

王薇
 0755-82960477
 wang_w@cmschina.com.cn

2010年3月31日

伟星股份(002003.SZ)/21.19元

土地收储收益增厚一季度净利 主业经营趋势向好

服装纺织·辅料

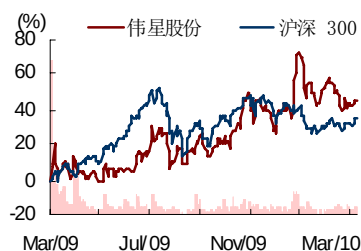
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3128
总股本(万股)	20466
已上市流通股(万股)	12316
总市值(亿元)	44
流通市值(亿元)	26
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	18.7
资产负债率	37.9%
主要股东	伟星集团有限公司
主要股东持股比例	28.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	28	53
相对表现	-10	15	19



相关报告

- 1、《伟星股份—全力打造一站式服饰辅料品牌企业》2007/10/08
- 2、《伟星股份—重视营销与品牌塑造的一站式服饰辅料企业》2008/3/18
- 3、《伟星股份—淡季遇危机 不改核心竞争优势》2009/3/23
- 4、《伟星股份—单季收入降幅收窄 利润指标全面反转》2009/7/27
- 5、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6
- 6、《伟星股份—期权行权利于长期发展 坚持研发与营销的特色道路》2010/1/29
- 7、《伟星股份—业绩符合预期 良好的盈利能力是重点》2010/2/8

公司公布一季度预增公告，主因是获得土地收储收益 816 万元。一季度属于公司生产的淡季，但整体订单逐步复苏的趋势已现。预计 10 年伴随需求复苏，其经营将逐步有更好的表现。

- **土地收储收益大幅增厚一季度净利。**公司预计一季度净利润与上年同期相比增长 120%-150%，主要原因是台州市城市规划调整需要，公司位于台州市经济开发区通化路上的两宗工业土地被台州经济开发区土地储备开发中心收储，预计产生约 816 万元的收益计入税前利润。
- **淡季中经营基本正常，但订单复苏的趋势已经显现。**公司从 09 年四季度开始感受到开工率与订单情况温和的复苏，四季度需求的回升致使收入降幅由前三季度的 11.96% 减少到 5.32%。一季度是公司生产的传统淡季，虽然整体经营较为平淡，但订单复苏的趋势已经显现，预计后续经营将逐步回升。
- **灵活的价格策略将保证公司良好的盈利能力。**公司在危机中依靠优秀的盈利能力，在规模整体略有下降的背景下，获得了净利润 11.86% 的增长。10 年将面临成本上升的问题，但灵活的价格策略是公司毛利率的核心，我们认为公司有能力维持毛利率的基本稳定。
- **盈利预测与投资建议：**公司较同类企业表现出更好的抗风险性与业绩持续成长性。未来纽扣业务将以南方基地为产能进一步扩张的新起点，拉链与水晶钻业务将在规模扩大的同时，更注重品质的提高。由于获得了土地收储收益，我们预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.85 元、1.06 元和 1.29 元/股。目前估值为 10 年的 20 倍左右。公司目前处于生产淡季，经营不会有太抢眼表现。但是从全年的角度看，伴随需求的复苏，公司的经营将逐步有更好的表现，且目前估值水平较有优势，维持“强烈推荐”投资评级。逐步进入生产旺季时是值得重点关注的时点。
- **风险因素：**经济复苏低于预期对服饰消费的影响，以及汇率波动、原材料价格波动的风险。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1186	1478	1400	1622	1983
同比增长	39%	25%	-5%	16%	22%
营业利润(百万元)	181	213	221	281	355
同比增长	64%	18%	4%	27%	26%
净利润(百万元)	116	156	174	217	263
同比增长	70%	35%	11%	25%	21%
每股收益(元)	0.83	0.78	0.85	1.06	1.29
PE	25.6	27.3	25.0	20.0	16.5
PB	5.5	4.4	3.9	3.4	2.9

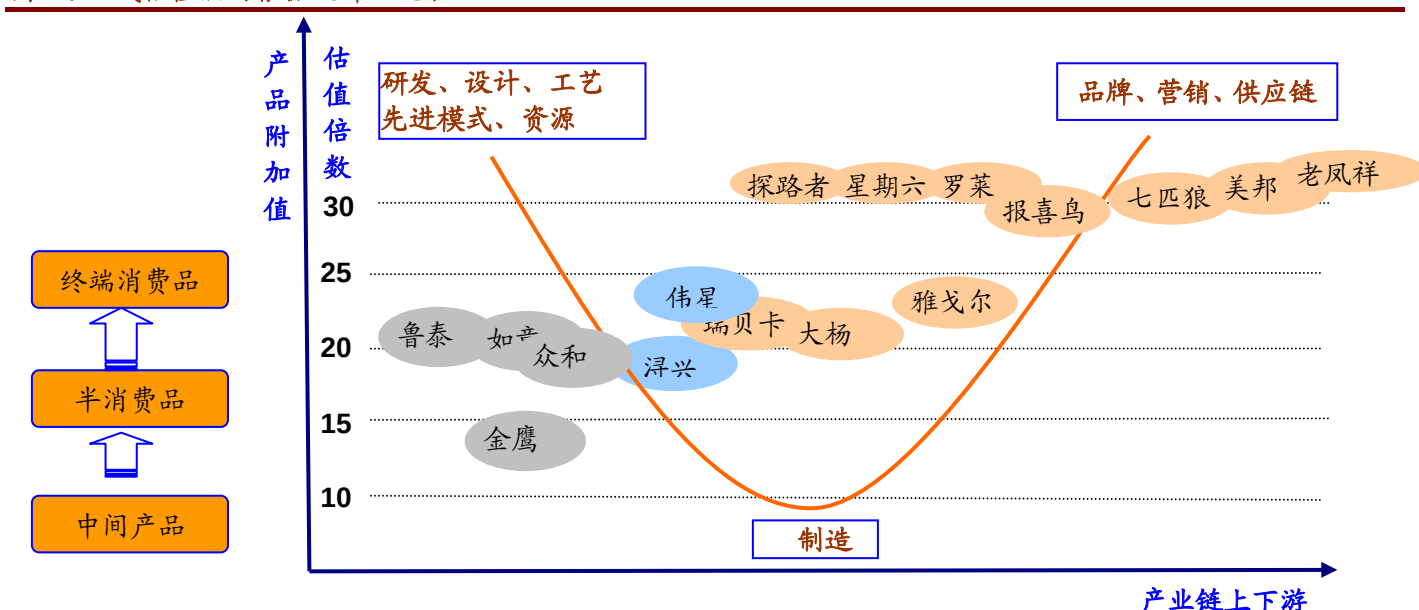
资料来源：招商证券

表 1: 收入结构分拆表 (单位: 百万元)

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
合计收入	526	829	1148	1478	1400	1622	1983
纽扣	317	517	669	818	728	837	1005
拉链	102	173	282	403	421	514	668
水晶钻	4	35	62	93	97	115	149
其他	102	105	135	164	154	156	161
收入增长率	55.60%	57.80%	38.40%	28.71%	-5.23%	15.79%	22.29%
纽扣	64.70%	62.80%	29.50%	22.19%	-11.00%	15.00%	20.00%
拉链	25.20%	69.00%	62.90%	43.19%	4.50%	22.00%	30.00%
水晶钻		786.70%	78.07%	50.43%	4.50%	18.00%	30.00%
毛利率	29.10%	30.40%	32.30%	33.61%	35.26%	34.92%	34.94%
纽扣	36.40%	34.50%	35.20%	37.55%	39.00%	38.50%	38.30%
拉链	21.20%	23.00%	25.40%	31.84%	35.00%	34.20%	34.00%
水晶钻	40.30%	41.60%	46.90%	31.22%	31.70%	32.00%	32.20%

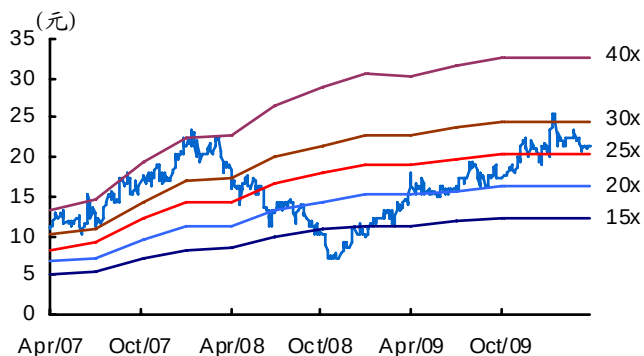
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: V式估值法 (根据10年EPS)



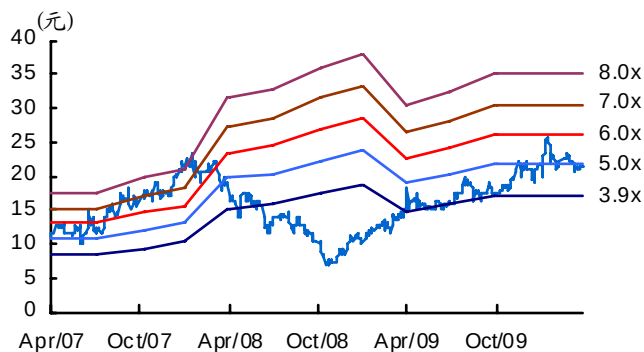
资料来源: 招商证券

图 2: 伟星股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 伟星股份历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《伟星股份—全力打造一站式服饰辅料品牌企业》2007/10/08:

用详实的数据,系统阐述了公司所处行业以及公司各方面的经营情况。

2、《伟星股份—重视营销与品牌塑造的一站式服饰辅料企业》2008/3/18:

提出伟星专注于营销与品牌塑造,走出了一条区别于传统生产企业的道路,其经营模式非常值得推崇,其为成为国际著名的服饰辅料品牌而布局的品牌战略,尤其反映出管理层超前的眼光。

3、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略(服饰品牌研究第二卷):时尚产业图谱,品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱,将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类,借助我们构建的完整品牌评价系统,清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

4、《伟星股份—主打业务发展健康 清晰战略助成长》2008/8/11

5、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略(服饰品牌研究第三卷):时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发,对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司,总结出危机中的品牌公司分化表现,并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱,归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

6、《伟星股份—收入毛利齐增长 辅料龙头显威力》2009/3/2:

构建了公司从内部效率提升、外部市场拓展,围绕品牌建设的核心,以人才为基础的实现机大于危的突破思路。

7、《伟星股份—淡季遇危机 不改核心竞争优势》2009/3/23:

详细分析了伟星在危机中各项业务的发展思路。

8、《伟星股份—所得税抵免增厚业绩 开工率回升构建投资机会》2009/6/3

9、《纺织服饰行业 09 年中期投资策略(服饰品牌研究第三卷下):突围与出局:时尚界由重本质者主宰》2009/6/15:

经营模式对公司的利润有着关键影响。此文建立了时尚产业图谱的财务量化版,结合国际案例,证明企业运营一定要贴合产品本质选取经营模式。据此对国内品牌公司做出从模式-财务指标质量的分析,并结合发展弹性框架把握投资机会。

10、《伟星股份—单季收入降幅收窄 利润指标全面反转》2009/7/27

11、《伟星股份—订单有所恢复,毛利维持提升趋势》2009/8/30

12、《伟星股份—业绩略低预期 但盈利能力大幅提高体现实力》2009/10/27

13、《服饰品牌研究第四卷:迎风起舞:结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱,并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图,深刻剖析了各品牌企业的价值。

14、《伟星股份—期权行权利于长期发展 坚持研发与营销的特色道路》2010/1/29

15、《伟星股份—业绩符合预期 良好的盈利能力是重点》2010/2/8

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	511	665	987	1252	1762
现金	144	235	587	811	1204
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	29	47	31	36	44
应收款项	93	145	137	154	146
其它应收款	11	7	14	16	20
存货	195	146	190	201	307
其他	38	85	29	34	41
非流动资产	578	715	693	621	555
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	496	520	524	463	406
无形资产	61	103	92	83	75
其他	21	92	76	75	74
资产总计	1088	1380	1680	1873	2318
流动负债	523	378	534	546	771
短期借款	222	123	254	216	278
应付账款	146	113	100	127	232
预收账款	23	25	23	26	45
其他	132	117	157	177	215
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	523	378	534	546	771
股本	140	201	205	205	205
资本公积金	201	432	432	432	432
留存收益	195	336	475	649	860
少数股东权益	29	31	34	41	50
母公司所有者权益	536	970	1112	1286	1497
负债及权益合计	1088	1380	1680	1873	2318

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	79	232	338	326	421
净利润		156	174	217	263
折旧摊销		0	80	81	83
财务费用		0	15	10	12
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	56	9	40
其它		75	14	9	22
投资活动现金流	(214)	(273)	(71)	(10)	(25)
资本支出		0	(71)	(10)	(25)
其他投资		(273)	0	0	0
筹资活动现金流	54	150	84	(91)	(3)
借款变动		0	131	(38)	62
普通股增加		0	3	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(35)	(43)	(53)
其他		150	(15)	(10)	(12)
现金净增加额	(81)	109	351	224	393

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1186	1478	1400	1622	1983
营业成本	782	981	907	1055	1290
营业税金及附加	8	11	10	11	12
营业费用	77	110	108	115	135
管理费用	121	134	140	148	179
财务费用	14	19	15	10	12
资产减值损失	2	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	0	0	0	0
营业利润	181	213	221	281	355
营业外收入	2	2	2	13	5
营业外支出	6	7	2	2	1
利润总额	177	208	221	292	359
所得税	55	49	45	69	86
净利润	121	160	176	224	273
少数股东损益	6	3	3	7	10
母公司所有者净利润	116	156	174	217	263
EPS (元)	0.83	0.78	0.85	1.06	1.29

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	39%	25%	-5%	16%	22%
营业利润	64%	18%	4%	27%	26%
净利润	70%	35%	11.1%	24.9%	21.3%
获利能力					
毛利率	34.0%	33.6%	35.3%	34.9%	34.9%
净利率	9.8%	10.6%	12.4%	13.4%	13.3%
ROE	21.6%	16.1%	15.6%	16.9%	17.6%
ROIC	17.0%	15.8%	13.5%	14.4%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	48.1%	27.4%	31.8%	29.2%	33.2%
净负债比率	20.3%	8.9%	15.1%	11.5%	12.0%
流动比率	1.0	1.8	1.9	2.3	2.3
速动比率	0.6	1.4	1.5	1.9	1.9
营运能力					
资产周转率	1.1	1.1	0.8	0.9	0.9
存货周转率	5.0	5.8	5.4	5.4	5.1
应收帐款周转率	14.8	12.4	9.9	11.1	13.2
应付帐款周转率	7.6	7.6	8.5	9.3	7.2
每股资料(元)					
每股收益	0.83	0.78	0.85	1.06	1.29
每股经营现金	0.56	1.15	1.65	1.59	2.06
每股净资产	3.83	4.82	5.44	6.28	7.31
每股股利	0.10	1.00	0.17	0.21	0.26
估值比率					
PE	25.6	27.3	25.0	20.0	16.5
PB	5.5	4.4	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	15.5	12.9	11.5	9.7	8.1

分析师简介

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，4 年证券研究经验，3 年服饰纺织行业研究经验。2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的时尚产业图谱与品牌竞争阶段图谱。并结合对国际服饰行业与优秀公司的实证研究，提升出图谱的财务量化版，完善了产品-模式-财务指标-投资策略的研究。同时根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析品牌企业的价值。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。