

得兴股份(002098.sz)

Q2 单季度毛利率创新高，政府补贴助业绩同比翻番

马涛 分析师

电话: 010-59136695

eMail: mt@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010001

政府补贴助业绩同比翻番

上半年公司营业收入、净利润分别为 5.43 亿元、0.43 亿元，同比分别增长 18.98%、98.38%，EPS0.277 元。报告期内公司收到政府补贴 1304 万元（其中四川大邑政府奖励 1236 万元），扣除非经常性损益后的 EPS 为 0.203 元。

Q2 单季度毛利率创新高，区域布局协同效应初显

上半年公司综合毛利率为 26.49%，同比增加 2.1 个百分点。Q1、Q2 单季度毛利率分别为 22.88%、28.66%，Q2 毛利率创历史新高。公司区域布局协同效应初显，全国五大生产基地均已扭亏实现盈利，其中福建基地、新品事业部、天津公司及国贸业务均超额完成半年度的任务。

条装拉链收入占比、毛利率均呈增长态势

受益于服装行业的热销，公司上半年条装拉链的收入占比（达到 66.90%，较去年同期增加了 9.75 个百分点）及毛利率（达到 30.91%，较去年同期增加了 2.27 个百分点）均呈增长态势；而以箱包客户为主的码装拉链（收入占比 17.72%）毛利率则下降了 4.05 百分点。市场关注度较高的金属拉链在营销拓展及产品质量稳定性等方面仍需加强。

增发有助于产业集成能力的提升

公司增发所募投的项目为产能扩张、营销网络建设、研发中心建设，均属于产业链高附加值环节，且相互匹配，将进一步强化公司产业链的集成优势。预计 11 年、12 年公司 EPS（未考虑增发）分别为 0.51 元、0.65 元，对应 11 年 PE 为 27X，相对传统制造企业而言并不具有估值优势。但公司作为国内拉链行业的龙头，在行业集中度提升的大背景下最为受益，且通过增发有望解决公司以往重生产、轻营销的短板，公司业绩反转趋势已现，理应享有一定估值溢价，继续维持“买入”评级。

风险提示

主要生产基地达产达效的进度低预期；YKK 的低价策略压低行业盈利能力。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	759.81	1011.47	1238.85	1511.63	1837.23
增长率(%)	-11.79%	33.12%	22.48%	22.02%	21.54%
EBITDA(百万元)	128.57	165.16	198.57	256.24	319.82
净利润(百万元)	31.10	53.29	79.67	100.65	136.58
增长率(%)	48.50%	71.33%	49.51%	26.33%	35.70%
每股收益(元)	0.20	0.34	0.51	0.65	0.88
市盈率	55.47	46.54	27.24	21.56	15.89
市净率	3.15	4.24	3.47	3.19	2.88
EV/EBITDA	16.13	17.11	12.92	10.30	8.41

数据来源: 福建得兴拉链科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	13.75
目标价格(元)	15.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-1.79%	9.61%	57.05%
沪深 300	-2.00%	-5.72%	4.10%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	155.00/155.00
主要股东:	
	福建得兴集团有限公司
主要股东持股比例	35.82%

财务比率

ROE	9.11%
ROA	7.54%
资产负债率	51.55%
每股净资产(元)	3.77
2010 年报数据	

中报要点

上半年公司营业收入、净利润分别为5.43亿元、0.43亿元，同比分别增长18.98%、98.38%，对应EPS0.277元。

政府补贴助业绩翻番

政府补贴收入是公司净利润同比翻番的重要原因。上半年公司累计收到政府补贴收入1304万元，其中四川大邑政府投资奖励资金为1236万元。

表1：公司上半年非经常性损益项目（单位：元）

非经常性损益项目	金额
计入当期损益的政府补助，但与公司正常经营业务密切相关，符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	13,039,500.00
非流动资产处置损益	20,296.50
所得税影响额	-2,048,445.98
少数股东权益影响额	-23,490.03
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	409,418.85
合计	11,397,279.34

数据来源：广发证券发展研究中心

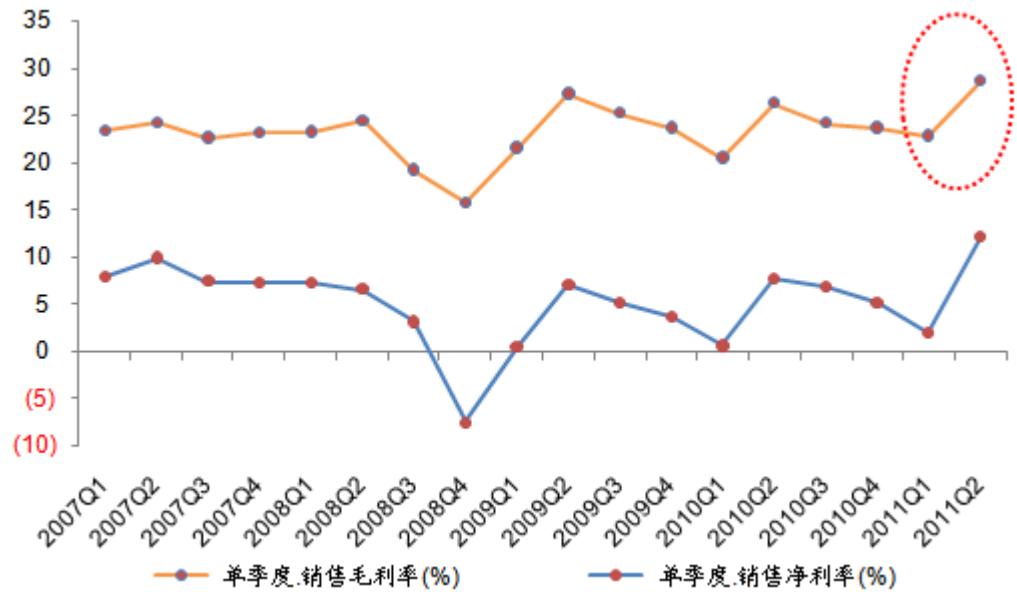
扣除非经常性损益后的净利润为3152.21万元，相应的EPS为0.203元，净利润增速则降至42.92%。

Q2单季度毛利率创新高

上半年公司综合毛利率为26.49%，同比增加2.1个百分点。Q1、Q2单季度的毛利率分别为22.88%、28.66%，Q2毛利率创历史新高。

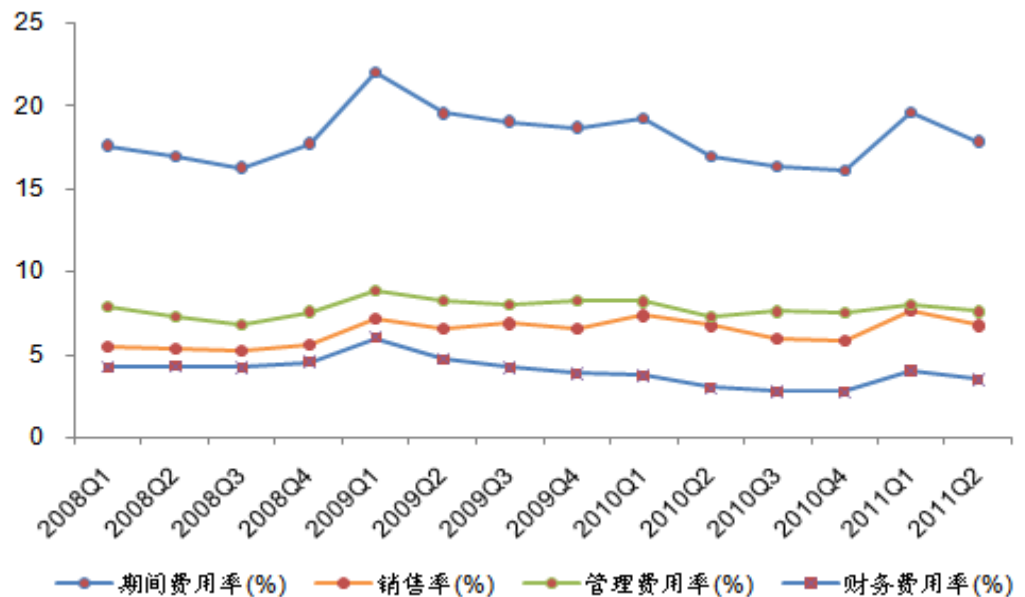
上半年公司期间费用率为17.87%，较去年同期小幅增长0.88个百分点，财务费用率的增长（新增1600万元长期借款、利率提升）是主要原因。

图1：公司单季度毛利率创新高



数据来源：广发证券发展研究中心

图2：公司期间费用率比较



数据来源：广发证券发展研究中心

条装拉链收入占比、毛利率均呈增长态势

条装拉链主要应用于服装，码装拉链主要用于箱包领域，条装拉链毛利率远高于码装。按照公司“向拉链产业价值链高端延伸”的战略，公司逐步加大条装拉链的收入占比。

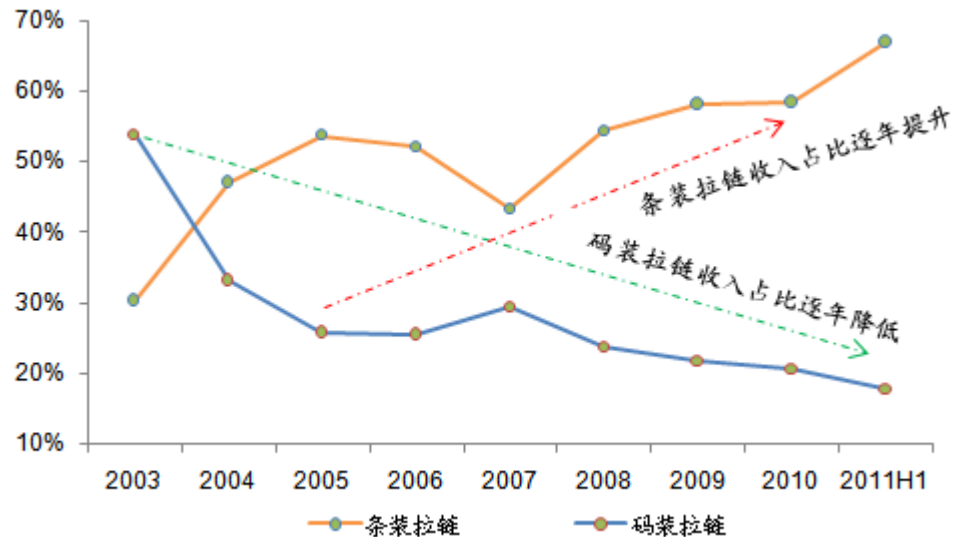
受益于服装行业的热销，公司上半年条装拉链的收入占比达到66.90%，较去年同

期增加了9.75个百分点；而毛利率亦提升至30.91%，较去年同期增加了2.27个百分点。

上半年公司码装拉链收入占比由去年同期的21.15%进一步降至17.72%，而毛利率则下降了4.05百分点。

市场关注度较高的金属拉链在营销拓展及产品质量稳定性等方面仍需加强。

图3：公司条装、码装拉链收入占比比较



数据来源：广发证券发展研究中心

区域布局协同效应初显

公司区域布局协同效应初显，全国五大生产基地均已扭亏实现盈利，其中福建基地、新品事业部、天津公司及国贸业务均超额完成半年度的任务。

表2：公司主要基地净利润比较（单位：万元）

	持股比例	10H1 净利润	10 年净利润	11H1 净利润
上海浔兴	75%	995	1875	864
天津浔兴	100%	-43	-90	59
东莞浔兴	100%	7	99	6
成都浔兴	100%	28	82	129
浔兴国际	100%	3	11	12

数据来源：广发证券发展研究中心

增发有助于产业集成能力的提升

公司增发所募投的项目为产能扩张、营销网络建设、研发中心建设，均属于产业链高附加值环节，且相互匹配，将进一步强化公司产业链的集成优势。

表3: 募集项目（单位：万元）

项目名称	投资总额	拟投入募集资金
生产线改扩建工程项目	26223.28	26223.28
营销网络建设项目	4088.84	4088.84
研发中心建设项目	2861.68	2861.68
合计	33173.80	33173.80

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

预计11 年、12 年公司EPS（未考虑增发）分别为0.51 元、0.65 元，对应11年PE 为27X，相对传统制造企业而言并不具有估值优势。但公司作为国内拉链行业的龙头，在行业集中度提升的大背景下最为受益，且通过增发有望解决公司以往重生产、轻营销的短板，公司业绩反转趋势已现，理应享有一定估值溢价，继续维持“买入”评级。

风险提示

主要生产基地达产达效的进度低预期；YKK的低价策略压低行业盈利能力。

资产负债表

单位：百万元

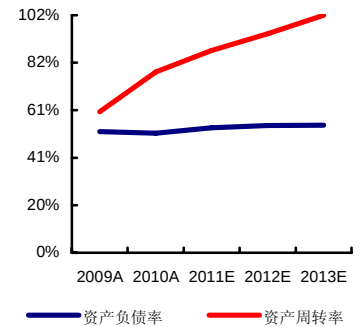
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	587	629	727	831	962
货币资金	150	126	130	107	87
应收及预付	249	279	354	432	524
存货	187	224	242	292	351
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	676	702	784	860	934
长期股权投资	0	24	24	24	24
固定资产	535	539	618	665	699
在建工程	24	21	41	71	111
无形资产	112	111	101	101	101
其他长期资产	5	7	0	0	0
资产总计	1,263	1,331	1,511	1,691	1,896
流动负债	634	668	795	904	1,012
短期借款	455	432	511	560	592
应付及预收	160	211	284	343	420
其他流动负债	20	26	0	0	0
非流动负债	25	18	15	15	15
长期借款	25	15	15	15	15
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	3	0	0	0
负债合计	659	686	810	919	1,027
股本	155	155	155	155	155
资本公积	222	222	222	222	222
留存收益	171	208	249	303	378
归属母公司股东权益	548	585	626	680	754
少数股东权益	56	60	67	76	88
负债和股东权益	1,263	1,331	1,503	1,674	1,869

利润表

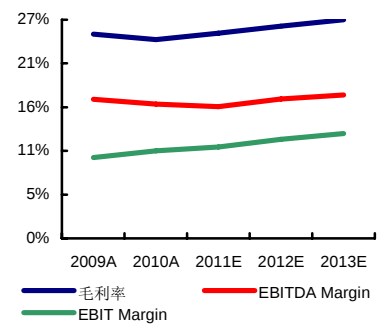
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	760	1011	1239	1512	1837
营业成本	571	767	930	1121	1349
营业税金及附加	1	2	2	2	3
销售费用	50	59	77	92	114
管理费用	63	76	93	113	138
财务费用	29	28	35	39	43
资产减值损失	5	9	8	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	41	71	95	134	181
营业外收入	4	2	13	2	2
营业外支出	2	2	3	2	2
利润总额	43	70	106	133	181
所得税	9	12	19	24	33
净利润	34	58	87	109	148
少数股东损益	3	5	7	9	12
归属母公司净利润	31	53	80	101	137
EBITDA	129	165	199	256	320
EPS (元)	0.20	0.34	0.51	0.65	0.88

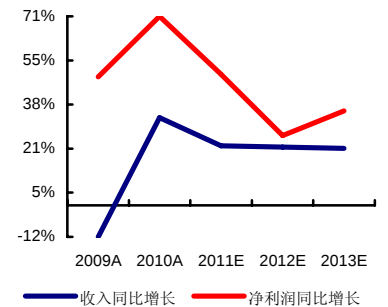
资产负债率趋势



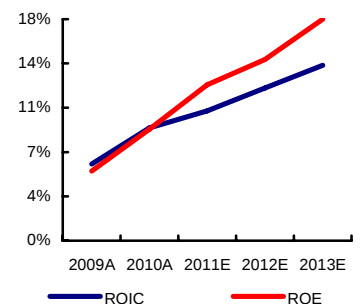
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

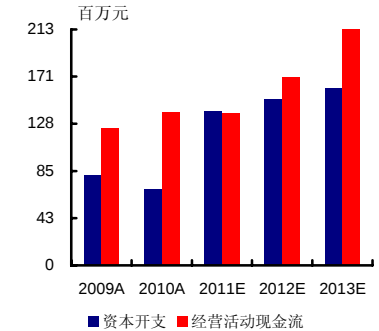
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	124	138	131	161	201
净利润	34	58	87	109	148
折旧摊销	54	58	61	74	86
营运资金变动	0	-13	-60	-76	-91
其它	36	36	43	54	57
投资活动现金流	-81	-93	-139	-150	-160
资本支出	-81	-69	-139	-150	-160
投资变动	0	-24	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-25	-72	13	-34	-62
银行借款	625	518	79	49	32
债券融资	-615	-545	-28	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-35	-45	-39	-83	-94
现金净增加额	19	-27	4	-23	-21
期初现金余额	143	150	126	130	107
期末现金余额	162	123	130	107	87

主要财务比率

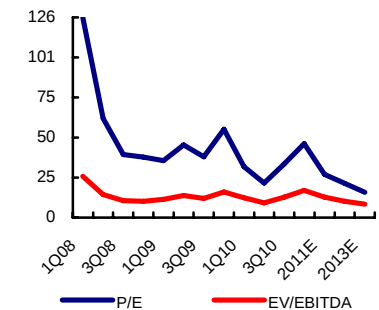
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-11.8%	33.1%	22.5%	22.0%	21.5%
营业利润	146.3%	73.9%	35.0%	40.1%	35.6%
归属于母公司净利润	48.5%	71.3%	49.5%	26.3%	35.7%
获利能力					
毛利率	24.8%	24.2%	25.0%	25.8%	26.6%
净利率	4.5%	5.7%	7.0%	7.2%	8.1%
ROE	5.7%	9.1%	12.7%	14.8%	18.1%
ROIC	6.3%	9.2%	10.6%	12.5%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	52.2%	51.6%	53.9%	54.9%	54.9%
净负债比率	57.8%	53.6%	57.2%	61.9%	61.8%
流动比率	0.92	0.94	0.91	0.92	0.95
速动比率	0.57	0.55	0.55	0.53	0.54
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.78	0.87	0.94	1.02
应收账款周转率	4.01	5.33	4.87	4.87	4.87
存货周转率	2.99	3.73	3.84	3.84	3.84
每股指标 (元)					
每股收益	0.20	0.34	0.51	0.65	0.88
每股经营现金流	0.80	0.89	0.84	1.04	1.30
每股净资产	3.53	3.77	4.04	4.39	4.87
估值比率					
P/E	55.5	46.5	27.2	21.6	15.9
P/B	3.1	4.2	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	16.1	17.1	12.9	10.3	8.4

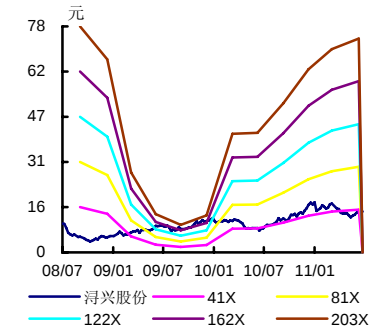
资本支出与经营活动现金流



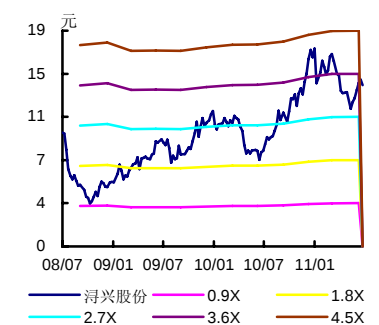
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学 MBA，7 年钢铁企业工作经历，3 年证券从业经历，2009 年进入广发证券发展研究中心。

林海，研究助理，浙江大学经济学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lh19@gf.com.cn，020-87555888-8418。

相关研究报告

增发有助于产业链集成优势的提升-浔兴股份调研报告_公司调研简报	马涛	2011-07-17
浔兴股份(002098)调研简报--产品升级+产能扩张,业绩步入反转期_公司调研简报	马涛	2011-02-23

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。