

湘财证券研究所

机械研究小组

刘金钟

Tel: 021-68634510-8193

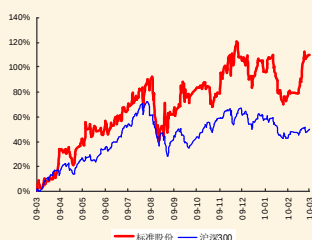
E-Mail: lj2861@xcsc.com

浦俊懿

Tel: 021-68634510-8227

E-mail: pujuntl@gmail.com

最近 1 年股价走势



公司评级： 买入
目标价： 11.50 元
当前价： 8.01 元

报告导读：近日，我们对标准股份（600302）进行了调研，与公司高管进行了深入交流，并对生产现场进行了参观；调研要点如下：

- Ø 公司缝纫机业务景气度骤升。目前公司产能利用率达到 100%，公司一线生产工人的工作时间由 8 小时已延长至 12 小时，并且周末无休，即便如此公司产品仍不能满足客户快速交货的需要，公司销售部门经常为争夺公司产品“争吵”。
- Ø 旺季更旺。通常情况下 1-2 月份是高峰，3 月份往往出现下降趋势，但公司进入 3 月份后，生产状况不但没有出现下滑，反而更加火爆，公司生产状况在旺季表现更旺；公司表示，目前公司生产状况已接近 2007 年历史最好水平。
- Ø 未雨绸缪，变“危”为“机”。在行业陷入困境时期，公司通过出售股权、收购研发机构等措施，在危机中战略收缩，同时为行业复苏后公司业绩提升做好准备，达到了变“危”为“机”效果，公司市场占有率在 2009 年也进一步提升。
- Ø 乘势而上，业绩可期。公司进入景气攀升时期，公司销售收入将不断攀升，同时随着规模效应的不断发挥及公司新产品推出速度的加快，公司毛利率将稳步提升。
- Ø 寻求项目，熨平波动。公司在多年的经营中逐渐感觉到，缝纫机业务的波动性较大，使得公司经营不确定性较高，因而，公司有意寻求其他项目，以平滑公司经营业绩，熨平波动。
- Ø 给予买入评级。预计公司 2010 年、2011 年的每股收益分别为 0.24 元、0.39 元，公司未来 2009 年-2011 年盈利增长率超过 50%；同时公司具备资产注入想象空间；我们给予公司买入评级，6-12 个月目标价为 11.50 元。

目 录

1. 公司主营业务景气度骤升.....	3
2. 旺季更旺.....	3
3. 未雨绸缪，变“危”为“机”	4
4. 乘势而上，业绩可期.....	5
5. 寻求项目，熨平波动.....	7
6. 盈利预测与投资评级.....	8

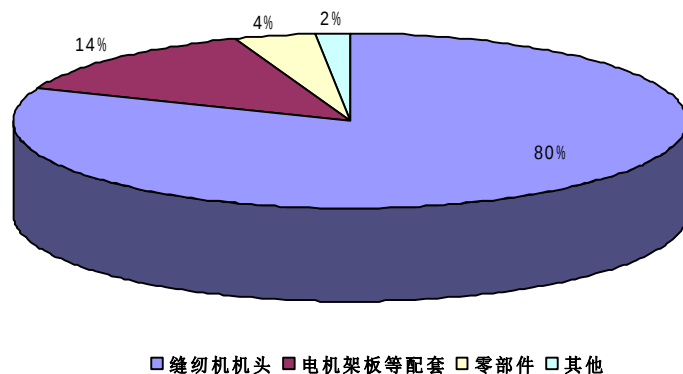
图 目 录

图 1 2009 年中期公司业务构成比例.....	3
图 2 公司单季度销售收入.....	4
图 3 公司对联营企业投资收益情况.....	5
图 4 织布产量与缝纫机产量增速示意.....	6
图 5 公司营业收入与毛利率情况.....	6
图 6 公司营业收入情况.....	7
图 7 公司资产负债率情况.....	8

1. 公司主营业务景气度骤升

缝纫机机头业务是公司主要业务，2009 年中期缝纫机机头业务比重为 80%左右；在调研中，我们了解到，自从 2009 年 4 季度以来，公司缝纫机机头业务景气度持续回升，特别是进入 2010 年后公司缝纫机机头业务景气度骤升，目前公司已经全面开工，产能利用率达到 100%，目前公司一线生产工人的工作时间由 8 小时已延长至 12 小时，并且周末无休，即便如此公司产品仍不能满足客户快速交货的需要，公司销售部门经常为争夺公司产品“争吵”；目前，公司正采取一切可能的措施扩张产能，产能的瓶颈来自于公司外购件供应的及时性。

图 1 2009 年中期公司业务构成比例



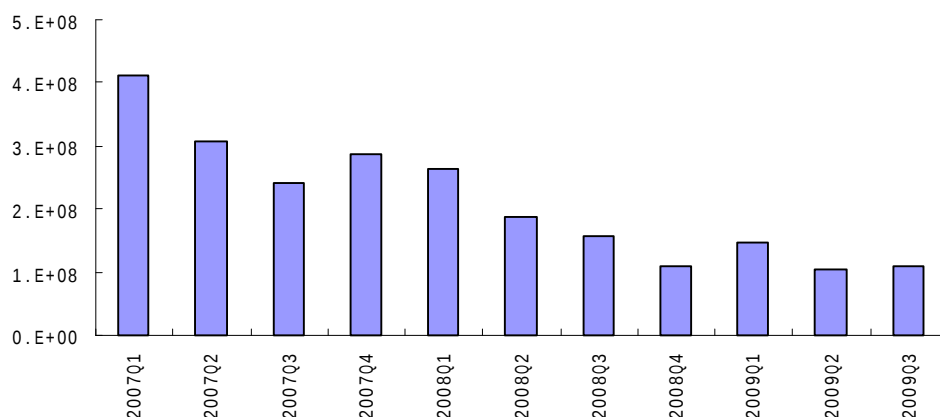
数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

2. 旺季更旺

根据公司多年的生产经验，通常情况下 1 季度是年内的生产高峰，1 季度生产量占公司全年生产量的 35%左右；在 1 季度内，1-2 月份是高峰，3 月份往往出现下降趋势，但从我们的调

研情况来看，公司进入 3 月份后，生产状况不但没有出现下滑，反而更加火爆，公司生产状况在旺季表现更旺；公司表示，目前公司生产状况已接近 2007 年历史最好水平。

图 2 公司单季度销售收入（元）



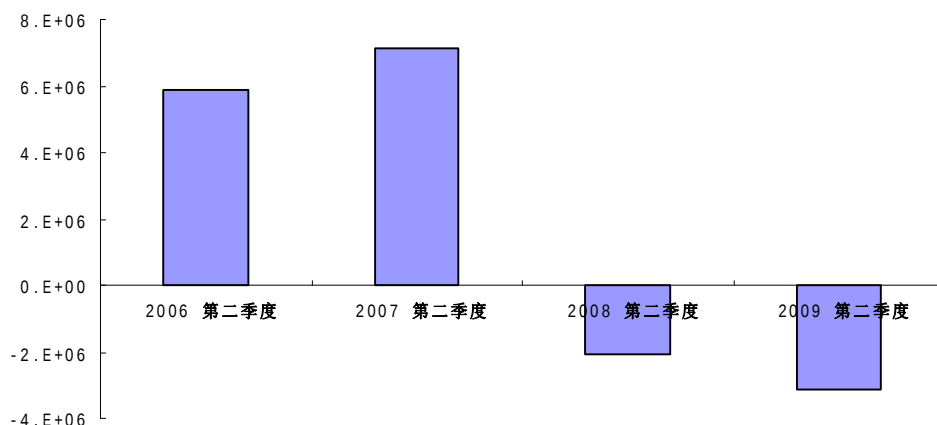
数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

3. 未雨绸缪，变“危”为“机”

基于多年生产经营的实践，公司对缝纫机行业的运行规律形成了深刻认识，在 2008 年公司就做好了“过冬”的准备，2009 年公司进行了战略收缩：1）公司将持有的 40%西安兄弟标准工业有限公司股权出售，一方面为公司在行业困难时期获得了现金，另一方面减少了投资收益给公司带来的“共振效应”，减少了公司业绩的波动性；2）收购德国百福（BPAFF）研发机构，2009 年全球最大缝纫机制造企业德国百福宣布破产，公司通过在德国本土设立的子公司收购德国百福研发机构，极大增强了公司研发实力，公司表示收购德国百福研发机构后，对公司推出新产品的贡献“超出预期”；3）出售交通银行股权，2009 年在主营业务陷入亏损之际，公司通过出售交通银行股权获得投资收益，使得公司总体业绩为正，保持连续盈利。

在行业陷入困境时期，公司通过出售股权、收购研发机构等措施，在危机中战略收缩，同时为行业复苏后公司业绩提升做好准备，达到了变“危”为“机”效果，公司市场占有率在2009年也进一步提升。

图 3 公司对联营企业投资收益情况（元）

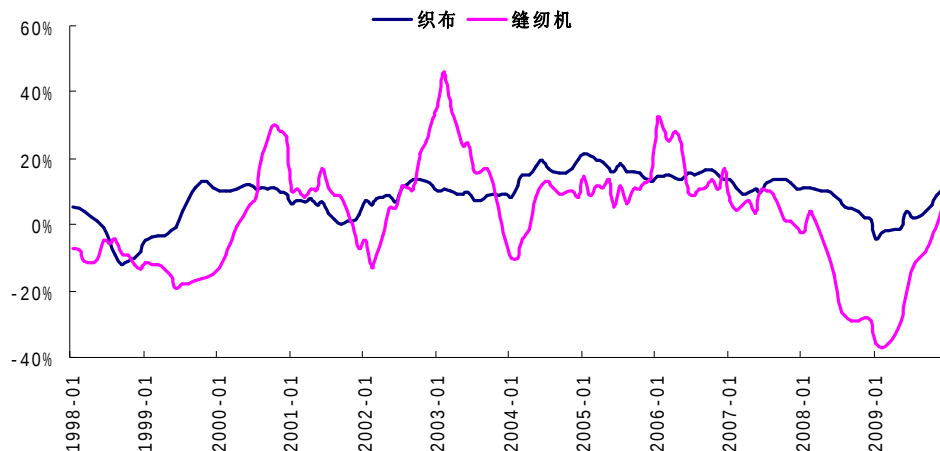


数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

4. 乘势而上，业绩可期

根据我们对缝纫机行业运行规律的研究，通常情况下，缝纫机行业的景气度滞后于纺织行业景气度 8-10 个月左右，并且缝纫机行业的景气高峰幅度远超纺织业景气高峰幅度；从目前情况来看，缝纫机行业景气状况正处于攀升时期。

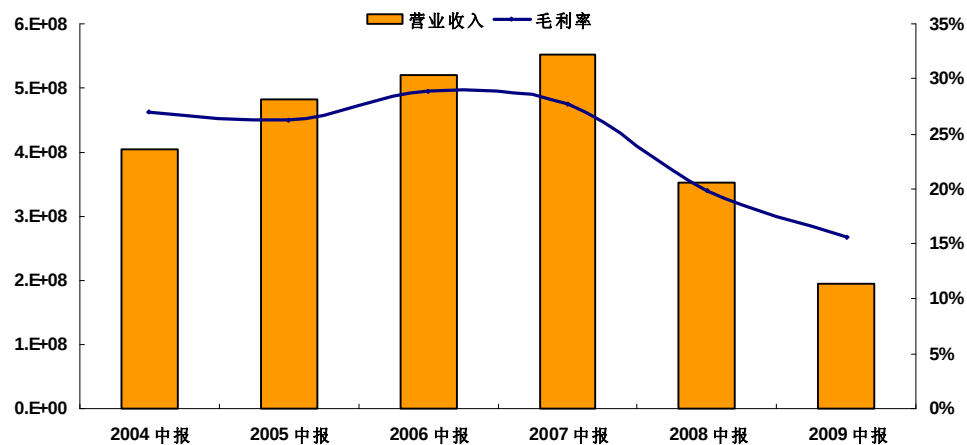
图 4 织布产量与缝纫机产量增速示意



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

从公司经营情况来看，公司原材料占成本 90%左右，规模采购可有效降低成本，因而公司规模效应明显，如下图所示：公司营业收入扩大时，毛利率也呈现上升趋势；而营业收入减少时，毛利率呈现下降趋势。

图 5 公司营业收入与毛利率情况



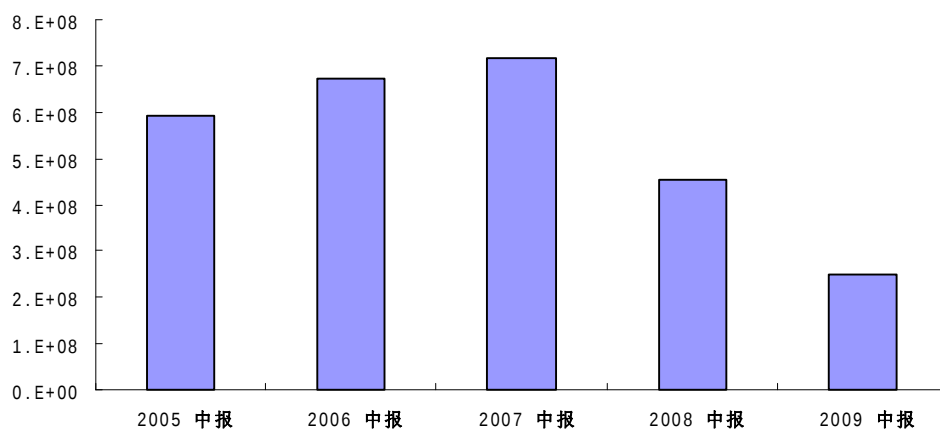
数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

总体来看，公司进入景气攀升时期，公司销售收入将不断攀升，同时随着规模效应的不断发挥及公司新产品推出速度的加快，公司毛利率将稳步提升。

5. 寻求项目，熨平波动

公司在多年的经营中逐渐感觉到，缝纫机业务的波动性较大，使得公司经营不确定性较高（如下图所示），因而，公司有意寻求其他项目，以平滑公司经营业绩，熨平波动。

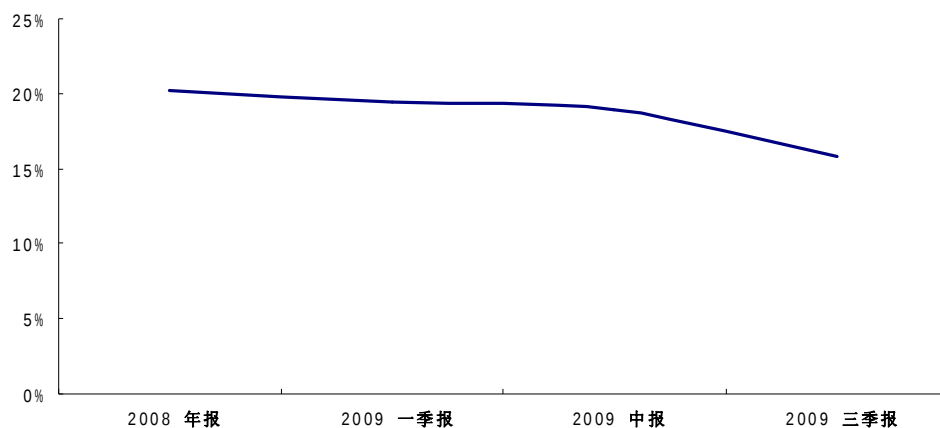
图 6 公司营业收入情况



数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

从目前公司并购项目的实力来看，公司现有货币资金 3.6 亿元（2009 年 3 季度报表数据），且公司资产负债率较低，具有较强银行融资能力；此外，公司由于出售交通银行股权实现连续盈利，保持了股权融资的通道。因而，公司在客观上具备了收购项目的能力。

图7 公司资产负债率情况



数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

盈利预测核心假设如下：

业务分类		2009E	2010E	2011E
缝纫机头	收入	395.40	632.64	822.44
	收入增长率	-30.00%	60.00%	30.00%
	成本	332.14	487.14	616.83
	毛利率	16.00%	23.00%	25.00%
零部件	收入	37.01	40.71	44.78
	收入增长率	-20.00%	10.00%	10.00%
	成本	36.27	37.45	41.20
	毛利率	2.00%	8.00%	8.00%
配套	收入	58.62	67.41	74.15
	收入增长率	-25.00%	15.00%	10.00%
	成本	52.76	59.32	65.26
	毛利率	10.00%	12.00%	12.00%
其他	收入	10.31	11.85	13.04
	收入增长率	-10.00%	15.00%	10.00%
	成本	5.67	6.52	7.17
	毛利率	45.00%	45.00%	45.00%

单位：百万元

在以上核心假设下，预计公司 2010 年、2011 年的每股收益分别为 0.24 元、0.39 元，公司未来 2009 年-2011 年盈利增长率超过 50%；同时公司具备资产注入想象空间；我们给予公司买入评级，6-12 个月目标价为 11.50 元。

附：公司利润表预测

利润表		单位:百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	717	501	753	954	
营业成本	590	427	590	730	
营业税金及附加	3	2	3	4	
营业费用	32	24	36	45	
管理费用	70	74	71	71	
财务费用	6	-16	-24	-31	
资产减值损失	7	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	-6	10	5	3	
营业利润	5	-0	81	137	
营业外收入	4	8	6	7	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	9	7	86	143	
所得税	4	0	0	0	
净利润	5	7	86	143	
少数股东损益	1	0	4	7	
归属母公司净利润	4	6	82	136	
EBITDA	41	21	87	137	
EPS (元)	0.01	0.05	0.24	0.39	

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。