

条装拉链占比提升拉高毛利率

增持首次

目标价格：16.5 元

投资要点：

- 上半年业绩平稳增长，净利润大幅增加。
- 产品结构调整提升毛利率。
- 区域布局协同效应初步显现。

报告摘要：

- **上半年业绩平稳增长，净利润大幅增加。**公司上半年实现营业收入 5.43 亿元，同比增长 18.98%，营业利润 4060.73 万元，同比增长 34.44%，净利润 4291.94 万元，同比增长 98.38%。下游订单提前，产品结构调整成效显现，公司作为行业龙头的规模效应以及品牌优势是业绩持续平稳增长的主要原因。公司扣除非经常性损益项目后归属于上市公司股东的净利润为 3152.21 万元，同比增长 42.92%，由于收到政府补贴 1302.95 万元，净利润增幅远高于同期利润增幅。
- **产品结构调整提升毛利率。**公司自 2009 年以来开展的产品结构调整初见成效，毛利率较去年同期增加 2.1%，并且二季度毛利率创历史新高，达到了 28.86%。其中条装产品销售毛利率为 30.91%，较上年同期增加 2.27%，而码装产品销售毛利率较去年同期下降 4.05%，；拉头销售毛利率较去年同期下降 0.79%。上半年，毛利率较高的条装产品销售占比较去年同期有较大提高，从去年的 59.55% 上升到上半年的 66.89%，从而提升公司了公司整体的销售毛利率。
- **区域布局协同效应初步显现，产业集成能力提升。**公司发展后劲增强，福建基地、新产业事业部、天津公司及国贸业务均超额完成半年度指标。公司增发所募投的项目为产能扩张、营销网络建设、研发中心建设，均属于产业链延伸环节，将进一步强化公司产业链的集成优势。
- **期间费用率总体保持稳定。**上半年期间费用率为 17.88%，较去年同期小幅上涨 0.88 个百分点。销售费用率仍是 6.7%，与去年持平，管理费用小幅上涨 0.3 个百分点至 7.6%；财务费用同比增加了 40.14%，财务费用率也由去年的 3.0% 涨至 3.5%，主要是因为原因是银行借款金额增加，贷款利率提高所致。
- **风险提示：**人工成本上升，产能利用率不足，以及下半年订单减少的风险。

中小市值上市公司研究组

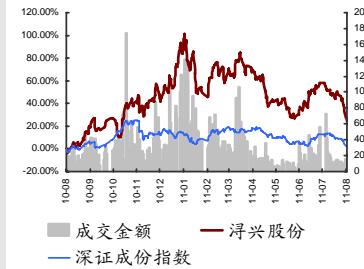
分析师：

王风华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源：WIND

公司 2011 中报数据

基本每股收益	0.277
稀释每股收益	0.274
每股净资产	3.85
净资产收益率	7.08%
净利润增长率	98.38%

数据来源：公司中报 WIND

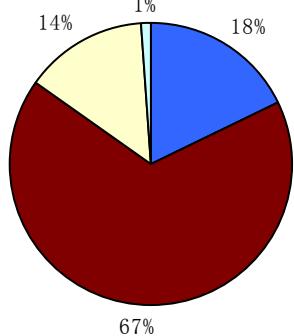
主营业务占比分析

公司主营业务占比最大的是条装拉链，占主营业务收入的 66.89%，去年同期为 59.55%，毛利率较去年同期增加了 2.27 个百分点。码装拉链的收入占比由去年同期的 21.25% 降至 17.72%，毛利率较去年同期下降了 4.05 个百分点。产品结构优化是提升综合毛利率的原因。

表 1：公司 2011 年分产品经营情况（单位：人民币/万元）

分产品	业务收入	业务成本	毛利率	营业收入同比增减	营业成本同比增减	毛利率同比增减
码装	9,363.26	8,083.69	13.67%	-2.93%	1.84%	-4.05%
条装	35,349.21	24,422.11	30.91%	35.62%	31.31%	2.27%
拉头	7,498.25	5,707.90	23.88%	0.42%	1.46%	-0.79%
其他	633.69	259.38	59.07%	7.49%	15.09%	-2.71%

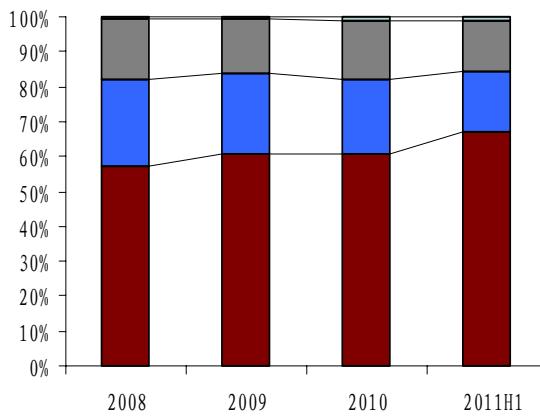
图 1：主营业务构成



■ 码装 ■ 条装 □ 拉头 □ 其他

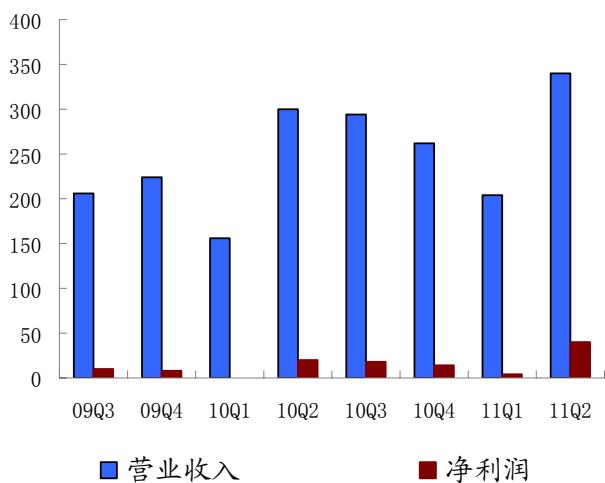
资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：收入结构变化图

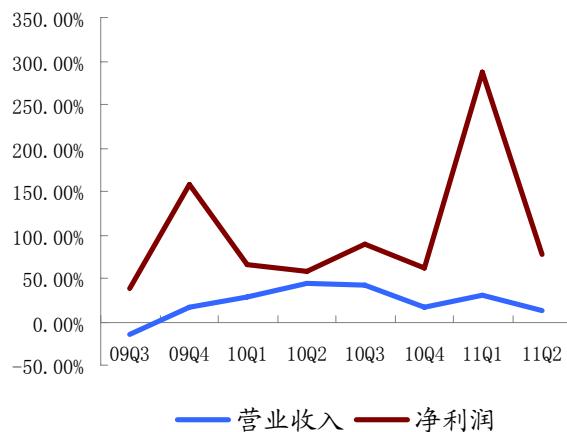


■ 条装拉链 ■ 码装拉链 ■ 拉头 ■ 其他

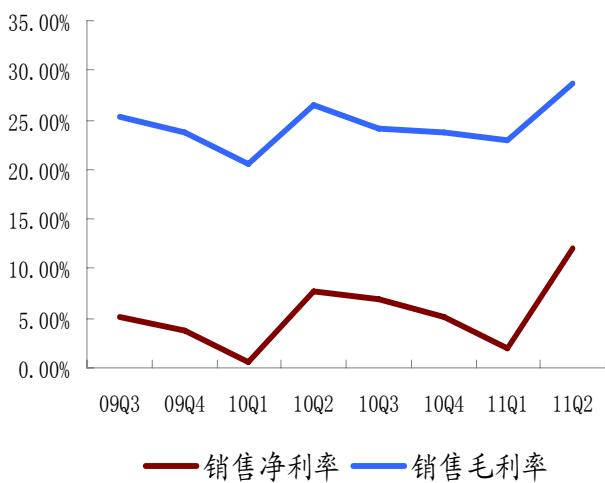
资料来源：Wind，宏源证券

图 3: 单季度营业收入与净利润


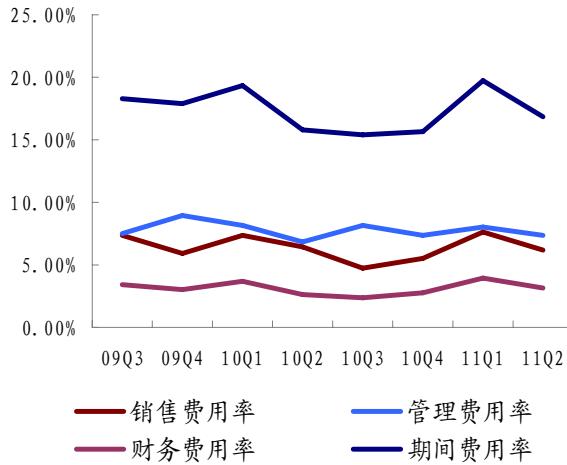
资料来源: Wind, 宏源证券

图 4: 单季度营业收入与净利润同比增长率


资料来源: Wind, 宏源证券

图 5: 单季度毛利率与净利率


资料来源: Wind, 宏源证券

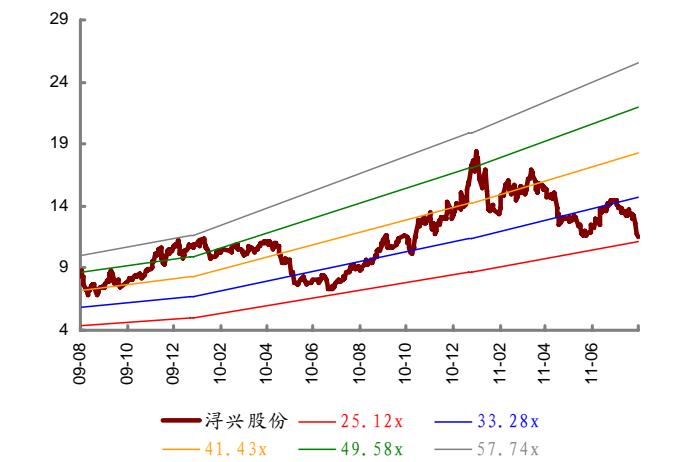
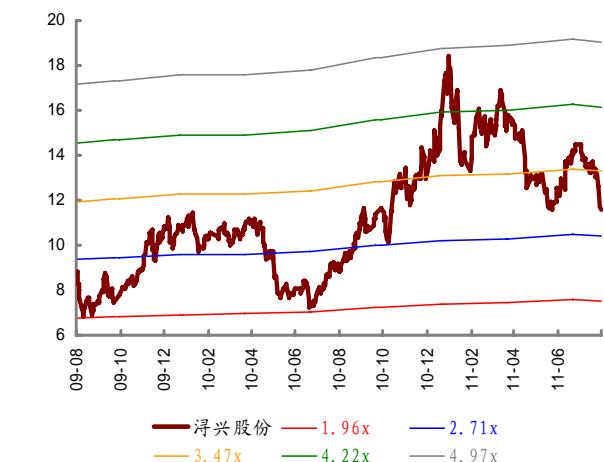
图 6: 单季度期间费用率


资料来源: Wind, 宏源证券

收益预测与估值: 根据我们的业绩预测模型, 我们预计 2011-2013 年公司每股收益分别为 0.51 元, 0.66 元, 0.84 元, 按公司 8 月 8 日的收盘价 11.71 元计算, 对应 2011-2013 年的市盈率分别为 22.96, 17.71, 13.94; 我们给予公司“增持”评级, 按 2012 年 25 倍市盈率估值, 未来 6 个月目标价 16.5 元。

表 2: 公司盈利预测表

盈利预测综合值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	759.81	1,011.47	1,223.80	1,489.14	1,779.16
增长率(%)	-11.79	33.12	20.99	21.68	19.48
归属母公司股东的净利润(百万元)	31.1	53.29	78.83	102.83	130.32
增长率(%)	48.5	71.33	47.94	30.44	26.74
市盈率	55.46	46.54	22.96	17.71	13.94
每股收益-摊薄(元)	0.2007	0.3438	0.5086	0.6634	0.8408

图 7: PE-Bands

图 8: PB-Bands


分析师简介:

王凤华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、雷柏科技、理邦仪器、航民股份等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhang jun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wang junwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhao jia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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。