



纺织服装业/可选消费品

浔兴股份 (002098)

收入增长、利润率提升双引擎驱动业绩反转

——浔兴股份调研报告

	张威	李质仙
	010-59312817	010-59312812
	zhangwei7452@gtjas.com	lizhixian@gtjas.com
	S0880109054290	S0880200010239

本报告导读:

通过调研,我们认为公司业绩将在收入增长与利润率提升双引擎驱动下自 10 年起开始迎来反转。预计 10-12 年 EPS 分别为 0.38 元、0.55 元和 0.8 元,“增持”评级。

投资要点:

- 公司主营金属、尼龙、塑钢三大类拉链、拉头及配件的生产与销售,建有福建、上海、天津、东莞、成都五大生产基地,是国内规模最大、品种最齐全的拉链制造企业,多年来产品产销量保持国内第一。
- 公司 08、09 年业绩大幅下降,原因主要在于:大规模快速扩张新增了大量的费用(主要是人力成本和折旧),而由于内外部原因(金融危机和投产进度慢)收入不达预期,费用增长快于收入,各项费用率大幅提高,导致营业利润率下降。但同时公司毛利率并未受到太大的影响,09 年还创下新高,体现公司产品竞争力仍在不断增强。
- 在目前行业需求向好的情况下,公司现有产能可以保证收入未来两年 25%以上的复合增长;销量的增加将摊薄折旧等固定成本,提升利润率,利润增长将快于收入且呈非线性增长。公司业绩将在收入增长与利润率提升双引擎驱动下自 10 年开始迎来反转。
- 预计 10-12 年 EPS 分别为 0.38 元、0.55 元和 0.8 元,复合增长率 58.6%。
- 公司目前市值 15 亿,市销率仅 1.5 倍。10 年市盈率 25 倍虽不低,但考虑利润率改善后未来三年 50%的复合增长率,PEG 仅 0.5 倍,估值仍有提升空间。
- DCF 估值显示公司合理价值为 14.52 元,当前股价较合理价值有 25%以上的折价,具有很高安全边际。
- 给予公司目标价 14 元,较目前股价 30%上涨空间,“增持”评级。

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	861	760	1020	1329	1590
(+/-)%	0%	-12%	34%	30%	20%
经营利润(EBIT)	56	70	108	164	227
(+/-)%	-50%	25%	55%	51%	38%
净利润	21	31	58	85	124
(+/-)%	-68%	48%	88%	46%	45%
每股净收益(元)	0.14	0.20	0.38	0.55	0.80
每股股利(元)	0.10	0.10			

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	6%	9%	11%	12%	14%
净资产收益率(%)	4%	6%	8%	10%	12%
投入资本回报率(%)	7%	10%	11%	13%	16%
EV/EBITDA	19	16	12	9	6
市盈率	71	48	25	17	12
股息率(%)	2%	1%			

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 中性

目标价格: 14.00

上次预测: 6.00

当前价格: 10.71

2010.09.06

交易数据

52 周内股价区间(元)	7.21-11.85
总市值(百万元)	1,660
总股本/流通 A 股(百万股)	155/155
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	2
日均成交值(百万元)	15

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	554
每股净资产	3.57
市净率	3.0
净负债率	87%

EPS(元)	2009A	2010E
Q1	0.00	0.00
Q2	0.09	0.14
Q3	0.06	0.11
Q4	0.05	0.13
全年	0.20	0.38

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16%	35%	42%
相对指数	10%	22%	43%

相关报告

《09 年业绩仍难以回升》	2009.04.28
《出口下降与费用上升拖累业绩》	2008.08.28
《新项目推动 08 年业绩增长》	2008.04.30
《依托龙头地位加速扩张》	2008.01.06
《浔兴股份: 依靠技术创新占据行业龙头》	2006.11.30

模型更新时间: 2010.09.06

股票研究

可选消费品

纺织服装业

得兴股份 (002098)

评级: 增持

上次评级: 中性

目标价格: 14.00

上次预测: 6.00

当前价格: 10.71

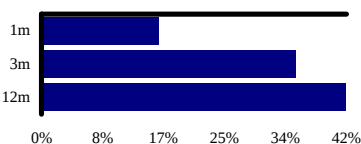
公司网址

www.sbszipper.com.cn

公司简介

公司是中国拉链行业品种、规格最齐全,综合实力最强的生产企业,也是中国拉链国家标准及行业标准制定的组长单位,公司的拉链品牌 SBS 已成为中国驰名商标,并同时通过了 ISO9001 质量体系认证产品认证、ISO14001 环境管理体系认证。公司目前向客户提供金属、尼龙、塑钢三大系列的各种优质码装和成品拉链,包括各种规格型号的拉头及拉链配件以及各种规格型号的金属、树脂、木质等系列扣具及箱包配件。公司已在全球 70 多个国家和地区设置了 SBS 办事处、专卖店,服务网络遍及全球。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

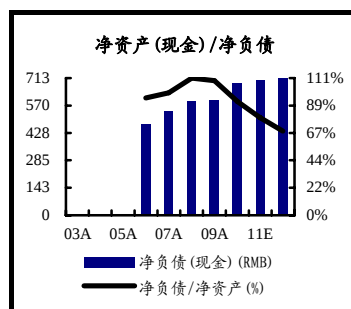
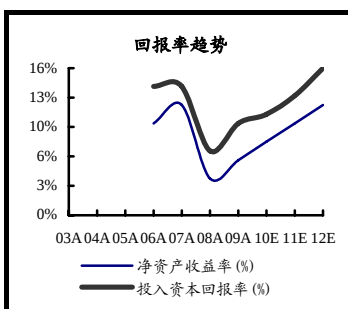
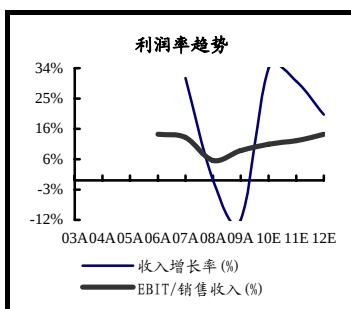
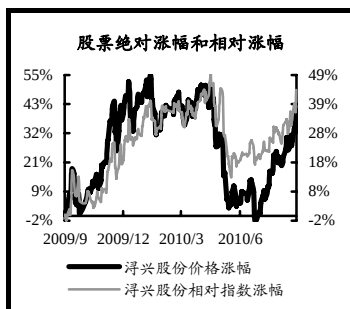
7.21-11.85

市值 (百万)

1,660

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入				656	861	861	760	1020	1329	1590
主营业务成本				502	659	681	571	761	978	1147
税金及附加				0	1	1	1	1	2	2
主营业务利润				22	30	48	50	68	88	105
其他业务利润				33	53	66	63	76	97	108
营业费用				95	111	56	70	108	164	227
管理费用				0	0	0	0	0	0	0
EBIT				0	0	0	0	0	0	0
财务费用				23	27	39	29	29	37	41
营业利润				72	85	16	41	80	127	185
所得税				15	26	7	9	15	32	47
少数股东损益				7	6	2	3	7	11	16
净利润				50	65	21	31	58	85	124
资产负债表										
货币资金、短期投资				334	244	143	150	170	275	370
其他流动资产				277	419	449	436	520	560	595
长期投资				0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计				381	437	534	559	620	637	680
无形及其他资产				26	103	108	117	120	120	120
资产合计				1018	1203	1235	1263	1430	1592	1765
流动负债				441	560	605	634	660	680	692
长期负债				55	39	44	25	25	25	25
股东权益				495	543	533	548	745	887	1048
投入资本(IC)				550	582	577	573	770	912	1073
现金流量表										
NOPLAT				75	81	43	56	88	123	170
折旧与摊销				27	36	47	54	59	61	62
流动资金增量				48	46	(4)	2	29	62	108
资本支出					56	97	25	61	17	43
自由现金流					(28)	42	87	86	101	193
经营现金流				97	8	109	124	80	116	162
投资现金流				(104)	(185)	(147)	(81)	(45)	(30)	(30)
融资现金流				320	91	(82)	(24)	(20)	(20)	(20)
现金流净增加额				311	(90)	(123)	19	15	66	112
财务指标										
成长性										
收入增长率					31%	0%	-12%	34%	30%	20%
EBIT 增长率					18%	-50%	25%	55%	51%	38%
净利润增长率					28%	-68%	48%	88%	46%	45%
利润率										
毛利率				24%	23%	21%	25%	25%	26%	28%
EBIT 率				14%	13%	6%	9%	11%	12%	14%
净利率				9%	8%	3%	5%	6%	7%	9%
收益率										
净资产收益率(ROE)				10%	12%	4%	6%	8%	10%	12%
总资产收益率(ROA)				6%	6%	2%	3%	5%	6%	8%
投入资本回报率(ROIC)				14%	14%	7%	10%	11%	13%	16%
运营能力										
存货周转天数				107	96	104	120	115	110	108
应收账款周转天数				57	78	82	89	85	82	82
总资产周转天数				566	510	523	607	570	540	520
净利润现金含量										
资本支出/收入					0.07	0.11	0.03	0.06	0.01	0.03
偿债能力										
资产负债率				49%	50%	53%	52%	48%	44%	41%
净负债率				95%	99%	111%	109%	92%	79%	68%
估值比率										
PE				29	23	71	48	25	17	12
PB				2.85	2.46	2.53	2.46	1.99	1.67	1.42
P/S				13.51	12.48	19.38	16.11	11.93	8.50	6.34
EV/EBITDA				2.26	1.72	1.72	1.95	1.45	1.12	0.93
股息率					1%	2%	1%	0%	0%	0%



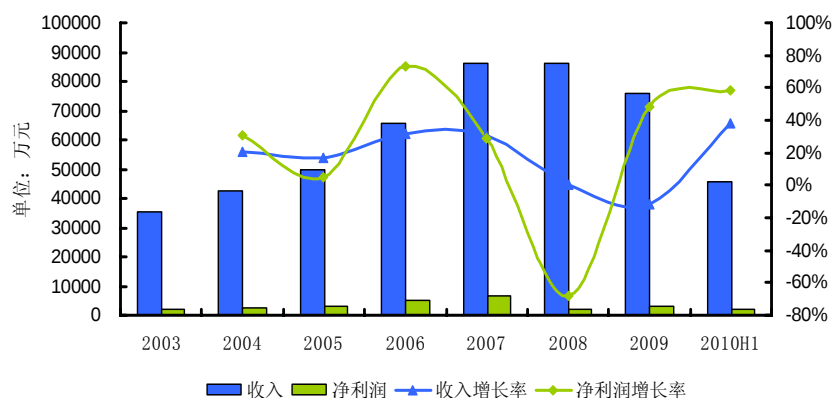
1. 公司基本情况

1.1. 业务概况

公司主营金属、尼龙、塑钢三大类拉链、拉头及配件的生产与销售，建有福建、上海、天津、东莞、成都五大生产基地，是国内规模最大、品种最齐全的拉链制造企业，多年来产品产销量保持国内第一。公司被福建省科委认定为高新技术企业，被国家科技部认定为国家火炬计划重点高新技术企业；是中国拉链国家标准及行业标准制定的组长单位。公司技术中心为国家认定企业技术中心，公司的 SBS 商标被国家工商局评定为中国驰名商标，是拉链行业首个中国驰名商标，被中国五金制品协会评为“中国拉链十大知名品牌”之首，公司行业龙头地位显著。

03-09 年，公司收入复合增长率 13.65%，净利润复合增长率 6.7%。2007 年是公司业绩的分水岭，03-07 年公司收入复合增长率 24.99%、净利润复合增长率 32.42%；而 07-09 年，收入和净利润复合增长率分别为 -6.04% 和 -30.73%。09 年公司净利润 3110 万元，不足 07 年的一半。我们在下文会进一步分析业绩下降的原因。09 年开始，公司业绩有所好转，尽管收入下降 11.79%，但净利润同比提升 48.52%。10 年上半年，公司完成销售收入 4.56 亿元，实现净利润 2163 万元，分别同比增长 38.45% 和 58.85%。

图 1 浔兴股份收入利润变化



数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

1.2. 股权结构

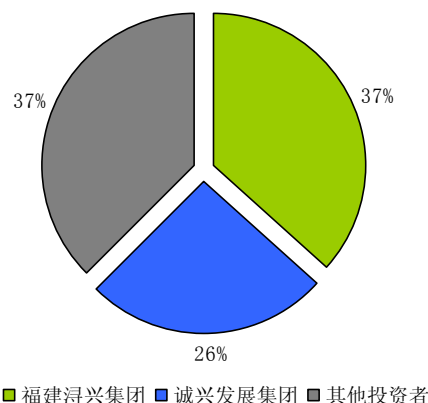
公司 06 年末登陆 A 股市场，发行 5500 万股，募集资金 2.94 亿元，发行后总股本 1.55 亿股。上市后公司没有进行过送股或增发再融资，股份总量一直保持稳定，目前已全部流通。股本结构中，大股东浔兴集团持股 5700 万股，占比 37%；外方股东诚兴发展持股 4000 万股，占比 26%，其余为机构及个人投资者。全流通以来，浔兴集团及诚兴发展均未进行过减持。

除上市公司外，大股东浔兴集团的其他业务还包括箱包配件、房地产、篮球俱乐部、水晶饰品等。

上市公司下设五家子公司，其中东莞、成都、天津和浔兴国际为全资子

公司，上海浔兴为控股子公司，上市公司持股比例 75%。10 年上半年子公司共实现收入 1.9 亿元，净利润 990 万元，绝大多数为上海浔兴公司，其余子公司还处于亏损或微利阶段。各子公司具体情况见表 1 所示。

图 2 浔兴股份股权结构



数据来源：公司公告、国泰君安证券

表 1: 浔兴股份子公司情况

名称	持股比例	09 年收入 (万元)	10 年上半年收入 (万元)	09 年净利润 (万元)	10 年上半年净利润 (万元)
上海浔兴	75%	23400	14222	1341	995
天津浔兴	100%	2422	1270	-169	-43
东莞浔兴	100%	2967	2066	-216	7
成都浔兴	100%	1366	1173	-143	28
浔兴国际	100%	-	287	-164	3

数据来源：公司公告、国泰君安证券

1.3. 产品结构与经营模式

公司是国内产业链最完整的拉链企业，业务包括模具生产、拉头拉片的生产、喷漆、电镀；布带的织造漂染、条装码装拉链的装配等。其中，条装拉链全部对外销售；码装拉链以及拉头、拉片等一部分用于加工条装拉链；另一部分对外销售；模具则全部用于内部生产，不对外销售。在旺季时，公司会对外采购部分中间品进行深加工，以满足客户的订单需求，但这部分占比不大。

公司 07 年上市以后，利用募集资金和自有资金扩建了福建和上海基地的产能，并投资新建了东莞、天津和成都三个新的生产基地，形成了全国五大基地的布局，主要是为了利用地域优势更好的服务当地的客户，但一些高要求的订单还是需要福建基地来完成。五大基地中，福建和上海基地产业链配套齐全，东莞和天津只有条装拉链的生产线，中间品如码装拉链、拉头等需要向福建基地采购；成都基地生产条装拉链为主，还有部分拉头产能。

公司各基地规划的新增产能情况见表 2，规划新增产能达产前后公司产能的变化情况见表 3。根据调研了解到的情况，福建和上海基地的新增

产能与规划基本相符，预计将于 10 年开始陆续投产；而东莞、天津和成都基地的建设进度比较缓慢，达到设计产能还需要较长时间。

表 2：浔兴股份上市后规划新增产能情况

	尼龙码装 (万码)	尼龙条装 (万条)	塑钢码装 (万码)	塑钢条装 (万条)	金属码装 (万码)	金属条装 (万条)	拉头 (吨)
福建浔兴	18663	24000			5425	10500	2045
上海浔兴					3942	7560	2378
东莞浔兴		46906				5623	
天津浔兴		33442		12116		4990	
成都浔兴	14217	19950		3340			3000
总计	32880	124298		15456	9367	28673	7423

数据来源：公司公告、国泰君安证券

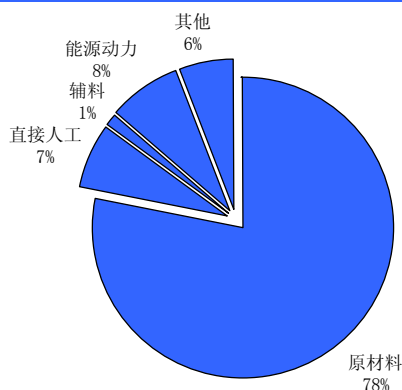
表 3：规划新增产能全部达产前后产能比较

	原产能	规划全部达产后产能	提升幅度
尼龙码装 (万码)	60000	92880	54.80%
尼龙条装 (万条)	40000	164298	310.75%
塑钢码装 (万码)	4000	4000	0.00%
塑钢条装 (万条)	7000	22456	220.80%
金属码装 (万码)	6500	15867	144.11%
拉头 (吨)	6000	13423	123.72%

数据来源：公司公告、国泰君安证券

公司成本结构中，原材料占比 78%，主要包括涤纶丝、锌合金、聚酯切片、铜扁丝等。由于原材料供货商多为大型的有色、化工企业，公司在采购价格上并没有太多的议价能力。其余成本中，直接人工占比 7%，能源动力占比 8%，折旧摊销等占 6%、辅助材料占比 1%。

图 3 浔兴股份成本结构 (2003-2006 平均)



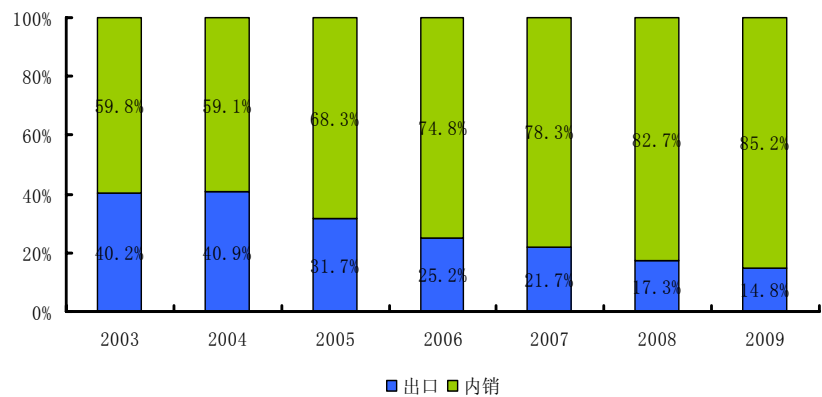
数据来源：公司公告、国泰君安证券

公司下游客户包括服装、箱包、帐篷制造商等。由于地处福建晋江，当地的众多服装品牌如七匹狼、九牧王、安踏等均将公司作为最主要的拉链供应商。公司此前采用订单制的生产模式，即根据客户对产品样式和

工艺的要求进行生产，一般接到订单后 7-10 天交货。09 年起，公司开始尝试由传统的生产型企业向服务型企业转型，慢慢介入品牌企业的设计环节（主要是拉头的设计）。从目前来看下游客户对于公司的转型还是认同和支持的。

03 年公司产品有 40.2% 出口，06 年末上市时出口比例降至 21.7%，09 年出口占比仅为 14.8%。出口比例的下降一方面来自国内品牌服装企业的日益发展壮大，另一方面来自公司销售战略的调整，更加重视发展国内客户。

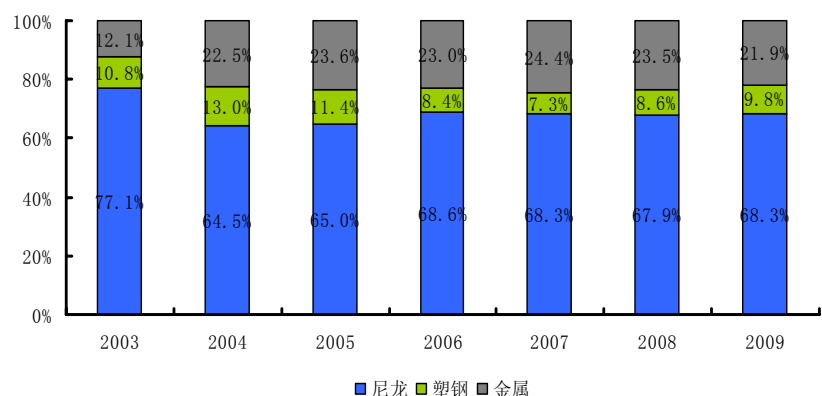
图 4 浔兴股份出口内销占比变化



数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

尼龙拉链是公司最重要的收入来源。近些年尽管收入占比有所下降，仍维持在 65% 以上。高附加值的金属拉链占比在 20%-25% 之间，塑钢拉链占比在 10% 左右。

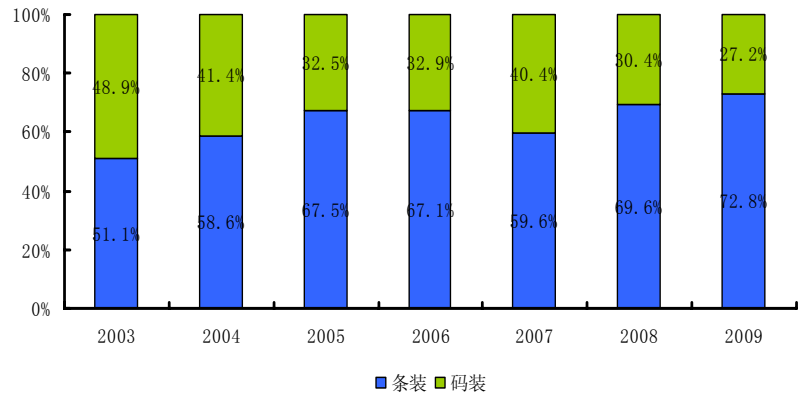
图 5 浔兴股份尼龙、塑钢、金属产品占比变化



数据来源：公司公告、国泰君安证券

03 年公司产品中条装拉链和码装拉链各占 50%，到 09 年条装拉链占比为 72.8%，码装拉链占比已降至 27.2%。由于条装拉链有更高的毛利率，其占比的提高也反映出公司产品结构的优化。考虑到公司新增产能以条装拉链居多，未来码装拉链占比会继续下降。

图 6 浔兴股份条装、码装拉链占比情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券

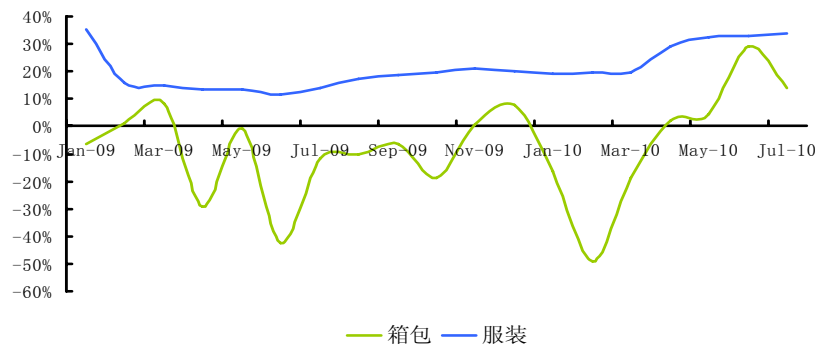
2. 公司所处行业分析

拉链广泛地运用于纺织品服装、箱包、帐篷、鞋帽、体育用品甚至于医疗、军事等方面，被誉为 20 世纪十大发明之一。20 世纪 60 年代日本成为全球拉链制造大国，随后韩国、台湾等亚洲国家及地区相继成为世界拉链制造的重要基地。目前全球拉链生产主要集中于东亚和东南亚地区，中国已成为全球最大的拉链生产国，产量占全球 50% 以上。

2.1. 下游行业增长拉动拉链需求

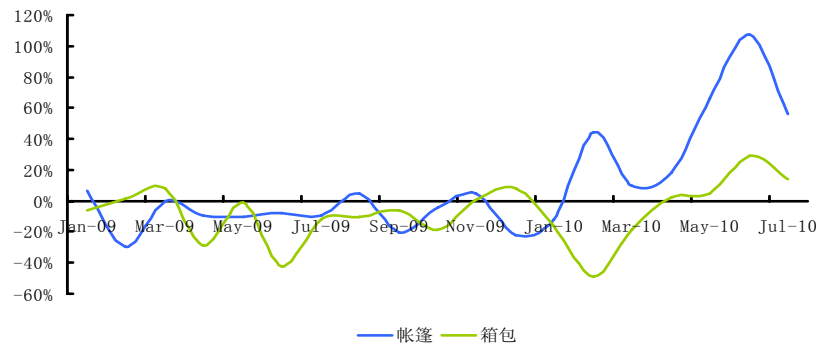
拉链的下游行业包括服装、箱包、户外用品等。近些年来，国内服装销售一直保持 20% 以上的增长速度，而随着居民收入水平的提高，商务旅行和度假旅行的增加，箱包和户外用品的增速要快于服装。服装、箱包等产品的出口 08 年受金融危机的影响有所下降，但 09 年下半年起即有所复苏，10 年上半年增速达到 25% 以上。我们认为下游行业的稳定增长会拉动对拉链产品的需求，预计未来几年行业增速在 10%-15% 之间。

图 7 服装、箱包产量同比增速变化



数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

图 8 箱包、帐篷出口量同比增速变化



数据来源: CEIC、国泰君安证券

2.2. 行业集中度将提升

据统计, 拉链行业的规模在 600 亿元以上。其中, 日本 YKK (森田拉链) 公司年销售额超过 150 亿元, 在精密金属拉链领域更是居于垄断地位。国内共有 2000 多家拉链企业, 销售额超过 300 亿元。但集中度低, 销售额过亿的企业不超过 30 家。浔兴股份作为全球第二、国内第一的拉链企业, 年销售额还不足 10 亿元。未来集中度提升, 龙头企业市场占有率提高将成为趋势。而随着技术水平的提高, 国内优势企业抢占 YKK 市场份额也只是时间问题。

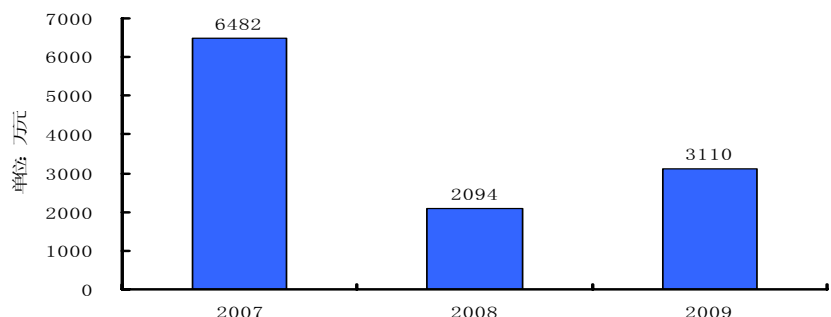
2.3. 质量与服务是企业竞争力核心

拉链作为辅料, 在下游企业成本中所占的比重是很低的, 客户对价格并不敏感, 而其特殊的功能性又决定了客户对产品质量有着极高的要求。因此, 对于这个行业而言, 竞争力更多的取决于质量和服务, 而不是成本。这也是 YKK 价格高出其他企业很多, 却仍能维持如此高市场占有率的原因。国内企业如想追赶甚至超越 YKK, 质量和服务将是努力的主要方向。

3. 过去几年业绩下降的原因分析

公司净利润 08、09 年连续两年下降, 09 年净利润 3110 万元, 不足 07 年的一半, 远低于资本市场对公司的预期。我们认为, 造成公司业绩大幅下降的原因主要包括以下几点:

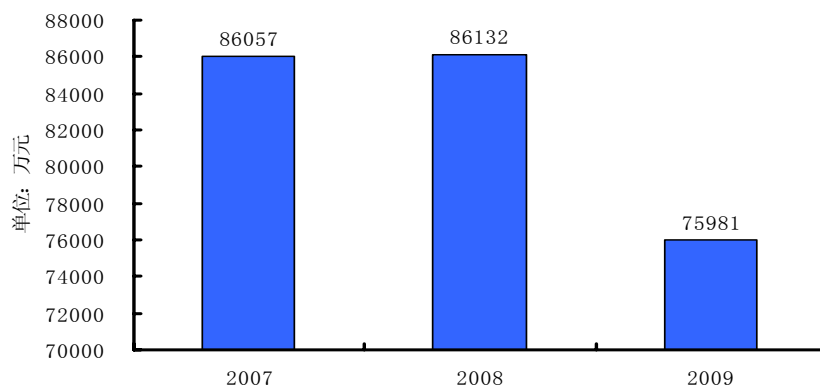
图 9 浔兴股份 07-09 年净利润变化



数据来源: WIND 资讯、国泰君安证券

首先，公司 08、09 年产品销量基本没有增长，一方面国际金融危机造成出口订单大幅下降，另一方面公司新建产能的达产进度也低于公司此前的计划；09 年原材料和产成品价格均出现较大的下跌，公司收入甚至较 08 年还下降了 10%。

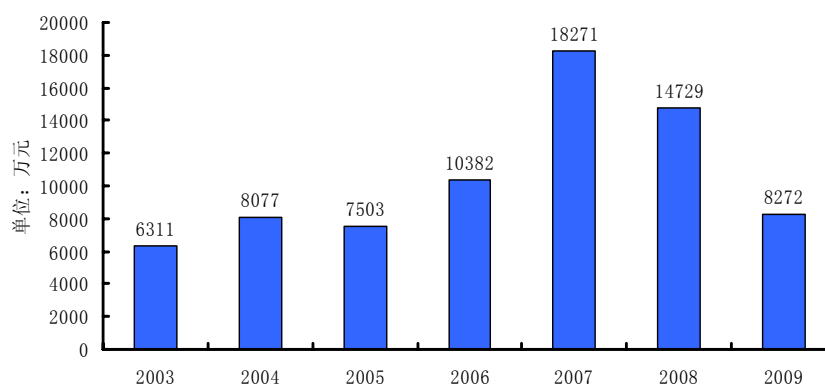
图 10 浔兴股份 07-09 年收入变化



数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

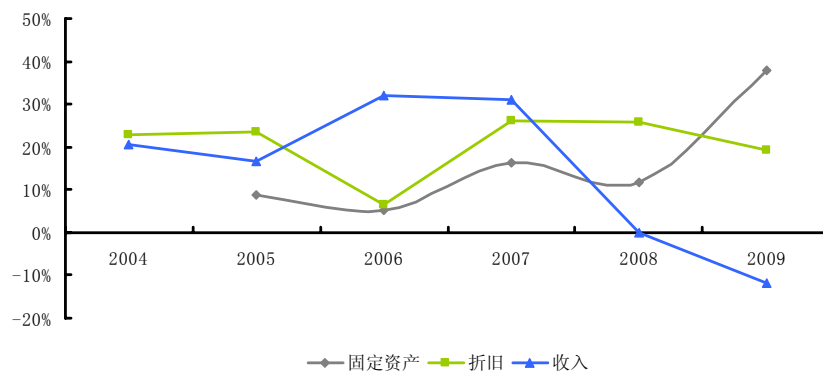
其次，公司为兴建五大基地，进行了大量的投资。从图 11 中可以看出，公司 06-08 年的固定资产投资额分别为 1.04 亿元、1.83 亿元和 1.47 亿元，而其他年份的投资在 6000-8000 万左右。08 年开始，公司的固定资产以及折旧增速均快于收入的增长，折旧占收入及成本的比重不断提高。09 年，折旧占收入比重 6.5%，占达到成本比重 8.9%，较正常年份高近 3 个百分点。

图 11 浔兴股份固定资产投资额变化



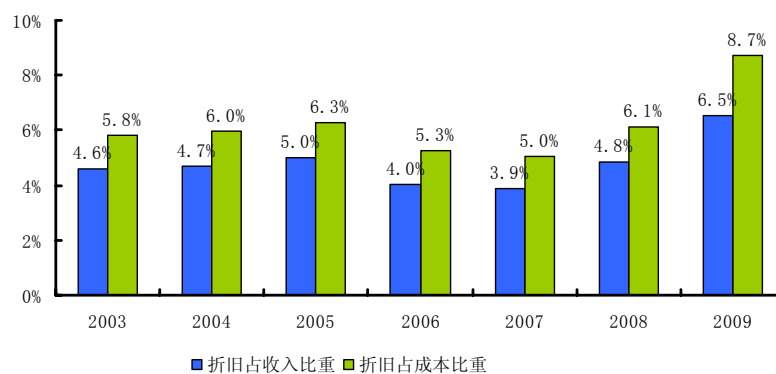
数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

图 12 浔兴股份固定资产、折旧及收入增速变化



数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

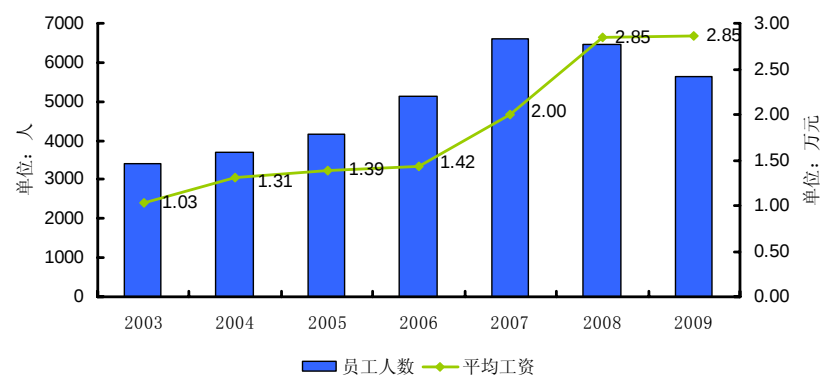
图 13 浔兴股份年折旧额占收入及成本比重变化



数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

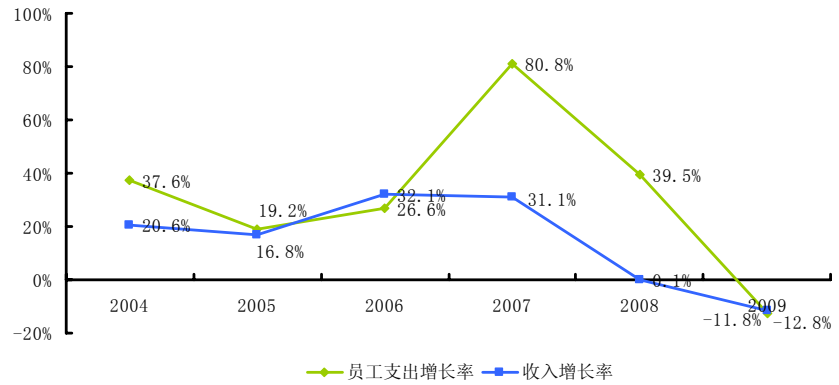
再次，公司为新增投资配套了大量的人力。05 年员工总数 4148 人，06 年增加至 5133 人，07 年进一步增至 6598 人。加上 06、07 年人均工资的快速上涨，公司的员工成本增速远高于收入增长。由于员工成本分散在制造费用、销售费用和管理费用中，可以看到公司 09 年的销售费用率和管理费用率较 07 年分别提高了 3.1 和 2.2 个百分点。

图 14 浔兴股份员工人数及平均工资情况



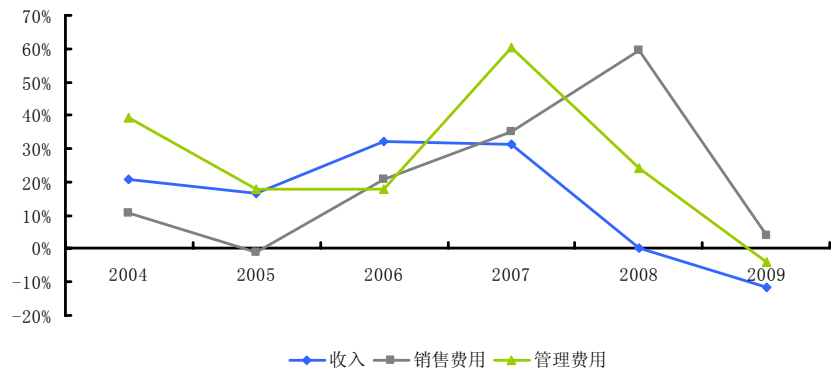
数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

图 15 浔兴股份员工支出与收入增长率比较



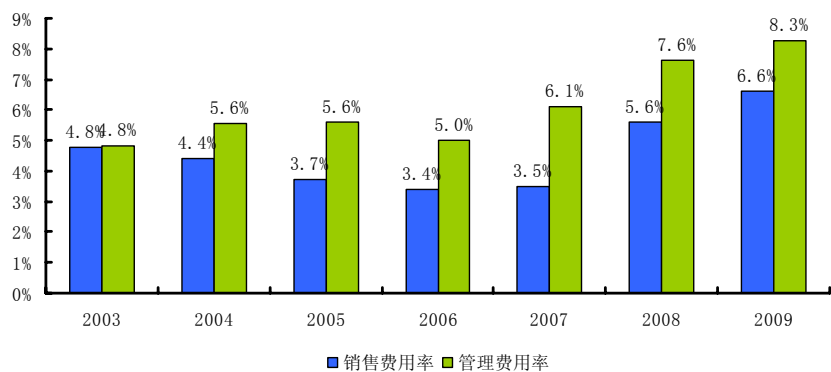
数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

图 16 浔兴股份收入与销售费用、管理费用增速比较



数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

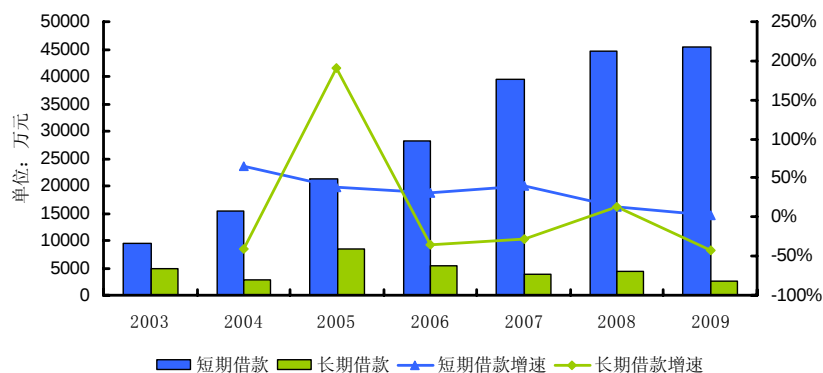
图 17 浔兴股份销售费用率及管理费用率变化



数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

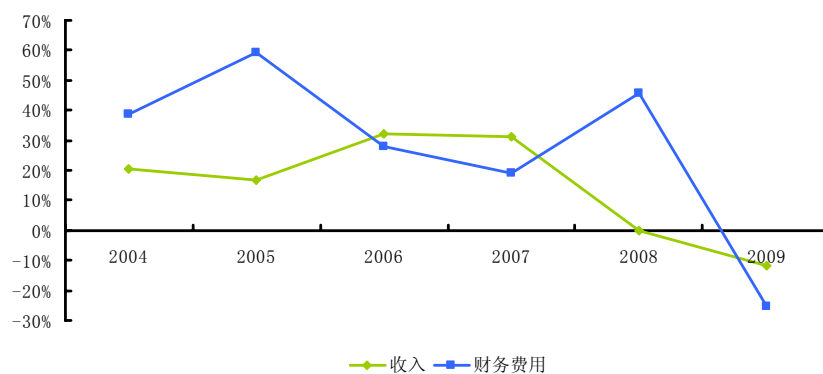
最后，公司的投资依赖于银行贷款。因此投资的增加会带来财务费用的增长。08、09 年公司平均财务费用率 4.2 个百分点，较 07 年以前提高了 1 个百分点。

图 18 浔兴股份长短期借款变化



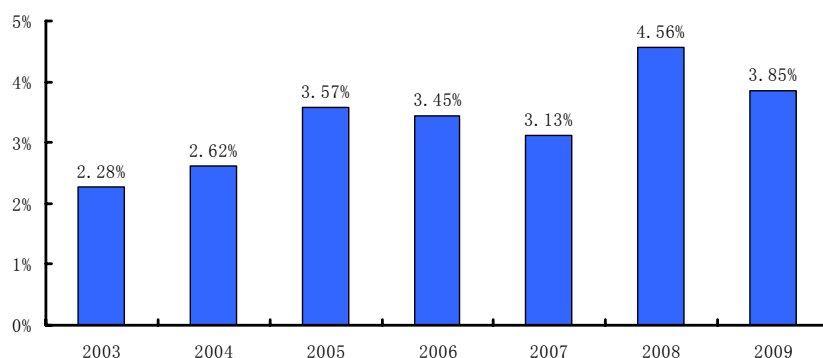
数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

图 19 浔兴股份财务费用与收入增速比较



数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

图 20 浔兴股份财务费用率变化



数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

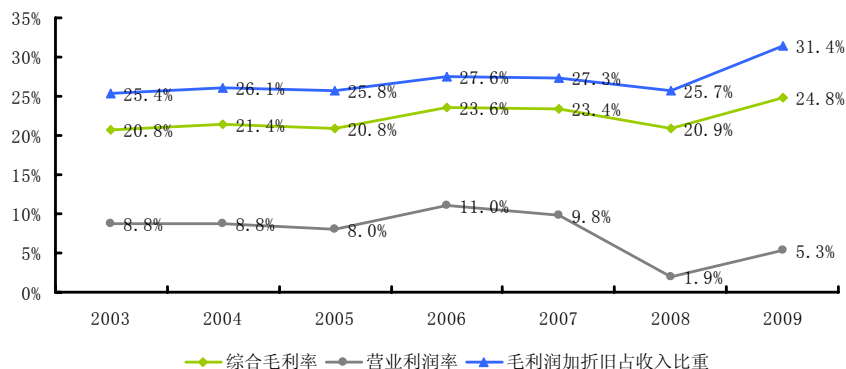
综合上面的论述，我们认为，公司的大规模快速扩张新增了大量的费用（主要是人力成本和折旧），而由于内外部原因（金融危机和投产进度慢）收入不达预期，费用增长快于收入，各项费用率大幅提高，导致营业利润率下降是 08、09 年利润的大幅减少的主要原因。

我们同时注意到，在 08、09 年营业利润率大幅下滑的情况下，公司的毛利率并没有受到太大的影响，而扣除折旧之后的毛利率水平在 08 年小幅下降之后 09 年大幅提升并创下 03 年以来的新高，体现出公司产品

的竞争力仍在不断提高。

公司也意识到了扩张过快出现的问题并开始努力改善。从前面的图中可以看到 09 年固定资产投资额 8272 万元，同比下降 44%，员工人数也较 08 年减少了 13%。这意味着未来公司费用增速会明显下降，利润率将有所提升。

图 21 浔兴股份利润率变化



数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

4. 公司经营近况

公司的精密金属拉链经过几年的开发，在性能上已经达到与 YKK 接近的水平，高于国内其他企业，而价格仅有 YKK 的 30%-40%，目前精密金属拉链刚刚开始进入量产阶段，加之客户认同度还不高，产值仅几千万元，远低于设计产值。这一块未来有望成为公司重要的业绩增长点。

三家小的子公司东莞、天津、成都的经营状况一直不尽如人意，增长没有预想的快。最重要的原因是这些公司没有上游的配套，需要从福建公司或上海公司采购拉头、码装拉链等进行加工，而由于前面提到的季节性，福建公司旺季时生产的中间品需要优先配套自己的成品生产，而淡季没有订单的情况下也不敢贸然向这些子公司备货，加之福建基地与子公司间合作不够默契，造成中间品供给不足，限制了产能的发挥。其他原因还包括子公司管理层经验能力不足，异地市场容量和开拓难度大于预期等。预计这几家子公司在 10 年能够扭亏，但若上述问题得不到好的解决，未来的增长速度依然不会很快。

公司今年 3 月份以来订单一直很满，处于供不应求的状态。未来增长来源于金属拉链产能利用率的提升、以及利用南半球反季节业务增加淡季收入，预计未来两年保持收入 25% 以上的增长速度问题不大。

公司在上海、成都和天津都还有大量的工业用地空置，如果需求继续提升，产能仍有很大的增加空间。

5. 盈利预测

结合中报以及调研情况，我们对公司未来业绩进行了预测，用到的分产品销量假设见表 4。

预计 10-12 年公司销售收入分别为 10.2 亿元、13.3 亿元和 15.9 亿元，复合增长率 27.9%。主要来自 07、08 年新建产能逐渐发挥效益。

随产能利用率提高，折旧等固定成本将被摊薄，利润率会有所提升，因此利润增速会快于收入。预计 10-12 年净利润分别为 5837 万元、8542 万元和 1.24 亿元，复合增长率 58.6%。对应 EPS 分别为 0.38 元、0.55 元和 0.8 元。

表 4: 得兴股份收入及毛利率测算

		2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
尼龙码装	销量 (万码)	45053	66899	53057	47499	55728	53870	46440
	销售收入 (万元)	15318	24418	19631	15912	20898	21117	19087
	毛利率	18.74%	20.30%	14.00%	20.73%	18.00%	18.50%	18.50%
尼龙条装	销量 (万条)	39635	37382	52707	56762	70648	101865	147868
	销售收入 (万元)	19025	18317	26090	25543	33911	50423	75413
	毛利率	24.49%	27.01%	25.36%	30.94%	31.80%	32.00%	32.50%
塑钢码装	销量 (万码)	339	182	184	139	140	0	0
	销售收入 (万元)	322	175	178	122	133	0	0
	毛利率	21.24%	27.49%	19.20%	11.84%	10.90%	0.00%	0.00%
塑钢条装	销量 (万条)	6819	6941	8551	9440	11228	14596	20210
	销售收入 (万元)	3887	4373	5601	5853	7860	10655	15562
	毛利率	18.87%	18.37%	15.18%	21.43%	25.50%	24.50%	24.00%
金属码装	销量 (万码)	835	708	626	528	555	793	952
	销售收入 (万元)	802	694	645	449	541	833	1104
	毛利率	21.11%	29.86%	30.34%	54.80%	65.00%	40.00%	40.00%
金属条装	销量 (万条)	15709	20558	20926	20674	26804	33505	40206
	销售收入 (万元)	10682	14596	15171	12818	19165	25464	32165
	毛利率	31.19%	29.62%	26.51%	26.46%	23.00%	24.50%	25.60%
拉头	销量 (吨)	4116	5304	3813	3663	4295	5369	2953
	销售收入 (万元)	14325	19096	14297	11430	15463	20403	11665
	毛利率	24.15%	22.40%	20.17%	20.78%	25.40%	26.00%	27.40%
其他	销售收入 (万元)	1269	4388	4519	3854	4000	4000	4000
	毛利率	13.42%	13.86%	14.03%	9.54%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	销售收入 (万元)	65630	86057	86132	75981	101971	132895	158995
	增长率	32.14%	31.12%	0.09%	-11.79%	34.21%	30.33%	19.64%
	毛利率	23.56%	23.44%	20.88%	24.81%	25.35%	26.43%	27.83%

数据来源：公司公告、国泰君安证券

表 5: 浔兴股份利润表预测

	2007	2008	2009	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入	86057	86132	75981	45606	101971	132895	158995
营业成本	65886	68145	57130	34481	76120	97766	114748
毛利润	20171	17987	18851	11126	25852	35129	44247
营业税金及附加	78	104	85	54	122	159	191
销售费用	3022	4826	5009	3068	6832	8771	10494
管理费用	5273	6551	6283	3319	7648	9701	10812
财务费用	2693	3926	2926	1360	2855	3721	4134
资产减值损失	655	932	488	304	400	100	100
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	8451	1648	4059	3020	7994	12676	18517
营业外收入	1229	1357	432	141	300	200	200
营业外支出	36	57	173	192	200	50	50
利润总额	9644	2949	4318	2970	8094	12826	18667
所得税	2595	685	873	558	1538	3207	4667
净利润	7049	2263	3445	2412	6556	9620	14000
少数股东损益	568	169	334	249	719	1077	1574
母公司所有者净利润	6482	2094	3110	2163	5837	8542	12426
总股本 (万股)	15500	15500	15500	15500	15500	15500	15500
每股收益 (元)	0.42	0.14	0.20	0.14	0.38	0.55	0.80

数据来源: 国泰君安证券

6. 投资建议

我们认为,在目前行业需求向好的情况下,公司现有产能可以保证收入未来两年 25%以上的复合增长;销量的增加将摊薄折旧等固定成本,提升利润率,利润增长将快于收入且呈非线性增长,公司业绩将在收入增长和利润率提升双引擎驱动下自 10 年开始迎来反转。

精密金属拉链的销售将成为公司未来业绩主要看点,若未来进展顺利,客户认同度提升,公司有望在长期挑战 YKK 的霸主地位。

公司目前市值 15 亿,市销率仅 1.5 倍。10 年市盈率 25 倍虽不低,但考虑利润率改善后未来三年 50%的复合增长率,PEG 仅 0.5 倍,估值仍有提升空间。另外, DCF 估值显示公司合理价值为 14.52 元(估值假设与敏感性分析见表 6-表 8),当前股价较合理价值有 25%以上的折价,具有很高安全边际。

综合以上因素,我们给予公司目标价 14 元,较目前股价 30%上涨空间,“增持”评级。

表 6：DCF 估值假设条件

无风险利率	2.72%
Beta	1.03
风险溢价	10.00%
折现率	13.00%
中长期增长率 (2015-2019)	8%
永续增长率	3%

数据来源：国泰君安证券

表 7：浔兴股份自由现金流预测

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	永续值
经营性 现金流	8000	11600	16240	21924	28501	30781	33244	35903	38776	41878	
资本开支	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	
FCFF	5000	8600	13240	18924	25501	27781	30244	32903	35776	38878	399640
折现值	4424	6733	9171	11598	13829	13330	12840	12359	11890	11433	117521

DCF 方法测算公司合理价值为 22.51 亿元，对应股价 14.52 元。

数据来源：国泰君安证券

表 8：浔兴股份 DCF 估值敏感性分析

		中长期增长率				
		9.00%	8.50%	8.00%	7.50%	7.00%
风 险 溢 价	9.00%	17.20	16.90	16.60	16.31	16.02
	9.50%	16.05	15.78	15.50	15.24	14.97
	10.00%	15.03	14.77	14.52	14.28	14.04
	10.50%	14.11	13.88	13.65	13.42	13.20
	11.00%	13.28	13.07	12.85	12.64	12.44

数据来源：国泰君安证券

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		