

中性-A (维持)

浔兴股份 002098.SZ

目标估值: NA

当前股价: 13.75 元

2011年8月1日

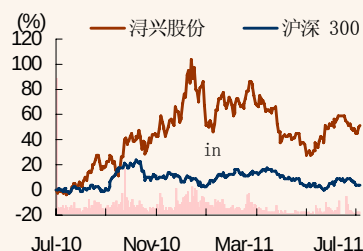
业绩基本符合预期 政府补贴拉高净利增速

基础数据

上证综指	2709
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)	3.9
ROE(TTM)	12.5
资产负债率	54.7%
主要股东	福建浔兴集团公司
主要股东持股比例	35.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	1	59
相对表现	1	3	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、《服饰品牌研究第七卷-变革的时代 增长模式的革命》2011/7/11

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090511040023

张永为

zhangyw@cmschina.com.cn
S1090511030007

浔兴股份公布了 2011 年中报, 公司今年上半年完成营业收入 5.43 亿元, 同比增长 18.98%; 同期实现营业利润和净利润分别为 4060.73 万元和 4291.94 万元, 分别同比增长 34.44% 和 98.38%, 基本符合预期; 下半年整体经营环境有压力, 短期估值仍较高, 维持“中性-A”的评级。

- **业绩基本符合预期。**公司上半年完成营业收入 5.43 亿元, 同比增长 18.8%; 同期完成营业利润和净利润分别为 4060.73 万元和 4291.94 万元, 分别同比增长 34.44% 和 98.38%, 收入和营业利润的情况基本符合预期。行业旺季提前, 产品结构调整成效显现以及行业龙头规模效应的提升是业绩保持稳定快速增长的主要原因。而公司净利润同比增长幅度远高于同期营业利润增幅, 主要原因为公司收到了来自政府部门的补贴 1302.95 万元。
- **二季度毛利率创新高, 产品结构调整是主要原因。**上半年公司综合毛利率达到了 26.5%, 较去年同期上涨了两个百分点; 而从单季度毛利率来看, 公司二季度毛利率达到了 28.7%, 创出了新高。公司自 09 年以来积极推进产品结构调整, 近年来, 毛利率较高的码装产品占销售比重逐步提高, 上半年条装拉链的销售额占主营业务的比重达到了 66.89%, 而去年同期这一数字则是 59.55%, 产品结构优化是推动综合毛利率提升的主要因素。
- **期间费用率控制得当。**期间费用率总体保持稳定, 上半年销售费用率依然控制在 6.7%, 与去年同期持平; 而同期管理费用率小幅上涨 0.3 个百分点至 7.6%; 财务费用方面, 由于银行借款金额增加以及加息等因素, 上半年公司财务费用同比增长了 40%, 财务费用率也由去年的 3.0% 上升至 3.5%。
- **盈利预测与估值:**公司产品结构调整对综合毛利构成了有力支撑, 下半年毛利率水平主要由条装拉链的销售情况决定; 然而, 随着旺季走向尾声, 七月底公司订单量环比已经出现小幅下滑, 预计下半年整体销售情况可能会面临压力。综合上半年的经营情况, 由于政府补贴拉高净利润水平, 我们上调公司盈利预测, 预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.47、0.55 和 0.66 元, 目前估值对应 11 年 29 倍 PE, 短期估值仍然较高, 维持“中性-A”的评级。

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	1191	1403	1691
同比增长	-12%	33%	18%	18%	21%
营业利润(百万元)	41	71	86	110	132
同比增长	146%	74%	22%	27%	21%
净利润(百万元)	31	53	73	85	102
同比增长	49%	71%	38%	15%	20%
每股收益(元)	0.20	0.34	0.47	0.55	0.66
PE	68	40	29	25	21
PB	3.9	3.6	3.3	3.1	2.8

资料来源: 招商证券

一、上半年回顾：业绩基本符合预期，政府补贴拉高净利润增长

公司上半年完成营业收入 5.43 亿元，同比增长 18.8%；同期完成营业利润和净利润分别为 4060.73 万元和 4291.94 万元，分别同比增长 34.44%和 98.38%，收入和营业利润的情况基本符合预期。而公司净利润同比增长幅度远高于同期营业利润增幅，主要原因因为公司收到了来自政府部门的补贴 1302.95 万元。

上半年公司业绩增长的主要原因包括以下三方面：

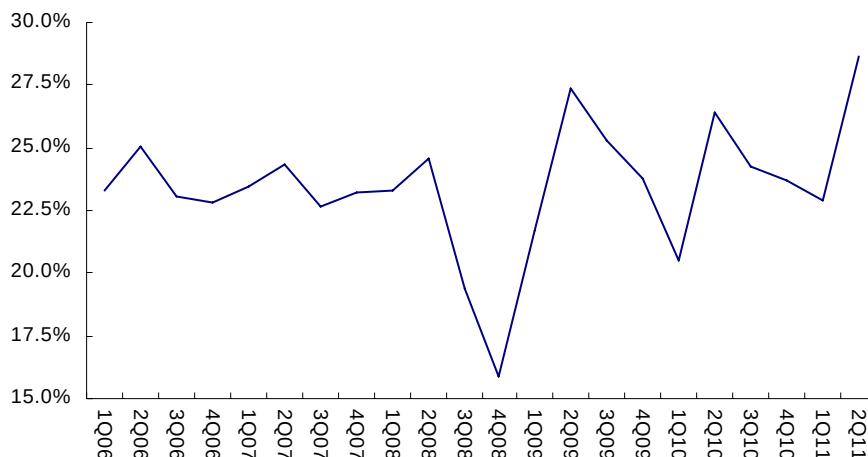
一：行业传统旺季有所提前。一般来说行业旺季集中在每年的四月到八月份；而今年旺季则略有提前，基本上从三月初就开始已经进入行业旺。因此收入保持了较稳定快速的增长。

二：产品结构调整推动经营效益上升。公司自 2009 年以来积极推进产品结构调整步伐，同时开展客户结构优化和精益生产、提升效率等创新活动，品牌优势逐步体现，经营效益改善也日益明显。

三：行业龙头规模效应有所体现。公司自危机后积极布局五大产业基地，现今各区域间布局协同效应初步显现，为公司发展增添了新的动力，上半年福建基地、新产品事业部以及天津公司都超额完成了上半年业务指标。

二季度毛利率创历史新高。上半年公司综合毛利率达到了 26.5%，较去年同期上涨了两个百分点；而从单季度毛利率来看，公司二季度毛利率达到了 28.7%，创出了新高。

图 1：二季度毛利率创出历史新高

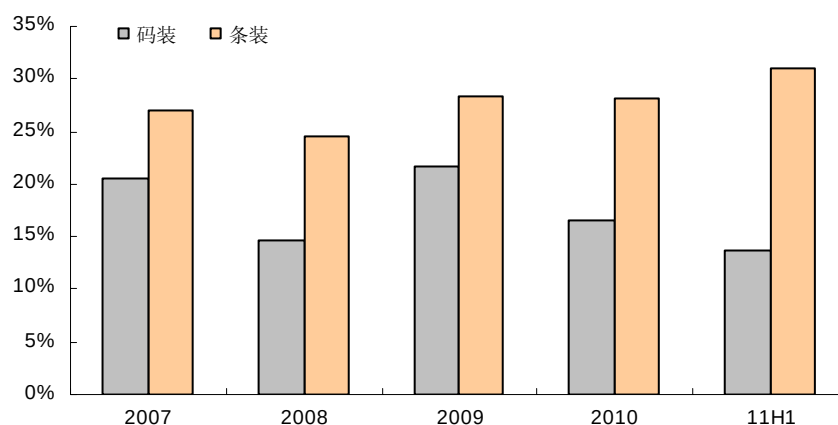


资料来源：公司公告

产品结构优化是毛利率提升的主要因素。公司的拉链产品可以分为码装拉链和条状拉链，其中条状拉链是由码装拉链加工而成，成品化程度更高，因此毛利率也相对较高。公司自 09 年以来积极推进产品结构调整，近年来，毛利率较高的码装产品占销售比重逐步提高，公司综合毛利率也随之水涨船高。

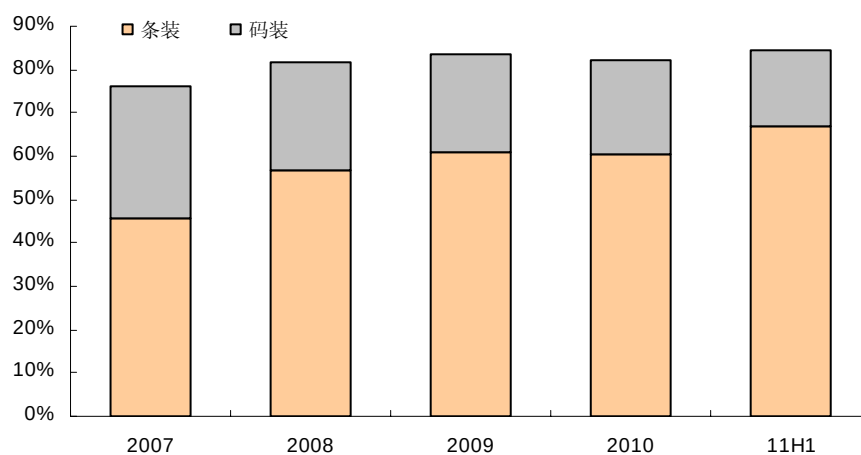
今年上半年，公司条装拉链的销售额占主营业务的比重达到了 66.89%，而去年同期这一数字则是 59.55%，因此，产品结构优化是综合毛利率提升的主要因素。

图 2：条状拉链毛利率较高



资料来源：Wind

图 3：条状拉链销售占比逐步提高



资料来源：公司公告

期间费用率总体保持稳定。期间费用率总体保持稳定，上半年销售费用率依然控制在 6.7%，与去年同期持平；而同期管理费用率小幅上涨 0.3 个百分点至 7.6%；财务费用方面，由于银行借款金额增加以及加息等因素，上半年公司财务费用同比增长了 40%，财务费用率也由去年的 3.0% 上升至 3.5%。

二、未来展望：定向增发提升自动化率，加大市场开拓

宏观环境的不确定性增加。原材料价格以及人工成本上涨，人民币升值，包括信贷从紧等因素都使得宏观环境的不确定性因素有所增加，公司下游客户集中在以生产服装箱包为主的公司，多属于劳动密集型企业，下游客户的经营形式不容太乐观；而公司作为辅料行业，受下游客户市场变化情况的影响较大，预计公司下半年的整体经营也将面临较大压力。

我们认为，随着人口红利拐点的到来，人力成本上升将成长期趋势，对于劳动密集型企业来说，如何在发展扩张过程中有效规避人力资源成本上升的风险已成为决定企业未来生存与发展的重要因素，对劳动密集型的纺织生产企业来说，转型已经刻不容缓。

提升生产线自动化率，规避人力资源成本上升风险。公司目前共有员工约 6000 人，其中生产工人约 4000 名，面临的人力成本压力较大；公司前期公布了定向增发项目，拟投资改扩建公司生产线。通过与公司沟通，我们了解到，定向增发项目不仅是对产能的

扩充，更重要的是对原有产能的重新整合；通过更新升级生产设备，能从一定程度上提升公司的生产效率，更重要的是，将逐步提升公司的自动化率，减少对人工的依赖，从而规避人员成本上涨带来的风险，从中长期增强公司的核心竞争力。

表 1：公司定向增发募投项目列示

	项目名称	投资总额（万元）
1	福建浔兴拉链科技股份有限公司生产线改扩建工程项目	26,223.28
2	福建浔兴拉链科技股份有限公司营销网络建设项目	4,088.84
3	福建浔兴拉链科技股份有限公司研发中心建设项目	2,861.68
	合计	33,173.80

资料来源：公司公告

表 2：预计定向增发生产线改扩建项目达产后公司产能情况

	产品	产量
1	拉配产品	4,196.88 吨
2	尼龙码装	41,200 万码
3	金塑布带	1,100 吨
4	尼龙条装	87,200 万条
5	尼龙注塑条装	15,700 万条
6	塑钢码装	200 万码
7	塑钢条装	7,900 万码
8	金属条装	9,000 万条
9	锌合金码装	130 万码
10	植牙码装	80 万码

资料来源：公司公告

继续推进产品结构调整，适时伴随新产品推出以确保盈利能力。原材料成本上涨同样是无法回避的问题。在进行产品结构优化调整的同时，公司也适时推广新产品，此次生产线改扩建项目，公司就推出了部分新产品，包括锌合金码装拉链以及植牙码转拉链，通过新产品的逐步投放，也可以从中长期稳定公司的毛利率水平，提升盈利能力。

研发实力领先，市场开拓仍需努力。公司研发技术领先，是国内极少数通过自主研发掌握精密金属拉链技术的本土企业之一。

虽然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，然而公司的精密金属拉链销售却很难有跳跃式发展，预计今年全年公司精密金属拉链产值仅增长 15% 左右至 2000-3000 万之间的规模，仍远低于设计产值。我们认为，公司研发技术领先，在新产品的研发设计能力，以及产品品质上不存在任何问题，未来要在新产品领域取得突破，仍需在营销上多下功夫。

投资扩张营销网络，加大市场拓展能力。营销网络建设也是公司增发项目其中之一。公司计划投资约 4088 万元扩建营销网络，公司现有营销网点大概 20 家左右，本次计划新增 10-15 家，预计新增销售人员 150 多名，我们认为，营销网络建设项目从一定程度上体现了公司对销售能力改善的决心，未来可提高公司的市场拓展能力。

三、盈利预测与估值

公司积极推进产品结构调整，毛利率较高的条装拉链产品占比逐步提高，之前条状拉链产品占比只有 40%，目前这一比重已经提升至 66%，我们认为，产品结构调整对综合毛利构成了有力支撑，下半年毛利率水平主要由条装拉链的销售情况决定；然而，随着旺季走向尾声，七月底公司订单量环比已经出现小幅下滑，预计下半年整体销售情况可能会面临一些压力。综合上半年的经营情况，由于政府补贴拉高净利润水平，我们上调公司盈利预测，预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.47、0.55 和 0.66 元，目前估

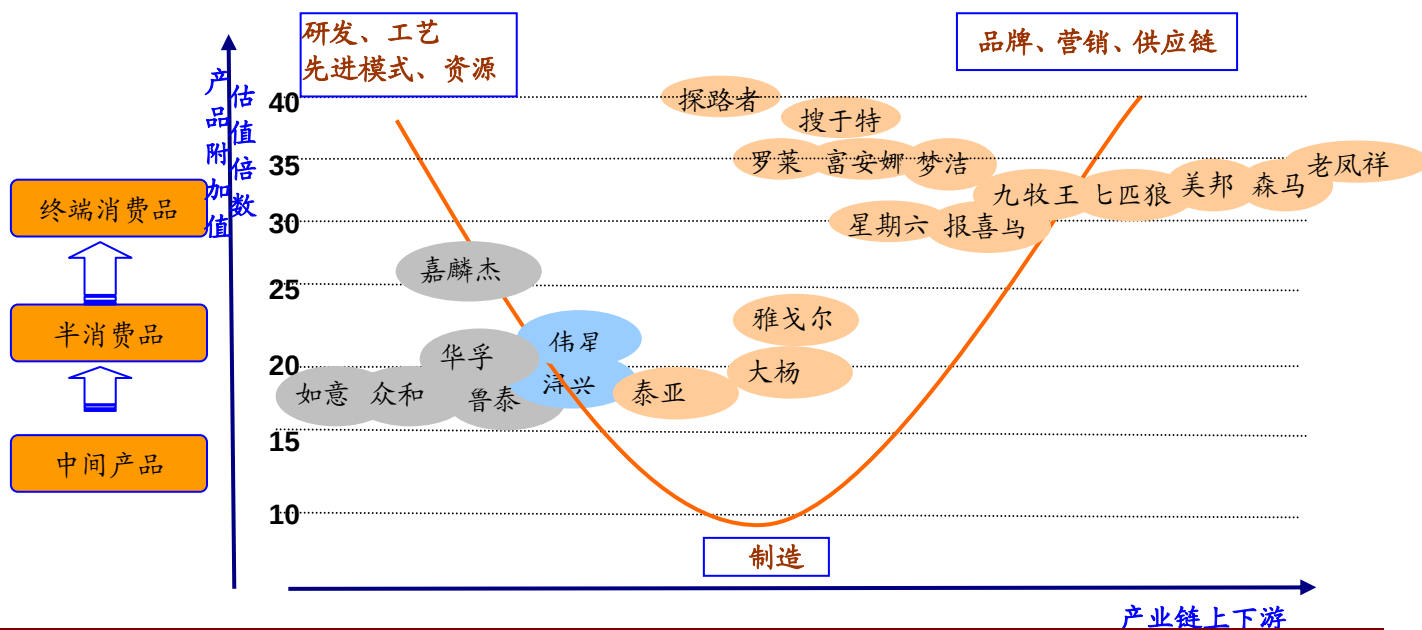
值对应 11 年 29 倍 PE，短期估值仍然较高，维持“中性-A”的投资评级。

表 4: 各季度业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	157	299	294	261	203	339
营业毛利	32	79	71	62	47	97
营业费用	12	19	14	14	15	21
管理费用	13	20	24	19	16	25
财务费用	6	8	7	7	8	11
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	2	28	25	15	5	35
归属母公司净利润	1	21	19	13	4	39
EPS (元)	0.01	0.14	0.12	0.08	0.02	0.25
主要比率						
毛利率	20.54%	26.41%	24.22%	23.71%	22.88%	28.66%
营业费用率	7.34%	6.41%	4.76%	5.54%	7.61%	6.22%
管理费用率	8.22%	6.78%	8.16%	7.32%	8.05%	7.36%
营业利润率	1.11%	9.51%	8.64%	5.72%	2.58%	10.42%
有效税率	39.43%	17.50%	19.04%	10.52%	22.45%	15.99%
净利率	0.49%	6.97%	6.32%	5.00%	1.77%	11.59%
YoY						
收入	28%	45%	43%	16%	30%	13%
归属母公司净利润	43%	60%	91%	68%	375%	88%

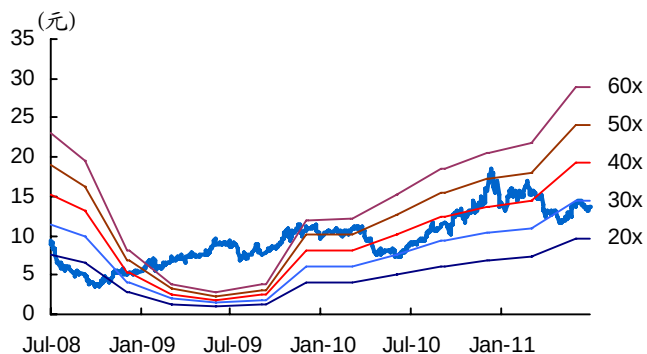
资料来源：招商证券

图 4: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



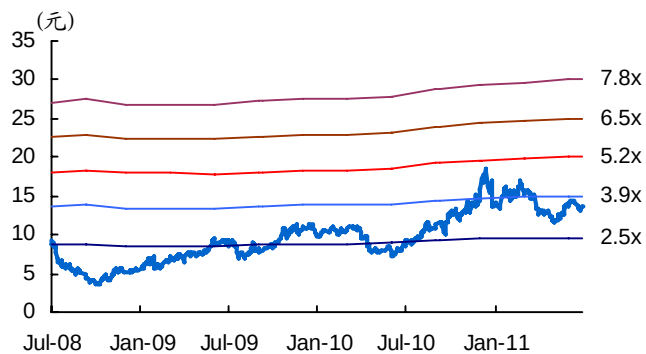
资料来源：招商证券

图 5: 浔兴股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图 6: 浔兴股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

参考报告:

1、《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。

2、《纺织服饰行业 09 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷下）：突围与出局：时尚界由重本质者主宰》2009/6/15:

经营模式对公司的利润有着关键影响。此文建立了时尚产业图谱的财务量化版，结合国际案例，证明企业运营一定要贴合产品本质选取经营模式。据此对国内品牌公司做出从模式-财务指标质量的分析，并结合发展弹性框架把握投资机会。

3、《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。

4、《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。

5、《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。

6、《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。

7、《纺织服装行业 2011 年中期投资策略（服饰品牌研究第七卷）-变革的时代 增长模式的革命》

系统的阐述了近几年国内品牌服饰行业面临的经营环境的变革的问题，在此基础上详细探讨了经营环境的变革将对未来国内品牌的竞争产生深远影响。通过构建国内服饰各领域品牌化消费升级图谱，分析出与舒适、健康等内在生活品质相关的消费升级后端的行业目前正在享受进入品牌化消费的盛宴；同时针对消费升级前端的行业，创新的提出了单店质量提升图谱。独特的用此逻辑对从行业到公司的投资机会进行逻辑性强的判断。

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	579	677	814
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	218	257	310
其它应收款	6	10	12	14	17
存货	187	224	265	311	376
其他	39	40	64	75	90
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	1280	1359	1478
流动负债	634	668	561	571	607
短期借款	455	432	339	314	302
应付账款	67	94	91	107	129
预收账款	33	27	45	53	65
其他	80	116	86	97	111
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	576	586	622
股本	155	155	155	155	155
资本公积金	222	222	223	223	223
留存收益	171	208	259	319	390
少数股东权益	56	60	67	77	88
母公司所有者权益	548	585	637	696	768
负债及权益合计	1263	1331	1280	1359	1478

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	124	138	133	120	112
净利润	31	53	73	85	102
折旧摊销	53	57	69	70	68
财务费用	0	0	21	20	19
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(52)	(66)	(91)
其它	40	28	21	11	14
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)	(164)	(70)	(62)
借款变动	0	0	(118)	(25)	(12)
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	(23)	(25)	(31)
其他	(24)	(70)	(24)	(20)	(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	1191	1403	1691
营业成本	571	767	909	1068	1291
营业税金及附加	1	2	1	1	2
营业费用	50	59	80	94	115
管理费用	63	76	89	105	127
财务费用	29	28	21	20	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	86	110	132
营业外收入	4	2	13	5	5
营业外支出	2	2	1	1	1
利润总额	43	70	98	114	136
所得税	9	12	17	19	23
净利润	34	58	82	94	113
少数股东损益	3	5	8	9	11
母公司所有者净利润	31	53	73	85	102
EPS (元)	0.20	0.34	0.47	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%	18%	18%	21%
营业利润	146%	74%	22%	27%	21%
净利润	49%	71%	38%	15%	20%
获利能力					
毛利率	25%	24.2%	24%	24%	24%
净利率	4%	5%	6%	6%	6%
ROE	6%	9%	12%	12%	13%
ROIC	5%	7%	8%	10%	11%
偿债能力					
资产负债率	52%	52%	45%	43%	42%
净负债比率	39.5%	35.5%	27.6%	24.2%	21.4%
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.2	1.3
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	0.9	1.0	1.1
存货周转率	3.0	3.7	3.7	3.7	3.8
应收帐款周转率	4.0	5.3	5.8	5.9	6.0
应付帐款周转率	8.6	9.6	9.9	10.8	10.9
每股资料(元)					
每股收益	0.20	0.34	0.47	0.55	0.66
每股经营现金	0.80	0.89	0.86	0.77	0.72
每股净资产	3.53	3.77	4.11	4.49	4.95
每股股利	0.00	0.00	0.14	0.16	0.20
估值比率					
PE	68	40	29	25	21
PB	3.9	3.6	3.3	3.1	2.8
EV/EBITDA	34.5	24.5	13.7	12.1	11.0

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。