

慈星股份（300307）调研报告

存量电脑横机更新需求确定，鞋面机业务进口替代空间大

2017年3月22日

投资评级：买入（上调）

首席证券分析师 陈显帆

投资要点

执业资格证书号码：S0600515090001

■ 主业传统横机业务回暖，2017年进入更新需求高峰

chenxf@dwzq.com.cn

从2016年开始，公司的电脑横机业务开始回暖，预计2016年增长40%。此轮电脑横机销量增长的主要原因是更新需求。目前存量市场保有量约有电脑横机40-50万台。按照平均使用寿命8到10年计算，2008-2011年进入市场的电脑横机在2016-2019年开始迎来了更新需求，总计30-35亿元的年市场空间。按照公司稳定的市占率水平30%计算，更新需求对应每年的营业收入大约为10亿元。

■ 海外市场拓展有效，孟加拉国机器替代人工需求确定

孟加拉国是仅次于中国的毛衫生产国，约有40-50万台的手摇横机，现在正处于电脑横机替换手摇机阶段，电脑横机市场需求巨大。过去公司对孟加拉国的出口量一直都是3000台，2015年出口孟加拉国占海外收入的60%，预计2017年公司电脑横机出口量将以40%的速度增长。按照出口单价7.5万元，孟加拉国的市场空间有130亿元。

■ 新业务鞋面机市场潜力巨大，对制鞋业而言是巨大突破

鞋面机的增长来自于对原来制鞋工艺的替代带来的渗透率提升。全球每年运动鞋销量约80亿双，假设20%的运动鞋运用鞋面编织技术，则需求量在16亿双，一台鞋面机一年可以生产5000双鞋，则需设备约32万台，按照每台售价7-8万元计算，市场空间约250亿元。

慈星在国内企业中率先涉足鞋面机业务，进口替代空间大。从下游看，安踏，锐步，361度都是公司的客户。2016年销售鞋面机3000台左右，按照单价7-8万元计算，2016年可以贡献2-3亿元的收入。

■ 预计杭州多义乐+杭州优投2017年约贡献1亿元净利润；苏州鼎纳扭亏为盈，东莞中天进入正轨

2016年慈星收购杭州多义乐以及杭州优投科技100%的股权。预计两家公司2016年7000万元对赌净利润可以完成，约贡献3000多万净利润。2017年对赌业绩为1.05亿元，预计可超预期完成业绩对赌。

公司持有苏州鼎纳68%的股权，同时以苏州鼎纳的子公司苏州图测自动化为平台研发机器视觉控制器。目前鼎纳已成为苹果的二级供应商，主要生产视觉检测设备，预计2017年能获得检测设备订单。东莞中天2015年已盈利，净利润为219万元，公司持有其60%的股权。主营机器人全自动打磨设备，AGV智能搬运小车等业务，目前东莞中天已经进入正轨，我们预计2017年能产生1亿收入和0.1亿净利润。

■ 第一期员工持股计划目前价格倒挂40%

公司第一期员工持股计划第一批次全部解禁在2017年6月，目前股价11.6元，倒挂40%。第二期计划共计购买公司股份575万股，占公司总股本的0.7%，成交均价为10.17元/股。

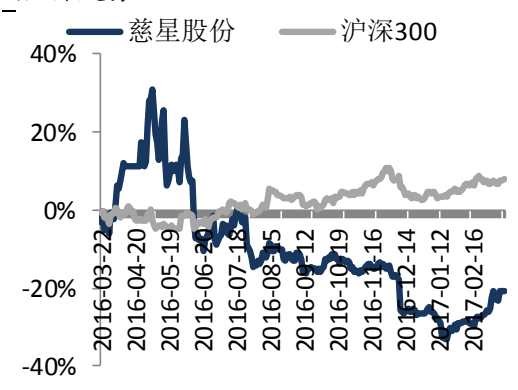
■ 盈利预测与投资建议

考虑到确定的电脑横机更新需求和鞋面机进口替代市场，我们预计公司2016-2018年的EPS为0.16/0.29/0.35元，对应PE为72/40/34倍，上调至“买入”评级。

■ 风险提示：

电脑横机国内竞争格局改变，鞋面机渗透率有限，对外投资亏损。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	11.65
一年最低价/最高价	8.58/19.16
市净率	2.39
流通A股市值(百万元)	9233

基础数据

每股净资产（元）	4.86
资产负债率	7.73
总股本（百万股）	802
流通A股（百万股）	793

相关研究

公司点评：织机主业有望触底回升，布局“工业4.0”进入收获期 20151027

财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3033.5	3498.4	4550.4	6225.7	营业收入	749.6	1092.1	2184.2	3276.2
现金	815.3	1814.8	1200.0	1200.0	营业成本	449.5	657.4	1299.6	1949.4
应收款项	622.2	897.6	1795.2	2692.8	营业税金及附加	5.1	7.6	15.3	22.9
存货	522.4	720.5	1424.2	2136.3	营业费用	101.9	152.9	294.9	442.3
其他	1073.7	65.5	131.0	196.6	管理费用	128.9	192.4	356.2	530.9
非流动资产	1063.6	1133.7	1089.8	1040.6	财务费用	-57.3	-26.8	-2.0	59.9
长期股权投资	9.6	9.6	9.6	9.6	投资净收益	2.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	750.0	826.8	789.6	747.2	其他	-101.8	6.7	6.7	6.7
无形资产	201.7	195.0	188.3	181.6	营业利润	21.9	115.2	227.0	277.6
其他	102.3	102.3	102.3	102.3	营业外净收支	90.5	36.0	36.0	36.0
资产总计	4097.1	4632.0	5640.2	7266.3	利润总额	112.4	151.2	263.0	313.6
流动负债	210.2	625.8	1420.6	2792.3	所得税费用	11.9	18.9	26.3	31.4
短期借款	0.0	430.0	1035.3	2214.3	少数股东损益	-2.1	2.0	3.6	4.2
应付账款	94.7	126.1	249.2	373.9	归属母公司净利润	102.7	130.3	233.1	278.0
其他	115.5	69.7	136.1	204.1	EBIT	70.1	88.5	225.0	337.5
非流动负债	19.2	19.2	19.2	19.2	EBITDA	103.7	142.2	301.8	423.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	19.2	19.2	19.2	19.2	重要财务与估值				
负债总计	229.4	645.0	1439.8	2811.5	指标	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益					每股收益(元)	0.13	0.16	0.29	0.35
所有者权益	3850.6	3967.9	4177.7	4427.9	每股净资产(元)	4.80	4.95	5.21	5.52
股本					发行在外股份(百万股)	802.0	802.0	802.0	802.0
资本公积					ROIC(%)	1.6%	2.0%	4.5%	5.1%
其他综合收益					ROE(%)	2.7%	3.3%	5.6%	6.3%
盈余公积					毛利率(%)	39.4%	39.1%	39.8%	39.8%
未分配利润					EBIT Margin(%)	9.4%	8.1%	10.3%	10.3%
其他					销售净利率(%)	13.7%	11.9%	10.7%	8.5%
负债和股东权益总计	4097.1	4632.0	5640.2	7266.3	资产负债率(%)	5.6%	13.9%	25.5%	38.7%
					收入增长率(%)	-1.8%	45.7%	100.0%	50.0%
					净利润增长率(%)	-129.5%	26.9%	78.9%	19.3%
					P/E	90.99	71.69	40.08	33.61
					P/B	2.43	2.35	2.24	2.11
					EV/EBITDA	92.31	70.25	35.73	28.70

资料来源: wind, 东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>