

慈星股份(300307)新股定价报告

传统行业里的朝阳子行业

纺织机械

定价区间
32.63-37.65 元

发布时间: 2012 年 3 月 28 日

投资要点:

- **电脑针织横机龙头，正处行业爆发期。**公司主营电脑针织横机、电脑无缝针织内衣机。在电脑针织横机的市场份额第一（超过 30%），在电脑无缝针织内衣机的市场份额第二（11%）。2008-2011 年，公司收入增长 10 倍，经历了行业大爆发。2012 年一季度在手订单 10 亿元，占 2011 年收入 30%。
- **电脑针织横机需求高速增长长期仍有 2-3 年。**随着产品升级、生产效率提升，电脑针织机等产品取代传统纺织机械是大势所趋。2010 年，我国手摇针织横机保有量 160 万台，电脑针织横机仅 10 万台。根据下游服装产量增长 10% 的假设，随着未来电脑横机逐步淘汰手摇横机，我们预计未来三年电脑针织横机新增需求增速有望达到 12-15%。
- **募投项目 2013 年开始投产。**募投项目分为两大类：5000 台针织内衣机和 20000 台针织横机项目是现有产品扩充；5000 台嵌花针织横机和 6000 台针织丝袜机项目属于新产品产业化。预计 2013 部分达产。在此之前，公司将继续在租赁的临时厂房中不断扩大生产规模。
- **业绩预测和询价建议：**根据行业发展规律，我们假设产品单价未来逐年下滑，毛利率随市场竞争加剧也将逐年下降。预计 2012-2014 公司收入达到 40 亿、48 亿、54 亿，净利润达到 10.1 亿、11.1 亿、12.1 亿，对应 EPS 为 2.51 元、2.78 元、3.02 元，净利润增速达到 9.8%、10.4%、8.6%。考虑到公司净利润增速以及可比公司，我们给予公司 2012 年 13-15 倍 PE 估值，定价区间为 32.63-37.65 元。
- **投资风险：**毛利率下降幅度超预期。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2011	332,313	45.8%	91,833	66.2%	2.70	53%		
2012E	400,661	20.6%	100,824	9.8%	2.51	38%		
2013E	476,265	18.9%	111,324	10.4%	2.78	31%		
2014E	543,752	14.2%	120,953	8.6%	3.02	26%		

发行数据	2011 年
发行前股本 (万股)	34,000
发行数量 (万股)	6,100
发行价格 (元)	35.00
发行前 EPS (元)	2.70
发行后 EPS (元)	2.29
发行前每股净资产 (元)	5.12
发行日期	2012-3-20
上市日期	2012-3-29
主承销商	国信证券

分析师: 黄海培

执业证书编号: S0550511080004

TEL: (8621)20361132

FAX: (8621)20361159

Email: huanghp@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

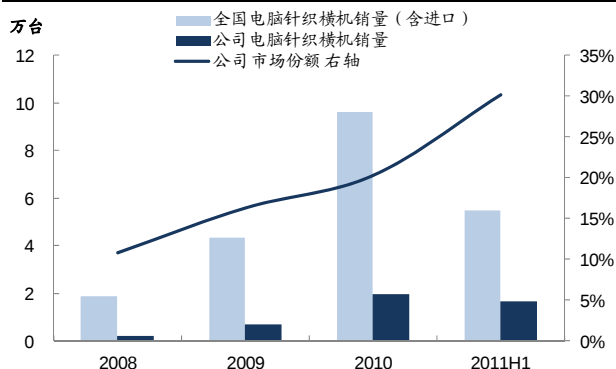
电脑针织横机龙头，正处行业爆发期

公司前身创福纺机成立于 2003 年，主要产品为电脑针织横机、电脑无缝针织内衣机。电脑针织横机主要用于毛衫生产，电脑无缝针织内衣机用于无缝针织内衣的生产。

公司在电脑针织横机的市场份额第一，超过 30%。主要竞争对手有德国斯托尔（Stoll）、日本岛精（Shima Seiki）、常熟金龙机械、绍兴越发机械、桐乡飞虎纺机、绍兴大纬针织机械、江苏雪亮电器机械。

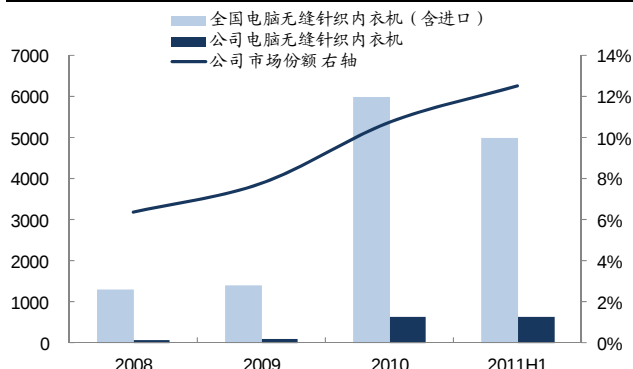
公司在电脑无缝针织内衣机的市场份额第二（11%），仅次于意大利罗纳迪（Lonati）。其他竞争对手包括浙江日发纺织机械、绍兴县金昊（金达）机械。

图 1：公司在电脑针织横机的市场份额第一



资料来源：公司公告，东北证券

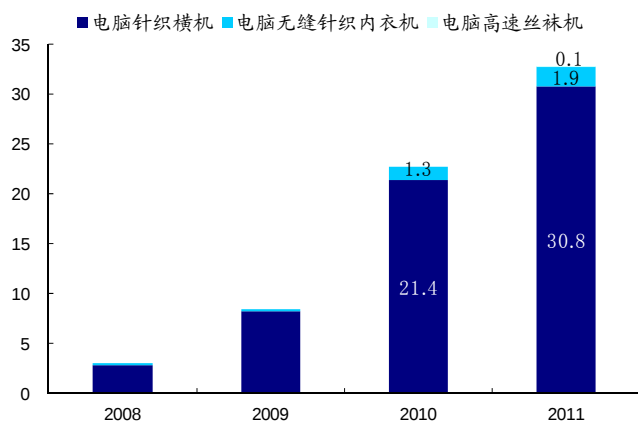
图 2：公司在电脑无缝针织内衣机的市场份额第二



资料来源：公司公告，东北证券

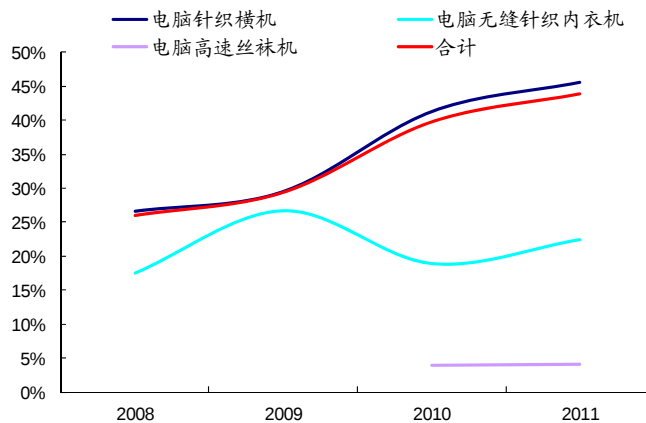
公司在 2008-2011 年，正处于电脑针织横机需求爆发期，收入、毛利率均呈爆发式增长。2011 年收入由 2008 年的 3 亿增长到 33 亿，毛利率由 2008 年的 26% 上升到 44%。

图 3：2008-2011 分业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，东北证券

图 4：2008-2011 分业务毛利率（%）



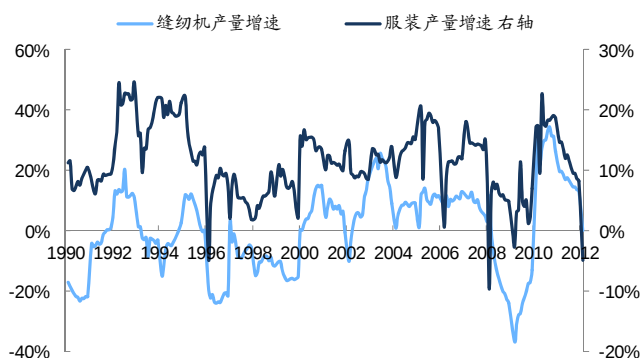
资料来源：公司公告，东北证券

电脑针织横机需求高速增长长期仍有 2-3 年

传统纺织机械已近黄昏，数控纺织机械是大势所趋

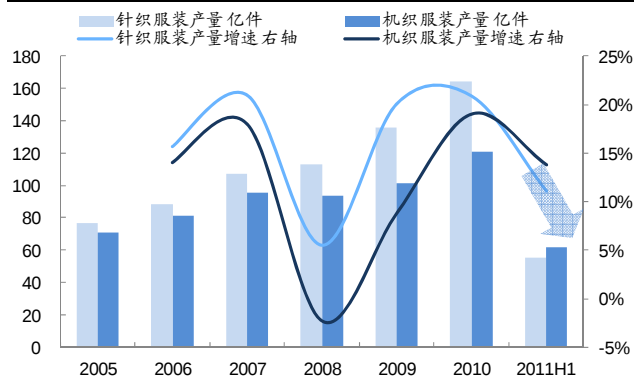
传统纺织机械缝纫机、手摇针织机、织布机市场已过峰值。近二十年来，以缝纫机为代表的传统纺织机械产量增速在零值附近起伏，成熟行业特征明显。而中国作为制造业大国，服装产量增速常年高于纺织机械产量增速。主要原因为产品升级、生产效率提升。数控缝纫机、电脑针织机等产品推陈出新，取代传统纺织机械是大势所趋。

图 5：1990-2012 缝纫机产量增速和服装产量增速



资料来源：WIND，东北证券

图 6：针织服装、机织服装产量及增速



资料来源：公司公告，东北证券

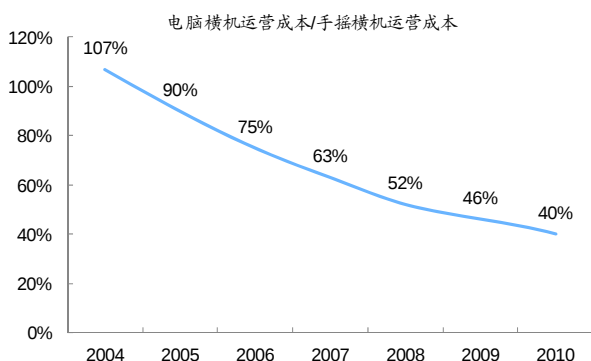
根据编织原理，纺织机械分为针织机械和机织机械，两者差异较大，大部分公司只生产其中一类机械。从下游需求来看，服装产量增速正处下滑区，2012 年增速在 0-10%。

成本优势显现，升级需求还将持续 2-3 年

电脑针织横机效率是手摇横机 3 倍，随着劳动力成本上升，电脑横机运营成本相比手摇横机运营成本优势明显。

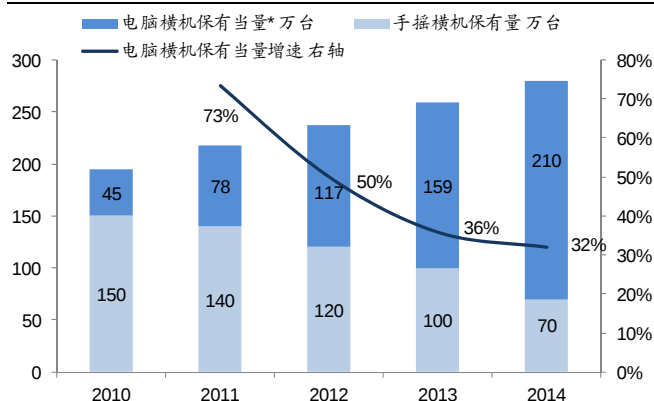
2010 年，我国手摇针织横机保有量 160 万台，电脑针织横机仅 10 万台。按下游服装产量增长 10% 假设，针织横机保有总量（1 台电脑横机 = 3 台手摇横机）每年增长近 10%，同时手摇横机每年淘汰 10-30 万台，电脑横机保有量增速能够达到 30% 以上。未来三年电脑针织横机新增需求增速有望达到 12-15%。

图 7：电脑横机相对手摇横机成本占比



资料来源：中国纺织机械器材工业协会，东北证券

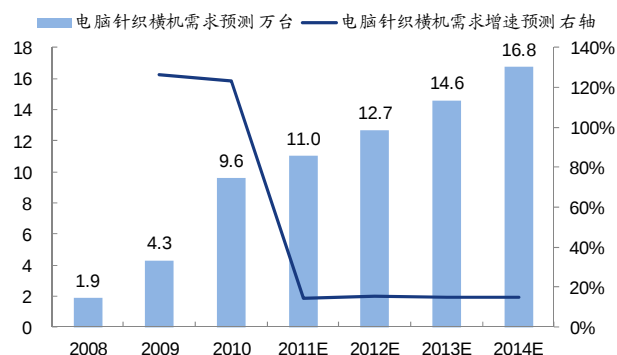
图 8：2008-2014 我国电脑横机市场需求预测



资料来源：东北证券

注：电脑横机以 1:3 折算手摇横机当量，即 1 台算 3 台

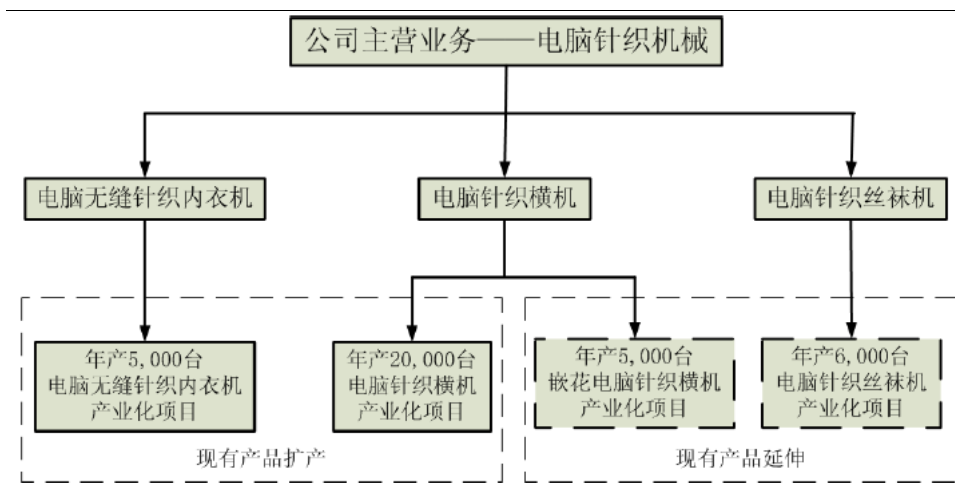
图 9：2008-2014 我国电脑横机市场新增需求预测



资料来源：中国纺织机械器材工业协会，东北证券

募投项目

图 10：募投项目与现有业务关系图



资料来源：公司公告，东北证券

表 1：募投项目进度及新增产能

序号	项目	投资额 (万元)	拟投募集资金 (万元)	募集资金使用计划 (万元)		
				T	T+1	T+2
1	年产 20,000 台电脑针织横机产业化项目	66,874.31	66,874.31	36,967.65	21,813.70	8,092.96
2	年产 5,000 台电脑无缝针织内衣机产业化项目	30,652.45	30,652.45	13,777.29	8,215.45	8,659.71
3	年产 5,000 台嵌花电脑针织横机产业化项目	33,294.44	33,294.44	17,189.82	9,474.96	6,629.66
4	年产 6,000 台电脑针织丝袜机产业化项目	23,926.66	23,926.66	11,214.96	6,614.67	6,097.03
5	电脑针织机械研发中心建设项目	19,148.82	19,148.82	6,298.83	12,849.99	
6	营销与服务体系建设项目	19,506.56	19,506.56	19,506.56		
7	其他与主营业务相关的营运资金					
	合并	193,403.24	193,403.24	104,955.11	58,968.77	29,479.36

资料来源：公司公告，东北证券

盈利预测和询价建议

表 2: 分产品产量和单价假设

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
电脑针织横机	销量 台	2064	7074	19484	33162	40000	47000	54000
	销售额 万元	281	820	2138	3078	3600	4136	4590
	单价 万元/台	13.6	11.6	11.0	9.3	9.0	8.8	8.5
	收入增速		191%	161%	44%	17%	15%	11%
电脑无缝针织内衣机	销量 台	83	109	645	1252	2400	4000	6000
	销售额 万元	19	25	134	194	336	520	720
	单价 万元/台	22.9	23.1	20.7	15.5	14.0	13.0	12.0
	收入增速		32%	431%	45%	73%	55%	38%
电脑高速丝袜机	销量 台				132	300	600	1000
	销售额 万元				7	17	30	48
	单价 万元/台				5.5	5.5	5.0	4.8
	收入增速					128%	82%	60%
合计	收入合计	300	845	2272	3279	3953	4686	5358
	收入合计增速		181%	169%	44%	21%	19%	14%

资料来源: 东北证券 注: 蓝色为重要假设

公司近几年受产能瓶颈限制, 通过租赁厂房急速扩张。募投项目投产后, 公司租赁厂房仍将运行。

表 3: 2011-2014 年公司分项收入预测明细 (百万元, %)

	2011	2012E	2013E	2014E	12VS11	13VS12	14VS13
电脑针织横机							
销售收入 (百万元)	3,077.6	3,610.0	4,165.9	4,624.2	17.3%	15.4%	11.0%
毛利率 (%)	45.5%	43.3%	41.1%	39.0%	-2.3%	-2.2%	-2.1%
电脑无缝针织内衣机							
销售收入 (百万元)	194.3	336.1	522.6	721.1	73.0%	55.5%	38.0%
毛利率 (%)	22.4%	22.0%	21.5%	21.1%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
电脑高速丝袜机							
销售收入 (百万元)	7.2	16.5	30.1	48.1	128.0%	82.5%	60.0%
毛利率 (%)	4.1%	15.0%	14.9%	14.9%	10.9%	-0.1%	-0.1%
合计							
销售收入 (百万元)	3323.1	4006.6	4762.6	5437.5	20.6%	18.9%	14.2%
毛利率 (%)	43.9%	40.9%	38.4%	36.1%	-3.1%	-2.5%	-2.3%

资料来源: 东北证券

根据行业发展规律, 我们假设产品单价未来逐年下滑, 毛利率随市场竞争加剧也将逐年下降, 预计 2012-2014 年公司收入达到 40 亿、48 亿、54 亿, 净利润达到 10.1 亿、11.1 亿、12.1 亿, 对应 EPS 为 2.51 元、2.78 元、3.02 元, 净利润增速达到 9.8%、10.4%、8.6%。

考虑到公司净利润增速以及目前可比公司估值, 我们给予公司 2012 年 13-15 倍 PE 估值, 定价区间为 32.63-37.65 元。

表 4: 雪人股份可比上市公司

公司	主营业务	收盘价 3月15日	总市值 (亿元)	EPS(全面摊薄)		PE		PB	PS	每股净资产	PEG
				12E	13E	12E	13E				
中捷股份	缝纫机	4.66	20.4	0.31	0.36	15.0	12.9	2.2	1.6	3.5	0.9
慈星股份	针织机			2.51	2.78						

资料来源: WIND, 东北证券

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	997	1039	1482	2025
应收款项	440	549	639	715
存货净额	883	1169	1424	1661
其他流动资产	70	72	86	98
流动资产合计	2390	2828	3631	4499
固定资产	253	708	1167	1624
无形资产及其他	180	162	144	126
投资性房地产	44	44	44	44
长期股权投资	9	9	9	9
资产总计	2875	3752	4995	6302
短期借款及交易性金融负债	507	10	10	10
应付款项	335	487	599	706
其他流动负债	259	564	682	782
流动负债合计	1101	1061	1292	1499
长期借款及应付债券	0	10	21	33
其他长期负债	31	31	31	31
长期负债合计	31	41	52	65
负债合计	1132	1102	1344	1563
少数股东权益	2	2	1	1
股东权益	1740	2648	3650	4738
负债和股东权益总计	2875	3752	4995	6302

关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	2.70	2.51	2.78	3.02
每股红利	0.36	0.25	0.28	0.30
每股净资产	5.12	6.60	9.10	11.82
ROIC	56%	42%	42%	39%
ROE	53%	38%	31%	26%
毛利率	44%	41%	38%	36%
EBIT Margin	32%	29%	27%	25%
EBITDA Margin	32%	30%	28%	27%
收入增长	46%	21%	19%	14%
净利润增长率	66%	10%	10%	9%
资产负债率	39%	29%	27%	25%
息率	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%
P/E	18.5	19.9	18.0	16.6
P/B	9.8	7.6	5.5	4.2
EV/EBITDA	16.8	17.5	16.0	14.8

资料来源：东北证券

利润表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3323	4007	4763	5438
营业成本	1863	2369	2934	3473
营业税金及附加	24	28	33	38
销售费用	184	216	255	272
管理费用	203	250	291	301
财务费用	26	(4)	(20)	(28)
投资收益	15	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(10)	0	0	0
其他收入	0	18	18	18
营业利润	1030	1165	1288	1400
营业外净收支	57	20	21	22
利润总额	1087	1185	1309	1422
所得税费用	169	178	196	213
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	918	1008	1113	1210

现金流量表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	918	1008	1113	1210
资产减值准备	2	17	16	19
折旧摊销	27	45	68	93
公允价值变动损失	10	0	0	0
财务费用	26	(4)	(20)	(28)
营运资本变动	(698)	76	(112)	(99)
其它	(3)	(18)	(17)	(20)
经营活动现金流	256	1129	1068	1203
资本开支	(106)	(500)	(525)	(551)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(106)	(500)	(525)	(551)
权益性融资	100	0	0	0
负债净变化	0	10	11	12
支付股利、利息	(122)	(101)	(111)	(121)
其它融资现金流	320	(497)	0	0
融资活动现金流	176	(587)	(100)	(109)
现金净变动	326	42	443	543
货币资金的期初余额	671	997	1039	1482
货币资金的期末余额	997	1039	1482	2025
企业自由现金流	109	609	508	609
权益自由现金流	429	126	536	645

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。