

审慎推荐-A (维持)

卓郎智能 600545.SH

当前股价: 7.11 元
2019年09月05日

行业景气度较低, 拟进行大额回购

基础数据

上证综指	2957
总股本(万股)	189541
已上市流通股(万股)	94485
总市值(亿元)	135
流通市值(亿元)	67
每股净资产(MRQ)	2.5
ROE(TTM)	17.4
资产负债率	58.5%
主要股东	江苏金昇实业股份
主要股东持股比例	46.94%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《卓郎智能(600545)——毛利率有所提升, 完成承诺利润》2019-04-28
- 2、《卓郎智能(600545)——大幅超额完成承诺, 订单充沛保障业绩》2018-04-24
- 3、《卓郎智能(600545)——纺机龙头登陆A股, 尽享产业转移红利》2017-12-15

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn
S1090518070005

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn
S1090518090001

刘荣

liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

时文博

卓郎智能发布公告, 基于当前股价严重偏离公司价值, 拟在未来 12 个月进行回购, 回购金额在不低于 6 亿元, 不高于 12 亿元, 回购股份将用于公司股权激励计划和员工持股计划。公司前期发布 2019 年半年报, 由于贸易摩擦等外部因素对纺机需求影响较大, 上半年实现收入 38.2 亿元, 同比下降 17.5%, 归属上市公司股东扣非净利润 2.96 亿元, 同比下降 15.1%。

- **竞争加剧、贸易摩擦等外部因素致行业景气度较低。**国际竞争加剧、中美贸易摩擦持续反复、全球流通性收缩等因素致纺织行业固定资产投资增速放缓。根据中国棉纺织行业协会公布的数据, 纺织行业上游棉花价格持续下跌, 其中 2019 年 6 月中国棉纺织景气指数 46.43, 较年初下降 1.07。2019 年上半年中国纺织行业产销、效益、投资等运行指标有所波动, 其中纺织行业固定资产投资完成额同比减少 1.3%, 增速较上年同期和今年一季度分别放缓 2.6 和 7.8 个百分点。虽然国内压力较大, 但未来纺纱行业从中国沿海地区向中国新疆、印度、乌兹别克等新兴经济体转移的趋势将会持续。
- **上半年收入、净利润有所下滑。**公司上半年实现营业收入 38.16 亿元, 同比下降 17.5%; 其中, 纺纱事业部实现营业收入 32.85 亿元, 技术事业部实现营业收入 5.30 亿元; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.78 亿元, 同比下降 23.4%, 实现归属上市公司股东扣非净利润 2.96 亿元, 同比下降 15.1%。
- **各地区收入均有不同程度下滑, 新兴地区增长明显。**受全球贸易摩擦影响, 公司在全球多个地区的销售均有不同程度下滑, 上半年中国区销售 21.7 亿元, 同比下降 10.8%, 印度大区销售 2.83 亿元, 同比下降 19.4%, 受到美国制裁影响的土耳其地区销售下降最为明显, 同比下降 73.4%。在公司重点战略布局的其他亚洲地区, 本期收入增长 14.9%, 其中土库曼斯坦增长 413%, 巴基斯坦增长 226%, 乌兹别克斯坦增长 46%。
- **经营现金流有压力, 系关联交易导致, 年末有望改善。**2019 上半年经营现金流-11 亿元。经营现金流下降一方面与纺机付款模式关系较大, 由于纺机设备价值量较高, 客户在采购过程中, 往往通过银行贷款等融资渠道, 因而回款

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	8713	9221	8497	9054	9572
同比增长	173%	6%	-8%	7%	6%
营业利润(百万元)	1023	1100	935	1135	1291
同比增长	-464%	8%	-15%	21%	14%
净利润(百万元)	658	810	805	969	1098
同比增长	-389%	23%	-1%	20%	13%
每股收益(元)	0.35	0.43	0.42	0.51	0.58
PE	20.5	16.6	16.8	13.9	12.3
PB	6.1	2.9	2.5	2.1	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券 (2016年数据为原新疆城建数据)

较慢，另一方面关联交易也导致了应收账款较高，上半年公司对关联公司利泰的销售金额为 10.7 亿元，预计在年末集团会有大量回款，届时现金流有望改善。

大额回购计划彰显公司信心。公司前期发布公告，基于对公司未来持续稳定发展的信心和对公司价值的认可，结合经营情况及财务状况等因素，推进公司股价与内在价值相匹配，公司拟进行大额回购计划，回购金额不低于 6 亿元，不超过 12 亿元。回购股份将用于股权激励计划和员工持股计划，也将进一步完善公司长效激励机制，充分调动公司高级管理人员、核心及骨干人员的积极性。

业绩预测及投资建议。虽然当前行业景气度较低，但我们认为纺机长期需求较为稳定，卓郎将持续受益于棉纱产业向新疆及中西亚等一带一路国家转移。预测卓郎智能 2019 年收入 85 亿元，归母净利润 8.05 亿元，对应 PE 16.8 倍，给予审慎推荐评级。

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，贸易摩擦持续升级；限售股股东减持引起股价较大波动。

表 1: 卓郎智能主营业务收入假设表

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6649	6353	8713	9221	8497	9054	9572
纺纱产品线	4896	4621					
加捻产品线	747	849					
刺绣产品线	321	218					
专件产品线及其他	685	665					
原新疆城建业务	4380	3191					
机器设备及备件销售							
销售配件和提供服务			7609	8043	7319	7759	8147
其他业务			1098	1169	1169	1286	1414
营业收入增长率	0.0%	-4.5%	37.2%	5.8%	-7.8%	6.6%	5.7%
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							
销售配件和提供服务				5.7%	-9.0%	6.0%	5.0%
其他业务				6.5%	0.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	-	-	26.7%	28.7%	29.1%	29.1%	29.2%
纺纱产品线	22.5%	24.9%					
加捻产品线	26.6%	29.2%					
刺绣产品线	20.0%	10.9%					
专件产品线及其他	21.4%	21.4%					
原新疆城建业务	11.5%	8.7%					
机器设备及备件销售							
销售配件和提供服务			23.6%	26.8%	27.0%	27.0%	27.0%
其他业务			47.3%	41.7%	42.0%	42.0%	42.0%

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11193	10526	10262	11204	11930
现金	2473	3720	4599	5617	6025
交易性投资	6	5	5	5	5
应收票据	127	113	104	111	118
应收款项	2043	3235	2498	2218	2345
其它应收款	157	245	226	241	255
存货	1575	1763	1498	1594	1684
其他	4811	1445	1331	1418	1499
非流动资产	3338	3889	3735	3598	3476
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	847	903	879	858	841
无形资产	1316	1291	1162	1045	941
其他	1175	1696	1695	1694	1694
资产总计	14532	14416	13997	14802	15406
流动负债	4723	5316	4105	4032	3649
短期借款	267	1499	1200	1000	500
应付账款	1493	1447	1328	1413	1492
预收账款	1374	587	538	573	605
其他	1589	1782	1039	1046	1052
长期负债	3303	3112	3112	3112	3112
长期借款	2729	2552	2552	2552	2552
其他	574	560	560	560	560
负债合计	8026	8428	7218	7145	6762
股本	1895	1895	1895	1895	1895
资本公积金	(123)	1531	1531	1531	1531
留存收益	435	1226	1993	2842	3794
少数股东权益	4298	1335	1360	1389	1423
归属于母公司所有者权益	2207	4653	5420	6268	7221
负债及权益合计	14532	14416	13997	14802	15406

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	676	(1043)	2227	1570	1259
净利润	658	810	805	969	1098
折旧摊销	216	224	271	254	239
财务费用	(65)	157	223	178	152
投资收益	(11)	(88)	(63)	(63)	(63)
营运资金变动	(129)	(2249)	951	199	(210)
其它	8	104	40	32	43
投资活动现金流	330	2305	(54)	(54)	(54)
资本支出	(397)	(684)	(117)	(117)	(117)
其他投资	726	2988	63	63	63
筹资活动现金流	(1095)	(484)	(1294)	(499)	(797)
借款变动	(1958)	(1952)	(1033)	(200)	(500)
普通股增加	1220	0	0	0	0
资本公积增加	(688)	1655	0	0	0
股利分配	0	(19)	(38)	(121)	(145)
其他	330	(168)	(223)	(178)	(152)
现金净增加额	(90)	778	879	1017	409

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8713	9221	8497	9054	9572
营业成本	6389	6571	6028	6417	6776
营业税金及附加	29	20	18	20	21
营业费用	596	569	501	525	555
管理费用	686	383	340	362	383
财务费用	(53)	139	223	178	152
资产减值损失	53	53	50	30	30
公允价值变动收益	0	0	3	3	3
投资收益	11	88	60	60	60
营业利润	1023	1100	935	1135	1291
营业外收入	4	47	30	30	30
营业外支出	31	1	0	0	0
利润总额	996	1146	965	1165	1321
所得税	247	289	136	166	189
净利润	750	857	829	999	1132
少数股东损益	91	47	25	30	34
归属于母公司净利润	658	810	805	969	1098
EPS (元)	0.35	0.43	0.42	0.51	0.58

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	173%	6%	-8%	7%	6%
营业利润	-464%	8%	-15%	21%	14%
净利润	-389%	23%	-1%	20%	13%
获利能力					
毛利率	26.7%	28.7%	29.1%	29.1%	29.2%
净利率	7.6%	8.8%	9.5%	10.7%	11.5%
ROE	29.8%	17.4%	14.8%	15.5%	15.2%
ROIC	7.1%	8.4%	9.3%	10.0%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	55.2%	58.5%	51.6%	48.3%	43.9%
净负债比率	25.7%	33.2%	26.8%	24.0%	19.8%
流动比率	2.4	2.0	2.5	2.8	3.3
速动比率	2.0	1.6	2.1	2.4	2.8
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	3.1	3.9	3.7	4.2	4.1
应收帐款周转率	3.6	3.5	3.0	3.8	4.2
应付帐款周转率	6.1	4.5	4.3	4.7	4.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.35	0.43	0.42	0.51	0.58
每股经营现金	0.36	-0.55	1.17	0.83	0.66
每股净资产	1.16	2.45	2.86	3.31	3.81
每股股利	0.01	0.02	0.06	0.08	0.09
估值比率					
PE	20.5	16.6	16.8	13.9	12.3
PB	6.1	2.9	2.5	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.6	7.8	7.5	6.8	6.4

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。

招商机械团队： 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、2018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。