

分析师： 冯先涛 (8621)68751310 fengxt@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511040004

联系人： 张翔 (8621)68751310 zhangxiang1@cjsc.com.cn

生态功能性聚氨酯合成革的龙头

事件描述

● 发行与募投项目

公司本次拟发行不超过 2,640 万股人民币普通股，发行后总股本不超过 10,560 万股。本次发行募集资金将用于“生态功能性聚氨酯合成革扩产项目”、“年产 3 万吨聚氨酯树脂建设项目”和“技术中心创新能力建设项目”；项目建设期均为一年半。

● 公司为中高档聚氨酯合成革行业龙头

公司是我国专业从事中高档聚氨酯合成革的研发、生产、销售和服务的国家火炬计划重点高新技术企业，公司现有 9 条湿法生产线和 6 条干法生产线，具有年生产聚氨酯合成革 3,500 万平米的生产能力，连续三年销量行业第二，是本行业的龙头企业。

● 盈利预测与申购价格

我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.98、1.25 和 1.53 元，给予公司 2011 年 25-30 倍市盈率，估值区间为每股 24.5-29.4 元。

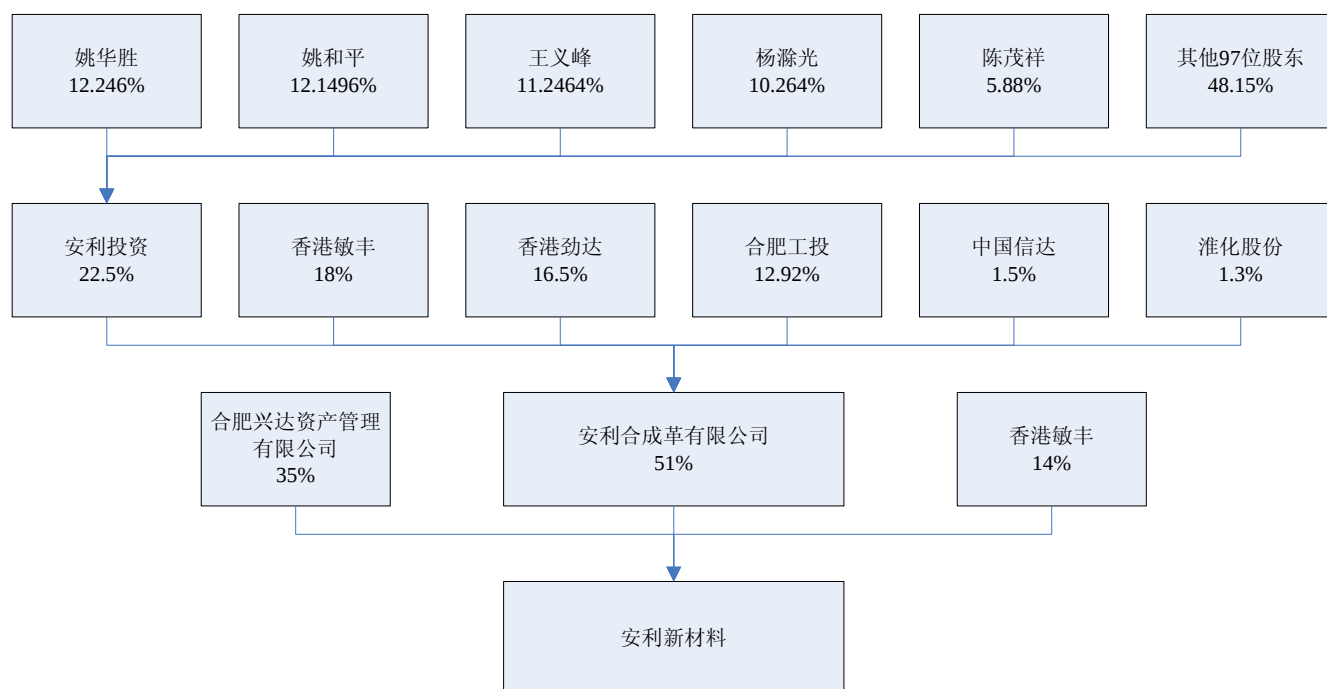
事件评论

主营生态功能性 PU 合成革

实际控制人为姚华胜、姚和平、王义峰等五位自然人

本次公开发行不超过 2,640 万股人民币普通股，发行后总股本为 10,560 万股。本次发行前，安利投资持有公司 30% 的股份，为最大股东。姚华胜、姚和平、王义峰、杨淦光、陈茂祥等五位自然人合计持有安利投资 51.85% 股权，并于 2006 年 11 月签署了《一致行动人协定书》，共同构成发行人的实际控制人。本次发行完成后，安利投资的持股比例将变更为 22.50%，仍处于控股地位。

图 1：本次发行后公司股权结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司主营业务收入主要来自于生态功能性 PU 革

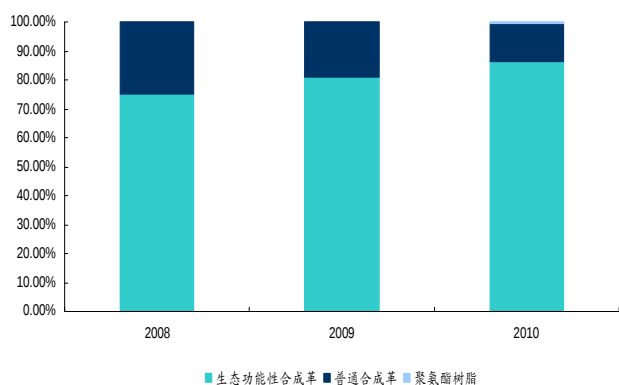
公司是我国专业从事中高档聚氨酯合成革的研发、生产、销售和服务的国家火炬计划重点高新技术企业，公司现有 9 条湿法生产线和 6 条干法生产线，具有年生产聚氨酯合成革 3,500 万米的生产能力，连续三年销量行业第二，是本行业的龙头企业。公司主要产品为生态功能性聚氨酯合成革和普通聚氨酯合成革，其中生态功能性聚氨酯合成革是指产品既具备生态环保性，又具备各种优良性能的合成革产品，综合性能上，与天然皮革、PVC 人造革、普通 PU 合成革及超细纤维合成革相比，生态功能 PU 合成革都要更为优异。公司产品主要应用于运动休闲鞋、男女鞋、沙发家具、汽车内装饰、球及体育用品、文具证件等下游消费品的加工制作。

生态功能性聚氨酯合成革是公司的主打产品。近年来，公司更是积极主动调整产品结构，大力发展盈利水平较强的生态功能性 PU 合成革业务，其占比逐年提高，从 2007 年度的 75.20% 上升到 2010 年度的 86.20%。随着公司募投项目的达产，公司在生态功能合成革的投入将会继续加大，盈利能力将会稳步提升。

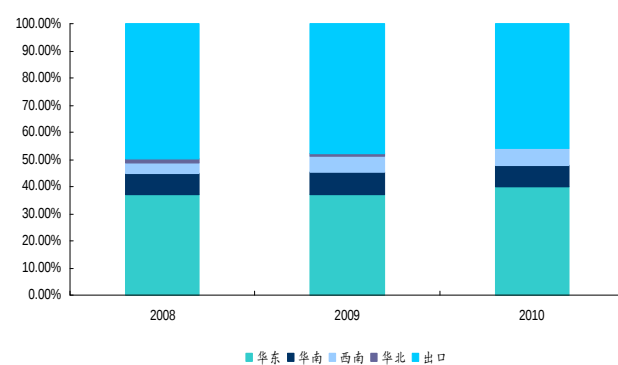
2000 年以来，公司坚持“立足本土，面向国际”的发展策略，现在已经形成国际市场和国内市场齐头并进的市场格局。公司产品出口欧洲、南美、东南亚、非洲、中东等 50 多个国家和地区，产品出口比例超过 45%。公司产品出口欧盟和美国等发达地区的比重逐年上升，侧面也说明了公司产品具有可靠的质量保证和较强的竞争力。

图 2：生态功能合成革是公司的主营业务

图 3：公司主营收入主要来自于华东和出口



资料来源：公司公告，长江证券研究部

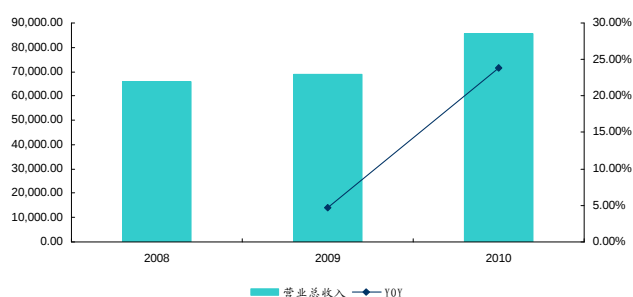


资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司经营情况看好，营业收入和净利润高速增长

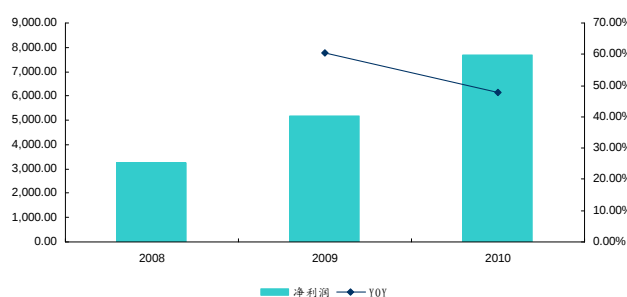
发行人近几年产能快速扩张的同时，产品结构持续优化，规模化优势凸显，导致公司收入和净利润实现了较快增长。2009年和2010年公司营业收入同比增长4.75%、23.82%，净利润同比增长60.60%和47.64%。公司盈利能力稳定，虽然业务规模的扩大导致公司期间费用率有所上升，但受益于产品结构的持续优化，公司毛利率和净利率实现了稳步提高。

图 4：近三年公司营业收入快速增长（单位：万元）



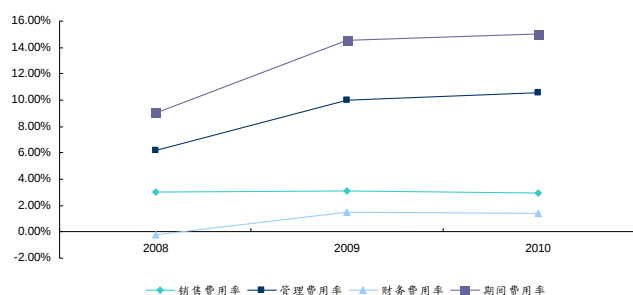
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：近三年公司净利润快速增长（单位：万元）



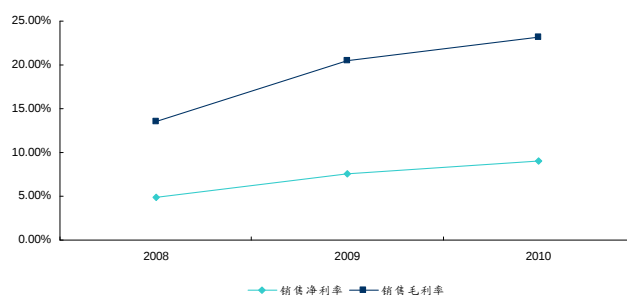
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：近三年公司期间费用率有所上升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：近三年公司毛利率和净利率稳步提高



资料来源：公司公告，长江证券研究部

募投项目有助公司扩充产能，巩固行业龙头地位

公司募集资金将用于“生态功能性聚氨酯合成革扩产项目”、“技术中心创新能力建设项目”和“年产 3 万吨聚氨酯树脂建设项目”。如果本次发行的实际募集资金量少于项目的资金需求量，公司将通过申请银行贷款等途径自筹资金来解决资金缺口问题，从而保证项目的实施。

表 1： 公司募投项目资金使用情况 单位：万元

项目名称	投资总额	建设周期	年营业收入	年利润总额
生态功能性聚氨酯合成革扩产项目	23,940.40	1.5 年	71,186.77	6,146.40
年产 3 万吨聚氨酯树脂建设项目	6,501.78	1.5 年	30,630.00	3,288.06
技术中心创新能力建设项目	4,032.00	1.5 年	--	--
合计	34,474.18	--	--	--

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

上述项目投资总额 3.45 亿元。本次募集资金投资项目将在公司已有的 3500 万米的产能基础上，新增 3150 万米的生态功能 PU 合成革产能，增加将近一倍。此外，年产 3 万吨聚氨酯树脂项目将为合成革的上游配套，达产后，公司将进一步保持聚氨酯树脂原料的自给，发挥产业链和规模上的优势。公司募投项目有助于公司的技术升级和产品结构的调整，满足市场需求，巩固公司在生态功能性聚氨酯合成革行业的优势地位。

盈利预测与申购价格

我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.98、1.25 和 1.53 元，给予公司 2011 年 25-30 倍市盈率，估值区间为每股 24.5-29.4 元。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	854	1122	1507	1875	货币资金	187	812	665	758
营业成本	656	860	1141	1415	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	198	262	365	460	应收账款	9	11	301	375
% 营业收入	23.2%	23.3%	24.3%	24.5%	存货	153	198	228	283
营业税金及附加	0	0	9	12	预付账款	24	34	46	57
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%	其他流动资产	32	36	78	96
销售费用	25	34	72	90	流动资产合计	406	1091	1318	1569
% 营业收入	3.0%	3.0%	4.8%	4.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	90	101	136	169	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.6%	9.0%	9.0%	9.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	12	4	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	0.3%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	234	234	238	243
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	39	37	35	33
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	5	0	0	0
营业利润	70	123	149	191	其他非流动资产	23	47	65	79
% 营业收入	8.2%	11.0%	9.9%	10.2%	资产总计	707	1410	1657	1924
营业外收支	15	0	0	0	短期贷款	156	0	0	0
利润总额	85	123	149	191	应付款项	159	206	285	354
% 营业收入	10.0%	11.0%	9.9%	10.2%	预收账款	28	62	77	96
所得税费用	9	18	22	29	应付职工薪酬	19	17	23	28
净利润	77	104	127	162	应交税费	3	3	15	19
归属于母公司所有者					其他流动负债	19	33	42	51
的净利润	70.9	104.5	126.8	162.2	流动负债合计	384	322	443	547
少数股东损益	6	0	0	0	长期借款	20	20	20	20
EPS (元/股)	0.90	0.99	1.20	1.54	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	26	26	26	26
经营活动现金流净额	87	179	-97	142	负债合计	430	368	488	593
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	252	1017	1144	1306
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	25	25	25	25
无形资产投资	39	0	0	0	股东权益	277	1042	1169	1331
固定资产投资	0	-50	-50	-50	负债及股东权益	707	1410	1657	1924
其他	-124	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-85	-50	-50	-50		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.895	0.989	1.201	1.536
股权融资	0	26	0	0	BVPS	3.50	9.87	11.07	12.60
银行贷款增加 (减少)	0	-161	0	0	PE	31.28	28.30	23.31	18.23
筹资成本	-12	-4	1	1	PEG	1.10	1.00	0.82	0.64
其他	49	634	0	0	PB	7.99	2.84	2.53	2.22
筹资活动现金流净额	36	496	1	1	EV/EBITDA	26.87	14.03	12.96	9.94
现金净流量	39	624	-146	93	ROE	27.6%	10.0%	10.9%	12.2%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。