

PU 合成革行业的领跑者

禾欣股份深度分析

报告关键点:

- PU合成革行业的领军企业
- 未来两年: 产能集中释放
- 进军环保产业

报告摘要:

- 高物性PU合成革和超细纤维PU合成革的需求增速将明显高于行业平均水平。根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会预测, 2011-2014年期间, 人造革合成革市场的需求将保持10%以上的速度增长, 其中高物性PU合成革的需求年均增速将达到19.75%, 超纤革的需求年均增速将达到20.56%。
- 公司产品发展走高端化路线。公司的高物性PU合成革和超纤革占据了我国高档PU合成革市场13%左右的市场份额, 2006-2008年公司累计销售收入在PU合成革行业排名第一。2011-2013年, 公司新增产能都为高端产品, 高毛利率的产品比重将会提升, 产品结构优化使得公司业绩增长。
- 高物性PU合成革是利润增长点。预计福建禾欣项目年底建成, 2012年形成500万平米产能, 2013年形成1200万平米产能。2011-2013年, 预计高物性PU合成革产量从1000万平米增加至2000万平米, 收入从3.88亿元增加至7.67亿元, 毛利率在21%到23%之间。
- 绒面革将提升公司产品毛利率。绒面革是超纤革的深加工产品, 2012年将形成产能300万平米, 2013年形成产能700万平米。未来三年, 公司大量超纤革留做绒面革的原料, 外销量明显下降, 所以超纤革毛利率能够维持较高水平, 预计毛利率在33%左右。2012年, 预计绒面革产量300万平米, 收入1.73亿元, 毛利率在38%; 2013年, 预计绒面革产量590万平米, 收入3.4亿元, 毛利率在40%。
- 环保项目前景看好。预计环保项目培育期为三年, 项目投产后, 可丽尔禾欣环保科技有限公司可以实现年销售硅切割液回收装置100台套以及工业废水和城市废水处理技术核心部件10台套, 年收入10亿元, 年净利润1亿元, 因此在环保项目投产后, 公司业绩将会得到提升。
- 首次给予“增持-A”评级。预计公司2011年到2013年每股收益分别为0.43元、0.66元、0.83元, 三年间的复合增长率为19.95%; 给予公司2012年25倍的PE, 预计公司合理股价为17元, 首次给予“增持-A”评级。
- 风险提示: 1.合成革行业产能过剩, 导致行业盈利水平下降。2.公司初涉环保领域, 市场开拓进展缓慢。

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

17.00 元

期限: 6 个月 上次预测:

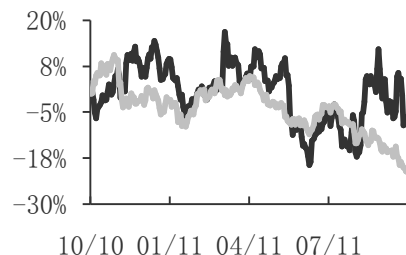
现价(2011年10月11日): 14.04 元

报告日期:

2011-10-11

总市值(百万元)	2,781.60
流通市值(百万元)	1,111.14
总股本(百万股)	198.12
流通股本(百万股)	79.14
12个月最低/最高	11.68/37.26 元
十大流通股东(%)	11.48%
股东户数	11,935

12个月股价表现



10/10 01/11 04/11 07/11

禾欣股份 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.32	16.37	11.63
绝对收益	(4.92)	(1.66)	(6.91)

潘凡

 021-68765295
 执业证书编号

张龙

 021-68766113
 执业证书编号

行业分析师

 panfan@essence.com.cn
 S1450511020018

首席行业分析师

 zhanglong@essence.com.cn
 S1450511020030

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,103.5	1,377.6	1,724.3	2,401.6	2,865.9
Growth(%)	-4.0%	24.8%	25.2%	39.3%	19.3%
净利润	87.2	92.2	84.5	131.6	164.3
Growth(%)	75.1%	5.8%	-8.4%	55.8%	24.9%
毛利率(%)	24.3%	20.8%	17.8%	19.4%	19.8%
净利润率(%)	7.9%	6.7%	4.9%	5.5%	5.7%
每股收益(元)	0.44	0.47	0.43	0.66	0.83
每股净资产(元)	1.76	5.62	6.02	6.65	7.44
市盈率	31.9	30.2	32.9	21.1	16.9
市净率	8.0	2.5	2.3	2.1	1.9
净资产收益率(%)	24.1%	10.0%	8.2%	11.2%	12.1%
ROIC(%)	26.9%	28.8%	19.9%	19.0%	17.2%
EV/EBITDA	-	16.1	15.9	10.2	7.5
股息收益率	0.8%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 人造革合成革行业发展情况

1.1. 人造革合成革发展历程

人造革合成革是随着天然皮革供应量与人们日益增长的需求量的不平衡而逐渐发展壮大起来的。20 世纪 30 年代出现了以 PVC 高分子材料涂敷的人造革，在天然革的替代工作上实现了大规模工业化的实际应用。这是人工皮革的第一代产品。

图 1 人造革合成革产品发展路线图



资料来源：安信证券研究中心

到了 20 世纪 60 年代，随着聚氨酯工业和非织造布技术在人工革上的应用开发，诞生了第二代合成革。

PU 首先是代替 PVC 应用在人造革上。1937 年德国的拜耳教授研制成功聚氨酯树脂，这种新型功能高分子为聚氨酯人孔结构，而符合天然革的网状结构要求；合成革表层已能做到微细孔结构聚氨酯层，相当于天然革的粒面，从而使 PU 合成革的外观和内在结构与天然革逐步接近，其他物理特性都接近于天然革的指标，而色泽比天然革更为鲜艳；其常温耐折达到 100 万次以上，低温耐折也能达到天然革的水平。聚氨酯合成革具有自然、柔软的手感受、粘着性能优良、耐折抗磨。

超细纤维 PU 合成革的出现是第三代人工皮革。其三维结构网络的无纺布为合成革在基材方面创造了赶超天然皮革的条件。该产品结合新研制的具有开孔结构的 PU 浆料浸渍、复合面层的加工技术，发挥了超细纤维巨大表面积和强烈的吸水性作用，使得超细级 PU 合成革具有了束状超细胶原纤维的天然革所固有的吸湿特性；不论从内部微观结构，还是外观质感及物理特性和人们穿着舒适性等方面，都能与高级天然皮革相媲美了。

我国从上世纪 70 年代开始，PVC 人造革已经发展到相当大的规模，但是由于其在性能上的劣势和工艺上的落后等缺点，在近几年来发展已经受到一定的限制，目前 PVC 人造革的用途范围已有减少。随着 PU 合成革的发展，特别是第三代人工皮革-超细纤维合成革的问世，更是把人工皮革的发展推向了更高端的新台阶，PVC 人造革市场地位正逐步被取代。

1.2. 超细纤维合成革是未来发展方向

超细纤维 PU 合成革采用了与天然皮革中束状胶原纤维结构和性能相似的束状超细纤维，加工络合成三维网络结构的高密度无纺布，填充以优制形式微孔结构的聚氨酯，经特殊的后加工整理而成。该产品结合新研制的具有开孔结构的 PU 浆料浸渍、复合面层的加工技术，发挥了超细纤维巨大表面积和强烈的吸水性作用，使得超细纤维 PU

合成革具有了束状超细胶原纤维的天然革所固有的吸湿特性。超细纤维PU合成革拥有比真皮更优越的物性：耐撕裂，抗拉力强度高，耐磨，耐寒，耐酸，耐碱，不退色，防水解，质量轻，柔软透气好，平滑且手感佳，厚度统一。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。超细纤维PU合成革适用于高档运动服装、鞋、箱包、家具的面料。

表 1 PVC 人造革、PU 合成革和超细纤维 PU 合成革的特性及用途对比

项目	天然皮革	PVC 人造革	普通 PU 合成革	超纤 PU 合成革
主要原料	猪皮、牛皮、羊皮等	PVC 树脂等	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布等	PU 树脂、超细纤维无纺布等
皮感	优良	较差	一般	优良
手感、弹性	优良	较差	较差	良好
制备工艺	鞣制和硝制等	干法工艺	湿法和干法工艺	超纤维织造
价格	100-200	6-15	7-25	50-100
原料的环保性	辅料污染严重	有一定污染	优于 PVC 人造革	一般
生产污染性	较大	一般	一般	有一定污染
产品的安全性	比较安全	有一定的危害	比较安全	有一定危害
产品的环保性	可降解	难降解	可降解	可降解
废弃物处理难度	较大	较大	一般	一般
能耗	能耗一般	能耗一般	能耗较低	能耗高
透气性	较好	较差	一般	较好
耐久耐用性	较好	一般	较差	较好
色牢度	较差	一般	优于 PVC 人造革	一般
撕裂强度	良好	一般	一般	一般
剥离强度	优良	一般	一般	较好
易加工性	不好	良好	良好	良好

资料来源：禾欣股份招股说明书，安信证券研究中心

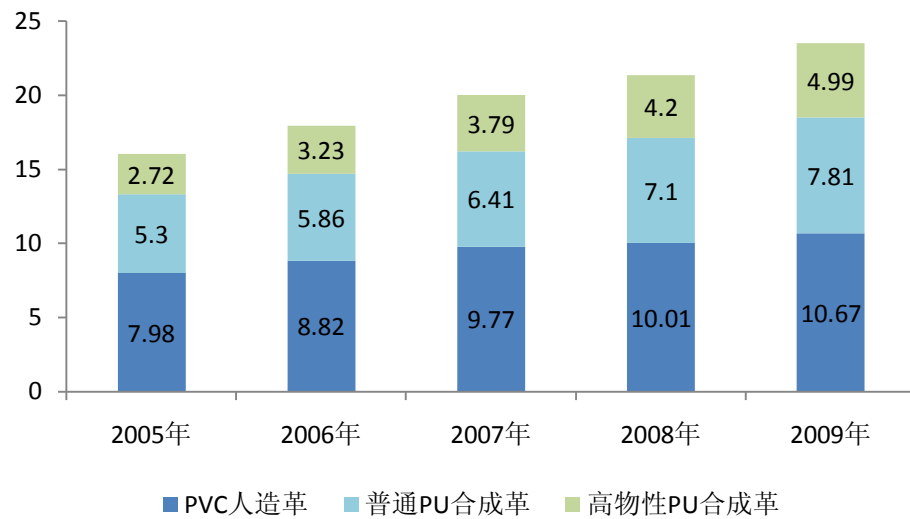
以超细纤维和聚氨酯复合制成的类似于天然皮革的外观及性能的合成革，是目前世界上最接近真皮的合成革，是新材料互相结合的典范，它完成了由“仿制”到“变换”的过程，冲破了人们对传统意义上合成革的概念，它是一种全新的性能与功能卓越的新材料，是一个可以创新且潜力巨大的新型领域。

1.3. 国际人造革合成革产业逐步向中国转移

随着人造革合成革产业中心转移，我国人造革合成革行业取得迅速发展，并一跃成为世界人造革合成革生产大国，产量超过世界总产量的70%。截至2009 年底，国内规模以上人造革合成革生产企业约300家，主要集中在浙江、福建、广东、江苏四个省份，占企业总数的84.12%，占全国总产量的77.43%。

2005年我国人造革合成革产量约为16.00亿米，到2009年达到23.47亿米，年均增长10.07%。由于PU合成革对PVC人造革的替代，PU合成革市场增速也高于PVC人造革，达到12.40%，所占比重从2005年的50.13%提高到2009年的54.54%。其中普通PU合成革2005年产量约为5.30亿米，到2009 年约为7.81亿米，年均增长10.18%；同期的高物性PU合成革因其良好的功能性和生态环保性，形成对天然皮革和传统PVC人造革的替代，增长更为迅速，2005年产量为2.72 亿米，2009 年增长到4.99 亿米，年均增速16.41%，比行业整体高6.34%。

图 2 2005 年-2009 年我国人造革合成革行业市场规模 (单位: 亿米)



数据来源: 中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会, 安信证券研究中心

随着人们消费水平的不断提升, 环保意识的加强, 高物性PU合成革和超细纤维PU合成革的市场需求将会高速增长。随着国内超纤革技术的发展、消费水平的不断提升和环保意识的加强, 未来我国超细纤维合成革市场需求量将高速增长, 产品应用领域将不断扩展, 必将逐步被应用到汽车、服装等领域, 同时鞋革、箱包革、家具革以及杂货用革的用量预计也将持续稳定增长。

表 2 主要下游行业人造革合成革的需求量预测统计 (单位: 亿米)

产品类别		2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
鞋革	鞋用人造革	11.71	13.21	14.36	15.76	17.34
	其中: 超细纤维 PU 革	0.41	0.49	0.59	0.63	0.72
服装革	服装用人造革	3.33	3.54	3.64	3.69	3.72
	其中: 超细纤维 PU 革	0.06	0.07	0.08	0.09	0.12
球革	球用人造革	0.55	0.46	0.49	0.51	0.56
	其中: 超细纤维 PU 革	0.02	0.03	0.32	0.51	0.51
箱包革	箱包用人造革	4.36	4.49	4.61	4.79	5.12
	其中: 超细纤维 PU 革	0.07	0.08	0.08	0.1	0.15
汽车内饰革	汽车内饰用人造革	2.1	1.7	1.8	2	2.2
	其中: 超细纤维 PU 革	0.05	0.07	0.08	0.09	0.1
家具革	家具用人造革	6.36	6.7	7.02	7.5	7.8
	其中: 超细纤维 PU 革	0.21	0.25	0.32	0.5	0.55
装饰革	家居、公用设施装饰	1.86	2.12	2.35	2.55	2.89
	其中: 超细纤维 PU 革	0.09	0.11	0.13	0.15	0.2
合计	人造革合成革	30.27	32.22	34.27	36.8	39.63
	其中: 超细纤维 PU 革	0.91	1.1	1.29	1.62	1.92
增长率	人造革合成革		6.44%	6.36%	7.38%	7.69%
	其中: 超细纤维 PU 革		20.88%	17.27%	25.58%	18.52%

数据来源: 中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会, 安信证券研究中心

根据人造革合成革主要下游行业的需求分析, 我国人造革合成革市场的需求仍将保持 10% 以上的速度增长, 到 2014 年其需求量将达 39.63 亿米。由于我国将“聚氯乙烯普通人造革生产线”列入了限制类发展项目, 而欧盟、日本等国家的绿色壁垒也极大地限制了 PVC 人造革的消费。因此在未来的发展中, PU 合成革, 尤其是高物性 PU 合

成革和超细纤维PU合成革的需求增速将明显高于行业平均水平。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，2011-2014 年期间，高物性PU合成革的需求年均增速将达到19.75%，同时超细纤维PU合成革的需求年均增速将达到20.56%。

2. PU 合成革行业的领军企业

禾欣股份成立于 1998 年，是我国较早从事合成革制造的企业，通过十多年的技术创新，成为少数拥有国家级企业技术中心的 PU 合成革制造企业。公司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。

公司具备独立的基布、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合成革行业产业链配套最完整的企业。

表3 合成革上市企业主要产品一览

公司	主要产品
安利股份	生态功能性合成革，普通合成革，聚氨酯树脂
华峰超纤	超细纤维基布，超细纤维绒面革，超细纤维贴面革
双象股份	PU 合成革，超细纤维超真皮革，PVC 人造革，薄膜
禾欣股份	PU 合成革，高物性 PU 合成革，PU 树脂浆料，合成革基布，超细纤维 PU 合成革，棉纱纺织品

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司业务分为PU合成革、PU树脂浆料、合成革基布三块，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合成革三类。公司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，2006 - 2008年公司累计销售收入在PU 合成革行业排名第一。

表4 PU合成革制造企业销售收入一览（2006 - 2008年）

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

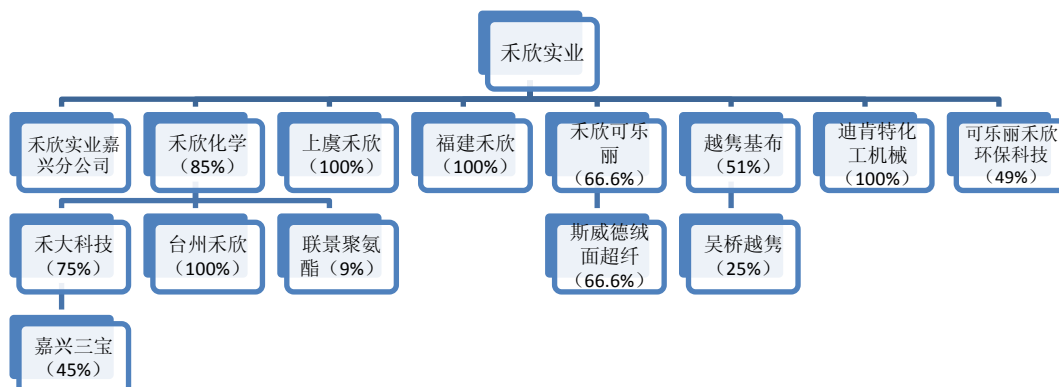
资料来源：中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会，安信证券研究中心

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，“禾欣牌”合成革在行业内具有很高的知名度，是耐克、阿迪达斯、纽百伦、安踏、鸿星尔克、特步等国内外著名品牌企业的主要供应商。

公司业务划分明确 福建禾欣呼之欲出

从公司业务及股权结构图来看，母公司和控股子公司业务定位明确，分别对应各自业务模块，PU合成革：母公司禾欣实业嘉兴分公司主要从事PU合成革的生产和销售，禾欣化学主要从事聚氨酯、聚氨酯多元醇的生产和销售，上虞禾欣主要从事PU合成革的经销，福建禾欣专门从事高物性PU合成革的生产和销售；超细纤维PU合成革：禾欣可乐丽主要从事高档超纤皮面料的织造和销售，斯威德主要从事高档绒面超纤面料的织造和销售；合成革基布：越隽基布主要从事合成革基布的生产和销售；PU树脂浆料：禾大科技、台州禾欣主要从事PU树脂浆料及色浆的生产和销售。

图3 禾欣股份业务及股权结构图



资料来源：禾欣股份招股说明书，安信证券研究中心

从母公司及控股子公司历年利润情况来看，禾欣可乐丽和禾欣化学是公司利润的主要贡献点，2009年利润占比48%，2010年利润占比51%，2011年上半年利润占比有60%。预计福建禾欣项目投产后，年均销售收入为3.8亿，利润2800万，是新的利润贡献点。

表5 母公司及控股子公司历年利润情况（单位：万元）

利润分解	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
母公司						
嘉兴分公司	2,136	1,824	3,399	1,933	3,273	1,270
禾欣可乐丽	1,497	1,316	2,833	1,540	3,175	1,555
禾欣化学	747	985	1,363	700	1,484	921
控股子公司						
越隽合成革	137	83	273	190	349	98
上虞禾欣	375	164	554	200	517	215
福建禾欣	7	-8	-18	-5	242	97
合并	4,977	4,208	8,716	4,450	9,223	4,101

数据来源：Wind，安信证券研究中心

福建禾欣将是公司持续发展的重要布局，目前公司仅有浙江嘉兴一个生产基地，在全国主要合成革消费基地当地缺乏生产基地，导致公司在运输成本、信息收集等方面存在一定的劣势。公司通过在福建设立基地为契机，形成以福建 PU 合成革生产基地供应福建、广东市场，以嘉兴本部供应浙江、江苏、国外市场为主的“双基地”战略。

3. 未来两年：新增产能集中释放

近年来，公司高物性 PU 合成革和超细纤维 PU 合成革增长较快，占销售收入的比重逐年提高。根据中国塑料加工工业协会人造革合成革提供的数据，2008 年全国高物性 PU 合成革和超细纤维 PU 合成革产量合计约为 6850 万米，公司高物性 PU 合成革和超细纤维 PU 合成革产量为 843 万米，市场占有率约为 12.31%。2011 - 2013 年公司新增产能都为高端产品，高毛利率的产品比重将会提升，产能集中释放和产品结构优化使得公司业绩增长。

表6 各大类产品产量统计及预测（单位：万米）

种类	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
超细纤维 PU 合成革	219	318	424	430	500	334
绒面革	-	-	-	-	214	420
高物性 PU 合成革	624	681	1042	1100	1300	2000
普通 PU 合成革	1596	1623	1585	1614	1695	1779

合计	2439	2622	3051	3144	3709	4533
----	------	------	------	------	------	------

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

我们列举了公司目前产能和未来新增产能，通过跟公司管理层的讨论以及对募投项目的跟踪，我们预计，公司新增高物性 PU 合成革产能将在 2012 年初步释放，2013 年完全释放，新增超细纤维 PU 合成革产能将在 2012 年完全释放，新增绒面革产能将在 2012 年初步释放，2013 年完全释放。

表 7 4 家合成革上市公司目前产能以及新增产能统计

公司	目前产能	未来新增产能	投产计划
禾欣股份	2600 万米 PU 合成革 1000 万平米超细纤维合成革	1200 万米高物性 PU 合成革 700 万平米绒面革	2012 年完成 500 万米 2012 年完成 300 万平米
安利股份	5000 万米生态功能性 PU 合成革	1650 万米生态功能性 PU 合成革	2012 年底投产
华峰超纤	900 万平米超细纤维合成革	900 万平米超细纤维合成革	2012 年底投产
双象股份	600 万平米超细纤维合成革	300 万平米超细纤维合成革	2012 年底投产

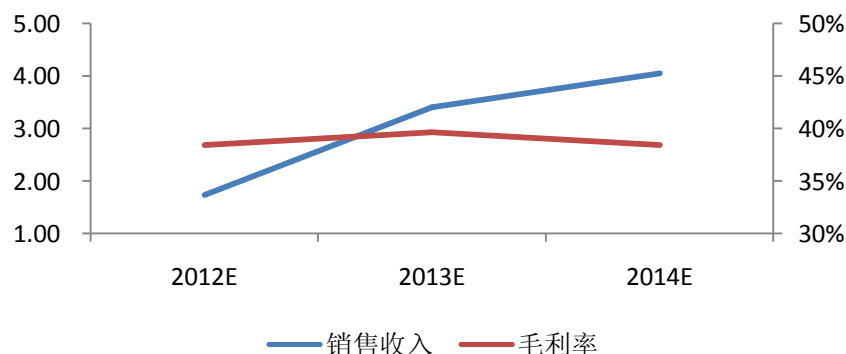
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

下面我们对公司各大类产品产能、产量和毛利率进行分析。

超细纤维 PU 合成革方面，公司原有超纤革两条线产能 670 万平米，第三条线在调试，总产能 1000 万平米。2011 年，预计超纤革产量有 670 万平米，收入 2.73 亿元；2012 年，预计超纤革产量 1000 万平米，其中 300 万平米作为绒面革的原料，其余 700 万平米外销，收入 3.24 亿元；2013 年，预计公司超纤革产量 1000 万平米，其中 600 万平米作为绒面革的原料，其余 400 万平米外销，收入 2.21 亿元。未来三年，公司大量超纤革留做绒面革的原料，外销量下降剧烈，所以超纤革毛利率能够维持较高水平，预计毛利率在 33% 左右。

绒面革方面，绒面革是超纤革的深加工产品，其毛利率在 PU 合成革中最高，年产 700 万平方米超纤绒面面料项目厂房已完工，设备调试中，预计 2012 年形成产能 300 万平米，2013 形成产能 700 万平米。2012 年，预计绒面革产量 300 万平米，收入 1.73 亿元，毛利率在 38%；2013 年，预计绒面革产量 590 万平米，收入 3.4 亿元，毛利率在 40%。

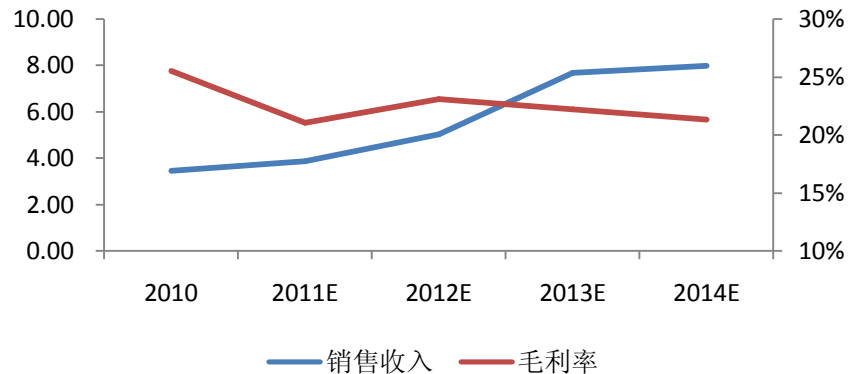
图 4 绒面革收入与毛利率预测



数据来源：安信证券研究中心

高物性 PU 合成革方面，福建 1200 万米高物性 PU 合成革项目 2011 年底建成，2012 年形成 500 万米产能，2013 年形成 1200 万米产能。2011 年，预计产量 1000 万平米，收入 4.26 亿元，毛利率在 21%；2012 年，预计产量 1300 万平米，收入 5.04 亿元，毛利率在 23%；2013 年，预计产量 2000 万平米，收入 7.67 亿元，毛利率在 22%。

图 5 高物性 PU 合成革收入与毛利率预测



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

普通 PU 合成革方面，未来两年没有新增产能，2011 年，预计产量 1614 万米，收入 3.45 亿元，毛利率 8%，2012 年，预计产量 1695 万米，收入 3.58 亿元，毛利率 10%，2013 年，预计产量 1779 万米，收入 3.72 亿元，毛利率 11%。

树脂浆料方面，公司树脂浆料原有产能 50000 吨，台州项目产能 50000 吨，预计 2012 年年初投产，福建项目产能 20000 吨，2012 年初投产，总产能 120000T，因此，公司 PU 树脂浆料产能将由目前的 5 万吨扩张至 12 万吨，增幅有 140%。2011 年，预计收入 4.48 亿元，毛利率在 15%；2012 年，预计收入 7.62 亿元，毛利率在 13%；2013 年，预计收入 8.76 亿元，毛利率在 12%。

4. 进军环保产业

2011 年 8 月，公司公告，禾欣股份与日本可乐丽成立可乐丽禾欣环保科技（嘉兴）有限公司，开始涉足大陆水处理市场以及相关环保领域，禾欣股份持有该公司 49% 的股权，可乐丽持有 51% 的股权，该公司计划开展两方面业务：（1）工业污水和城市污水处理等的环保科技领域内资源综合利用的技术开发、技术设计，技术咨询，应用及设备制造、销售；（2）光伏企业等三废综合利用、治理工程及装置的研发，生产与销售。

4.1. 污水处理市场前景看好

工业污水处理仍在继续增长

近年来，伴随着国家推出多项投资鼓励措施和产业振兴规划，工业用水总量和废水排放总量继续保持增长，工业废水排放标准和工业废水达标率均不断提升，工业水处理市场需求持续增长。国家统计局披露的工业废水治理投资总额由 2002 年的 71.5 亿元逐渐增长至 2008 年的 194.6 亿，年复合增长率为 15.38%。

未来国家将继续加大基础设施建设力度，城市化进程也将继续推进，使得电力、石化、煤化工等重工业领域的投资仍将保持增长，带动工业废水处理市场需求持续增长。此外，工业水处理不仅包括工业废水处理，还包括给水处理及各种循环水处理，因此整体工业水处理市场的增长空间更大，预计工业水处理市场容量将以超过国民经济增长率的速度增长。

城市污水处理成长空间较大

随着城市规模的不断扩大，城市用水量和排水量都在不断增加，加剧了用水的紧张和水质的污染，由此造成的水资源危机已经成为制约社会经济发展的重要因素。为了解

决水资源紧张的问题，国家大力发展市政水处理行业，截至 2009 年末，我国已经建成超过 1,100 个污水处理厂，约 5,000 个自来水厂，城市污水处理厂日处理能力达 8,664 万 m³，城市污水处理率达到 72.3%。我国城市污水处理行业已初具规模，随着国家继续加大对环保事业的投资，将使得城市污水处理行业迎来一个快速发展时期。

目前我国还处城市化进程中，污水处理的速度还滞后于污水排放的速度。同时，还有相当大比例的城市污水没有得到有效处理。在 2011 年 8 月 24 日召开的国务院常务会议在谈到地下水污染防治措施时，明确提出要提高城镇生活污水处理率和回用率。这意味着污水处理支持政策将陆续出台，进而对水处理类企业带来新的成长动能。如果未来城市污水处理率能提高至 90%以上，会给城市污水行业的发展带来极大的发展空间。

国家环保总局环境规划院、国家信息中心《2008-2020 年中国环境经济形势分析与预测》指出，在处理水平正常提高的情况下，我国“十二五”时期的废水治理投入（含治理投资和运行费用）将达到 10,583 亿元，其中用于工业和城镇生活污水的治理投资将分别达到 4,355 亿元和 4,590 亿元，因此，“十二五”期间，用于污水处理的投资仍将保持持续增长。

废水处理能力一次性提高 5 倍

目前为止，国内外通行的城市污水处理工艺为二级(强化)生物处理工艺，应用最广泛的是活性污泥法及其衍生技术。现有城市污水处理厂主要采用普通活性污泥法、氧化沟法、厌氧-缺氧-好氧法（A²/O）和序批式活性污泥法（SBR）。

为了进军城市污水和工业污水处理市场，可乐丽禾欣环保科技有限公司使用了可乐丽 PVA 凝胶应用技术，使公司技术达到工业污水处理国际领先水平，其特点是可提高废水处理效率，实现高负荷运转，废水处理能力一次性提高到现有设备的 5 倍以上，与活性污泥法相比能减少一半左右的剩余污泥。

PVA 凝胶：微生物固定载体 KURAGEL 是一种使用波瓦尔（PVA）树脂制成的白色小球体。此产品拥有非常细微的网状结构，在 1 粒球体中可寄居多达 10 亿个微生物。KURAGEL 的作用就是通过微生物（细菌）的作用来净化产业排水或生活排水，并最终使其回归自然。此产品与活性污泥法等传统工艺相比，由于能够通过小型设备来进行有效的处理，因此在普通家庭用合并净化槽、工厂用排水设施以及污水处理厂等领域具有良好的应用前景。

4.2. 硅切割液回收利用将成太阳能辅料市场的主流

太阳能硅片切割液废砂浆是切割液（PEG）和砂浆的混合物，目前主要依靠离心和沉降两种回收技术，对废砂浆进行处理，回收其中的切割液和碳化硅微粉，返回到太阳能线切割机重新使用。

由于太阳能行业的特殊性，硅片加工对于切割力和硅片表面都有很高的技术要求，因此对切割液和碳化硅微粉的要求相应也很高，质量要稳定可靠。目前，国内使用的切割液和碳化硅微粉在线切割过程中，砂浆中不可避免的会混入硅粉、铁、高聚物等杂质，部分碳化硅微粉也会因切割作用而出现破损，产生的废砂浆很难继续使用。

利用沉降离心、化学清洗、絮凝过滤、精馏、萃取、旋风分级等分离原理和方法，将废砂浆中杂质和水分去除，可以得到优质合格的切割液和碳化硅微粉，从而实现二次利用。

液体回收过程主要利用物理作用将其中的固体微粒去除，要求不增加任何可溶性杂质。

这样得到的液体才能够保证原有的化学成分，具有与新切割液相同的表面活性、悬浮力和携带力，可多次重复使用。

在碳化硅微粉回收时，除了利用物理作用将其中的细颗粒去除外，还必须利用多种化学作用将其中的硅粉、铁、胶粒去除，这样才能保证得到的碳化硅微粉具有原砂浆中碳化硅微粉同样的品质。且回收过程不增加任何微粉颗粒，而切割过程会使大的颗粒变细，因此回收到的微粉没有大颗粒，不会在以后使用过程中产生划伤硅片的现象。

但是由于使用回收料的成本较低，国内从 2007 年开始，对回收液的使用越来越多，尤其是一些大厂为了节约成本，回收液的使用比例占到总的切割液使用量的 50% 左右。国内目前从事回收的厂家有无锡赛夕、无锡佳宇、青岛海科林、常州盈天等。碳化硅微粉和切割液的回收率分别占废砂浆的 30% 和 35% 以上。

国内的回收利用起步较晚，回收技术参差不齐，所以在使用回收液和回收砂的过程中，经常会由于回收物料的质量问题而引起脏片、线痕片等情况。由于在这类回收物料的使用工艺中，所涉及物料如：切割液（回收液）、碳化硅（回收的碳化硅）、清洗剂、水等，从而可能引起污片的情况有：1、回收液回收质量差；2、回收的碳化硅中含有游离碳；3、清洗剂效果不好；4、清洗工序时间安排不合理等。

因此，随着工艺的不断成熟，太阳能硅片切割液废砂浆的回收利用逐渐成为太阳能辅料市场的主流，在未来的两年内将占到该市场的 50%。

太阳能硅切割液回收领域国际尖端技术

可乐丽禾欣环保科技公司的硅切割液回收装置采用的技术具有行业国际领先水平，即使用了可乐丽中空膜产品过滤技术，该装置回收率高，经处理后的物料质量优，可完全循环使用，具有明显的竞争优势。

日本可乐丽新开发出的中空丝膜是一种大孔径类型过滤产品，支持比精密过滤领域更大的 2 微米物体的过滤。可以实现大流量，高效率的过滤。

KURARAY SF 过滤网：是一种高功能薄膜，它可以从液体中分离出 0.02 - 0.2 微米的微粒子。过滤范围涵盖了精密过滤（MF）与超过滤（UF）的中间领域，可以广泛应用于清酒的酿造工艺或半导体产业等。

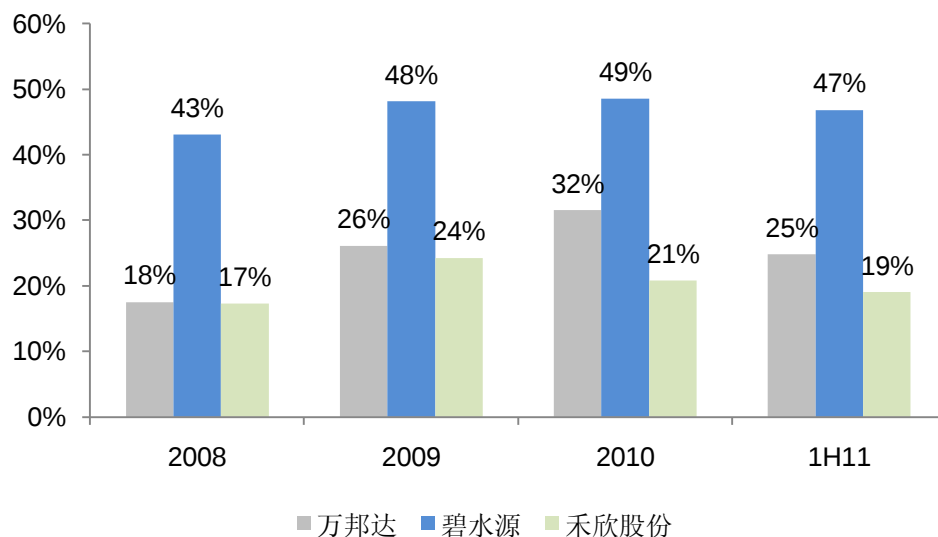
日本可乐丽灵活运用中空丝膜所具备的小型高效处理能力，正在不断将高功能薄膜事业推广到 IT、环保等更加广泛的过滤应用领域中。

4.3. 环保项目培育期三年 将成主要业绩增长点

我们预计禾欣股份的环保项目培育期为三年，项目投产后，可乐丽禾欣环保科技公司可以实现年销售工业废水和城市废水处理技术核心部件 10 台套以及硅切割液回收装置 100 台套，年销售收入 10 亿元，年净利润 1 亿元，因此待到环保项目投产后，公司业绩将会得到提升。

可以选取水处理行业的万邦达和碧水源作为参照，来分析禾欣股份进入环保产业后盈利与估值水平的变化，从盈利水平角度来看，两家公司的毛利率明显超过禾欣股份现有业务，尤其是碧水源，其毛利率远远超过禾欣股份，进军环保产业后，公司盈利水平的大幅提升值得期待。

图 6 污水处理公司毛利率一览



数据来源：Wind，安信证券研究中心

从估值水平角度来看，2011 至 2013 年，市场预测两家公司的市盈率明显高于禾欣股份。我国目前的污水处理发展水平仅仅处在美国 70 年代水平上，可以讲，仍处于初步发展阶段，由此也意味着我国水处理产业仍然是一个典型的朝阳产业，市场对于环保业务较为认可，给出比较高的估值水平，所以禾欣股份的环保业务产业效益后，公司的估值水平也会有所提升。

表 8 污水处理公司市盈率一览

代码	公司	股价	市值	EPS			PE		
				2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
300055.SZ	万邦达	29.67	67.88	0.77	1.28	1.84	38	23	16
300070.SZ	碧水源	37.98	122.83	1.13	1.73	2.53	34	22	15
002343.SZ	禾欣股份	14.04	27.82	0.48	0.73	0.97	29	19	15

数据来源：Wind，安信证券研究中心（2011.10.11）

5. 盈利预测与估值

我们对公司各项业务假设如下表所示，预计公司 2011 年到 2013 年的营业收入分别为 17.24 亿元、24.02 亿元、28.66 亿元，归属于母公司的净利润为 0.84 亿元、1.31 亿元、1.64 亿元，折合每股收益分别为 0.43 元、0.66 元、0.83 元，3 年间的复合增长率为 19.95%。

表 9 盈利预测

	y2009	y2010	y2011E	y2012E	y2013E
营业收入	110,353	137,763	172,426	240,162	286,589
yoy%		24.84%	25.16%	39.28%	19.33%
超细纤维 PU 合成革	17,222	23,263	27,333	32,418	22,088
yoy%		35.07%	17.50%	18.60%	-31.86%
超纤线面面料				17,344	34,039
yoy%					96.26%
高物性 PU 合成革	22,510	34,534	42,632	50,383	76,737
yoy%		53.41%	23.45%	18.18%	52.31%
普通 PU 合成革	29,535	28,535	34,456	35,817	37,232

	yoy%	-3.39%	20.75%	3.95%	3.95%
营业成本	83,581	109,086	141,660	193,619	229,954
	yoy%	30.52%	29.86%	36.68%	18.77%
综合毛利率					
超细纤维 PU 合成革	41.67%	38.11%	33.40%	33.10%	32.79%
超纤维面面料				38.41%	40.48%
高物性 PU 合成革	30.05%	25.50%	21.05%	23.08%	22.20%
普通 PU 合成革	18.13%	11.71%	7.87%	9.73%	10.65%
营业利润	13,421	14,596	13,283	21,468	26,871
	yoy%	8.76%	-9.00%	61.62%	25.17%
净利润	12,179	13,246	11,127	17,031	20,581
	yoy%	8.76%	-16.00%	53.06%	20.84%
每股收益 (元/股)	0.44	0.48	0.43	0.66	0.83

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

5.1. 首次给予“增持-A”评级

截止 2011 年 10 月 11 日,从事人造革合成革的中小盘上市公司 2011 年到 2013 年的平均市盈率分别为 25 倍、17 倍、13 倍。公司对应 PE 分别为 29 倍、19 倍、15 倍,要高于行业平均估值。主要原因是公司与日本可乐丽成立合资公司进军环保领域,该项目规划销售污水处理装置以及硅切割液回收装置,如果公司环保项目能够顺利推进,营业收入可能出现突破式增长,考虑于此,我们认为可以给予公司一定的估值溢价。此外,公司尚有较多超募资金,未来可用于投资有前景的项目,带来一定的投资收益。

预计公司 2011 年-2013 年间的营业收入复合增长率为 27.66%,给予公司 2012 年 25 倍的 PE,预计公司合理股价为 17 元,对应 2011 年-2013 年 PE 分别为 33 倍、21 倍、17 倍,首次给予“增持-A”评级。

表 10 可比公司估值一览

代码	公司	股价	市值	EPS			PE			投资评级
				2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
002343.SZ	禾欣股份	14.04	27.82	0.48	0.73	0.97	29	19	15	增持
002395.SZ	双象股份	19.08	17.06	0.72	1.02	1.40	26	19	14	中性
300180.SZ	华峰超纤	13.84	21.87	0.61	0.95	1.34	23	15	10	增持
300218.SZ	安利股份	18.56	19.60	0.91	1.18	1.44	20	16	13	增持

数据来源：Wind，安信证券研究中心（2011.10.11）

6. 风险因素

- 1) 人造革合成革行业均在进行产能扩张,可能会出现产能过剩,导致行业盈利水平下降。
- 2) 公司初涉环保领域,虽然拥有日本可乐丽的成熟技术,可能在国内市场遇到“水土不服”等问题,市场开拓进展缓慢。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-10-11		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,103.5	1,377.6	1,724.3	2,401.6	2,865.9	成长性					
减: 营业成本	835.8	1,090.9	1,416.6	1,936.2	2,299.5	营业收入增长率	-4.0%	24.8%	25.2%	39.3%	19.3%
营业税费	3.1	3.4	4.3	6.0	7.2	营业利润增长率	87.5%	9.9%	-7.3%	63.3%	25.6%
销售费用	40.8	41.6	51.7	72.0	86.0	净利润增长率	75.1%	5.8%	-8.4%	55.8%	24.9%
管理费用	81.8	105.8	129.3	180.1	214.9	EBITDA 增长率	40.2%	-0.1%	-7.9%	66.1%	29.5%
财务费用	6.1	-7.6	-10.6	-8.9	-9.8	EBIT 增长率	55.9%	-0.8%	-10.0%	70.3%	26.3%
资产减值损失	10.5	6.6	5.0	6.8	4.8	NOPLAT 增长率	52.7%	-4.7%	-15.2%	58.3%	21.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-11.1%	22.7%	65.3%	34.0%	3.0%
投资和汇兑收益	1.5	2.5	1.5	1.8	1.9	净资产增长率	26.3%	155.3%	5.2%	11.6%	12.6%
营业利润	126.9	139.5	129.3	211.2	265.2	利润率					
加: 营业外净收支	7.3	3.5	3.5	3.5	3.5	毛利率	24.3%	20.8%	17.8%	19.4%	19.8%
利润总额	134.2	143.0	132.8	214.7	268.7	营业利润率	11.5%	10.1%	7.5%	8.8%	9.3%
减: 所得税	12.4	13.5	21.6	44.4	62.9	净利润率	7.9%	6.7%	4.9%	5.5%	5.7%
净利润	87.2	92.2	84.5	131.6	164.3	EBITDA/营业收入	15.2%	12.2%	8.9%	10.7%	11.6%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	12.1%	9.6%	6.9%	8.4%	8.9%
货币资金	137.4	770.8	636.4	556.1	750.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	79	63	63	68	63
应收账款	149.7	166.4	219.7	306.0	365.1	流动营业资本周转天数	46	40	57	66	71
应收票据	34.4	39.4	47.2	65.8	78.5	流动资产周转天数	153	223	251	189	187
预付账款	26.8	55.9	70.1	89.5	112.5	应收账款周转天数	45	40	39	38	41
存货	144.2	169.8	214.2	292.8	347.8	存货周转天数	49	45	43	41	44
其他流动资产	-0.0	8.8	8.8	8.8	8.8	总资产周转天数	255	306	338	274	263
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	147	123	144	151	147
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	13.6	15.6	36.0	36.0	36.0	ROE	24.1%	10.0%	8.2%	11.2%	12.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.3%	8.4%	6.6%	8.7%	9.2%
固定资产	250.5	232.4	368.8	533.7	469.3	ROIC	26.9%	28.8%	19.9%	19.0%	17.2%
在建工程	2.8	29.6	35.7	18.7	9.7	费用率					
无形资产	34.9	53.3	49.8	46.6	43.6	销售费用率	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	4.1	4.5	5.2	5.2	5.2	管理费用率	7.4%	7.7%	7.5%	7.5%	7.5%
资产总额	798.3	1,546.6	1,691.9	1,959.1	2,226.6	财务费用率	0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.4%	-0.3%
短期债务	55.2	-	-	-	-	三费/营业收入	11.7%	10.1%	9.9%	10.1%	10.2%
应付账款	116.5	124.9	174.6	238.7	283.5	偿债能力					
应付票据	90.7	92.7	116.4	159.1	189.0	资产负债率	36.7%	16.5%	19.7%	22.6%	23.3%
其他流动负债	29.1	37.2	41.8	44.3	45.8	负债权益比	57.9%	19.8%	24.6%	29.2%	30.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.69	4.75	3.59	2.98	3.21
其他非流动负债	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	速动比率	1.14	4.03	2.89	2.26	2.48
负债总额	292.8	255.9	334.0	443.3	519.4	利息保障倍数	21.89	-17.38	-11.25	-22.61	-26.07
少数股东权益	156.1	177.9	164.8	197.7	232.9	分红指标					
股本	74.1	99.1	198.1	198.1	198.1	DPS(元)	0.11	0.30	-	-	-
留存收益	275.4	1,013.8	995.0	1,120.0	1,276.1	分红比率	25.5%	64.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	505.6	1,290.7	1,357.9	1,515.8	1,707.2	股息收益率	0.8%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	121.8	129.5	84.5	131.6	164.3	EPS(元)	0.44	0.47	0.43	0.66	0.83
加: 折旧和摊销	34.8	35.7	35.5	54.1	76.5	BVPS(元)	1.76	5.62	6.02	6.65	7.44
资产减值准备	10.5	6.6	5.0	6.8	4.8	PE(X)	31.9	30.2	32.9	21.1	16.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.0	2.5	2.3	2.1	1.9
财务费用	4.4	2.9	-10.6	-8.9	-9.8	P/FCF	-673.0	-47.0	-10.9	-17.3	21.4
投资收益	-1.5	-2.5	-1.5	-1.8	-1.9	P/S	2.5	2.0	1.6	1.2	1.0
少数股东损益	34.6	37.2	26.8	38.7	41.5	EV/EBITDA	-	16.1	15.9	10.2	7.5
营运资金的变动	30.5	-67.9	-47.2	-100.4	-78.4	CAGR(%)	11.8%	16.7%	28.5%	17.7%	14.6%
经营活动产生现金流量	200.9	113.3	92.6	120.1	197.0	PEG	2.7	1.8	1.2	1.2	1.2
投资活动产生现金流量	-17.1	-81.4	-193.5	-196.9	1.8	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-167.9	605.8	10.6	8.9	9.8	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

潘凡，中小板行业分析师，华中科技大学理学学士、金融工程硕士。2007 年开始从事基金产品与衍生品研究，2010 年《新财富》金融工程最佳分析师。2011 年开始从事行业研究，主要领域为中小板与创业板。

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003 年开始证券行业研究，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。新财富 2007 年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

潘凡、张龙分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034