

伟星股份 (002003)

公司研究/简评报告

终端需求不给力直接导致 11 年业绩向下修正

——伟星股份 (002003)

民生精品---简评报告/纺织服装行业

2012 年 01 月 18 日

一、事件概述

公司公布公告对 2011 年业绩进行修正, 预计归属母公司净利润由此前预期的同比增长 0-30%修正为同比下降 10-20%, 主要系: 1, 产销规模未达预期; 2, 盈利水平下降; 3, 水晶钻业务经营不善; 4, 2010 年因政府土地收储以及设备抵免所得税总计 1342 万元的非经常性损益在 2011 年不复存在。

二、分析与判断

业绩向下修正说明终端需求确实不给力

我们此前在报告中已提到公司估值提升关键在于提价以及产销率提升。由于公司在纽扣领域的绝对龙头地位以及拉链规模的迅速扩张, 我们认为产品提价并不是产销规模低于预期的直接导火索, 关键还是下游需求不力带来的订单萎缩。2012 年, 虽然公司新增产能到年中将开始释放, 不过考虑到公司间接出口占比 40% (直接 15%), 欧美及国内需求在经济萎靡、居民消费能力下降的情况下已无法提供强力保障, 因此公司产销规模恢复将比较缓慢, 而产品价格提升空间已不大, 最多是新增产能带来的结构调整。所以估值提升在 2012 年将受到较大阻力。从盈利水平方面来看, 成本加成的销售模式可以保证盈利能力总体稳定, 不过原材料大幅上升带来的提价却无法顺利传导至终端, 从产销规模下降便可证明, 因此毛利率较前 2 年有所下降也属正常。今年来看, 我们认为大部分原材料供需情况已有所缓解, 资金炒作动力也有所不足, 因此毛利率在产品结构优化下将保持小幅上扬的趋势。

水晶钻业务将被逐步舍弃

公司本想通过水晶钻业务探索新的盈利增长点, 不过近年来行业恶性竞争情况大大超出原先预期。去年上半年毛利率只有 17%, 下半年更差, 公司在此业务上已无法盈利, 未来会逐步退出。

维持“谨慎推荐”评级

下调 11-13 年核心 EPS 至 0.83/1.02/1.32 元, 对应 PE 15/12/9 倍。从估值来看, 公司目前缺乏充分上涨理由; 从业绩来看, 11 年业绩下调有利于 12 年业绩提升, 我们建议投资者暂时观望, 但需紧密跟踪公司产销规模情况, **订单恢复是今年纺织类企业的核心投资逻辑**。

三、风险提示

下游需求复苏不如预期; 新增产能达产低于预期。

盈利预测与财务指标

单位: 万元

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E	CAGR_11-13
营业收入	182,932	187,120	212,062	259,639	
YoY		2.29%	13.33%	22.44%	12.38%
毛利率	37.01%	34.28%	35.50%	36.20%	
核心净利润	25,406	21,585	26,539	34,256	
YoY		-15.04%	22.95%	29.08%	10.48%
核心 EPS (元)	0.98	0.83	1.02	1.32	
PE		15	12	9	

资料来源: 民生证券研究所

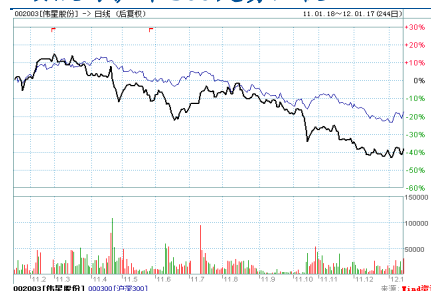
谨慎推荐

维持评级

交易数据 (2012-01-17)

收盘价 (元)	12.53
近 12 个月最高/最低	23.57/11.31
总股本 (百万股)	258.99
流通股本 (百万股)	223.38
流通股比例%	86.21%
总市值 (亿元)	32.45
流通市值 (亿元)	27.99

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 吴晓宇

执业证书编号: S0100511080003

电话: (8621)58768662

Email: wuxiaoyu@mszq.com

相关研究

- 1, 《伟星股份——所得税率优惠小幅增厚业绩, 估值提升关键在于提价以及产销率提升》_2012/01/16
- 2, 《伟星股份——中报业绩仅增 5%, 拐点已现》_2011/08/17
- 3, 《伟星股份——订单无需担忧、本金安全上佳投资标的》_2011/06/01
- 4, 《伟星股份——三大业务盈利水平总体良好、销售有望触底反弹》_2010/04/27
- 5, 《伟星股份——适合长期持有的纽扣拉链龙头》_2010/03/19

表 1: 盈利预测详细表

单位: 元

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	CAGR_11-13
纽扣	704,378,883	974,839,032	1,018,875,000	1,212,992,621	1,397,482,333	
YoY	-13.89%	38.40%	4.52%	19.05%	15.21%	
纽扣毛利率	42.15%	41.63%	38.00%	39.00%	40.00%	
纽扣毛利	296,869,397	405,790,077	387,172,500	473,067,122	558,992,933	
拉链	437,658,613	548,484,455	582,494,000	626,356,500	881,303,129	
YoY	8.56%	25.32%	6.20%	7.53%	40.70%	
拉链毛利率	30.48%	30.52%	31.00%	31.50%	32.00%	
拉链毛利	133,408,857	167,398,764	180,573,140	197,302,298	282,017,001	
人造水晶钻	98,215,371	101,776,162	64,000,000	48,000,000	32,000,000	
YoY	5.75%	3.63%	-37.12%	-25.00%	-33.33%	
人造水晶钻毛利率	35.02%	33.06%	15.00%	15.00%	15.00%	
人造水晶钻毛利	34,390,677	33,648,137	9,600,000	7,200,000	4,800,000	
三大业务 Sales	1,240,252,867	1,625,099,649	1,665,369,000	1,887,349,121	2,310,785,463	
三大业务毛利	464,668,932	606,836,978	577,345,640	677,569,420	845,809,935	
三大业务销售比重	88.90%	88.84%	89.00%	89.00%	89.00%	
三大业务毛利比重	91.38%	89.63%	90.00%	90.00%	90.00%	
Total Sales	1,395,131,535	1,829,323,207	1,871,201,124	2,120,616,990	2,596,388,160	
YoY	-6%	31%	2.29%	13.33%	22.44%	12.38%
Total 毛利	508,483,019	677,072,750	641,495,156	752,854,911	939,788,816	
整体毛利率	36.45%	37.01%	34.28%	35.50%	36.20%	
销售费用率	8.30%	7.96%	7.90%	8.05%	7.97%	
管理费用率	10.08%	9.53%	10.50%	10.50%	10.50%	
财务费用率	0.79%	0.50%	0.30%	0.10%	0.00%	
有效税率	21.68%	22.39%	22.50%	22.50%	22.50%	
核心净利润	176,812,501	254,058,777	215,850,931	265,392,001	342,563,305	
YoY	5.22%	43.69%	-15.04%	22.95%	29.08%	10.48%
核心 EPS(元)	0.68	0.98	0.83	1.02	1.32	
核心 PE			15	12	9	

资料来源:民生证券研究所

红色加粗表示对前期预测的调整

表 2: 公司三大业务销售明细表及预测

单位: 元、亿元

	纽扣(亿粒)					拉链(亿米)					水晶钻(亿粒)				
	产能	销量	销量/产能	单价	收入	产能	销量	销量/产能	单价	收入	产能	销量	销量/产能	单价	收入
2007	75	74	99%	0.090	6.69	1.50	1.38	92%	2.04	2.82	30	29	97%	0.021	0.62
2008	85	81	95%	0.101	8.18	2.00	1.78	89%	2.26	4.03	60	55	92%	0.017	0.93
2009	95	84	88%	0.084	7.04	2.50	2.08	83%	2.11	4.38	75	69	92%	0.014	0.98
2010	95	90	95%	0.108	9.75	2.90	2.49	86%	2.20	5.48	80	75	94%	0.014	1.02
2011E	95	86	90%	0.119	10.19	2.90	2.41	83%	2.42	5.82	80	64	80%	0.010	0.64
2012E	103	95	92%	0.128	12.13	2.90	2.47	85%	2.54	6.26	80	48	60%	0.010	0.48
2013E	116	109	94%	0.128	13.97	4.05	3.49	86%	2.52	8.81	80	32	40%	0.010	0.32

资料来源:公司公告,民生证券研究所

红色加粗表示对前期预测的调整

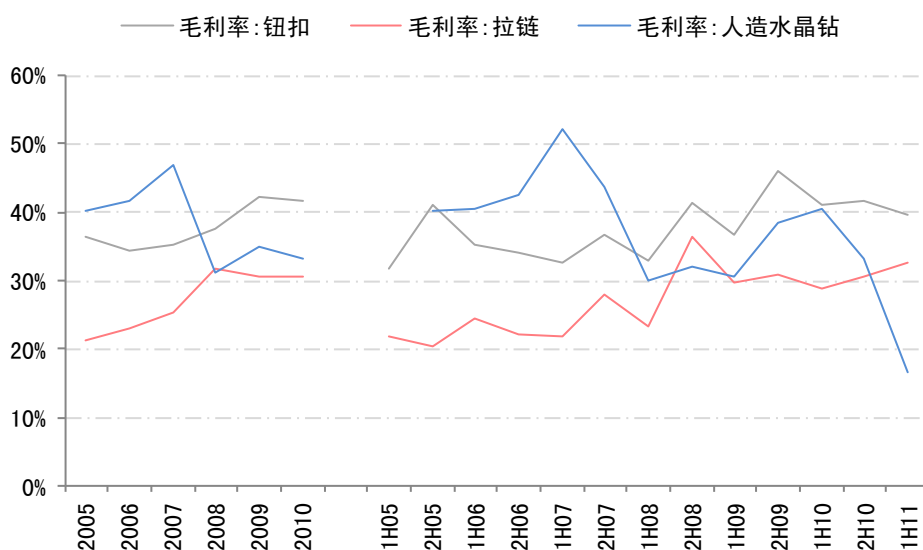
表 3: 季度利润表分析

单位: 万元

项目/季度	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
销售收入	38,176	41,174	42,442	22,564	55,787	53,972	50,609	28,787	63,319	55,634
YoY	-8%	-14%	13%	27%	46%	31%	19%	28%	14%	3%
EBIT	6,071	9,518	6,319	1,478	11,446	12,139	8,945	1,447	12,772	10,962
YoY	18%	0%	-7%	-5%	89%	28%	42%	-2%	12%	-10%
报告净利润	5,006	6,889	4,744	1,446	8,338	8,359	7,465	848	9,454	7,959
YoY	16%	8%	13%	137%	67%	21%	57%	-41%	13%	-5%
核心净利润	4,965	6,881	4,829	872	8,606	8,406	7,364	869	9,553	8,090
YoY	10%	7%	12%	40%	73%	22%	52%	0%	11%	-4%
EPS(元)	0.24	0.34	0.23	0.07	0.41	0.41	0.36	0.04	0.46	0.39
核心 EPS(元)	0.24	0.34	0.24	0.04	0.42	0.41	0.36	0.04	0.47	0.40
主要财务比率	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
毛利率	33.9%	38.6%	37.5%	31.7%	37.7%	36.8%	38.9%	31.9%	36.5%	34.8%
销售费用率	6.5%	6.6%	10.6%	10.5%	6.8%	6.5%	9.6%	10.7%	6.5%	6.9%
管理费用率	10.0%	8.1%	10.2%	13.9%	7.8%	7.4%	11.7%	14.9%	7.9%	8.2%
财务费用率	0.7%	0.7%	0.6%	0.8%	0.4%	0.7%	0.3%	0.6%	0.3%	0.5%
EBIT 比率	15.9%	23.1%	14.9%	6.5%	20.5%	22.5%	17.7%	5.0%	20.2%	19.7%
报告净利润率	13.1%	16.7%	11.2%	6.4%	14.9%	15.5%	14.8%	2.9%	14.9%	14.3%
核心净利润率	13.0%	16.7%	11.4%	3.9%	15.4%	15.6%	14.6%	3.0%	15.1%	14.5%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

图 1: 公司三大业务毛利率走势, 水晶钻毛利率由于行业恶性竞争大幅下滑



资料来源: Wind、民生证券研究所

分析师与行业专家简介

吴晓宇，纺织服装行业分析师，美国本特利大学金融学硕士。具备证券投资咨询资格，2年证券研究经验。深刻掌握行业本质，清晰把握板块个股的投资逻辑。曾就职于湘财证券研究所，2011年6月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。