

结构优化提升业绩

结构优化提升均价,价量齐升降低成本费用率

报告关键点:

- 公司面临行业结构性机会,份额将提升;2011年顺应趋势优化结构有成效
- 公司处于业绩恢复提升期。上半年业绩预增70%-100%,预测2011-2013年EPS约0.55、0.7、0.83元,按照2011年7月1日股价对应PE为25.7倍、20.2倍、16.9倍。

报告摘要:

- 行业结构面临改变,龙头企业享受份额提升与结构优化机会 未来几年我国拉链行业将保持10%-20%增长。国内行业龙头份额不到3%,增长潜力主要来自行业内部:一方面,劳动力成本提升,将淘汰落后产能从而释放市场份额;另一方面,中高端需求比重增加、精密金属拉链部分进口替代为有品牌质量优势的龙头带来产品和客户结构优化的契机。
- 国内拉链第一品牌,份额第一空间大 公司是国内厂商销售份额第一,但仅占2.5%;公司是国内第一品牌,拥有好于国内其他国内一线拉链品牌的品牌优势。
- 结构优化单价提升,量价齐升VS.成本费用缩减 公司进入通过结构优化提升业绩和业绩恢复提升期。(1)毛利率提升:公司本身具有成本转嫁能力,2011年将增加大客户和金属拉链销售比重作为工作重点并取得一定成绩:大客户方面取得凌致、森马的订单;金属拉链占比上升到20%以上,而据我们估算金属拉链收入占比每增加1%,产品均价增加约0.8%。(2)量价齐升+成本费用投入缩减:我们估计公司今年产品均价增幅15%左右,销量增幅10%-15%,销售额提升摊销07-08年大规模产能投入遗留的折旧和财务费用等固定支出。同时,员工人数缩减到相对稳定水平,工作重点转移后员工薪酬将更大程度与业绩挂钩,销售费用率和管理费用率回落到相对稳定的水平。
- 从2010年开始公司处于业绩恢复提升时期:我们预计公司上半年业绩预增70%-100%。预测2011-2013年EPS约0.55、0.7、0.83元,按照2011年7月1日股价对应PE应为25.7倍、20.2倍、16.9倍。结合公司在产业链的位置和未来3年的增速,给予公司27倍PE,对应目标价15元。
- 风险提示:人工成本上升是公司毛利率和产能利用率提升的最大阻碍;分公司销售情况能否达到预期还需要持续关注。

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

15.00 元

期限: 3个月 上次预测:

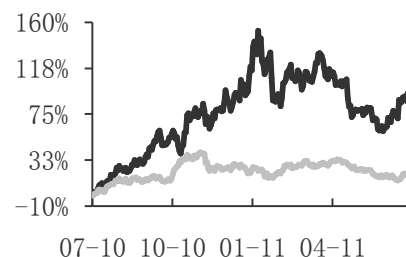
现价(2011年07月04日): 14.20 元

报告日期:

2011-07-04

总市值(百万元)	2,174.65
流通市值(百万元)	2,174.65
总股本(百万股)	155.00
流通股本(百万股)	155.00
12个月最低/最高	7.34/19.10 元
十大流通股东(%)	67.25%
股东户数	14,450

12个月股价表现



浔兴股份 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	17.05	(4.50)	72.19
绝对收益	19.17	(11.31)	92.54

 张龙
 021-68766113
 执业证书编号

 首席行业分析师
 zhanglong@essence.com.cn
 S1450511020030

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	759.8	1,011.5	1,287.0	1,586.7	1,808.8
Growth(%)	-11.8%	33.1%	27.2%	23.3%	14.0%
净利润	31.1	53.3	84.5	107.8	128.6
Growth(%)	48.5%	71.3%	58.7%	27.5%	19.4%
毛利率(%)	24.8%	24.2%	24.6%	25.1%	25.5%
净利润率(%)	4.1%	5.3%	6.6%	6.8%	7.1%
每股收益(元)	0.20	0.34	0.55	0.70	0.83
每股净资产(元)	3.53	3.77	3.99	4.29	4.64
市盈率	69.9	40.8	25.7	20.2	16.9
市净率	4.0	3.7	3.5	3.3	3.0
净资产收益率(%)	5.7%	9.0%	13.6%	15.9%	17.5%
ROIC(%)	6.9%	9.0%	12.0%	11.5%	12.6%
EV/EBITDA	17.3	18.6	14.8	11.9	10.4
股息收益率	0.7%	1.4%	2.4%	2.8%	3.5%

敬请阅读本报告正文后各项声明

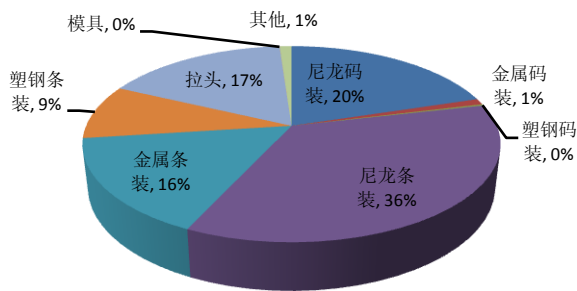
前期研究成果

1. 公司简介

1.1. 尼龙拉链为主的产品结构

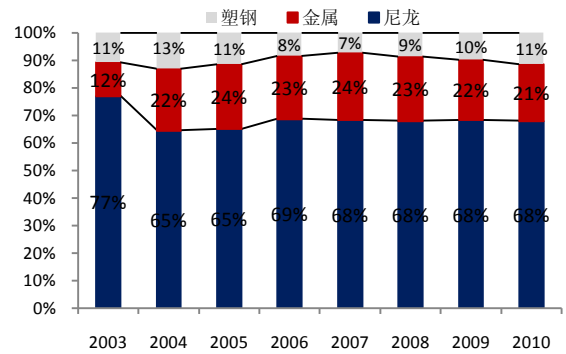
尼龙拉链是公司的优势产品(据了解质量好于YKK),目前在福建产区供不应求。2010年公司金属拉链总收入占比17%,估计目前在20%-30%之间,对比伟星、KEE50%的水平,上升空间很大。

图1 尼龙拉链为主的产品结构



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图2 往年拉链产品的收入结构基本稳定



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

1.2. 全国布局基本完成

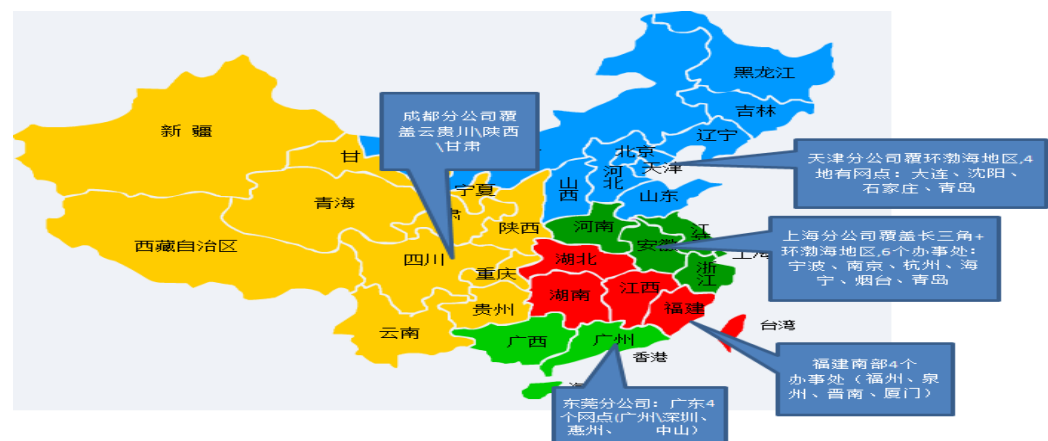
五大生产基地基本建成, 近期增长仍靠老基地 公司先后建成福建、上海、成都、天津和东莞5个生产基地。五个基地中, 福建收入贡献6个亿, 超过60%; 上海3个亿。未来1-2年福建上海仍是公司的收入利润支柱。

表1 4 大异地子公司仅上海步入正轨

(单位: 万元)	持股比例	09年收入	09年净利润	10年净利润
上海浔兴	75%	23400	1341	1875
天津浔兴	100%	2422	-169	-90
东莞浔兴	100%	2967	-216	99
成都浔兴	100%	1366	-143	82

数据来源: 招股说明书、公司年报、安信证券研究中心

图3 公司大致渠道网点分布*



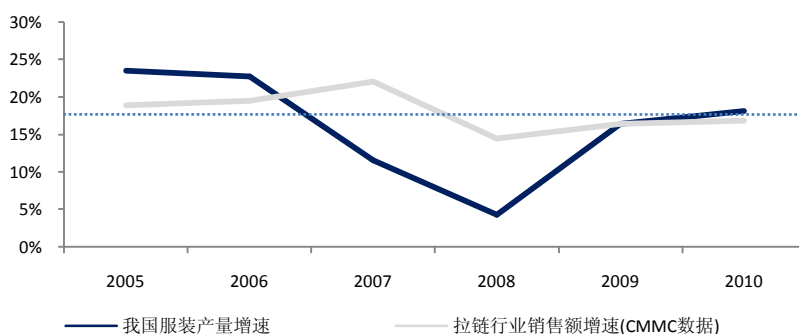
资料来源: 公司网站、安信证券研究中心

2. 行业机会来自稳定增长和结构调整

2.1. 拉链行业保持 10%-20% 的稳定增长

作为辅料，拉链需求很大程度取决于下游服装（占 50% 拉链需求）、箱包和帐篷的需求增长。目前我国拉链行业销售收入近 400 亿，按照《拉链行业十二五规划》，每年增速接近 10%，到 2015 年全行业实现销售收入达 610 亿人民币。但按照 CMMC 提供的行业销售额历史增速，以及正常情况下我国服装产量增速（图 4），认为《规划》偏保守，预计销售额未来增速应在 10%-20% 之间。

图 4 拉链行业保持基本稳定的增长



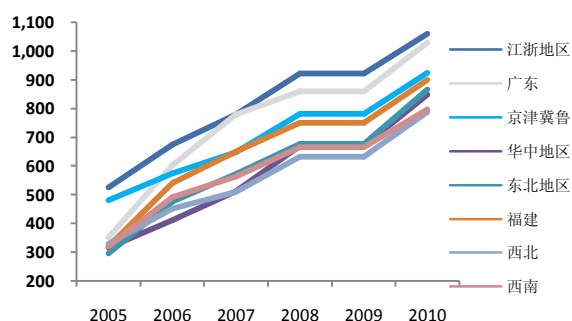
数据来源：CEIC、CMMC、安信证券研究中心

2.2. 龙头企业面临行业格局转变和产品升级机遇

2.2.1. 人力成本驱动行业格局变化与产业迁移，完成全国布局龙头率先把握机会

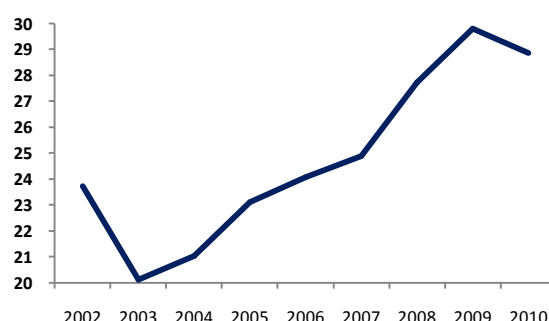
拉链企业主要分布在江浙（占比约 30%）、广东福建（占比约 20%-30%）以及环渤海地区。而这些地区的人工成本最高，并持续提升（图 5）。拉链企业，尤其是低端企业属于劳动密集型，人力成本上升将淘汰部分落后产能并释放市场份额。目前广东等地已出现因人工成本压力而西迁的下游客户，由于拉链有运输半径影响交期的问题，行业西迁趋势将逐渐显现。此背景下，率先完成全国布局的优势企业能更好把握上述机会。

图 5 各地区月最低工资标准（元）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6 纺织服装行业毛利率提升迅速（%）



数据来源：WIND，安信证券研究中心

2.2.2. 产品结构升级为有品牌质量优势龙头带来机遇

中高端需求比重增加，利于国内龙头改善客户结构 国内中高端服装生产比重提升（图 6）增加中高端拉链需求。质量和品牌是中高端品牌选择拉链厂商的首要条件。为保证质量、维护品牌形象，越高端的客户对价格越不敏感（表 2）。我国 3000 多家拉链

企业绝大部分集中在中低端，具有品牌和质量优势的国内一线品牌更有利把握产品结构升级的良机，扩大市场份额的同时进一步加大优质大客户采购占公司收入比重，提升盈利能力。

表 2 各档次产品竞争格局

产品档次	壁垒	竞争手段	竞争格局	国内厂商同 YKK 相比的优劣势	主要参与者
低档	无壁垒	价格竞争，竞争激烈	中国企业一统天下	略	绝大部分国内厂商
中档	品牌和质量优势	质量、品牌和服务	行业骨干企业和 YKK 竞争	价格 (YKK 价格是国内品牌同产品价格 2-5 倍)；个性化服务；尼龙塑钢拉链同 YKK 质量相当	国内龙头
高档	较高技术壁垒	品牌、质量	基本被 YKK 垄断	精密金属拉链质量同 YKK 差距大，但有价格和服务优势	YKK (国内一线品牌开始采购国内品牌)

资料来源：公司资料 安信证券研究中心

未来 2-3 年精密金属拉链实现部分进口替代成为国内厂商金属拉链领域重要突破口。精密金属拉链主要满足相对高档服装箱包需求。以前只有 YKK 等极少数厂家能生产。现成型的设备已能够在国内市场上购买，但国内厂商在表面处理工艺和质量稳定性上同 YKK 有较大差距。据业内人估计未来 2-3 年稳定性问题能够解决，从而在对拉链表面处理要求不高的裤装市场、在对品牌相对不苛求的客户中 (主要是国内一线品牌)，国内龙头企业能够率先在满足一部分需求。精密金属拉链毛利率 30%-40%，而尼龙和普通金属拉链 20%-30%。

国内拉链厂商金属拉链质量工艺较 YKK 有很大差距，随着高档金属拉链技术在国内成熟，有利于改善国内大部分厂商以尼龙塑钢为主的产品结构，增加高单价金属拉链比重。

表 3 金属拉链是国内龙头未来要努力的方向

拉链品种	成本与档次	应用	需求占比	我国厂商优劣势
尼龙拉链	较低/也有高端产品	运用最广泛：儿童/女性服装，裤子、夹克等衣类，运动服及箱包、汽车用坐垫子、帐篷等非衣类	50%	技术达到国际先进水平 (浔兴质量尼龙拉链超过 YKK) 同时有价格服务优势
塑钢拉链	居中	运动服、户外用品，羽绒服、滑雪服和防风服、箱包等	10%-20%	技术达到国际先进水平同时有价格服务优势
金属拉链	成本较高；中高端	中高档皮衣、裤子、夹克、牛仔、高档休闲服和箱包	30%-40%	金属拉链尤其是精密金属拉链产品的生产设备、工艺方面与 YKK 存在差距；但龙头价格为其 1/3 左右，且有个性化服务优势

资料来源：公司资料 安信证券研究中心

3. 国内拉链行业第一品牌,收入规模最大

销售额国内厂商第一，份额小于 3% 上升空间大 公司收入规模虽一直保持国内厂商第一，但份额很低 (表 4)；仅占国际拉链巨头 YKK2010 拉链业务全球销售额 (约 180 亿元) 的 5.5%，空间巨大。

表 4 国内主要拉链厂商 2010 销售额*和份额

	拉链业务销售额	国内拉链行业份额
得兴	10.0	2.5%
伟星	5.4	1.4%
福兴	5.0	1.3%
东龙	3.5	0.9%
KEE	1.7	0.4%
驰马	1.9	0.5%
长城	2.2	0.6%

资料来源：公司资料、安信证券研究中心

*对部分未上市公司是估算数

公司是国内市场仅次于 YKK 的第一品牌

表 5 公司与部分国内主要拉链厂商品牌建设对比

公司	品牌地位	品牌营销策略
YKK	高端拉链的代表性品牌	
得兴	a. 首个获中国驰名商标拉链品牌 b. “中国拉链十大知名品牌”之首 c. 根据汉鼎咨询查询 google 中文网页和 baidu 搜索排名情况, 搜索网页数量位于前两名的 YKK 与 SBS, 其数量远远超过了其他品牌。	a. 2007 成立品牌运营中心; b. 2008 SBS 拉动时尚·2008 拉链流行趋势发布会——SBS 品牌引领拉链由配角到主角转变 c. 通过篮球推广品牌:(1) SBS 男篮通过 CBA 联赛, 使上亿观众通过 CBA 电视转播领略 SBS 品牌速度、超越、服务的经营理念(2) 放大客户品牌对于篮球和体育赞助效果*
伟星	中国纽扣第一品牌的延伸;	强大营销团队, 专人负责实地维护品牌客户
东龙	中国拉链十大知名品牌; 2006 中国服装行业领袖品牌	通过渠道延伸扩大品牌影响力
福兴	中国拉链十大知名品牌	品牌宣传投入很少

资料来源：公司资料、安信证券研究中心

*安踏是 CBA 联赛的主赞助商, 361 度赞助中国男篮甲 B 联赛、匹克用 NBA 休斯敦火箭队球员巴蒂尔做代言人等

流程管理突出, 交货期短于同行 目前国内拉链行业生产设备壁垒已经很低, 产品生产的差异主要在于工艺技术和流程管理。公司平均交货期 10-15 天, 业内平均 20-30 天, 据了解, 公司的交货期也短于其他一些国内一线品牌, 以及 YKK。

研发创新优势 目前国内龙头企业产品质量差别不大, 但仍可以看到公司具有较强的研发创新能力:

- **拥有发明和实用专利居国内第一位** 公司是拉链产品国家和行业标准制定的组长单位, 拥有 20 项专利, 虽然次于 YKK, 但多于其它国内竞争对手。
- **国内最先拥有精密金属拉链制造能力的企业之一** 早在 2005 年公司就在引进韩国设备的基础上, 开发了高档精密金属拉链排味优化技术, 成为国内极少数(另有 YKK、YBS 等)能生产高档精密金属拉链的厂家。

4. 顺应趋势优化结构, 业绩恢复看好近期盈利能力提升

4.1. 公司具有良好成本转嫁能力

原材料占拉链成本的 80% 左右。涤纶长丝、锌合金、聚酯切片和铜丝等是主要原材料(图 7)。公司主要产品的毛利率能保持基本稳定(图 8), 很大程度是因为公司能将

大部分成本上升的压力转移到下游,从而使收入与成本波动基本一致(图9、图10)。

图7 公司原材料采购额分布

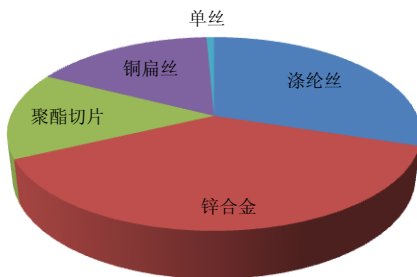
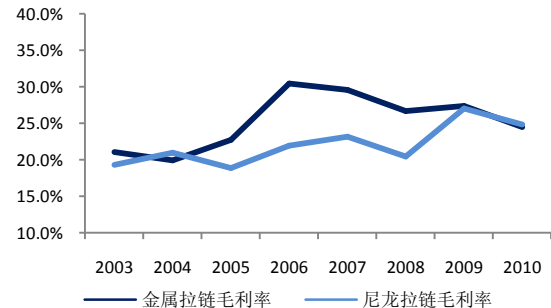


图8 主要产品毛利率水平稳定



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

数据来源：WIND，安信证券研究中心

图9 条装产品成本收入涨幅一致

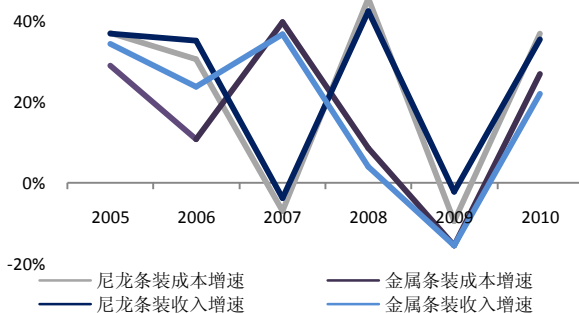
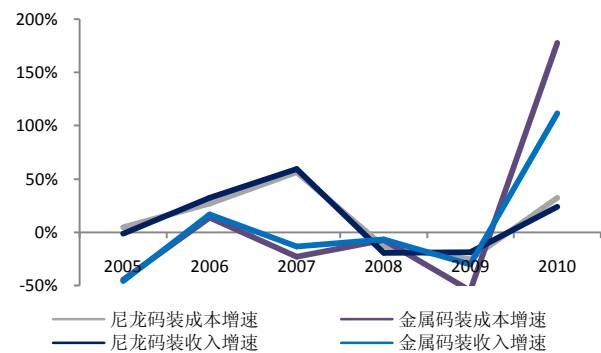


图10 码装产品成本收入涨幅一致



数据来源：WIND，安信证券研究中心

数据来源：WIND，安信证券研究中心

公司能够成功转移成本的主要原因：

行业特点决定 拉链仅占服装成本的1%-2%，但很大程度决定了下游产品的档次定位和质量——据YKK统计：服装产品的退货、索赔中大约有70%是由于拉链的质量原因产生的。因此，服装厂商，尤其是中高档服装厂商对拉链价格不敏感。

公司议价能力和客户分布造成 (1) 公司是行业龙头，客户主要是中高档品牌，价格敏感度更低 (2) 公司60%以上收入来自福建，而主要对手中仅福兴和东龙的在福建建有基地(表6)。福兴在新加坡上市、品牌营销投入低(销售费用占比2%)，在福建影响力远不如浔兴；东龙重点区域在华东。因此，公司对福建本地客户议价能力较强。

订单规模小、生产周期短(10天左右/单) 每单定价基本能反映原材料价格波动,所以能够确保毛利率稳定。

表6 主要竞争对手在福建尤其是晋江附近布局较少

	浔兴	YKK	伟星	福兴	东龙	驰马	KEE
国内生产基地	晋江、上海、天津、成都、东莞	上海、深圳、大连	浙江、深圳	晋江、上海、青岛、拟成都、武汉、广东	上海、浙江(杭州、宁波)、福建晋江、青岛	江苏无锡	浙江(负责华东\华北和华北地区客户)、广东; 计划湖北开

							厂
重点区域	华南、华东	华东、华南、华北	华东最多，其次华北，广东较少	福建	华东、华北	华东、华南	华东华南
销售网络	图 3	上海营业所以上海为中心，在全国设有 11 个销售点；深圳分厂销售网络主要覆盖福建、广东和南昌等地	在全国主要大中城市设立了 20 家销售分公司和 40 以上个营销网点，1000 多个销售人员	主要在福建、上海、青岛在开拓中	青岛、南京、张家港、上海、杭州、宁波、晋江	共 11 个销售处：天津、南京、宁波、杭州、青岛、大连、南通、北京、广州和上海、香港	长三角和珠三角东佛山\浙江嘉兴\上海

资料来源：公司资料、安信证券研究中心

经过测算，在单个产品的其他成本保持不变的条件下，公司保持一定毛利率所需要提价的幅度低于主要原材料涨价幅度，这在条装拉链上更明显。因此即使原材料成本上涨，公司仍有较大的操作空间保持毛利率稳定。

表 7 公司保持毛利率不变尼龙码装提价幅度

	切片涨价幅度					
		0%	5%	10%	15%	20%
	0%	0%	2%	4%	6%	8%
	5%	2%	4%	6%	8%	10%
	10%	4%	6%	8%	10%	12%
	15%	6%	8%	10%	12%	14%
	20%	9%	11%	12%	14%	16%

资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

表 8 公司保持毛利率不变尼龙条装提价幅度

	锌合金涨价幅度					
		0%	5%	10%	15%	20%
	0%	0%	1%	2%	4%	5%
	5%	2%	3%	4%	5%	6%
	10%	3%	4%	6%	7%	8%
	15%	5%	6%	7%	9%	10%
	20%	7%	8%	9%	10%	11%

资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

表 9 公司保持毛利率不变金属条装提价幅度

	铜涨价幅度					
		0%	5%	10%	15%	20%
	0%	0%	2%	4%	5%	7%
	5%	1%	3%	5%	7%	8%
	10%	2%	4%	6%	8%	10%
	15%	4%	5%	7%	9%	11%
	20%	5%	7%	8%	10%	12%

资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

4.2 优化结构毛利率提升

4.2.1 产品结构改善

● **金属拉链收入占比提升** 公司产品一直以尼龙为主，今年加大金属拉链市场开发力度并取得一定成果。据了解和估计公司目前金属拉链收入占比高于去年水平但低于 1/3。普通金属条装 1.7 元/条，条装尼龙和塑钢 0.7-0.8 元/条，据测算，金属拉链收入占比每增加 1 个百分点，公司产品均价提升 0.8%。但是公司在 1-2 年内在金属拉链领域新增的市场份额主要是普通金属拉链，主要对手为伟星、KEE 等，虽然公司有

品牌优势，很大程度还要依靠销售服务能力，因而需要持续关注。

表 10 金属条装拉链收入份额每提升 1%，产品均价提升 0.8%

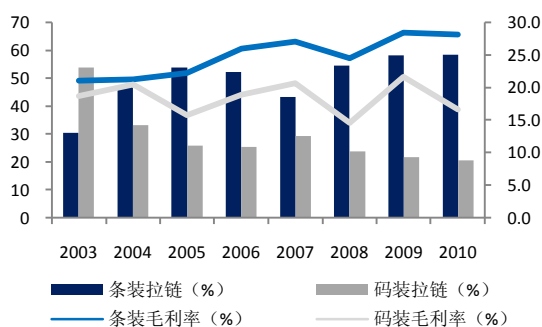
	17%	18%	19%	20%	21%	22%
金属拉链收入(亿元)	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2
金属拉链销量(万条)	10000.0	10588.2	11176.5	11764.7	12352.9	12941.2
尼龙和塑钢销量(万条)	73777.8	72888.9	72000.0	71111.1	70222.2	69333.3
平均价格(元)	0.86	0.87	0.88	0.88	0.89	0.90
产品均价提升幅度		0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

资料来源：公司资料、安信证券研究中心

● **2-3 年后精密金属拉链带动毛利率提升** 目前公司精密金属拉链销售规模仅 2、3 千万。公司较绝大部分同业更早进入该领域，亦具品牌优势，2-3 年后在部分进口替代的趋势中有一定优势。

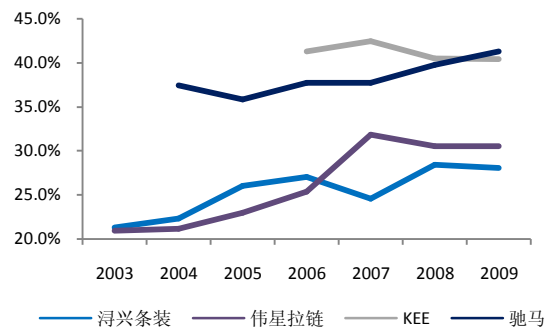
● **条装拉链收入占比近 60%，将继续提升** 加大条装拉链比重和终端大客户比重是公司未来重要策略，目前条装拉链 60% 的收入占比仍有不小上升的空间。公司条装毛利率 28% 并呈上升趋势，对应码装毛利率 17% 呈下降趋势（图 11）。

图 11 公司条装拉链占比提升拉动毛利率提升



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 12 KEE 和驰马毛利率显著高于其他上市公司



数据来源：WIND，公司年报，安信证券研究中心

4.2.2 客户结构改善

高毛利率国外大客户加入 驰马和 KEE 毛利率明显高于同业（图 12），据了解主要由于其客户多为对品质要求高，并愿意支付高单价的国外品牌（表 11）。开拓国内外优质大客户是公司目前的重要方针，2011 年上半年较显著成果是从伟星挖来凌致。估计该类客户的金属条装毛利率能在 30% 左右。

直销比重提升带动毛利率提升 目前公司直销模式收入贡献 70%-80%，公司表示直销占比将继续提升，以呼应大客户策略。直销比重提升也有利于提高毛利率水平。

表 11 主要上市公司客户结构差异

	得兴	伟星	KEE	驰马
主要客户品牌	前五大客户：361°、特步、安踏、七匹狼、利郎；另外有耐克、劲霸、柒牌；上海地区主要有：雅戈尔、杉杉、波司登、美特斯邦威等等	前三大客户：美邦、艾莱依、波司登。另外有凯撒、哥弟、报喜鸟、七匹狼、美特斯邦威、POLOS、BURBERRY、BOSS、法国鳄鱼、宝姿	国内：李宁和美特斯邦威等 12 家本地服装品牌和 36 个国际服装品牌 (OEM) 合作	国际客户：Rouse, LEVI'S, Calvin Klein, UMBRO, TARGET, Marks&Spencer, G-STAR RAW, PUMA, GUESS, WAL MART, MARKS & SPENCER, REEBOK, Etam, ROUSE GROUP CO., LTD., DKNY, Lotto, BESTSELLER, Europe Carrefour, KIABI 和 PIMKID (法国), Desigual (西班牙), Andrew Marc, DFG (Daron Fashions), tudio Ray LLC (美国) 国内客户：太平鸟、坦博尔、雅鹿、波司登、Jeanwest

资料来源：公司网站、公司资料、安信证券研究中心

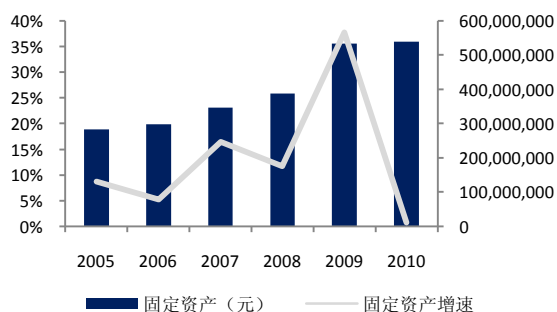
4.3. 价量齐升成本费用率降低

一方面，公司已结束产能布局时期，各种固定支出将回落到较低水平：

- 未来 3-5 年内公司固定资产投资将回落到年均 1 亿上下的水平（图 13），从而使折旧费用从高位回落并相对稳定。
- 销售、管理和生产人员数目回落并保持相对稳定（图 17），因而人工成本、尤其是销售费用和管理费用中的员工固定薪酬将保持较稳定水平
- 由于公司建设东莞天津和成都基地基本是靠负债融资，造成财务费用增速高于收入增速，未来资本支出需求减少因而财务费用将逐步回落到较低水平。（图 16）
- 异地基地前期投入基本结束，未来销售费用和管理费用的增长将与业绩增长表现出更明显的一致性。

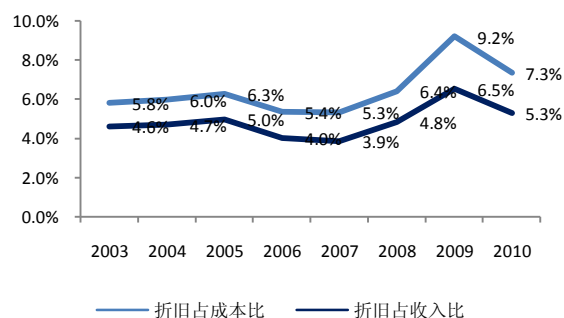
另一方面，随着公司工作重点转移到通过加大销售投入、流程管理提升效率提升产能利用率，销售额提升将持续摊薄固定成本费用，从而降低各种成本费用率。据了解，公司今年从年初 3 月到 5 月，3 个月销量较去年同期增长了约 10%-20%，保守估计上半年 15% 的销量增速；今年旺季结束较早，订单到 7 月，因此保守预计下半年订单比往年 10%-15% 的水平低，估计 5%-10% 左右。价格方面，估计今年单价增长约 15% 左右（主要基于去年底提价 10%，3-5 月销售单价同比增长约 15%-20%）。

图 13 固定资产投资增速大幅回落



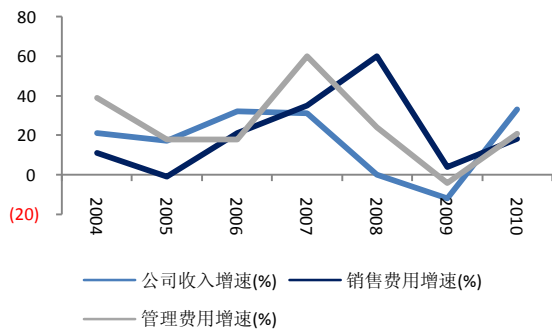
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 14 折旧收入比开始回落



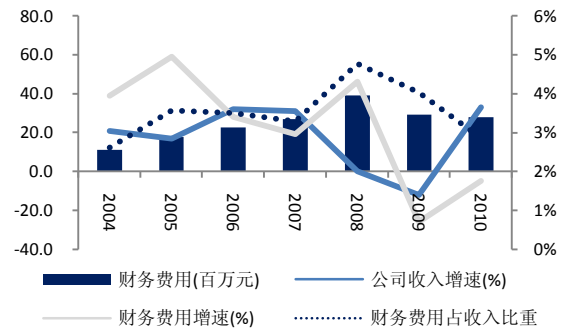
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 15 销售、管理费用增速降低



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 16 财务费用增速回落



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 17 员工人数下降并基本保持稳定水平

	2006	2007	2008	2009	2010
生产员工人数	3748	4696	4633	3870	3870
技术人员人数	798	1086	1054	1016	1016
销售人员人数	197	263	293	332	332
行政人员人数	312	447	385	312	312

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

表 12 各基地理论产值和产能利用率提升空间

生产基地	理论产值 (亿元)	现产能 利用率	未来发展策略和产值提升空间
福建基地	9	旺季(4-7月) 产能利用率	加大对大客户及运动服装市场销售投入;尼龙塑钢是公司优势产品,福建是公司优势地区,认为市场扩张问题不大
上海基地	5	均小于 100%	在上海目前有 3、4 百人的销售团队,10-20 个经销商,公司计划在 3-5 年内销售团队增加 50%-60%针对大客户
成都基地	2	淡季 产能利用率	成都地区未来主要为福建上海供应劳动密集型的拉头,因此上海福建基地产能提升有利于提升成都基地的产能利用率
天津基地		均小于 50%	主要生产条装成品,公司会增加天津基地的部件配套生产能力,以缓解目前天津基地因为产业链不完整以及区域协调问题发展缓慢的现状
东莞基地			东莞今后以后道工序(主要是表面处理)以及精品为重点,随着公司精密金属拉链等产品需求的增加,产能利用率将逐步提升

数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

4.4. 3 家新异地子公司业绩明显好转

今年一季度公司三家新异地子公司业绩明显好转。一季度通常是公司经营淡季,净利润较少,推算去年 2-4 季度三家异地子公司实现盈利 264.6 万元,因此照今年 1 季度的

趋势，今年 2-4 季度三家新公司估计能实现盈利 400-500 万。

另外值得注意的是，今年 1 季度上海子公司归属母公司部分净利润增长 74%，而去年全年这部分业务净利润仅增长了 5%；相反福建母公司今年一季度净利润增速 31%VS. 去年全年 81%的增长。福建是公司的优势地区，其成长确定性相对较强。今年上海净利润的大幅增加使我们感受到公司作为业内第一品牌在竞争激烈的江浙地区同其他几大品牌争夺中高端市场所显示出的实力。

表 13 母子子公司一季度业绩对比

	1Q2010	1Q2011
福建母公司净利润 (万元)	160.0	209.3
YOY		31.9%
天津、东莞和成都三家子公司 (万元)	-173.6	-5.5
上海子公司(归属母公司部分) (万元)	90.0	156.6
YOY		74.0%

资料来源：WIND、安信证券研究中心

5. 盈利预测与估值——公司处在业绩恢复提升期

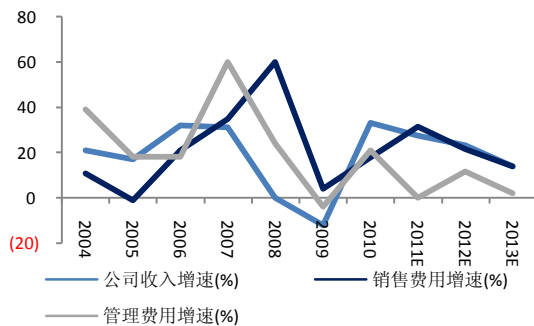
公司 07-09 年收入利润增速较大下滑，一方面是因为国际金融危机造成订单大幅下降，另一方面新建产能的达产进度也低于公司此前的计划；其次，公司为兴建五大基地，进行了大量的投资，折旧、人工、销售/管理费用以及来自短期负债/长期负债增加带来的财务费用一时无法被收入增长消化，造成利润率大幅降低。

由于经济好转以及基本结束了产能扩张和全国布点的时期，加上公司产品结构和客户结构调整，产能利用率提升，预计 1 年左右时间业绩增速将达到较高水平然后逐步回落。

主要假设：

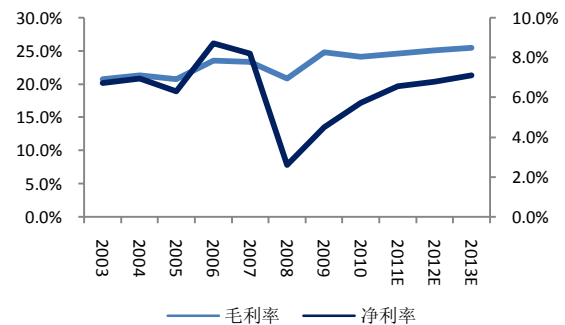
- 由于产品客户结构改善、产能利用率提升等原因，毛利率稳定并呈小幅提升趋势
- 公司未来 5 年内计划 3-4 亿资本投入，主要用于福建基地增加产能以及天津基地建设部件生产线。
- 销售和管理费用率保持高位——在产能布局基本完成后，营销是未来几年公司工作重点。销售人员提成以及营销渠道建设会增加这方面的支出负担，但假设这部分增速与收入基本同步。
- 母公司所得税率 15%，子公司 25%
- 保持 50%-60%的分红比例
- 随着伟星不断拓张拉链市场，驰马拉链 2010 年进军纽扣市场，我们不排除公司会横向延伸产品线进入服装面料、纽扣等市场，但在盈利预测中我们并未考虑这部分潜在新业务的收入利润，及其相关的融资成本、资本投入、成本费用。

图 18 费用率均有一定回落



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 19 毛利率和净利率恢复提升



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

我们测算公司 2011-2013 年 EPS 为 0.55、0.70、0.83 元，按照 2011 年 7 月 1 日股价对应 PE 应为 25.7 倍、20.2 倍、16.9 倍。公司未来 3 年利润增速高于可比公司利润增速均值，PE 略低于可比公司 PE 均值，结合公司在产业链的位置和未来 3 年的增速，给予公司 27 倍 PE，对应目标价 15 元。

表 14 中小板相关公司估值

代码	证券名称	EPS			净利润未来 3 年增速			PE		
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
002563	森马服饰	2.2	3.0	4.0	48.1	35.8	32.5	21.4	15.7	11.9
002029	七匹狼	1.3	1.7	2.1	30.0	28.3	26.2	23.7	18.5	14.6
002154	报喜鸟	0.6	0.8	1.0	39.8	31.9	28.5	22.0	16.7	13.0
002269	美邦服饰	1.2	1.6	2.2	53.1	39.0	34.5	25.4	18.3	13.6
002003	伟星股份	1.3	1.6	2.1	24.4	29.8	31.9	13.0	10.0	7.6
002293	罗莱家纺	2.4	3.3	4.4	57.9	40.7	31.9	32.5	23.1	17.5
002397	梦洁家纺	1.5	2.0	2.7	51.5	37	33.7	29.9	21.8	16.3
002098	浔兴股份	0.6	0.7	0.8	58.7	27.5	19.4	25.7	20.2	16.9
平均		1.4	1.8	2.4	45.4	33.8	29.8	24.2	18.0	13.9

资料来源: WIND, 安信证券研究中心

6. 风险提示

人工成本上升是拖累毛利率和产能利用率提升最大障碍 由于小批量生产、个性化服务是国内企业生存之道，无法像 YKK 一样进行大规模标准化生产，这种劳动密集型的生产模式在短期内无法改变，只能由各家企业作局部的调整和流程优化。同时，销售人员提成也是公司另一大成本。

异地基地市场扩张是否能达到预期 上海基地目前虽然发展较快，但因为面临如伟星、YKK、东龙等对手，未来公司的销售投入是否能达到预期效果还要持续关注。同样，配备部件生产后，天津基地的条装拉链市场开拓情况如何，成都和东莞基地能否能打开市场还是只是保持拉头供应基地以及后处理基地的角色，都是现在无法断定的问题，影响了产能利用率的提升以及规模优势的发挥。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011/7/4		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	759.8	1,011.5	1,287.0	1,586.7	1,808.8	成长性					
减: 营业成本	571.3	767.0	970.2	1,188.0	1,347.1	营业收入增长率	-11.8%	33.1%	27.2%	23.3%	14.0%
营业税费	0.8	1.6	1.7	2.1	2.5	营业利润增长率	146.3%	73.9%	41.8%	38.0%	22.2%
销售费用	50.1	59.1	75.9	93.6	106.7	净利润增长率	48.5%	71.3%	58.7%	27.5%	19.4%
管理费用	62.8	76.3	100.4	122.2	139.3	EBITDA 增长率	22.1%	26.5%	23.2%	25.4%	16.0%
财务费用	29.3	27.9	25.2	28.1	28.6	EBIT 增长率	25.3%	41.0%	27.2%	32.7%	18.8%
资产减值损失	4.9	8.9	13.6	14.6	15.8	NOPLAT 增长率	2.9%	34.8%	38.1%	23.4%	16.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.3%	4.0%	28.5%	6.2%	6.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	3.1%	6.8%	6.4%	8.3%	8.8%
营业利润	40.6	70.6	100.0	138.1	168.8	利润率					
加: 营业外净收支	2.6	-0.7	12.8	5.1	2.5	毛利率	24.8%	24.2%	24.6%	25.1%	25.5%
利润总额	43.2	69.9	112.8	143.2	171.2	营业利润率	5.3%	7.0%	7.8%	8.7%	9.3%
减: 所得税	8.7	12.0	19.4	24.8	29.9	净利润率	4.1%	5.3%	6.6%	6.8%	7.1%
净利润	31.1	53.3	84.5	107.8	128.6	EBITDA/营业收入	16.2%	15.4%	14.9%	15.1%	15.4%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	9.2%	9.7%	9.7%	10.5%	10.9%
货币资金	150.4	126.2	193.0	238.0	271.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	219	191	154	128	112
应收账款	190.2	204.7	257.2	284.4	320.2	流动营业资本周转天数	134	101	119	136	137
应收票据	19.9	34.0	22.4	38.5	27.0	流动资产周转天数	279	216	197	193	191
预付账款	38.5	39.9	36.6	31.4	28.7	应收账款周转天数	90	68	62	59	58
存货	187.4	223.7	273.2	327.4	355.1	存货周转天数	94	75	71	70	70
其他流动资产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	总资产周转天数	592	462	396	355	332
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	445	345	316	297	277
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	23.9	23.9	23.9	23.9	ROE	5.7%	9.0%	13.6%	15.9%	17.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.7%	4.4%	6.2%	7.2%	8.3%
固定资产	535.1	539.4	558.5	566.2	562.7	ROIC	6.9%	9.0%	12.0%	11.5%	12.6%
在建工程	24.0	21.3	19.7	11.8	7.1	费用率					
无形资产	103.9	100.5	97.2	93.9	90.8	销售费用率	6.6%	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%
其他非流动资产	6.6	8.5	8.5	8.5	8.5	管理费用率	8.3%	7.5%	7.8%	7.7%	7.7%
资产总额	1,263.0	1,331.1	1,499.2	1,632.9	1,704.3	财务费用率	3.9%	2.8%	2.0%	1.8%	1.6%
短期债务	455.0	432.0	546.3	567.9	586.2	三费/营业收入	18.7%	16.2%	15.7%	15.4%	15.2%
应付账款	71.6	99.9	104.3	131.4	143.2	偿债能力					
应付票据	35.6	45.4	52.3	81.5	61.0	资产负债率	52.2%	51.6%	54.2%	54.5%	52.6%
其他流动负债	52.5	65.4	66.5	65.5	62.2	负债权益比	109.3%	106.4%	118.5%	119.8%	111.0%
长期借款	25.0	15.0	15.0	15.0	15.0	流动比率	0.92	0.94	0.98	1.05	1.14
其他非流动负债	-	2.8	2.5	2.3	2.0	速动比率	0.62	0.60	0.63	0.67	0.73
负债总额	659.4	686.2	813.1	890.1	896.5	利息保障倍数	2.39	3.53	4.96	5.91	6.90
少数股东权益	55.9	60.1	68.1	77.7	89.1	分红指标					
股本	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	DPS(元)	0.10	0.20	0.33	0.39	0.48
留存收益	392.7	429.8	463.0	510.2	563.7	分红比率	49.8%	58.2%	60.7%	56.2%	58.4%
股东权益	603.6	644.9	686.1	742.8	807.8	股息收益率	0.7%	1.4%	2.4%	2.8%	3.5%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	34.4	58.0	84.5	107.8	128.6	EPS(元)	0.20	0.34	0.55	0.70	0.83
加: 折旧和摊销	53.8	57.7	66.2	73.9	81.3	BVPS(元)	3.53	3.77	3.99	4.29	4.64
资产减值准备	4.9	8.9	13.6	14.6	15.8	PE(X)	69.9	40.8	25.7	20.2	16.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	3.7	3.5	3.3	3.0
财务费用	30.4	27.0	25.2	28.1	28.6	P/FCF	109.9	-180.2	-26.2	42.6	34.2
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	2.9	2.1	1.7	1.4	1.2
少数股东损益	3.3	4.7	8.9	10.6	12.7	EV/EBITDA	17.3	18.6	14.8	11.9	10.4
营运资金的变动	0.3	-11.3	-78.3	-37.4	-61.7	CAGR(%)	50.9%	34.6%	23.0%	19.4%	13.0%
经营活动产生现金流量	124.4	138.3	120.1	197.6	205.3	PEG	1.4	1.2	1.1	1.0	1.3
投资活动产生现金流量	-81.1	-93.3	-81.5	-70.0	-70.0	ROIC/WACC	0.8	1.0	1.3	1.3	1.4
融资活动产生现金流量	-24.3	-69.9	37.7	-67.1	-85.3	REP	3.0	2.9	1.7	1.7	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034