

买入 维持

浔兴股份 (002098)

2011 年 3 月 4 日

批发和零售贸易行业首席分析师: 路 颖

SAC 执业证书编号: S0850203100078

luying@htsec.com

021-23219403

潘 鹤

SAC 执业证书编号: S0850210040007

panh@htsec.com

021-23219423

联系人: 唐爽爽

tangss@htsec.com

021-23219716

金属拉链另辟蹊径, 小池大鱼成长可待

2011 年 3 月 3 日收盘于 14.69 元

6 个月目标价: 17.50 元 (对应 2011 年 35 倍 PE)

调研简况。2011 年 3 月 1 日, 我们到福建晋江调研了浔兴股份, 并实地考察了浔兴股份在晋江的精密金属拉链生产流水线。

简评和投资建议。近期调研中, 我们对“泉州模式”有了更为直观的认识, 泉州晋江地区企业产业链分工明晰, 优势互补。在这样的背景下, 我们认为, 较一般中间产品生产型企业来说, 浔兴股份和泰亚股份具备了一个共同优势, 即在下游需求旺盛、中间产品占下游成品成本不大以及公司具备了一定技术壁垒 3 个前提下, 公司的议价能力较强, 可以较大程度转嫁成本。然而, 我们也认为, 生产制造业的属性也决定了公司毛利率涨幅可能较为缓慢, 在下游需求稳定的前提下, 产能瓶颈和原材料价格下滑都会限制企业的盈利增速。

2011 年 2 月 28 日, 浔兴股份公布了 2010 年业绩快报, 公司实现收入和净利润分别为 102164.61 万元和 5298.40 万元, 较去年分别同比增长了 34%和 70%, 实现每股收益 0.34 元, 基本符合我们之前 0.35 元的预测。在 2010 年 12 月 29 日的《浔兴股份调研简报: 业绩拐点, 或跃在渊》报告中, 我们已对拉链行业的发展概况、业内竞争格局, 以及公司精密金属拉链技术的突破和股权激励实施进行了分析, 公司 2010 年净利润的大幅增长也如约而至。

目前市场的担心在于, 经历了 2010 年高速增长后, 公司的业绩是否仍能保持持续快速增长。我们认为, 未来公司的成长性可以体现在 3 个方面: (1) 精密金属拉链技术的应用; (2) 东莞、成都、天津三个新公司的产能利用率提升; (3) 随着公司销售规模突破 10 亿, 规模效应显现, 销售增长将带来更高的利润增长速度。其中, 主要看点在于“精密金属拉链”的成长性。

我们分析, 目前金属拉链的壁垒在于专利, YKK针对现有成型金属拉链申请了较多专利, 常规产品若想绕开专利限制较为困难, 因此浔兴只能另辟蹊径, 开拓金属拉链的新产品。而新产品开发需涵盖从设计、调置设备到产品推广, 整个进度较为缓慢。未来随着公司销售加大推广力度、新客户 (如森马、绫致等) 带来订单量的增长, 预计金属拉链销售增速可以提高到 20%左右。此外, 高档精密拉链专业性能更高, 质量上更有保障, 未来市场空间较大。

根据公司 1 月份期货套期保值业务的公告, “2010 年公司产品中使用铜、锌合金合计达 6500 吨, 涤纶丝、聚酯切片达 10905 吨。公司预计 2011 年拉链销售业务将有一定增长, 预计铜、锌合金全年用量达 11000 吨以上, 涤纶丝、聚酯切片达 14000 吨以上。”我们可以测算出, 公司铜、锌合金使用量增长了 69%, 涤纶丝、聚酯切片使用量增加了 28.4%, 由此我们推断未来公司产量最高增速可达 30-40%;此外, 由于公司固定资产占比较高, 理论上应该具备产能利润率提升带来更高利润弹性的可能。

我们预计, 公司 2011 年收入仍能维持 20%左右的增长, 从而带动净利润增速在 40-50%。我们维持之前的盈利预测, 即 2011-2012 年每股收益分别为 0.50 元和 0.70 元, 公司目前股价对应 2011-2012 年 PE 分别为 29 和 21 倍, 低于行业平均水平 (35 倍左右), 考虑到 11-12 年仍有 40%以上的净利润增速, 我们给予公司 17.5 元的 6 个月目标价 (对应 2011 年 35 倍 PE) 并维持“买入”评级。

风险因素。(1) 出口市场弱化; (2) 市场走弱强势个股补跌可能。

调研简况及分析。

1. 拉链行业目前发展概况。我们认为，目前拉链行业正在经历两个过程，即（1）进口替代；（2）行业整合。这两个过程都会加速龙头企业规模扩张的进程。2009年，我国拉链行业的市场容量约为340亿，行业集中度极低，全国约有2000多家拉链企业，其中：收入规模上亿的约有10家：作为龙头企业的浔兴股份2010年收入超过10亿，伟星股份的拉链部分约有4亿，东龙、福兴均在3-4亿，驰马约为1.8亿，KEE约为1.6亿；而世界高端拉链巨头YKK规模约为120亿，2010年在中国的销售规模约为30亿。

2. 公司的精密金属拉链技术。在前期报告中，我们提到了我国和日本YKK的主要竞争差异在高端领域，即金属拉链。YKK生产金属拉链的设备不对外销售，但浔兴通过自主研发突破了精密金属拉链的技术壁垒。

我们认为，目前公司精密金属拉链和日本YKK对比来看，在技术上基本差别不大，金属拉链和尼龙拉链分别可达到与YKK88%和95%的相似度，而价格仅为YKK的40-50%，但较YKK新近推出的中低端品牌雅可拉链要略高。然而，雅可拉链本是YKK作为压制中等规模企业上升空间的手段，采用的是代工方式，质量问题较多，从而性价比低，竞争力并不高。

从目前来看，公司金属拉链的销售增速仍较慢，我们估计这部分收入规模约在2000-3000万元，占总收入比例不足3%，毛利率约在30-40%。我们分析，公司金属拉链增速慢的主要原因有2个方面：

（1）YKK的专利障碍。我们认为，目前金属拉链的壁垒在于专利问题，YKK针对现有已成型金属拉链申请了较多专利，常规产品若想绕开专利较为困难，因此浔兴只能另辟蹊径，开拓金属拉链的新产品；而新产品开发需涵盖从设计、调置设备到产品推广，整个进度较为缓慢。

航空拉链是公司推出的新产品之一，是专门为中国首批战斗机女飞行员服装研发设计的高科技拉链产品，应用最先进的金属牙方技术，具有超强的抗盐雾能力，确保战斗机飞行员在极端恶劣环境下使用；航空拉链需要40道工序来保证质量，技术含量较高，从而毛利率也较高，我们预计航空拉链的毛利率可达80%。但我们认为，目前来看航空拉链市场容量相对较小，但由于高档精密拉链专业性能更高，质量上更有保障，未来市场空间较大。

（2）销售团队规模小。我们在前期报告中对比过浔兴和伟星销售模式上的差异。我们认为，这主要是由于公司在初设时采取的模式不同。浔兴是做码装拉链出身，主要依靠经销商模式，而伟星从一开始就设立了办事处，销售团队规模约为浔兴的1倍。这就使得浔兴的收入增长幅度相较伟星显得较慢。未来随着公司销售加大推广力度、新客户（如森马、绫致等）带来订单量的增长，预计金属拉链销售增速可以提高到20%左右。

3. 公司产能情况。目前公司有五大生产基地，我们对其各自理论产能进行了估计：福建基地约9亿产值，上海基地约5-6亿产值，成都和天津由于厂房尚未完全建成，合计约2亿，新建的福建工业园区预计今年3月可投产，产值约2亿。

我们在前期报告中也提到过，“拉链存在淡旺季的因素（一般每年4-7月为旺季），产能利用率也随之出现波动：在旺季产能利用率基本可以达到100%，而在淡季时除了福建浔兴和上海浔兴能达到80%之外，其余三地生产基地全年综合产能利用率基本只达到50%。”我们预计，公司将通过开拓南美市场、淘汰一部分低毛利订单客户、在淡季生产标准化产品等措施平滑产能利用率的波动。

我们认为，形成公司产能利用率淡旺季的一个主要因素在于公司的差异化竞争模式。YKK的产品更为标准化，设备自动化率也更高，基本不存在淡旺季之分；而相较YKK浔兴的一个优势在于，能够满足下游服装的个性化需求，即接受一些小批量的订单，从而服装的淡旺季一定程度上决定了公司生产的淡旺季。

正缘于这种小批量、个性化订单的特点，我国拉链行业仍无法做到完全的机器替代人工，则制约公司产能的一个主要瓶颈就是劳动力。而市场的一个担心恰恰在于人工成本的上升、以及“民工荒”对公司产量的影响。我们估计，公司目前本部与4家分公司员工共有6300多人。一方面，为吸揽员工返工，公司提高了工资和福利水平，通过提高效率来提高工人收入（产量超过计件部分15%的可以提成）。我们预计员工平均工资在2400元/月，全年员工工资约为1.8亿元。我们分析，由于公司工资较行业平均水平高，行业平均返工率约为50-60%，而公司返工率可达到90%以上。另一方面，公司也会加大设备自动化的力度。

根据公司1月份期货套期保值业务的公告，“2010年公司产品中铜、锌合金合计达6500吨，涤纶丝、聚酯切片达10905吨。公司预计2011年拉链销售业务将有一定增长，预计铜、锌合金全年用量达11000吨以上，涤纶丝、聚酯切片达14000吨以上。”我们可以测算出，公司铜、锌合金使用量增长了69%，涤纶丝、聚酯切片使用量增加了28.4%，由此我们推断未来公司产量最高增速可达30-40%。

4. 公司议价能力。由于拉链在服装、箱包等的成本占比不大，但决定了下游产品的定位档次，所以一般下游客户可以接受公司的提价。我们估计，条装拉链一般每年可提价2次，每次提价10-15%左右。公司在2010年11月已将条装拉链提价15%，锁定了今年春夏两季价格；预计在原材料和人工成本继续上涨的趋势下，今年秋季公司至少仍可提价一次。

此外，在部分产品上，公司已占据寡头垄断地位，以隐形拉链举例，公司的市场占有率已达到 60%，和另一家寡头三立拉链合计占比 90%，在这样的市场格局下，提价并不困难。

表 1 浔兴股份损益表盈利预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业总收入（万元）	86132	75981	102165	122678	152312
同比增长（%）	0.09	-11.79	34.46	20.08	24.16
营业总成本（万元）	83552	71434	94231	112026	138142
营业成本（万元）	68145	57130	75602	89555	109665
营业成本/营业收入（%）	79.12	75.19	74.00	73.00	72.00
营业税金及附加（万元）	104	85	114	137	170
营业税金及附加/营业收入（%）	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11
销售费用（万元）	4826	5009	7152	8833	11271
销售费用/营业收入（%）	5.60	6.59	7.00	7.20	7.40
管理费用（万元）	6551	6283	8480	10550	13556
管理费用/营业收入（%）	7.61	8.27	8.30	8.60	8.90
财务费用（万元）	3926	2926	2304	2314	2897
资产减值损失（万元）	932	488	579	637	583
非经营性净收益（万元）	0	0	0	0	0
营业利润（万元）	1648	4059	7007	10652	14170
同比增长（%）	-80.50	146.30	72.63	52.02	33.03
营业外收入（万元）	1357	432	181	581	581
营业外支出（万元）	57	173	233	280	348
利润总额（万元）	2949	4318	6955	10953	14403
同比增长（%）	-69.43	46.42	61.07	57.48	31.50
所得税费用（万元）	685	873	1118	1728	2315
有效所得税率（%）	23.23	20.22	16.07	16.07	16.07
净利润（万元）	2263	3445	5837	9225	12088
同比增长（%）	-67.89	52.23	69.44	58.04	31.04
净利率（%）	2.63	4.53	5.71	7.52	7.94
归属于母公司所有者的净利润（万元）	2094	3111	5298	7748	10916
同比增长（%）	-67.69	48.57	70.31	46.23	40.89
少数股东损益（万元）	169	334	567	837	1172
摊薄每股收益（元）	0.14	0.20	0.34	0.50	0.70

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

浔兴股份调研简报：业绩拐点，或跃在渊 20101229

信息披露

分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：报喜鸟（002154.SZ）、美邦服饰（002269.SZ）、雅戈尔（600177.SZ）、希努尔（002485.SZ）、浔兴股份（002098.SZ）、泰亚股份（002517.SZ）、七匹狼（002029.SZ）等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	投资评级分为股票评级和行业评级			
	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;			
	股票投资评级	类别	评级	说明
		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;	
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;	
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;	
减持		个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;		
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	
		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;	
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;	
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	
报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。				

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。