

审慎推荐-A (维持)

卓郎智能

当前股价: 8.7 元

2018 年 04 月 23 日

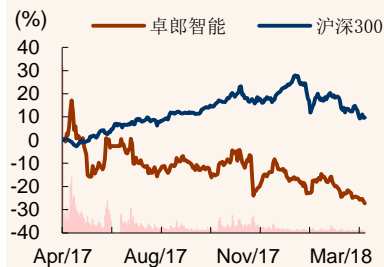
大幅超额完成承诺, 订单充沛保障业绩

基础数据

上证综指	3068
总股本(万股)	189541
已上市流通股(万股)	49631
总市值(亿元)	165
流通市值(亿元)	43
每股净资产(MRQ)	1.2
ROE(TTM)	29.8
资产负债率	55.2%
主要股东	江苏金昇实业股份有
主要股东持股比例	46.38%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-12	-34
相对表现	-0	-8	-43



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《卓郎智能(600545)——纺机龙头登陆 A 股, 尽享产业转移红利》2017-12-15

刘荣

0755-82943203  
liur@cmschina.com.cn  
S1090511040001

研究助理

诸凯  
zhukai@cmschina.com.cn

卓郎智能发布 2017 年年报, 全年实现营业收入 87.1 亿元, 同比增长 37.2%, 归属上市公司股东净利润 6.58 亿元, 同比增长 38.6%, 实现扣非归属上市公司股东净利润 6.49 亿元, 同比大幅增长 95.3%。卓郎智能 17 年承诺净利润为 5.83 亿元, 按照对赌口径, 实际完成 6.84 亿元, 完成率 117%, 大幅超额完成承诺。

□ **纺机龙头登陆 A 股, 新疆厂区下半年投产。**卓郎智能通过借壳上市, 于 2017 年 9 月成功登录 A 股。作为纺织机械行业全球领先公司, 卓郎通过多年经营积累及技术沉淀, 已经形成了卓郎 (Saurer)、赐来福 (Schlafhorst)、青泽 (Zinser)、阿尔玛 (Allma) 等多个全球知名的纺机品牌。公司是全球在天然纤维纺织机械领域少数能够提供从开清棉组、梳棉机、粗纱机、细纱机、络筒机、加捻机、倍捻机及全自动转杯纺纱机的整体解决方案提供商。公司与瑞士立达公司分列全球纺机设备前两名, 2017 年, 凭借在中国等地区的深度布局, 卓郎的收入以及利润水平已全面超越瑞士立达。随着卓郎乌鲁木齐工厂将于 2018 年下半年实现投产, 预计公司产能届时有望实现大幅提升, 中国业务的比重也将进一步加大。

□ **全球布局, 积极拓展土耳其、哈萨克斯坦等一带一路市场。**除了快速拓展的国内市场, 卓郎在一带一路沿线的多个棉花种植大国也是收获颇丰。2017 年, 卓郎在土耳其市场增长约 70%, 经过三年的努力, 乌兹别克斯坦已成为公司第四大市场, 2017 年销售额逾 5 亿元。目前公司的生产基地和销售公司分布于中国、德国、瑞士、印度等 12 个国家和地区, 用户遍布全球超过 130 个国家与地区。

□ **预收账款大幅增加, 订单充沛。**截至 2017 年年末, 公司预收账款 13.74 亿元, 同比增长 63%, 公司的预付款比例一般在 10%-30%左右, 按照 25%预付比例保守测算, 预计公司目前在手订单超 50 亿元, 充分保障 18 年业绩高增长。如意、溢达等国内知名纺纱厂均与公司保持了良好的合作关系, 公司与山东如意集团于 2017 年 3 月 10 日签署了总价约为 21.8 亿元的框架总合同, 截至 17 年末共执行约 15.2 亿元, 合同在手金额约 6.6 亿元人民币。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	3191	8713	10020	11523	13251
同比增长	-27%	173%	15%	15%	15%
营业利润(百万元)	(281)	1023	1162	1475	1816
同比增长	-802%	-	14%	27%	23%
净利润(百万元)	(228)	658	871	1155	1421
同比增长	-831%	-	32%	32%	23%
每股收益(元)	(0.34)	0.35	0.46	0.61	0.75
PE	-25.8	25.0	18.9	14.3	11.6
PB	3.2	7.5	6.5	4.8	3.7

资料来源: 公司数据、招商证券 (2016年数据为原新疆城建数据)

**关联交易比例进一步减小。**2017年，公司与关联方新疆利泰、奎屯利泰等的交易金额总额为8.2亿元，占当年营业收入的9.4%，关联交易占比持续显著下降，2015、2016年该比重分别为21%、16%。这也进一步印证了卓郎的高端纺机产品在市场上的强大竞争力。值得一提的是，大股东金昇集团投资的利泰是中国纺纱业的领军企业，几乎所有生产设备均为全球最先进，采购的纺机品牌不仅有卓郎，还有立达等知名品牌。

**业绩预测及投资建议。**我们认为，卓郎将受益于1)棉纱产业向新疆及中西亚等一带一路国家转移，带来超1000万锭新增设备需求；2)随着人力成本上升，纺纱厂对于高端的自动化、智能化纺机设备需求日益加大，纺纱机械不断高端化；3)通过布局中国和印度等发展中国家市场，卓郎有望大幅降低采购、人力成本，提升毛利率水平。基于以上三点，我们预测卓郎智能2018年收入100.2亿元，归母净利润8.7亿元（承诺7.7亿元），对应PE 19倍，维持审慎推荐评级。

**风险提示：**棉纱产能转移进度低于预期，纺纱机械高端化速率低于预期，外币汇率大幅波动，贸易战持续升级。

表 1: 卓郎智能主营业务收入假设表

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入(百万元)</b>	<b>6650</b>	<b>6649</b>	<b>6353</b>	<b>8713</b>	<b>10020</b>	<b>11523</b>	<b>13251</b>
纺纱产品线	4445	4896	4621				
加捻产品线	765	747	849				
刺绣产品线	476	321	218				
专件产品线及其他	965	685	665				
原新疆城建业务	5665	4380	3191				
机器设备及备件销售				7609	8750	10063	11572
销售配件和提供服务				1098	1263	1452	1670
其他业务				7	7	8	9
<b>营业收入增长率</b>		<b>0.0%</b>	<b>-4.5%</b>	<b>37.2%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
纺纱产品线		10.2%	-5.6%				
加捻产品线		-2.3%	13.6%				
刺绣产品线		-32.6%	-32.1%				
专件产品线及其他		-29.0%	-3.0%				
原新疆城建业务		-22.7%	-27.1%				
机器设备及备件销售					15.0%	15.0%	15.0%
销售配件和提供服务					15.0%	15.0%	15.0%
其他业务					10.0%	10.0%	10.0%
<b>毛利率(%)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>26.7%</b>	<b>28.0%</b>	<b>28.6%</b>	<b>29.5%</b>
纺纱产品线	22.1%	22.5%	24.9%				
加捻产品线	30.7%	26.6%	29.2%				
刺绣产品线	25.1%	20.0%	10.9%				
专件产品线及其他	26.2%	21.4%	21.4%				
原新疆城建业务	12.2%	11.5%	8.7%				
机器设备及备件销售				23.6%	25.5%	26.0%	27.0%
销售配件和提供服务				47.3%	45.0%	47.0%	47.0%
其他业务					20.0%	20.0%	20.0%

数据来源：招商证券预测

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	7449	11193	10702	12284	13977
现金	810	2473	845	1009	1040
交易性投资	0	6	6	6	6
应收票据	1	127	146	168	194
应收款项	2847	2043	2337	2648	3045
其它应收款	542	157	181	208	239
存货	2553	1575	1654	1884	2140
其他	696	4811	5531	6360	7312
<b>非流动资产</b>	2609	3338	3539	3680	3777
长期股权投资	25	0	0	0	0
固定资产	318	847	1180	1440	1643
无形资产	61	1316	1184	1066	959
其他	2205	1175	1175	1174	1174
<b>资产总计</b>	<b>10058</b>	<b>14532</b>	<b>14240</b>	<b>15964</b>	<b>17753</b>
<b>流动负债</b>	6768	4723	4096	4927	5642
短期借款	1520	267	0	378	591
应付账款	604	1493	1687	1921	2182
预收账款	395	1374	1553	1769	2009
其他	4249	1589	857	859	860
<b>长期负债</b>	1293	3303	3303	3303	3303
长期借款	1164	2729	2729	2729	2729
其他	129	574	574	574	574
<b>负债合计</b>	<b>8060</b>	<b>8026</b>	<b>7400</b>	<b>8230</b>	<b>8945</b>
股本	676	1895	1895	1895	1895
资本公积金	564	(123)	(123)	(123)	(123)
留存收益	591	435	770	1663	2738
少数股东权益	166	4298	4298	4298	4298
归属于母公司所有者权益	1831	2207	2542	3435	4510
<b>负债及权益合计</b>	<b>10058</b>	<b>14532</b>	<b>14240</b>	<b>15964</b>	<b>17753</b>

现金流量表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	(394)	676	571	697	832
净利润	(228)	658	871	1155	1421
折旧摊销	60	216	319	379	424
财务费用	169	(65)	180	168	185
投资收益	(0)	(11)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	(460)	(129)	(771)	(1026)	(1186)
其它	65	8	10	61	29
<b>投资活动现金流</b>	196	330	(482)	(482)	(482)
资本支出	(9)	(397)	(522)	(522)	(522)
其他投资	205	726	40	40	40
<b>筹资活动现金流</b>	(326)	(1095)	(1717)	(51)	(319)
借款变动	(112)	(1440)	(1000)	378	212
普通股增加	0	1220	0	0	0
资本公积增加	3	(688)	0	0	0
股利分配	(34)	(517)	(536)	(261)	(346)
其他	(182)	330	(180)	(168)	(185)
<b>现金净增加额</b>	<b>(524)</b>	<b>(90)</b>	<b>(1629)</b>	<b>164</b>	<b>31</b>

利润表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	3191	8713	10020	11523	13251
营业成本	2913	6389	7219	8222	9340
营业税金及附加	25	29	33	38	44
营业费用	40	596	671	761	875
管理费用	121	686	782	887	1020
财务费用	165	(53)	180	168	185
资产减值损失	208	53	12	12	12
公允价值变动收益	0	0	20	20	20
投资收益	0	11	20	20	20
<b>营业利润</b>	(281)	1023	1162	1475	1816
营业外收入	34	4	0	0	0
营业外支出	7	31	6	0	0
<b>利润总额</b>	(254)	996	1156	1475	1816
所得税	(36)	247	285	320	395
<b>净利润</b>	(218)	750	871	1155	1421
少数股东损益	10	91	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	(228)	658	871	1155	1421
<b>EPS (元)</b>	(0.34)	0.35	0.46	0.61	0.75

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-27%	173%	15%	15%	15%
营业利润	-802%	-464%	14%	27%	23%
净利润	-831%	-389%	32%	32%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.7%	26.7%	28.0%	28.6%	29.5%
净利率	-7.1%	7.6%	8.7%	10.0%	10.7%
ROE	-12.5%	29.8%	34.3%	33.6%	31.5%
ROIC	-1.7%	7.1%	10.5%	11.8%	12.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	80.1%	55.2%	52.0%	51.6%	50.4%
净负债比率	39.7%	25.7%	19.2%	19.5%	18.7%
流动比率	1.1	2.4	2.6	2.5	2.5
速动比率	0.7	2.0	2.2	2.1	2.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	1.1	3.1	4.5	4.6	4.6
应收帐款周转率	1.0	3.6	4.6	4.6	4.7
应付帐款周转率	6.0	6.1	4.5	4.6	4.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	-0.34	0.35	0.46	0.61	0.75
每股经营现金	-0.58	0.36	0.30	0.37	0.44
每股净资产	2.71	1.16	1.34	1.81	2.38
每股股利	0.00	0.28	0.14	0.18	0.22
<b>估值比率</b>					
PE	-25.8	25.0	18.9	14.3	11.6
PB	3.2	7.5	6.5	4.8	3.7
EV/EBITDA	-462.8	24.4	16.3	13.4	11.2

资料来源: 公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。