

强烈推荐-A (维持)

伟星股份 002003.SZ

目标估值: 22.00-25.00 元

当前股价: 17.19 元

2010 年 7 月 14 日

业绩大幅超预期 优质辅料龙头又现光环

基础数据

上证综指	2421
总股本(万股)	20466
已上市流通股(万股)	12316
总市值(亿元)	35
流通市值(亿元)	21
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	18.7
资产负债率	34.4%
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	-10	-24	1
相对表现	-3	1	24



相关报告

- 1、《伟星股份一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
- 2、《伟星股份一业绩符合预期 良好的盈利能力是重点》2010/2/8
- 3、《伟星股份一土地收储收益增厚一季度净利 主业经营趋势向好》2010/3/31
- 4、《伟星股份一收入恢复超预期 订单持续增长可期》2010/4/29

王薇

0755-82960477

wang_w@cmschina.com.cn

S1090208070223

公司公布了 1—6 月业绩预告的修正公告, 将增长幅度由小于 30%提高到 55%—85%。预计主业经营增长大超预期, 危机后伴随消费需求恢复, 公司良好的营销与管理能力保证了订单的如期复苏, 我们在 6 月 8 日的中期投资策略中强调了下半年进入消费旺季, 预计公司经营将有更好的表现, 较大的估值优势值得积极关注。

□ **中期业绩大超预期, 主业经营恢复良好的表现。**公司公告将 2010 年 1—6 月实现的净利润同比增长幅度由小于 30%提高到增长 55%—85%。主要由于主营业务收入有较大幅度的增长, 以及两项非经常性收益的影响, 包括土地收储产生的 816.48 万的税前利润, 和技术改造国产设备投资抵免税额 525.37 万元。考虑到去年同期也存在国产设备投资抵免税 472.8 万元, 初步估算扣除非经常性收益的影响, 上半年公司主业产生的净利润增长幅度在 40%至 70%左右。这大大超过了我们此前对主业 20-30%增长的预计。

□ **二季度开工较饱满, 拉链业务复苏最为明显。**公司二季度的开工情况持续恢复, 开工率总体处于较高水平。预计纽扣业务有小幅的增长, 由于去年毛利率基数较高, 整体增长较为稳定; 拉链产能还有空间, 恢复也最为明显, 规模效应扩大导致折旧等费用率也可得到减少; 水晶钻业务预计发展较为稳定。

□ **下半年发展展望: 旺季业绩可期待, 强大的营销能力以及与品牌企业发展的联动性是增长的保证。**三季度通常是公司生产最旺的季节, 由于去年危机出现旺季不旺的情况, 较低的基数使得良好的增长可期待。我们一直强调公司不是一个单纯的生产企业, 拥有较一般生产企业强大许多的营销能力, 以及过半销售由国内的品牌客户实现, 从而过往常实现与国内优质品牌企业联动的良好成长性。下半年我们预计国内消费仍能延续较好的增长势头, 其主要一些品牌客户的快速增长有保证, 预计公司将能延续如此的快速增长。

□ **盈利预测与投资建议:** 根据修正公告, 我们将 10-12 年的 EPS 分别由 1.05、1.34 和 1.73 元/股上调为 1.14、1.44 和 1.86 元/股。目前估值为 10 年的 15 倍左右, 估值水平很有优势, 半消费品属性使得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, 至少可以 10 年 22 倍 PE 为估值中枢, 半年目标价为 22-25 元, 维持“强烈推荐”投资评级, 建议重点积极关注。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1478	1395	1706	2089	2590
同比增长	25%	-6%	22%	22%	24%
营业利润(百万元)	213	224	291	389	512
同比增长	18%	5%	30%	34%	32%
净利润(百万元)	156	172	233	296	382
同比增长	35%	10%	35%	27%	29%
每股收益(元)	0.78	0.84	1.14	1.44	1.86
PE	22.1	20.4	15.1	11.9	9.2
PB	3.6	3.7	3.1	2.6	2.1

资料来源: 招商证券

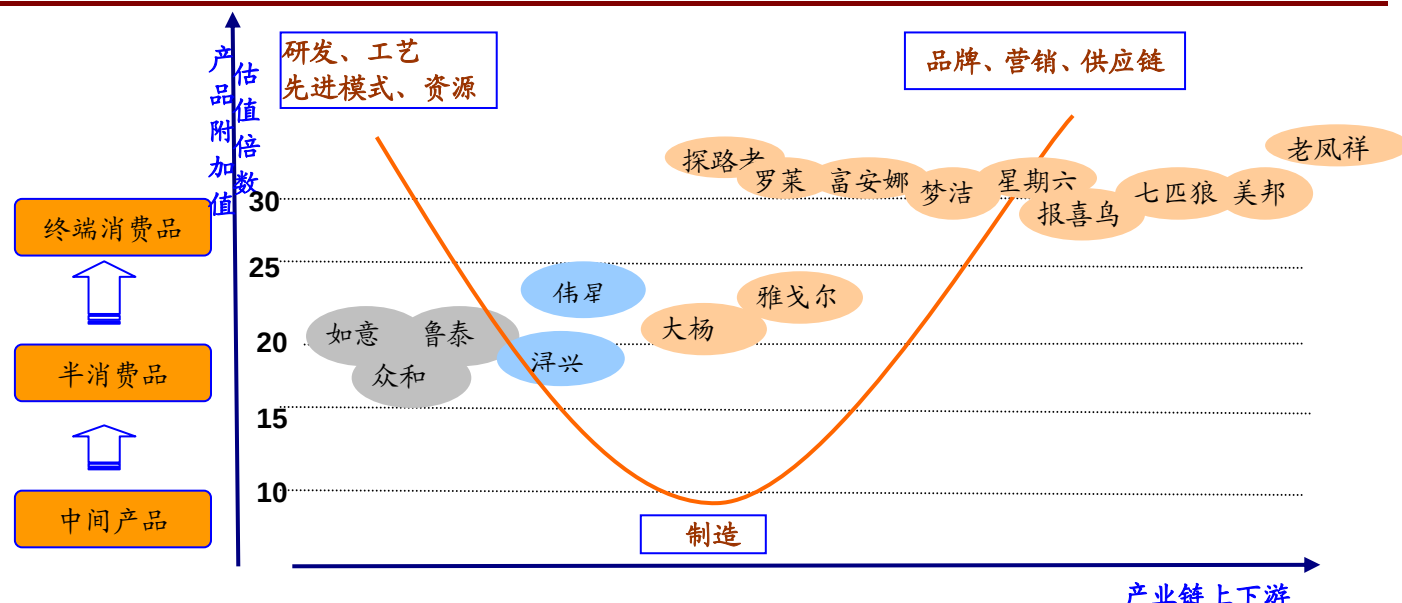
风险因素：经济复苏低于预期对服饰消费的影响，以及汇率波动、原材料价格波动、劳动力成本上涨等对经营的风险。

表 1：收入结构分拆表（单位：百万元）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
合计收入	829	1148	1478	1395	1706	2089	2590
纽扣	517	669	818	704	824	1014	1267
拉链	173	282	403	438	591	739	923
水晶钻	35	62	93	98	118	147	192
其他	105	135	164	155	173	189	208
收入增长率	57.80%	38.40%	28.71%	-5.58%	22.27%	22.43%	24.02%
纽扣	62.80%	29.50%	22.19%	-13.89%	17.00%	23.00%	25.00%
拉链	69.00%	62.90%	43.19%	8.56%	35.00%	25.00%	25.00%
水晶钻	786.70%	78.07%	50.43%	5.75%	20.00%	25.00%	30.00%
毛利率	30.40%	32.30%	33.61%	36.45%	36.21%	36.75%	37.28%
纽扣	34.50%	35.20%	37.55%	42.15%	42.00%	42.60%	43.00%
拉链	23.00%	25.40%	31.84%	30.48%	31.50%	31.80%	32.20%
水晶钻	41.60%	46.90%	31.22%	35.02%	36.00%	36.00%	36.20%

资料来源：公司公告，招商证券

图 1：V 式估值法（根据 10 年 EPS）



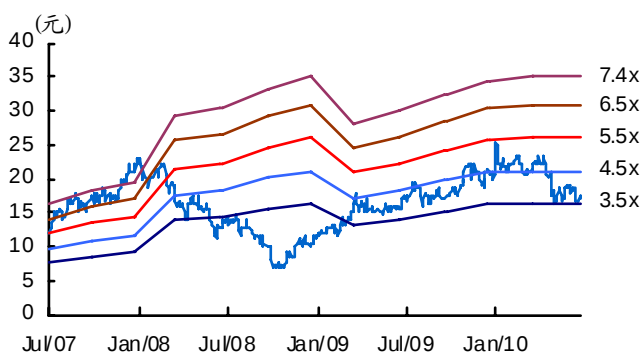
资料来源：招商证券

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、《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。

5、《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。

6、《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。

7、《伟星股份—单季收入降幅收窄 利润指标全面反转》2009/7/27

8、《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。

9、《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

10、《伟星股份—业绩符合预期 良好的盈利能力是重点》2010/2/8

11、《伟星股份—收入恢复超预期 订单持续增长可期》2010/4/29

12、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1671	3319	2880	3482	4079
现金	255	716	1289	1346	1612
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据					
应收款项	29	37	47	62	72
其它应收款	319	491	591	777	900
存货	916	1799	707	923	1064
其他	153	276	245	373	431
非流动资产	816	1174	1192	1198	1204
长期股权投资	170	125	125	125	125
固定资产	363	568	923	930	937
无形资产	71	143	144	143	142
其他	212	338	0	0	0
资产总计	2487	4493	4072	4680	5282
流动负债	830	1504	1065	1290	1437
短期借款	565	350	300	300	300
应付账款	88	326	283	369	426
预收账款	40	527	424	554	639
其他	137	301	58	67	73
长期负债	278	357	70	40	10
长期借款	95	100	70	40	10
其他	183	257	0	0	0
负债合计	1108	1861	1135	1330	1447
股本	109	1069	1069	1069	1069
资本公积金	143	40	0	0	0
留存收益	575	914	0	0	0
少数股东权益	59	69	74	81	89
母公司所有者权益	1319	2563	2863	3269	3746
负债及权益合计	2487	4493	4072	4680	5282

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	86	95	1114	368	604
净利润			428	580	682
折旧摊销			76	94	94
财务费用			12	7	4
投资收益			0	0	0
营运资金变动			593	(320)	(184)
其它			5	7	8
投资活动现金流	(100)	(408)	(97)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			3	0	0
筹资活动现金流	(27)	745	(443)	(211)	(238)
借款变动			(50)	(30)	(30)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(128)	(174)	(205)
其他			(265)	(7)	(4)
现金净增加额	(41)	433	573	57	266

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1254	1844	2365	3109	3600
营业成本	714	1163	1414	1846	2129
营业税金及附加	1	3	5	6	7
营业费用	47	53	71	93	108
管理费用	212	273	355	466	540
财务费用	30	23	12	7	4
资产减值损失	0	10	0	0	0
公允价值变动收益	6	(0)	0	0	0
投资收益	6	(0)	0	0	0
营业利润	255	319	509	690	812
营业外收入	1	7	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	254	325	509	690	812
所得税	39	45	76	104	122
净利润	216	280	433	587	690
少数股东损益	4	4	5	7	8
母公司所有者净利润	211	276	428	580	682
EPS (元)	0.43	0.51	0.79	1.07	1.26

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	23%	47%	28%	31%	16%
营业利润	30%	25%	60%	36%	18%
净利润	24%	31%	55%	36%	18%
获利能力					
毛利率	19.8%	17.3%	21.5%	22.2%	22.6%
净利率	16.9%	15.0%	18.1%	18.7%	19.0%
ROE	15.3%	10.5%	14.6%	17.3%	17.8%
ROIC	11.8%	9.6%	13.5%	16.1%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	33.4%	33.5%	26.2%	27.6%	27.2%
净负债比率	27.6%	10.9%	9.1%	7.3%	5.9%
流动比率	2.0	2.2	2.7	2.7	2.8
速动比率	0.9	1.0	2.0	2.0	2.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7
存货周转率	2.5	2.5	2.9	3.9	3.7
应收帐款周转率	4.4	4.6	4.4	4.5	4.3
应付帐款周转率	10.9	7.4	6.1	7.4	7.0
每股资料(元)					
每股收益	0.43	0.51	0.79	1.07	1.26
每股经营现金	0.18	0.18	2.06	0.68	1.12
每股净资产	2.81	4.87	5.43	6.20	7.09
每股股利	0.18	0.14	0.24	0.32	0.38
估值比率					
PE	34.9	29.4	19.0	14.0	11.9
PB	5.3	3.1	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	26.8	15.8	13.9	10.3	9.0

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。

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”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依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队图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分解剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

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±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。