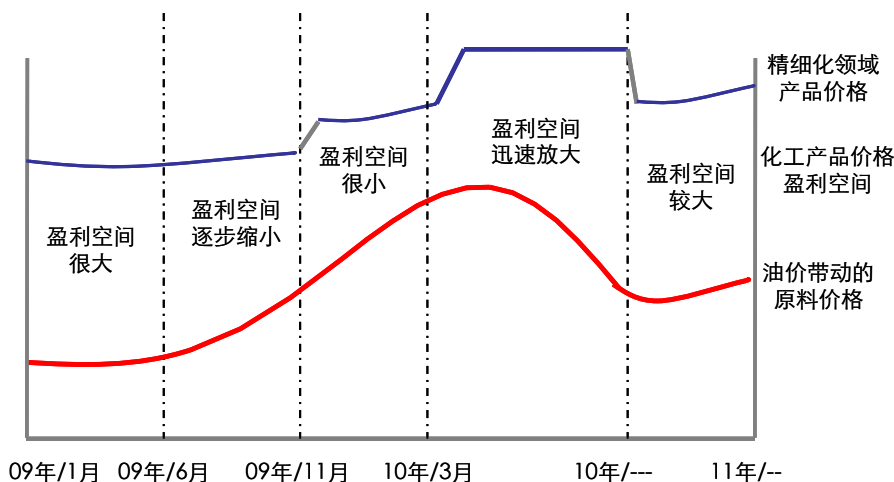
图 11: 近两年来三苯的价格趋势



资料来源: 化工在线 中投证券研究所

公司作为精细化发展领域企业, 产品盈利空间遵循相应的逻辑变化, 我们针对类似企业的利润空间进行了分析。

图 12: 精细化产品领域的盈利空间变化分析



资料来源: 中投证券研究所

3. 公司拥有很强竞争优势, 区位优势正在弥补

禾欣实业目前已经成为中国人造革合成革行业内最具实力和竞争力的企业, 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。公司在高物性 PU 合成革和超细纤维 PU 合成革等高端市场在全国居于领先水平。

公司具有很强的竞争优势:

- 技术优势。近年来公司自主开发新产品、新工艺、新技术 140 多项，其中 20 余项填补国内空白。尤其是在高物性 PU 合成革和超细纤维 PU 合成革方面居于行业领先水平。

公司的技术成果有：

- ◇ 高物性运动鞋革生产技术
- ◇ 中高档沙发革真皮植绒技术
- ◇ 超纤高档合成革涂层技术
- ◇ 绿色环保 PU 革生产技术
- ◇ 箱包革类辊涂、压纹技术
- ◇ 湿法一步法涂层加工技术

- 品牌优势。公司是我国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，拥有行业领先的品牌优势。公司产品质量通过了耐克、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。
- 完整产业链优势。公司实现了从基布—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 合成革行业产业链配套最完整的企业。完整的产业链可以使公司在化工原料的生产和基布的生产过程中控制产品质量，保证了公司最终 PU 合成革产品的质量稳定性。基布、浆料、无纺布、色浆色粉等集中生产和短距离运输，可以降低原材料采购成本和中间产品的运输成本，节约了公司产品成本。
- 超细纤维 PU 合成革技术优势。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就超细纤维合成革生产技术开展了长期的合作研究，并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。
- 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。
- 成本优势。公司开发的以“三效”DMF 精馏替代了“双效”DMF 精馏技术，生产过程中节能 30%，DMF 回收率达到 99.20%，DMF 蒸馏节能技术的实施，使 DMF 蒸馏单位成本下降约 40 元/吨。

公司目前也有一定的区域劣势：

主要的竞争劣势是公司所在地离客户所在地较远，不便于公司与客户的交流。公司主要产品销售地区为福建晋江、温州和广州等制鞋、箱包、家具制造

业较为集中的地区，而公司的产地在浙江嘉兴，虽然公司在晋江和广州设立了产品打样室，但由于距离的原因只能延迟解决客户的打样需求，影响了公司的产品在生产安排上的及时调整。

针对这一劣势，公司拟通过募集资金在福建仙游设立 PU 合成革生产基地，以便更加及时地为国内制鞋企业提供产品，并节约运输成本。

4.新建项目产能将逐步释放，明年将有大发展

公司将所募集资金投入以下三个项目：福建禾欣合成革项目；禾欣可乐丽超纤皮（嘉兴）有限公司增资项目；技术中心技改项目。根据项目轻重缓急，公司拟投资项目和计划如下：

表 2：募投项目列表

序号	项目名称	项目实施进度	投资金额（万元）
1	福建禾欣合成革项目	建设期两年	15,993.56
2	禾欣可乐丽超纤皮（嘉兴）有限公司增资项目	建设期一年	4,750.00
3	技术中心技改项目	建设期一年	4,329.00
	合计		25,072.56

资料来源：招股说明书

除了公司的募集资金项目，未来还有控股公司两个项目可贡献利润：

首先是控股子公司禾欣可乐丽超纤皮（嘉兴）有限公司超细纤维合成革扩能改造项目。

其次是控股子公司嘉兴禾欣化学工业有限公司拟投资组建“台州禾欣高分子新材料有限公司”。

4.1 项目一：福建禾欣合成革项目

主要生产高物性 PU 合成革，其主要用途是高档运动鞋领域。该项目投产后，公司高物性 PU 合成革产能将在目前 800 万米每年基础上新增 1,200 万米每年，产能扩张 150%。产品将主要销往福建晋江、广东等地。

进展情况：

由于土地问题，目前项目还在筹备阶段，没有开始建设，预计到 2013 年全部达产，12 年和 13 年将会逐步由产能释放。

盈利分析：

公司认为该项目建成达产后,预计年均销售收入为 38,400 万元,年均税后利润为 2,802.00 万元,投资利润率 19.76%,全部投资财务内部收益率 16.04% (所得税后),全部投资回收期为 6.92 年(所得税后)。项目具有较好的经济效益。

4.2 项目二:禾欣可乐丽超纤皮(嘉兴)有限公司增资项目

由控股子公司禾欣可乐丽超纤皮(嘉兴)有限公司(上市企业持有 66.6% 股权)实施,主要生产超细纤维 PU 合成革。该项目由禾欣实业与日本株式会社可乐丽共同投资建设,可乐丽在世界超细纤维 PU 合成革行业中具有明显优势,其超细纤维 PU 合成革产品是当今世界合成皮革的顶尖产品,生产技术属世界一流,代表世界合成革行业的发展方向。

该项目投产后,公司超细纤维 PU 合成革产能将在目前 200 万米的基础上新增 280 万米,产能扩张 140%。禾欣可乐丽已经建立了完善的销售渠道和营销措施,依靠产品的质量优势和服务优势,公司的市场占有率将进一步提升。

进展情况:

该项目已经建成,并于 09 年中期投产,今年将会贡献全部产能。

禾欣可乐丽超纤皮(嘉兴)有限公司二期 390 万平米/年(280 万/年)超细纤维合成革项目自 2009 年 6 月达产以来,随着市场的不断开拓,超细纤维合成革产品销售量不断增加,经营业绩稳定增长,成为公司业绩增长的重要来源。同时,现有生产装置的产能利用率逐年提高,2009 年,超纤皮产品销售形势喜人,销售量达 450 万平米/年。

盈利分析:

公司认为本项目建成达产后,年均销售收入为 24,000 万元,年均税后利润为 1,694.50 万元,投资利润率 33.88%,全部投资财务内部收益率 25.34% (所得税后),全部投资回收期为 5.44 年(所得税后)。

4.3 项目三:技术中心技改项目

项目实施背景

PU 合成革行业科技含量较高,但在我国的发展只有二十多年的时间。目前国内大多数企业以中、低档产品为主,而国际潮流是走中、高档技术路线。公司是行业内产品研发和创新能力最强的企业,公司的发展定位是瞄准国际先进水平,引领国内行业提升,使新产品研发紧跟合成革领域的中、高档市场,坚持高起点。

项目对公司财务状况和经营成果的影响分析

公司技术中心的改造不会给公司带来直接的经济效益，但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，这将极大地增强企业竞争能力，使得公司在激烈的市场竞争中保持自己的优势地位，对公司的持续发展和持续盈利产生非常深远的影响。

4.3 项目四：超细纤维合成革扩能改造项目

控股子公司禾欣可乐丽超纤皮（嘉兴）有限公司（上市企业持有 66.6% 股权）自筹资金进行超细纤维合成革扩能改造项目。项目总投资 9000 万元。扩能改造项目竣工后，公司超细纤维合成革年生产能力将达到 1000 万平米（约合 715 万平方米）。届时，公司将成为国内最大的超细纤维合成革生产企业之一。

实施背景：

2009 年，超纤皮产品销售形势喜人，销售量达 450 万平米/年，因公司产品生产中存在产品替换时的清扫工作，2010 年超细纤维合成革生产装置将基本处于满负荷运行状态。同时考虑到超细纤维合成革扩能项目建设周期需一年以上，为了做大超纤皮产业，促进公司业绩持续增长，公司同意禾欣可乐丽 2010 年投资建设超细纤维合成革扩能改造项目。

项目实施计划：

主要对现有生产装置、工艺条件和产品进行技术升级，通过增添生产设备，调节超细纤维合成革运动鞋材、家具革、休闲革等各品种之间的产量，同时，改善贮存和发货系统，提高贮存发货系统和生产装置的配套协调性；配套和改造相关的安全环保设施及公用工程，提高装置运行的安全和环保保证能力，使装置和人文环境更和谐。

项目不需要另征土地。只是对现有设备进行优化，使现有装置的产能更一步提高，适应多品种生产，通过新增设备，扩大产能。

工作主要分二步进行。

第一步：2010 年 3-6 月厂房设计，土建施工 12 月前完成。

第二步：2010 年底配套设备逐步进场，分阶段安装，电力、公用设备、公用管道等 2011 年 2 月完成对接，主设备计划 2011 年 4 月前完成安装调试，5 月投料试生产。

项目预期收入：

项目全面达产以后，预计可实现营业收入约 9000 万元。

4.3 项目五：拟投资组建“台州禾欣高分子新材料有限公司”

控股子公司嘉兴禾欣化学工业有限公司（上市企业持有 55% 股权）投资组建“台州禾欣高分子新材料有限公司”。项目总投资 5000 万元。主要生产和销售聚氨酯水性树脂，功能性聚氨酯聚合物，聚酯多元醇等高分子新材料。

投资背景：

由于近十几年来合成革产业的迅速发展，中国已成为合成革产能最大，生产区域相对集中的地区，生产能力占全球 70% 以上，与此同时合成革的品种也日趋完善，高端产品比例的需求不断增加，市场对高性能聚氨酯聚合物等产品的需求将不断上升，增长幅度明显，超过普通树脂。本项目所经营产品主要围绕此类高性能产品进行研发、生产与销售，定位高端。台州具有明显的区位优势，在该园区设立生产工厂对温州、丽水等合成革基地的辐射作用也将呈现。总体评价该项目贴近市场，节约运输等成本，响应和服务时间优化。

项目实施计划：

2010 年 3 月 - 6 月完成项目审批和设计；

2010 年 12 月前完成土建；

2011 年 1 月前完成设备安装；

2011 年 2 月 - 3 月进行调试生产。

项目预期收入：

项目全面达产以后，预计可实现营业收入约 33000 万元。

5. 盈利预测与估值

我们盈利预测的假设前提如下：

- （1）少数股东权益对公司业绩影响较大，09 年少数股东权益占比为 25.81%，我们假设 2010 年-2012 年少数股东权益占比分别为 26.50%、27.00% 和 26.50%
- （2）因为公司超募了 4.7 亿元，致使 2010 年季度的财务费用为 -45 万元，我们假设 2010 年-2012 年的财务费用分别为 -180 万元、-120 万元和 -80 万元。
- （3）我们假设今后三年的税率与 09 年相同，均为 9.25%。
- （4）其他细分产品销量和毛利率假设见下表。

我们对公司的分产品盈利预测如下：

表 3：分产品销售收入和毛利率预测

单位（万元）		2008	2009	2010E	2011E	2012E
普通 PU 合成革	销量（万米）	1600	1235	1280	1350	1350
	均价（元/米）	21.35	21.00	22.00	22.00	22.00
	收入（万元）	34160	25935	28160	29700	29700
	毛利率 %	16.0%	19.0%	16.8%	16.8%	16.8%
高物性 PU 合成革	销量（万米）	615	780	790	1000	1500
	均价（元/米）	32.32	28.00	30.00	31.00	31.00
	收入（万元）	19877	21840	23700	31000	46500
	毛利率 %	27.3%	32.0%	29.5%	30.0%	30.0%
超细纤维 PU 合成革	销量（万米）	237	370	480	620	700
	均价（元/米）	65.50	58.00	62.00	63.00	63.00
	收入（万元）	15524	21460	29760	39060	44100
	毛利率 %	28.7%	42.0%	37.5%	38.0%	38.0%
PU 树脂浆料	销量（万吨）	4.02	4.34	4.50	6.00	8.00
	均价（元/吨）	6200	5680	5800	6000	6000.00
	收入（万元）	24924	24651	26100	36000	48000
	毛利率 %	9.9%	17.6%	13.0%	13.5%	13.5%
合成革基布	销量（万米）	2243	2368	2400	2500	2500
	均价（元/米）	3.28	3.30	3.40	3.50	3.50
	收入（万元）	7357	7814	8160	8750	8750
	毛利率 %	5.9%	10.0%	9.0%	8.0%	8.0%
其他	收入（万元）	13098	15456	18238	21521	25395
	毛利率 %	12.3%	15.3%	12.3%	12.3%	12.3%
营业收入合计		114,940	117,157	134,118	166,031	202,445
总毛利率		17.29%	24.25%	21.81%	22.49%	22.72%

资料来源：中投证券研究所，公司报表

给予推荐投资评级。我们看好公司未来高端 PU 合成革的市场需求，消费升级需求将会促进公司产品市场逐步扩大，伴随着公司新建项目的逐步投产，预计 2010-2012 年的每股收益分别为 1.03 元、1.30 元和 1.61 元。目前化工行业中小板的市盈率（TTM 整体法）在 40 倍左右。禾欣股份流通盘仅有 2500 万股，且成长性较好，并为新上市企业。我们为谨慎起见，给予公司 10 年 35 倍的市盈率，6-12 个月目标价为 36.05 元，目前股价 29.01 元，还有一定上涨空间，因此给予“推荐”投资评级。

表 4: 盈利预测

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1104	1341	1660	2024
同比 (%)	-4%	22%	24%	22%
归属母公司净利润	87	102	128	160
同比 (%)	75%	17%	26%	25%
毛利率 (%)	24.3%	21.8%	22.5%	22.7%
ROE (%)	24.9%	8.9%	6.5%	7.5%
每股收益 (元)	0.88	1.03	1.30	1.61
P/E	32.13	27.46	21.83	17.53
P/B	8.01	2.45	1.42	1.32
EV/EBITDA	17	15	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	492	1253	2034	2181	营业收入	1104	1341	1660	2024
现金	137	828	1511	1547	营业成本	836	1049	1287	1564
应收账款	145	172	212	255	营业税金及附加	3	4	5	6
其它应收款	5	6	8	10	营业费用	41	45	57	70
预付账款	27	24	29	36	管理费用	82	94	118	143
存货	144	181	222	270	财务费用	6	-2	-1	-1
其他	34	42	52	64	资产减值损失	11	0	0	0
非流动资产	306	469	614	735	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	14	13	13	13	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	251	357	466	563	营业利润	127	152	194	242
无形资产	35	36	39	41	营业外收入	9	9	9	9
其他	7	62	96	118	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	798	1722	2648	2916	利润总额	134	159	201	249
流动负债	292	382	426	486	所得税	12	15	19	23
短期借款	55	103	87	92	净利润	122	144	183	226
应付账款	105	111	136	161	少数股东损益	35	42	54	66
其他	132	169	204	232	归属母公司净利润	87	102	128	160
非流动负债	1	-2	-3	-5	EBITDA	168	195	261	333
长期借款	0	-2	-3	-5	EPS (元) (摊薄)	0.88	1.03	1.30	1.61
其他	1	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	293	381	423	481	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	156	198	253	318	成长能力				
股本	74	99	99	99	营业收入	-4.0%	21.5%	23.8%	21.9%
资本公积	15	727	1438	1438	营业利润	87.5%	19.6%	27.9%	24.4%
留存收益	260	318	436	580	归属于母公司净利润	75.1%	17.0%	25.8%	24.5%
归属母公司股东权益	349	1143	1972	2116	获利能力				
负债和股东权益	798	1722	2648	2916	毛利率	24.3%	21.8%	22.5%	22.7%
现金流量表					净利率	7.9%	7.6%	7.7%	7.9%
单位: 百万元					ROE	24.9%	8.9%	6.5%	7.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	29.7%	22.6%	22.3%	22.7%
经营活动现金流	201	162	212	261	偿债能力				
净利润	122	144	183	226	资产负债率	36.7%	22.1%	16.0%	16.5%
折旧摊销	35	45	68	93	净负债比率	18.87%	26.61%	19.82%	18.22%
财务费用	6	-2	-1	-1	流动比率	1.69	3.28	4.77	4.49
投资损失	-2	0	0	0	速动比率	1.14	2.76	4.20	3.88
营运资金变动	32	-28	-44	-64	营运能力				
其它	8	2	6	7	总资产周转率	1.41	1.06	0.76	0.73
投资活动现金流	-17	-212	-213	-214	应收账款周转率	8	8	8	8
资本支出	18	210	210	210	应付账款周转率	10.10	9.75	10.46	10.53
长期投资	0	-1	0	0	每股指标 (元)				
其他	1	-2	-3	-4	每股收益 (最新摊薄)	0.88	1.03	1.30	1.61
筹资活动现金流	-168	740	685	-11	每股经营现金流 (最新摊薄)	2.03	1.64	2.14	2.63
短期借款	-143	48	-16	5	每股净资产 (最新摊薄)	3.53	11.54	19.91	21.37
长期借款	-2	-2	-2	-2	估值比率				
普通股增加	0	25	0	0	P/E	32.13	27.46	21.83	17.53
资本公积增加	0	711	711	0	P/B	8.01	2.45	1.42	1.32
其他	-24	-42	-9	-15	EV/EBITDA	17	15	11	9
现金净增加额	15	691	683	36					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

侯宏森，中投证券研究所基础化工行业分析师，硕士，有多年化工行业工作背景和投资咨询工作经历。

主要研究覆盖公司：

有机氟：巨化股份、三爱富、永太科技、多氟多

有机硅：蓝星新材、新安股份、宏达新材、硅宝科技、回天胶业、三友化工

聚氨酯：烟台万华、烟台氨纶、华峰氨纶、禾欣股份、双象股份、红宝丽、滨化股份、江山化工

工程塑料和树脂：蓝星新材、金发科技、普利特、沧州明珠、永新股份、神剑股份、天龙集团、鼎龙股份、神马股份

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434