订单调整制约收入增长，毛利率下降&军品业务波动影响盈利

伟星股份（002003）2018 年年报点评｜2019.4.17

中信证券研究部

薛缘
首席纺织服装分析师
S1010514080007

联系人：郑一鸣

核心观点

公司 2018 年受到客户订单调整、产品结构变化及军品业务波动影响净利润。2019 年存在伴随需求回暖、积极调整带来复苏增长的可能。综合考虑下调 2019/2020 年 EPS 预测至 0.50/0.59 元，维持“增持”评级。

- **2018 年收入/净利润同增 3.32%/-14.89%。**公司 2018 年收入/净利润分别为 27.12 亿元/3.10 亿元，同比分别增长 3.32%/下滑 14.89%，EPS 0.41 元，目前股息率 4.4%。2018Q4 公司收入/净利润分别同比下滑 6.29%/90.76%，H&M 及土耳其客户订单下滑为主要原因。从盈利角度看，2018 年公司毛利率同比下降 2.07PCTs 至 40.57%，主要系拉链业务毛利率下滑所致，管理/销售/财务费用率同比上升 0.57/0.91/-0.29PCT 至 9.24%/9.95%/ 0.26%，财务费用下降主要系汇兑收益 486 万所致（去年同期亏损 1021 万元）。此外，军品业务下滑导致新增商誉减值损失计提 2353 万元。综合导致 2018 年公司净利率下降 3.52PCTs 至 12.06%。

- **国际业务订单调整拖累辅料主业，国内业务相对稳定。**（1）辅料主业分地区看，国际业务同比下滑 0.51%，主要原因为 H&M 和土耳其客户订单调整，国内业务同增 9.07%、在下游需求平淡时体现较强的稳定性。（2）分品类看，2018 年纽扣业务同增 8.64%，其中销量同增 2.04%至 75.89 亿粒、单价同增 6.5%，毛利率同比提升 1.12PCTs 至 42.62%；2018 年拉链业务收入同增 4.63%，其中销量同增 0.84%至 3.63 亿米，单价同增 3.8%，毛利率下降 3.87PCTs 至 37.58%，下降主要系：①原材料价格提升；② 产品结构变化，运动风流行致使金属拉链需求负增长、塑钢拉链增长较快。

- **军工订单周期性波动致使订单调整，同时计提部分商誉减值。**2018 年卫星导航业务收入同比下降 40.32%至 1.15 亿元、占比为 4.24%，主要原因在于北斗卫星系统处于第二代向第三代技术升级过程中，叠加军改及行业周期性等因素影响，北斗导航业务订单减少较多。同时，军品业务收入和盈利下滑致使公司新增计提商誉减值损失 2353 万元。我们测算 2018 年公司军品业务净利润实现约 3000 万-4000 万。

- **展望 2019，产品结构积极调整，成本&费用有效控制，毛利有望企稳提升，伴随收入增长&商誉减值减少望带来一定利润弹性。**截至目前为止，2019 年公司订单同比实现稳步增长，但 3 月以来受到客户订单调整增速略有回落（但打样指标仍较快增长、客户需求仍然较好）。全年来看预计拉链和纽扣业务仍有望实现双位数增长，军品业务望企稳，整体保证收入实现 10%+增长。同时，公司拉链业务积极应对行业需求变化进行品类结构调整，预计毛利率有望企稳甚至改善，全年营业利润和净利润有望带来一定弹性，增速高于收入增长。产能方面，孟加拉地区产能布局第一期于 2018 年 Q2 完成，2020 年内有望全部完工。

- **风险因素。**1.原材料价格波动；2.汇率波动；3.国外产能扩张不达预期。

- **盈利预测及估值。**公司是国内最大纽扣生产企业，2018 年受到客户订单调整、产品结构变化及军品业务波动影响净利润。2019 年存在伴随需求回暖、积极调整带来复苏增长的可能。综合行业需求变化及潜在风险，下调 2019/2020 年 EPS 预测至 0.50/0.59 元（原 EPS 为 0.57/0.64 元），新增 2021 年预测 0.68 元，维持“增持”评级。

伟星股份	002003
评级	增持（维持）
当前价	7.89 元
总股本	758 百万股
流通股本	630 百万股
52 周最高/最低价	12.6/6.68 元
近 1 月绝对涨幅	4.23%
近 6 月绝对涨幅	5.06%
近 12 月绝对涨幅	-7.18%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2624	2712	2994	3360	3772
增长率 YoY%	20.7	3.3	10.4	12.3	12.3
净利润(百万元)	365	310	378	446	514
增长率 YoY%	23.4	-14.9	21.8	18.0	15.2
每股收益 EPS(基本)(元)	0.48	0.41	0.50	0.59	0.68
毛利率%	42.6	40.6	41.5	41.8	42.2
PE	16	19	16	13	12
PB	2.5	2.5	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2019 年 4 月 16 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,624	2,712	2,994	3,360	3,772
营业成本	1,505	1,611	1,751	1,956	2,179
毛利率	42.64%	40.57%	41.50%	41.79%	42.25%
营业税金及附加	34	34	39	44	49
营业费用	237	270	329	370	415
营业费用率	9.04%	9.95%	11.00%	11.00%	11.00%
管理费用	340	251	359	386	434
管理费用率	12.97%	9.24%	12.00%	11.50%	11.50%
财务费用	15	7	7	6	0
财务费用率	0.56%	0.26%	0.24%	0.18%	0.00%
投资收益	-4	1	-2	-2	-1
营业利润	483	507	505	594	683
营业利润率	18.41%	18.71%	16.87%	17.67%	18.11%
营业外收入	1	1	1	1	2
营业外支出	3	6	6	5	6
利润总额	481	502	500	589	679
所得税	79	72	75	88	102
所得税率	16.43%	14.34%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	44	17	47	55	64
归属于母公司股东的净利润	365	310	378	446	514
净利率	13.89%	11.44%	12.62%	13.27%	13.62%
每股收益(元)(摊薄)	0.48	0.41	0.50	0.59	0.68

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	470	360	512	541	597
存货	312	299	362	405	450
应收账款	402	509	520	577	670
其他流动资产	280	244	309	337	342
流动资产	1,464	1,412	1,704	1,859	2,060
固定资产	1,086	1,187	1,198	1,207	1,214
长期股权投资	25	24	24	24	24
无形资产	190	185	185	185	185
其他长期资产	268	364	367	370	373
非流动资产	1,569	1,760	1,774	1,786	1,796
资产总计	3,033	3,173	3,478	3,645	3,856
短期借款	0	150	248	116	0
应付账款	306	291	357	399	427
其他流动负债	227	225	249	273	302
流动负债	533	666	854	788	730
长期负债	8	31	31	31	31
其他长期负债	0	14	14	14	14
非流动性负债	8	44	44	44	44
负债合计	542	710	899	832	774
股本	583	758	758	758	758
资本公积	803	575	494	494	494
股东权益合计	2,397	2,363	2,433	2,611	2,817
少数股东权益	92	96	143	198	261
负债股东权益总计	3,033	3,173	3,478	3,645	3,856

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	365	310	378	446	514
少数股东损益	44	17	47	55	64
折旧和摊销	133	141	14	16	17
营运资金变动	-52	-93	-49	-65	-99
其他	29	57	10	11	13
经营现金流	519	432	400	462	508
资本支出	-372	-285	-27	-27	-27
投资收益	1	1	-2	-2	-1
资产变卖	1	9	-2	0	0
其他	101	-54	0	0	0
投资现金流	-269	-328	-31	-28	-27
发行股票	0	0	-81	0	0
负债变化	8	173	98	-132	-116
股息支出	-227	-305	-227	-268	-308
其他	0	-88	-7	-6	0
融资现金流	-219	-220	-217	-405	-424
现金净增加额	31	-116	152	29	56

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率（%）					
营业收入	20.7	3.3	10.4	12.3	12.3
营业利润	16.9	5.0	-0.5	17.6	15.1
净利润	23.4	-14.9	21.8	18.0	15.2
利润率（%）					
毛利率	42.6	40.6	41.5	41.8	42.2
EBIT Margin	19.3	20.1	17.2	18.0	18.4
EBITDA Margin	24.4	25.3	17.7	18.5	18.9
净利率	13.9	11.4	12.6	13.3	13.6
回报率（%）					
净资产收益率	15.2	13.0	15.8	17.7	18.9
总资产收益率	12.4	10.3	11.8	13.1	14.6
其他（%）					
资产负债率	17.9	22.4	25.8	22.8	20.1
所得税率	16.4	14.3	15.0	15.0	15.0
股利支付率	61.5	66.3	60.0	60.0	60.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。