

## 强烈推荐-A (维持)

## 伟星股份 002003.SZ

目标估值: 23.80 元

当前股价: 18.84 元

2011 年 7 月 29 日

### 主业经营稳健 高基数下收入增长略超预期

#### 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 上证综指        | 2709     |
| 总股本 (万股)    | 25899    |
| 已上市流通股 (万股) | 22338    |
| 总市值 (亿元)    | 49       |
| 流通市值 (亿元)   | 42       |
| 每股净资产 (MRQ) | 6.0      |
| ROE (TTM)   | 16.1     |
| 资产负债率       | 26.3%    |
| 主要股东        | 伟星集团有限公司 |
| 主要股东持股比例    | 22.8%    |

#### 股价表现

|      |    |    |     |
|------|----|----|-----|
| %    | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 11 | -7 | 8   |
| 相对表现 | 12 | -6 | 0   |



#### 相关报告

- 1、《伟星股份—业绩大幅超预期 优质辅料龙头又现光环》2010/7/14
- 2、《伟星股份—规模效益提升 结构持续优化 共创未来持续增长》2010/3/15
- 3、《伟星股份—募投项目进展超预期 业绩增长更有保证》2011/3/18
- 4、《伟星股份—高基数导致净利润如期下滑 看好下半年投资机会》2011/4/21

#### 王薇

0755-82960477  
wang\_w@cmschina.com.cn  
S1090511040023

公司今日公布业绩快报, 11 年上半年营业收入同比增长 17.55%, 营业利润和归属母公司净利润分别增长 10.68%和 5.26%。在高基数的影响下, 收入依然呈现了略超预期的增长态势, 而利润方面若剔除去年上半年土地收储所带来的非经常性收益影响后, 归属母公司净利润同比增速为 14.85%。我们认为不考虑高基数问题, 公司主业的实际经营情况较为稳健, 突显了龙头及品牌优势, 目前的安全边际较高。

- **主业经营稳健, 收入增长略超预期。** 11 年上半年公司实现营业收入 9.21 亿元, 同比增长 17.55%, 实现营业利润和归属母公司所有者净利润分别为 1.39 亿元和 1.03 亿元, 同比分别增长 10.68%和 5.26%, 基本每股收益 0.43 元。我们认为在高基数的拖累下 (去年二季度生产旺季提前到来), 公司收入增长速度略超预期, 主要是因公司在提升自身生产制造工艺水平的同时, 积极进行品牌运作, 使辅料产品附加值及市场竞争力得到了提升。
- **高基数因素导致净利润增速如期下滑。** 去年上半年公司因获得两处土地收储收益 816.48 万元, 基数过高, 致使净利润增长不多。但若剔除该因素影响, 今年上半年归属母公司净利润实际增长 14.85%。因我们前期已对高基数问题做出明确提示 (去年上半年由于土地收储收入以及二季度较往年异常的旺销致使基数较高), 所以净利润增长情况基本符合预期。
- **后期展望: 配股项目将有效缓解产能压力, 保证明年业绩快速增长。** 作为辅料行业的龙头企业, 公司所具有的超越一般生产型企业的 “一站式 (全程) 服饰辅料供应” 的经营模式, 为公司奠定了良好的市场基础。后期随着配股项目顺利实施, 纽扣及拉链产品的市场占有率、产品档次及品质的提升, 将有效拉动公司业绩保持持续增长, 特别是年底南方深圳生产基地的建成将成为明年业绩增长的加速因子。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到配股项目将有效缓解产能不足问题, 并且可以使产品结构得到持续优化, 我们认为公司的可持续成长性较强, 特别是 12 年受益于南方生产基地产能释放, 业绩有望加速增长。预计 11-13 EPS 分年别为 1.19、1.61 和 2.08 元/股, 对应 11 年 PE 为 15.8 倍。

#### 财务数据与估值

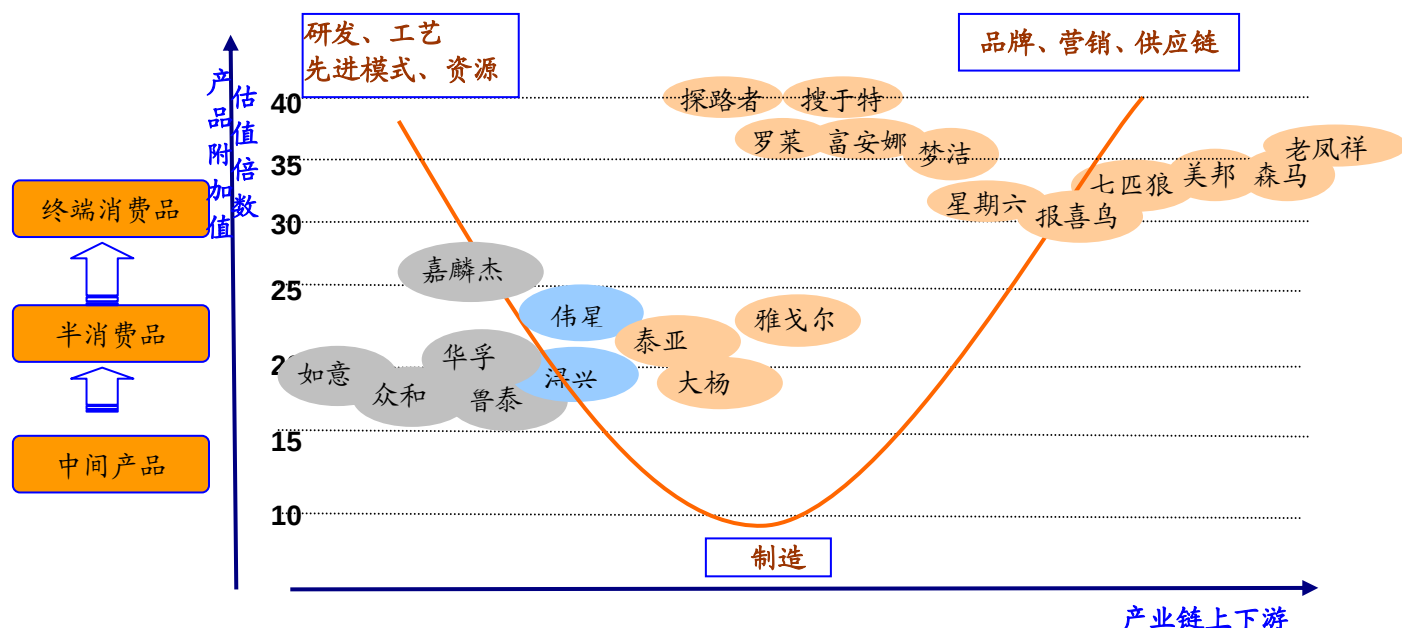
| 会计年度      | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 1395 | 1829 | 2275  | 2909  | 3609  |
| 同比增长      | -6%  | 31%  | 24%   | 28%   | 24%   |
| 营业利润(百万元) | 224  | 331  | 417   | 567   | 731   |
| 同比增长      | 5%   | 48%  | 26%   | 36%   | 29%   |
| 净利润(百万元)  | 172  | 256  | 308   | 417   | 539   |
| 同比增长      | 10%  | 48%  | 20%   | 35%   | 29%   |
| 每股收益(元)   | 0.84 | 1.23 | 1.19  | 1.61  | 2.08  |
| PE        | 22.4 | 15.3 | 15.9  | 11.7  | 9.1   |
| PB        | 4.0  | 3.3  | 3.3   | 2.7   | 2.2   |

资料来源: 招商证券

给予 011 年 20 倍 PE，半年目标价值为 23.80 元。由于目前安全边际高，维持“强烈推荐-A”的投资评级。若后期增速提高，成长性再度体现的时点，股价弹性会较大。

- **风险提示：**下游服饰产品持续提价，抑制消费需求，从而间接影响公司销售业绩；汇率波动、原材料价格上涨及劳动力成本上涨对经营的风险。

图 1：V 式估值法（根据 11 年 EPS）



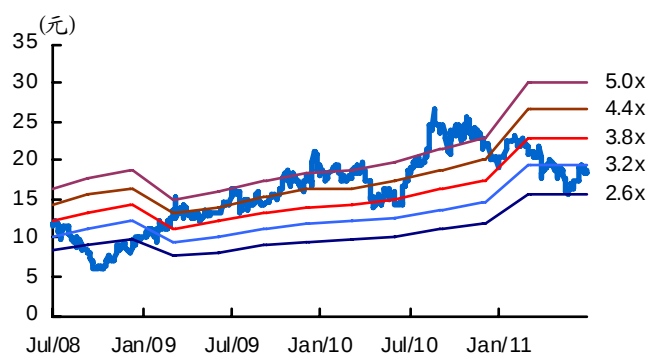
资料来源：招商证券研究发展中心

图 2：伟星股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心，港澳资讯

图 3：伟星股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心，港澳资讯

## 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—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。

### 5、《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。

### 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—业绩大幅超预期 优质辅料龙头又现光环》2010/7/14

### 8、《伟星股份—主打业务各有亮点 配股融资提升发展空间》2010/8/12

### 9、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会,详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点,并据此归结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

### 10、《纺织服饰行业 2011 年投资策略(服饰品牌研究第六卷)-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手,精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况,并详细的进行剖析,阐述各细分领域未来的发展路径;提出结合竞争阶段与发展策略选择公司,并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

### 11、《伟星股份—配股推进产能扩张 夯实成长基石》2011/2/14

### 12、《伟星股份—业绩增长再超预期 未来成长性良好值得积极关注》2011/2/28

### 13、《伟星股份—规模效益提升 结构持续优化 共创未来持续增长》2010/3/15

### 14、《伟星股份—募投项目进展超预期 业绩增长更有保证》2011/3/18

### 15、《伟星股份—以升级为主线 打造辅料明星企业》2011/4/20

### 16、《伟星股份-高基数导致净利润如期下滑 看好下半年投资机会》2011/4/21

## 附：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元         | 2009        | 2010        | 2011E       | 2012E       | 2013E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 613         | 787         | 1319        | 1836        | 2430        |
| 现金             | 248         | 275         | 728         | 1065        | 1365        |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 36          | 44          | 57          | 73          | 90          |
| 应收款项           | 143         | 167         | 191         | 257         | 336         |
| 其它应收款          | 5           | 7           | 23          | 29          | 36          |
| 存货             | 160         | 257         | 292         | 376         | 530         |
| 其他             | 20          | 38          | 29          | 36          | 72          |
| <b>非流动资产</b>   | 836         | 1009        | 927         | 861         | 794         |
| 长期股权投资         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产           | 616         | 688         | 629         | 579         | 526         |
| 无形资产           | 160         | 143         | 129         | 116         | 104         |
| 其他             | 60          | 178         | 169         | 166         | 164         |
| <b>资产总计</b>    | <b>1449</b> | <b>1796</b> | <b>2245</b> | <b>2696</b> | <b>3224</b> |
| <b>流动负债</b>    | 474         | 503         | 648         | 756         | 842         |
| 短期借款           | 168         | 121         | 140         | 150         | 120         |
| 应付账款           | 158         | 188         | 214         | 236         | 271         |
| 预收账款           | 27          | 38          | 43          | 54          | 68          |
| 其他             | 120         | 157         | 251         | 316         | 383         |
| <b>长期负债</b>    | 0           | 93          | 93          | 93          | 93          |
| 长期借款           | 0           | 93          | 93          | 93          | 93          |
| 其他             | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>负债合计</b>    | <b>474</b>  | <b>597</b>  | <b>741</b>  | <b>850</b>  | <b>935</b>  |
| 股本             | 205         | 207         | 259         | 259         | 259         |
| 资本公积金          | 443         | 448         | 448         | 448         | 448         |
| 留存收益           | 308         | 523         | 769         | 1103        | 1534        |
| 少数股东权益         | 20          | 21          | 27          | 36          | 47          |
| 母公司所有者权益       | 955         | 1179        | 1477        | 1811        | 2242        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>1449</b> | <b>1796</b> | <b>2245</b> | <b>2696</b> | <b>3224</b> |

### 现金流量表

| 单位：百万元         | 2009         | 2010         | 2011E       | 2012E       | 2013E        |
|----------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 321          | 280          | 482         | 447         | 470          |
| 净利润            | 172          | 256          | 308         | 417         | 539          |
| 折旧摊销           | 0            | 0            | 91          | 92          | 93           |
| 财务费用           | 0            | 0            | 14          | 11          | 7            |
| 投资收益           | 0            | 0            | 0           | 0           | 0            |
| 营运资金变动         | 0            | 0            | 36          | (89)        | (194)        |
| 其它             | 149          | 24           | 33          | 14          | 26           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(118)</b> | <b>(237)</b> | <b>(25)</b> | <b>(25)</b> | <b>(25)</b>  |
| 资本支出           | 0            | 0            | (25)        | (25)        | (25)         |
| 其他投资           | (118)        | (237)        | 0           | 0           | 0            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(159)</b> | <b>(16)</b>  | <b>(4)</b>  | <b>(85)</b> | <b>(145)</b> |
| 借款变动           | 0            | 0            | 19          | 10          | (30)         |
| 普通股增加          | 0            | 0            | 52          | 0           | 0            |
| 资本公积增加         | 0            | 0            | 0           | 0           | 0            |
| 股利分配           | 0            | 0            | (62)        | (83)        | (108)        |
| 其他             | (159)        | (16)         | (14)        | (11)        | (7)          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>44</b>    | <b>27</b>    | <b>453</b>  | <b>337</b>  | <b>300</b>   |

资料来源：公司报表、招商证券

### 利润表

| 单位：百万元           | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 1395 | 1829 | 2275  | 2909  | 3609  |
| 营业成本             | 887  | 1152 | 1428  | 1816  | 2257  |
| 营业税金及附加          | 13   | 13   | 16    | 17    | 22    |
| 营业费用             | 116  | 146  | 182   | 224   | 267   |
| 管理费用             | 141  | 174  | 218   | 273   | 325   |
| 财务费用             | 11   | 9    | 14    | 11    | 7     |
| 资产减值损失           | 5    | 4    | 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     |
| <b>营业利润</b>      | 224  | 331  | 417   | 567   | 731   |
| 营业外收入            | 4    | 13   | 3     | 5     | 3     |
| 营业外支出            | 5    | 7    | 6     | 4     | 2     |
| <b>利润总额</b>      | 223  | 337  | 414   | 568   | 733   |
| 所得税              | 48   | 75   | 99    | 142   | 183   |
| <b>净利润</b>       | 174  | 262  | 315   | 426   | 550   |
| 少数股东损益           | 2    | 6    | 7     | 9     | 11    |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 172  | 256  | 308   | 417   | 539   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.84 | 1.23 | 1.19  | 1.61  | 2.08  |

### 主要财务比率

|                | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | -6%   | 31%   | 24%   | 28%   | 24%   |
| 营业利润           | 5%    | 48%   | 26%   | 36%   | 29%   |
| 净利润            | 10.3% | 48.5% | 20.3% | 35.5% | 29.0% |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 36.4% | 37.0% | 37.2% | 37.6% | 37.5% |
| 净利率            | 12.4% | 14.0% | 13.5% | 14.3% | 14.9% |
| ROE            | 18.1% | 21.7% | 20.9% | 23.1% | 24.0% |
| ROIC           | 16.1% | 18.7% | 18.8% | 20.7% | 22.1% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 32.7% | 33.2% | 33.0% | 31.5% | 29.0% |
| 净负债比率          | 11.6% | 11.9% | 10.4% | 9.0%  | 6.6%  |
| 流动比率           | 1.3   | 1.6   | 2.0   | 2.4   | 2.9   |
| 速动比率           | 1.0   | 1.1   | 1.6   | 1.9   | 2.3   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.1   | 1.1   |
| 存货周转率          | 5.8   | 5.5   | 5.2   | 5.4   | 5.0   |
| 应收帐款周转率        | 9.7   | 11.8  | 12.7  | 13.0  | 12.2  |
| 应付帐款周转率        | 6.5   | 6.6   | 7.1   | 8.1   | 8.9   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.84  | 1.23  | 1.19  | 1.61  | 2.08  |
| 每股经营现金         | 1.57  | 1.35  | 1.86  | 1.72  | 1.81  |
| 每股净资产          | 4.67  | 5.68  | 5.69  | 6.98  | 8.64  |
| 每股股利           | 0.20  | 0.30  | 0.24  | 0.32  | 0.42  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 22.4  | 15.3  | 15.9  | 11.7  | 9.1   |
| PB             | 4.0   | 3.3   | 3.3   | 2.7   | 2.2   |
| EV/EBITDA      | 16.2  | 11.8  | 9.2   | 7.2   | 5.8   |

## 分析师承诺

负责本研究报告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，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 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级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，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

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。