

报告撰写日期: 2010年2月5日

行业: 机械

## 缝纫机业务快速回暖



平敬伟  
021-53519888-1904  
pingjingwei@hotmail.com

## 基本数据 (09Q3)

报告日股价 (元)	6.93
12mth A 股价格区间 (元)	8.88/3.46
总股本 (百万股)	346.01
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (百万元)	2397.85
每股净资产 (元)	3.5368
PBR (X)	1.96
DPS (Y08, 元)	0.00

## 主要股东 (09Q3)

中国标准工业集团有限公司	47.11%
西部信托有限公司	0.84%
卓圣桂	0.30%

## 收入结构 (09H1)

缝纫机	96.81%
其它	3.19%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



## 相关报告:

## ■ 调研要点:

## 下游行业正在回暖, 缝纫机发展前景依然广阔

缝纫机的下游用户主要是服装、鞋、帽、箱包等制造业。受金融危机影响, 这些下游行业收到巨大冲击, 并进而影响到了缝纫机制造业。不过, 从短期看, 各下游行业 (进而缝纫机业) 正在快速回暖; 从长期看, 缝纫机业还有相当大的增长空间。

## 公司目前生产热火朝天

目前公司的三大生产基地正超负荷生产, 工人已连续加班 (包括双休日加班), 这自 07 年下半年金融危机发生以来未出现过。总体上看, 公司的生产状况已基本恢复到金融危机前的水平。

## 公司的市场占有率、毛利率均有提高的可能

公司是国内龙头企业, 在金融危机期间, 公司的市场份额有所提高, 预计未来有继续提高的可能。受金融危机影响, 公司平均毛利率大幅下滑, 预计未来将逐步提高。

## 公司有择机进入其它行业的可能

公司有在 2010 年进入其它行业的可能。我们认为, 若公司进入其它行业, 该事件有可能成为公司股价上升的催化剂之一。

## 盈利预测和投资评级

预计 09、10、11 年公司能分别实现 EPS 0.06 元、0.22 元和 0.39 元, 对应的动态市盈率分别为 121 倍、31 倍和 18 倍。根据对公司未来 2-3 年的增长预期, 我们认为公司目前的合理股价区间应为 11.70-13.65, 即给予 2011 年的 EPS 30-35 倍市盈率。我们给予公司“超强大市”的评级。

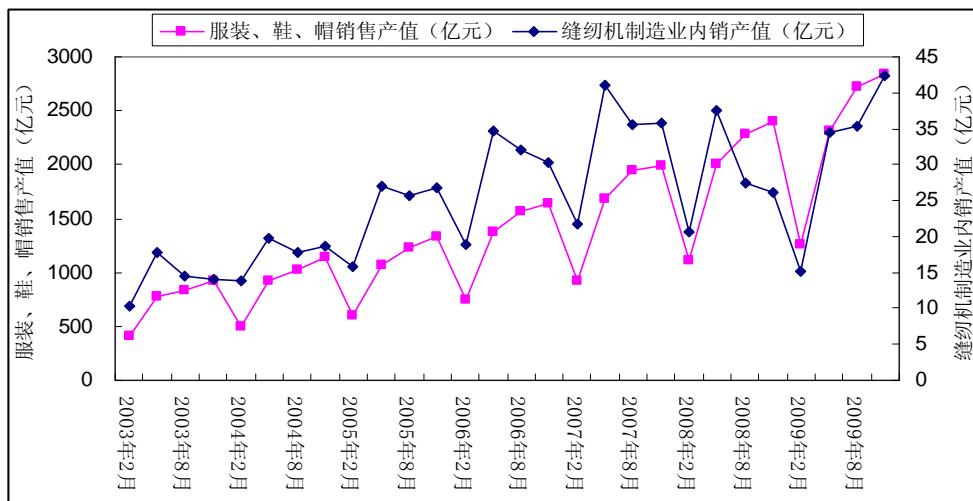
## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	717.32	591.60	1,029.78	1,531.31
年增长率 (%)	-42.43%	-17.53%	74.07%	48.70%
归属于母公司的净利润	3.57	19.84	76.89	135.31
年增长率 (%)	-97.25%	455.62%	287.63%	75.98%
每股收益 (元)	0.01	0.06	0.22	0.39
PER (X)	672	121	31	18

## 一、下游行业正在回暖，缝纫机发展前景依然广阔

缝纫机的下游用户主要是服装、鞋、帽、箱包等制造业。这些行业的景气状况与缝纫机制造业的景气状况密切相关（图1）。

图1：2003-2009年各季度中国缝纫机制造业内销产值与其下游产业的总产值变化对比



数据来源：国家统计局、上海证券研究所

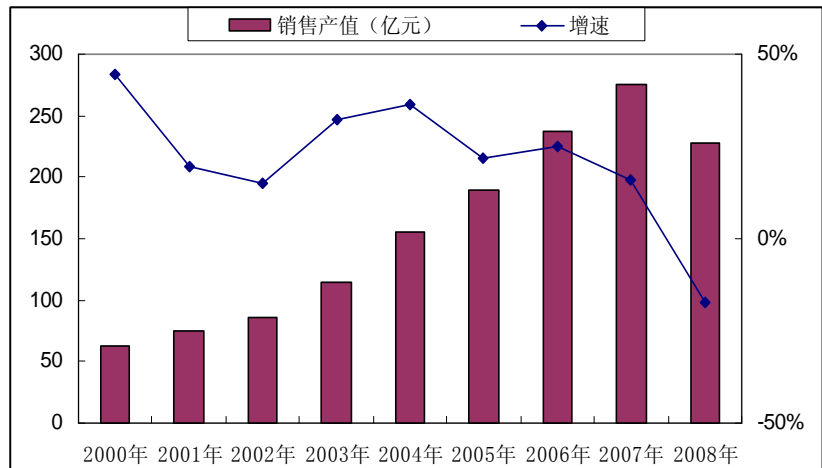
注：缝纫机内销产值 = 销售产值 - 出口交货值

缝纫机分为工业缝纫机（服装厂等企业用）和家用缝纫机。经过几十年的自身发展和近十来年的全球缝纫机产业转移，中国已成为全球最大的缝纫机制造国，目前中国的家用缝纫机产量已占全球产量的55%左右，工业缝纫机占75%左右。中国也是全球缝纫机的最大供应国。因此，中国缝纫机产业所面对的市场是全球市场，全球服装、鞋、帽、箱包等制造业的景气状况对中国缝纫机（特别是工业缝纫机）产业的发展有决定性影响。

全球服装、鞋、帽、箱包等制造业的景气状况可以用“全球纤维消费量”变化来衡量。2000-2007年，全球纤维消费量从5310万吨逐年增长到7511万吨，年复合增长率达到5.07%。2008年，受金融危机影响，全球纤维消费量下降到7097万吨，下滑5.5%。2000-2007年，中国缝纫机总销售产值（含出口）从63亿元逐年增长到275亿元，08年又下降到227亿元（图2）。

从长期看，国内缝纫机制造业还有相当广阔的发展前景。据英国著名咨询公司PCI预测，到2020年，全球纤维需求量达到9500万吨，比2008年增长34%。从短期看，全球对服装、鞋、帽、箱包等产品的需求正在回暖（图3、图4）。国内缝纫机业也处于回升态势（图5）。

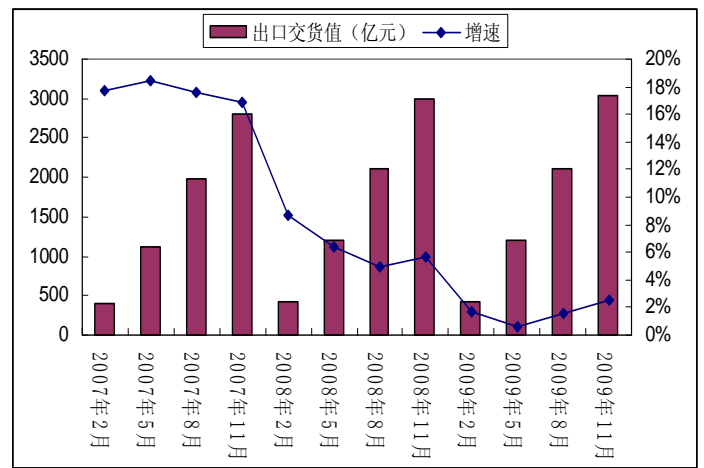
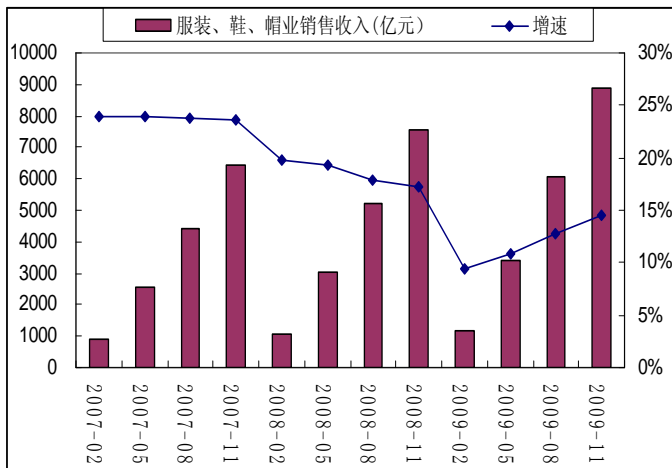
图 2: 2000 - 2008 年国内缝纫机制造业总销售产值及其增速



数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 3: 近 3 年各季 (累计) 国内服装、鞋、帽等行业收入及增速

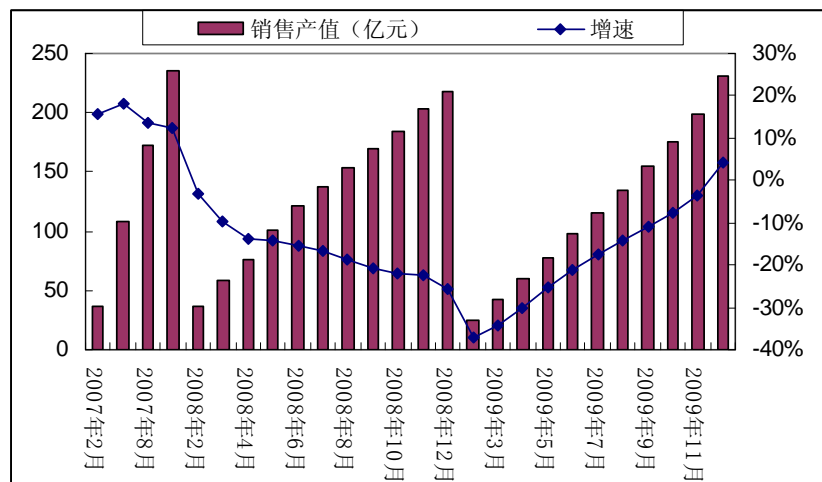
图 4: 各季 (累计) 国内服装、鞋、帽等出口交货值及增速



数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 5: 近 3 年国内缝纫机制造业月度累计销售产值及其增速



数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

## 二、公司是龙头，市场份额有进一步提高的可能

公司是国内工业缝纫机制造业的龙头企业，公司拥有国内该行业内最大的产能（表 1）和国内最大的销售网络。

表 1: 公司的生产基地及其工业缝纫机产能

基地	区域	主营产品	目前产能（万台）
临潼制造公司	陕西	高速平缝机系列、超高速绷缝机系列、自动开袋机系列和核心零部件生产	40
西安制造公司	陕西	套结、钉扣、锁眼、曲折缝等特种缝纫机系列、超高速包缝机系列和新型高速平缝机系列	18
苑坪机械有限公司	江苏	中厚料缝纫机	>20
合计			近 80 万台

资料来源：调研

在国内该行业 420 多家生产企业中，公司的市场份额（公司总销量（含出口）/行业总销量（含出口））最高，07 年为 8.2%。受金融危机影响，08 和 09 年，国内该行业部分企业倒闭，绝大部分企业产销大幅下滑。公司虽然产销也大幅下滑，但市场份额在 09 年上半年反而提高到了 10.1%。

公司 2010 年确定的主要任务之一就是振兴缝纫机主业。根据公司的研发实力、生产能力、销售能力及其它一些因素，我们预计未来 2-3 年公司的市场份额有进一步提高的可能。随着下游行业的持续回暖，工业缝纫机的全球市场容量正不断回升和扩大，再加上公司市场份额的可能提高，预计未来几年公司的产销可能将快速增长。

## 三、在德国设研发机构，加快产品升级

目前全球缝纫机制造技术水平最高的是德国和日本，产销量最大的是中国。德、日企业的产品集中在高端（无油、高速、低噪音、电脑控制等），而中国企业主要集中在中低端，少量排名靠前的企业也已进入高端。截至目前，德、日的企业绝大部分已在中国设立独资或

合资生产企业（把生产线转移到了中国）。

标准股份的产值系列涵盖高、中、低档，但主要在中档。在中高档产品领域，公司在国内的主要竞争对手是日本重机公司在国内设立的独资公司；在低端领域，公司的竞争对手主要是国内的大部分生产企业。

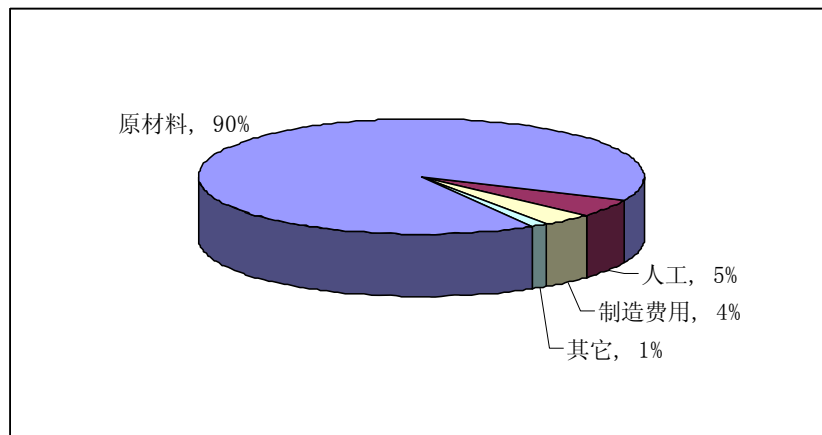
经过 2001 - 2007 年多年的高速发展，国内缝纫机制造业产销规模大幅扩大，产能大幅提高。08 年金融危机到来后，全球缝纫机市场需求急速下滑，国内缝纫机产能出现阶段性过剩，这导致了激烈的价格竞争。因此，目前国内企业急需升级产品，向高端转移，以避免同质化价格战。

09 年，全球最大的缝纫机制造企业——德国百福（PFAFF）在金融危机中倒闭。09 年 7 月，标准股份在德国设立了一个子公司，主要从事新产品的研发和试制，其研发人员全部来自百福。我们预计，该研发机构设立后，公司的新产品推出速度将大大加快，有助于公司尽快从目前的价格战泥潭中走出，并向高端转移。

### 三、公司缝纫机毛利率提高可期

公司缝纫机产品的成本主要有：原材料（包括钢铁铸件、外购零部件、电控系统等）、人工成本、制造费用等等，其中原材料的成本最高（图 6）。

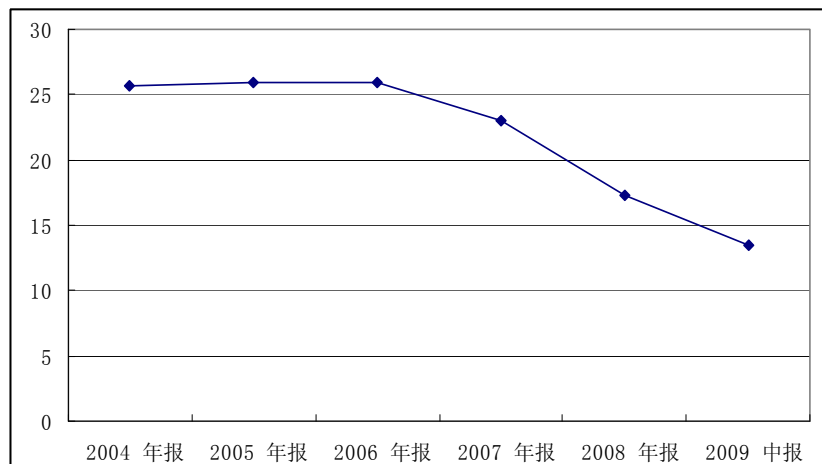
图 6: 公司缝纫机产品的成本构成



数据来源：调研

在金融危机之前，公司缝纫机产品的毛利率基本维持在 25% 以上。金融危机发生后，由于售价下调，再加上 07、08 年钢材等成本大幅上升，公司缝纫机产品的毛利率大幅下滑（图 7）。

图 7: 2004 - 2009 年中期标准股份缝纫机产品的平均毛利率 (%) 变化



数据来源: 公司报表、上海证券研究所

目前, 国内钢材价格一直在低位徘徊, 预计未来 2-3 年出现如 08 年上半年那样迅猛上涨的可能性不大。未来 2-3 年, 随着公司产销规模的持续回升或扩大 (规模效应)、新产品的不断推出 (结构调整) 以及成本相对较低, 公司产品的平均毛利率水平有逐渐提高的可能和空间。

#### 四、市场回暖, 公司目前生产热火朝天

目前, 公司的三大生产基地正超负荷生产, 工人已连续加班 (包括双休日加班), 这自 07 年下半年金融危机发生以来未出现过。公司目前放手大生产的原因是: (1) 市场需求快速回暖。目前国内市场正快速回暖, 国外市场回暖速度则略逊一筹。国内市场快速回暖的原因除了金融危机的影响减退外, 还有工业缝纫机产品需求的季节性因素, 一般当年的第四季度和来年的第一季度是旺季, 而第二、第三季度是淡季。(2) 为了备存货。公司前期的存货已消耗完毕, 公司必须保持一定的库存量以备正常的销售和市场需求的突然增加。市场需求回暖是公司大力生产的主要原因。总体上看, 公司的生产状况已基本恢复到金融危机前的水平。公司敢放手大生产也反映公司管理层对 (至少) 今年的市场前景相当乐观。

#### 五、公司有择机进入其它行业的可能

金融危机的给公司带来的巨大冲击使公司认识到长期从事单一

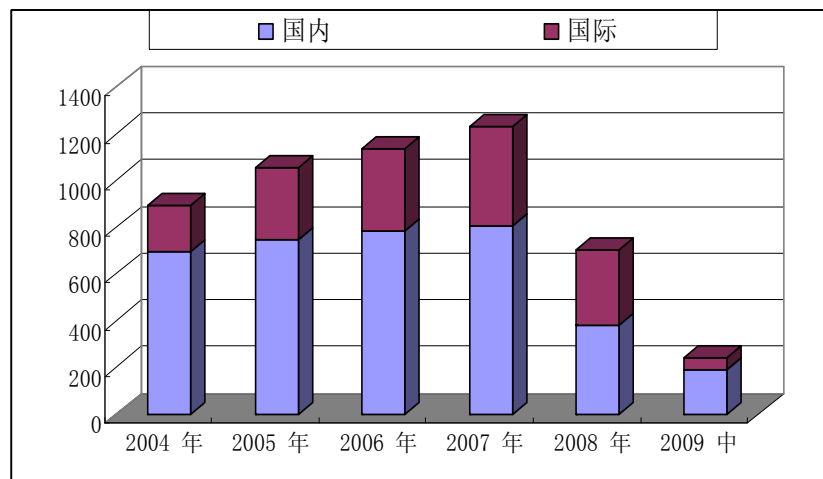
业务面临着较大风险，因此公司有开辟与缝纫机产业关联度较低的其它业务的必要性和紧迫性。公司有在 2010 年进入其它业务领域的可能。

从 DCF 估值角度看，若其它条件不变，公司从事其它业务后，公司  $\beta$  值将大幅降低，进而投资者的要求收益率将大幅降低，最终公司的估值将大幅提高。我们认为，若公司进入其它业务领域，该事件有可能成为公司股价上升的催化剂。

## 六、风险因素

公司目前面临的重大风险是人民币汇率的大幅波动。与整个行业一样，公司的产品大量出口，面对的是全球性市场。公司的出口收入占比在 08 年达到了 45% 的高峰（图 8）。

图 8：2004 - 2009 年中期标准股份缝纫机产品的出口收入占比



数据来源：公司报表、上海证券研究所

公司出口主要以美元结算，汇兑损益对公司业绩有较大影响。08 年公司税前利润为 528 万元，而当年汇兑损失就有 878 万元；07 年税前利润 1.4 亿元，汇兑损失有 762 万元，汇兑损失对利润的影响比 08 年的略好。目前人民币又有升值压力。公司目前仍未对此问题采取套保等类似措施。

除了汇率问题外，公司还面临着出口退税率变动的风险。财政部在 09 年 6 月份把缝纫机的出口退税率又重新调高到了 17%，未来面临着重新下调的风险。不过，根据目前的状况，我们认为 1-2 年内退税率下调的风险不大。

## 七、盈利预测与投资评级

我们对公司未来3年的销量、单价、收入及毛利率状况做如下预测(表2)。

表2: 公司2006-2011年营业收入的实际与预测

	2006年A	2007年A	2008年A	2009年H1	2009年E	2010年E	2011年E
销量(万台)	53.53	53.24	29.24	11.75	28.00	44.80	58.24
销量增速	—	-0.54%	-45.08%	-35.46%	-4.24%	60.00%	30.00%
单价(元/台)	2126	2309	2397	2057	2056	2262	2601
单价增速	—	8.59%	3.78%	-14.17%	-14.21%	10.00%	15.00%
销售收入(万元)	113831	122945	70074	24169	57568	101320	151473
收入增速	—	8.01%	-43.00%	-44.77%	-17.85%	76.00%	49.50%
平均毛利率	25.87%	23.02%	17.29%	13.44%	15.00%	23.00%	25.00%
其它业务收入(万元)	—	1668	1658	796	1592	1658	1658
总收入合计(万元)	—	124613	71732	24965	59160	102978	153131
总收入增速	—	—	-42.44%	-44.52%	-17.53%	74.07%	48.70%

数据来源: 公司报表、上海证券研究所

预计09、10、11年公司能分别实现EPS 0.06元、0.22元和0.39元(表3), 对应的动态市盈率分别为121倍、31倍和18倍。根据对公司未来2-3年的增长预期, 我们认为公司目前的合理股价区间应为11.70-13.65, 即给予2011年的EPS 30-35倍市盈率。我们给予公司“超强大市”的评级。

表3: 公司09-11年盈利预测, 单位: 百万元人民币

年份	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	717.32	591.60	1029.78	1531.31
营业成本	589.85	499.01	790.25	1146.13
营业税金及附加	2.73	3.59	6.24	9.28
销售费用	31.65	40.14	45.44	67.57
管理费用	69.64	74.15	99.97	148.66
财务费用	6.00	-0.58	0.00	1.53
资产减值损失	6.65	0.66	1.15	1.70
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-5.52	50.00	5.00	5.00
营业利润	5.28	24.63	91.73	161.43
营业外收入	4.22	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.63	0.00	0.00	0.00
其中非流动资产处置净损失	0.47	0.00	0.00	0.00

利润总额	8.88	24.63	91.73	161.43
所得税	3.98	4.52	13.76	24.21
净利润	4.90	20.11	77.97	137.21
少数股东损益	1.32	0.28	1.08	1.90
归属母公司所有者净利润	3.57	19.84	76.89	135.31
总股本(百万股)	346.00	346.00	346.00	346.00
EPS(元)	<b>0.01</b>	<b>0.06</b>	<b>0.22</b>	<b>0.39</b>

数据来源: 公司报表, 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 平敬伟

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。