

# 产能几何式增长 品牌全球化运营

## ——浪莎股份（600137）调研快报

2010年8月13日

推荐/首次

纺织服装行业

调研快报

**银国宏** 策略分析师 职业资格证书编号: S1480109060847

**程远** 纺织服装行业分析师 010-6650 7313 13811494338

MSN:chengyuan0716@hotmail.com

### 事件:

近期我们对浪莎股份公司进行一定的研究和了解,现将情况汇报如下:

#### 问题 1: 公司目前产能情况如何?

公司今年年初拥有内衣产能 380 万件,今年将新增厂房三栋,新增产能 850 万件。目前一栋厂房已经建设完成 95%,部分机器设备已经调试成功并且进入试生产期;第二栋厂房目前正处在施工阶段,工程完工比例 80%,预计第二栋厂房及相关设备将于今年年底建设完成并投入使用;第三栋厂房目前工程完工比例约为 50%,预计明年一季度投入使用。

**表 1: 募集资金项目进展情况**

承诺项目名称	募集资金拟投入金额	募集资金实际投入金额	项目进度
购买土地	21,980,500.00	21,980,500.00	已完成
新增 850 万套高档内衣技改	163,660,000.00	93,146,009.72	厂房 X1 已完成外立面楼地,工程进度 80%; 厂房 X2 整个主体内外已基本完成,还差厂房 X2-X1 的连接走廊未建好,工程进度 95%; 厂房 X3 已完成主体砼结顶三层砖砌体,工程进度 50%。
营销网络建设	42,920,000.00	5,010,940.83	

资料来源:东兴证券研究所

据了解,公司原有 400 万件产能主要生产相对中低端的内衣产品,而新增产能则可生产中高端产品。新增产能中约有 500 万套为无缝内衣,由于无缝内衣相对较适合西方人种的身材及消费偏好,因此预计该部分未来 90%左右销往海外。我们预计公司 10-12 年实现产量 530、900、1200 万套。

**表 2: 浪莎股份产量预测**

名称	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
有缝内衣产量(万套)	380	380	550	700
无缝内衣产量(万套)		150	350	500
总产量(万套)		500	900	1200

资料来源:东兴证券研究所

### 问题 2: 公司旗下品牌体系构成如何?

集团公司旗下有四大品牌，分别为浪仕威、浪莎、森态、蓝色枫叶，经营业务主要为袜品、内衣、家纺、皮具皮鞋等，其中各品牌的内衣部分属于上市公司资产。公司曾先后聘请了张柏芝、苏友朋、李小璐、周华健、大 S 等大牌明星为公司品牌代言，在国内成功地树立了品牌形象，目前享有较高的品牌知名度。公司目前已将浪莎、浪仕威品牌推向海外，未来随着新增产能陆续投产，公司自主品牌将在海外享有更大的市场。

### 问题 3: 公司国内市场拓展进程及未来规划如何?

经过较长时间的积累，公司目前在国内以建立了庞大的以经销商代理形式为主的终端销售渠道，自营店面约占 10% 左右，出口约占 20% 左右。从公司渠道的布局来看，主要分布在二、三、四线城市，其中三线城市网点最多。随着产能的大幅扩张，公司将继续大力发展渠道，并在各大中心城市建立直营店以进一步推进和完善品牌形象的建设。从目前的进展来看，公司现阶段大量招聘各区域销售经理人，在新增直营店辐射区域内努力扩张经销商渠道。

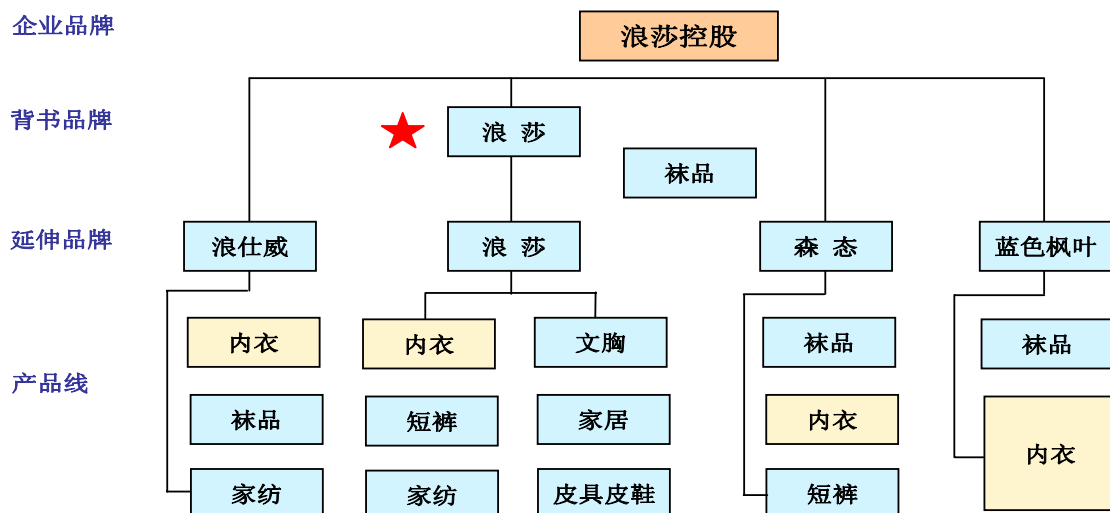
### 问题 4: 公司国外市场发展状况如何?

公司从去年 9 月份开始拓展海外市场，目前已在欧洲多个国家以 OEM 和自主品牌两种方式打开了市场，下一步还将努力开拓南美市场，目前自主品牌占出口的比重尚不足 30%。据了解，公司目前实施以提升品牌国际认知度为导向的外销策略，因此在境外销售的渠道把握能力不强，目前的毛利率水平较低，仅为不足 20% 的水平。我们认为，随着公司品牌在全球认知度的提升，出口规模将快速扩大。

### 问题 5: 公司现阶段经营效率如何?

公司产品毛利率自去年底至今年上半年有较大幅度的下降，其主要原因是原材料价格和人工工资上涨导致产品成本提升，而公司产品提价对成本提升的转嫁效应有所滞后。我们预计，随着公司今年 6 月订货会产品平均价格的提升，今年下半年内销产品综合毛利率将有明显回升，但仍难全部转嫁成本的上升。

图 1:浪莎集团品牌结构图



资料来源: 公司宣传材料, 东兴证券研究所

**结论：**

**1. 品牌消费向三、四线城市梯度延伸背景下的优质品种。**基于我们行业半年度策略报告中品牌服装消费升级梯度转移的投资逻辑，我们看好在三、四线城市同时具有渠道、品牌力及一定产品价格优势的企业。根据公司目前的产品定位以及渠道结构，我们认为公司属于上述逻辑导出的优质投资品种，随着公司新能陆续投入使用，产品的市场份额将有望实现爆发式提升，产品结构也将明显优化，行业地位及品牌形象均有望大幅提升。

**2. 基于品牌综合实力提升考虑引发的集团袜业资产注入想象。**集团公司盈利能力最强，市场知名度最高，规模最大的资产是袜业资产。从浪莎大品牌统筹建设的角度出发，我们认为集团公司未来存在将袜业资产注入上市公司的可能。从上市公司目前的实力来看，我们认为尚不具备独立承担大力度建立品牌形象和大力度整合渠道资源的能力，若将袜业和内衣的品牌搭建以及渠道整合工作统筹实施，则将提升营销资源的利用效率，起到事半功倍的效果。而若将袜业资产注入上市公司，则将对这一工作起到相当积极的作用。

据了解，集团公司袜业资产 09 年实现收入逾 20 亿元，约是上市公司的十倍之多。从目前上市公司的股本及集团公司的持股情况来看，若将袜业资产以向大股东定向增发的方式注入上市公司，则将因公众股东持股将低于 25% 而不符合上市标准。因此我们推断，公司有可能在募投项目达产后，借鉴苏泊尔等上市公司的经验，先以分红等方式扩张股本，以使定向增发注入资产后总股本超过 4 亿股，从而受公众股东持股的底线要求降低为 10%（根据公司法、证券法相关规定）。

**3. 盈利预测与投资评级：**推荐基于上述分析，我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.39、0.7、1.07 元，目前股价对应的市盈率分别为 38.1、21.5、14.1 倍。综合考虑公司的品牌优势以及对中低消费人群消费升级的看好，我们认为给予公司 25-30 倍的 PE 较为合理，对应 11 年预测数据的股价区间为 17.5-21 元，给予“推荐”的投资评级。

**表 3：浪莎股份主要财务指标预测**

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	217	327	599	863
(+/-)%	26.07%	20.48%	37.07%	37.85%
经营利润 (EBIT)	33	44	80	123
(+/-)%		32.97%	81.45%	53.67%
净利润	30	38	68	104
(+/-)%	15.25%	27.85%	76.90%	53.18%
每股净收益 (元)	0.35	0.39	0.70	1.07

资料来源：东兴证券研究所

**表 4：浪莎股份利润表预测**

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
营业收入	216.92	327	599	863
	26.1%	50.6%	83.4%	44.0%
减：业务成本	162.69	249	457	652
营业税费营业税金及附加	1.14	2	3	4

毛利率	25.0%	23.9%	23.8%	24.5%
营业费用	12.63	16.99	31.16	44.87
管理费用	11.72	16.99	31.16	43.15
财务费用	-2.11	(2.44)	(2.42)	(3.03)
其中：利息支出	0.00	0.00	0.00	0.03
利息收入	0.00	2.44	2.42	3.06
汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.17	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.13	0.00	0.00	0.00
其中：对联营合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	31.16	45.06	79.72	122.12
加：营业外收入	3.11	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	34.25	45.06	79.72	122.12
减：所得税	4.29	6.76	11.96	18.32
	12.52%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	29.96	38.30	67.76	103.80
归属于母公司所有者的净利润	29.96	38.30	67.76	103.80
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
	13.8%	11.7%	11.3%	12.0%
	15.3%	27.8%	76.9%	53.2%
发行在外股份数量(百万股)	97.22	97.22	97.22	97.22
		0.00		
基本每股收益	0.35	0.394	0.697	1.068
稀释每股收益	0.35			
	-5.4%	12.6%	76.9%	53.2%
股利	0.06	7.66	13.55	20.76
期初未分配利润	(120.90)	(93.99)	(67.17)	(19.74)
提取盈余公积	17.48	3.83	6.78	10.38

期末未分配利润	(93.99)	(67.17)	(19.74)	52.92
---------	---------	---------	---------	-------

资料来源: 东兴证券研究所

**表 5: 浪莎股份资产负债表预测**

会计年度截止日: 12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
<b>资产</b>				
<b>流动资产</b>				
货币资金	273.28	215.55	267.49	345.17
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	27.47	40.29	73.88	106.39
其他应收款	1.98	2.98	5.46	7.87
预付款项	15.42	16.42	18.25	20.85
存货	97.60	136.18	250.21	356.99
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>415.76</b>	<b>411.41</b>	<b>615.29</b>	<b>837.27</b>
<b>非流动资产</b>				
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	47.28	157.88	165.80	190.71
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	29.08	0.00	0.00	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	22.32	20.46	18.60	16.74
开发支出	0.00	0.00		
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	1.44	1.00	1.00	1.00
递延所得税资产	0.66	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00

非流动资产合计	100.78	179.34	185.39	208.45
<b>资产总计</b>	<b>516.54</b>	<b>590.75</b>	<b>800.68</b>	<b>1,045.72</b>
流动负债				
短期借款	0.00	0.00	0.00	1.03
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	64.91	81.71	150.13	214.20
应付账款	60.86	68.09	125.11	178.50
预收款项	26.34	42.68	72.64	115.79
应付职工薪酬	1.85	2.12	2.44	2.81
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	-3.30	0.00	0.00	0.00
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	3.37	3.00	3.00	3.00
递延收益 - 流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>154.03</b>	<b>197.59</b>	<b>353.31</b>	<b>515.32</b>
非流动负债				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>154.03</b>	<b>197.59</b>	<b>353.31</b>	<b>515.32</b>
所有者权益（或股东权益）				
实收资本（或股本）	97.22	97.22	97.22	97.22
资本公积	341.80	<b>341.80</b>	<b>341.80</b>	<b>341.80</b>
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	17.48	21.31	28.09	38.47
未分配利润	-93.99	(67.17)	(19.74)	52.92
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益合计	362.51	393.16	447.37	530.40
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00

所有者权益（或股东权益）合计	362.51	393.16	447.37	530.40
负债和所有者权益（或股东权益）总计	516.54	590.75	800.68	1,045.72

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 程远

金融工程专业毕业，08年加盟东兴证券，目前从事纺织服装行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。