

笃信深厚底蕴，着眼未来成长

——伟星股份(002003)公司投资价值分析

核心观点

1. 卓然业绩背后闪耀企业价值理念 公司已形成自己的用人观、发展观，在激励约束机制下，解决了员工与企业共同发展的问題，得以突破局限，保持在良性发展轨道上。公司秉持可持续发展价值观，致力于寻求和建立一整套能够促进企业永续发展的保障体系，我们认为公司已从单纯的经营层面上升到发展理念和机制制度的建设层面，这是公司所拥有的不易被模仿，难以伤害的核心竞争力，是推动公司不断进步的核心所在。

2. 下游需求将支撑辅料行业继续成长 主要原因：一是服装款式、色彩等直接呈现部分难以有更大变化，对辅料的挖掘将越来越深入；二是辅料在原有功能基础上，时尚功能将得到强化；三是居民消费需求依然会保持稳步增长。消费者对服装品质要求提高，推动品牌服装挖掘辅料功用，促使辅料企业着力提升品质和设计，帮助品牌服装赢得消费者青睐，取得市场成功，这一正向反馈将促使三者关系进入良性循环。

3. 优势企业将引领行业发展，演绎强者恒强 国内辅料行业在整合能力和创新能力上还有所欠缺，对整个服装产业链的价值提升作用还不显著，目前行业已经成长出一批领导企业，这也预示行业的提升和突破节奏将加快，实现规模经营和健全营销网络的企业，其优势将愈发明显。

4. 一站式服务，定位高层次辅料供应商 设计团队能够紧抓时尚前沿和流行趋势，研发投入始终保持高增速，随着服饰流行节奏加快，市场对企业的快速响应能力要求也越来越高，公司针对市场区域和服装专业来细分开发，为快速反应提供了有力保障。公司凭借在专业领域的深厚积淀，打造了一支专家型销售队伍，强大的销售服务网络布局重要服装生产基地，紧贴客户的网络极大提高了反应速度，双方实现良性互动。

5. 综合优势彰显品牌价值 品牌意味着价值和服务的承诺和信心，公司围绕辅料产业链各个环节着力提升服务能力，将其整合为一个系统品牌，让客户感到一种全方位的保障，我们认为随着 SAB 品牌日益强大，对客户价值的提升作用也会越来越显著，促使更多品牌服饰选择 SAB。

投资建议：人才观和创新系统支撑可持续发展价值观，围绕时尚设计、精工制造和专家销售构建一站式服务体系，提供全方位辅料解决方案，符合“快速时尚”的趋势，未来三年陆续释放产能，核心产品继续强化，基于公司良好素质，我们看好长期发展潜力，2011-2013年EPS分别为1.03、1.26和1.55元，估值水平可接受，给予“短期_推荐，长期_A”的投资评级。
风险因素：人造水晶钻业务处于调整和摸索阶段，短期对业绩有拖累，预计公司会采取相应措施加以应对。不利因素主要是国内外市道不佳，尤其是欧债危机影响对出口压制，需给予足够重视。

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	1839.32	2054.51	2353.65	2847.21
同比增速(%)	31.12%	12.31%	14.56%	20.97%
净利润(百万)	256.07	266.83	325.38	402.02
同比增速(%)	48.47%	4.20%	21.94%	23.56%
EPS(元)	0.99	1.03	1.26	1.55
P/E	12	11	10	8

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	25898.80
流通A股(万股)	22338.14
52周内股价区间(元)	11.67-28.27
总市值(亿元)	31.29
总资产(亿元)	17.96
每股净资产(元)	5.68
目标价	6个月
	12个月

相关报告

研究员: 李韵

电话: 010-84183225

Email: liyun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120006

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1.卓然业绩背后闪耀企业精神光辉	4
1.1 跨越式成长从优秀到卓越	4
1.2 秉持核心价值造就可持续发展	5
2.辅料虽小也能成就大事业	6
2.1 下游需求将支撑辅料行业继续成长	6
2.2 辅料已是时尚产业一部分	7
2.3 细微之处见功力	8
3.一站式服务，定位高层次辅料供应商	9
3.1 设计融入时尚、精工造就高品质	9
3.2 销售的不仅是产品	10
3.3 一站式服务塑造品牌价值	11
4.外向型增长与结构优化并进	12
4.1 核心业务产能持续扩张	12
4.2 看好扩张计划增厚发展潜力	13
4.3 结构调整效益显著，毛利率稳中有升	14
5.盈利预测与投资建议	15

图表目录

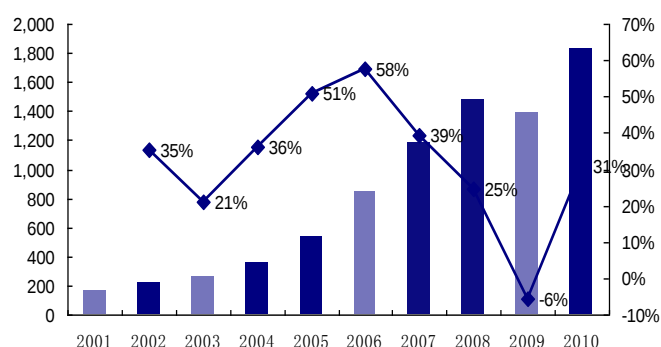
图 1: 2001 - 2010 收入及增速 (百万)	4
图 2: 2001 - 2010 净利润及增速 (百万)	4
图 3: 员工人数变化	4
图 4: 人均销售额 (万元)	4
图 5: 伟星企业核心价值观	5
图 6: 中高档钮扣产量 (亿粒)	6
图 7: 拉链产量 (亿米)	6
图 8: 规模以上企业服装产量 (百万件)	6
图 9: 箱包行业收入及进出口交货值 (亿元)	7
图 10: 拉链价格指数	7
图 11: 品牌服装、消费者及辅料企业互动关系	8
图 12: 采购商与面辅料企业合作的主要问题	8
图 13: 选择面辅料关注的首要因素	8
图 14: 进口面辅料优势	9
图 15: 国产面辅料优势	9
图 16: 研发费用及增速 (万元)	10
图 17: 研发人员数量	10
图 18: 伟星营销服务网络	11
图 19: 一站式服务铸就品牌	11
图 20: 钮扣产能变化 (亿粒)	12
图 21: 拉链产能变化 (万米)	12
图 22: 产品结构变化	12
图 23: 水钻产能变化 (亿粒)	13
图 24: 水钻业务历次扩产项目	13
图 25: 每亿粒钮扣消耗各类原料 (吨)	14
图 26: 每万米拉链消耗各类原料 (吨)	14
图 27: 各产品毛利率变化	14
表 1: 伟星发布的 2008 年春季服装辅料流行趋势	9
表 2: 历年研发成果数量	10
表 3: 伟星 2011 融资扩产项目	13
表 4: 核心产品产能和收入预测	15
表 5: 2011 - 2013 盈利预测 (百万元)	15

1.卓然业绩背后闪耀企业精神光辉

1.1 跨越式成长从优秀到卓越

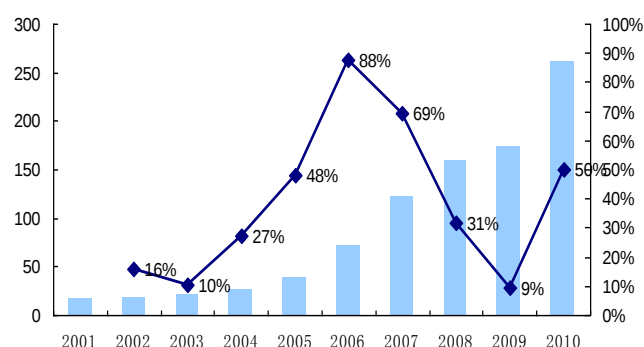
伟星股份作为国内服装辅料行业的优质企业始终占据行业领先地位,在资本市场助力下保持了高成长势头,2001-2010 年收入规模由 1.6 亿元放大至 18.29 亿元,净利润从 0.16 亿元增至 2.6 亿元,除 2009 年受金融危机影响增速降为个位数,其余年份均保持 30%左右的增速,年复合增速分别达到 31%和 36%,我们看到“十年十倍”的成长神话在公司身上成为现实。

图 1: 2001-2010 收入及增速 (百万)



资料来源: 国都证券研究所

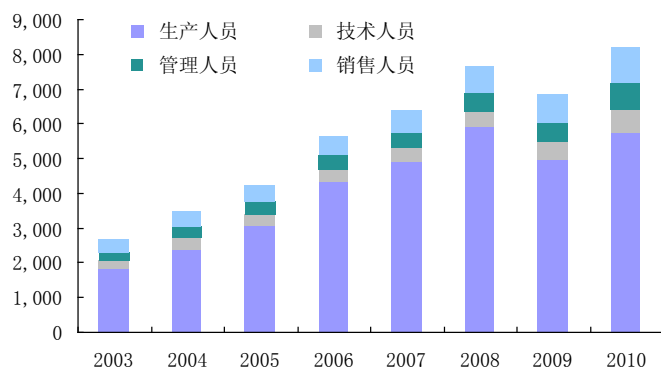
图 2: 2001-2010 净利润及增速 (百万)



资料来源: 国都证券研究所

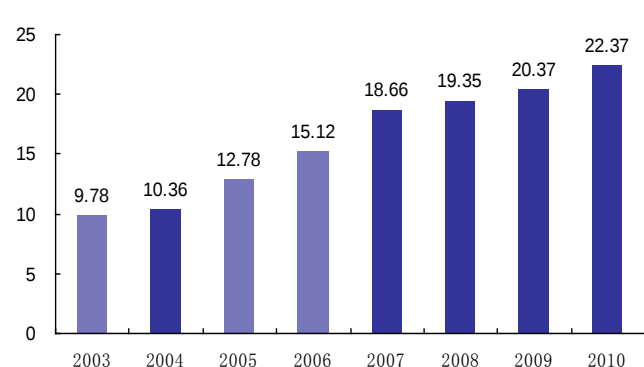
作为一家以钮扣、拉链、人造水晶钻等服装辅料为核心产品的公司,所属行业呈现典型的“红海”竞争特点,外围面临数千家同行竞争,而人力密集型企业的管理效率问题也是其内生发展中必须解开的难题。但我们看到公司在规模扩大的同时,人均经济效率稳步增长,并没有出现一般生产型企业大而低效的情况,2003-2010 年员工队伍从 2682 人增至 8176 人,其中生产人员从 1788 增至 5726 人,人均销售额却从 9.78 万元增至 22.37 万元,公司在扩张和增效两者之间取得了平衡。

图 3: 员工人数变化



资料来源: 国都证券研究所

图 4: 人均销售额 (万元)



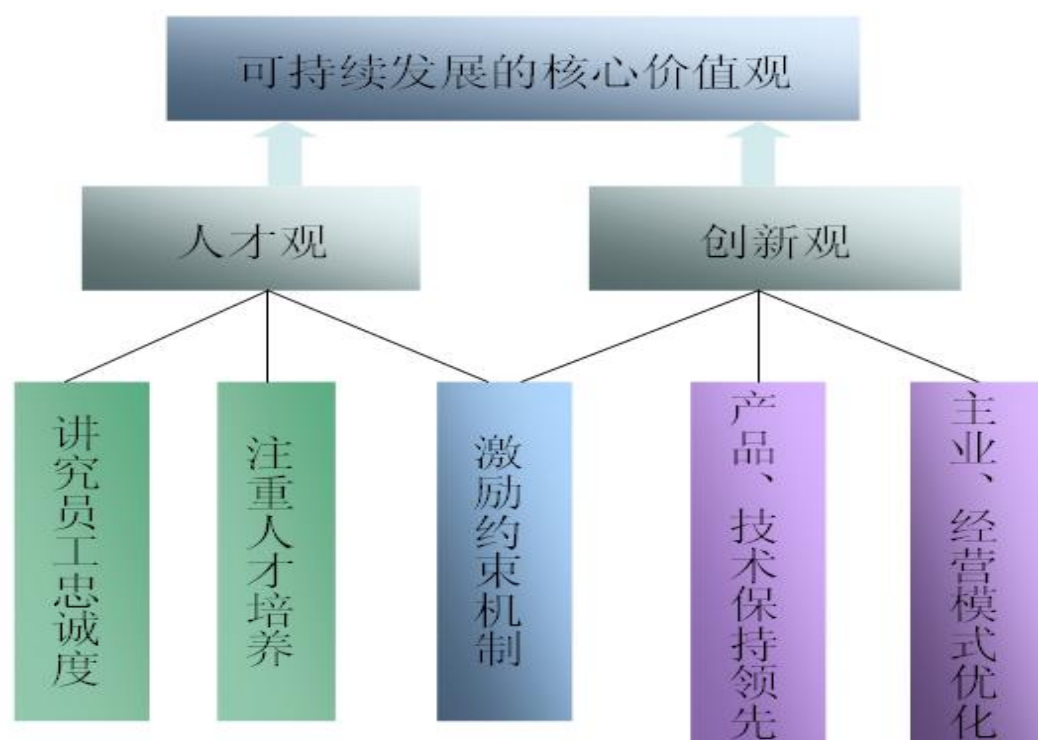
资料来源: 国都证券研究所

1.2 秉持核心价值造就可持续发展

公司作为一家民营企业，创始人明丕白先生为其打下了深深的企业家精神烙印，这一精神渗透至企业经营管理各个环节，并逐步系统化、制度化，形成了企业自身的核心理念。经过 23 年培育，公司树立了自己的用人观和发展观，辅以相应的激励约束机制，解决了个人与企业共同发展的问題，解决了企业突破自身局限的问题，使得企业保持在良性发展轨道上。公司以可持续发展为企业核心价值观，致力于寻求和建立一整套能够促进企业永续发展的保障体系。我们认为企业的建设已经从单纯的经济层面上升到企业发展理念和机制制度的建设上，这是公司所拥有的不易模仿，且难以伤害的核心竞争力，是推动公司不断取得进步的核心所在，因此我们坚定看好公司未来的发展潜力，长跑冠军的素质已经具备。

支撑公司可持续发展的两大基石是人才观念和创新系统，公司较早认识到人力资源对于企业发展的重要性，将员工与企业发展有机结合到一起，对认同企业价值观的员工给予重点培养，打造了从基层员工到管理人员的上升通道，管理骨干以内部培养为主，使得管理团队、技术团队保持稳定，大量不可复制的技能诀窍得以顺利传承。同时，公司也拥有一套符合自身特点的创新系统，产品、技术定位于行业领导地位，引领技术进步和产品升级的方向，经营模式则不断求新，较早从传统生产型企业逐渐向品牌价值型企业转变，给企业注入了源源不断的活力。

图 5：伟星企业核心价值观



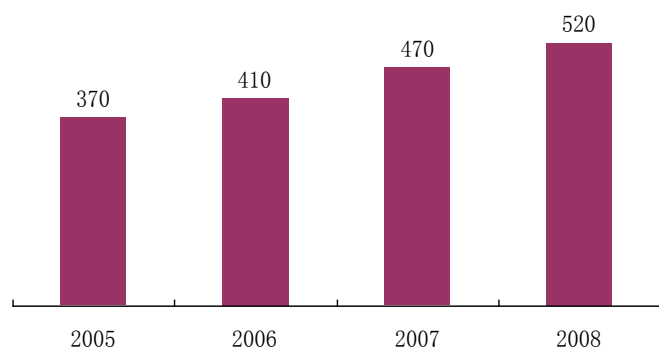
资料来源：国都证券研究所

2. 辅料虽小也能成就大事业

2.1 下游需求将支撑辅料行业继续成长

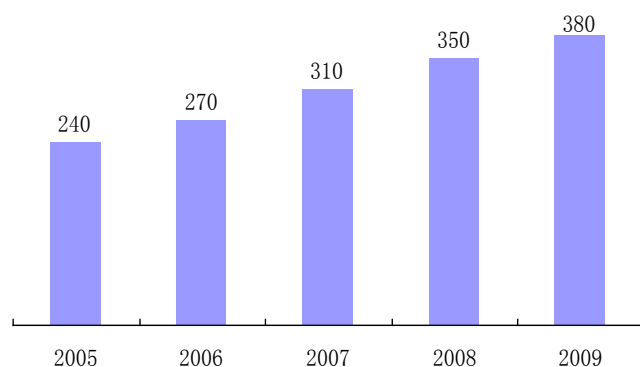
服装辅料包括：里料、衬垫料、缝纫线材料、扣紧材料、装饰材料、拉链、纽扣、织带、花边衬布、吊牌、填充物等，辅料对服装的内在质量和外在质量都有重要影响。近几年纽扣行业产量均保持 10% 以上增速，受金融危机影响 2008 年增速有所回落，中高档纽扣的产量保持在 500 亿粒以上。拉链产量增速保持在 12% 以上，主要是由于近年国内产能增长较快，2009 年产量达到 380 亿米，考虑到拉链在箱包、体育用品等领域应用日益广泛，拉链有望保持 15 - 20% 的行业增速。

图 6：中高档纽扣产量（亿粒）



资料来源：国都证券研究所

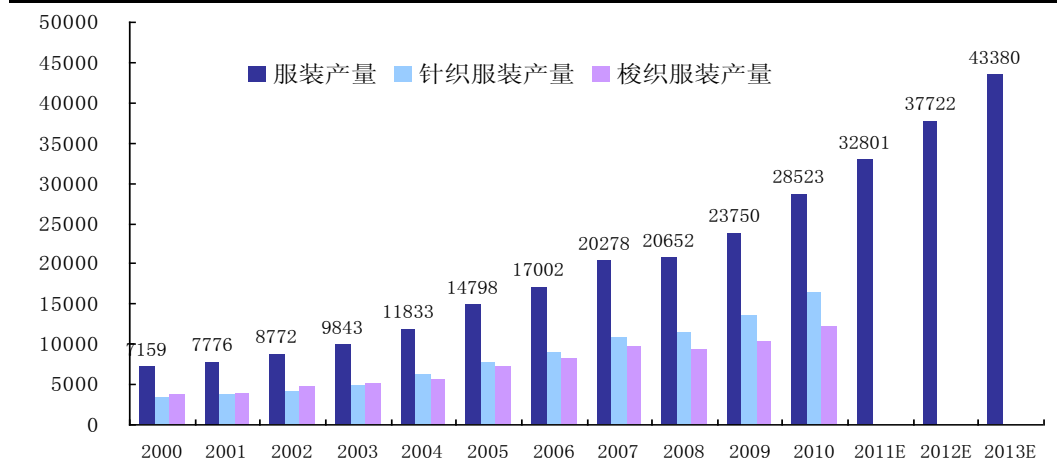
图 7：拉链产量（亿米）



资料来源：国都证券研究所

2000 - 2010 年，国内服装消费市场保持了较高的景气度，我国服装行业总产量保持稳定，尤其是规模以上企业的产量增速稳定，庞大的下游需求带动了服装辅料行业的快速发展。我们预计未来 3 年服装产量将保持 15% 的增速，若 40% 的服装需要纽扣，以每件服装 5 粒纽扣的用量计算，至 2013 年纽扣市场的总容量将达到 867 亿粒，对纽扣的需求依然旺盛。

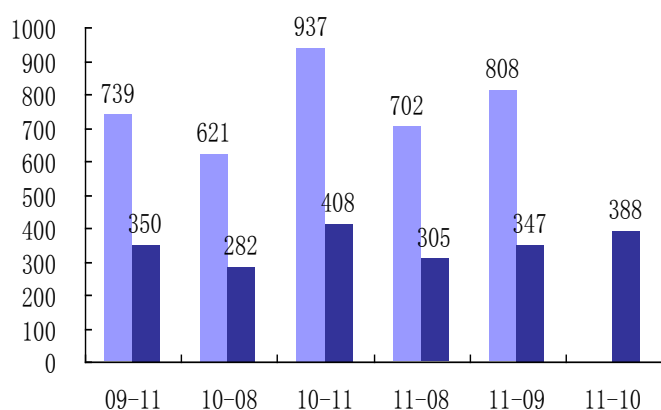
图 8：规模以上企业服装产量（百万件）



资料来源：国都证券研究所

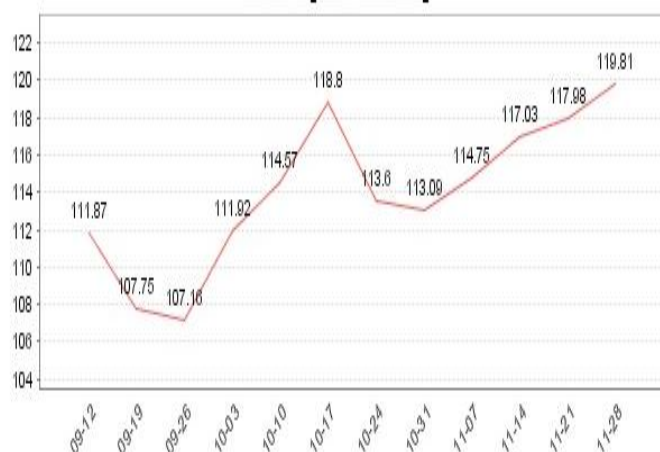
作为辅料应用的重要领域,箱包行业增长保持较快态势将有利于拉动辅料行业的需求, 2011 年前三季度箱包行业累计收入 808 亿元, 同比增长 26.29%, 出口交货值 1-10 月累计达到 388 亿元, 同比有 20% 左右的增长。考虑到箱包对拉链的使用比例更大, 且体现的功能性更强, 因此我们认为拉链的增长速度也会较其他辅料产品更快一些。我们看到拉链价格指数从 2008 年底以来探底回升趋势明显, 2008 年底价格拉链价格指数为 99.12, 2009 年为 112.85, 2010 年为 117.42, 截至 2011 年 11 月, 拉链价格指数已经攀升至 119.81。拉链价格指数的强劲走势, 说明拉链产业依然保持较高景气度。

图 9: 箱包行业收入及进出口交货值 (亿元)



资料来源: 国都证券研究所

图 10: 拉链价格指数



资料来源: 国都证券研究所

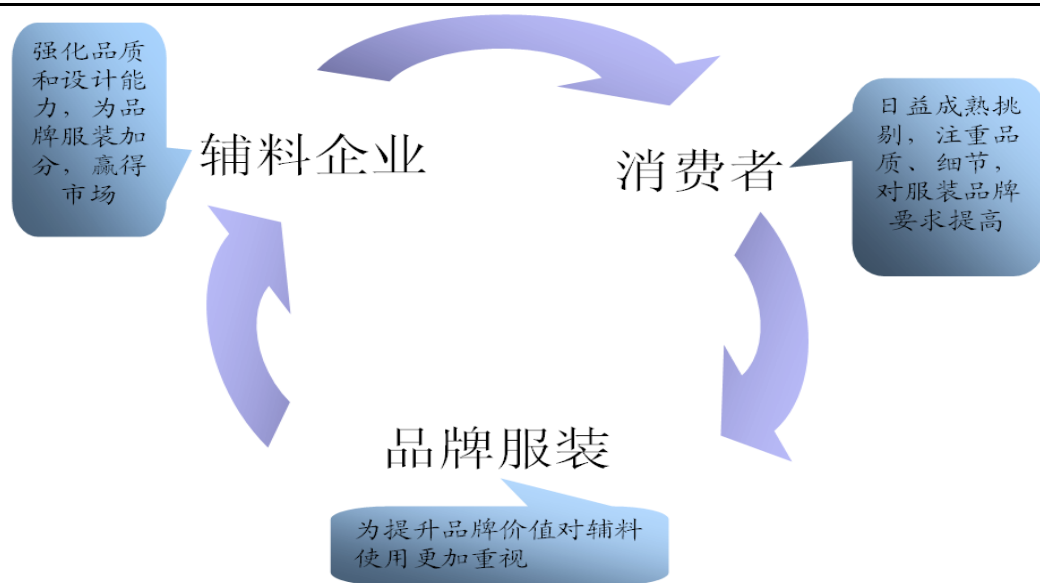
我们认为服装辅料行业未来仍有发展提升空间。主要基于以原因: 一是服装产业经过长期发展, 服装的款式、色彩等直接呈现部分难以有更大变化, 对辅料的挖掘将越来越深入; 二是辅料能折射出流行时尚元素, 辅料在原有功能基础上, 装饰功能将得到强化, 优秀的辅料设计能够得到消费者的青睐; 三是随着居民可支配收入的上升和城镇化进程的推进, 未来居民对服装、箱包、体育及旅游用品的消费需求依然会保持稳步增长。

2.2 辅料已是时尚产业一部分

个性与时尚是品牌服装最想展现的卖点, 在服装设计中, 拉链、花边、纽扣等细节所折射出来的流行元素也在体现着服装的内涵, 辅料在原有功能基础上, 更多时候被赋予了装饰品的意义。在满足了基本质量要求后, 品牌服装企业更关注辅料的时尚性, 包括款式是否独特、设计是否新颖、是否切合年度流行色彩等等。消费者也从对款式的关注, 发展到对品质及面辅料等细节的关注, 说明消费者的眼光越来越挑剔。

面辅料决定着服装品质的高低, 我们认为品牌服装、消费者和辅料企业之间存在相互作用的关系。消费者对服装品质要求日益提高, 推动品牌服装挖掘辅料的作用, 促使辅料企业着力提升品质和设计, 从而帮助品牌服装赢得消费者青睐, 取得市场成功, 这一正向反馈能够使三者关系进入良性循环。

图 11：品牌服装、消费者及辅料企业互动关系

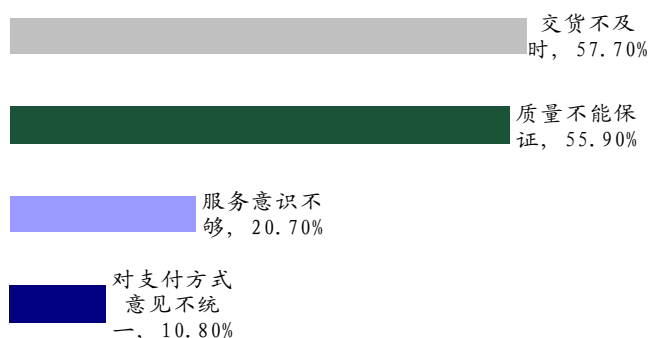


资料来源：国都证券研究所

2.3 细微之处见功力

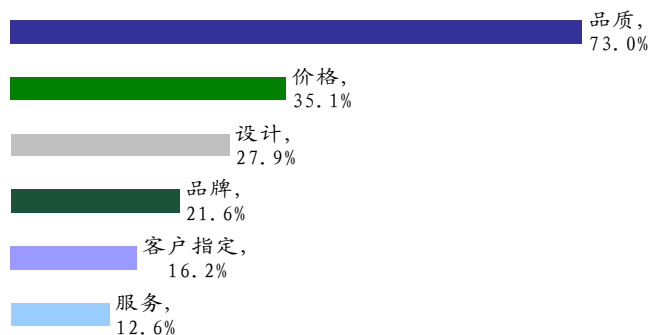
辅料虽小，却联系着整件成衣质量甚至整个服装品牌的声誉，有质量问题的辅料大批量应用，将给企业造成很大损失。通过对采购商的调查显示，质量问题、交货及时性两个方面出现的问题最为突出。采购商最关注的因素是品质，价格紧随其后，设计、服务和客户指定也在一定程度上影响采购决策。

图 12：采购商与面辅料企业合作的主要问题



资料来源：国都证券研究所

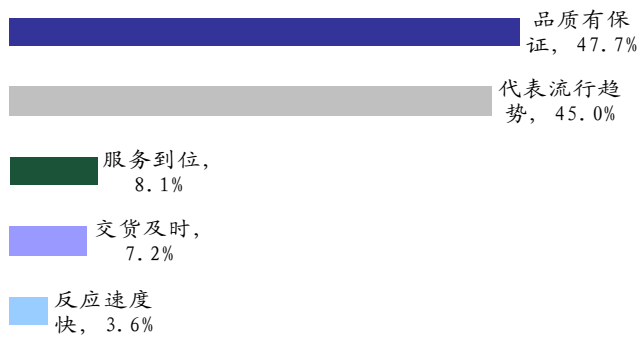
图 13：选择面辅料关注的首要因素



资料来源：国都证券研究所

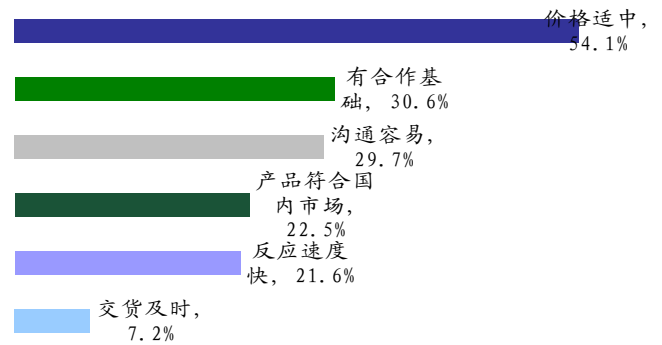
在与进口面辅料对比时，我们发现，品质和代表流行趋势是进口面辅料的优势，而国产面辅料在价格和反应速度上优势明显，这一方面说明国内面辅料厂商立足国内，有本土化优势，同时需求在品质和时尚感上需着力提升。而在交货及时性上，两者差距不大，国内企业提升的潜力更大一些。

图 14: 进口面辅料优势



资料来源: 国都证券研究所

图 15: 国产面辅料优势



资料来源: 国都证券研究所

国内辅料行业拥有较强的生产能力, 拉链产能占据世界 50% 份额, 而纽扣行业中更拥有伟星这样的全球大型生产企业, 辅料产业已具备一定的国际竞争力和整体影响力。虽然国内辅料行业产能庞大, 但在整合能力和创新能力上还有所欠缺, 对整个服装产业链的价值提升作用还不显著, 尤其是同质产品的低价竞争拖累了产业升级, 造成行业大而不对的局面。目前行业已经成长出一批领导企业, 这也预示产业升级和突破的节奏将加快, 具备技术开发能力、规模优势和健全营销网络的企业, 其领先地位将愈发巩固。

3. 一站式服务, 定位高层次辅料供应商

3.1 设计融入时尚、精工造就高品质

辅料产品成功的关键在于对流行时尚的把握, 并将流行元素融入到设计中。公司以“设计提升价值”的理念来驱动产品创新与升级, 设计团队对各类辅料材质的应用特性、制造流程各个环节有深入了解, 凭借丰富的客户资源及每年在意大利、法国等地调研, 结合权威机构预测, 发布辅料流行趋势预测报告, 给服装设计师供了解和寻求合适辅料产品的平台, 能够紧抓时尚前沿和流行趋势, 使其产品贴近市场需求。

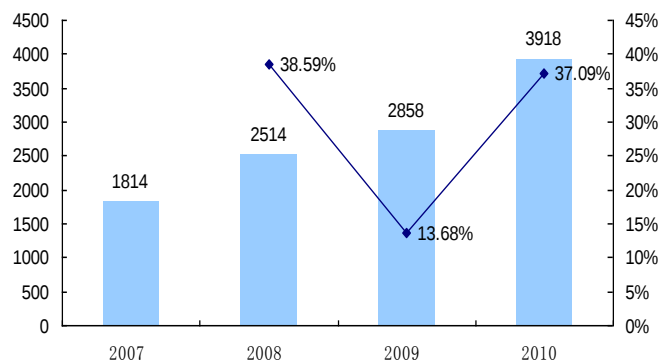
表 1: 伟星发布的 2008 年春夏季服装辅料流行趋势

流行主题	流行诠释	关键款式/色彩	关键运用	
运动科技	注重质感和形状变化, 不拘泥于简单线条, 营造美妙光泽与轻盈薄纱的强烈对比	四合扣、拉片、包真贝衬衣扣; 青古铜拉丝、粉红、浅紫	宽松式夹克衫、弹力面料、休闲吊带裙	
舒适时尚	简约的设计、随意的造型、自然风味强调人情味和文化内涵	合金手缝扣、西服扣; 金色、亮镍、磁色、藏青	轻薄风衣、麻料衬衣	
浪漫时尚	女性主义愈发走俏, 柔美风格有增无减	明眼扣、暗眼扣; 浪漫的蓝色、粉色和紫色	印有植物图案的亚麻布, 古典绣花的上衣或裙装	

资料来源: 国都证券研究所

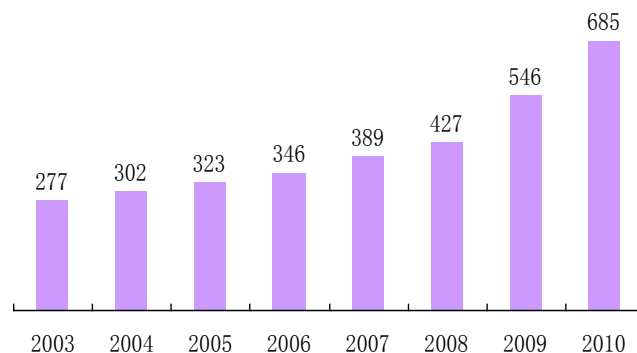
通过 30 年发展，公司打造了一支强大的研发团队，现有研发人员 685 人，包括设计人员 300 多人，研发投入保持了少有的高增速，2008-2010 年研发投入从 1814 万增至 3918 万，除 2009 年增速稍低外，其他年份增速均保持在 37% 的水平，且远超收入增速，说明公司对研发放在极其重要的地位，同时公司作为行业标准制定者，必然引领行业发展的方向。

图 16: 研发费用及增速 (万元)



资料来源：国都证券研究所

图 17: 研发人员数量



资料来源：国都证券研究所

随着服饰流行节奏加快，对辅料的订单也越来越向小批量、多品种的方向演化，市场对企业的快速响应能力要求也越来越高，不仅要求生产的好，而且要快。公司拥有国内唯一的“中国拉链钮扣技术研究中心”，配备先进的计算机辅助设计系统，实现了打样、设计全程自动化，研发中心每年开发新品保持在 6000 个以上，公司针对市场区域和服装专业来细分开发，羽绒服、运动服、休闲男装、休闲女装、时装、职业装等由专业设计师小组负责开发设计，为快速反应提供了有力保障。

表 2: 历年研发成果数量

	开发新品数量	申请专利数	创新成果数量
2006	5000	26	100
2007	5700	21	-
2008	6554	32	188
2009	6000	10	200
2010	6000	-	-

资料来源：国都证券研究所

3.2 销售的不仅是产品

公司凭借在专业领域的深厚积淀，构建了一套服饰辅料知识体系，并以此为基础制定了针对不同阶段营销人员的学习课程，再加上生产一线的实践，造就了专家型销售人员，使其能够快速胜任营销岗位，这也是与单纯讲究营销技巧的公司的区别。公司每条产品线、每个产品种类均有来自一线岗位的专业培训师，他们组成了一支高效的培训师团队，他们不仅服务于总部及各营销网点，不定期与客户沟通，为客户答疑解惑，成为营销团队的强大后盾。伟星的销售团队具有较强的互补性，由熟悉全线产品或精通单一产品线的人员组成，掌握供应链环节特点，能够为客户提供细致的合理化建议。

公司强大的销售服务网络布局全国 40 多个城市，覆盖了江苏、浙江、广东、福建

等国内重要服装生产基地，客户的需求和意见通过网络反馈至公司总部，这种紧贴客户的服务网络极大提高了反应速度，为客户节省了时间成本，双方实现良性互动。

图 18：伟星营销服务网络



资料来源：国都证券研究所

3.3 一站式服务塑造品牌价值

虽然辅料行业产能巨大，但是缺乏有效整合和产品创新，对整个服装产业链的价值提升作用不明显。特别是辅料产品长期竞争依靠低价，品牌战略是行业的短板。公司基于自身强大实力，向客户提供类似于保险的“承诺式服务”，承担因产品质量问题给客户带来的损失。品牌意味着价值和服务的承诺和信心，伟星围绕着辅料产业链各个环节着力提升服务能力，将其整合为一个系统品牌，让客户感到一种全方位的保障，我们认为，随着 SAB 品牌日益强大，其对客户的品牌价值提升作用也会越来越显著。

图 19：一站式服务铸就品牌



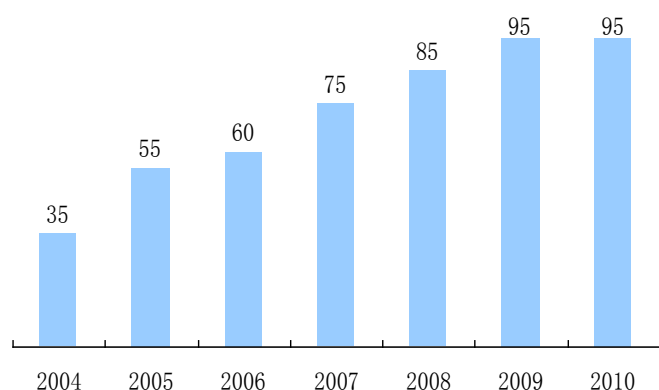
资料来源：国都证券研究所

4.外向型增长与结构优化并进

4.1 核心业务产能持续扩张

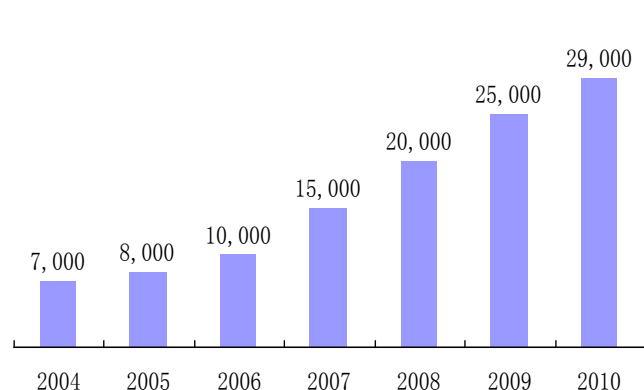
公司自 2004 年上市以来通过 2006、2008 年两次再融资，产能得到扩张和升级改造，规模和档次上均得到了明显提升，并取得了较好的扩张效果，产品毛利率保持稳中有升的趋势。目前钮扣产能为 95 亿粒，拉链产能为 2.9 亿米，分别较 2004 年增长了 2.7 倍和 4.1 倍。

图 20: 钮扣产能变化 (亿粒)



资料来源: 国都证券研究所

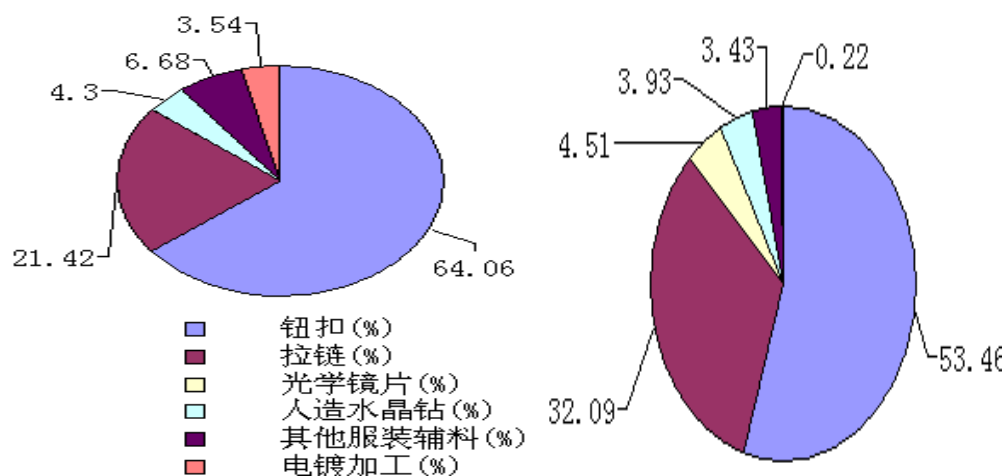
图 21: 拉链产能变化 (万米)



资料来源: 国都证券研究所

公司保持着钮扣业务的产品升级和结构调整,着力提升产品附加值较高的金属钮扣和激光雕刻工艺钮扣的占比,拉链业务近年的较快发展使得业务结构趋向合理,钮扣业务占比由 64%降至 53%,拉链业务从 21%升至 32%,钮扣产品毛利率提升明显,由 34%提升至 40%左右,拉链则由 23%上升至 32%。对照两大业务的产能扩张情况,呈现了量价齐升的良好局面,说明公司核心产品竞争力和议价能力得以提升。

图 22: 产品结构变化



资料来源: 国都证券研究所

4.2 看好扩张计划增厚发展潜力

公司 2011 年实施配股方案融资 3.66 亿元，除投资于激光雕刻钮扣技改项目和高档钮扣扩建项目外，临海大洋工业园和深圳观星园工业区的高档拉链技改和扩建项目也是投资重点。募投项目建成后，公司高品质钮扣和拉链产品占比将再次提升，对于此次募投计划我们认为公司在国内外经济复苏面临诸多复杂情况下成功实施融资，对于伟星这样具备较高素质的公司，抓住时机适时扩张有益于增厚发展潜力。

表 3：伟星 2011 融资扩产项目

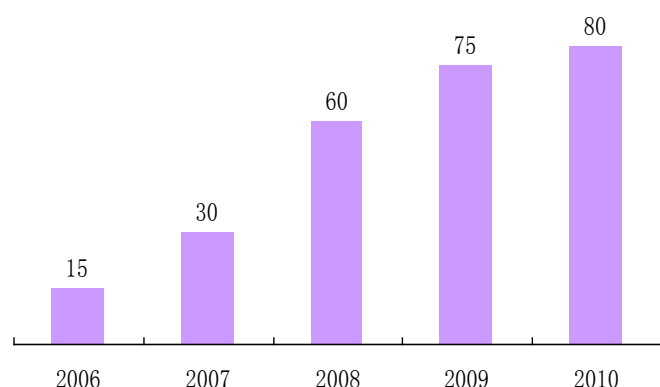
项目名称	投资额（万元）	产量	收入（万元）	利润（万元）	预计进度
激光雕刻钮扣（临海）	7915	10 亿粒/年	15010	3192	18 个月
高档拉链技改项目（临海）	9451	7880 万米/年	20562	3918	24 个月
高品质钮扣扩建项目（深圳）	9836	11 亿粒/年	20450	3473	18 个月
高档拉链扩建项目（深圳）	8850	7400 万米/年	17455	3292	24 个月

资料来源：国都证券研究所

公司在巩固升级钮扣业务的同时，重点拓展了拉链业务和人工水晶钻业务。人造水晶钻业务从 2006 年开始投产，已经从最初的 15 亿粒增长到 80 亿粒，成为公司新的业务亮点。人造水晶钻业务公司介入时间不长，从几年的情况来看，水钻市场波动较大，主要是由于市场低价无序竞争情况较为严重，导致了产品毛利率并不稳定。

水晶钻主要用于工艺品、服饰品，通过水晶钻的点缀，能够提升服饰产品档次，使其具有钻石般的尊贵感，随着人们生活水平的提高，国内对此类产品的需求也越来越旺盛。我国高档人造水晶钻市场主要由奥地利和捷克水晶钻占据，国内企业主要以中低端市场为主，公司水晶钻产品的品质和品种多样性都已经接近或达到国际先进水平，在价格上也有明显的优势。公司发展水钻业务可最大限度利用现有生产管理和营销网络资源，随着公司在这一领域日益深入，公司产业结构更趋合理，作为唯一一家可以提供钮扣、拉链、水晶钻三大类辅料产品的供应商，行业竞争地位将进一步巩固。

图 23：水钻产能变化（亿粒）



资料来源：国都证券研究所

图 24：水钻业务历次扩产项目

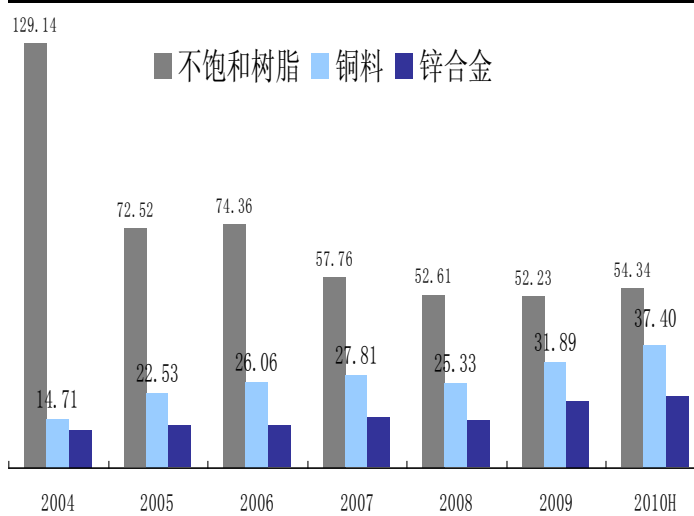
年份	产能增量（亿粒）	投资额（万元）
2006	15	6000
2008	20	8280

资料来源：国都证券研究所

4.3 结构调整效益显著，毛利率稳中有升

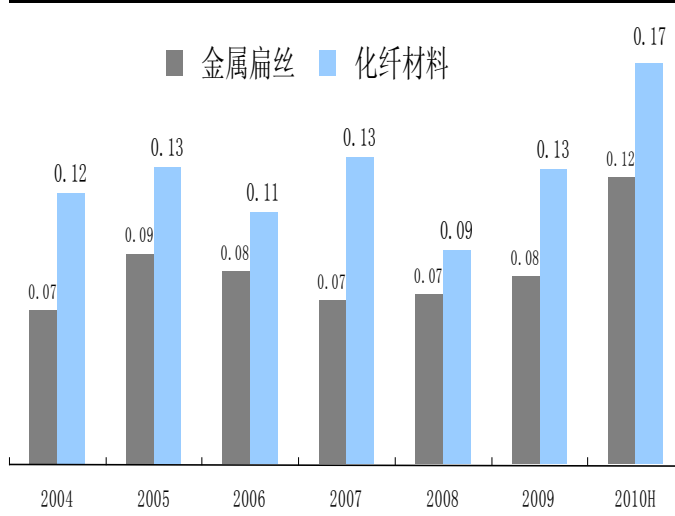
公司钮扣、拉链和人造水晶钻三大类产品的主要原料包括不饱和树脂、铜料、锌合金、金属扁丝、化纤材料及玻璃珠，原料采购占成本比例为 60%左右。根据我们对 2004 - 2010 年原料价格变动、公司产量及相应毛利率变化对比发现，2004 年开始公司钮扣的产品升级趋势明显，不饱和树脂的用量明显下降，从 129 吨/亿粒下降至 54 吨/亿粒，说明树脂钮扣产品产量占比明显下降，而铜料和锌合金的单位用量则明显上升，铜料用量从 14 吨/亿粒上升至 37 吨/亿粒，而拉链业务则作为公司上市以后重点开拓的领域，目前正处于深化建设和产品线全面布局阶段，从原料用量来看尼龙、塑钢和金属拉链并没有出现特别明显的变化趋势。

图 25: 每亿粒钮扣消耗各类原料(吨)



资料来源: 国都证券研究所

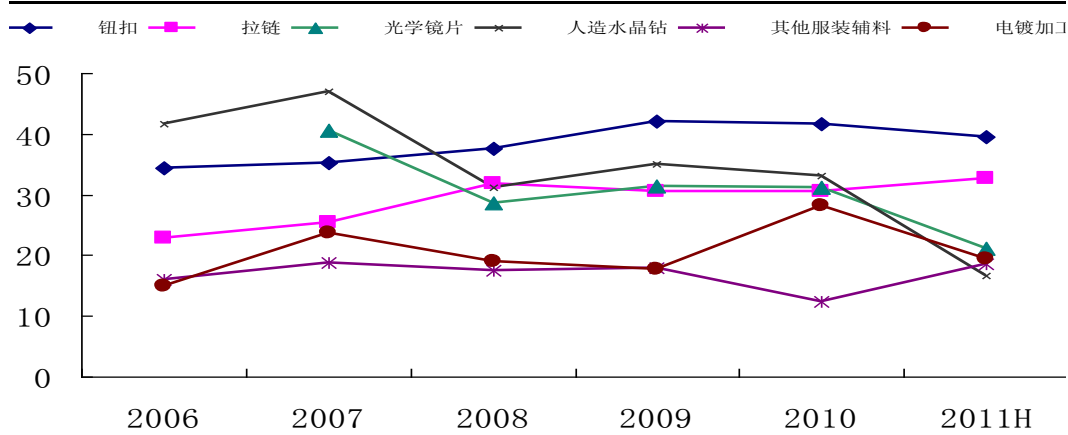
图 26: 每万米拉链消耗各类原料(吨)



资料来源: 国都证券研究所

从以上分析我们看到高档金属产品所用原料增长明显,这也解释了钮扣产品的毛利率处于稳中有升的趋势,拉链产品的毛利率近六年来上升明显,一方面是由于产品档次的提升,同时也和下游需求持续旺盛,拉链价格走势强劲有关。

图 27: 各产品毛利率变化



资料来源: 国都证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

核心假设：

- 1、2011 年融资项目钮扣和拉链技改项目按计划释放产能；
- 2、核心业务毛利率保持稳定；
- 3、人造水晶钻业务将在调整中寻找新思路，产能暂没有扩大计划。

表 4：核心产品产能和收入预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
钮扣（亿粒）	85	95	95	95	109	116
收入（亿元）	8.18	7.04	9.75	10.82	12.28	14.74
YOY		-13.94%	38.49%	11%	14%	20%
拉链（万米）	20,000	25,000	29,000	29,000	29,000	40,460
收入（亿元）	4.03	4.38	5.48	6.36	7.50	9.38
YOY		8.68%	25.11%	16%	18%	25%
水晶钻（亿粒）	60	75	80	80	80	80
收入（亿元）	0.93	0.98	1.02	1.07	1.12	1.18
YOY		5.38%	4.08%	5%	5%	5%
合计（亿元）	13.1	12.4	16.3	18.3	20.9	25.3
YOY		-5.63%	31.05%	12.31%	14.57%	20.99%

资料来源：国都证券研究所

表 5：2011 - 2013 盈利预测（百万元）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1829.32	2054.51	2353.65	2847.21
营业成本	1152.25	1334.41	1525.17	1842.15
营业税金及附加	13.49	16.31	19.25	22.29
营业费用	145.68	156.35	178.88	215.82
管理费用	174.25	192.71	220.54	266.21
财务费用	9.19	7.09	-9.28	-17.13
资产减值损失	3.58	8.37	7.36	8.70
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	330.88	339.27	411.73	509.17
营业外收入	12.76	6.23	7.62	8.87
营业外支出	6.58	6.10	5.81	6.16
利润总额	337.06	339.40	413.55	511.88
所得税	75.48	67.88	82.71	102.38
净利润	261.58	271.52	330.84	409.50
少数股东损益	5.50	4.69	5.46	7.48
归属母公司净利润	256.07	266.83	325.38	402.02
EBITDA	419.96	413.16	473.13	574.90
EPS（摊薄）	0.99	1.03	1.26	1.55

数据来源：国都证券研究所

投资建议：公司在服装辅料行业耕耘三十余年，树立了自己的人才观和创新系统，较好地解决了人与企业共同发展的问題，在制度体系保障下，企业的持续发展得以实现。公司围绕时尚设计、精工制造和专家销售构建了极具特色的一站式服务体系，为客户提供全方位辅料解决方案，这一业务模式符合服装服饰讲究“快速时尚”的发展趋势，充分体现了 SAB 品牌的内在价值。我们认为公司作为行业领导者，代表行业发展方向，随着公司产品结构不断优化，其市场竞争优势将进一步增强。公司未来三年陆续释放在临海和深圳的产能，钮扣和拉链业务作为核心产品在产品档次上继续强化提升，盈利能力将保持稳定。鉴于公司良好的基本面，我们看好长期发展潜力，预计 2011 - 2012 年业绩增速分别为 4.20%、21.94%和 23.56%，EPS 分别为 1.03 元、1.26 元和 1.55 元，目前估值水平可接受，给予“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

风险因素：人造水晶钻业务处于调整和摸索阶段，来自走私产品的冲击还无法退去，短期内对业绩有所拖累，预计公司会采取相应措施加以应对。不利因素主要是国内外市道不佳，面临需求下滑风险，尤其是欧债危机影响对出口压制，需给予足够重视。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
邓集锋	IT	dengjifeng@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	张威	房地产	zhangweiwei@guodu.com
丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	袁放	有色	yuanfang@guodu.com
杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com	王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com
赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com	张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com
向磊	机械	xianglei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com