

服装 II

浔兴股份 (002098.SZ) / 14.50 元

产能利用尚不足，技改扩产偏中性

事项

浔兴股份发布公告，将于 2011 年 7 月 13 日复牌。公司将进行非公开发行再融资，发行股份不超过 2900 万股，募集资金不超过 35000 万元，扣除发行费用后将不超过 33173.80 万元，拟全部投入募投项目：生产线改扩建工程项目、营销网络建设项目、研发中心建设项目，拟投入资金分别为 26223.28 万元、4088.84 万元和 2861.68 万元，项目建设期为 2 年；发行价格不低于 12.11 元。

主要观点

1、募投项目技改扩产意义中性。我们认为，较一般中间品制造型企业来说，浔兴股份在下游需求较好、占下游成品成本较小和一定的技术壁垒 3 个条件下，公司的议价能力较强，基本上可以转嫁成本的涨幅。但我们也认为，生产制造业的属性决定了公司毛利率涨幅可能较为缓慢，产能利用率不足和原材料价格下滑都会限制企业的盈利增速。

我们判断，目前浔兴的主要问题在于：人工成本上升影响产能利用率。这主要由于公司针对 YKK 所采取的“差异化竞争战略”，即满足服装的个性化需求，接受小批量订单。因此，下游服装的淡旺季一定程度上就决定了公司生产的淡旺季；也正缘于订单“小批量、个性化”的特点，我国拉链行业仍无法做到完全的机器替代人工。我们预计随着项目升级，设备自动化覆盖率将有所提升。

我们估计公司 5 大产能基地产值为：福建基地 9 亿，上海基地 5-6 亿，成都和天津基地 2 亿，东莞基地 1 亿。我们分析，淡季时福建本部和新工业园区基本能达到满产，但上海基地产能利用率不高，加上东莞、成都和天津三地仅为 50%；从而我们估计目前浔兴股份产能利用率约为 60-70%。另外，我们估计，公司直接和间接出口比例约为 40%，目前海外复苏有所反复、下单谨慎，我们估计公司 7 月订单情况不及上半年；一旦危机再现，下游需求受到冲击，将进一步影响产能利用率的提升。因此我们认为，公司在产能尚未完全发挥时进行扩产，作用中性。

2、公司未来看点。目前市场的主要担心在于，相对于公司较高的估值，是否能有一定的业绩高增长，特别是经历了 2010 年拐点后，公司的业绩是否仍能持续快速增长。我们认为，未来公司的成长性可以体现在 3 个方面：1) 东莞、成都、天津三个新公司的产能利用率提升；2) 精密金属拉链技术的应用；3) 行业具备并购整合空间。

3、盈利预测和建议。我们认为，拉链行业未来将经历一个进口替代和行业集中度提升的过程，在这样的背景下，龙头公司更具优势。技改项目将新增收入约 10.5 亿，我们估计净利润将新增约 6000 万。给予公司 2011-2013 年 EPS 0.50、0.70 和 0.95 元（未考虑增发）。考虑到公司 3 年 CAGR 40%，我们给予公司 11 年 35 倍 PE，目标价为 17.5 元，维持“强烈推荐”评级。而股票期权的行权价格 11.53 元以及定增底价 12.11 元在一定程度上可作为安全边际的参考。

风险提示

人工成本上升、原材料价格波动、产能释放低于预期以及海外经济的恶化可能。

证券分析师：区志航

执业编号：S0850209050634

Tel: 0755-82828559

Email: ouzhihang@hcqz.com

联系人：唐爽爽

Tel: 021-50157562

Email: tangshuang@hcqz.com

投资评级

投资评级：强推

评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股) 15500

流通 A 股/B 股(万股) 15500/0

资产负债率(%) 51.83

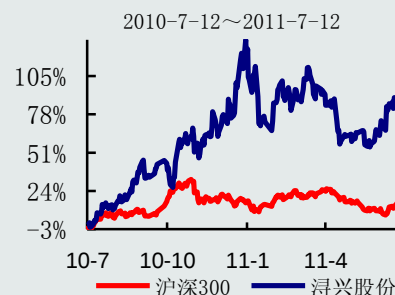
每股净资产(元) 3.80

市盈率(倍) 623.67

市净率(倍) 3.82

12 个月内最高/最低价 19.1/7.85

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《浔兴股份调研简报：业绩拐点，或跃在渊》

2010 年 12 月 29 日

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	629	710	872	1077
现金	126	256	417	615
应收账款	195	184	181	180
其它应收款	10	6	7	8
预付账款	40	41	40	40
存货	224	200	202	207
其他	34	22	25	27
非流动资产	702	630	590	548
长期投资	24	8	11	14
固定资产	539	487	445	403
无形资产	101	101	101	99
其他	38	34	33	32
资产总计	1331	1340	1463	1625
流动负债	668	634	643	645
短期借款	432	444	444	440
应付账款	94	75	79	83
其他	143	115	121	123
非流动负债	18	8	2	3
长期借款	15	7	1	1
其他	3	1	1	2
负债合计	686	642	646	648
少数股东权益	60	67	77	90
股本	155	155	155	155
资本公积金	222	222	222	222
留存收益	208	255	363	511
归属母公司股东权益	585	631	740	888
负债和股东权益	1331	1340	1463	1625

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	138	186	200	233
净利润	58	85	118	161
折旧摊销	58	56	56	58
财务费用	28	25	21	15
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-12	1	2	-3
其它	7	19	2	3
投资活动现金流	-93	7	-17	-16
资本支出	69	5	10	10
长期投资	-24	-16	3	4
其他	-49	-4	-5	-3
筹资活动现金流	-70	-63	-22	-18
短期借款	-23	12	-0	-4
长期借款	-10	-8	-6	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-37	-67	-16	-15
现金净增加额	-27	130	160	198

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1011	1241	1541	1903
营业成本	767	931	1140	1389
营业税金及附加	2	2	2	3
营业费用	59	74	96	122
管理费用	76	98	131	171
财务费用	28	25	21	15
资产减值损失	9	8	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	71	103	144	195
营业外收入	2	2	3	3
营业外支出	2	3	4	4
利润总额	70	102	143	194
所得税	12	17	24	33
净利润	58	85	118	161
少数股东损益	5	7	10	13
归属母公司净利润	53	78	109	148
EBITDA	156	184	221	267
EPS（元）	0.34	0.50	0.70	0.95

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	33.1%	22.7%	24.2%	23.5%
营业利润	73.9%	45.6%	39.9%	35.6%
归属母公司净利润	71.3%	45.9%	40.0%	35.7%
获利能力				
毛利率	24.2%	25.0%	26.0%	27.0%
净利率	5.3%	6.3%	7.1%	7.8%
ROE	9.1%	12.3%	14.7%	16.6%
ROIC	8.5%	11.9%	16.2%	21.8%
偿债能力				
资产负债率	51.6%	47.9%	44.2%	39.9%
净负债比率	68.78%	72.53%	71.89%	71.13%
流动比率	0.94	1.12	1.36	1.67
速动比率	0.61	0.79	1.03	1.34
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.93	1.10	1.23
应收帐款周转率	5	6	8	10
应付帐款周转率	9.57	11.02	14.82	17.25
每股指标(元)				
每股收益	0.34	0.50	0.70	0.95
每股经营现金	0.89	1.20	1.29	1.50
每股净资产	3.77	4.07	4.78	5.73
估值比率				
P/E	47.94	32.87	23.48	17.30
P/B	4.37	4.05	3.45	2.88
EV/EBITDA	19	16	13	11

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801