

中性-A (维持)

浔兴股份 002098.SZ

目标估值: NA 元
当前股价: 11.58 元
2011 年 11 月 1 日

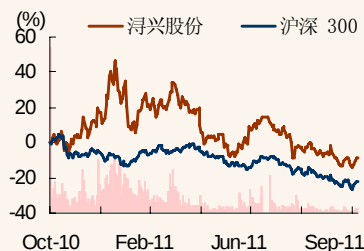
经营状况稳健增长 符合预期

基础数据

上证综指	2436
总股本(万股)	15500
已上市流通股(万股)	15500
总市值(亿元)	18
流通市值(亿元)	18
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	12.2
资产负债率	52.2%
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	0	-13	-10
相对表现	0	4	12



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、《服饰品牌研究第七卷-变革的时代 增长模式的革命》2011/7/11
- 4、《浔兴股份-业绩基本符合预期 政府补贴拉高净利增速》2011/7/31

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090511040023

张永为

zhangyw@cmschina.com.cn
S1090511030007

公司业绩继续稳定增长,产品结构调整助推毛利率水平稳中有升,短期内综合毛利率水平仍由毛利率较高的条装拉链销售情况决定,目前淡季已经接近尾声,公司订单情况也出现了好转,预计全年经营可保持稳健增长的局面。

- **营收稳定增长,政府补贴推高利润增速。**今年前三季度公司实现营业收入 8.1 亿元,同比增长 8.02%,同期营业利润和净利润分别为 6400 万元和 6224 万元,分别同比增长 15.03%和 54.63%,基本每股收益 0.40 元,符合预期。我们认为,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增长的主要原因。今年行业淡旺季均有所提前,基本上整个三季度基本都处于淡季,公司三季度收入也出现了负增长,拉低了前三季收入增速。前三季公司净利润同比增速大幅高于营业利润增幅,主要原因是公司受到政府的补贴 1302.95 万元。
- **产品结构调整助推毛利率稳中有升。**公司前三季度毛利率达到了 25.87%,较去年同期上浮了 1.5 个基点。产品结构调整是推动毛利上升的主要原因。公司拉链产品分为条装以及码装拉链,而条状拉链是由码装拉链加工而成,条装拉链成品化程度更高,因此毛利率也相对较高,公司自 09 年来积极推动产品结构调整,条装拉链收入比重逐步提升,公司的综合毛利水平也开始稳步提升。
- **销售费用稳定增长,财务费用增长较快。**前三季销售费用同比增长 13.12%,销售费用率增加 0.3 个基点至 6.23%;公司对管理费用的控制卓见成效,公司管理费用率下降了 0.3 个基点至 7.3%;由于银行贷款增加以及加息的影响,当期财务费用大幅增长了 37%,远超收入增速。
- **未来关注产能和营销网络扩张。**公司前期定向增发项目拟扩充产能并完善营销网络;我们前期指出,公司扩产计划不是单纯的产能扩张,更重要的是对现有生产设备的一次升级,在提高生产效率的同时减少对人工的依赖,从而规避人力成本上升的风险;此外,营销网络扩张也旨在弥补公司在营销方面的短板,公司研发领先,规模优势突出,但在营销方面仍有所欠缺,完善的营销网络将奠定公司中长期发展的基石。

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	1135	1313	1557
同比增长	-12%	33%	12%	16%	19%
营业利润(百万元)	41	71	88	111	133
同比增长	146%	74%	25%	25%	21%
净利润(百万元)	31	53	75	85	103
同比增长	49%	71%	41%	14%	20%
每股收益(元)	0.20	0.34	0.48	0.55	0.66
PE	57	33	23	21	17
PB	3.2	3.0	2.8	2.5	2.3

资料来源:招商证券

- **盈利预测和投资评级。**公司产品结构调整对综合毛利构成了有力支撑，短期内综合毛利率水平主要由条装拉链的销售情况决定；目前，随着淡季走向尾声，10月底公司订单量环比已经出现小幅回升，淡季由于订单不足带来的经营压力也正在逐步缓解。综合前三季度的经营情况，由于政府补贴拉高净利润水平，我们基本维持之前的盈利预测，预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.48、0.55 和 0.66 元，目前估值对应 11 年 23 倍 PE，短期估值仍然较高，维持“中性-A”的投资评级。

表 1: 11 年三季度业绩回顾

	10Q3	11Q2	11Q3	同比	环比
营业收入	294	339	268	-9%	-21%
营业毛利	71	97	66	-8%	-32%
销售费用	14	21	14	0%	-34%
管理费用	24	25	18	-23%	-26%
财务费用	7	11	9	31%	-14%
营业利润	25	35	23	-8%	-34%
所得税	5	8	4	-9%	-44%
归属母公司净利润	19	39	19	4%	-51%

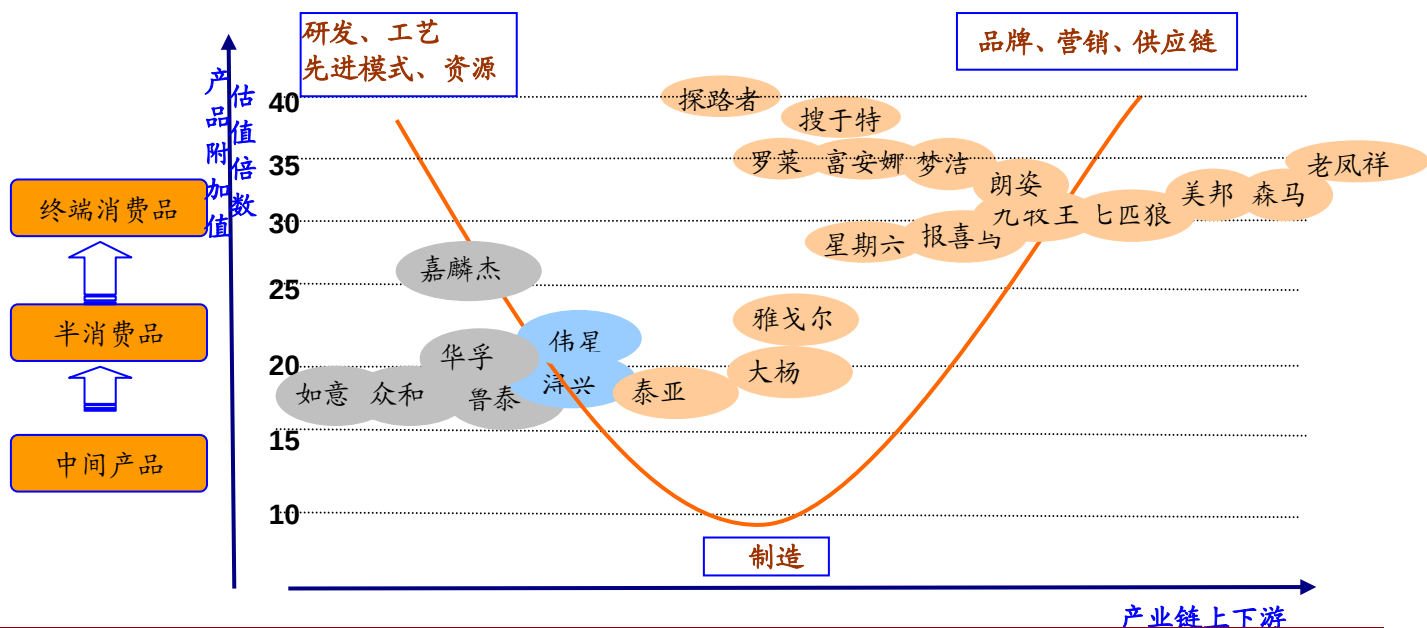
资料来源: Wind 招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入	157	299	294	261	203	339	268
营业毛利	32	79	71	62	47	97	66
销售费用	12	19	14	14	15	21	14
管理费用	13	20	24	19	16	25	18
财务费用	6	8	7	7	8	11	9
营业利润	2	28	25	15	5	35	23
归属母公司净利润	1	21	19	13	4	39	19
主要比率							
毛利率	21%	26%	24%	24%	23%	29%	25%
销售费用率	7%	6%	5%	6%	8%	6%	5%
管理费用率	8%	7%	8%	7%	8%	7%	7%
营业利润率	4%	3%	2%	3%	4%	3%	4%
有效税率	39%	17%	19%	11%	22%	16%	18%
净利率	0%	7%	6%	5%	2%	12%	7%
YOY							
收入	28%	45%	43%	16%	30%	13%	-9%
归属母公司净利润	43%	60%	91%	68%	375%	88%	4%

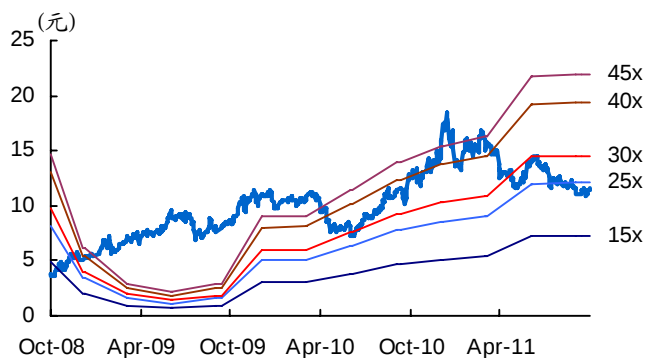
资料来源: Wind 招商证券

图1: V式估值法 (根据11年EPS)



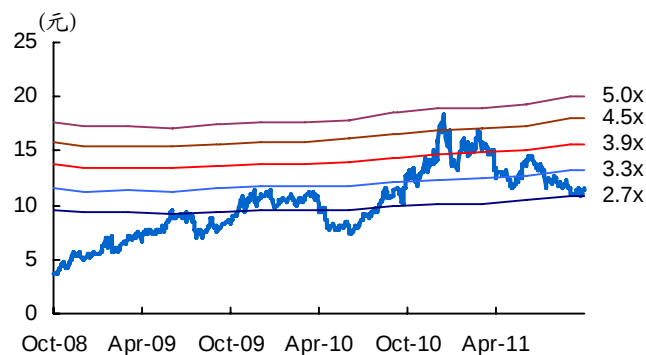
资料来源: 招商证券研发中心

图2: 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3: 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。

8、《浔兴股份-业绩基本符合预期 政府补贴拉高净利增速》2011/7/31

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	550	632	747
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	208	241	285
其它应收款	6	10	11	13	16
存货	187	224	251	289	344
其他	39	40	60	69	82
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	1252	1314	1411
流动负债	634	668	531	524	538
短期借款	455	432	319	283	256
应付账款	67	94	86	99	118
预收账款	33	27	43	50	59
其他	80	116	83	92	105
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	546	539	553
股本	155	155	155	155	155
资本公积金	222	222	223	223	223
留存收益	171	208	260	320	392
少数股东权益	56	60	67	77	88
母公司所有者权益	548	585	638	698	770
负债及权益合计	1263	1331	1252	1314	1411

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	124	138	152	130	124
净利润	31	53	75	85	103
折旧摊销	53	57	69	70	68
财务费用	0	0	20	18	16
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(33)	(55)	(76)
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)	(183)	(80)	(74)
借款变动	0	0	(138)	(36)	(27)
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)	(26)	(31)
其他	(24)	(70)	(22)	(18)	(16)
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	1135	1313	1557
营业成本	571	767	860	991	1178
营业税金及附加	1	2	1	1	2
营业费用	50	59	76	88	106
管理费用	63	76	85	98	117
财务费用	29	28	20	18	16
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	88	111	133
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	100	115	137
所得税	9	12	17	20	23
净利润	34	58	83	95	114
少数股东损益	3	5	8	9	11
母公司所有者净利润	31	53	75	85	103
EPS (元)	0.20	0.34	0.48	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%	12%	16%	19%
营业利润	146%	74%	25%	25%	21%
净利润	49%	71%	41%	14%	20%
获利能力					
毛利率	25%	24.2%	24%	24%	24%
净利率	4%	5%	7%	7%	7%
ROE	6%	9%	12%	12%	13%
ROIC	5%	7%	9%	10%	11%
偿债能力					
资产负债率	52%	52%	44%	41%	39%
净负债比率	39.5%	35.5%	26.7%	22.7%	19.2%
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
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	3.6	3.7	3.7
应收帐款周转率	4.0	5.3	5.6	5.9	5.9
应付帐款周转率	8.6	9.6	9.6	10.7	10.9
每股资料(元)					
每股收益	0.20	0.34	0.48	0.55	0.66
每股经营现金	0.80	0.89	0.98	0.84	0.80
每股净资产	3.53	3.77	4.12	4.50	4.97
每股股利	0.00	0.00	0.15	0.17	0.20
估值比率					
PE	57	33	23	21	17
PB	3.2	3.0	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	32.6	23.1	12.9	11.5	10.5

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。