

股权激励可行性高， 稳健经营特征明显

核心观点：

1. 事件

兴业科技发布限制性激励计划。主要包括：

(1) 激励价 5.02 元/股。(2) 数量 367.50 万股 (其中预留 35 万股)，占计划前总股本的 1.53%。(3) 对象为公司董事、高管、中管及核心技术(业务)人员，共 103 人；(4) 有效期≤6 年，分 4 次解锁期。(5) 业绩考核条件为以 2012 年业绩指标为基数①2013 年营收增速≥15%，净利增速≥20%；②2014 年营收增速≥30%，净利增速≥40%；③2015 年营收增速≥50%，净利润增速≥60%；④2016 年营收增长率≥70%，净利增长率≥90%，解锁比例分别为 20%、20%、25%、35%。(6) 以 332.50 万股激励应确认的总费用 1812.13 万元，对 2013-2017 年需摊销的费用分别为 427、672、400、234、79 万元。

2. 我们的分析与判断

(1) 业绩门槛相对务实。在 2012 年大环境不佳背景下，公司 2012 年收入仍增 20.46%，净利增 18.24%；2013 一季报中对 2013H1 净利增速预计为 0%-30%，考虑到利息收入的贡献(2013 估计 1000 多万)，2013 年净利增速≥20%，问题不大，收入方面，则主要有募投项目(安东和瑞森)的陆续贡献。(2) 覆盖面广，解锁期长，利于长期发展。授予人中的中管、核心技术(业务)人员总计 100 人，在 103 人中占比 98.04%，在公司员工总人数(1058 人)中占比 9.5%，覆盖面广，且解锁期为 4 期，从而更有效、持久地发挥激励作用，尤其在保护公司核心研发专利等领域。(3) 股权激励成本价格较低，时机较好。4 月底 5 月初正是公司股价历史偏低阶段，另从行业角度看，行业也至少不会更差，适合运作股权激励，一方面更有效发挥激励作用，另一方面也降低了需摊销的管理费用对实现净利目标的拖累。

3. 投资建议

综合来看，公司未来股权激励方案实施要达到其预期效果，预计问题不大，再结合公司良好的报表质量，历年稳定的增速、毛利率、较少的应收账款、良好的现金流回收能力等，公司**稳健经营的特征尤为明显**。未来看，产能释放依然是公司业绩的主要驱动。2013 年安东募投项目产能贡献率将提升；而瑞森募投项目处于在建阶段，2013Q4 至少可完成“毛皮→蓝皮”阶段，对公司综合毛利率将有较大贡献。公司自有 150 万张蓝湿皮配套项目，建设期 1 年，业绩贡献将在 2014 年。在环保门槛抬高的背景下，产能释放有望提升公司的市占率(目前行业分散，公司市占率不到 2%)，促进订单向公司集中，从而保证产销饱满。同时公司通过研发，在产品品质上，不断提高公司附加值，避免“价格战”窘况，产品类型上，延伸至毛利更高的包袋革，从而保障盈利提升。我们预计 2013、2014 年公司收入规模分别为 18.5、22.9 亿，分别增 19.9%、23.7%；净利为 1.8、2.1 亿，增 21.1%、18.2%；EPS 为 0.73、0.87 元，当前股价对应 PE 14.3、12.1 倍。维持谨慎推荐评级。

兴业科技 (002674.SZ)

谨慎推荐

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

杨岚: (8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130112030156

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130112090085

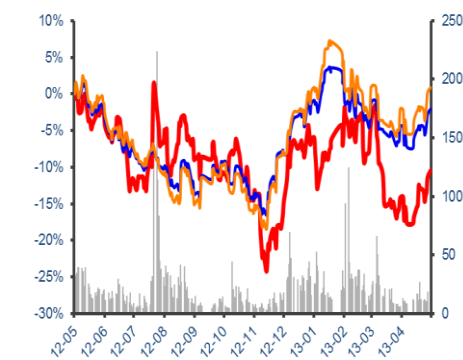
对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.5.20

A 股收盘价(元)	10.47
A 股一年内最高价(元)	11.95
A 股一年内最低价(元)	9.41
上证指数	2299.99
市净率	1.75
总股本(万股)	24000
实际流通 A 股(万股)	12379
限售 A 股(万股)	11621
流通 A 股市值(亿元)	12.96

注: 价格前复权

相对指数表现图



资料来源: WIND 中国银河证券研究部 沪深300

表 1: 兴业科技 (002674) 季度指标 (万元、%)

指标	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
收入	28320	39483	42218	44321	29478
同比	37.4%	-1.6%	24.5%	32.3%	4.1%
营业成本	23970	33220	36089	38795	24896
同比	37.2%	-2.5%	22.8%	35.3%	3.9%
销售费用	84	126	142	140	122
同比	8.1%	-6.9%	19.5%	43.3%	45.6%
管理费用	825	900	1074	1195	899
同比	24.9%	36.8%	67.8%	87.3%	8.9%
财务费用	241	183	289	-215	-52
资产减值损失	126	157	-38	-18	249
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	169	0	0	0
营业利润	2958	4912	4502	4263	3262
同比	40.8%	-8.0%	31.7%	20.7%	10.3%
利润总额	2963	4883	4858	4394	3302
同比	62.3%	-12.2%	38.9%	24.4%	11.4%
所得税	446	704	732	674	501
净利润	2517	4179	4127	3720	2802
同比	64.4%	-12.8%	39.8%	22.9%	11.3%
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	2517	4179	4127	3720	2802
同比	64.4%	-12.8%	39.8%	22.9%	11.3%
摊薄 EPS	0.10	0.17	0.17	0.16	0.12
盈利能力					
毛利率	15.4%	15.9%	14.5%	12.5%	15.5%
营业利润率	10.4%	12.4%	10.7%	9.6%	11.1%
销售净利润率	8.9%	10.6%	9.8%	8.4%	9.5%
所得税率	15.0%	14.4%	15.1%	15.3%	15.2%
费用控制能力					
销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
管理费用率	2.9%	2.3%	2.5%	2.7%	3.0%

表 2: 兴业科技 (002674) 三大报表

利润表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,281	1,543	1,851	2,289	2,748
营业成本	1,096	1,321	1,564	1,926	2,305
折旧和摊销	17	19	35	57	64
营业税费	5	6	7	9	10
销售费用	4	5	6	7	9
管理费用	26	40	74	98	124
财务费用	9	5	(5)	6	10
资产减值损失	0	2	1	2	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	2	2	2	2
营业利润	144	166	205	243	290
利润总额	144	171	207	245	293
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	123	145	176	208	249
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	0.51	0.61	0.73	0.87	1.04
NOPLAT	127.89	144.29	168.81	210.01	253.55
EBIT	149.90	169.65	198.60	247.07	298.29
EBITDA	166.98	188.17	233.75	303.67	362.74
资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总资产	803	1,620	1,799	2,085	2,344
流动资产	567	1,350	1,155	1,400	1,668
货币资金	142	668	241	252	302
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	25	68	95	130	170
应收票据	17	30	37	46	55
其他应收款	11	16	22	34	49
存货	280	477	641	790	922
非流动资产	235	269	644	686	676
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	10
固定资产	164	183	511	564	564
无形资产	33	33	41	46	49
总负债	215	214	265	396	468
无息负债	119	163	204	253	299
有息负债	96	51	61	143	169
股东权益	588	1,406	1,534	1,689	1,876
股本	180	240	240	240	240
公积金	131	758	776	797	822

未分配利润	276	407	518	652	814
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司权益	588	1,406	1,534	1,689	1,876
Vd	96	51	61	143	169
Ve	1,885	2,513	2,513	2,513	2,513
EV	1,995	2,087	2,564	2,646	2,672
IC	698	979	1,585	1,822	2,035

现金流量表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	92	9	14	85	149
净利润	123	145	176	208	249
折旧摊销	17	19	35	57	64
净营运资金增加	80	248	231	195	223
其他	(128)	(403)	(429)	(375)	(387)
投资活动产生现金流	(45)	(92)	(408)	(96)	(53)
净资本支出	(33)	(33)	410	98	55
长期投资变化	10	10	0	0	0
其他资产变化	(22)	(70)	(818)	(194)	(108)
融资活动现金流	(73)	622	(33)	22	(46)
股本变化	0	60	0	0	0
债务净变化	(25)	(45)	10	82	26
无息负债变化	12	44	41	49	46
净现金流	(19)	539	(428)	11	50

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177.sh)、美邦服饰 (002269.sz)、鲁泰 A (000726.sz)、七匹狼 (002029.sz)、伟星股份 (002003.sz)、报喜鸟 (002154.sz)、罗莱家纺 (002293.sz)、富安娜 (002327.sz)、潮宏基 (002345.sz)、探路者 (300005.sz)、星期六 (002291.sz)、梦洁家纺 (002397.sz)、森马服饰 (002563.sz)、搜于特 (002503.sz)、华斯股份 (002494.sz)、希努尔 (002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn