

兴业科技 (002674)
纺织/服装
发布时间: 2012-05-07

报告类型 / 新股定价报告

国内牛头层鞋面革龙头企业

定价区间
13.21-14.60 元

报告摘要:

- **兴业科技是国内牛头层鞋面革行业龙头。**公司的主营业务为中高档牛头层鞋面革的开发、生产与销售,主要产品包括纳帕系列、自然摔系列、特殊效应革系列,产品被广泛应用于制造皮鞋、箱包、皮具等;主要客户包括富贵鸟、百丽、天美意、达芙妮、奥康、木森林等国内鞋业市场领导品牌;同时,公司 2008 年获高新技术企业认定,2011 年复审通过,并且连续三年市场占有率排名第一。2011 年实现主营业务收入 12.81 亿元,净利润 1.23 亿元。
- **公司将受益于政策调控和行业集中。**1) 制革业属于国家重点监控的十三个污染行业之一,环保要求高,企业投资规模的客观限制将构成进入本行业的壁垒;2) 国家政策积极推动淘汰规模小的制革产能,如全国范围内对年产折牛皮 3 万张以下的制革厂实施关闭、对对年加工皮革 10 万张以下制革项目的用地限制等措施,将推动行业集中度的提升。
- **下游需求旺盛,行业年均增长将保持 7% 以上。**1) 2008 年中国成为全球最大鞋类消费国,皮鞋消费总量达到了 25.8 亿双,市场容量巨大;2) 2009 年我国鞋类人均消费量不到 1.9 双,随着城镇化的提高和居民消费能力的提升,鞋类消费的市场容量仍有很大增长空间;3) 下游需求旺盛,预计未来几年牛皮鞋面革需求仍将保持良好的增长态势,2012 年将达到 3.4 亿平方米,年均增长率 7% 以上
- **募投项目。**公司本次募投项目为“年 150 万张高档皮革后整饰新技术加工项目”和“瑞森皮革年加工 120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮项目”,建设期为 2 年,预计项目全部投产后,公司总产能将达到 20,020 万 SF 牛皮鞋面革和 1,080 万 SF 中高档包袋革,较目前 6,700 万 SF 的产能大幅提升,从保证公司今后业绩增长。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2012-2014 年每股收益为 0.70 元、0.82 元和 1.08 元,给予公司 2012 年 19-21 倍的 PE 估值水平,对应的合理价值区间为 13.21-14.60 元。
- **风险提示。**募投建设不及预期;环保政策变化;原材料价格大幅波动;行业景气度下滑。

发行数据

发行价(元)	12.00
发行规模(百万股)	60
发行后总股本(百万股)	240
B 股/H 股(百万股)	0
网上申购日期	2012-04-25
上市日期	2012-05-07
主承销商	平安证券

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,042	1,281	1,502	1,929	2,631
(+/-)%	27%	23%	17%	28%	36%
净利润	107	123	167	197	260
(+/-)%	32%	15%	36%	18%	32%
每股收益(元)	0.59	0.68	0.70	0.82	1.08
市盈率					
总股本(百万股)	180	180	240	240	240

证券分析师: 周思立

执业证书编号: S0550511010003

研究助理: 周煜斌

Email: zhouyb@nesc.cn

TEL: (8621)2036 1154

FAX: (8621)2036 1159

国内牛头层鞋面革龙头企业，连续三年行业第一

公司前身为成立于 1992 年福建省晋江安海兴业皮制品厂，2007 年设立业皮革科技股份有限公司，即上市公司主体。公司专注于中高档牛头层鞋面革的开发、生产与销售，主要产品包括纳帕系列、自然摔系列、特殊效应革系列，产品被广泛应用于制造皮鞋、箱包、皮具等；主要客户包括富贵鸟、百丽、天美意、达芙妮、奥康、木森林等国内鞋业市场领导品牌。公司 2008 年获得高新技术企业认定，2011 年复审通过。2011 年实现主营业务收入 12.81 亿元，净利润 1.23 亿元。

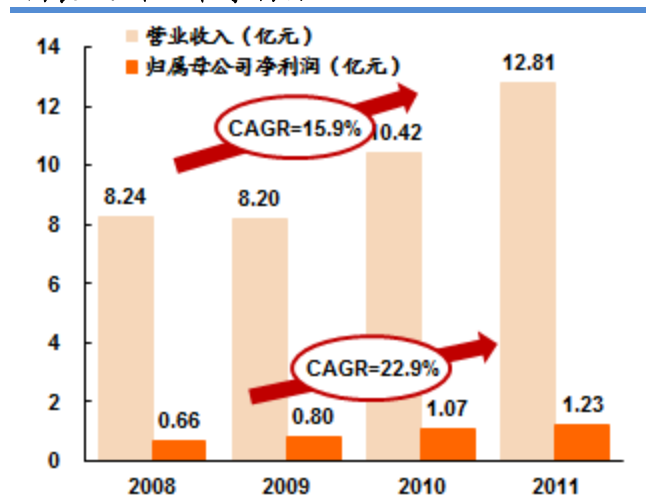
根据国家皮革和制鞋行业生产力促进中心的统计，本公司报告期内牛头层鞋面革市场占有率全国排名第一。根据《中国皮革》杂志社公布的牛鞋面革生产企业排行榜，公司在我国 2009-2011 牛鞋面革生产企业年产量排名中均位居第一。

图表 1：2009-2011 年牛鞋面革生产企业排行榜

排名	2009 年			2010			2011		
	企业名称	年投皮量(张)	年产量(SF)	企业名称	年投皮量(张)	年产量(SF)	企业名称	年投皮量(张)	年产量(SF)
1	兴业皮革	120 万	5600 万	兴业皮革	130 万	6000 万	兴业皮革	140 万	6400 万
2	南海皮厂	100 万	5400 万	峰安皮业	145 万	5800 万	峰安皮业	130 万	5800 万
3	圣雄皮业	100 万	4800 万	粤海制革	110 万	5000 万	宏良皮业	109 万	3800 万
4	大众皮业	86 万	3700 万	圣雄皮业	100 万	4800 万	圣雄皮业	100 万	4800 万
5	锦兴皮革	60 万	3000 万	宏良皮业	80 万	3000 万	大众皮业	82 万	3700 万
6	宏良皮业	65 万	2500 万	大众皮业	80 万	3000 万	粤海制革	80 万	3800 万
7	中港皮业	56 万	2500 万	新艺皮革	65 万	3000 万	新艺皮革	50 万	2600 万
8	富国皮革	65 万	1500 万	中港皮业	50 万	2000 万	中港皮业	45 万	1800 万
9	峰安皮业	50 万	1200 万	锦兴皮革	50 万	2000 万	锦兴皮革	45 万	1800 万
10	博奥皮业	40 万	900 万	富国皮革	40 万	1500 万	凌峰皮业	40 万	1500 万

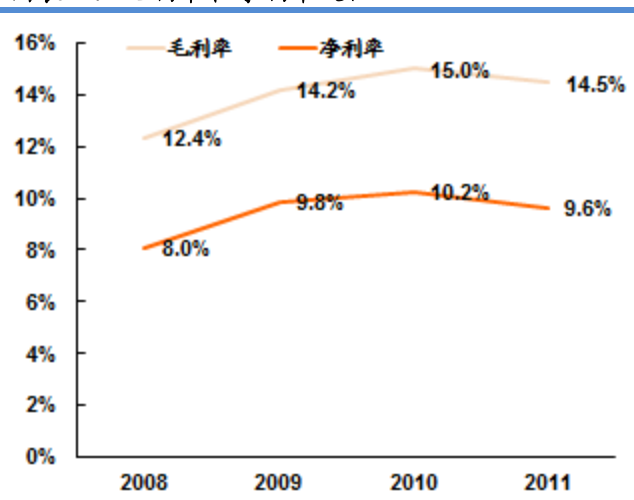
资料来源：中国皮革，东北证券；SF——平方英尺

图表 2：收入和净利润



资料来源：招股说明书，东北证券

图表 3：毛利率和净利率变化



资料来源：招股说明书，东北证券

行业龙头，将受益于政策调控和行业集中

制革业属于国家重点监控的十三个污染行业之一，环保要求高。随着我国对环保的日益重视以及发达国家对皮革制品化学物标准的严格限制，均使行业的准入条件越来越高。从发展趋势看，由于相关环保成本及投入逐步加大，不具规模和技术优势的小型企业将逐步被淘汰。因此，企业投资规模的客观限制将构成进入本行业的壁垒。因此，行业龙头企业将受益于环保投入和规模壁垒。

同时，国家政策也积极推动淘汰规模小的制革产能，如全国范围内对年产折牛皮 3 万张以下的制革厂实施关闭，福建省对于现有生产规模 3 万标张/年以上至 10 万标张/年以下皮革企业，2012 年 1 月 1 日起一律关停淘汰，对于现有生产规模 10 万标张/年以上至 30 万标张/年以下皮革企业，2015 年 1 月 1 日起一律关停淘汰。在制革企业用地上，根据 2006 年国土资源部、国家发展改革委员会制定的《限制用地项目目录（2006 年本）》和《禁止用地项目目录（2006 年本）》，对年加工皮革 10 万张（折牛皮标张）以下的制革项目在规定的条件下不得用地。十二五规划也提高制革产量将维持现有水平，推动规模企业的发展，这标志着国家层面推动行业集中度的提升，制革龙头企业将受益于中小企业由于环保和规模不达标所让出的市场份额，从而提高自身的市场占有率。

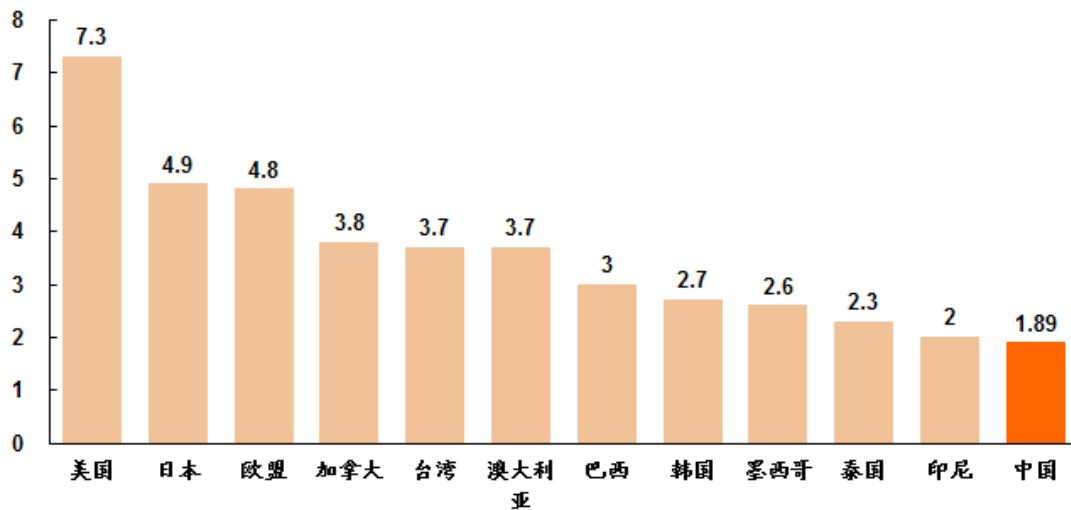
下游需求旺盛，年均增长率将保持 7%以上

随着我国国民消费能力的提升，以及伴随着消费升级，作为服饰行业的重要组成部分鞋类产品的产量和消费量大幅增加。我国是鞋类的生产大国同时，也在 2008 年成为全球最大的鞋类消费国，根据国家统计局数据显示，我国 2008 年皮鞋消费总量达到了 25.8 亿双，超过美国 21 亿双的消费总量，成为全球第一。

但根据 Deutsche Bank 的数据，2009 年我国的鞋类人均消费量不到 1.9 双，远低于美国、日本、欧美的 7.3 双、4.9 双、4.8 双，也低于墨西哥、泰国、印尼的 2.6 双、2.3 双和 2 双。由此可见，我国的人均鞋类消费量还有很大提升空间，随着我国城镇化的提高和居民消费能力的提升，鞋类消费的市场容量仍有很大增长空间。根据欧睿市场数据显示，2010 年中国鞋类市场规模约为 2300 亿元，并且预计 2010-2014 年，中国的鞋类市场将保持 11% 的复合增长率，其中女鞋复合增长最高 11.7%，男鞋其次 11.2%。

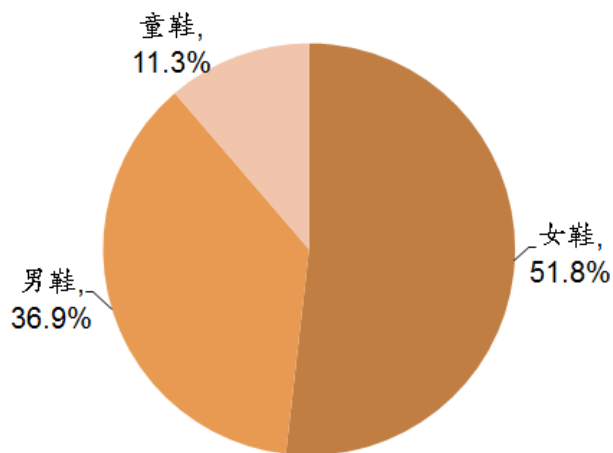
受益于下游需求旺盛，我国的皮革产品产量已居世界第一，国际市场占有率超过 50%。牛皮鞋面革方面，2008 年、2009 年全国牛皮鞋面革市场需求分别达到 2.6 亿和 2.8 亿平方米，预计未来几年牛皮鞋面革需求仍将保持良好的增长态势，2012 年将达到 3.4 亿平方米，年均增长率 7% 以上。同时，根据中国皮革工业协会及资料，到 2015 年皮革产业市场规模达 1826 亿元，年均增长率达 6.4%。

图表 4: 主要国家的鞋人均消费量 (2009 年)



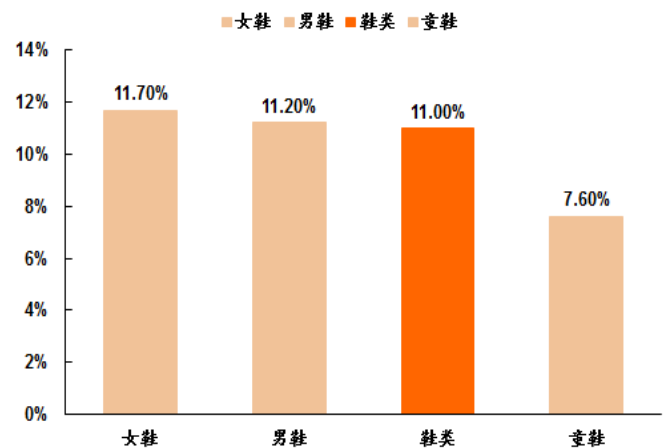
资料来源: Deutsche Bank, 东北证券

图表 5: 2010 年中国鞋类零售占比分类



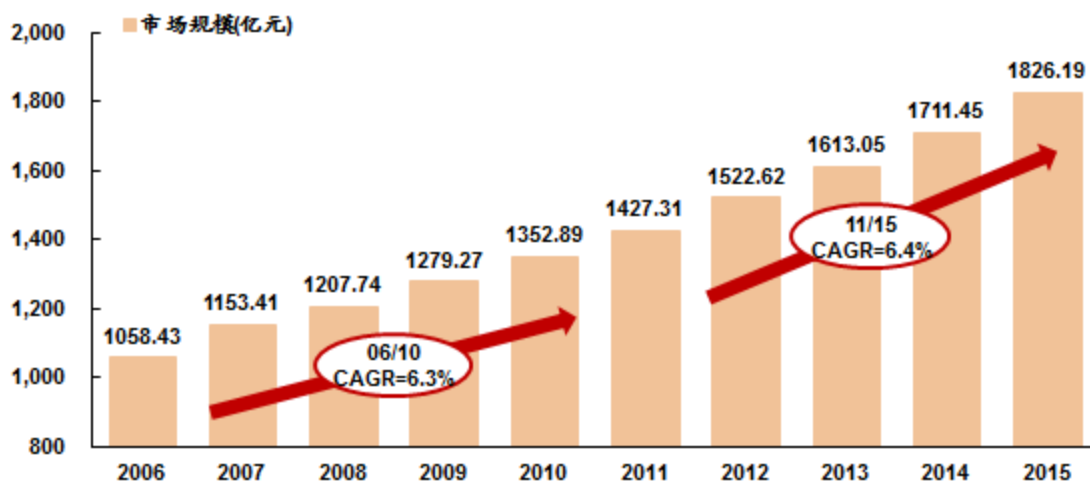
资料来源: 欧睿, 东北证券

图表 6: 2010-2014 年鞋类零售复合增长率



资料来源: 欧睿, 东北证券

图表 7: 中国皮革产业市场规模及预测



资料来源: 中国皮革工业协会及资料整理, 招股说明书, 东北证券

募投项目

公司本次 IPO 计划发行股票不超过 6000 万股，占发行后总股本的比例不超过 25%，募集资金主要用年 150 万张高档皮革后整饰新技术加工项目和瑞森皮革年加工 120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮项目。

图表 8: 公司募投项目表

募投项目	投资金额	建设周期
年 150 万张高档皮革后整饰新技术加工项目	2.00 亿元	2
瑞森皮革年加工 120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮项目	4.02 亿元	2
合计	6.02 亿元	

资料来源：招股说明书，东北证券

(1) 公司年加工 150 万张高档皮革后整饰新技术加工项目

项目建设年加工 150 万张皮胚后整饰新技术加工生产线，年产 7,200 万 SF 高档牛皮革。主要建设内容包括：后整饰加工车间（含机修间、空压站、变电所）、仓库、水池、综合研发（办公）楼、宿舍、传达室、总图工程等。本项目拟使用募集资金 19,978.21 万元，其中，建设投资 16,284.53 万元、铺底流动资金 3,693.68 万元。项目建设期为 2 年，预计投产后第 1 年生产负荷达到设计能力的 50%，第 2 年达到 70%，第 3 年达到 90%，第 4 年达到 100%。

图表 9: 年加工 150 万张高档皮革后整饰新技术加工项目达产后效益测算

内容	指标
正常年份销售收入（万元）	123,840.00
争产年份净利润（万元）	7,481.69
总投资收益率	34.16%
内部收益率（税后）	26.74%
投资回收期（含建设期，税后，年）	6.06

资料来源：招股说明书，东北证券

(2) 瑞森皮革年加工 120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮项目

项目建设年加工 120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮生产线，年产 7,200 万 SF 高档牛皮革。主要建设内容包括：前处理车间、后加工车间、生皮化工库、成品仓库、机修五金库、空压站、水池、综合办公楼、食堂、宿舍、污水处理站、变电所、传达室、总图工程及废气处理工程等。本项目拟使用募集资金 40,205.23 万元，其中，建设投资 27,015.23 万元、铺底流动资金 13,190.00 万元。项目建设期为 2 年，预计投产后第 1 年生产负荷达到设计能力的 50%，第 2 年达到 70%，第 3 年达到 90%，第 4 年达到 100%。

图表 10: 瑞森皮革年加工 120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮项目达产后效益测算

内容	指标
正常年份销售收入 (万元)	135,765.00
争产年份净利润 (万元)	11,486.53
总投资收益率	22.08%
内部收益率 (税后)	18.99%
投资回收期 (含建设期, 税后, 年)	7.81

资料来源: 招股说明书, 东北证券

(3) 总产能分析及募投产能释放计划

公司现有生产能力为年加工 140 万张牛原皮及牛蓝湿皮, 总产能达 6700 万 SF 的牛皮鞋面革, 2011 年公司总产量已达到 6,608.36 万 SF, 总销量达 6,749.35 万 SF, 已接近满产。而本次募集资金投资项目为新建项目, 项目达产后, 公司牛皮鞋面革的年产能将达到 20,020 万 SF, 中高档包袋革年产能达 1,080 万 SF, 将有效缓解公司产能不足的现状, 同时通过瑞森项目提升公司产品的档次。

图表 11: 项目达产后的产能分析

产品名称 (单位: 万 SF/年)	现有产能	年加工 150 万张高档皮革 后整饰新技术加工项目	瑞森皮革年加工 120 万张牛 原皮、30 万张牛蓝湿皮项目	合计产能
牛皮鞋面革	6,700	7,200	6,120	20,020
中高档包袋革	---	---	1,080	1,080

资料来源: 招股说明书, 东北证券

同时根据, 公司募投项目规划, 今后几年的产能释放情况如下:

图表 12: 募投项目产能释放情况

项目 (单位: 万张)	2012	2013	2014	2015	2016
年加工 150 万张高档皮革后整饰新技术加工项目	56.25	105	135	150	150
瑞森皮革年加工 120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮项目	0	18.75	105	135	150

资料来源: 招股说明书, 东北证券

盈利预测及投资建议

盈利预测

根据公司募投项目达产规划, 我们假设现有产能能持续满产的情况下以及保持毛利率基本稳定, 同时考虑到公司作为国内牛头层鞋面革龙头企业将受益于国家政策调控和行业集中, 从而保证新增产能得以消化, 而且公司还可以通过整合行业资源等方式获得更大的市场份额。因此, 我们预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.70 元、0.82 元和 1.08 元。

图表 13: 公司募投项目表

利润表 (单位: 百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1,281	1,502	1,929	2,631
YOY (%)	23%	17%	28%	36%
营业成本	1,096	1,284	1,659	2,263
毛利	185	218	270	368
毛利率 (%)	14.5%	14.5%	14.0%	14.0%
营业税金及附加	5	6	7	10
销售费用	4	5	6	9
管理费用	26	30	39	53
财务费用	9	-16	-11	-6
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	144	196	232	305
加: 营业外收入	3	3	3	3
减: 营业外支出	3	3	3	3
利润总额	144	196	232	306
减: 所得税	21	29	35	46
净利润	123	167	197	260
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	123	167	197	260
EPS (元)	0.51	0.70	0.82	1.08

资料来源: 公司招股说明书, 东北证券

估值和投资建议

我们参考与公司想类似业务和上下游关联的 A 股上市公司估值情况, 给予公司

2012 年 19-21 倍的 PE 估值水平, 对应的合理价值区间为 13.21-14.60 元。

图表 14: A 股纺织服装上市公司估值现状 (2012/5/4)

代码	简称	每股收益 (元)				市盈率			
		11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E
002494	华斯股份	0.55	0.64	0.83	1.00	26.21	22.29	17.27	14.27
002486	嘉麟杰	0.35	0.43	0.56	0.74	24.74	20.12	15.75	11.76
000982	中银绒业	0.30	0.42	0.58	0.63	29.15	20.79	15.00	13.92
002193	山东如意	0.07	0.46	0.57	0.70	134.89	20.74	16.56	13.42
002003	伟星股份	0.76	0.91	1.08	1.24	15.91	13.28	11.13	9.73
002098	浔兴股份	0.42	0.45	0.56	0.73	20.33	18.72	15.16	11.69
002404	嘉欣丝绸	0.50	0.54	0.63	0.75	25.67	24.03	20.64	17.26
603001	奥康国际	1.14	1.39	1.74	2.15	21.25	17.40	13.91	11.26
	平均值					37.27	19.67	15.68	12.91
	中值					25.21	20.43	15.45	12.59

资料来源: Wind 资讯, 东北证券整理

风险提示

- 募投项目产能建设不及预期
- 环保政策变化风险
- 原材料价格大幅波动
- 行业景气度下滑，造成行业性产能过剩

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围国内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760