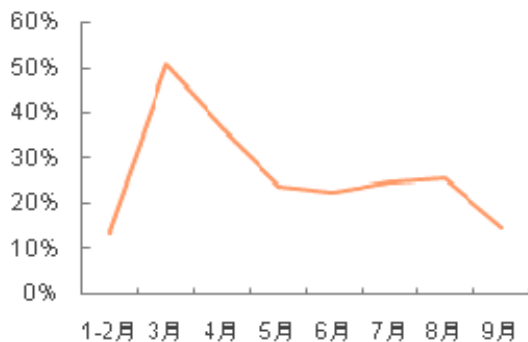


前三季度收入增长较缓，水晶业务拖累利润

纺织服装外需疲弱，辅料行业不容乐观

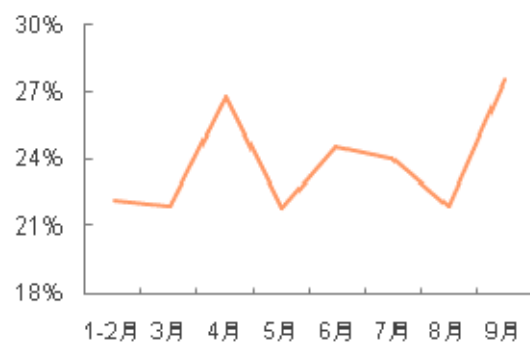
受欧债危机及美国经济复苏乏力的影响，纺织服装出口增速在年内呈逐渐下滑趋势；1-9月纺织服装出口额累计同比增长23.96%，据海关总署数据统计，扣除价格因素实际出口数量增长只有2.8%。公司作为纽扣、拉链等辅料产品的龙头企业，产品有40-50%直接和间接出口，因而业务也受到较大影响。内销方面，服装零售额增速保持在20%以上，整体情况略好于国外。公司的内销业务表现也较为良好。

图 1： 2011 年纺织服装行业月度出口同比增速



资料来源：第一纺织网，华泰联合证券研究所

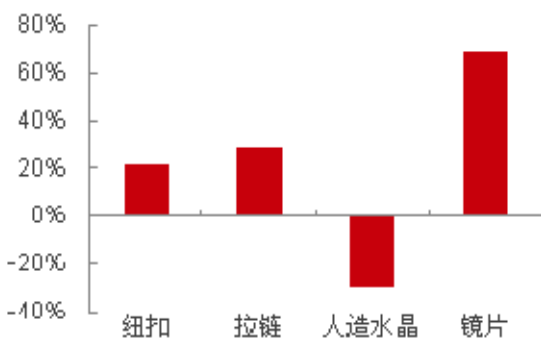
图 2： 限额以上批零业服装鞋帽纺织品零售额月度增速



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

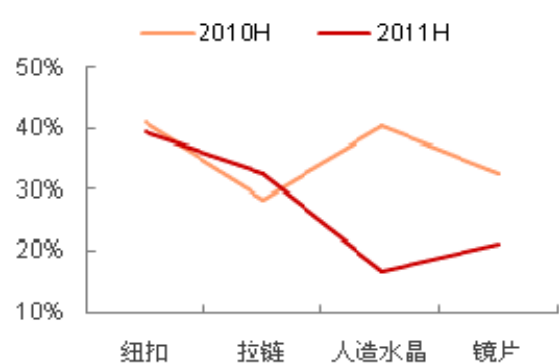
分业务来看，占比较高的纽扣、拉链业务增长态势还是稳定的。纽扣业务上，公司加强了树脂纽扣的转型升级，新品销售较好，金属纽扣收入与去年同期基本持平；拉链业务上，由于公司利用纽扣业务的服装客户资源优势大力发展拉链业务，近几年增长较快，目前占比已经达到30%；水晶钻业务拓展相当不理想，由于东欧、埃及的不正当竞争造成价格混战，全国范围内的水晶钻企业面临亏损，公司的水晶钻产品价格也大幅下滑；镜片业务由于市场拓展力度的加强而增长较快，但占比较小。

图 3： 2011 上半年公司各项业务收入同比增速



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4： 公司各项业务毛利率近两年对比



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

费用增长及水晶业务拖累净利润表现

受全国性人工成本上涨的影响，纺织服装全行业的毛利率及费用都或多或少受到影响。公司前三季度的销售费用率和管理费用率分别提升0.15、0.66个百分点。另外

由于水晶钻价格大幅下滑，毛利率受拖累较为严重，前三季度同比下降 1.36 个百分点。这两个因素是公司前三季的净利润增速仅为 0.66% 的主要原因。据我们估算，如果不考虑水晶钻业务的影响，公司的净利润增速可以达到 10%。

四季度业务重点转向应收帐回款，股权激励行权条件能否达到存在一定不确定性

由于货币政策收紧，产业链的资金回款速度也随之放慢。从公司的财务报表看，截至三季度末，应收票据和应收账款较上年年末合计增加 1.02 亿元至 3.13 亿元，如果这部分能够顺利回款，则能贡献 5.57% 的收入增速，对业绩有较为明显的影响。鉴于此，公司在制定四季度工作重点的时候将加强应收帐回款放在首位，其次是控制费用及市场开拓。

另外，公司于 7 月 12 日公布股权激励草案，拟分三期授予总数为 600 万股的股票，占公司现有股本总额的 2.32%，行权价格为 17.63 元。第一个行权期的行权条件为“2011 年加权平均净资产收益率不低于 14%；以 2010 年扣除非经常性损益的净利润为基数，2011 年的净利润增长率不低于 10%”。从前三季度的净利润增速来看，实现这个目标有一定的难度。由于目前草案还在证监会审批，具体是否通过审批、进一步通过股东大会还未确定，因此暂不评判草案的可行性。

表格 1：股权激励行权业绩条件

行权期	业绩指标
第一个行权期	2011 年加权平均净资产收益率不低于 14%；以 2010 年扣除非经常性损益的净利润为基数，2011 年的净利润增长率不低于 10%
第二个行权期	2012 年加权平均净资产收益率不低于 15%；以 2010 年扣除非经常性损益的净利润为基数，2012 年的净利润增长率不低于 25%
第三个行权期	2013 年加权平均净资产收益率不低于 16%；以 2010 年扣除非经常性损益的净利润为基数，2013 年的净利润增长率不低于 35%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

明年募投产能部分释放，预计深圳拉链项目表现最佳

公司于 2011 年 2 月实施配股募得 3.78 亿元用来进行拉链、纽扣技改扩建项目，项目在深圳观澜工业园、临海花园工业园及江南工业园进行。

从工程建设进度及产能释放日期来看，深圳项目由于投入较早，目前进度较快，截至 2011 年中报配股资金累计投入占计划的 69%，三季度又有进一步投入。预计明年可建成并陆续投产。同时，明年建好后龙岗区老厂房的设备将逐步搬迁至深圳观澜工业区。另外，上海的拉链和激光雕刻纽扣项目则进展较慢。

从项目投产对业绩的提升能力来看，深圳拉链项目预计明年表现最佳。金属纽扣技改项目由于现有的产能利用率不是很高，进而在需求不出现明显增长的情况下新项目的投产可能难以被全部消化。临海的项目由于进度较慢预计对明年提振业绩能力有限。其中激光雕刻纽扣项目主要是对现有部分树脂纽扣产品多加了一道激光雕刻的工序，因而不会提升产能，主要是产品升级。

表格 2：配股募投项目情况

项目名称	实施地点	投资金额	建设期	新增产能	年新增销售收入	年新增利润
激光雕刻钮扣技改	临海市尤溪镇花园工业园	7915 万元	1.5 年	年雕刻纽扣 10 亿粒	15010 万元	3192 万元
高档拉链技改	临海市经济开发区前江南路	9451 万元	2 年	年产高档尼龙隐形拉链 7000 万米；高档塑	20562 万元	3918 万元
深圳联星高档拉链扩建	深圳观澜工业园	8850 万元	2 年	钢拉链 3680 万米；高档金属拉链 4600 万米	17455 万元	3292 万元
深圳联星高品质钮扣扩建	深圳观澜工业园	9836 万元	2 年	年新增各种高品质合金按钮、五金纽扣 4 亿粒；组合纽扣 2 亿粒	20450 万元	3473 万元

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

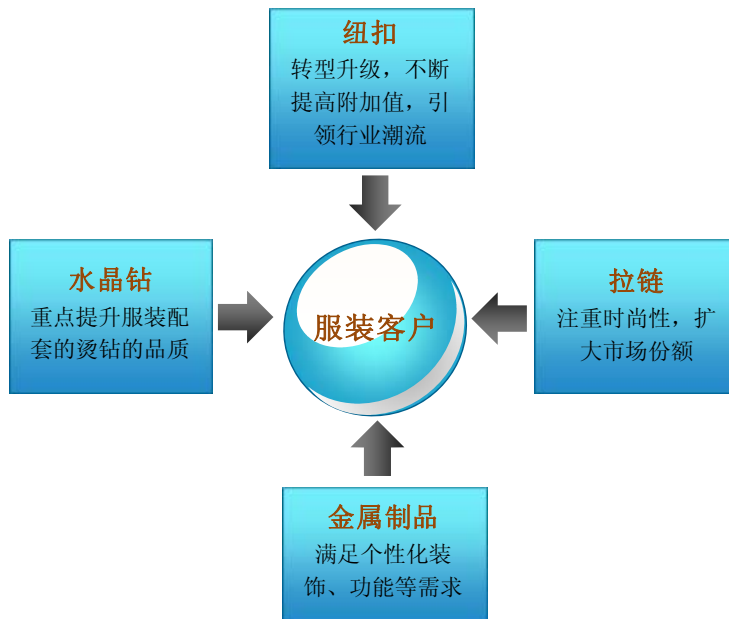
未来的发展思路清晰，坚持围绕服装客户发展各项业务

以服务服装客户为主线，在巩固纽扣市场地位的基础上大力发展拉链、金属制品业务

公司最早从 1976 年开始经营纽扣业务，至今已有 35 年的发展历史，积累了相当多的客户，国内品牌服装企业都或多或少的使用公司的产品。目前公司拥有 500 多家客户，其中规模化客户有 200 多家。公司一般都以签订长期框架协议的方式与客户保持较为紧密的合作关系。公司产品质量和品牌价值受到客户的普遍认可，因而客户群也较为稳定。未来公司发展的战略是在巩固纽扣市场地位的基础上，大力发展拉链、金属制品等业务。纽扣方面，公司提升的空间在于国际市场的拓展、国内中高档服装消费的快速成长、市场占有率的提高及产品档次的持续升级。拉链业务上公司尽量避开与 YKK 在技术水平上的直接竞争，采取差异化战略，将拉链的重要配件——拉片做的更加时尚、多样化，从而加强拉链的时尚性及与时尚服装的配套能力。公司与台湾企业合资成立拉链配件公司也是出于这方面的考虑。水晶钻业务则需要做结构性调整。水晶钻分为尖底钻（比如镶嵌于首饰、胸针上）和烫钻（比如烫印到羊毛衫上），其中烫钻的客户群和纽扣是较为重叠的，所以烫钻业务上公司可以借助服装客户资源方面的优势超越同业竞争企业。公司未来将会努力提升烫钻的品质，同时适当压缩尖底钻的产出。金属制品业务方面，公司除了生产金属纽扣还制造一系列服装用的金属扣件、装饰件等，这也是重要的服装配套产品。这块市场的开发、新产品的研发也都还有进一步挖掘的空间。

在充分利用好服装客户资源的基础上，公司未来也会考虑逐渐加大拉链、金属制品在箱包、体育用品等领域的应用。

图 5：公司各项业务发展战略



资料来源：华泰联合证券研究所

产业转移趋势下公司的提前布局

鉴于全球化产业转移的进程逐渐加速，东南亚、非洲地区承接国际订单的能力加强，公司管理层也开始关注到这个趋势，并积极做准备。公司目前直接出口的比例较低，2010 年为 13%，因此大约有 30% 左右的收入来源于间接出口。在订单转移的趋势下，公司需要加强与国际品牌服装或采购商的直接合作，这样可以将产品销售到产业转移所在地，从而保持公司在国际服装市场的份额。2010 年公司设立伟星股份（香港）有限公司，也是希望借助香港的平台发展直接出口业务。

风险提示

欧债危机对全球经济的延续性影响；国内经济增长放缓影响内需；原材料价格波动。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	787	1232	1441	1922	营业收入	1829	2146	2486	3026
现金	275	600	748	1153	营业成本	1152	1363	1567	1891
应收账款	167	200	219	242	营业税金及附加	13	17	20	24
其他应收款	7	8	10	11	营业费用	146	165	199	242
预付账款	38	70	75	80	管理费用	174	202	236	287
存货	257	295	325	357	财务费用	9	12	11	10
其他流动资产	44	59	64	78	资产减值损失	4	4	4	4
非流动资产	1009	1161	1328	1324	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	688	720	1049	1104	营业利润	331	384	449	568
无形资产	143	160	167	174	营业外收入	13	8	6	6
其他非流动资产	178	281	112	46	营业外支出	7	6	4	4
资产总计	1796	2393	2768	3245	利润总额	337	386	451	570
流动负债	503	446	472	508	所得税	75	87	101	128
短期借款	121	100	100	100	净利润	262	299	349	441
应付账款	188	180	198	218	少数股东损益	6	5	6	8
其他流动负债	194	166	174	190	归属母公司净利	256	294	344	433
非流动负债	93	144	144	144	EBITDA	418	430	503	631
长期借款	93	144	144	144	EPS (元)	1.23	1.14	1.33	1.67
其他非流动负	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	597	590	617	652	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	21	26	31	40	成长能力				
股本	207	259	259	259	营业收入	31.1%	17.3%	15.9%	21.7%
资本公积	448	763	763	763	营业利润	48.0%	16.1%	16.9%	26.5%
留存收益	523	755	1098	1532	归属母公司净利	48.5%	14.8%	16.8%	26.2%
归属母公司股	1179	1777	2120	2554	获利能力				
负债和股东权	1796	2393	2768	3245	毛利率(%)	37.0%	36.5%	37.0%	37.5%
现金流量表					净利率(%)	14.0%	13.7%	13.8%	14.3%
单位: 百万元					ROE(%)	21.7%	16.6%	16.2%	17.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	22.9%	21.0%	21.5%	26.4%
经营活动现金	280	188	369	465	偿债能力				
净利润	262	299	349	441	资产负债率(%)	33.2%	24.7%	22.3%	20.1%
折旧摊销	78	34	43	54	净负债比率(%)	35.91	41.39	39.64	37.47
财务费用	9	12	11	10	流动比率	1.56	2.76	3.05	3.78
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.05	2.10	2.36	3.08
营运资金变动	-66	-159	-37	-42	营运能力				
其他经营现金	-3	2	2	2	总资产周转率	1.13	1.02	0.96	1.01
投资活动现金	-237	-185	-210	-50	应收账款周转率	11	11	11	12
资本支出	317	165	200	40	应付账款周转率	6.65	7.40	8.29	9.10
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	80	-20	-10	-10	每股收益(最新)	1.23	1.14	1.33	1.67
筹资活动现金	-16	322	-11	-10	每股经营现金流	1.08	0.73	1.42	1.80
短期借款	-47	-21	0	0	每股净资产(最	4.55	6.86	8.19	9.86
长期借款	93	51	0	0	估值比率				
普通股增加	3	52	0	0	P/E	14.97	13.04	11.16	8.84
资本公积增加	6	315	0	0	P/B	3.25	2.16	1.81	1.50
其他筹资现金	-70	-74	-11	-10	EV/EBITDA	9	9	8	6
现金净增加额	27	325	148	406					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。