



2017-09-04

公司深度报告

买入/首次

ST 常林 (600710)

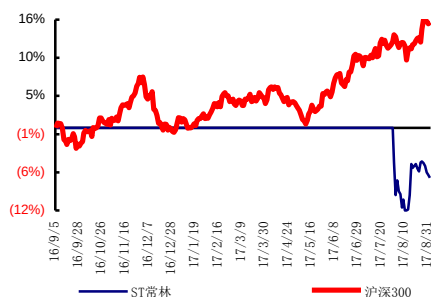
目标价: 10

昨收盘: 7.0

机械设备 专用设备

重组顺利完成, “联合舰队”扬帆起航

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,307/640
总市值/流通(百万元)	9,147/4,482
12 个月最高/最低(元)	7.55/6.64

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

证券分析师: 钱建江

电话: 021-61372597

E-MAIL: qianjianjiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517070002

联系人: 刘瑜

电话: 010-88695233

E-MAIL: liuyubj@tpyzq.com

联系人: 徐也

电话: 010-88695236

E-MAIL: xuye@tpyzq.com

报告摘要

公司重大资产重组顺利完成, 恢复上市。2016 年 11 月, 在中国机械工业集团公司的部署下, 江苏苏美达集团有限公司和*ST 常林 (600710) 完成重大资产重组。原*ST 常林业务、资产和负债全部置出, 苏美达集团 100% 股权整体置入, 苏美达集团成为*ST 常林的唯一、全资子公司。同时公司股票于 2017 年 7 月 31 日恢复上市。

公司新注入优质资产, 盈利能力大幅提升。得益于本次重组中优质资产的注入, 2016 年, *ST 常林实现扭亏为盈, 营业收入 501.73 亿元, 归母净利润 2.07 亿元, 去年同期亏损 5.27 亿元。如剔除重大资产交割前*ST 常林的亏损, 苏美达集团 2016 年完成利润总额 14.49 亿元, 归母净利润 3.65 亿元, 继续保持稳健增长势头。

苏美达集团定位明确, “贸工技金”四位一体助力发展。苏美达战略定位是: 专注于贸易与服务、工程总承包、投资发展的现代制造服务业企业集团, 贸易作为公司传统核心业务是发展的稳定器, “工”代表实业制造是贸易的基础, “技”代表技术创新是公司产品富有竞争力的源头保障, “金”代表金融和资本, 公司通过实施产业并购和产业投资来寻找新的盈利增长点。贸工技金相辅相成, 协同助力苏美达集团保持健康快速发展。

盈利预测及投资建议。我们预测公司 2017 年-2019 年 EPS 分别是 0.30 元、0.35 元、0.41 元, 对于 PE 分别是 23X、20X、17X, 我们看好公司长期稳健发展, 保持优势竞争力, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 全球宏观经济下行风险; 外汇风险; 系统性风险等。

■ 盈利预测和财务指标:

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	50172.73	68524.43	90395.01	108218.12
(+/-%)	5575.88%	36.58%	31.92%	19.72%
归母净利润(百万元)	206.66	398.34	453.67	533.59
(+/-%)	178.92%	92.75%	13.89%	16.30%
每股收益(元)	0.16	0.30	0.35	0.41
市盈率(PE)	44	23	20	17

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

目录

一、 重组完成 ST 常林王者归来，“贸易+现代制造服务”舰队整装待发	4
(一) 苏美达集团成长史	4
(二) 苏美达整体注入，本次重组前后公司股权变动	5
(三) 苏美达集团经营模式：贸易巨舰化身联合舰队，扬帆远航	7
(四) “协同发展+多元化经营”提升盈利水平	8
二、 “集团公司+行业子公司”航母舰队优势起航	9
(一) 技贸公司	9
(二) 成套公司	10
(三) 五金公司	11
(四) 轻纺公司	11
(五) 机电公司	12
(六) 船舶公司	13
三、 苏美达集团经营及财务状况分析：	14
(一) 主营业务毛利率稳中有升	15
(二) 境外业务高速增长	15
四、 公司的竞争优势分析	16
(一) 三大业务板块协同效应显现，提升公司核心竞争力	16
(二) 打造国际知名自有品牌	16
(三) 技术创新优势	17
五、 盈利预测及估值	18
(一) 盈利预测	18
(二) 估值及投资建议	18
六、 风险提示	19

图表目录

图表 1：苏美达集团历次股权变动情况	5
图表 2：本次重组前后公司股权变动	6
图表 3：苏美达集团控股结构	7
图表 4：苏美达集团“贸工技金”一体化发展	7
图表 5：苏美达集团主要产品	8
图表 6：技贸公司 2013 年-2016 年盈利水平	9
图表 7：2016 年行业内可比公司毛利率	10
图表 8：成套公司 2013 年-2016 年盈利水平	11
图表 9：五金公司 2013 年-2016 年盈利水平	11
图表 10：轻纺公司 2013 年-2016 年盈利水平	12
图表 11：机电公司 2013 年-2016 年盈利水平	12
图表 12：船舶公司 2013 年-2016 年盈利水平	13
图表 13：苏美达最近三年收入及净利润情况（单位：亿元）	14
图表 14：2015 年、2016 年公司业务分板块毛利率	15
图表 15：2016 年公司境外业务大幅增长	15
图表 16：轻纺公司知名品牌	17
图表 17：公司园林机械知名品牌	17
图表 18：公司发电设备知名品牌	17
图表 19：公司光伏产品	17
图表 20：分业务盈利预测（单位：亿元）	18

一、 重组完成 ST 常林王者归来，“贸易+现代制造服务”舰队整装待发

2013 年-2015 年常林股份连续三年亏损，公司被实施退市风险警示，2016 年 4 月 13 日，公司接到上海证券交易所《关于对常林股份有限公司股票实施暂停上市的决定》，2016 年 4 月 20 日起公司股票被暂停上市，为避免退市风险，2016 年 11 月，在中国机械工业集团公司的部署下，江苏苏美达集团有限公司和*ST 常林完成重大资产重组。原*ST 常林业务、资产和负债全部置出，苏美达集团 100%股权整体置入，苏美达集团成为*ST 常林的唯一、全资子公司，主营业务变更为“现代制造服务业务”。

得益于本次重组中优质资产的注入，2016 年，*ST 常林实现扭亏为盈，营业收入 501.73 亿元，归母净利润 2.07 亿元，去年同期亏损 5.27 亿元。如剔除重大资产交割前*ST 常林的亏损，苏美达集团 2016 年完成利润总额 14.49 亿元，归母净利润 3.65 亿元。公司股票于 2017 年 7 月 31 日在上交所恢复上市。

（一）苏美达集团成长史

- 1978 年 7 月 31 日，苏美达集团的前身江苏省机电设备出口公司成立，由中国机械设备进出口总公司全额出资设立，注册资本为 5637.98 万元。
- 1993 年 2 月到 5 月，江苏省机械设备进出口公司划归中国机械设备进出口总公司，并由江苏省人民政府持有公司 20%的股份，由此公司名称变更为“中设江苏机械设备进出口公司”，股权结构变更为中国机械设备进出口总公司持有公司 80%的股权，江苏省人民政府持有公司 20%的股权。
- 1998 年 1 月，公司名称变更为“中设江苏机械设备进出口集团公司”。
- 2006 年 3 月，公司名称变更为“江苏苏美达集团公司”，股权结构变更为中国机械工业集团公司持股 80%，江苏农垦持股 20%。
- 2012 年 11 月，公司整体改制为有限责任公司，名称变更为“江苏苏美达集团有限公司”，同时注册资本变更为 5 亿元。
- 2016 年 11 月，苏美达集团整体注入 ST 常林。

图表 1：苏美达集团历次股权变动情况

序号	时间	具体事宜	转让方	受让方	关联关系
1	1993 年 5 月	国家体改委将江苏省机械设备进出口（集团）公司划归中国机械设备进出口总公司，同时，江苏省人民政府保留江苏省机械设备进出口（集团）公司 20% 的股份所有权	江苏省人民政府	中国机械设备进出口总公司	无关联关系
2	2000 年 8 月	江苏省人民政府将持有的中设江苏机械设备进出口集团公司 20% 的股份授权给江苏省机械资产管理有限公司管理并代行出资人权利	江苏省人民政府	江苏省机械资产管理有限公司	江苏省人民政府是江苏省机械资产管理有限公司的实际控制人
3	2004 年 12 月	中国机械装备（集团）公司将中国机械设备进出口总公司持有的中设江苏机械设备进出口集团公司 80% 的股权划归中国机械装备（集团）公司直接持有	中国机械设备进出口总公司	中国机械装备（集团）公司	中国机械装备（集团）公司是中国机械设备进出口总公司的控股股东
4	2006 年 3 月	江苏省国有资产监督管理委员会同意江苏省农垦集团有限公司采取吸收合并方式重组江苏省机械资产管理有限公司，吸收合并完成后，江苏农垦持有江苏苏美达集团公司 20% 股权	江苏省机械资产管理有限公司	江苏农垦	江苏省机械资产管理有限公司和江苏省农垦集团有限公司均受江苏省国有资产监督管理委员会控制

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

（二）苏美达整体注入，本次重组前后公司股权变动

ST 常林本次重组方案共涉及三项内容：

- 1) **重大资产置换。**常林股份以其截至基准日 2015 年 7 月 31 日拥有的全部资产及负债与国机集团持有的以截至基准日 2015 年 7 月 31 日经评估的苏美达集团股权的等值部分进行置换。
- 2) **发行股份购买资产。**苏美达集团 80% 股权作价经上述资产置换后的差额部分由常林股份向国机集团发行股份购买。同时，常林股份向江苏农垦发行股份购买其持有的苏美达集团 20% 股权。

- 3) **发行股份募集配套资金。**常林股份向国机财务、国机资产、国机精工、国机资本、合肥研究院、中国电器科学院、江苏农垦、苏豪集团、江苏沿海基金和云杉资本 10 名对象非公开发行股票募集 15.00 亿元配套资金。

本次交易前，国务院国资委的下属公司国机集团分别通过其下属子公司国机重工和福马集团间接持有上市公司 25.32%和 2.23%的股份，合计间接持有上市公司 27.55%的股份，国机集团为常林股份间接控股股东，国务院国资委为常林股份实际控制人。本次重组完成后，国机集团合计直接及间接持有上市公司 47.69%的股份，将成为常林股份直接控股股东，国务院国资委仍为公司实际控制人。本次重组不会导致公司实际控制人的变更，因此不构成借壳上市。

图表 2：本次重组前后公司股权变动

公司	本次交易前		本次交易后			
			募集配套资金前		募集配套资金后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
国机集团	-	-	303,521,199	28.09%	303,521,199	23.23%
国机重工	162,105,200	25.32%	162,105,200	15.00%	162,105,200	12.41%
福马集团	14,305,840	2.23%	14,305,840	1.32%	14,305,840	1.09%
国机财务	-	-	-	-	45,248,868	3.46%
国机资产	-	-	-	-	15,082,956	1.15%
国机精工	-	-	-	-	15,082,956	1.15%
国机资本	-	-	-	-	52,790,346	4.04%
合肥研究院	-	-	-	-	7,541,478	0.58%
中国电器科学院	-	-	-	-	7,541,478	0.58%
江苏农垦	-	-	136,699,895	12.65%	181,948,763	13.92%
苏豪集团	-	-	-	-	15,082,956	1.15%
江苏沿海基金	-	-	-	-	15,082,956	1.15%
云杉资本	-	-	-	-	7,541,478	0.58%
其它股东	463,872,960	72.45%	463,872,960	42.93%	463,872,960	35.50%
合计	640,284,000	100.00%	1,080,505,094	100.00%	1,306,749,434	100.00%

注：以上国机集团持股比例均为直接持股比例，本次交易之后国机集团通过直接加间接合计持有常林股份 47.69%的股份。

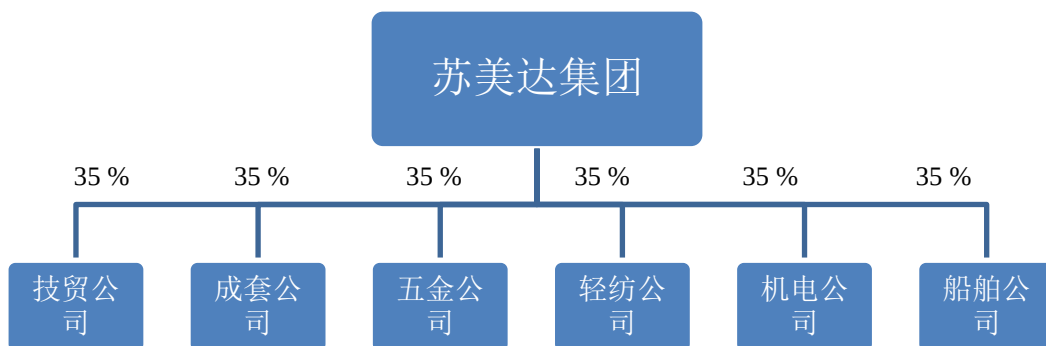
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

（三）苏美达集团经营模式：贸易巨舰化身联合舰队，扬帆远航

本次重大资产重组之后常林股份主营业务由铲运机械（主要为装载机、挖掘装载机等）、道路机械（主要为平地机、压路机）等工程机械产品的生产与销售变更为贸易和服务业务，主要包括机电设备、纺织服装、动力工具、发电设备、船舶、光伏组件的研发、生产、贸易以及大宗商品贸易以及新能源工程和环境工程等。

苏美达集团在三十余年的砥砺前行中逐渐形成了以贸易业务为核心的“产业+资本”经营模式。苏美达集团始终坚持传统产业做精、优势产业做强、新兴产业做大，国际、国内两个市场并重，不断增强在市场营销、技术研发、生产制造、品牌建设、投融资运作等方面的核心能力，并拥有了全球化营销网络、自主研发中心、测试中心及核心产品制造工厂。苏美达集团主营业务主要由六个子公司运营，分别是技贸公司、成套公司、五金公司、轻纺公司、机电公司和船舶公司。

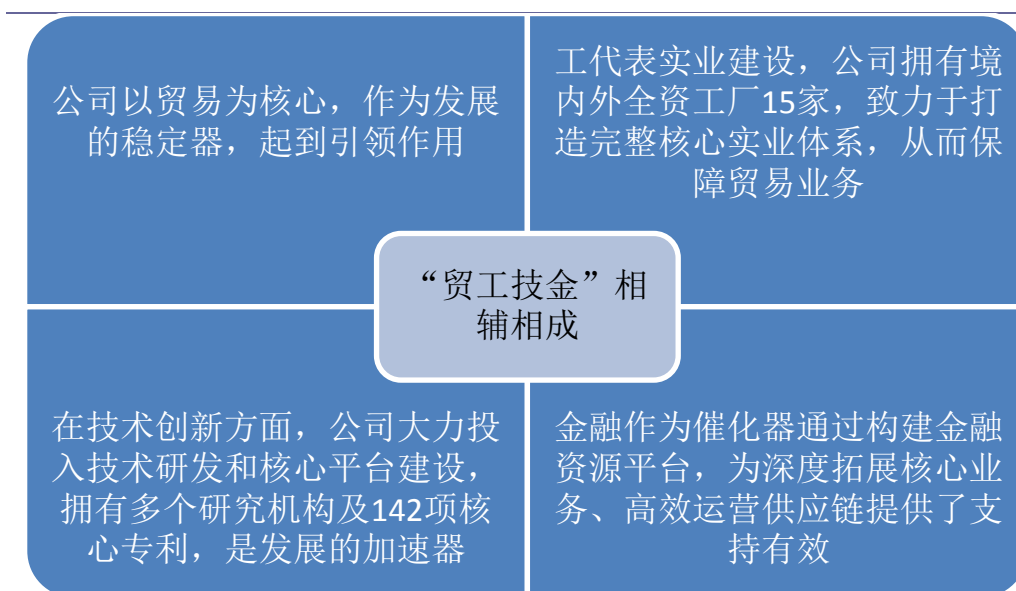
图表 3：苏美达集团控股结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

经过多年的经营运作，苏美达集团建立了“贸工技金”一体化发展的协同运营模式，其中“贸”代表“贸易”，“工”代表实业，“技”代表技术创新，“金”代表金融。即贸易是引领，实业是支撑，技术是推动，金融是催化，四个要素共同构成推动苏美达集团发展的核心能力，是苏美达集团立足自身特点、获取多层次组合利润、超越市场平均获利水平、构筑产业竞争壁垒以及持续跑赢大市的关键支撑手段，也是最难以复制的系统竞争能力体系，这是苏美达集团区别于一般贸易企业、工业企业以及投资企业的核心特征。

图表 4：苏美达集团“贸工技金”一体化发展



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

经过多年的营运发展，苏美达集团已经由单一的机电设备进出口外贸公司成长为“贸工技金”一体化的大型贸易企业集团，产品包括大宗商品、发电设备、园林机械、船舶、光伏组件等。

图表 5：苏美达集团主要产品

业务分类	具体品种
大宗商品贸易	钢材贸易，以线材、钢坯为主，圆钢、板带、热卷及其他工业材料为辅
	石化贸易，包括石油化工及相关产品
	煤炭贸易
机电设备	涉及纺机、机床、轻工、冶金、电子、通讯、工程机械、医疗、石化、汽车制造、新材料、新能源等行业的机电设备
纺织服装	苏美达集团拥有服装、家纺生产基地，涉及服装、日用纺织品、宠物用品等类别 拥有女装品牌“HONEYME”、校服品牌“ETONKIDD”等自主品牌
园林机械	包括电动工具、园林工具、机械零部件、高压清洗机的出口和内贸
发电设备	主要产品有便携式发电机、大型柴油发电机和汽车轮毂 拥有自主品牌“FIRMAN”
光伏组件	光伏电站建设业务，包括光伏电站的开发、建设及运营
	自主研发制造光伏组件并销售，主要销往海外
船舶工程	船舶贸易

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

（四）“多元化发展+专业化经营”形成协同效应，提升盈利水平

经过多年的稳定经营，苏美达集团目前已形成了进口、出口贸易并举的格局，并与全球多个国家和地区建立了广泛的经贸关系，公司拥有一定规模的实业支撑，在国内外贸易业务方面，苏

美达集团积累了丰富的客户、供应商等渠道资源。苏美达集团通过资源协同、战略协同以及财务协同以“产业+投资”双轮驱动模式，着力推动企业转型升级，创新发展，进一步提高各产业板块之间的互动和融合，同时各业务板块共享信息、技术、渠道、市场、客户、人才等资源，相互补充，相互支撑，在财务方面集团实施垂直一体化的财务管控方式，所有业务板块的财务核算、管理、金融运作均奉行自上而下的统一管理和控制，确保风险最小化。

苏美达集团始终给予业务子公司业务经营充分的自主权，业务子公司在各自的优势领域独立经营，内生性的增长模式与公司所处的贸易行业息息相关，苏美达集团秉持“多元化发展、专业化经营”的发展战略，充分发挥“贸工技金”一体化核心竞争优势，实施“产业+投资”双轮驱动模式，经过多年的发展，在钢材、煤炭、机电设备、纺织服装、船舶工程、园林机械、光伏等众多领域拥有竞争优势。同时这种传统行业+新兴行业并驾齐驱的产业布局使得苏美达集团有效的对抗经济周期带来的波动，始终保持稳健而富有竞争力的盈利水平。

苏美达集团 2014 年-2016 年盈利水平持续向好，营业收入分别为 384.67 亿元、405.95 亿元、501.73 亿元，净利润分别实现 8.51 亿元、10.38 亿元、14.49 亿元。

二、“集团公司+行业子公司”航母舰队优势起航

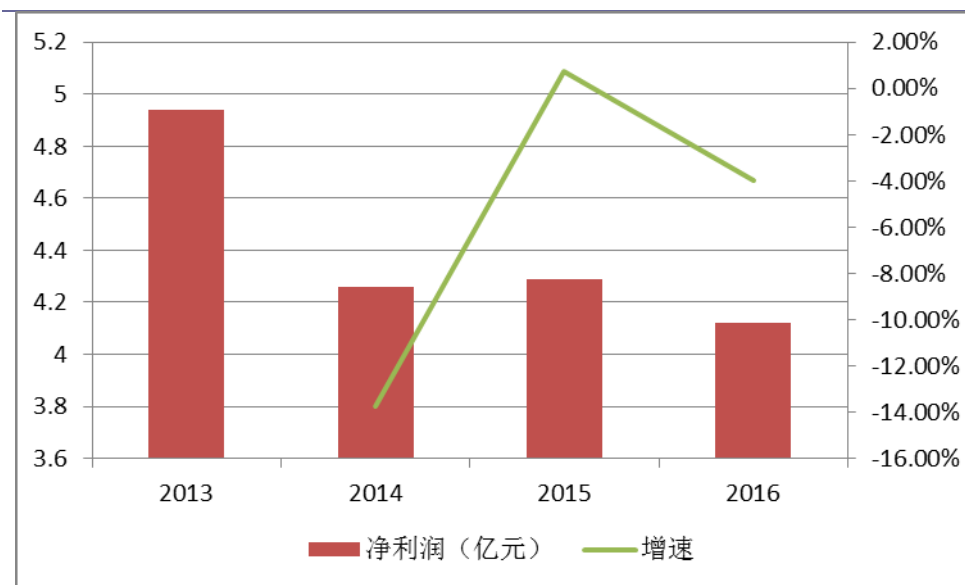
重组之后的常林股份主营业务变更为贸易和服务业务，具体包括机电设备进口及大宗商品贸易，园林机械、发电设备等机电产品和纺织服装产品的研发、生产、贸易，以及新能源工程、船舶工程、环境工程等。

2016 年在业务发展方面，公司在园林机械板块深入推进国际化营销平台建设；发电设备板块积极应对传统优势市场“冰冻”的不利影响，大力发展新兴业务。其中，汽配业务发展势头良好，居中国铝轮毂行业出口前 20 强。纺织服装板块持续推进“小前端、大平台”组织生态建设，不断推进产品、市场和客户结构升级，实现逆势突破，出口实现 14% 增长，按照海关编码统计，轻纺公司（苏美达集团子公司）在全国纺织服装出口企业百强排行榜上名列第 7 位，成为全国纺织服装行业的一面旗帜。

（一）技贸公司

苏美达国际技术贸易有限公司成立于 1993 年，技贸公司是苏美达集团旗下核心企业之一（苏美达集团持股 35%，是其控股股东），立足于机电设备与大宗商品的进出口与国内贸易业务领域，主要经营钢铁、矿产、煤炭、石油化工品、林产、农牧等大宗商品的进口与国内贸易，以及木制品、钢材、卫浴等产品的出口业务等在内的供应链综合运营服务。

图表 6：技贸公司 2013 年-2016 年盈利水平



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

技贸公司大部分收入来自供应链运营业务, 该项业务毛利率较低, 根据行业内对比, 我们发现公司的毛利率水平处于中上层次。供应链业务的运营模式以及商品结构决定了该类型业务毛利率偏低, 因此公司积极通过专业化运营、积极拓展海内外市场、重视核心营销人员培养及激励等措施力争在竞争激烈的贸易行业中保持相对优势。

图表 7: 2016 年行业内可比公司毛利率

上市公司	营业收入 (亿元)	毛利率
物产中大	2019.00	2.51 %
建发股份	1149.00	3.79 %
浙商中拓	329.00	2.57 %
上海钢联	411.00	0.40 %
象屿股份	1183.00	3.12 %
中位数	1149.00	2.57 %
苏美达技贸	334.00	2.64 %

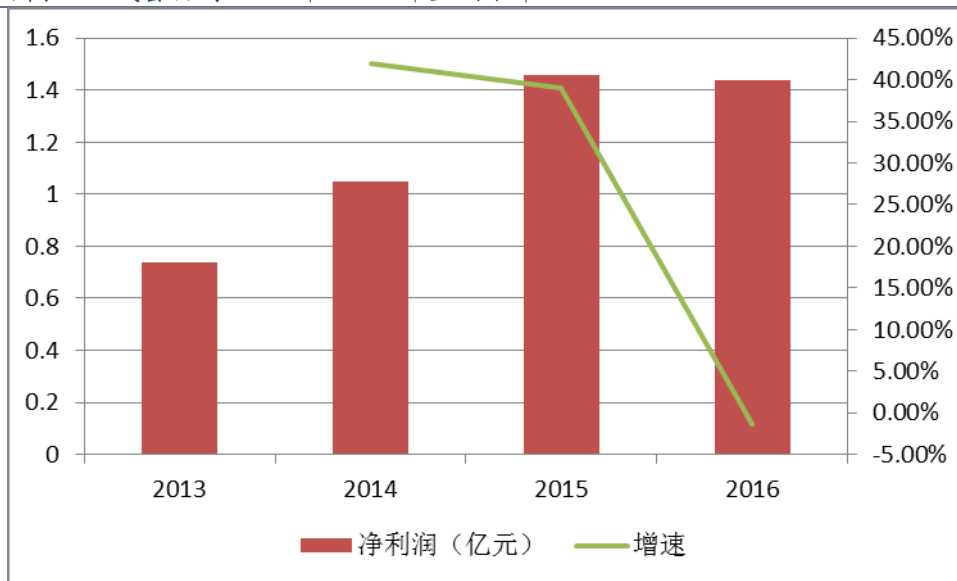
资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

(二) 成套公司

苏美达成套设备工程有限公司成立于 1997 年, 成套公司是苏美达集团旗下核心企业之一, 主要从事机电设备成套供应业务, 供应各类工程机械、工程车辆、机械设备, 为客户提供项目咨询、工程设计、设备供货、系统安装、调试验收、运营管理的全程服务, 业务遍及亚洲、非洲、欧洲、美洲的几十多个国家和地区。其中完成的国内 10 万吨以上市政污水处理工程超过 50 个, 日水处理量逾 1000 万吨, 曾获中国市政金杯示范工程奖。

2017 年上半年成套公司海外新能源工程进展较快, 50MW 巴基斯坦风电项目签约开工, 18MW 太阳能电站项目即将并网。

图表 8：成套公司 2013 年-2016 年盈利水平

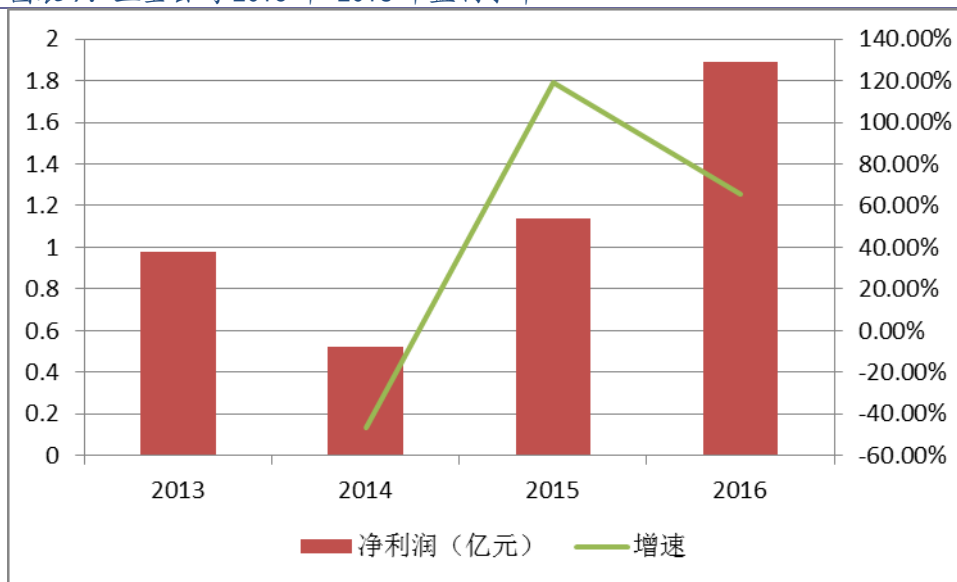


资料来源：WIND，太平洋证券整理

(三) 五金公司

苏美达五金工具有限公司成立于 1997 年，主要从事电动工具、园林机械、智能化割草机、清洗机的生产与销售以及太阳能光伏组件的生产、销售和新能源项目工程承包，其中汽油轮式割草机、高压清洗机出口位列全国第一，自主研发割草机器人获得全球首张 GS 证书。目前五金公司逐渐转型升级成为传统电动工具和新能源新兴行业并驾齐驱的优质企业。

图表 9：五金公司 2013 年-2016 年盈利水平

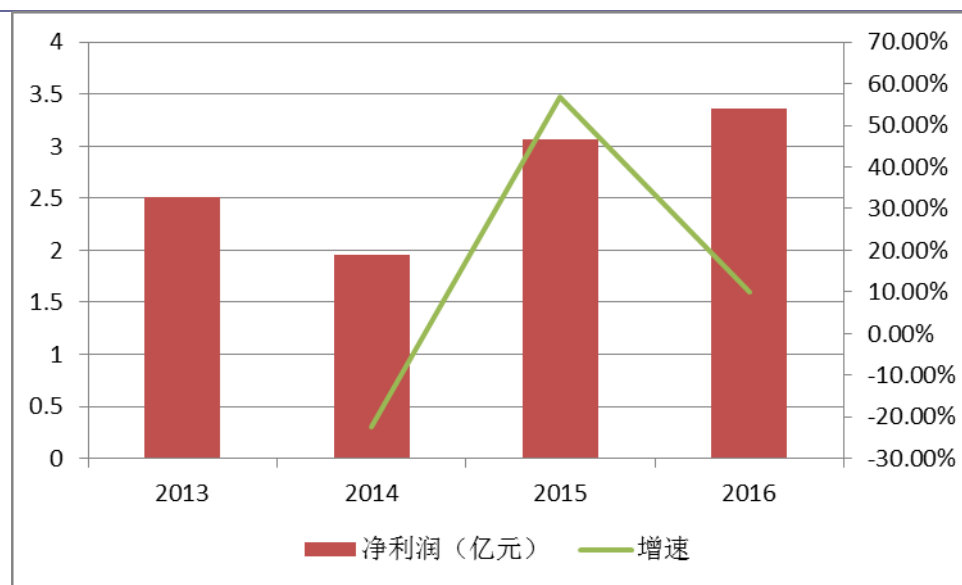


资料来源：WIND，太平洋证券整理

(四) 轻纺公司

苏美达轻纺国际贸易有限公司成立于 1997 年，轻纺公司是苏美达集团旗下核心企业之一，专业专注于服装、家用纺织品和家居用品贸易领域，常居中国纺织产业出口企业百强榜，拥有城市职业女装为定位的 HONEYME (艾其雅诺) 女装品牌以及以引领中国校园服饰变革为使命的 ETONKIDD (伊顿纪德) 青少年校服品牌。2016 年公司出口实现 14% 增长，按照海关编码统计，轻纺公司在全中国纺织服装出口企业百强排行榜上名列第 7 位。

图表 10：轻纺公司 2013 年-2016 年盈利水平



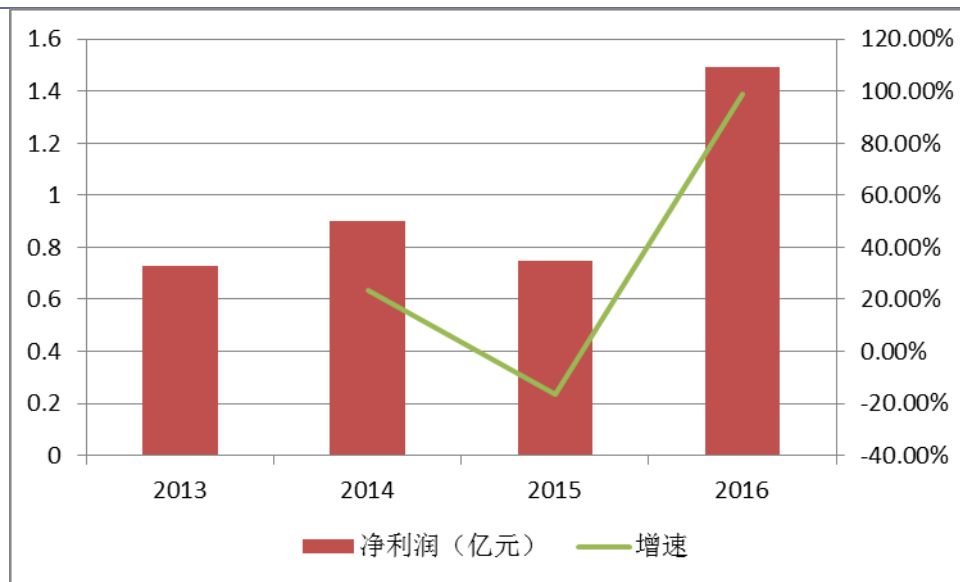
资料来源：WIND，太平洋证券整理

另外，轻纺公司深化推进“走出去”战略，紧跟国家“一带一路”战略，在缅甸等东南亚国家布局海外产能，取得降本增效的良好效果。

(五) 机电公司

苏美达机电有限公司成立于 1997 年，机电公司是苏美达集团旗下核心企业之一，致力于发电设备、家用电器、电子电器等机电产品的研发、生产和进出口经营。机电公司拥有一支专业化的技术队伍及完善的企业技术平台，建立了自有机电产品研发中心。公司小型汽油发电机组出口量连续 8 年位列全国同类产品第一、中国出口非洲同类产品市场占有率第一、汽车轮毂出口行业前 20 强。

图表 11：机电公司 2013 年-2016 年盈利水平

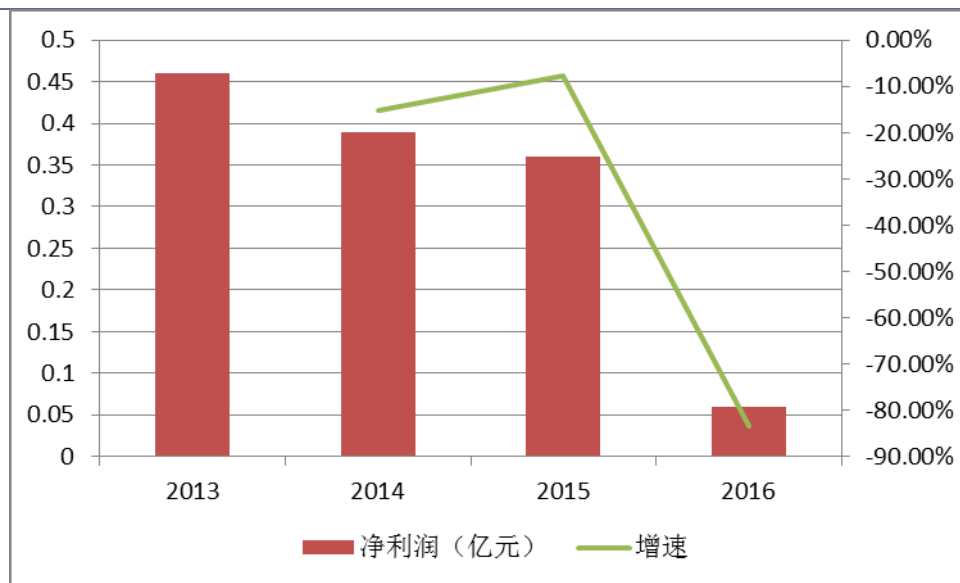


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(六) 船舶公司

苏美达船舶工程有限公司成立于1997年,船舶公司是苏美达集团旗下核心企业之一,专业从事新船建造、船舶改装、海洋工程、船用设备和材料进出口业务。通过量身定制、共同规划、安排融资,为船东提供一站式服务,给来自德国、丹麦、波兰、意大利、荷兰、希腊、澳大利亚、卡塔尔、韩国、新加坡等国船东造船两百余艘。

图表 12: 船舶公司 2013 年-2016 年盈利水平



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

近年来全球航运和造船市场低迷,出现了部分船东弃船、船厂经营难以为继的不利情况,给公司的经验及盈利水平带来一定的影响,集团方面根据实际情况及时成立领导小组和工作小组,

入驻船舶公司，深入一线指导工作，及时排除经营风险，保障船舶公司持续健康经营。

(七) 金正奇交通设备有限公司

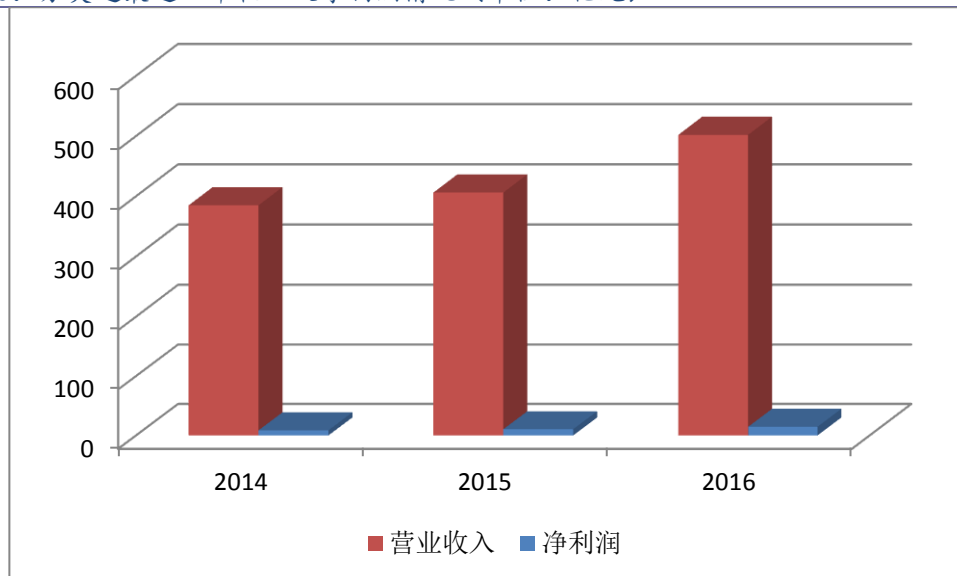
2016 年苏美达集团收购了南京金正奇交通设备有限公司 45% 的股权，金正奇主营业务是高铁零配件制造和贸易，主要产品是高铁转向架。并购金正奇为苏美达横向拓展了业务范围，进军轨道交通零部件行业，同时金正奇“制造+贸易”的板块协同效应逐渐显现。2017 年上半年金正奇净利润 696 万元，大幅超越其去年全年净利润 567 万元，我们认为金正奇今年全年利润有望翻倍。

三、苏美达集团经营及财务状况分析：

2017 年上半年，公司营业收入为 340.34 亿元，同比增长 59.26%；归母净利润为 1.64 亿元，同比大幅增长 2058.01%。进出口业务保持稳定增长叠加国内贸易迅猛增长是公司上半年业绩高速增长的主要原因。其中进出口市场结构进一步优化欧盟、美国、东盟三大市场“三足鼎立”，占出口市场比例近六成。前十大主力产品出口合计 14.37 亿美元，同比增长 12%。园林工具、服装、液晶电视等业务增长显著。机电设备进口增长显著，占进口比例近八成。国内贸易板块中金属产品、煤炭业务均增长显著。金属产品实现营收 170 亿元，同比增长 66%；煤炭业务实现营收 22.38 亿元，同比增长 151%。国内外工程项目稳步发展，上半年实现营收 16.12 亿元，同比增长 13%。

另外，苏美达集团业绩承诺 2016 年-2018 年分别实现扣非后归母净利润 3.24 亿元、3.38 亿元、3.62 亿元（六大子公司贡献，未算入外延并购带来的业绩增厚），其中 2016 年最终实现 3.6 亿元扣非后归母净利润，超额完成业绩承诺。根据 2017 年上半年公司业绩完成情况，我们认为公司全年业绩大概率超过承诺业绩。

图表 13：苏美达最近三年收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(一) 主营业务毛利率稳中有升

在当前全球经济复苏尚不明朗、贸易行业发展下行压力增加的情况下,苏美达集团通过优化资源配置、强化成本控制等方式,保证了公司综合毛利率水平稳中有升的良好发展趋势。公司主营业务分板块主要包括供应链运营、单机产品贸易、工程项目和其他业务。

图表 14: 2015 年、2016 年公司业务分板块毛利率

业务版块	2016 年毛利率	2015 年毛利率	毛利率变动
供应链运营	2.64%	2.84%	-0.2%
单机产品贸易	17.17%	15.58%	+1.59%
工程项目	8.39%	8.68%	-0.29%
其他	29.88%	14.23%	+15.65%
合计	7.17%	7.16%	+0.01%

注:业务板块中其他项 2016 年毛利率大幅提升的原因主要是毛利率较高的光伏业务收入占比大幅提高。

资料来源:公司年报,太平洋证券整理

我们认为公司未来综合毛利率仍会稳中有升,主要是因为毛利率较高的光伏发电及其他新能源业务收入占总收入占比在不断上升,有助于公司保良性发展。

(二) 境外业务高速增长

2016 年公司金属产品境外收入同比增长 47.24%,主要原因是 2016 年第四季度以钢材为代表的金属产品市场价格大幅上扬,公司抓住契机,调整优化市场结构,拓展金属产品境外市场转口业务,营业收入相应增长。公司纺织服装境外业务收入同比增长 6.32%,主要是由于公司通过拓展在欧美国家的渠道布局,提升了相关产品的业务规模。公司工程项目境外收入同比增长 95.38%,主要原因是 2016 年度公司大量船舶工程项目完成交付结算,2016 年公司船舶工程实现境外营业收入较去年同期增长 131%。公司机电产品境外收入同比增长 11.53%,主要是由于公司积极开拓境外市场,公司汽车配件及家电电子业务在欧洲和美国的销售收入相应增加。

图表 15: 2016 年公司境外业务大幅增长

产品类别	2016 年营业收入	2015 年营业收入	同比增减
金属产品	785,251.27	533,309.30	47.24%
纺织服装	475,959.65	447,646.98	6.32%
工程项目	256,410.24	131,234.75	95.38%
机电产品	467,453.60	419,119.37	11.53%

单位:万元

资料来源:WIND,太平洋证券整理

四、公司的竞争优势分析

(一) 三大业务板块协同效应显现，提升公司核心竞争力

苏美达集团在保持主营业务做大做强基础上，利用自身业务和资源优势，向相关领域和行业进一步延伸发展，并通过多种渠道，寻求新的业务支撑和业绩增长点，逐步形成了贸易与服务板块（包含商品板块、机电设备进口及大宗商品贸易板块）、工程承包板块（新能源工程、环境工程、船舶工程等）以及投资发展板块协同发展的业务格局。2016 年公司贸易与服务板块业务收入占公司全部主营业务收入的 89.86%，毛利占公司全部业务毛利的 79.91%。2016 年公司工程承包板块业务收入占公司全部主营业务收入的 7.39%，毛利占公司全部业务毛利的 8.65%。

公司不同的业务板块均是基于核心主业所衍生出的业务，其同公司核心贸易主业具有天然的协同作用。公司“贸工技”业务板块是基于传统核心主业所逐步衍生出的业务模式，公司投资建立相关实业体系，如纺织服装、光伏组件、发电设备和园林机械的研发、制造，能够有力的保障公司贸易业务的货源稳定可控、成本占优以及质量具有保障。同时自有实业体系可以更好的满足客户的定制化需求，从而提升公司核心竞争力。

公司工程承包业务板块也是公司原有业务的延续和提升。如新能源工程根植于公司光伏组件的研发、制造业务，通过进一步向下游延伸，公司光伏组件的研发过程能够更加贴近实际需要，增强了相关产品的实用性和核心竞争力，同时，使用公司自产的光伏组件开展新能源工程，也有力的保障了相关工程的质量和采购的稳定性，此外，通过产业链的覆盖，公司光伏业务整体抗风险能力得到了极大的提升。

公司投资发展业务板块是公司寻找新的业务机会和业绩增长点的重要手段，通过对公司主业相关的产业链整合，将进一步提升公司整体的业绩水平，也将提升公司整体的抗风险能力，对于公司未来发展有着重要的促进作用。其中公司 2016 年收购的高铁核心配件供应商南京金正奇有限公司今年实现并表，将带来稳定的业绩贡献。

不同于一般贸易公司和制造业公司，公司的业务范围涵盖贸易、制造、工程承包和对外投资，业务范围更加广泛，并且不同业务之间协同效应明显，显著提升了公司抗风险水平和盈利水平。

(二) 打造国际知名自有品牌

园林机械板块推进自有高端品牌 G-FORCE 进军欧洲专业市场，并推动了经销商和经销门店网络的快速发展。发电设备板块设立北美直销公司、尼日利亚品牌体验店，进一步向终端营销下移，在俄罗斯、津巴布韦等市场建立直销网络，推动产品开发、售后服务和品牌宣传，其中“FIRMAN”小型汽油发电机组连续多年保持国内同行业产品出口排名第一以及非洲市场同类产品市场占有率第一。纺织服装业务发起面向欧美发达国家的渠道和品牌并购，创造了海外并购的典范。中国青少年校服第一品牌伊顿纪德继续领跑细分市场。新能源板块所属“辉伦”品牌，多年被彭博新能

源财经评为 Tier-1 组件制造商，在美国最具影响力的独立光伏组件测试实验室 PVEL 测试中与京瓷公司并列 TOP 等级，已成为业内领先品牌。

图表 16：轻纺公司知名品牌



ETONKIDD 伊顿纪德校服



HONEYME 都市女装品牌

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表 17：公司园林机械知名品牌



GEFORCE 割草机器人效果图

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表 18：公司发电设备知名品牌



FIRMAN 大型柴油发电机

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表 19：公司光伏产品



“辉伦”系列光伏组件

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

（三）技术创新优势：

在技术创新方面，公司园林机械板块持续推进技术平台建设，获批组建“稀土永磁无刷电机开发制造技术国家地方联合工程研究中心”，是江苏省外贸领域首家。发电设备板块完成关键技术攻关，完成了江苏省重大科技成果转化中期验收工作，并获得江苏省“双创团队”、中国机械科学技术一等奖等荣誉，为公司长期有质量发展打造了坚实根基。新能源板块着力突破材料技术、系统技术，黑硅电池技术在国内光伏企业中率先实现量产，并取得一批拥有自主知识产权的研发

成果。“高效光伏并网发电技术及产业化项目”获国机集团 2016 年度科学技术奖。

五、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

预计公司从 2015 年起网络购物渠道开始发力，2015/2016 年逐年翻倍，网络购物收入占比也从 2013 年的 7.78% 增长到 2016 年的 40%，并带动整体营业收入大幅度增长。

图表 20：分业务盈利预测（单位：亿元）

业务	项目	2016	2017E	2018E	2019E
供应链运营	营收	334.29	451.29	586.68	704.02
	增速		35%	30%	20%
	毛利率	2.64%	2.70%	2.65%	2.65%
单机产品贸易	营收	115.78	173.67	243.14	291.77
	增速		50%	40%	20%
	毛利率	17.17%	18.00%	17.50%	17.50%
工程项目	营收	37.02	42.57	51.09	58.75
	增速		15%	20%	15%
	毛利率	8.39%	8.40%	8.40%	8.40%
其他	营收	13.76	16.51	21.47	25.76
	增速		20%	30%	20%
	毛利率	29.88%	30.00%	29.00%	29.00%

资料来源：wind，太平洋证券整理

(二) 估值及投资建议

截止至 2017 年 9 月 1 日，公司的收盘价为 7 元，总市值为 91.47 亿元，对应的 2017 年-2019 年市盈率分别为 23 倍、20 倍、17 倍，处于行业平均水平。

我们认为公司作为“贸工技金”四位一体的公司，始终保持较强的盈利能力。另外，未来不

排除公司以兼并收购的方式进行的产业链横向拓展和纵向延伸，持续提升公司在行业内的核心竞争力。因此我们认为公司可以享受一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级，六个月目标价10元。

六、风险提示

全球宏观经济下行风险；外汇风险；系统性风险等。

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	50172.73	68524.43	90395.01	108218.12	净利润	1028.34	1899.75	2434.04	3018.16
营业成本	46576.82	63317.74	83521.66	99991.59	折旧与摊销	385.48	622.14	622.14	622.14
营业税金及附加	71.91	102.79	135.59	162.33	财务费用	117.42	346.75	506.07	452.51
销售费用	1056.26	1370.49	1807.90	2164.36	资产减值损失	231.70	0.00	0.00	0.00
管理费用	857.77	1233.44	1627.11	1947.93	经营营运资本变动	-2610.60	-6392.03	-2730.66	-448.73
财务费用	117.42	346.75	506.07	452.51	其他	-1025.02	-10.59	-42.54	-45.21
资产减值损失	231.70	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-1872.69	-3533.99	789.05	3598.86
投资收益	-137.62	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5480.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	40.95	40.95	40.95	40.95	其他	3650.10	40.95	40.95	40.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1829.94	40.95	40.95	40.95
营业利润	1164.17	2194.17	2837.62	3540.35	短期借款	6190.77	5320.55	1863.14	-1404.99
其他非经营损益	204.64	122.59	130.72	140.33	长期借款	1239.44	0.00	0.00	0.00
利润总额	1368.81	2316.77	2968.34	3680.69	股权融资	1359.27	0.00	0.00	0.00
所得税	340.47	417.02	534.30	662.52	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1028.34	1899.75	2434.04	3018.16	其他	-3429.75	-1564.43	-506.07	-452.51
少数股东损益	821.68	761.65	1137.85	1510.74	筹资活动现金流净额	5359.74	3756.12	1357.06	-1857.50
归属母公司股东净利润	206.66	398.34	453.67	533.59	现金流量净额	1691.14	263.08	2187.06	1782.31
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	6589.36	6852.44	9039.50	10821.81	成长能力				
应收和预付款项	18770.39	37579.13	47727.86	54341.60	销售收入增长率	5575.88%	36.58%	31.92%	19.72%
存货	3399.65	4597.03	6080.33	7292.45	营业利润增长率	117.77%	88.48%	29.33%	24.76%
其他流动资产	511.40	694.17	911.99	1089.50	净利润增长率	94.34%	84.74%	28.12%	24.00%
长期股权投资	618.32	618.32	618.32	618.32	EBITDA 增长率	248.04%	89.74%	25.38%	16.37%
投资性房地产	25.14	25.14	25.14	25.14	获利能力				
固定资产和在建工程	5980.59	5402.53	4824.46	4246.40	毛利率	7.17%	7.60%	7.60%	7.60%
无形资产和开发支出	411.57	373.28	334.99	296.70	三费率	4.05%	4.31%	4.36%	4.22%
其他非流动资产	715.25	709.46	703.68	697.90	净利率	2.05%	2.77%	2.69%	2.79%
资产总计	37021.67	56851.50	70266.27	79429.82	ROE	15.70%	22.53%	22.40%	21.74%
短期借款	6459.17	11779.72	13642.86	12237.86	ROA	2.78%	3.34%	3.46%	3.80%
应付和预收款项	17052.33	29962.05	37972.36	44620.10	ROIC	13.15%	12.08%	11.82%	12.52%
长期借款	1239.44	1239.44	1239.44	1239.44	EBITDA/销售收入	3.32%	4.62%	4.39%	4.26%
其他负债	5719.89	5439.52	6546.80	7449.44	营运能力				
负债合计	30470.83	48420.73	59401.46	65546.84	总资产周转率	2.58	1.46	1.42	1.45
股本	1306.75	1306.75	1306.75	1306.75	固定资产周转率	16.30	12.88	19.06	25.99
资本公积	1249.02	1249.02	1249.02	1249.02	应收账款周转率	15.73	4.50	3.38	3.53
留存收益	1140.05	2278.16	3574.35	5081.78	存货周转率	24.89	15.71	15.51	14.86
归属母公司股东权益	3715.65	4833.93	6130.13	7637.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.94%	—	—	—
少数股东权益	2835.19	3596.84	4734.69	6245.43	资本结构				
股东权益合计	6550.85	8430.77	10864.81	13882.98	资产负债率	82.31%	85.17%	84.54%	82.52%
负债和股东权益合计	37021.67	56851.50	70266.27	79429.82	带息债务/总负债	28.22%	28.75%	26.57%	21.93%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	1.07	1.10	1.13	1.18
EBITDA	1667.06	3163.06	3965.83	4615.00	速动比率	0.95	1.00	1.03	1.06
PE	44.26	23.00	20.00	17.00	每股指标				
PB	1.40	1.08	0.84	0.66	每股收益	0.16	0.30	0.35	0.41
PS	0.18	0.13	0.10	0.08	每股净资产	5.01	6.45	8.31	10.62
EV/EBITDA	6.96	4.89	3.82	2.59	每股经营现金	-1.43	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通工业自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有八年的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

刘瑜，太平洋证券机械行业分析师，北京大学工学硕士，曾就职于西南证券研发中心，2017年6月加盟太平洋证券，善于通过行业及公司基本面发掘投资机会。

徐也，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于2017年7月加盟太平洋证券。

钱建江，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。