

服装 II

浔兴股份(002098.SZ)/13.63 元

条装拉链比例提升，政府补助助推业绩

事 项

公司公布 2011 年半年度报告，公司 2011 年 1-6 月实现营业总收入 54261.23 万元、营业利润 4060.73 万元、净利润 4291.94 万元，分别比去年同期增长 18.98%、34.44%、98.38%，EPS 为 0.28 元。预计 2011 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长 50-80%，对应 EPS 为 0.39-0.47 元。

主要观点

1、2011 年中期业绩实现高增长的原因

(1) 条装拉链比重提高。公司一直在进行产品结构的调整，提高毛利水平较高的产品比重。2011 年中期，公司毛利率为 26.49%，其中条装拉链毛利率为 30.91%，毛利率较高的条装拉链占比有所提升，较去年同期提高了 10PCT，达到 66.89%。

(2) 秋冬装订单提前。由于棉价的暴涨暴跌、人力成本上升导致补单困难，以及春夏装淡季提前等因素，下游秋冬装服装订单提前，我们估计上半年订单金额增长约为 20%。但在需求有保障的前提下，目前公司产能利用率仍不足，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，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。

(3) 政府补助。2011 年中期，公司扣除非经常性损益项目后的归属于上市公司股东的净利润为 3152.21 万元，同比增长了 42.92%。非经常性损益项目合计为 1139.73 万元，其中政府补助为 1303.95 万元。

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，是否能有相应的业绩高增长，特别是经历了 2010 年拐点后，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。我们维持公司 2011-2013 年 EPS 为 0.50、0.70 和 0.95 元的预测（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。股票期权行权价 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、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@hczq.com
 联系人： 唐爽爽
 Tel: 021-50157562
 Email: tangshuang@hczq.com

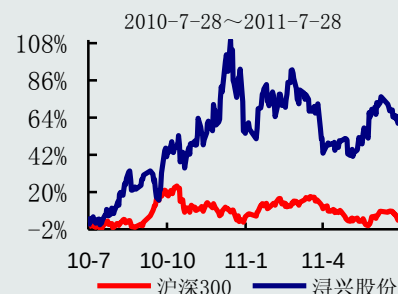
投资评级

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)	586.25
市净率(倍)	3.59
12 个月内最高/最低价	19.1/8.88

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》
 2010-12-29
 《产能利用尚不足，技改扩产偏中性》
 2011-07-13

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;分析师在本报告中对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