

2017年04月07日

杰克股份 (603337.SH)

公司分析

市场份额居缝制机械行业国内第一，全球第三

投资要点

- ◆ **工业缝制机械制造商，业绩增长稳定**：杰克股份专业从事工业缝制机械的研发、生产和销售。公司 2010 年至 2015 年度均被中国轻工业联合会评为中国轻工业缝制机械行业十强企业，且排名均处于前三以内。公司业绩平稳增长，主营业务突出。2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年前三季度，公司的营业收入分别为 15.45 亿元、17.23 亿元、15.92 亿元和 14.25 亿元，同比增长分别为 49.67%、11.56%、-7.66%和 12.34%。工业缝纫机是公司的核心业务，2013 年至 2016 年前三季度，工业缝纫机业务收入占公司当期主营业务收入的比重分别为 86.87%、86.14%、83.87%和 80.16%。
- ◆ **国内外缝制机械行业龙头，营业收入增长率较高**：公司市场份额国内第一，全球第三。根据中国缝制机械行业协会数据及公司营业收入进行测算，2013 年至 2016 年上半年，公司市场份额分别为 9.34%、10.43%、10.28%和 11.79%，始终占据国内市场首位，且呈逐年提升趋势。放眼全球来看，缝制机械行业集中度较低，市场竞争较为充分。2013 年至 2016 年上半年，相较全球同行业主要竞争对手（均为上市公司），公司营业收入占比为 9.99%、10.68%、10.54%和 12.33%，市场份额均位居第三。在缝制机械行业的市场总体需求增长趋缓的背景下，公司缝制机械业务增长率高于同行业可比上市公司。2013 年、2014 年和 2016 年 1-6 月，公司主营业务收入增幅分别高于同行业可比公司平均增幅 30.07%、5.10%和 11.17%。
- ◆ **缝制机械行业需求复苏缓慢，募投项目提升市场份额**：缝制机械的市场需求主要取决于国内外纺织服装等下游行业用户的产销情况和景气程度。近年来，我国纺织服装、服饰业主营业务收入虽然仍保持增长，但增速放缓明显。受此影响，缝制设备采购需求依然维持低迷态势。根据中国缝制机械协会统计，2015 年我国规模以上缝制机械生产企业，全年累计实现主营业务收入 393.5 亿元，较 2014 年下跌 -0.13%。从工业用缝纫机出口情况来看，2014 年至 2016 年，我国工业用缝纫机出口金额同样出现了下滑。目前全球经济复苏仍然存在诸多不确定性，对公司下游服装纺织行业终端需求形成一定压制。总体而言，我们预计 2017 年缝制机械行业整体需求复苏将较为缓慢。目前公司共有四个募投项目。募投项目的建设 and 投产将使公司进一步适应行业发展趋势，提高劳动生产率，降低生产成本，扩大公司市场份额、赶超世界领先品牌。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 1.41、1.19 和 1.29 元。净资产收益率分别为 21.4%、11.5%和 11.4%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 42 元，相当于 2018 年 32.56 倍的动态市盈率。

- ◆ **风险提示**：对纺织服装行业依赖及盈利波动的风险；国际贸易摩擦的风险；汇率波动风险

机械 | 其他专用机械 III

| | |
|----------------|----------|
| 投资评级 | 买入-B(首次) |
| 6 个月目标价 | 42 元 |
| 股价(2017-04-06) | 35.49 元 |

交易数据

| | |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元) | 7,334.72 |
| 流通市值 (百万元) | 1,833.77 |
| 总股本 (百万股) | 206.67 |
| 流通股本 (百万股) | 51.67 |
| 12 个月价格区间 | 25.52/40.35 元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| | | | |
|------|--------|-------|-------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | -10.78 | -4.02 | -7.55 |
| 绝对收益 | -9.33 | | |

分析师

叶中正
 SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn

相关报告

财务数据与估值

| 会计年度 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 1,723.2 | 1,591.6 | 1,801.8 | 1,990.2 | 2,287.2 |
| 同比增长(%) | 11.5% | -7.6% | 13.2% | 10.5% | 14.9% |
| 营业利润(百万元) | 185.0 | 173.3 | 225.8 | 254.3 | 282.1 |
| 同比增长(%) | 1.4% | -6.3% | 30.3% | 12.6% | 11.0% |
| 净利润(百万元) | 194.6 | 170.1 | 218.0 | 245.9 | 267.4 |
| 同比增长(%) | 13.8% | -12.6% | 28.2% | 12.8% | 8.7% |
| 每股收益(元) | 0.94 | 0.82 | 1.41 | 1.19 | 1.29 |
| PE | 38.4 | 44.0 | 25.7 | 30.4 | 28.0 |
| PB | 10.9 | 9.0 | 5.5 | 3.5 | 3.2 |

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 一、工业缝制机械制造商，业绩增长稳定 | 5 |
| (一) 业绩平稳增长，工业缝纫机是主要产品 | 5 |
| (二) 速动比率偏低，系资产运营效率较高所致 | 6 |
| (三) 典型家族制企业，聘用行业领头人赵新庆担任董事长 | 7 |
| 二、国内外缝制机械行业龙头，营收增长率居行业前列 | 7 |
| (一) 市场份额国内第一，全球第三 | 8 |
| (二) 公司营业收入增长率居可比公司前列 | 9 |
| 三、缝制机械行业需求复苏缓慢，募投项目提升市场份额 | 10 |
| (一) 缝制机械行业需求疲软，行业景气度较低 | 10 |
| (二) 缝制机械行业将向智能化升级，需求端复苏将较为缓慢 | 11 |
| (三) 募投项目提升公司市场份额 | 12 |
| 四、盈利预测与估值 | 13 |
| (一) 盈利预测假设 | 13 |
| (二) 可比公司估值 | 13 |
| 五、风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：公司营业收入及归母净利润情况 | 5 |
| 图 2：公司产品营业收入占比 | 5 |
| 图 3：公司产品毛利率情况 | 5 |
| 图 4：公司期间费用率情况 | 5 |
| 图 5：公司国内外销售收入占比 | 6 |
| 图 6：公司不同经销渠道销售收入占比 | 6 |
| 图 7：公司流动比率和速动比率同行业对比情况 | 6 |
| 图 8：公司存货和应收账款周转率同行业对比情况 | 6 |
| 图 9：公司上市前股权结构图 | 7 |
| 图 10：缝制机械行业产业结构 | 8 |
| 图 11：2013-2016 年上半年公司在我国缝制机械行业市场份额 | 8 |
| 图 12：2016 年上半年国内缝制机械行业主要企业市场份额 | 8 |
| 图 13：2016 年上半年全球缝制机械行业主要企业市场份额 | 9 |
| 图 14：全球缝制机械行业部分龙头企业 | 9 |
| 图 15：杰克股份与可比公司平均缝制机械业务增长率 | 9 |
| 图 16：杰克股份与国内同行业可比公司缝制机械业务收入增长率 | 9 |
| 图 17：我国服装纺织、服饰业出口交货值与主营业务收入情况 | 10 |
| 图 18：规模以上缝制机械生产企业累计销售收入及同比 | 10 |
| 图 19：2007-2016 年我国工业用缝纫机出口金额及同比 | 10 |
| 图 20：2015.5-2016.6 缝制机械行业综合景气指数变化情况 | 11 |
| 图 21：2016 年 6 月我国缝制机械行业综合景气指数 | 11 |
| 图 22：2016 年 1-6 月我国缝制机械分产品出口占比情况 | 11 |
| 图 23：公司自制整机中各类型产品的收入占比（按产品功能） | 11 |
| 图 24：我国消费者信心指数（季） | 12 |

| | |
|--|----|
| 表 1：截至 2016 年 11 月 30 日公司募投项目进展情况..... | 12 |
| 表 2：募投项目建成后公司主要产品产能扩张情况 | 13 |
| 表 3：可比公司估值情况..... | 13 |

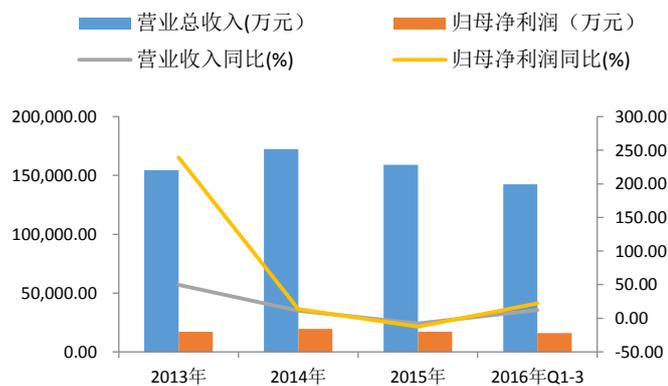
一、工业缝制机械制造商，业绩增长稳定

杰克股份专业从事工业缝制机械的研发、生产和销售。公司 2010 年至 2015 年度均被中国轻工业联合会评为中国轻工业缝制机械行业十强企业，且排名均处于前三以内。经过多年的经营和发展，公司已成为全球缝制机械行业中产销规模最大的企业之一，行业地位突出。

（一）业绩平稳增长，工业缝纫机是主要产品

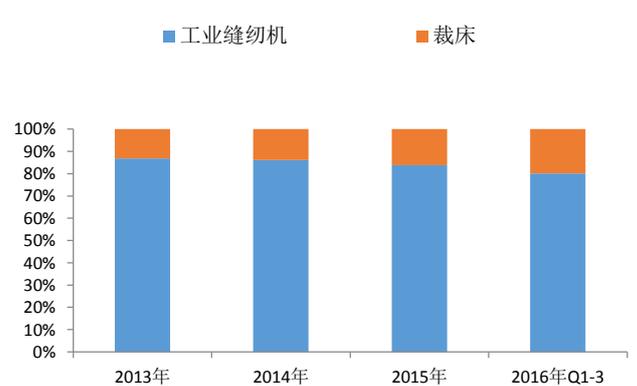
公司业绩平稳增长，主营业务突出。2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年前三季度，公司的营业收入分别为 15.45 亿元、17.23 亿元、15.92 亿元和 14.25 亿元，同比增长分别为 49.67%、11.56%、-7.66%和 12.34%。工业缝纫机是公司的核心业务，2013 年至 2016 年前三季度，工业缝纫机业务收入占公司当期主营业务收入的比重分别为 86.87%、86.14%、83.87%和 80.16%。其中自制整机占工业缝纫机业务收入的比重均超过 80%，是工业缝纫机业务的主要组成部分。

图 1：公司营业收入及归母净利润情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

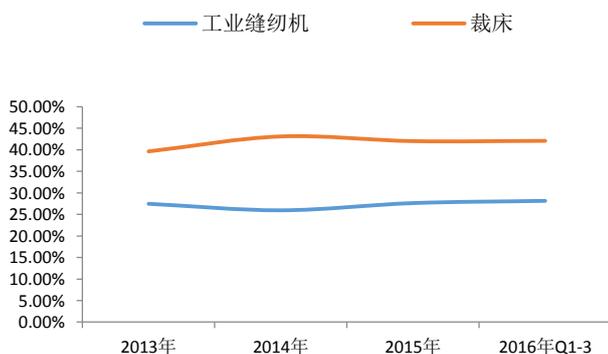
图 2：公司产品营业收入占比



资料来源：华金证券研究所，Wind

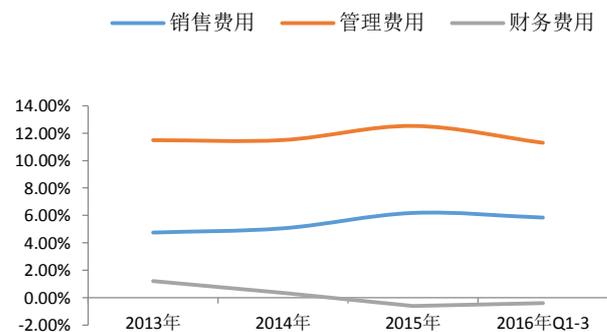
公司产品毛利率维持相对稳定，裁床毛利率较高。公司裁床业务由子公司德国奔马和拓卡奔马根据不同的市场定位和产品定位开展。2013 年至 2016 年前三季度，公司销售费用和管理费用率维持稳定，财务费用下降较为明显，汇兑损益和利息支出系影响公司财务费用变动的主要因素。2015 年和 2016 年人民币对美元汇率贬值加大，公司取得了一定的当期汇兑收益。

图 3：公司产品毛利率情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

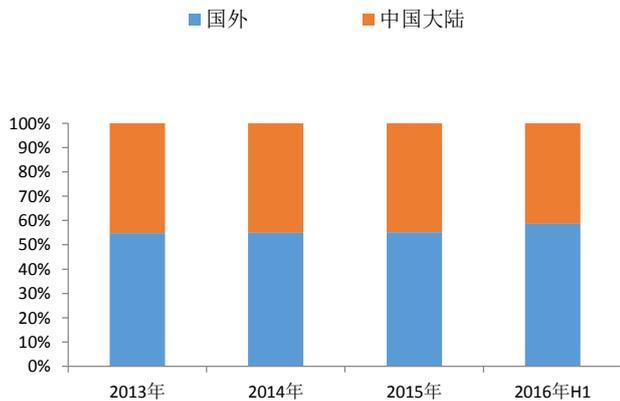
图 4：公司期间费用率情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

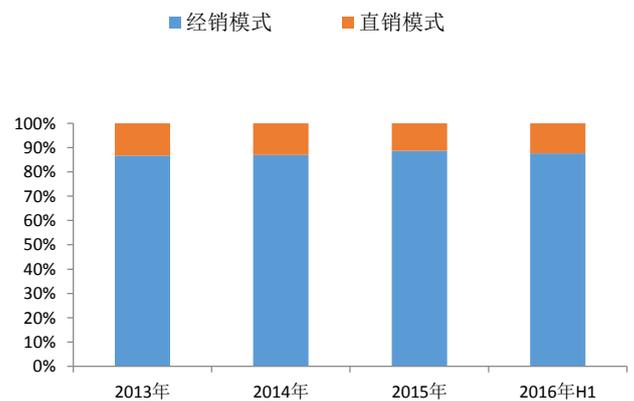
公司销售收入按地区分为国内销售和国外销售，其中境外市场为主营业务收入的主要来源，2013年至2016年上半年，国外地区营业收入占比分别为54.80%、54.98%、55.18%和58.66%。占比逐年提升，与服装制造行业产业转移趋势相吻合。按销售模式来分，公司以经销为主、直销为辅。2013年、2014年、2015年和2016年1-6月，公司以经销实现的主营业务收入占同期主营业务收入比重分别为87.70%、88.95%、86.65%和86.61%。

图5：公司国内外销售收入占比



资料来源：华金证券研究所，Wind

图6：公司不同经销渠道销售收入占比

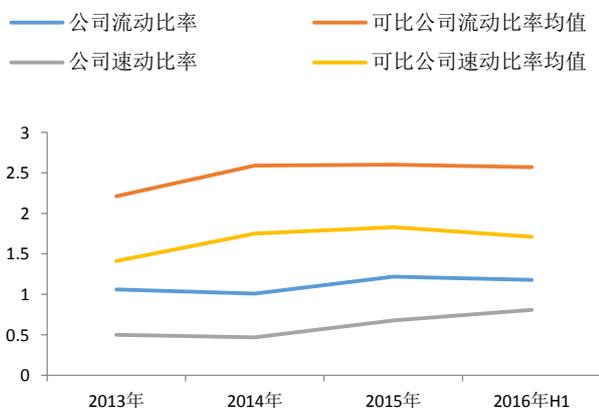


资料来源：华金证券研究所，Wind

(二) 速动比率偏低，系资产运营效率较高所致

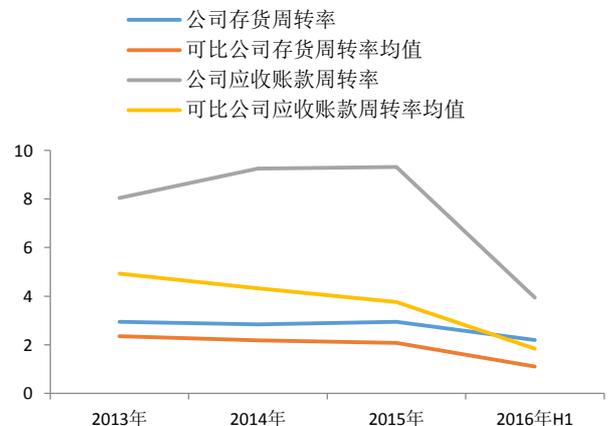
2013至2016年上半年，公司流动比率分别为1.06、1.01、1.22和1.18，速动比率分别为0.50、0.47、0.68和0.81，流动性指标尤其是速动比率偏低，与同行业可比公司相比，公司流动比率与速动比率显著低于同行业可比公司均值。这主要是因为公司存货周转率与应收账款周转率均较高，流动资产保持在较低水平。另一方面，公司的采购议价能力较强、付款信用较好，能够取得较高的供应商授信额度并支撑较高的流动负债水平。且从速动比率变动趋势来看，公司速动比率逐年提升，财务风险有所缓解。

图7：公司流动比率和速动比率同行业对比情况



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图8：公司存货和应收账款周转率同行业对比情况

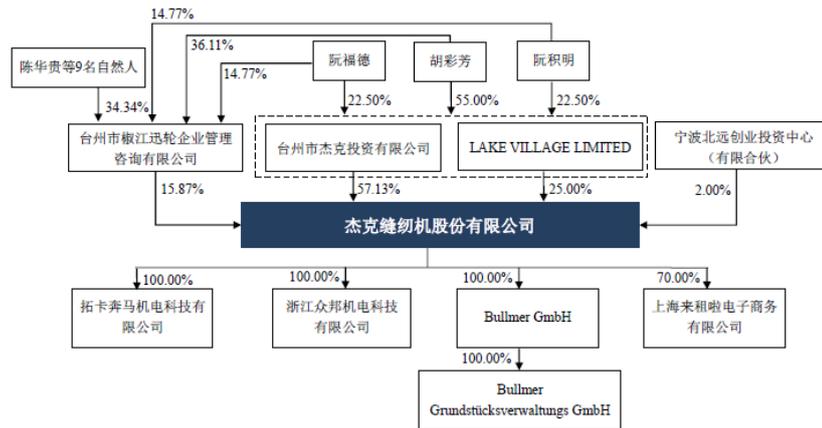


资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

（三）典型家族制企业，聘用行业领头人赵新庆担任董事长

公司实际控制人为胡彩芳、阮积祥、阮福德、阮积明。阮积祥、阮福德、阮积明为兄弟关系，阮积祥与胡彩芳为夫妻关系。胡彩芳、阮积祥、阮福德、阮积明通过杰克投资、山水公司、椒江迅轮合计间接控制公司上市前 98%的股份。其中阮福德、胡彩芳、阮积明均担任公司副董事长职务，实际控制人还有其他亲属在公司任职，杰克股份是典型“家族式”企业。

图 9：公司上市前股权结构图



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

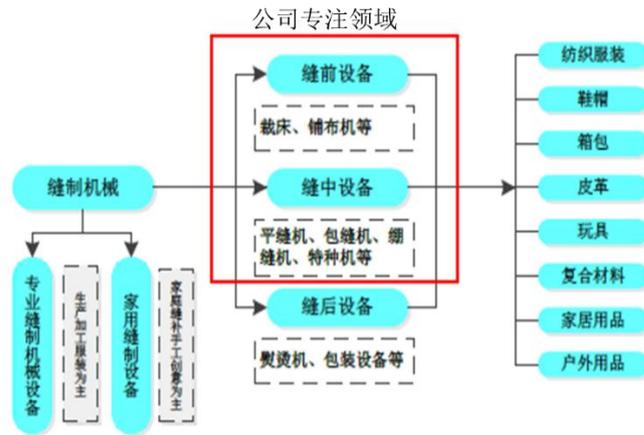
为了公司的长远发展，公司聘请赵新庆作为公司董事长，其曾任中国标准缝纫机集团有限公司总经理、西安标准工业股份有限公司董事长，在缝纫机行业有近 40 年工作经验，是缝纫机行业为数不多的技术带头人。

二、国内外缝制机械行业龙头，营收增长率居行业前列

缝制机械行业是以生产缝纫机为主，裁剪、熨烫及粘合等机械为辅的专业设备制造业，是劳动密集型和技术密集型相结合的产业，主要由零部件供应商、整机制造商、经销商、研究机构等组成。

按缝制工序先后分类，缝制设备主要包括三大类：缝前设备、缝中设备和缝后设备。公司产品的主要产品包括工业缝纫机、裁床、铺布机、电脑控制器及伺服电机等缝制机械产品。主要涉及缝前和缝中两个工序。按应用领域分类，缝制设备主要包括生产加工服装等产品的专业缝制机械设备以及满足家庭缝补及手工创意需求的多功能家用缝制设备。缝制机械设备应用领域广泛，除纺织服装行业外，还广泛应用于鞋帽、箱包、皮革、玩具、复合材料、家居用品、户外用品等需要裁剪、缝合和装饰等领域。鉴于缝制机械行业与人们的日常生活及其相关制造业联系紧密，因此在国民经济中具有相当的重要性和不可替代性，为我国轻工业的重要组成部分。

图 10：缝制机械行业产业结构



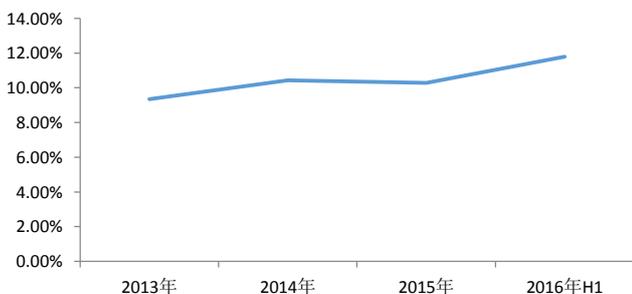
资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

（一）市场份额国内第一，全球第三

缝制机械是我国轻工领域的重要分支行业，据估算，全球约有 4000 万以上的服装、箱包、鞋帽、家具以及汽车等行业以缝制机械为基本生产装备。目前我国已成为全球缝制机械产品的制造中心，根据中国缝制机械协会《中国缝制机械强国发展战略》，截至 2014 年底，我国缝制设备全年共完成工业生产总产值约 615 亿元，生产各类缝制机械 1,214 万台，约占世界产量 75% 以上，为全球第一大缝制机械产品生产国。公司总部所在地浙江省台州市是我国缝制设备制造之都，是全国最大的工业缝纫机生产和出口基地。

根据中国缝制机械行业协会统计，2013 年至 2016 年 1-6 月，我国缝制机械行业骨干整机生产企业累计销售收入为 165.44 亿元、165.25 亿元、154.8 亿元和 82.11 亿元，按公司营业收入除以我国缝制机械行业骨干企业合计销售收入得出 2013 年至 2016 年上半年，公司市场份额分别为 9.34%、10.43%、10.28%和 11.79%，市场份额逐年提升。由图 12 可以看出，2016 年上半年在我国缝制机械行业骨干企业中，杰克股份市场份额最大，是我国行业龙头企业之一。

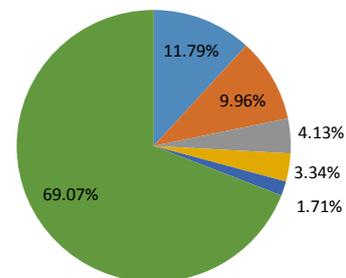
图 11：2013-2016 年上半年公司在我国缝制机械行业市场份额



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 12：2016 年上半年国内缝制机械行业主要企业市场份额

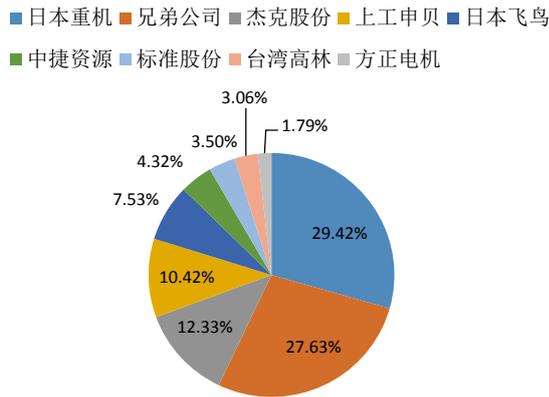
■ 杰克股份 ■ 上工申贝 ■ 中捷资源 ■ 标准股份 ■ 方正电机 ■ 其他



资料来源：华金证券研究所，中国缝制机械行业协会

放眼全球来看，缝制机械行业集中度较低，市场竞争较为充分。2013年至2016年上半年，相较全球同行业主要竞争对手（均为上市公司），公司营业收入占比为9.99%、10.68%、10.54%和12.33%，市场份额均位居第三。其中，2016年上半年具体情况如图13所示。日本作为传统缝制机械强国仍占据了行业主要市场份额，通过生产和销售高附加值的特种工业缝纫机及高档辅助设备，主导着全球高端缝制机械市场。公司收购德国拓卡及德国奔马后，完善了产业链和营销网络，提升了综合技术实力和国际知名度。

图 13：2016 年上半年全球缝制机械行业主要企业市场份额



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 14：全球缝制机械行业部分龙头企业

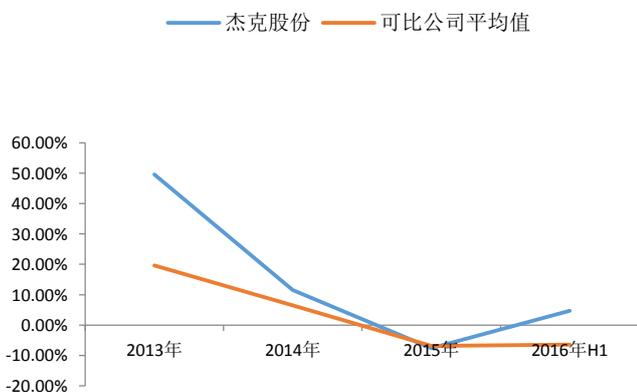
| 工业缝纫机厂商 | 国家 | 市场地位 |
|---------|----|---|
| 日本重机 | 日本 | 市场份额、质量、品种等方面都处于世界第一 |
| 兄弟公司 | 日本 | 办公设备与工业缝纫机领域领军企业 |
| 上工申贝 | 中国 | 工业缝纫机自动化领域全球领先 |
| 德国奔马 | 德国 | 国际著名裁床企业，奔马自动裁床系列产品以其技术先进、服务可靠、系统精良等特点而著称 |

资料来源：华金证券研究所，各公司官网

（二）公司营业收入增长率居可比公司前列

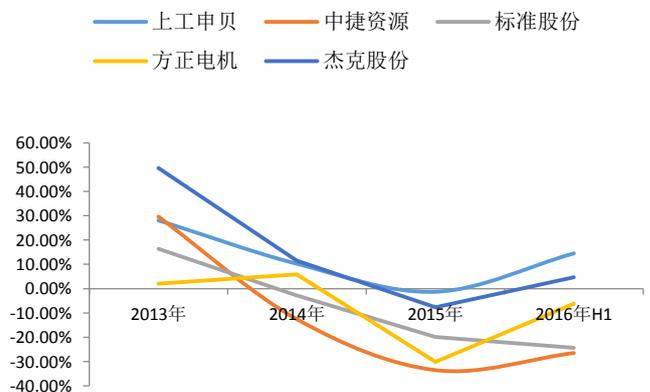
在缝制机械行业的市场总体需求增长趋缓的背景下，内外市场表现冷热不一。随着产品综合竞争力的提升，公司缝制机械业务增长率高于同行业可比上市公司。2013年、2014年和2016年1-6月，公司主营业务收入增幅分别高于同行业可比公司平均增幅30.07个百分点、5.10个百分点和11.17个百分点。2015年，公司主营业务收入增幅低于同行业可比公司平均增幅0.79个百分点，主要系日本重机、日本飞马和兄弟公司的营业收入增幅以日元计价计算，未考虑日元对美元的贬值因素。与国内同行业可比公司相比，公司缝制机械业务增长率同样居于市场前列。

图 15：杰克股份与可比公司平均缝制机械业务增长率



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 16：杰克股份与国内同行业可比公司缝制机械业务收入增长率



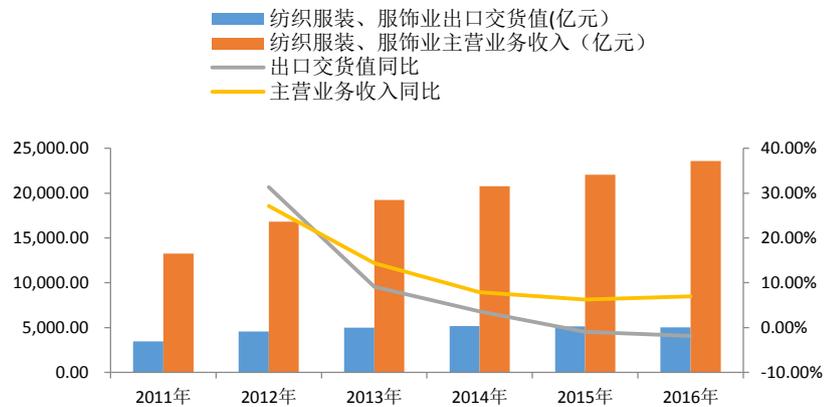
资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

三、缝制机械行业需求复苏缓慢，募投项目提升市场份额

(一) 缝制机械行业需求疲软，行业景气度较低

缝制机械的市场需求主要取决于国内外纺织服装等下游行业用户的产销情况和景气程度。下游纺织服装业投资增速下滑明显，行业内外市场增长动力偏弱，总体需求疲软，发展面临下行压力。近年来，我国纺织服装、服饰业主营业务收入虽然仍保持增长，但增速放缓明显。纺织服装、服饰业出口交货值从 2015 年起出现负增长。根据联合国工业发展组织发布的一份报告显示，2016 年第四季度中，全球的纺织品行业的生产总值同比增长了 1.7%，而成衣行业的生产总值同比增幅仅为 0.5%。

图 17：我国服装纺织、服饰业出口交货值与主营业务收入情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

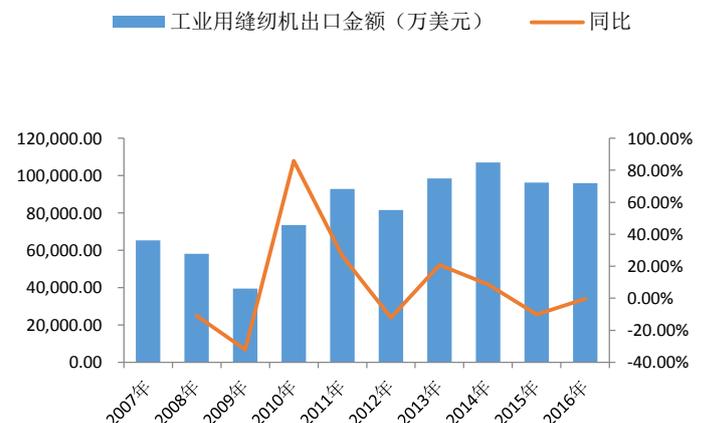
国内服装行业面临着出口内销两个市场需求的持续不振，对缝制设备采购需求依然维持低迷态势。根据中国缝制机械协会统计，2013 年至 2015 年，我国规模以上缝制机械生产企业累计销售收入增速持续放缓。2015 年我国共有 263 家规模以上缝制机械生产企业（含整机生产企业、零部件生产企业），全年累计实现主营业务收入 393.5 亿元，较 2014 年下跌-0.13%。从工业用缝纫机出口情况来看，2014 年至 2016 年，我国工业用缝纫机出口金额同样出现了下滑。

图 18：规模以上缝制机械生产企业累计销售收入及同比



资料来源：华金证券研究所，中国缝制机械协会

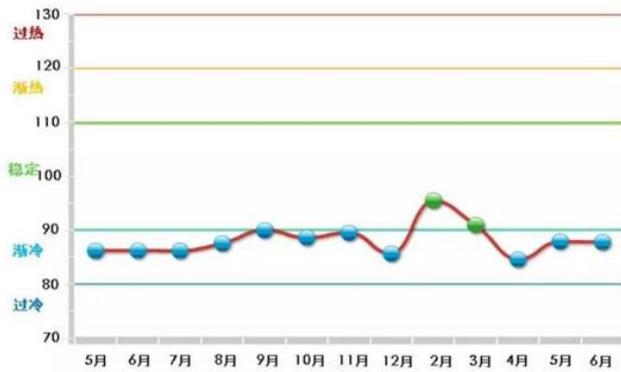
图 19：2007-2016 年我国工业用缝纫机出口金额及同比



资料来源：华金证券研究所，海关总署

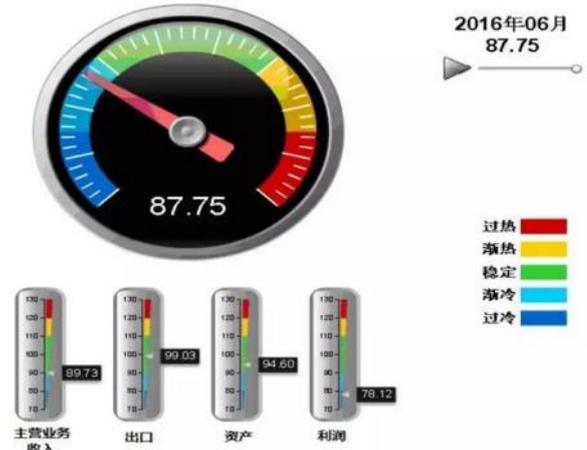
从行业综合景气指数来看，据中国轻工业信息中心数据显示，2016 上半年我国缝制机械行业综合景气指数呈现明显的前高后低态势，行业发展依然面临下行压力。2016 年 6 月份，行业综合景气指数为 87.75，较 5 月份回升 0.12 个百分点，但仍处于蓝色渐冷区间。其中，主营业务收入景气指数为 89.73，落在渐冷区间；出口景气指数为 99.03，资产景气指数为 94.60，维持稳定区间；利润景气指数为 78.12，依然居于过冷区间。

图 20：2015.5-2016.6 缝制机械行业综合景气指数变化情况



资料来源：华金证券研究所，中国轻工业信息中心

图 21：2016 年 6 月我国缝制机械行业综合景气指数

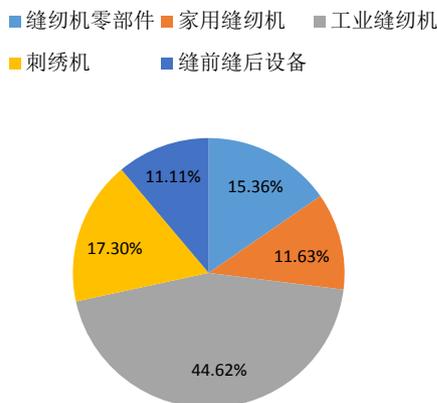


资料来源：华金证券研究所，中国轻工业信息中心

（二）缝制机械行业将向智能化升级，需求端复苏将较为缓慢

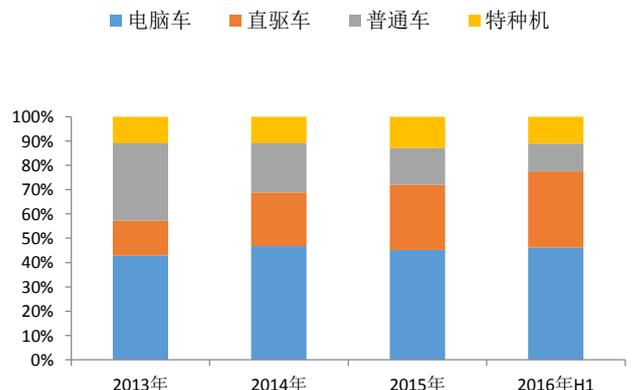
下游服装等行业，招工难、人工贵的趋势持续发酵，带动了缝机产品从单人单机向着自动化、智能化、集成化的方向快速升级。从缝制机械结构来看，工业缝纫机是我国缝制机械的主要出口产品。2016 年 1-6 月我国工业缝纫机累计出口额为 4.93 亿美元，同比上升 5.16%，占缝制机械产品出口总额的 44.62%，较上年上升 0.88%。其中工业用自动缝纫机的出口额为 3.11 亿美元，占工业缝纫机出口额的 63.04%，自动化、智能型产品已成为我国工业缝纫机出口的主要品种。从公司产品销售情况来看，2014 年至 2016 年上半年，公司自制整机中智能化产品（电脑车+直驱车）的销售收入占比分别上升 11.54%、3.15%和 5.60%，整体呈上升趋势。

图 22：2016 年 1-6 月我国缝制机械分产品出口占比情况



资料来源：华金证券研究所，海关总署

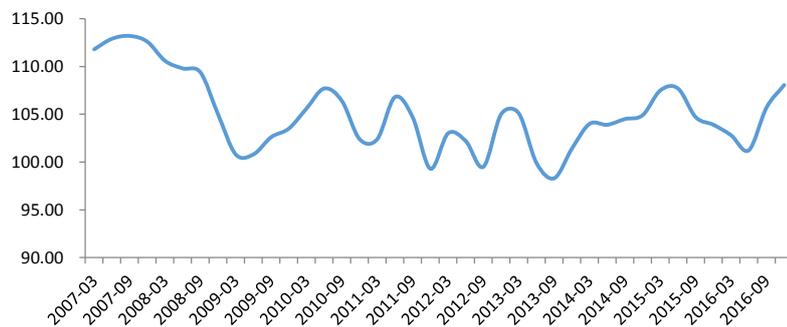
图 23：公司自制整机中各类型产品的收入占比（按产品功能）



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

缝制机械行业的需求端是服装纺织行业。目前全球经济复苏仍然存在诸多不确定性。国内来看，房价的快速增长一定程度上抑制了居民的消费能力和消费意愿。品牌服饰行业景气度仍处在筑底阶段，需求端尚未出现明显回升迹象。2017 年以来，国家加大对房地产市场的调控力度，房价预计将呈现回稳态势，我国消费者信心指数逐渐走高，对服装行业影响形成利好，但受经济大环境影响，终端需求大幅改善仍有难度。放眼国际来看，目前全球经济复苏仍然存在诸多不确定性。英国脱欧等政治事件使得欧盟经济尚未企稳，美国经济回温对消费需求的传导仍需继续跟踪。以上因素均会对下游服装纺织行业终端需求形成一定压制。总体而言，我们预计 2017 年缝制机械行业整体需求复苏将较为缓慢。

图 24：我国消费者信心指数（季）



资料来源：华金证券研究所，Wind

（三）募投项目提升公司市场份额

目前公司共有四个募投项目。年产 100 万台智能节能工业缝纫机项目旨在进一步适应行业发展趋势，提高劳动生产率，降低生产成本，扩大公司市场份额、赶超世界领先品牌。通过建设年产 2 万台特种工业缝纫机技改项目，提升特种工业缝纫机的市场份额，全面缩小与全球领先品牌的差距。年产 45 万台永磁伺服电机技改项目，有助于增强公司伺服电机自给率，完善零部件配套体系。年产 300 台自动裁床技改项目，能够加快公司裁床国产化步伐，提升公司缝制设备产业链综合实力。

表 1：截至 2016 年 11 月 30 日公司募投项目进展情况

| 序号 | 项目名称 | 项目投资 金额（万元） | 使用募集资金 金额（万元） | 累计已投资 金额（万元） | 投资进度 |
|----|----------------------|----------------|------------------|-----------------|--------|
| 1 | 年产 100 万台智能节能工业缝纫机项目 | 112,602.90 | 64,102.90 | 34,963.50 | 31.05% |
| 2 | 年产 2 万台特种工业缝纫机技改项目 | 16,782.99 | 3,198.66 | 820.25 | 4.89% |
| 3 | 年产 45 万台永磁伺服电机技改项目 | 10,591.31 | 8,964.31 | 5,561.77 | 52.51% |
| 4 | 年产 300 台自动裁床技改项目 | 12,361.00 | 10,041.00 | 5,128.96 | 41.49% |

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

募投项目建成后公司主要产品产能扩张情况如下表所示。

表 2：募投项目建成后公司主要产品产能扩张情况

| 项目名称 | 产品名称 | 数量（台） |
|----------------------|-------------|---------|
| 年产 100 万台智能节能工业缝纫机项目 | 电脑平缝机 | 670,000 |
| | 电脑包缝机 | 251,000 |
| | 电脑绷缝机 | 79,000 |
| 年产 2 万台特种工业缝纫机技改项目 | 自动开袋机、自动门襟机 | 100 |
| | 电子锁眼机 | 6,500 |
| | 电子花样机、自动模板机 | 5,400 |
| | 电子套结机 | 4,900 |
| | 其他缝制单元等特种机 | 3,100 |
| 年产 45 万台永磁伺服电机技改项目 | 下挂永磁伺服电机 | 30,000 |
| | 直驱无壳永磁伺服电机 | 120,000 |
| | 直驱永磁伺服电机 | 300,000 |
| 年产 300 台自动裁床技改项目 | 自动裁床 | 300 |

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

四、盈利预测与估值

（一）盈利预测假设

2016 年公司整体经营情况保持稳定，预计 2016 年全年营业收入同样将维持稳定增长。

放眼未来，我们认为服装纺织行业终端需求复苏仍然存在不确定性，作为其上游的缝制机械行业增速同样将维持低位。在下游需求温和增长的情况下，我们预计公司 2017 年和 2018 年募投项目投产进度将有所放缓。预计公司工业缝纫机现有产能利用率和产销量水平将维持稳定。公司收购德国拓卡及德国奔马后，预计公司将加大对毛利率较高的裁床业务的市场拓展力度，裁床业务的产能利用率和产销量水平将有所提升。产品价格方面，公司主要产品价格主要随着原材料价格波动。

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 1.41、1.19 和 1.29 元。净资产收益率分别为 21.4%、11.5%和 11.4%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 42 元，相当于 2018 年 32.56 倍的动态市盈率。

（二）可比公司估值

可比公司估值情况如下表所示。

表 3：可比公司估值情况

| 代码 | 证券简称 | 总市值（亿元） | 市盈率 PE | | | 市净率 PB(MRQ) |
|-----------|------|---------|--------|-------|-------|-------------|
| | | | TTM | 16E | 17E | |
| 600843.SH | 上工申贝 | 65.74 | 60.10 | 47.97 | 42.31 | 4.52 |
| 002021.SZ | 中捷资源 | 61.42 | 397.87 | 7,055 | 915 | 6.50 |
| 600302.SH | 标准股份 | 34.95 | 66.50 | | | 3.12 |

资料来源：华金证券研究所，Wind 注：数据截至 2017 年 4 月 6 日

五、风险提示

- 市场竞争加剧的风险；
- 对纺织服装行业依赖及盈利波动的风险；
- 国际贸易摩擦的风险；
- 汇率波动风险。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 1,723.2 | 1,591.6 | 1,801.8 | 1,990.2 | 2,287.2 | 年增长率 | | | | | |
| 减:营业成本 | 1,234.8 | 1,114.5 | 1,258.5 | 1,374.3 | 1,582.4 | 营业收入增长率 | 11.5% | -7.6% | 13.2% | 10.5% | 14.9% |
| 营业税费 | 9.6 | 10.9 | 10.4 | 12.1 | 14.2 | 营业利润增长率 | 1.4% | -6.3% | 30.3% | 12.6% | 11.0% |
| 销售费用 | 87.2 | 98.4 | 96.1 | 110.0 | 129.9 | 净利润增长率 | 13.8% | -12.6% | 28.2% | 12.8% | 8.7% |
| 管理费用 | 198.2 | 199.4 | 213.3 | 237.9 | 276.9 | EBITDA 增长率 | -2.2% | -7.4% | 45.9% | 35.4% | 13.3% |
| 财务费用 | 6.0 | -9.8 | - | - | - | EBIT 增长率 | -4.9% | -14.4% | 38.1% | 12.6% | 11.0% |
| 资产减值损失 | 3.6 | 7.8 | 5.7 | 5.7 | 6.4 | NOPLAT 增长率 | -6.0% | -13.7% | 37.9% | 12.4% | 11.2% |
| 加:公允价值变动收益 | -7.1 | 1.7 | 1.4 | -1.3 | 0.4 | 投资资本增长率 | 55.8% | 8.5% | 20.6% | 65.5% | -3.8% |
| 投资和汇兑收益 | 8.4 | 1.1 | 6.6 | 5.4 | 4.4 | 净资产增长率 | 32.0% | 20.9% | 22.3% | 109.5% | 10.0% |
| 营业利润 | 185.0 | 173.3 | 225.8 | 254.3 | 282.1 | 盈利能力 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 41.3 | 21.0 | 26.4 | 29.6 | 25.6 | 毛利率 | 28.3% | 30.0% | 30.2% | 30.9% | 30.8% |
| 利润总额 | 226.3 | 194.3 | 252.1 | 283.8 | 307.8 | 营业利润率 | 10.7% | 10.9% | 12.5% | 12.8% | 12.3% |
| 减:所得税 | 30.7 | 24.9 | 32.7 | 37.2 | 39.9 | 净利润率 | 11.3% | 10.7% | 12.1% | 12.4% | 11.7% |
| 净利润 | 194.6 | 170.1 | 218.0 | 245.9 | 267.4 | EBITDA/营业收入 | 13.4% | 13.4% | 17.3% | 21.2% | 20.9% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 11.1% | 10.3% | 12.5% | 12.8% | 12.3% |
| 资产负债表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 资产负债率 | 53.3% | 46.7% | 44.7% | 34.3% | 30.0% |
| 货币资金 | 131.7 | 144.7 | 144.1 | 992.4 | 917.1 | 负债权益比 | 114.0% | 87.5% | 80.9% | 52.2% | 42.9% |
| 交易性金融资产 | - | 1.4 | 2.8 | 1.4 | 1.9 | 流动比率 | 1.01 | 1.22 | 1.19 | 2.33 | 2.02 |
| 应收帐款 | 180.9 | 195.1 | 230.9 | 231.6 | 306.0 | 速动比率 | 0.47 | 0.68 | 0.54 | 1.76 | 1.34 |
| 应收票据 | 12.9 | 35.0 | 14.3 | 24.3 | 25.6 | 利息保障倍数 | 31.67 | -16.67 | | | |
| 预付帐款 | 10.6 | 10.9 | 12.0 | 13.2 | 16.3 | 营运能力 | | | | | |
| 存货 | 406.9 | 339.8 | 515.8 | 421.7 | 650.1 | 固定资产周转天数 | 63 | 85 | 112 | 172 | 193 |
| 其他流动资产 | 21.4 | 47.9 | 28.9 | 32.7 | 36.5 | 流动营业资本周转天数 | -2 | 2 | 7 | 3 | 5 |
| 可供出售金融资产 | - | - | 1.7 | 0.6 | 0.8 | 流动资产周转天数 | 169 | 174 | 172 | 241 | 289 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 应收帐款周转天数 | 40 | 43 | 43 | 42 | 42 |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | 存货周转天数 | 90 | 84 | 85 | 85 | 84 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 总资产周转天数 | 296 | 343 | 340 | 460 | 519 |
| 固定资产 | 325.8 | 428.2 | 691.6 | 1,205.4 | 1,247.4 | 投资资本周转天数 | 116 | 160 | 162 | 213 | 227 |
| 在建工程 | 236.3 | 195.3 | 39.1 | 169.1 | - | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 134.1 | 142.7 | 138.3 | 133.8 | 129.4 | 销售费用率 | 5.1% | 6.2% | 5.3% | 5.5% | 5.7% |
| 其他非流动资产 | 11.7 | 19.1 | 21.3 | 17.4 | 19.3 | 管理费用率 | 11.5% | 12.5% | 11.8% | 12.0% | 12.1% |
| 资产总额 | 1,472.3 | 1,560.0 | 1,840.8 | 3,243.6 | 3,350.2 | 财务费用率 | 0.4% | -0.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 短期债务 | 122.7 | 25.2 | 27.3 | - | - | 三费/营业收入 | 16.9% | 18.1% | 17.2% | 17.5% | 17.8% |
| 应付帐款 | 357.9 | 307.8 | 464.3 | 385.3 | 579.4 | 投资回报率 | | | | | |
| 应付票据 | 182.3 | 181.7 | 195.4 | 224.4 | 267.0 | ROE | 28.3% | 20.4% | 21.4% | 11.5% | 11.4% |
| 其他流动负债 | 96.3 | 120.8 | 109.3 | 127.4 | 122.6 | ROA | 13.3% | 10.9% | 11.9% | 7.6% | 8.0% |
| 长期借款 | 10.6 | 39.9 | - | 343.4 | - | ROIC | 37.9% | 21.0% | 26.7% | 24.9% | 16.7% |
| 其他非流动负债 | 14.5 | 52.7 | 26.9 | 31.4 | 37.0 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 784.4 | 728.0 | 823.2 | 1,111.9 | 1,006.0 | DPS(元) | 0.12 | 0.22 | 0.24 | 0.22 | 0.27 |
| 少数股东权益 | 0.0 | -0.7 | 0.7 | 1.4 | 1.9 | 分红比率 | 12.8% | 26.5% | 17.0% | 18.8% | 20.7% |
| 股本 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 206.7 | 206.7 | 股息收益率 | 0.3% | 0.6% | 0.7% | 0.6% | 0.7% |
| 留存收益 | 534.2 | 679.3 | 861.9 | 1,923.6 | 2,135.7 | | | | | | |
| 股东权益 | 687.9 | 832.0 | 1,017.6 | 2,131.6 | 2,344.2 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 净利润 | 195.6 | 169.4 | 218.0 | 245.9 | 267.4 | EPS(元) | 0.94 | 0.82 | 1.41 | 1.19 | 1.29 |
| 加:折旧和摊销 | 39.3 | 49.8 | 85.4 | 167.1 | 195.3 | BVPS(元) | 3.33 | 4.03 | 6.56 | 10.31 | 11.33 |
| 资产减值准备 | 3.6 | 7.8 | - | - | - | PE(X) | 38.4 | 44.0 | 25.7 | 30.4 | 28.0 |
| 公允价值变动损失 | 7.1 | -1.7 | 1.4 | -1.3 | 0.4 | PB(X) | 10.9 | 9.0 | 5.5 | 3.5 | 3.2 |
| 财务费用 | 7.5 | 5.0 | - | - | - | P/FCF | -256.5 | 156.3 | 151.4 | -283.9 | -417.3 |
| 投资损失 | -8.4 | -1.1 | -6.6 | -5.4 | -4.4 | P/S | 4.3 | 4.7 | 3.1 | 3.8 | 3.3 |
| 少数股东损益 | 1.1 | -0.7 | 1.5 | 0.7 | 0.5 | EV/EBITDA | 24.3 | 25.8 | 17.6 | 16.2 | 13.7 |
| 营运资金的变动 | 19.9 | 56.6 | -51.3 | 62.0 | -77.1 | CAGR(%) | 8.0% | 16.5% | 8.0% | 8.0% | 16.5% |
| 经营活动产生现金流量 | 234.3 | 271.7 | 248.3 | 469.1 | 382.1 | PEG | 4.8 | 2.7 | 3.2 | 3.8 | 1.7 |
| 投资活动产生现金流量 | -257.9 | -124.1 | -185.9 | -797.4 | -60.4 | ROIC/WACC | 3.6 | 2.0 | 2.6 | 2.4 | 1.6 |
| 融资活动产生现金流量 | -0.4 | -95.8 | -63.0 | 1,176.6 | -396.9 | | | | | | |

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn