伟星股份

002003

增持/ 维持评级

享受服装行业复苏的甜蜜

股 价	2009/08/06
RMB19.28	

基础数据

总股本（百万股）	201
流通 A 股（百万股）	156
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	3001

财务数据

市净率 (X)	5.00
TRACING P/E (X)*	25.03
EPS（元）	0.03
股息率（%）	5.19

*最近四季盈利计算。

相关研究

《最坏的情况已经反映》发布日期：2009/04/30

《稳中求胜》发表日期：2009/04/22

《强议价能力成公司过冬棉衣》发表日期：2008/08/11

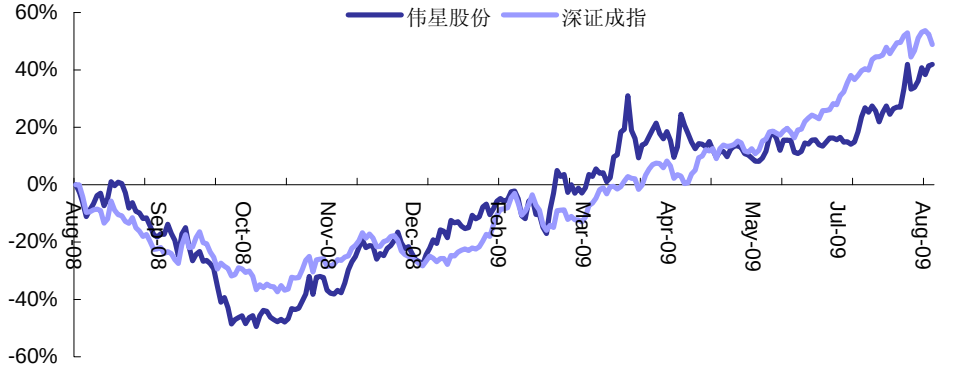
《淡季增速近 30% 旺季业绩更值得期待》发表日期：2008/04/27

《内生性增长下小行业也有春天》发表日期：2008/03/29

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1477.6	177.2	1487.4	1782.6	2102.9
(+/-%)	*24.6*	*-15.6*	*0.7*	*19.9*	*18.0*
归属母公司净利润(百万元)	156.4	6.1	186.1	257.8	306.3
(+/-%)	*35.2*	*-18.8*	*14.8*	*38.9*	*18.9*
EPS(元)	0.78	0.03	0.89	1.24	1.47
P/E(倍)	24.8	636.8	21.5	15.5	13.0

- 随着秋冬装生产旺季的到来和复苏周期中需求的回升，服装产品销量的增加可以预期。这一背景下，预计公司订单恢复、设备利用率有望获得进一步提升，接近甚至达到去年同期水平。
- 上半年原材料价格持续处于历史低位，使得辅料企业降低了生产成本，反而可以保持较高的毛利率水平。下半年行业将面临原材料价格稳步上升的局面，但预计下游需求复苏的速度会低于成本提升速度，所以会对企业毛利率水平的保持造成压力。不过，公司由于具备较其他同类型企业更强的议价能力，因此在成本转嫁方面更为容易，比较优势也更加突出。
- 公司近期公布的业绩快报显示，上半年实现销售收入 5.59 亿元，同比下降 10.35%；净利润 0.56 亿元，同比增长 10.95%，表现基本符合市场预期。利润增长的主要原因来自：1、订单回暖、设备利用率环比提高；2、生产成本下降带来的毛利率提升；3、费用控制效果显著。其中设备利用率的环比提高证实了行业复苏的现状。
- 我们认为，下半年公司设备利用率的环比提升将持续，同时由于去年四季度设备利用率下滑较多，因此今年同比甚至有望获得增长。原材料价格上涨使得毛利率提升的难度增加，但基于公司行业龙头地位和较强议价能力，成本转嫁能力优于行业内其他企业。总的来说，我们看重下半年行业的持续复苏和公司预期明确的业绩改善，预计 2009、2010 和 2011 年 EPS 分别为：0.89 元、1.24 元和 1.47 元，维持增持评级。

最近 52 周股价表现



分 析 师
汪蓉
+755-82492801
wangrongyjs@lhzq.com

我们的观点

延续我们此前行业跟踪报告中的观点，行业持续处于复苏周期之中。随着秋冬装生产旺季的到来和复苏周期中需求的回升，服装产品销量的增加可以预期。在这一背景下，预计公司订单恢复、设备利用率有望获得进一步提升，接近甚至达到去年同期水平。

上半年原材料价格持续处于历史低位，使得辅料企业降低了生产成本，反而可以保持较高的毛利率水平。下半年行业将面临原材料价格稳步上升的局面，但预计下游需求复苏的速度会低于成本提升速度，所以会对企业毛利率水平的保持造成压力。不过，公司由于具备较其他同类型企业更强的议价能力，因此在成本转嫁方面更为容易，比较优势也更加突出。

公司近期公布的业绩快报显示，上半年实现销售收入 5.59 亿元，同比下降 10.35%；净利润 0.56 亿元，同比增长 10.95%，表现基本符合市场预期。利润增长的主要原因来自：1、订单回暖、设备利用率环比提高；2、生产成本下降带来的毛利率提升；3、费用控制效果显著。其中设备利用率的环比提高证实了行业复苏的现状。

我们认为，下半年公司设备利用率的环比提升将得以持续，同时由于去年四季度设备利用率下滑较多，因此今年同比甚至有望获得增长。总体来说，我们看重下半年行业的持续复苏和公司预期明确的业绩改善，预计 2009、2010 和 2011 年 EPS 分别为：0.89 元、1.24 元和 1.47 元，维持增持评级。

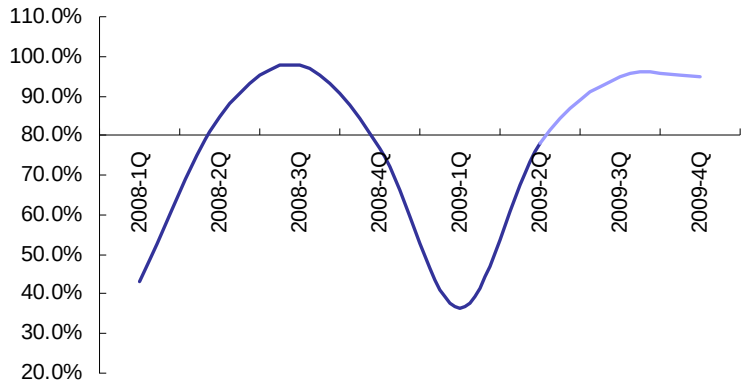
行业复苏带动公司订单恢复、设备利用率回升

我们在上月的行业跟踪报告中指出，服装企业的生产热情恢复且这种供给的增加有需求支撑。虽然产品价格的回升还不明显，但销量的增长已经确定。辅料行业的经营特点决定了其与服装行业的景气度高度相关，服装销量的增加意味着对辅料产品的需求也会持续上升。

这一背景下，公司的设备利用率水平有望持续获得环比提升，接近甚至超越去年同期水平。特别是去年四季度因为经济危机的冲击，公司订单量下滑较多，导致设备利用率有一个较大幅度的下降，今年这一情况会有明显改善。

设备利用率的回升直接对应着销量增加

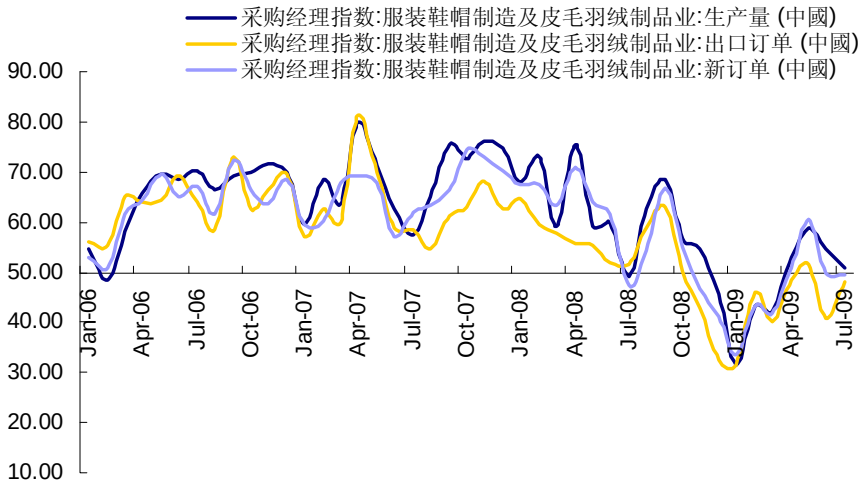
图 1、2008-2009 年公司季度设备利用率测算（以 80%为中轴）



数据来源：公司公告、联合证券研究所
备注：3、4 季度为预测值

7 月份反映服装制品订单情况的 PMI 继续接近 50 均值；其中主要是内销订单贡献，出口订单略回升

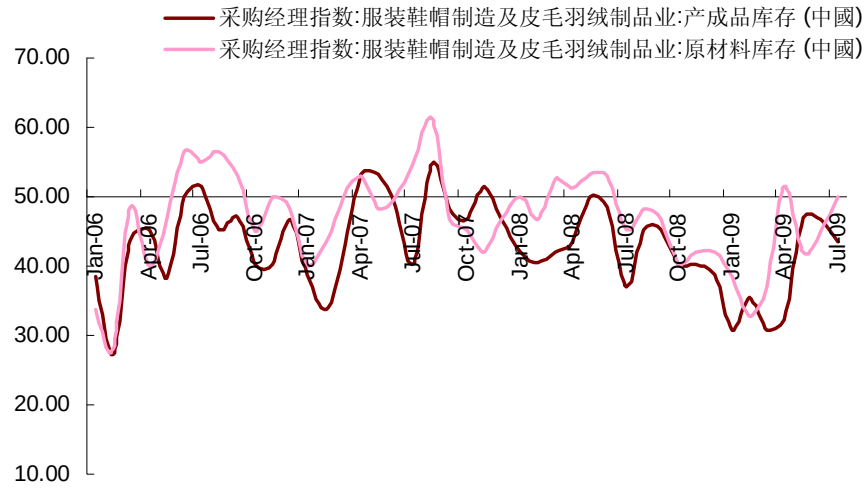
图 2、全行业服装鞋帽及其他制品订单情况



数据来源：CEIC、联合证券研究所.

服装鞋帽及其他制品的库存消化情况良好

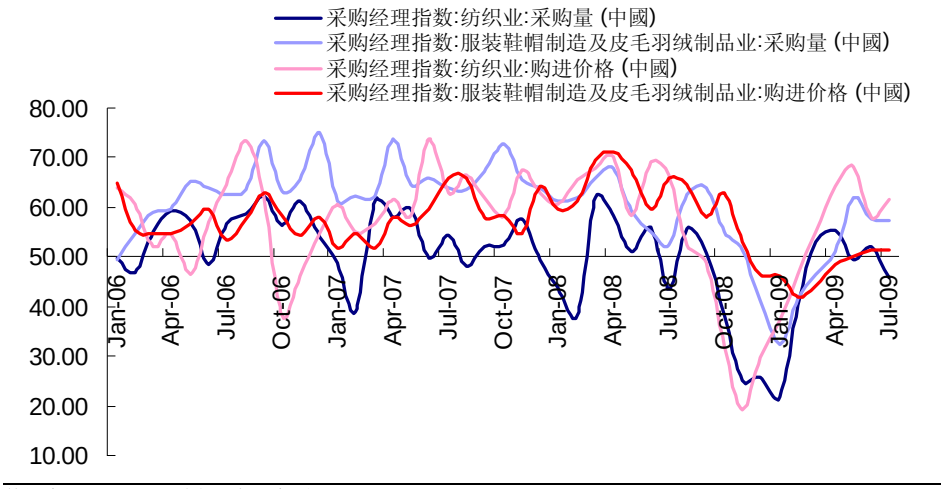
图 3、全行业服装鞋帽及其他制品库存情况



数据来源：CEIC、联合证券研究所.

原料购进价格和服装采购量都明显高于均值，预示着行业生产复苏明显

图 4、全行业服装鞋帽及其他制品生产情况



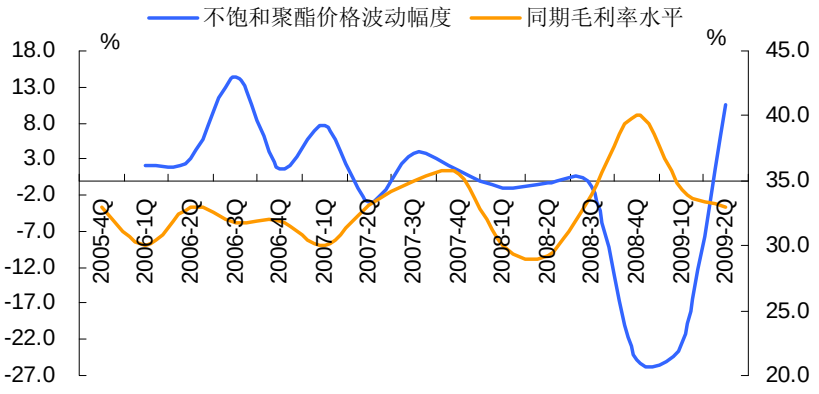
数据来源：CEIC、联合证券研究所.

成本价格低于往年 对提升毛利率有利

年初至今，公司生产所需原材料价格持续处于历史低位，使得其在经济危机影响严重的 08 年四季度、09 年一、二季度仍然保持了较高的毛利率水平。即使其部分产品价格因为市场需求变化和原材料行情波动而略有下调，但综合毛利率仍同比提升，这与其加大新产品研发和技术改造力度，快速交货的经营方式有关——可以随时根据情况调整产品价格，同时也**表现出公司较强的品牌影响力和议价能力**。

历史上看，公司的毛利率变动与主要原材料价格波动呈反向联动关系，当原材料价格走高时，毛利率水平走低；当原材料价格大幅下降时，毛利率水平则走高。说明**辅料产品的价格实际上具有相对粘性，毛利率水平的波动对原材料成本波动更为敏感**。

图 5、公司季度毛利率和主要原材料价格波动的关系



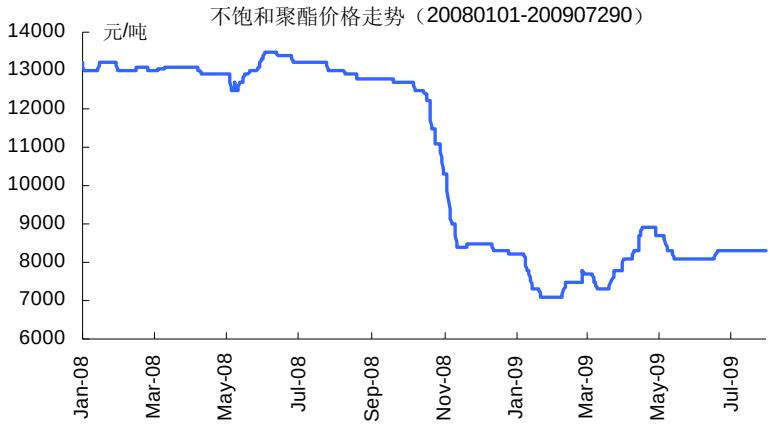
数据来源：公司公告、化工在线、联合证券研究所

根据联合证券化工研究员的判断，下半年全球经济复苏、需求恢复、美元贬值等预期的存在将推动原油价格稳步上扬，进而带动不饱和聚酯、涤纶等产品价格上涨。同样来自对全球经济复苏的良好预期和美元可能贬值的判断，有色研究员认为下半年铜和锌合金等产品价格也将保持稳步上涨趋势。

由此我们预计，今年 3、4 季度公司所用原材料价格回升的可能性较大，**原料跌价给毛利率提升带来的正效应会减弱**。公司可能会根据原料价格回升的幅度来适当上调产品价格，但另一方面基于下游需求恢复速度慢于成本上涨速度的考虑，提价可能尚难完全覆盖增加的成本。

不饱和聚酯为纽扣主要生产原料之一，其价格较 08 年初下降了 37%多

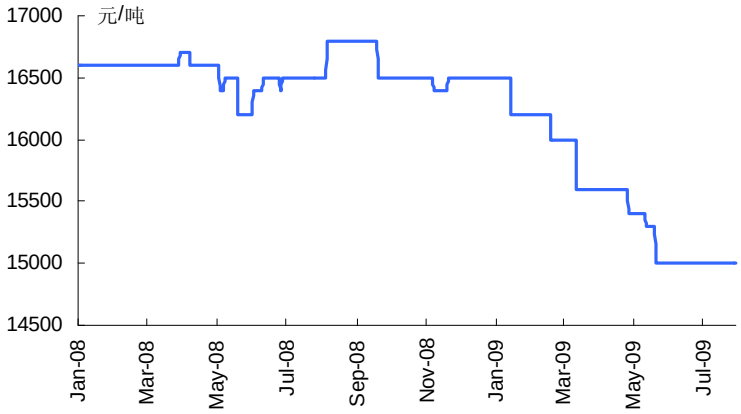
图 6、不饱和聚酯价格走势（2008.01.01-2009.07-29）



数据来源：化工在线、联合证券研究所

塑钢为拉链主要原料之一

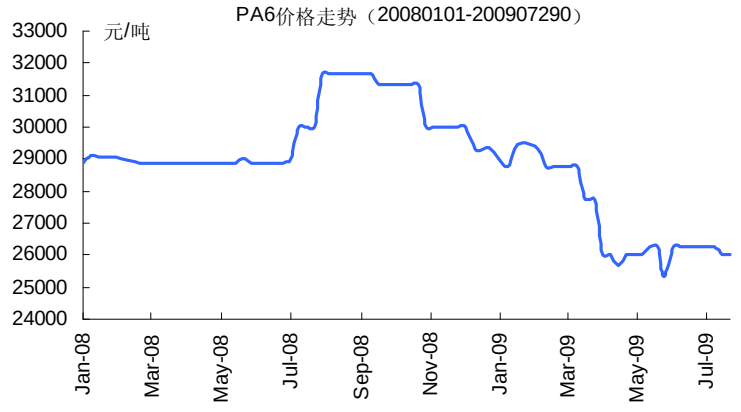
图 7、塑钢价格走势（2008.01.01-2009.07-29）



数据来源：化工在线、联合证券研究所

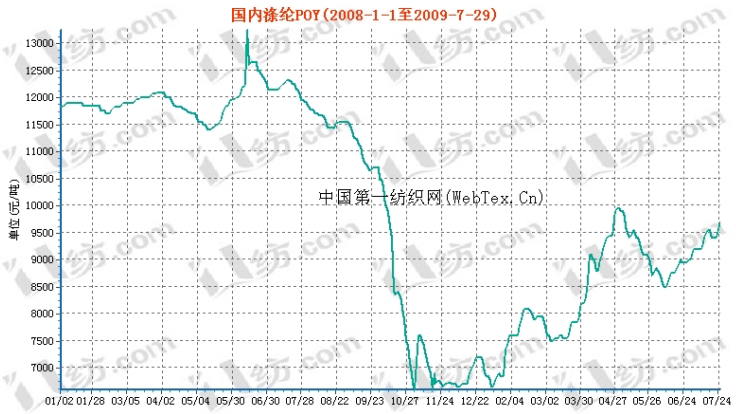
拉链主要原料之一

图 8、尼龙价格走势（2008.01.01-2009.07-29）



数据来源：化工在线、联合证券研究所

图 9、涤纶价格走势（2008.01.01-2009.07-29）



数据来源：第一纺织网、联合证券研究所

铜、锌合金是金属拉链的主要原料

图 10、铜价格走势（2008.01.01-2009.07-29）

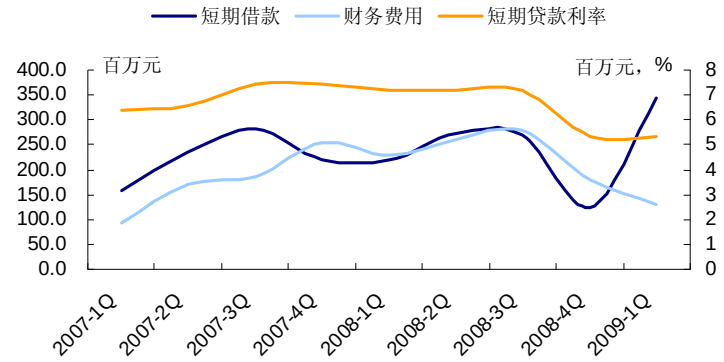
数据来源：联合证券研究所

充分利用经济危机中的“低成本”资源

辅料行业的完全竞争特点决定了其是一个需要依靠“成本倒逼”机制获取更大利润空间的行业，而公司在这方面经验丰富，在经济危机时期充分利用“低成本”资源进行生产经营。

可以看到，今年以来由于贷款利率的下降，公司的财务费用在借款增加的情况下仍然得到了节约。而销售和管理费用也得到了较好控制。

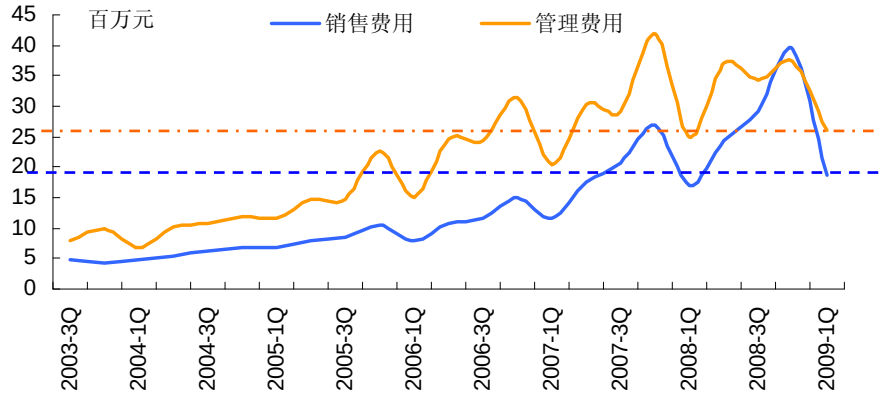
图 11、07 年至今短期贷款利率变化、公司借款和财务费用变化情况



数据来源：中国人民银行、公司公告、联合证券研究所
备注：右轴表示财务费用和短期贷款利率

去年以来公司期间费用得到较好控制

图 12、公司销售和管理费用变化情况



数据来源：公司公告、联合证券研究所

盈利预测

前不久发布的业绩快报显示，公司上半年实现销售收入 5.59 亿元，同比下降 10.35%，主要源于订单的同比下滑和部分产品调低售价；净利润 0.56 亿元，同比增长 10.95%，表现基本符合市场预期。利润增长的主要原因来自：1、订单回暖、设备利用率环比提高带来销售收入的环比增长；2、生产成本下降带动毛利率水平提升；3、费用控制效果显著。其中设备利用率的环比提高证实了行业复苏的现状。

我们认为，下半年公司设备利用率的环比提升将持续，同时由于去年四季度设备利用率下滑较多，因此今年同比甚至有望获得增长。原材料价格上涨使得毛利率提升的难度增加，但基于公司行业龙头地位和较强议价能力，成本转嫁能力优于行业内其他企业。总的来说，我们看重下半年行业的持续复苏和公司预期明确的业绩改善，预计 2009、2010 和 2011 年 EPS 分别为：0.89 元、1.24 元和 1.47 元，维持增持评级。

表 1、盈利预测

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	665	653	821	1077
现金	235	233	304	470
应收账款	145	138	149	177
其它应收款	7	11	12	14
预付账款	85	70	82	97
存货	146	155	229	277
其他	47	45	45	42
非流动资产	715	861	875	888
长期投资	0	0	0	0
固定资产	520	668	723	757
无形资产	103	101	101	100
其他	92	92	52	31
资产总计	1380	1514	1696	1965
流动负债	378	534	530	567
短期借款	123	240	200	200
应付账款	113	133	160	187
其他	142	161	170	181
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	378	534	530	567
少数股东权益	31	38	46	56
股本	201	201	201	201
资本公积	432	426	426	426
留存收益	336	315	492	714
归属母公司股东权益	970	942	1120	1342
负债和股东权益	1380	1514	1696	1965

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	232	272	242	298
净利润	160	186	258	306
折旧摊销	59	30	35	39
财务费用	19	5	6	3
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-14	48	-62	-52
其它	8	3	4	1
投资活动现金流	232	-178	-54	-54
资本支出	230	175	50	50
长期投资	-19	0	0	0
其他	443	-3	-4	-4
筹资活动现金流	150	-96	-118	-78
短期借款	-98	116	-40	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	61	0	0	0
资本公积增加	231	-6	0	0
其他	-44	-206	-79	-78
现金净增加额	109	-2	70	166

利润表 单位：百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1478	1487	1783	2103
营业成本	981	977	1158	1398
营业税金及附加	11	10	12	14
营业费用	110	115	127	140
管理费用	134	136	143	150
财务费用	19	5	6	3
资产减值损失	10	2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	213	242	336	398
营业外收入	2	5	2	3
营业外支出	7	5	3	3
利润总额	208	242	335	398
所得税	49	56	77	91
净利润	160	186	258	306
少数股东损益	3	7	8	10
归属于母公司净利润	156	180	249	297
EBITDA	292	276	378	440
EPS（元）	0.78	0.89	1.24	1.47

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	24.6%	0.7%	19.8%	18.0%
营业利润	18.0%	13.3%	39.1%	18.4%
净利润	35.2%	14.8%	38.9%	18.9%
获利能力				
毛利率	33.6%	34.3%	35.0%	33.5%
净利率	10.6%	12.1%	14.0%	14.1%
ROE	16.1%	19.1%	22.3%	22.1%
ROIC	26.3%	25.2%	32.5%	35.9%
偿债能力				
资产负债率	27.4%	35.2%	31.2%	28.9%
净负债比率				
流动比率	1.76	1.22	1.55	1.90
速动比率	1.37	0.93	1.11	1.40
营运能力				
总资产周转率	1.20	1.03	1.11	1.15
应收账款周转率	12	10	12	12
应付账款周转率	7.57	7.93	7.90	8.07
每股指标（元）				
每股收益	0.78	0.89	1.24	1.47
每股经营现金流	1.15	1.35	1.20	1.48
每股净资产	4.82	4.68	5.56	6.67
估值比率				
P/E	24.71	21.53	15.50	13.03
P/B	3.99	4.10	3.45	2.88
EV/EBITDA	13	14	10	9

资料来源：联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责申明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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，还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。