

消费升级带动高物性PU革和超纤皮革梯度式发展

——禾欣股份（002343）调研快报

2010 年 10 月 11 日

强烈推荐/维持

禾欣股份

调研快报

杨若木	基础化工行业分析师		执业证书编号：S1480209110083
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66507316	
范劲松	联系人		
	fanjs@dxzq.net.cn	010-66507339	

事件：

2010 年 9 月 16 日，我们赴上市公司就公司基本情况和 2010 上半年经营情况以及募投项目进展与公司董秘、证代进行交流。

问题 1：公司募投项目进展情况

公司募投项目中的 280 万米超纤皮革产能已于上市前 2009 年 5 月建成投产，公司现有合计 480 万米超纤皮革产能，即 670 万平方米（幅宽均为 1.4 米，1 米=1.4 平方米）。公司正在用自有资金建设第三条超纤皮革生产线，预计明年 5、6 月能达产，未来三条线总共达到 1000 万平方米。

募投项目中的高物性 PU 皮革 1200 万米（4 条湿法线+4 条干法线）明年年底才能达产。

问题 2：公司超募资金约 5 亿元是否已有使用规划

公司超募资金拿出一部分补充流动资金后还有约 4 个亿，公司对超募资金的使用比较谨慎，基本思路是以稳为主。未来可能跟可乐丽或其他国外企业合作投资一些技术门槛较高的项目，但不限于投资人造革合成革项目。

问题 3：公司产品定价策略

虽然公司订单的交货周期一般仅为 10-15 天，合成革行业销售价格与原材料价格完全跟不上，产品价格滞后原材料价格至少一个月以上。而且客户对价格非常敏感，提价较难，原材料价格涨 20% 的情况下，公司产品最多提价 8%；但另一方面，原材料下降通道中对公司则比较有利，原材料价格下降 20% 时，公司产品调价不会超过 10%。

例如 09 年由于金融危机后原材料价格较低，公司毛利率超过 24%，而今年原材料价格一路上扬，给公司成本带来很大的压力，今年上半年毛利率比去年同期低 3 个百分点，下半年仍将面临压力。但总的来说，公司毛利率在 20% 是较为正常的水平。

公司前几年根据市场变化比较被动地调价，最近两年的调价政策已经相对更为灵活。凭借公司产品国内领先的质量和禾欣品牌的知名度，公司在原材料价格上涨时的定价策略相对更为强硬。

问题 4：公司下游客户中耐克、阿迪达斯等国际大品牌采购量有多少

公司目前主要是通过贸易商销售给耐克和阿迪达斯等国际大品牌，销售量不算太大。由于这些国际大品牌对供应商的要求非常严格，国内的合成革厂商没有一家可以批量给耐克和阿迪达斯供货。公司目前在给国际大品牌供货方面仍然走在前面，已经通过了耐克的供应商认证标准，这是耐克自己的第二方认证，认证过程非常严格，公司是国内合成革企业中唯一的一家通过该认证的公司。

问题 5：公司进军汽车用革的进展如何

公司已于 2010 年 6 月通过 ISO/TS16949 认证，这是产品进入整车必须要通过的第三方认证，公司是目前国内唯一一家通过该认证的合成革企业。尽管如此，公司产品还需要通过汽车生产商的认可，目前公司已经在与莲花、海马、华晨和金杯等 8 家公司洽谈合作事宜。

目前汽车上使用较多的还是纺织品和 PVC 产品，汽车用产品对合成革性能的要求更高一些，关键是阻燃性能和阳光照射下的耐黄性能（特别是淡色的产品）。

问题 6：国内合成革和超纤皮革的市场规模有多大

根据行业协会的统计，我国高物性 PU 合成革 2008 年的产量约为 4,250 万平米，2008 年国内高物性 PU 合成革的需求量约为 8,000 万平米，缺口部分主要来自于进口。2007 年国内超细纤维 PU 合成革实际产量为 2,107 万平米，市场需求却达 4,142 万平米。实际上目前国内行业协会或者咨询机构的统计数据差异较大，对国内市场规模的数据很难有一个准确的估计。

结论：

1. 产业链完整的 PU 合成革龙头：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企业。公司目前普通 PU 革、高物性 PU 革和超纤皮革合计产能约 3800 万平方米，居国内 PU 合成革行业第一。公司产品覆盖 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。

2. 消费升级带动高端 PU 革和超纤皮革梯度式发展：人造革合成革行业目前是 PVC 革、PU 革和超纤皮革三代产品同台演出的局面，PU 革正在实现对 PVC 革的升级换代，高端产品仍然供不应求；超纤皮革是第三代人造革合成革产品，国内超纤皮革近几年才开始进口替代，总量较小，但是需求年增速达到 30%。长期来看，在消费升级带动下超纤皮革是未来的发展方向，但是 PU 革在中短期仍会占据主要的市场份额。公司未来将以高物性 PU 革和超纤皮革为主要产品，形成第二代和第三代合成革产品梯度式发展的格局。

3. 产能大幅扩张，进军汽车用革：公司未来两年产能大幅扩张，高物性 PU 革产能将从目前约 1500 万平方米扩张至未来的 3000 万平方米，增长 100%；超纤皮革产能从目前的 670 万平方米扩张至未来的 1000 万平方米，增长 50%。公司 2010 年 6 月通过 ISO/TS16949 认证，拉开了公司产品进军汽车用革的序幕，这一方面有助于公司消化大幅扩张的产能，另一方面高毛利率的汽车用革也将有助于公司盈利能力的提升。

4. 盈利预测与投资建议：预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.91、1.16 和 1.49 元，当前股价对应未来三年 PE34 倍、26 倍和 21 倍。作为人造革合成革的龙头企业公司处于高速成长时期，未来两年年均增速达 28%，超募资金 4 亿元虽暂未确定投资方向，但可以在一定程度上提升公司估值，我们认为给予公司 2011 年 30 倍 PE 较为合适，目标价格 34.8 元，维持公司“强烈推荐”评级。

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,149.40	1,103.53	1,291.79	1,495.99	1,823.39
营业成本	950.66	835.81	1,021.37	1,172.55	1,419.82
营业费用	37.27	40.82	45.21	49.37	58.35
管理费用	70.20	81.81	93.01	104.72	123.99

财务费用	17.61	6.08	(3.11)	(8.10)	(8.78)
投资收益	0.48	1.51	2.00	2.00	2.00
营业利润	67.67	126.92	128.88	170.16	221.35
利润总额	74.09	134.22	135.58	176.86	228.05
所得税	7.95	12.42	13.56	19.46	25.09
净利润	66.15	121.80	122.02	157.41	202.96
归属母公司所有者的净利润	49.77	87.16	89.83	115.16	147.78
NOPLAT	76.14	120.69	113.19	144.24	189.19

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	123.24	137.37	815.95	803.26	952.48
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	129.33	145.10	151.12	175.01	213.31
预付款项	17.55	26.79	32.92	39.96	48.48
存货	134.97	144.15	153.91	176.69	213.95
流动资产合计	446.67	492.42	1,201.74	1,250.32	1,495.74
非流动资产	316.38	305.93	403.33	483.75	414.17
资产总计	763.05	798.35	1,605.07	1,734.07	1,909.91
短期借款	197.84	55.24	0.00	0.00	0.00
应付帐款	60.72	104.71	97.94	112.44	136.15
预收款项	9.22	11.61	13.55	15.79	18.53
流动负债合计	360.32	291.69	225.44	254.60	301.37
非流动负债	2.59	1.09	1.09	1.09	1.09
少数股东权益	115.64	156.13	188.31	230.57	285.74
母公司股东权益	284.50	349.44	1,190.23	1,247.80	1,321.70
净营运资本	86.36	200.73	976.30	995.71	1,194.36
投入资本 IC	463.24	410.44	562.59	675.11	654.96

现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	66.15	121.80	122.02	157.41	202.96
折旧摊销	34.37	34.76	0.00	69.58	69.58
净营运资金增加	62.36	114.38	775.57	19.41	198.65
经营活动产生现金流	111.93	200.92	130.23	187.79	215.33
投资活动产生现金流	(34.71)	(17.11)	(150.40)	(151.00)	(1.00)

融资活动产生现金流	(33.04)	(167.89)	698.75	(49.48)	(65.11)
现金净增（减）	44.18	15.92	678.58	(12.69)	149.21

分析师简介

杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司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。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。