

东方精工(002611)新股定价

中高端瓦楞纸印刷成套设备细分市场的龙头企业

印刷机械

定价区间
12.75—15.30 元

发布时间：2011 年 8 月 29 日

投资要点：

- 公司专注于瓦楞纸箱印刷设备细分行业。公司主营瓦楞纸箱多色印刷成套设备，产品定位中高端市场，综合毛利率超过 35%。本次发行 3400 万股，唐氏兄弟为实际控制人。
- 进口替代和出口加速正在进行时。随着国产瓦楞纸印刷设备高端化发展，我国瓦楞纸印刷机械正逐步抢占中高端市场，进口替代效果显著；成本优势明显，我国瓦楞纸印刷设备出口增速将保持高位运行，预计未来两年我国印刷机械出口增速将保持在 25% 左右。
- 劳动力成本上升助推产业结构升级。瓦楞纸印刷机械下游印刷造纸行业是典型的劳动密集型行业，在劳动力成本上升的大背景下，对高端印刷设备需求将会上升。我国瓦楞纸印刷机械中，中高端设备占比 30%，预计 2015 年达到 60%。我们预计未来我国中高端印刷机械增速将达到 20-25%。
- 投资风险：下游瓦楞纸需求不景气，海外市场持续低迷。
- 盈利预测与估值：募投项目 5 年扩产 230 台产能，总产能达到 330 台，随着高端产品比例上升，毛利率能够稳定在目前水平。预计 2011、2012、2013 年 EPS 0.51 元、0.64 元、0.85 元，比较同行业上市公司，我们认为公司 2011 年合理的 PE 应当为 25 - 30 倍，合理价值区间在 12.75-15.30 元/股之间。

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(%)
2010	27,204.43	32.0%	4,284.40	28.6%	0.42	30%		
2011E	37,269.66	44.5%	6,192.49	44.5%	0.46	31%		
2012E	50,107.04	34.4%	7,718.41	24.6%	0.57	29%		
2013E	64,890.75	29.5%	10,194.30	32.1%	0.75	28%		

发行数据	2010 年
发行前股本（万股）	10,200
发行数量（万股）	3,400
发行价格（元）	15.50
发行前 EPS（元）	0.42
发行后 EPS（元）	0.32
发行前每股净资产（元）	1.74
发行日期	2011-8-17
上市日期	2011-8-30
主承销商	中信建投

分析师：周思立 联系人：黄海培
执业证书编号：S0550511010003
TEL: (8621)6337 7000-233
FAX: (8621)6337 3209
Email: huanghaipai@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

合理价值区间

相对估值法：12.75-15.30 元/股

采用相对估值法，公司主要产品为瓦楞纸印刷机械，我们选取了 4 家印刷包装机械生产企业作为比较对象。截至 8 月 11 日，此 4 家上市公司对应 2011 年 PE 为 26 倍，2012 年 PE 为 19 倍。结合行业发展前景、公司竞争力和未来成长性，我们认为公应 2011 年合理的 PE 应当为 25 - 30 倍。按发行后股本来预测，公司 2011 年全面摊薄的 EPS 为 0.51 元，合理价值区间在 12.75-15.30 元/股之间。

表 1：东方精工可比上市公司

公司	主营业务	收盘价 8 月 11 日	总市值 (亿元)	EPS(全面摊薄)			PE			PB 11E	每股净资产	PEG
				10	11E	12E	10	11E	12E			
达意隆	包装机械	8.93	17.44	0.24	0.43	0.60	58.11	20.70	14.87	3.01	4.56	0.26
长荣股份	包装机械	46.48	46.48	1.07	1.45	1.93	43.44	32.15	24.04	3.86	12.99	0.40
松德股份	印刷机械	14.53	12.66	0.79	0.55	0.79	18.39	26.32	18.33	2.39	9.32	1.19
平均值							39.98	26.39	19.08	3.09	8.96	0.62
东方精工	印刷机械			0.32	0.51	0.64					1.45	

资料来源：WIND，东北证券

公司专注于瓦楞纸箱印刷设备细分行业

主营瓦楞纸箱印刷设备，海外收入占四成。

公司前身为东方纸箱机械实业有限公司，成立于 1996 年，主营瓦楞纸箱多色印刷成套设备。产品定位中高端市场，单价在 180 万-1000 万元，使用寿命 8-10 年。

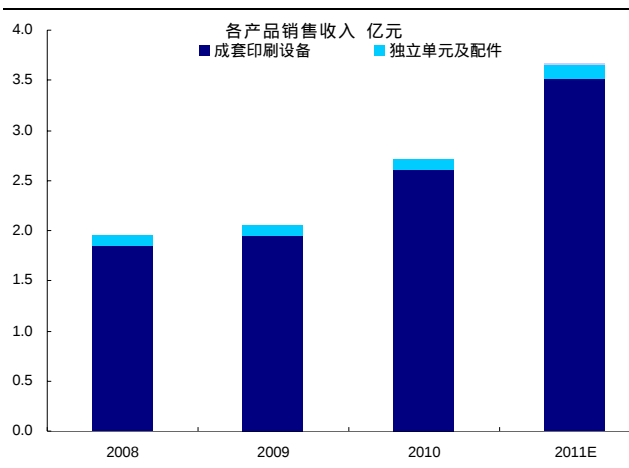
图 1：公司主要产品介绍

系列	样机	介绍
亚太之星系列		国内第一台下印机 国际领先 HG/HS/HBL 三种型号，售价 400 - 1000 万元 2010 年研发成功 HBL 型，2011 年上半年开始销售
拓莱宝系列		国内第一台上印机开槽模切机 国内领先 FD/PD/GD/AD 四种型号，售价 180 - 500 万元 最高端信号 FD 将在 2011 年投产
全自动粘箱机		每分钟完成 250-300 个，相当于 40 个人工的效率 售价 200-250 万元 2011 上半年销售 3 台，目前在手订单 6 台

资料来源：公司公告，东北证券

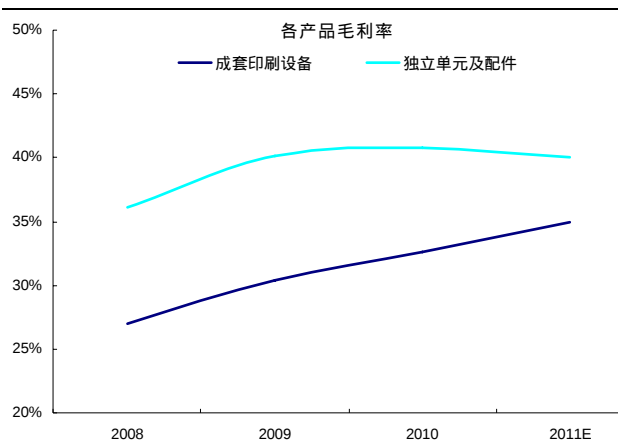
2010 年收入 2.6 亿元，2011 年上半年收入 1.7 亿元，综合毛利率 33%。

图 2：2008 - 2011 各产品收入（亿元）



资料来源：公司公告，东北证券

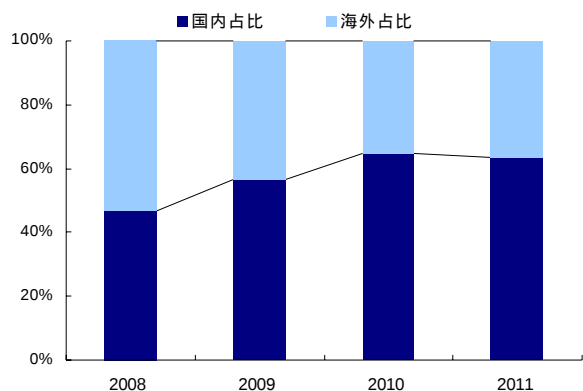
图 3：2008 - 2011 各产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，东北证券

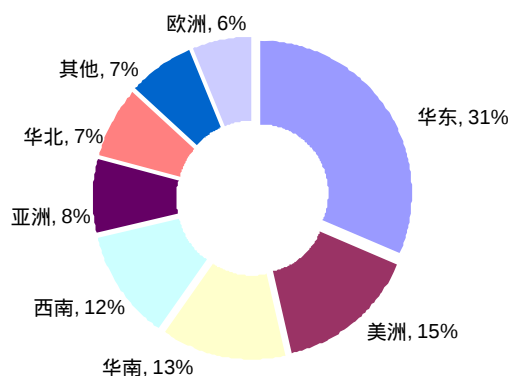
受金融危机影响，2008 年以来，出口收入占比逐年下降。公司加大了巴西、印度等新兴市场开发力度，2011 年出口收入占比已经开始小幅回升，达到 40%。

图 4：出口收入占比（%）



资料来源：公司公告，东北证券

图 5：收入各地区分布（%）

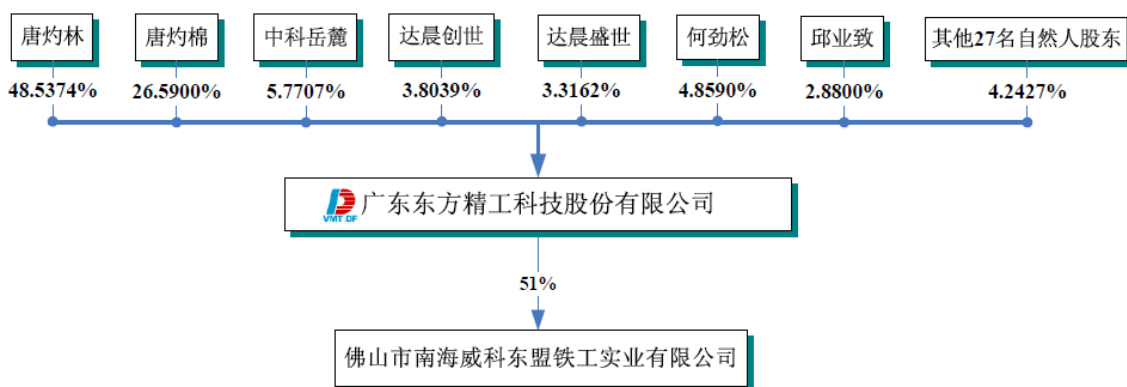


资料来源：公司公告，东北证券

发行 3400 万股，占发行后总股本的 25%

发行后，唐氏兄弟依然为实际控制人，合计控股 56%，公司属于家族型企业。

图 6：公司股权结构图（发行前）



资料来源：公司公告，东北证券

募投项目将使产能提高两倍

公司现有产能 100 台，募投资金主要用于扩产瓦楞纸印刷机械 230 台，包括了亚太之星系列、拓莱宝系列和粘箱机，具体型号根据市场需求调节。2014 年公司产能将达到 330 台。

表 2：募投项目投资额及完工时间（万元）

募集资金使用项目	项目投资总额（万元）	募集资金投入完成时间
瓦楞纸箱印刷机械及其成套设备项目	37100	24 个月
研发中心建设项目	1400	24 个月
信息化建设项目	1847	24 个月
区域营销中心技术改造项目	2200	24 个月
合计	42547	--

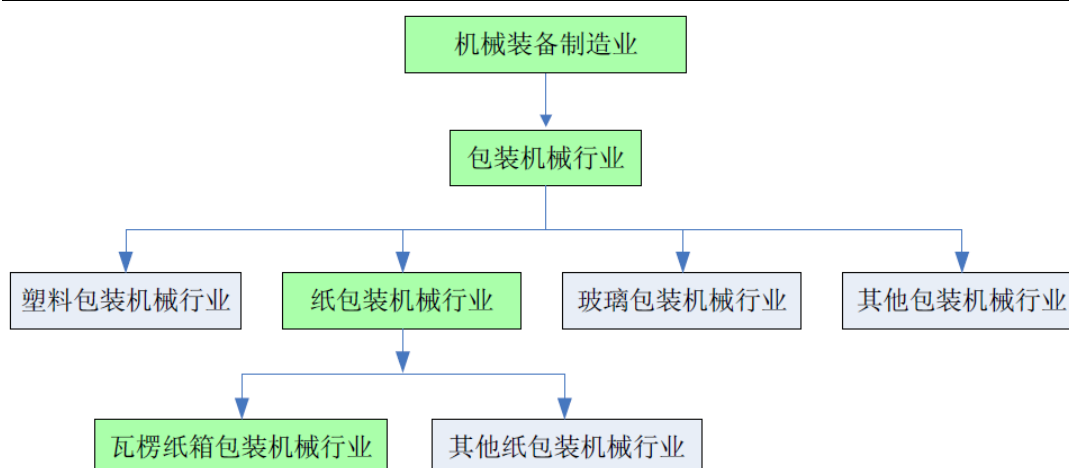
资料来源：公司公告，东北证券

劳动力成本上升加速行业升级

瓦楞纸印刷包装机械是包装机械的重要细分行业

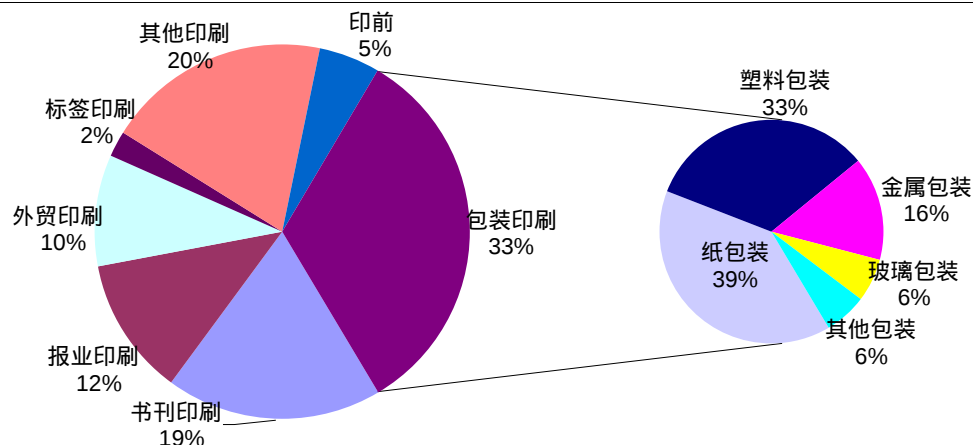
瓦楞纸包装印刷机械属于包装机械的一个细分行业。包装印刷机械在印刷机械中占比 33%，而纸包装机械在包装印刷机械中占 39%，纸包装印刷机械是印刷机械中产值最大的子行业，而瓦楞纸包装印刷行业又是其中最重要的细分行业。

图 7：瓦楞纸包装机械所属门类



资料来源：公司公告，东北证券

图 8：世界包装印刷产业产值分布（%）

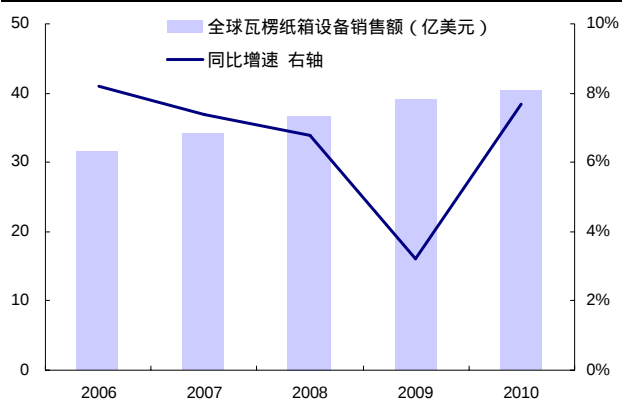


资料来源：印刷工业年鉴，国际包装组织，东北证券

进口替代和出口加速正在进行时

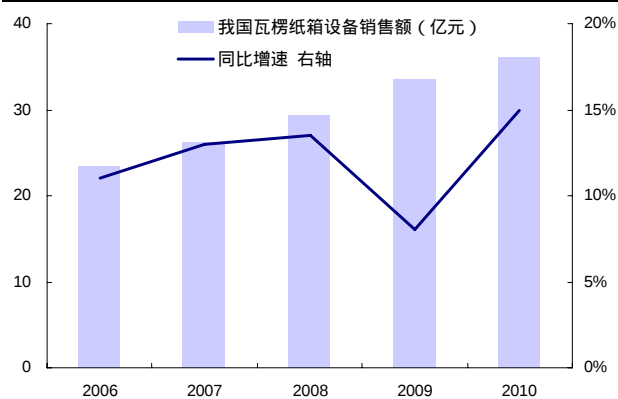
我国正处于经济高速发展期，制造业增速高于国际同行业平均增速，瓦楞纸箱设备也不例外。2006-2010 年，我国瓦楞纸箱设备销售额增速高出全球同类产品增速 3% - 8%。

图 9：2006 - 2010 全球瓦楞纸箱设备销售额及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，东北证券

图 10：2006 - 2010 我国瓦楞纸箱设备销售额及增速（亿元，%）

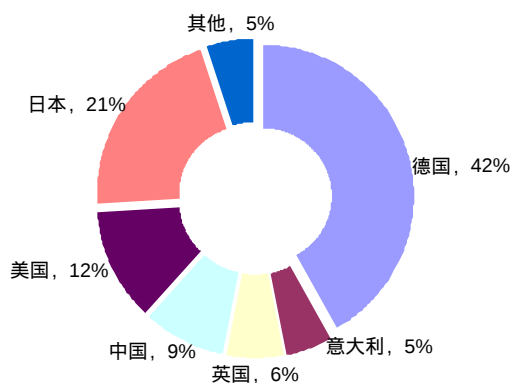


资料来源：公司公告，东北证券

进口替代正在发生。随着国产瓦楞纸印刷设备高端化发展，我国瓦楞纸印刷机械正逐步抢占中高端市场，国内瓦楞纸设备销售额增速（图 10）显著高于瓦楞纸印刷设备进口增速（图 12），进口替代效果越来越明显。

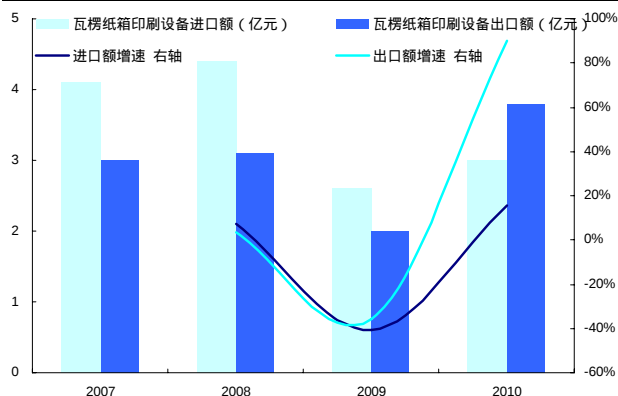
出口增速正在提高。我国印刷设备在全球市场上的占有率还不足 10%，出口仍有很大的增长空间。随着产品升级，成本优势明显，我国瓦楞纸印刷设备出口增速将保持高位运行（图 12）。预计未来两年我国印刷机械出口发达国家增速 10%左右，出口新兴国家增速 30%左右，整体出口能够保持在 25%左右。

图 11：全球印刷市场各国产品市场份额（%）



资料来源：公司公告，东北证券

图 12：2007 - 2010 瓦楞纸箱印刷设备进出口额及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，东北证券

劳动力成本上升助推产业结构升级

中国在经历国有企业体制改革以及房地产市场开放过程后，产业内在价值得到重估与释放，最终体现在居民可支配收入的上升（可支配收入增速仅 2003 和 2009 年低于 GDP 增速）。

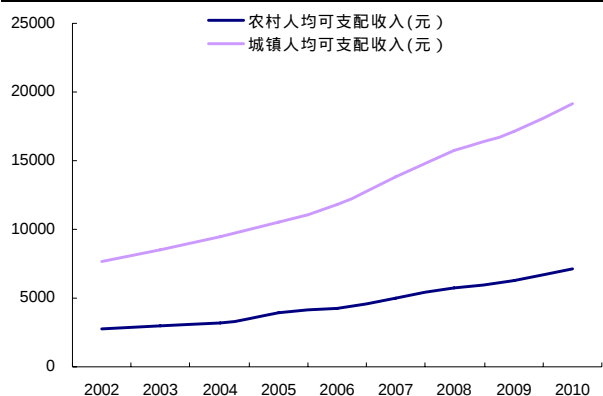
当劳动力成本上升后，机械替代人工作用增强，机械需求会增大。瓦楞纸印刷机械下游印刷造纸行业是典型的劳动密集型行业，2010 年产值 175 亿元，约 10 万员工，人均年产值不足 18 万（图 14），而一台粘箱机就能替代 40 个劳动力，未来下游会将更多的劳动力需求转变为对自动化设备的需求。这也对印刷机械工作效率和使用寿命提出了更高的要求，促进企业研发高端设备。

我国现有瓦楞纸生产线 5000 条，瓦楞纸印刷机械保有量 20000 台，生产线与设备比例为 1：4。而国外发达国家，如德国，这一比例为 1：7。主要原因是我国瓦楞纸生产线仍以宽 1.8 米以下、200 米/分钟以下的窄幅低速、耗能耗材设备为主，一条生产线不需要太多印刷设备。随着行业下游瓦楞纸生产线的升级，对配套的瓦楞纸印刷设备需求将会继续增加。

我国瓦楞纸印刷机械中，中高端设备占比 30%，目标 2015 年达到 60%，而发达国家目前比例为 80%。

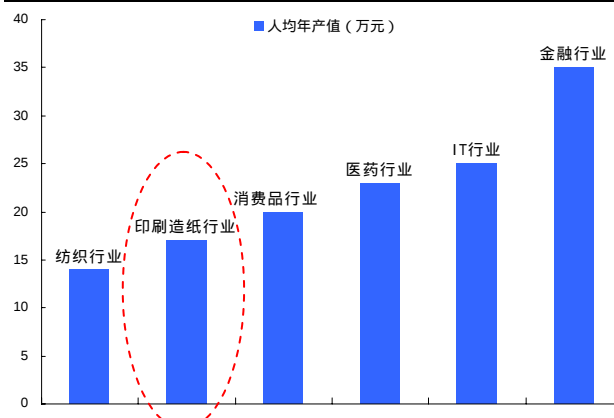
我们预计未来我国印刷机械需求增速将达到 10-15%，中高端印刷机械增速更快一些，将达到 20-25%。

图 13：城镇与农村人均可支配收入（元）



资料来源：WIND，东北证券

图 14：各行业人均年产值（元）



资料来源：华通人，东北证券

盈利预测：

2011 年订单已经饱和

公司产品交货期为 3-4 个月，收入确认时间为首付款 20-25%，完工后 70%，尾款 5-10%。2011 年上半年预收款项 0.35 亿，可以认为是首付款，推算出 7-10 月在手订单 1.4-1.7 亿，按均价 260 万假设，共需交货 54-65 台，相对全年 100 台的产能，下半年订单已经饱和，很难再提高产能。预计下半年收入 2 亿元左右。

募集资金主要用于瓦楞纸印刷包装机械产能扩张

公司 2010 年在国内瓦楞纸印刷机械市场份额 4.6%，但在中高端市场（单价 180 万元以上）份额达到 18%。鼎龙、科盛隆等竞争对手在中高端市场份额与公司相当，都在 15% 左右。

公司募投项目将在 2012 年开始投产，2015 年全面达产，产能扩张可以拉开与竞争对手的差距，开拓更多海内外市场，确保未来五年收入的增长。

表 3：历年产品均价（万元）

	2008	2009	2010	2011
亚太之星系列	369	366	412	421
拓莱宝系列	187	176	204	193

资料来源：公司公告，东北证券

表 4：各年销量预测（台，%）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
销量（台）	83	95	108	144	160	210	266	330
增速（%）		14%	14%	33%	11%	31%	27%	24%

资料来源：公司公告，东北证券

表 5：募投项目扩产进度预测（万元）

各销售区域收入	2012	2013	2014	2015
国内销售收入	9800	18000	27000	37600
海外销售收入	5800	10600	15900	22200
合计	15600	28600	42900	59800
达产率	26%	48%	72%	100%

资料来源：公司公告，东北证券

预计 2011、2012、2013 年 EPS 0.51 元、0.64 元、0.85 元

我们预计 2010、2011 和 2012 年分别实现主营业务收入 3.7 亿元、5.0 亿元、6.5 亿元，同比分别增长 37%、34%、30%。净利润分别为 0.69 亿元、0.87 亿元、1.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.51 元、0.64 元、0.85 元。

表 6：2010-2013 年公司分项收入预测明细（百万元，%）

	2010	2011E	2012E	2013E	11VS10	12VS11	13VS12
成套印刷设备							
销售收入（百万元）	260.1	358.9	484.5	629.9	38.0%	35.0%	30.0%
毛利率（%）	32.6%	35.0%	35.0%	34.8%	2.4%	0.0%	-0.2%
独立单元及配件							
销售收入（百万元）	11.0	13.8	16.6	19.0	25.0%	20.0%	15.0%
毛利率（%）	40.8%	40.0%	40.0%	39.8%	-0.8%	0.0%	-0.2%
合计							
销售收入（百万元）	272.0	372.7	501.1	648.9	37.0%	34.4%	29.5%
毛利率（%）	32.8%	35.2%	35.2%	35.0%	2.4%	0.0%	-0.2%

资料来源：东北证券

表 7：近期中小版上市新股估值一览（元）

证 券 代 码	证券简称	首发价	EPS（全面摊薄）			PE		
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
002599	盛通股份	10.00	0.32	0.43	0.61	32	24	16
002600	江粉磁材	8.00	0.26	0.33	0.43	31	25	18
002601	佰利联	55.00	1.72	4.47	4.77	32	12	12
002602	世纪华通	23.00	0.91	1.09	1.43	25	21	16
002603	以岭药业	34.56	0.74	1.03	1.34	47	34	26
002604	龙力生物	21.50	0.49	0.60	0.81	44	36	26
002605	姚记扑克	21.00	0.76	0.86	1.03	28	24	20
002606	大连电瓷	17.00	0.74	0.66	0.96	23	26	18
002607	亚夏汽车	22.35	0.86	1.21	1.58	26	19	14
002608	舜天船舶	22.11	1.50	1.56	1.86	15	14	12
002609	捷顺科技	14.50	0.43	0.56	0.71	33	26	20
002610	爱康科技	16.00	0.51	0.73	0.85	32	22	19
	平均					31	23	18

资料来源：公司公告，东北证券

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	60	500	505	510	营业收入	272	373	501	649
应收款项	23	31	40	51	营业成本	182	242	325	422
存货净额	88	117	154	198	营业税金及附加	1	1	2	2
其他流动资产	30	37	50	65	销售费用	9	13	17	22
流动资产合计	201	685	750	824	管理费用	29	30	40	51
固定资产	55	144	235	327	财务费用	1	9	18	20
无形资产及其他	6	5	5	4	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	1	1	1
资产总计	263	835	991	1155	营业利润	50	80	101	133
短期借款及交易性金融负债	21	505	535	541	营业外净收支	2	1	1	1
应付款项	46	58	78	101	利润总额	52	81	102	134
其他流动负债	51	56	74	94	所得税费用	9	12	15	20
流动负债合计	118	619	686	736	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	10	21	33	归属于母公司净利润	43	69	87	115
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	10	21	33					
负债合计	118	629	707	769					
少数股东权益	1	1	0	(1)					
股东权益	143	205	283	387					
负债和股东权益总计	263	835	991	1155					

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	43	69	87	115
资产减值准备	(0)	5	3	4
折旧摊销	6	6	11	16
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	9	18	20
营运资本变动	(31)	(22)	(19)	(22)
其它	(0)	(6)	(4)	(4)
经营活动现金流	17	53	78	108
资本开支	(18)	(100)	(105)	(110)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(18)	(100)	(105)	(110)
权益性融资	4	0	0	0
负债净变化	0	10	11	12
支付股利、利息	(2)	(7)	(9)	(11)
其它融资现金流	25	484	30	6
融资活动现金流	26	487	32	7
现金净变动	25	440	5	5
货币资金的期初余额	36	60	500	505
货币资金的期末余额	60	500	505	510
企业自由现金流	(2)	(40)	(13)	14
权益自由现金流	23	446	13	16

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.42	0.51	0.64	0.85
每股红利	0.01	0.05	0.06	0.08
每股净资产	1.40	1.51	2.08	2.85
ROIC	32%	17%	13%	14%
ROE	30%	34%	31%	30%
毛利率	33%	35%	35%	35%
EBIT Margin	19%	24%	24%	24%
EBITDA Margin	21%	25%	26%	26%
收入增长	32%	37%	34%	30%
净利润增长率	29%	61%	26%	32%
资产负债率	46%	75%	71%	67%
息率	0.1%	0.5%	0.6%	0.8%
P/E	35.7	29.5	23.4	17.7
P/B	10.7	9.9	7.2	5.3
EV/EBITDA	28.8	28.2	21.2	16.7

资料来源：国信证券经济研究所预测

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。

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。