

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

环保业务继续推进，维持“推荐”

事件描述

我们近日跟踪了禾欣股份，其主要内容和我们的主要观点为：

1. 相对 3 季度，目前 PU 合成革行业尚无明显改观，下游需求依旧低迷；虽然 4 季度原材料 MDI、己二酸、DMF 等价格大幅下跌，但该行业盈利能力并没有出现明显改善。
2. 就禾欣股份原有合成革业务而言，2012 年公司产能集中释放，高物性合成革产能增加 150%，超纤增长 50%，绒面革产能 700 万平米/年，PU 树脂浆料增长 100%。
3. 就环保业务而言，禾欣股份与可乐丽的合作继续推进。我们预计，晶硅切割液回收设备 2012 年可以实现销售，PVA 凝胶将首先在公司的福建项目中使用。
4. 我们预计，在不考虑环保业务盈利贡献的情况下，2011-2013 年，公司每股收益 0.43、0.70 和 0.95 元，目前股价对应市盈率 34、21 和 15 倍；原有合成革业务提供足够的安全边际，环保业务提升公司估值水平；维持“推荐”。

事件评论

环保业务继续推进，我们预计 2012 年能贡献业绩

公司此前公告，拟与日本可乐丽合资成立可乐丽禾欣环保科技（嘉兴）有限公司，该合资公司将主要从事 2 方面业务：

（1）城市污水及工业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。根据公司公告，该项目采用的工业废水和城市废水处理技术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；硅切割液回收装置采用高科技生产装置使用的技术具有行业国际领先水平，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。

我们预计，合资公司的晶硅切割液回收设备 2012 年可以实现销售，PVA 凝胶将首先在公司的福建项目中使用。

2012 年 PU 合成革和超纤进入产能释放期

就公司目前产品而言，PU 合成革和超纤 2012 年都进入产能释放期。公司目前 PU 合成革（包括普通和高物性合成革）产能 2350 万平米/年，其全资子公司福建禾欣 1200 万平米/年高物性合成革预计 2011 年底投产，产能增加 51%；1000 万平米/年超纤产能 2012 年能够完全释放；PU 树脂由目前的 4 万吨/年增加至 9 万吨/年；新增 700 万平米/年绒面革产能。

表 1：公司产品及产能

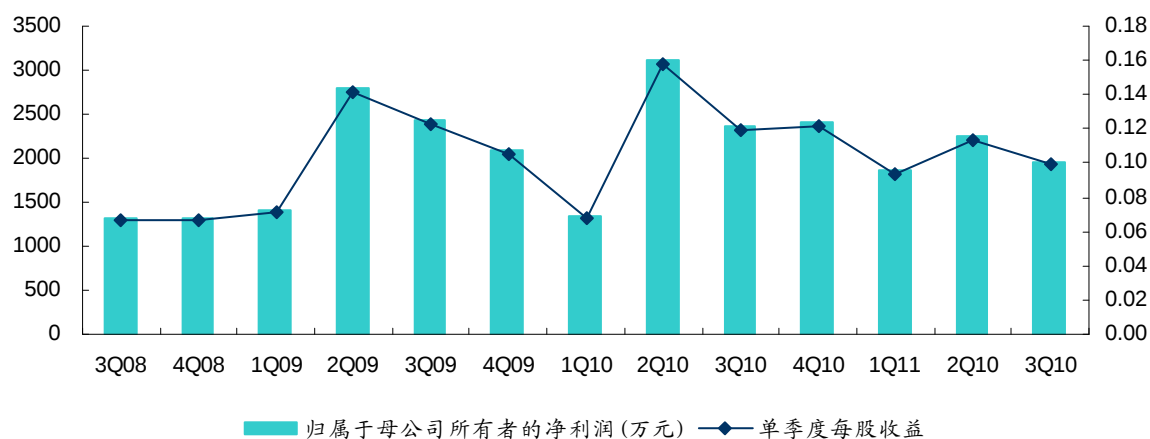
产品	目前产能	新增产能	合计	备注
PU 合成革(包括普通和高物性)	2350 万米	1200 万米	3550 万米	全资子公司福建禾欣 IPO 募投项目 1200 万米高物性合成革 2011 年底投产。
超纤 PU 合成革	1000 万平米		1000 万平米	400 万平米在 2011 年下半年投产。
绒面革		700 万平米	700 万平米	作为超纤下游,公司绒面革需用 700 万平米超纤。
PU 树脂浆料	4 万吨	5 万吨	10 万吨	嘉兴禾欣化学产能 4 万吨;台州子公司新增 5 万吨浆料 2011 年底投产。

资料来源:公司公告,长江证券研究部

推荐禾欣股份

在进入环保业务后,公司 3 大业务板块(PU 合成革、超纤和环保业务)已显雏形。我们预计,在不考虑环保业务盈利贡献的情况下,2011-2013 年,公司每股收益 0.43、0.70 和 0.95 元,目前股价对应市盈率 34、21 和 15 倍;原有合成革业务提供足够的安全边际,环保业务提升公司估值水平;维持“推荐”。

图 1: 公司单季度净利润和 EPS



资料来源: Wind, 长江证券研究部

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	1378	1391	1863	2328	货币资金	771	750	766	841
营业成本	1091	1141	1490	1839	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	287	250	373	489	应收账款	163	139	186	233
% 营业收入	20.8%	18.0%	20.0%	21.0%	存货	170	228	298	368
营业税金及附加	3	3	5	6	预付账款	56	46	60	74
% 营业收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	52	46	60	74
销售费用	42	42	52	70	流动资产合计	1211	1209	1370	1589
% 营业收入	3.0%	3.0%	2.8%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	106	104	140	175	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.7%	7.5%	7.5%	7.5%	长期股权投资	16	16	16	16
财务费用	-8	-6	-2	3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.6%	-0.4%	-0.1%	0.1%	固定资产合计	232	252	304	368
资产减值损失	7	0	0	0	无形资产	53	51	48	45
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	3	3	3	3
营业利润	139	107	178	236	其他非流动资产	31	83	160	220
% 营业收入	10.1%	7.7%	9.5%	10.1%	资产总计	1547	1614	1900	2243
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	143	107	178	236	应付款项	109	114	149	184
% 营业收入	10.4%	7.7%	9.5%	10.1%	预收账款	11	25	43	67
所得税费用	14	16	27	35	应付职工薪酬	11	11	15	18
净利润	129	91	151	200	应交税费	15	14	19	23
归属于母公司所有者					其他流动负债	108	27	36	45
的净利润	92.2	84.8	139.1	188.3	流动负债合计	255	191	262	337
少数股东损益	37	6	12	12	长期借款	0	40	105	171
EPS (元/股)	0.93	0.43	0.70	0.95	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	1	1	1	1
经营活动现金流净额	113	33	111	179	负债合计	256	232	368	510
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1113	1198	1337	1525
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	16	0	0	0	少数股东权益	178	184	196	208
无形资产投资	53	0	0	0	股东权益	1291	1382	1533	1733
固定资产投资	0	-100	-162	-167	负债及股东权益	1547	1614	1900	2243
其他	-150	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-81	-100	-162	-167		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.93	0.43	0.70	0.95
股权融资	0	0	0	0	BVPS	13.03	6.97	7.74	8.75
银行贷款增加 (减少)	0	40	65	67	PE	15.56	33.83	20.63	15.25
筹资成本	8	6	2	-3	PEG	0.99	2.16	1.32	0.97
其他	598	0	0	0	PB	1.11	2.08	1.87	1.66
筹资活动现金流净额	606	46	66	64	EV/EBITDA	5.04	16.49	10.42	7.77
现金净流量	638	-21	16	76	ROE	10.0%	6.6%	9.9%	11.6%

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。