

中性-A (维持)

浔兴股份 002098.SZ

目标估值: NA 元
当前股价: 13.40 元
2011年5月21日

基础数据

上证综指	2858
总股本(万股)	15500
已上市流通股(万股)	15500
总市值(亿元)	21
流通市值(亿元)	21
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	9.5
资产负债率	51.8%
主要股东	福建浔兴集团公司
主要股东持股比例	36.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	10	67
相对表现	-7	12	54



相关报告

- 1、《寻找隐形冠军-纺织服装生产企业发展专题》2009/10/13
- 2、《浔兴股份-股权激励形成短期刺激 未来关键在于市场开拓》2010/10/25
- 3、《服饰品牌研究第六卷-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7
- 4、《消费良好趋势延续 防御与进攻的能力都具备》2011/5/9

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090208070223

张永为

zhangyw@cmschina.com.cn
S1090210020002

股权激励计划再出台 未来稳健发展添动力

公司再次公布了股权激励计划,激励对象广泛周到,对于稳定公司管理团队和业务骨干,增强中长期竞争力有较大意义,考核目标也再次对公司业绩形成一定保证;危机之后,公司业绩恢复增长,未来业绩驱动因素主要来自于五大基地产能投放、市场开拓;精密金属拉链业务的发展以及产品结构调整的步伐。

- **公司再次公布了股权激励计划。**为进一步完善激励机制,稳定管理和核心业务团队,公司再次公布了股权激励方案。本次股权激励方案计划授予 142 位激励对象合计共 565 万份股票期权,占公司目前股本总额的 3.65%,其中首次授予 537 万份,预留 28 万份,预留股票期权占期权总额的 4.96%。首次授予的股票期权自授权日起满一年后,分四期行权,每期可行权总量的 25%,行权价为 11.73 元;预留股票期权自首次授权日起满两年后,分三期按照 30%,40%和 30%的行权比例进行行权。本次股权激励计划有效期为五年,自股票期权首次授权日起计算,等待期为一年。
- **激励对象广泛周到,涵盖中高层管理人员和核心技术(业务)人员。**本次激励计划涵盖了高级管理人员 5 名,核心技术(业务)人员 137 人,共计 142 人。公司的股权激励计划对象广泛周到,对于稳定公司管理团队和业务骨干,增强公司中长期核心竞争力有较大的意义。
- **业绩增长的考核标准为 11-13 年四年年复合增长率在 15%左右。**本计划分年度进行绩效考核并行权。以 2010 年度净利润为基数,2011、2012、2013 以及 2014 年的净利润增长率不低于 15%、32.25%、52.09%和 74.9%;净资产收益率分别不低于 9.5%、10%、10.5%和 11%。按照业绩考核标准计算,公司 2011-2013 年四年年复合增长率在 15%左右。
- **本次股权激励计划较上次提高了 11 年的业绩考核标准。**公司上次股权激励计划(2010 年 10 月 24 日公布)要求 2011、2012、2013 以及 2014 年的净利润同比增长率不低于-1%、18%、20%和 17%,本次股权激励计划考核标准提高了 11 年的盈利门槛,但随着 2011 年盈利门槛的调高,后续几年的业绩增速预期略微有所下降。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	760	1011	1245	1490	1752
同比增长	-12%	33%	23%	20%	18%
营业利润(百万元)	41	71	99	119	142
同比增长	146%	74%	40%	21%	19%
净利润(百万元)	31	53	70	85	102
同比增长	49%	71%	31%	22%	20%
每股收益(元)	0.20	0.34	0.45	0.55	0.66
PE	63	37	28	23	19
PB	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5

资料来源:招商证券

公司上市以来，采取了较为激进的扩张策略，先后在天津、东莞以及成都都建立了新的生产基地；然而，08年金融危机对公司下游产品需求形成了强有力的冲击，而巨额的折旧费用也对公司业绩产生了巨大的压力，这种“内外交困”的局面导致公司08年净利润下滑幅度超过67%。

危机之后，随着外部经济环境的逐步好转，公司业绩持续恢复增长；公司作为国内拉链行业龙头，规模效应凸显；同时，公司积极布局五大生产基地，目前东莞、成都以及天津三大新基地已达到设计产能，各生产基地间的协同效应也开始逐步显现。但是，公司的市场开拓能力不是强项，未来几大基地的客户开发决定其发展，公司仍需在市场开发方面做出更多进步。

此外，公司凭借其研发优势不断创新，在开拓大客户，优化客户结构和产品结构方面取得了一定成效。公司通过自主研发，成为了国内极少数掌握高端精密金属拉链技术的本土企业之一。全球拉链行业巨头YKK正是凭借其精密金属拉链产品而一举成为全球行业龙头和行业领导者；目前，包括绫致集团以及七匹狼、利郎等晋江知名品牌已经开始有规模的向公司采购精密金属拉链。然而，公司精密金属拉链产品良品率较YKK尚有较大差距，若未来随着技术逐渐成熟，精密金属拉链业务将带来新的增长点。

中长期来看，公司五大基地的新产能投放情况、各大市场拓展情况、精密金属拉链的销售情况以及产品结构调整将是未来业绩的主要驱动因素。本次股权激励计划对销售人员和业务骨干的激励有利于公司进一步开拓市场，但中长期发展还是要看后续市场拓展的持续能力以及未来产品结构调整的力度。

盈利预测与投资建议：我们调高公司盈利预测，预计11-13年公司EPS分别为0.45、0.55和0.66元，目前估值为10年37倍和11年28倍，短期估值仍然偏高，维持“中性-A”的评级。

表 1：本次股权激励计划在各激励对象之间的分配计划

序号	姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	股票期权占授予股票期权总量的比例（%）	标的股票占授予时公司总股本的比例（%）
1	吴乐进	总裁	30	5.31%	0.19%
2	林晓辉	副总裁、董事会秘书	15	2.65%	0.10%
3	张田	董事	15	2.65%	0.10%
4	张健群	财务总监 "	15	2.65%	0.10%
5	郑兰瑛	董事	15	2.65%	0.10%
	核心技术及业务人员(合计 137 人)		447	80.40%	2.88%
	预留股票期权		28	4.65%	0.18%
	总数		565	100%	3.65%

资料来源：公司公告

表 2: 首次授予股票期权行权安排

	行权的业绩条件	行权期	可行权数量
第一个行权期	2011 年度相比 2010 年度, 净利润增长率不低于 15%, 且净资产收益率不低于 9.5%。	自首次授权日起满一年后的下一交易日起至首次授权日起满两年的交易日当日止。	获授期权总量的 25%
第二个行权期	2012 年度相比 2010 年度, 净利润增长率不低于 32.25%, 且净资产收益率不低于 10%。	自首次授权日起满两年后的下一交易日起至首	获授期权总量的 25%
第三个行权期	2013 年度相比 2010 年度, 净利润增长率不低于 52.09%, 且净资产收益率不低于 10.5%。	自首次授权日起满三年后的下一交易日起至首次授权日起满四年的交易日当日止。	获授期权总量的 25%
第四个行权期	2014 年度相比 2010 年度, 净利润增长率不低于 74.90%, 且净资产收益率不低于 11%。	自首次授权日起满四年后的下一交易日起至首次授权日起满五年的交易日当日止。	获授期权总量的 25%

资料来源: 公司公告

表 3: 预留股票期权行权安排

	行权的业绩条件	行权期	可行权数量
第一个行权期	2012 年度相比 2010 年度, 净利润增长率不低于 32.25%, 且净资产收益率不低于 10%。	自首次授权日起满两年后的下一交易日起至首次授权日起满三年的交易日当日止。	获授期权总量的 30%
第二个行权期	2013 年度相比 2010 年度, 净利润增长率不低于 52.09%, 且净资产收益率不低于 10.5%。	自首次授权日起满三年后的下一交易日起至首次授权日起满四年的交易日当日止。	获授期权总量的 40%
第三个行权期	2014 年度相比 2010 年度, 净利润增长率不低于 74.90%, 且净资产收益率不低于 11%。	自首次授权日起满四年后的下一交易日起至首次授权日起满五年的交易日当日止。	获授期权总量的 30%

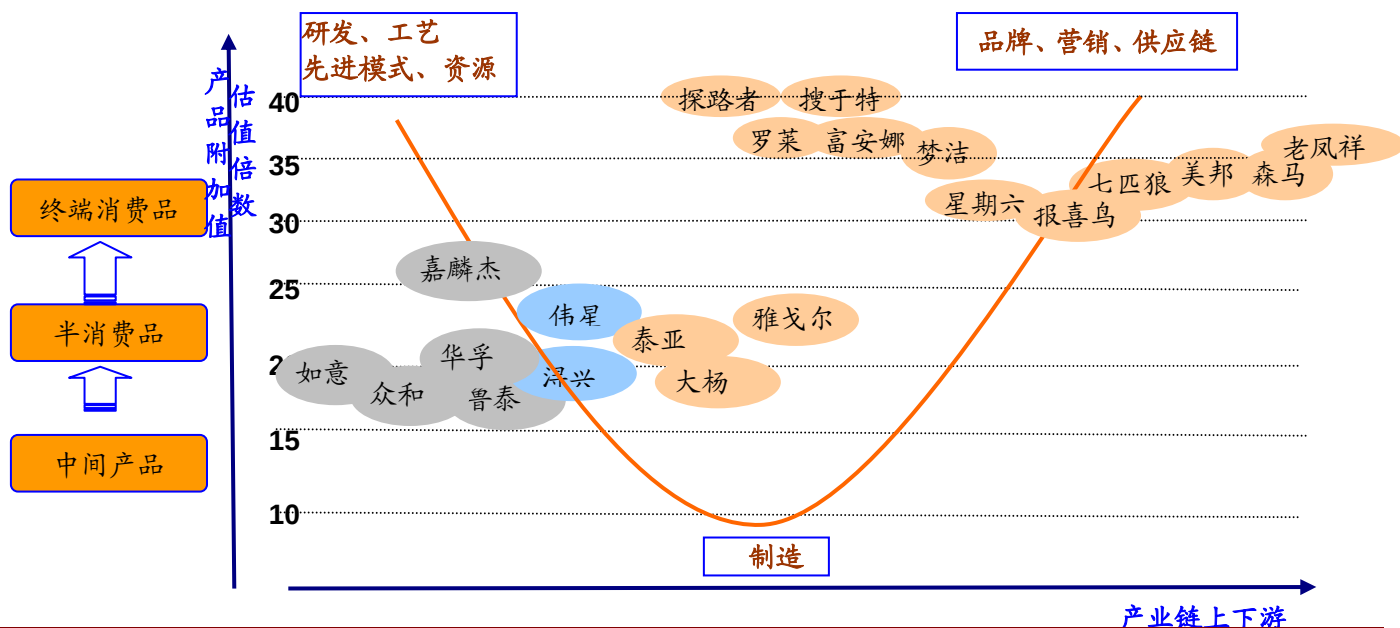
资料来源: 公司公告

表 4: 本次股权激励计划较上次提高了业绩考核标准

		2011	2012	2013	2014
上次股权激励计划	净利润 百万元	52.87	62.20	74.64	87.08
	YoY	-1%	18%	20%	17%
本次股权激励计划	净利润 百万元	61.28	70.48	81.05	93.20
	YoY	15%	15%	15%	15%

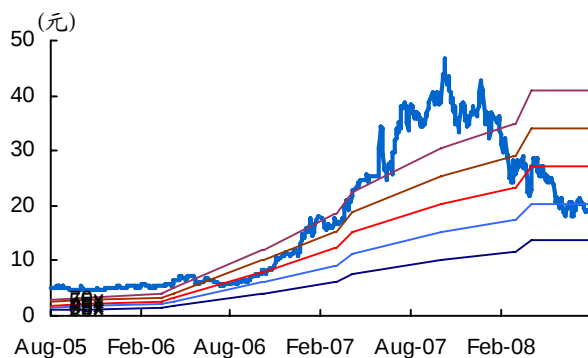
资料来源: 公司公告

图 1: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



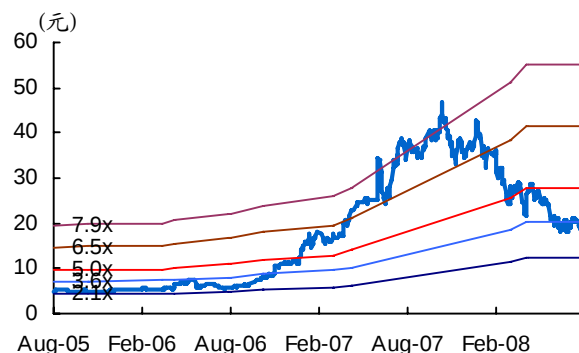
资料来源: 招商证券

图 2: 浔兴股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 浔兴股份历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告—模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14:

对服饰行业研究引入“模式为王”的逻辑理论，创新性提出品牌竞争五阶段论，结合服装不同领域的模式特点与品牌所处阶段综合判断公司价值，并以此提出我国在中低档男休闲装领域和高档男正装领域适合的两大模式。

2、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

3、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

4、寻找隐形冠军-纺织服装生产企业发展专题》2009/10/13

首次在业内提出以隐形冠军的思路分析纺织服装生产企业，并由此深刻的揭示出国内企业升级的路径：学习隐形企业的素质，加强在中高档领域的地位，有序布局产能。

5、服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

6、纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

7、美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会，详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点，并据此归结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

8、纺织服饰行业 2011 年投资策略（服饰品牌研究第六卷）-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手，精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况，并详细的进行剖析，阐述各细分领域未来的发展路径；提出结合竞争阶段与发展策略选择公司，并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

9、《织行业近期投资机会及 11 年一季报回顾分析-消费良好趋势延续 防御与进攻的能力都具备》2011/5/9

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	587	629	600	713	834
现金	150	126	20	20	20
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	20	34	0	0	0
应收款项	185	195	228	273	321
其它应收款	6	10	12	15	18
存货	187	224	273	327	384
其他	39	40	66	78	92
非流动资产	676	702	701	682	664
长期股权投资	0	24	0	0	0
固定资产	535	539	567	549	534
无形资产	104	101	99	97	95
其他	37	38	36	36	36
资产总计	1263	1331	1301	1395	1498
流动负债	634	668	580	601	617
短期借款	455	432	352	333	307
应付账款	67	94	94	112	132
预收账款	33	27	47	56	66
其他	80	116	87	100	113
长期负债	25	18	15	15	15
长期借款	25	15	15	15	15
其他	0	3	0	0	0
负债合计	659	686	595	616	632
股本	155	155	155	155	155
资本公积金	222	222	223	223	223
留存收益	171	208	257	316	388
少数股东权益	56	60	71	85	101
母公司所有者权益	548	585	634	694	765
负债及权益合计	1263	1331	1301	1395	1498

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	124	138	119	116	126
净利润	31	53	70	85	102
折旧摊销	53	57	69	70	68
财务费用	0	0	22	21	19
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(67)	(76)	(81)
其它	40	28	26	16	18
投资活动现金流	(81)	(93)	(75)	(50)	(50)
资本支出	(25)	(2)	(101)	(50)	(50)
其他投资	(56)	(92)	26	0	0
筹资活动现金流	(24)	(70)	(150)	(66)	(76)
借款变动	0	0	(105)	(19)	(26)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	1	0	0
股利分配	0	0	(22)	(25)	(31)
其他	(24)	(70)	(24)	(21)	(19)
现金净增加额	19	(25)	(106)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	760	1011	1245	1490	1752
营业成本	571	767	938	1120	1316
营业税金及附加	1	2	1	1	2
营业费用	50	59	81	104	128
管理费用	63	76	100	119	140
财务费用	29	28	22	21	19
资产减值损失	5	9	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	41	71	99	119	142
营业外收入	4	2	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	43	70	99	119	142
所得税	9	12	17	20	24
净利润	34	58	82	99	117
少数股东损益	3	5	12	14	15
母公司所有者净利润	31	53	70	85	102
EPS（元）	0.20	0.34	0.45	0.55	0.66

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-12%	33%	23%	20%	18%
营业利润	146%	74%	40%	21%	19%
净利润	49%	71%	31%	22%	20%
获利能力					
毛利率	25%	24%	25%	25%	25%
净利率	4%	5%	6%	6%	6%
ROE	6%	9%	11%	12%	13%
ROIC	5%	7%	9%	10%	11%
偿债能力					
资产负债率	52%	52%	46%	44%	42%
净负债比率	39.5%	35.5%	28.2%	24.9%	21.5%
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	0.6	0.8	1.0	1.1	1.2
存货周转率	3.0	3.7	3.8	3.7	3.7
应收帐款周转率	4.0	5.3	5.9	5.9	5.9
应付帐款周转率	8.6	9.6	10.0	10.9	10.8
每股资料(元)					
每股收益	0.20	0.34	0.45	0.55	0.66
每股经营现金	0.80	0.89	0.77	0.75	0.81
每股净资产	3.53	3.77	4.09	4.48	4.94
每股股利	0.00	0.00	0.13	0.16	0.20
估值比率					
PE	63	37	28	23	19
PB	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	35.5	25.2	13.1	11.8	10.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳出出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。