

禾欣股份 (002343)

业绩符合预期，今年起新增产能陆续投产

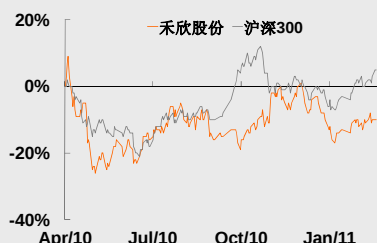
强烈推荐 (维持)

现价：34.30 元

主要数据

行业	基础化工-PU 合成革
公司网址	www.hexin-puleather.com
大股东/持股	朱善忠/12.57%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	99.1
流通 A 股(百万股)	39.6
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值(亿元)	33.98
流通 A 股市值(亿元)	13.57
每股净资产(元)	11.23
资产负债率(%)	16.5

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

陈建文 S1060210050001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

投资要点

■ 业绩基本符合预期

2010 年公司实现收入 13.8 亿元，同比增长 24.8%，归属上市公司股东的净利润 9223.2 万元，同比增长 5.8%，每股收益为 0.93 元，与我们对公司 2010 年盈利预测(EPS 0.91 元)基本一致。利润分配预案为 10 转 10 派 5 元现金。

■ 销售持续增长，成本压力上升

2010 年公司各项产品销售良好，其中超细纤维合成革销售量同比增长 31.3%，高物性和普通 PU 合成革销售量约为 2725.9 万米，同比增长 20.9%。

公司主要产品全年价格虽有所上调，但整体幅度不大，而原材料如 PA、聚乙烯、聚四氢呋喃醚则分别上涨 42.3%、31.1%和 16.5%，因此主导产品 PU 合成革和 PU 树脂浆料毛利率分别同比下降 5.1 个百分点和 2.3 个百分点。

■ 超募资金加快自有资金项目建设以及产业链构筑

公司同时公告两个事项：第一、拟使用 4000 万超募资金，以信用借款方式投资于超细纤维合成革扩能改造；第二、使用超募资金 2354.6 万元收购控股子公司禾欣化学 20%股权，完成后，公司持有禾欣化工的比例将由 55%提高到 75%。

目前公司超细纤维合成革市场需求良好，2010 年已接近满产状态，超募资金的投入将加快公司 1000 万平米超细纤维合成革扩能改造进度，我们预计新产能将于今年下半年投产。子公司禾欣化学主要从事 PU 树脂浆料的生产和销售，收购虽然对业绩影响有限，但有助于公司对产业链控制力增强。

■ 今年看自有资金项目，明年看募投项目

今年公司新增产能主要为自有资金的超细纤维合成革扩能，预计下半年将由目前的近 660 万平米增加至 1000 万平米。2011 年底公司上市募投福建基地的 1200 万米高物性 PU 合成革项目将建成投产，届时对业绩具较大促进作用。

■ 维持“强烈推荐”的投资评级

我们维持公司 2011、2012 年 EPS 分别为 1.20 元和 1.62 元预测，其对应昨日收盘价 PE 分别为 28.7 倍和 21.3 倍，考虑到公司较强市场地位以及未来产能陆续投放带来业绩增长，维持“强烈推荐”评级。风险：市场竞争、原材料上涨。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1103.5	1377.6	1600.3	2031.4	2701.8
YoY(%)	-4.0%	24.8%	16.2%	26.9%	33.0%
净利润(百万元)	87.2	92.2	118.7	160.3	212.0
YoY(%)	75.1%	5.8%	28.7%	35.1%	32.3%
毛利率(%)	24.3%	20.8%	22.9%	24.1%	24.1%
净利率(%)	7.9%	6.7%	7.4%	7.9%	7.8%
ROE(%)	24.9%	8.3%	9.6%	11.5%	13.2%
EPS(摊薄/元)	0.88	0.93	1.20	1.62	2.14
P/E(倍)	39.10	36.9	28.7	21.3	16.1

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1211	1130	1354	1715
现金	771	626	722	874
应收账款	163	198	251	334
其他应收款	4	6	8	10
预付账款	56	49	65	88
存货	170	203	249	331
其他流动资产	48	47	59	79
非流动资产	335	611	679	720
长期投资	16	15	15	15
固定资产	232	437	541	560
无形资产	53	56	59	62
其他非流动资产	34	103	63	82
资产总计	1547	1741	2033	2435
流动负债	255	283	347	449
短期借款	0	0	0	0
应付账款	109	123	154	205
其他流动负债	0	0	0	0
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	256	284	348	450
少数股东 权益	178	226	292	381
股本	99	99	99	99
资本公积	721	721	721	721
留存收益	293	412	572	784
归属母公司股东权益	1113	1232	1392	1604
负债和股东权益	1547	1741	2033	2435

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	113	139	201	236
净利润	129	167	227	301
折旧摊销	36	24	36	43
财务费用	-8	-2	3	4
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-59	-46	-68	-118
其他经营现金流	17	-2	6	8
投资活动现金流	-81	-286	-102	-82
资本支出	84	250	100	80
长期投资	0	-1	0	-0
其他投资现金流	2	-37	-2	-2
筹资活动现金流	606	2	-3	-4
短期借款	-55	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	25	0	0	0
资本公积增加	706	0	0	0
其他筹资现金流	-70	2	-3	-4
现金净增加额	635	-145	96	151

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1378	1600	2031	2702
营业成本	1091	1233	1541	2050
营业税金及附加	3	3	4	5
营业费用	42	51	65	86
管理费用	106	120	152	203
财务费用	(8)	(2)	3	4
资产减值损失	7	6	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
营业利润	139	190	261	349
营业外收入	6	8	8	8
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	143	196	267	354
所得税	14	29	40	53
净利润	129	167	227	301
少数股东损益	37	48	67	89
归属母公司净利润	92	119	160	212
EBITDA	168	213	301	395
EPS (元)	0.93	1.20	1.62	2.14

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	24.8%	16.2%	26.9%	33.0%
营业利润	9.9%	36.5%	37.2%	33.4%
归属母公司股东权益	5.8%	28.7%	35.1%	32.3%
获利能力				
毛利率(%)	20.8%	22.9%	24.1%	24.1%
净利率(%)	6.7%	7.4%	7.9%	7.8%
ROE(%)	8.3%	9.6%	11.5%	13.2%
ROIC(%)	24.3%	19.8%	23.9%	27.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	16.5%	16.3%	17.1%	18.5%
净负债比率(%)	15.7%	15.3%	16.2%	16.9%
流动比率	4.8	4.0	3.9	3.8
速动比率	4.0	3.2	3.1	3.0
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	8.7	8.8	9.0	9.2
应付账款周转率	10.2	10.6	11.1	11.4
每股指标(元)				
每股收益	0.93	1.20	1.62	2.14
每股经营现金流	1.14	1.41	2.03	2.39
每股净资产	11.23	12.43	14.05	16.19
估值比率				
P/E	36.9	28.7	21.3	16.1
P/B	3.1	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	17	13	9	7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257