

东方良匠 精工制造

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

23.00 元

期限: 6 个月 上次预测:

现价 (2011 年 11 月 23 日): 19.02 元

报告日期:

2011-11-24

报告关键点:

- 全球瓦楞包装产业向中国等新兴市场转移, 为瓦楞纸箱印刷设备增添新动力;
- 我国瓦楞包装行业整合趋势看好, 国产高端机械设备替代效应显著;
- 首次给予“增持-A”投资评级, 6个月合理目标价为23元。

报告摘要:

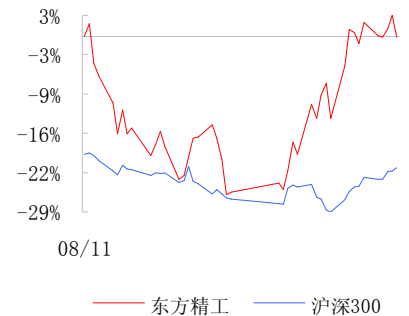
- 国家政策大力扶持包装印刷产业。**《2006-2020年中国印刷产业发展纲要》指出: 未来10年, 我国印刷设备行业将不断提升科技水平, 主要发展高档印刷机械, 缩小国内外技术差距, 使国产设备国内市场占有率达到70%左右并加大出口力度。同时, 相关装备制造业投资方向规划出台, 显示瓦楞纸箱印刷设备已进入规划项目, 国家扶持力度强劲。
- 新增及整合需求促进瓦楞纸箱印刷设备成长。**瓦楞纸箱印刷设备与下游瓦楞包装行业的发展密不可分, 伴随着全球经济的恢复和现代商业物流的快速发展, 瓦楞包装仍处于不断上升的重要阶段, 这将促进瓦楞纸箱印刷设备的快速增长。**从全球市场上看,**基于消费能力的持续发展, 如今全球瓦楞包装产业正向中国等新兴市场转移。目前, 中国已成为瓦楞纸板产量最大的地区之一, 加上该行业又具有“100-200公里”销售半径的特点, 因此我国瓦楞纸板产量的提高将会对本国机械设备销量增长提供新机遇。**从我国市场上看,**国民对快消及轻工产品消费量的不断上升, 使瓦楞纸箱年消费量迅速增加。同时, 瓦楞包装行业的整合趋势使我们相信, 我国瓦楞纸箱印刷设备将会在机械替代人工、中高端替代低端产品中不断受益。
- 产品技术及营销优势保障公司龙头地位, 促进业绩持续增长。**随着全球印刷设备行业回暖, 公司前三季度实现销售收入2.7亿元 (2010全年销售收入2.72亿元), 发展态势良好主要基于企业两大优势: **一, 产品技术优势。**公司产品分为上印机与下印机, 其中下印机是“当前国际水平较高且国内暂无同档次的产品”, 并且售价只有国际品牌的1/2左右。未来随着下游行业的不断整合, 公司产品将以同性能高性价比优势逐步替代高端进口品牌; **二, 营销优势。**公司仍将保持国内外市场齐头并进, 在海外高端市场, 主要以产品高性价比优势实现品牌替代; 在国内外中高端市场, 则根据下游需求增长情况逐步设立营销中心, 以“贴近客户、服务及时”为宗旨, 不断扩大销售市场。
- 预计公司2011-2013年将实现销售收入为3.59亿元、4.88亿元及6.39亿元,**归属于母公司净利润为0.74亿元、1.01亿元及1.32亿元, 其复合增长率分别为31.52%与40.89%。预计2011-2013年EPS分别为0.55元、0.74元及0.97元, 首次给予“增持-A”投资评级, 6个月合理目标价为23元, 对应2012年PE为31倍。
- 风险提示:** 技术研发风险; 产能扩大后销售风险; 国际市场开拓风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	206.1	272.0	359.5	488.5	639.8
Growth(%)	5.2%	32.0%	32.2%	35.9%	31.0%
净利润	33.3	42.8	74.2	101.0	132.5
Growth(%)	26.7%	28.6%	73.2%	36.1%	31.2%
毛利率(%)	31.1%	33.2%	35.6%	33.7%	32.4%
净利润率(%)	16.2%	15.7%	20.6%	20.7%	20.7%
每股收益(元)	0.24	0.32	0.55	0.74	0.97
每股净资产(元)	0.65	1.05	5.47	6.21	7.19
市盈率	79.5	61.8	35.7	26.2	20.0
市净率	29.9	18.5	3.6	3.1	2.7
净资产收益率(%)	37.6%	29.5%	9.9%	11.9%	13.5%
ROIC(%)	74.1%	72.4%	67.9%	23.5%	25.0%
EV/EBITDA	-	-	22.0	16.6	12.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

总市值(百万元)	2,646.56
流通市值(百万元)	529.31
总股本(百万股)	136.00
流通股本(百万股)	27.20
12个月最低/最高	15.58/23.96 元
十大流通股东(%)	11.38%
股东户数	14,074

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.01	(2.49)	6.03
绝对收益	4.06	(9.99)	(9.99)

张琛

 021-68765905
 执业证书编号

助理行业分析师

 zhangdan@essence.com.cn
 S1450511080006

前期研究成果

东方精工: 不断创新的瓦楞纸箱印刷设备提供商

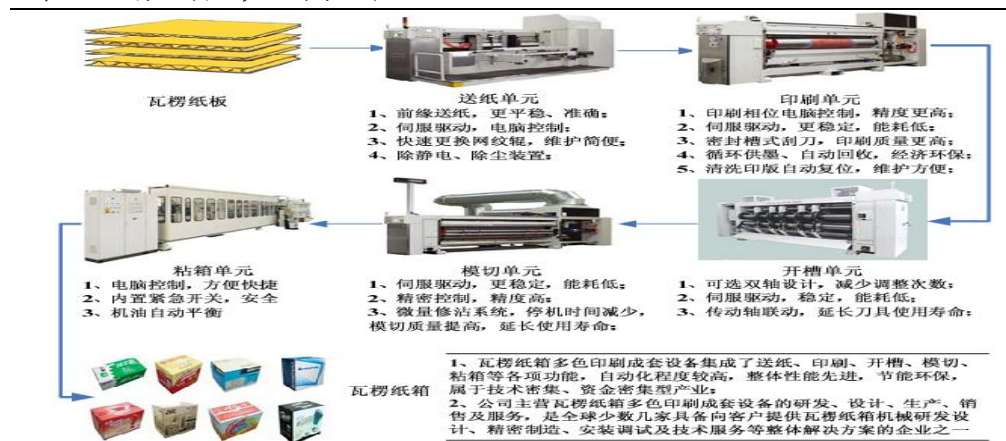
2011-08-16

1. 打破传统定位，看齐消费市场

瓦楞纸包设备，属于包装机械行业并用于瓦楞纸箱的生产过程中。从生产工艺上讲，通过“送纸单元-印刷单元-开槽单元-模切单元-粘箱单元”五大步骤，使瓦楞纸板从原料转变为下游各类消费品的可使用纸箱。

由此，从行业属性上看，瓦楞纸包设备在下游消费品市场如电子、食品、饮料、医药、日化等领域的广泛应用，使设备在一定程度上带有消费属性，打破传统机械制造业的价值定位，为子行业发展带来更广阔空间。

图1 瓦楞纸箱生产过程应用



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.1. 国家政策的强力扶持

根据《2009-2011 年制造业技术进步和技术改造投资方向》纲要显示，“智能化高速 6 色印刷成型生产线与柔性版印刷机”日前已被列为制造业重点投资研发对象。除此之外，各项细则显示，国家政策加大力度鼓励国内企业提升印刷机械设计和制造水平、强化高档印刷机械的生产水平、缩小与国外印刷机械产品的差距，并且还支持装备产品出口，完善出口退税政策，适当提高部分高技术、高附加值装备产品的出口退税率。因此，我们认为行业中的龙头企业将更加因为国家政策的支持而受益良多。

表1 装备制造业规划情况

装备制造业技术进步和技术改造投资方向 (2009-2011) 出台 印刷机械及文化办公设备		
序号	产品名称	规格及等级
1	智能化高速6色印刷成型生产线	15000张/小时，最大纸张尺寸1000×2400mm，模切精度0.25mm，印刷精度0.25mm。 齿轮传动：6色宽幅，印刷速度160m/min，最大印刷宽2000mm。
2	柔性版印刷机	电子轴传动：8色窄幅，印刷速度300m/min，最大印刷宽1250mm。

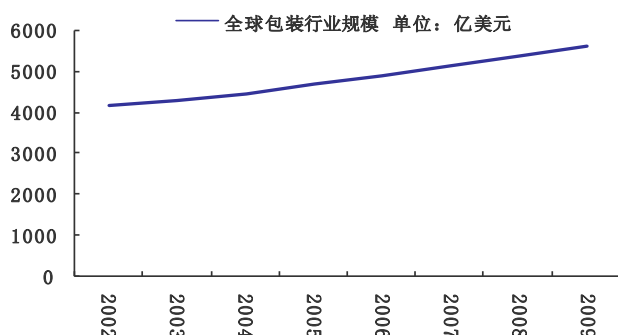
数据来源：网站信息，安信证券研究中心

1.2. 下游瓦楞包装，包装行业的主力军

1.2.1. 全球瓦楞包装市场：产销维持稳定增长

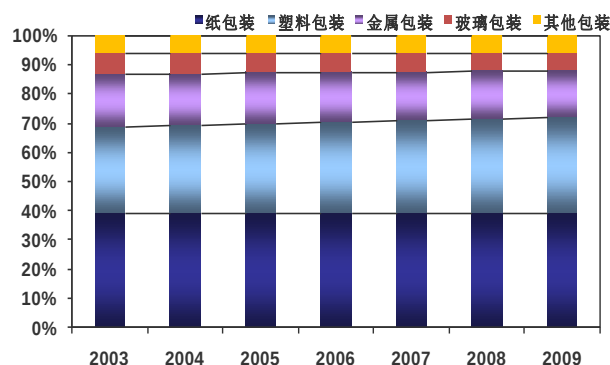
瓦楞纸箱印刷设备的成长与下游包装行业的发展密不可分。伴随着全球经济的恢复和现代商业物流的快速发展，目前包装行业仍处于不断上升的重要阶段。而瓦楞纸箱以其质轻、抗压、耐用、环保等多方面优势成为包装行业中使用最广泛的包装容器之一。因此瓦楞纸箱必然随着包装产业的发展而迅速成长，从而拉动瓦楞纸箱印刷成套设备行业的快速增长。

图 2 全球包装行业规模 单位：亿美元



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

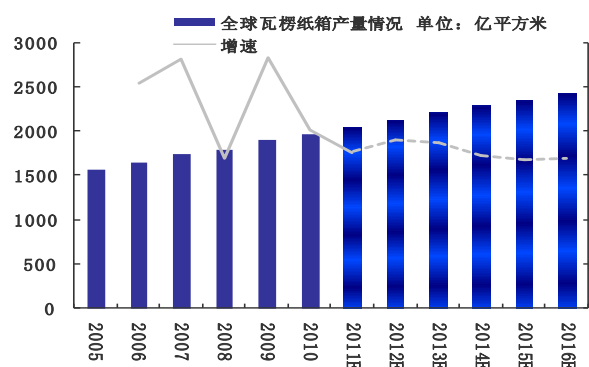
图 3 全球包装产业总产值分布



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

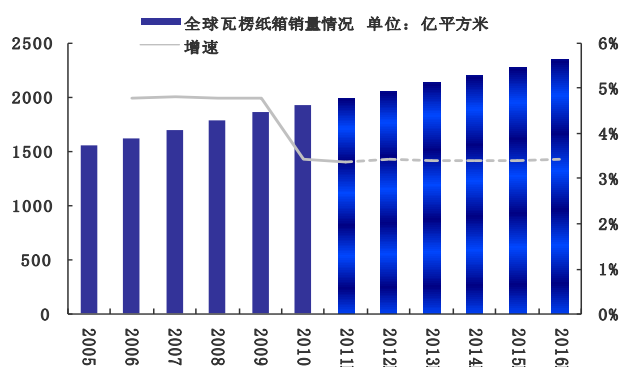
从瓦楞包装行业发展来看，全球瓦楞包装产业日趋向中国等发展中国家转移。根据国际瓦楞纸板协会统计，目前随着城市化进程加快以及贸易范围扩大，亚洲、南美、中东、非洲等地区已成为瓦楞纸箱快速发展的领域。特别是亚洲，已成为世界最大瓦楞纸板生产地区，其中中国产量约占到亚洲市场的 50%左右，并且 2010 年瓦楞纸板产量约为 400 亿平方米高于其他国家。再看全球瓦楞纸箱产量及销量情况，根据中国包装联合会资料显示，2005-2010 年，瓦楞纸箱产量增速维持在 4%-5%之间、销量增速则为 4.5%左右，两者基本持平。业内认为，未来瓦楞包装行业将出现分化格局，欧美、日本等经济发达国家由于工业的成熟而保持稳定增长，而中国、印度等新兴市场将维持快速发展。由此行业内预计，到 2016 年，全球瓦楞纸箱产量将达到 2440 亿平方米、销量达到 2355 亿平方米，产销增速仍然相当。而瓦楞包装行业具有“100-200 公里”销售半径的特点，因此中国产量的提高将会对本国机械设备销量增长提供新的机遇。

图 4 全球瓦楞纸箱产量情况



数据来源：中国包装联合会，安信证券研究中心

图 5 全球瓦楞纸箱销量情况



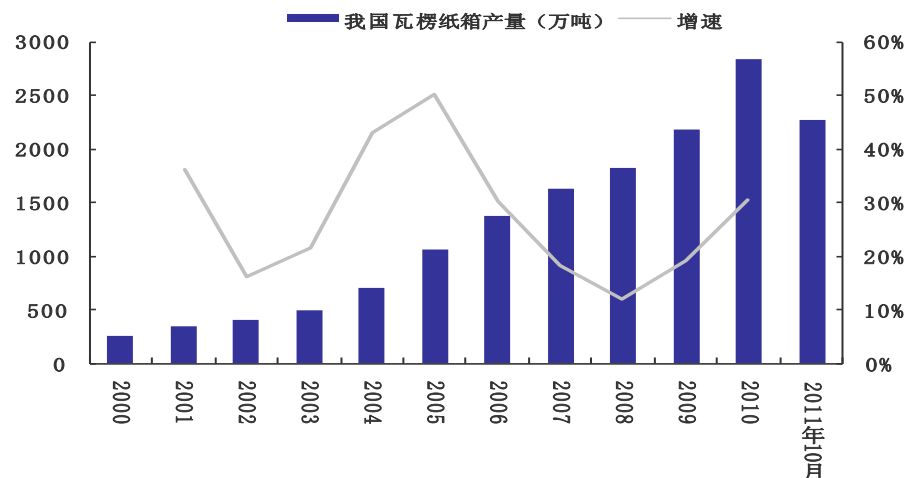
数据来源：中国包装联合会，安信证券研究中心

1.2.2. 中国瓦楞包装市场：新增力量旺盛

瓦楞包装在我国应用十分广泛，它涵盖食品、饮料等快速消费品，也涉及医药、电子、家电、轻工等众多领域。随着我国经济发展的持续增长，国民对快速消费品及轻工产品消费量的不断上升，从而使得瓦楞纸箱年消费量迅速增加。一方面，随着中西部地区居民可支配收入的提高以及消费结构升级，大型食品饮料、医药、家电等厂商在内地投资建厂。而由于瓦楞包装行业具有“100-200 公里”销售半径的特征，因此为其提供配套包装的纸箱企业纷纷在此开设新厂。从我国过去 10 年行业发展来看，瓦楞纸箱产量复合增速维持在 27% 左右，远高于全球市场。基于此，伴随着我国消费市场的持续发展，这将为瓦楞包装市场的发展增添新需求。

图 6 我国瓦楞纸箱产量情况

单位：万吨



数据来源：wind，安信证券研究中心

另一方面，我国瓦楞包装行业也呈现出三大发展趋势，行业整合前景看好：

- 一，**大型综合纸箱厂，以欧美企业为主，跨区域布局经营。**在我国，欧美企业一般建设一个较具规模的综合性纸箱厂。由于对工艺技术及经营管理的较高要求，通常使用进口高端机械设备，以分享中国经济高速发展带来的大量包装产品需求，进而形成在中国瓦楞纸箱市场的领先地位。
- 二，**我国综合纸箱厂，以上市公司为主，正在跨区域布局。**该类企业重视机制、强调营销，近年来发展速度很快。如今，在欧美企业的先进理念带领下，正在积极跨区域布局，是我国瓦楞包装的“生力军”。以上市公司合兴包装为例，该公司处于行业前十名，可市场份额仅占 0.5%，占比极低。我们认为行业内大型企业不断整合发展将是未来趋势，而产量增长、生产效率提高必须依靠机械设备的改进。
- 三，**各区域中小型企业，区域内不断整合。**由于瓦楞包装具有“100-200 公里”销售半径的特征，因此目前我国还存在大量小型工厂并远不构成规模企业。未来，随着行业整合度的提高，中小型企业势必要提高生产效率、降低成本以抵抗大型企业的侵蚀，机械设备的升级换代是企业发展的必经过程。

基于此，瓦楞包装行业三大发展趋势使我们相信，整合是行业走向成熟的体现，我国瓦楞纸箱印刷设备将会在机械替代人工、中高端替代低端产品中不断受益。

1.3. 我国瓦楞纸箱印刷设备：新增及整合需求促进中高端机械设备成长

伴随着全球化进程的加快，下游快速消费品及医药、电子等行业的快速发展，下游包装行业异军突起，瓦楞包装企业不断新建，这有利于瓦楞纸箱印刷设备的发展。

我们了解到，我国瓦楞包装企业的毛利率水平大约维持在 10%-15% 之间，净利率水平大约在 2%-4% 之间，如果原材料价格再进一步上涨，企业利润将又一次受到挤压。由此，从本质上提高生产效率、降低生产成本，使瓦楞包装企业生产线全自动化，形成专业生产分工及一体化产品服务的发展是瓦楞纸箱印刷设备行业的大势所趋。

一，淘汰落后产能，发展中高端生产设备。在欧美、日本等发达国家，中高端瓦楞纸箱印刷设备的需求量占总需求 80% 以上，我国与之相比中高端市场仅占 30% 左右，并且大部分依赖于进口。未来，随着居民消费结构的持续升级、人工劳动成本的不断提高、以及我国制造业研发水平的高速发展，业内预计 5 年内使该比例将上升至 40%-50%。

表 2 高、中、低端瓦楞纸箱印刷设备的技术指标情况

类别	低端瓦楞纸箱印刷机械	中端瓦楞纸箱印刷机械	高端瓦楞纸箱印刷机械
工作速度（张/分钟）	100 以下	100~180	180 以上
一条宽 1.8 米、速度为 200 米/分钟的瓦楞纸板生产线所需配置的设备数量	6~8 台	4~6 台	3~4 台
设备设计使用年限	5~6 年	8~10 年	10 年
套印精度	±1.0mm	±0.5mm	±0.3mm
运行稳定性	较差	较好	好
运力传动方式	各单元普通齿轮传动	各单元精磨齿轮传动	各单元伺服独立驱动
自动化程度	手动调整为主	手动、数控调整	全电脑数控调整
能耗水平	较高	较低	低

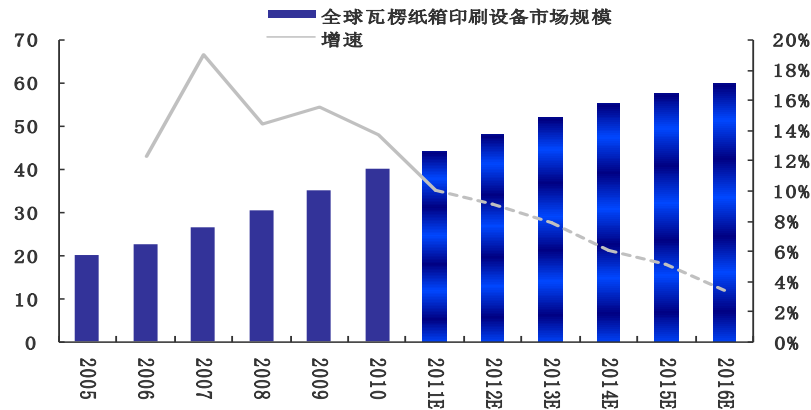
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

二，深化进口替代能力，加强出口力度。随着我国制造技术的崛起和结构调整，国内瓦楞纸箱印刷设备企业不断缩小与国外生产商的差距，使产品在技术指标上、运行稳定性上、以及自动化程度上到达或接近国际先进水平，从而逐渐突破国际厂商的垄断。目前，越来越多的瓦楞纸箱生产企业选择国产设备，特别是近年来我国瓦楞纸箱印刷设备进口额增速有所减缓，国产设备进口替代效应明显。

此外，在国产设备技术指标不断提升的条件下，国产品牌将以高性价比优势进军海外市场。以东方精工为例，公司产品目前已远销欧美、印度、南非等三十多个国家和地区。根据《印刷机械行业“十二五”发展规划》所示，到“十二五”期末，将实现印刷机械工业总产值 400 亿元、国产印刷机械国内市场占有率达 70% 以上、印刷机械出口额达 20 亿美元等。

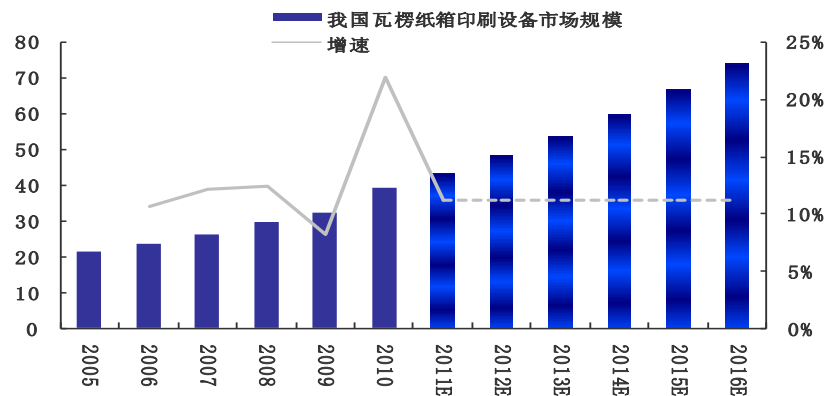
三，调整产能结构，匹配黄金增长期。目前国内市场的瓦楞纸箱印刷设备保有量已超过 2 万台，通常情况下，该设备平均使用寿命约为 8 年，经估算仅设备更替带来的市场需求每年将有 2500 台/年。我们认为，下游瓦楞包装的新增需求量、进出口替代效应、以及对旧设备更替的叠加反应，将持续推动国内瓦楞纸箱印刷设备成长。业内预计，2016 年全球瓦楞纸箱印刷设备市场规模将达到 59.82 亿美元，国内瓦楞纸箱印刷设备市场将达到 74 亿元，期间复合增长率分别为 5.24% 及 11.27%，发展前景良好。

图7 全球瓦楞纸箱印刷设备市场规模 单位：亿美元



数据来源：中国包装联合会纸制品包装委员会，招股说明书，安信证券研究中心

图8 我国瓦楞纸箱印刷设备市场规模 单位：亿元



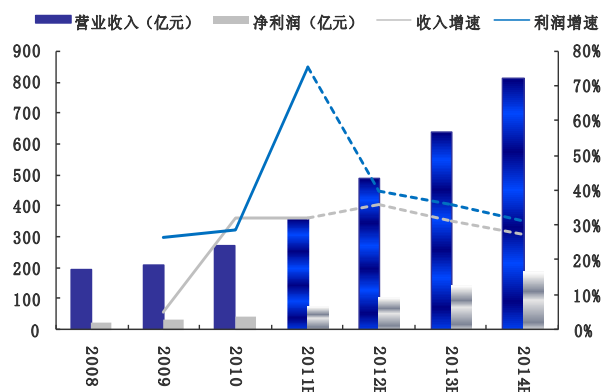
数据来源：中国包装联合会纸制品包装委员会，招股说明书，安信证券研究中心

2. 东方精工，高端瓦楞纸箱印刷设备的领航人

东方精工，公司专注于高端瓦楞纸箱多色印刷成套设备的设计研发、生产及销售，其产品主要分为“下印机：亚太之星系列(APSTAR)”和“上印机：拓来宝系列(TOPRA)”。经过多年发展，公司凭借良好的经济效益以及产品的竞争优势，逐步发展成为瓦楞纸箱印刷设备的龙头企业。根据2009年广东省科技厅鉴定，公司“下印机：亚太之星(APSTAR HS)系列”是当前国际上水平较高且国内暂无同档次的产品，并获得2011年广东省科学技术奖励三等奖。

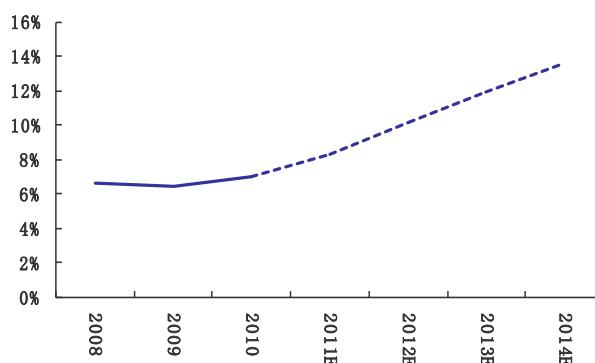
随着全球印刷设备行业的回暖，2010年公司实现销售收入2.72亿元，净利润0.43亿元，分别同比增长31.97%和28.63%；2011年1-9月实现销售收入2.7亿元，净利润0.52亿元，发展态势良好。而一直以来，公司主营产品收入占总收入99%左右，市场占有率也从2.8%上升到4.6%。未来随着行业整体的不断整合、公司产品研发实力的不断增强和产能的不断扩大，将为公司进一步提高市场占有率实现进口替代、及积极开拓国际市场打开广阔空间。

图 9 公司营业收入、净利润及增速情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 10 瓦楞纸箱印刷设备行业 市场占有率情况



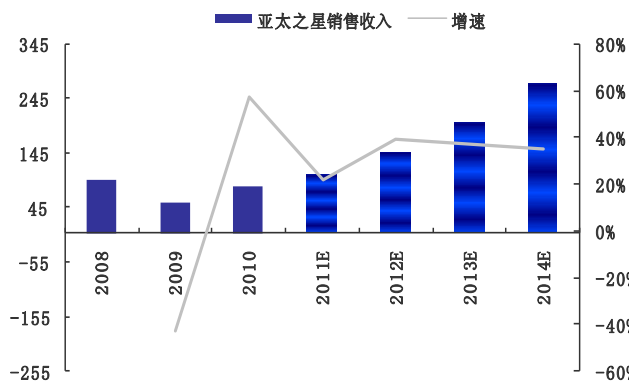
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.1. 产品技术优势：亚太之星 VS 拓来宝

亚太之星系列：又称为“下印机”，主要采用下印式设计，符合欧美客户的使用习惯。该机型在印刷速度、幅宽、精度、稳定性及自动化程度上更具优势。特别是在自动化方面，目前国际技术上只有“下印机”能与前端纸板生产线和预送纸机等设备相连，形成从“生产线-预送纸机-送纸单元-印刷单元-开槽单元-模切单元-粘箱单元”的全自动化生产线。通过了解得知，使用“下印机”的全自动生产线，在通常情况下只需要 2 名技术工人即可，大大减少了人力成本，提高了生产效率。2010 年，亚太之星系列产品实现销售收入 0.86 亿元、毛利率 34.5%，占到设备收入的 33.26%。我们认为，未来随着我国高端瓦楞纸箱印刷设备占比的上升、以及下游瓦楞包装行业集中度提高后对全自动化设备的依赖，亚太之星系列产品的销售收入将快速增长，预计 2011-2012 年将实现收入为 1.06 亿元、1.47 亿元、同比增长分别为 22.87%和 38.12%。

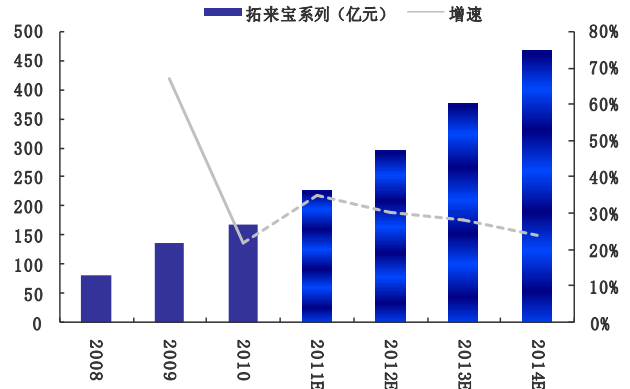
拓来宝系列：又称为“上印机”，主要采用上印式设计，符合发展中国家及地区客户的使用习惯。该机型与亚太之星系列产品最大的区别就是：无法与纸板生产线、预送纸机等设备相连，实现全自动化生产。因此，“上印机”属于半自动化生产线中，通常情况下需要 3~10 名技术工人，对瓦楞包装企业而言人工成本压力明显。我们认为，目前我国瓦楞包装企业正处在逐步转变的过程中，半自动化生产线向全自动化生产线转变是一个必然趋势，但基于下游企业短期内参差不齐的状态，公司拓来宝系列产品仍具有相当可观的盈利。2010 年，该系列实现销售收入 1.67 亿元、毛利率 31.7%，占到设备收入的 64.36%。预计 2011-2012 年该系列将实现销售收入 2.23 亿元、2.94 亿元、同比增长分别为 33.14%、31.75%，2012 年占比小幅下滑为 63%。

图 11 亚太之星系列产品的收入及增速情况



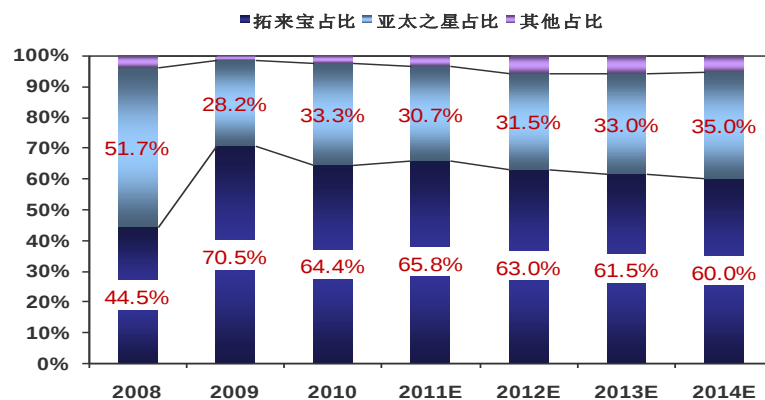
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 12 拓来宝系列产品的收入及增速情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 13 公司各项业务占比情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2. 营销优势：国内外市场齐头并进

2.2.1. 海外市场：企业稳定增长的基石

在海外市场上，公司主要竞争对手是法国马田（Martin）以及美国沃德（Ward），上述两个公司主要生产下印式的高端瓦楞纸箱印刷机械成套设备，并且在世界范围内具有较高影响力。对于东方精工而言，其发展突破点为：在高端产品同性能的条件下，以高性价比优势对海外品牌进行全方位替代。对比相关企业技术参数可知，公司产品已与国际先进技术相当，可售价却只有 1/2 左右。

表3 亚太之星系列 VS 法国马田（同类产品）

项目名称	东方精工 (APSTAR HS1628)	法国马田 (DRO 1628NT)	对比结果
标准送纸尺寸mm	1600*2800	1540*2890	参数基本接近
最小进纸尺寸mm	450*600	510*600	参数基本接近
加工纸板厚度mm	2.5~13	1.4~10	高于国外水平
印刷套准精度mm	±0.25	±0.25	与国外水平相同
送纸套准精度mm	±1.00	±1.00	与国外水平相同
模切套准精度mm	±0.50	±0.50	与国外水平相同
最多可配置的印刷单元	7	7	与国外水平相同
最高工作速度	180张/分钟	183张/分钟	与国外水平相同

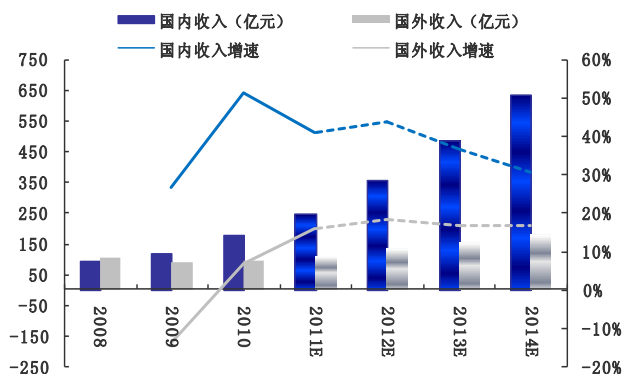
数据来源：粤科鉴字〔2009〕73号科技成果鉴定报告，招股说明书，安信证券研究中心

分析公司国外销售收入，2010年共外销产品29台，实现销售收入0.96亿元、同比增长6.74%。经过金融危机后，海外市场恢复情况良好，新增需求以及机械设备更替带来的动力使我们相信未来海外市场将保持稳定增长。更则，东方精工除稳抓发达国家市场外，还加大力度开拓新兴国家，如在印度、中东、南非等地区，公司将步骤设立办事处以覆盖当地市场。预计2011-2012年将实现销售收入1.11亿元、1.31亿元，分别同比增长16.07%及18.39%。

2.2.2. 国内市场：全自动生产线的逐步替代效应

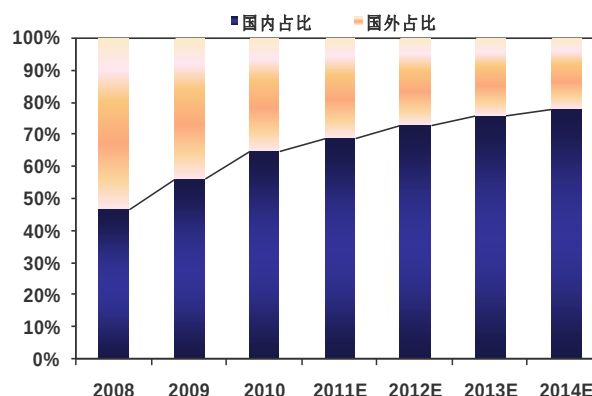
面对国内市场，基于下游瓦楞包装企业正处于逐步转变过程中，随着行业集中度的不断提升，将形成全自动化生产线对半自动化生产线的逐步替代。而依照行业内预估，未来3-5年内，中高端瓦楞纸箱印刷设备比例将从现有的30%上升至40%-50%，替代空间较大。对东方精工而言，其发展突破点分为两步：一，全自动生产线上（下印机：亚太之星），目前国产品牌中只有公司能生产该系列，因此企业只需抓住下游行业整合机遇，深度挖掘下游大企业客户，以高性价比优势替代进口品牌抢占市场；二，半自动生产线上（上印机：拓来宝），由于国内整个替代过程需要时间完成，对于中小型企业而言，若要持续生存下去对抗大型企业，势必要不断提高生产效率、降低生产成本，因此拥有技术含量及性价比优势的半自动生产线也将在一定空间内拥有销售市场。两者合并可延伸东方精工的销售领域，全方面为公司收入贡献盈利。预计2011-2012年将实现销售收入2.47亿元、3.55亿元，分别同比增长40.92%及43.81%。

图14 国内外收入及增速情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图15 国内外销售占比情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

3. 募投项目保障业绩稳定增长

2011 年，公司首次发行 3400 万股普通股，共募集资金 5.27 亿元用于四大项目建设。其中，使用 3.71 亿元用于“瓦楞纸箱印刷机械及其成套设备项目”、使用 0.14 亿元用于“研究中心建设项目”、使用 0.18 亿元用于“信息化建设项目”、使用 0.22 亿元用于“区域营销中心技术改造项目”。上述项目完成时间均为 24 个月，目前各募投项目正在积极筹备中。

对于产能而言，预计“瓦楞纸箱印刷机械及其成套设备项目”将新增产能 230 台，达产后将实现销售收入 5.98 亿元，产能得到保障。对于区域营销中心而言，预计在国内外将新增六大销售区域，分别是：国内市场—华北营销中心、华东营销中心、西南营销中心；国外市场—北美营销中心、欧洲营销中心、东南亚营销中心。从而提高核心竞争力，进一步提升市场份额，实现企业效益稳步增长。

表 4 募投项目具体情况

项目	投资总额 (亿元)	设计产能 (台)	达产年销 (亿元)	达产年税 (亿元)	内部收 (%)	完成时间 (年)
瓦楞纸箱印刷机械及其成套设备项目	3.71	230	5.98	1.02	21.52	2
区域营销中心 技术改造项目	设立城市		所属区域		辐射地区	
	天津		华北地区		东北地区	
	上海		华东地区		华中地区	
	成都		西南地区		西北地区	
	美国		北美地区		南美地区	
	意大利		欧洲地区		俄罗斯	
	印度		南亚地区		中东	

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

4. 瓦楞纸板生产线：产业链上的挑战

宽幅、高速、自动一体化瓦楞纸板生产线设备，是公司目前正在积极研发的新型产品。目前我国已成为世界最大瓦楞纸板生产国，近年来年产量基本维持在 8%-10% 之间，但是反观我国瓦楞纸板生产线，却基本以窄幅、低速产品为主导。

从业内了解到，瓦楞纸板生产线在我国大约存量市场有 5000 条，预估今年国内新增 200 条左右，其中大约有 50 条是高端进口全自动生产线，剩余的均为低端窄幅生产线。而高低端生产线的主要区别在于：高端—宽幅在 2.2~2.5 米、速度在 200~300 米/分钟，一般进口品牌售价在 2500~4000 万之间；低端—窄幅在 1.4~1.8 米、速度在 100 米/分钟之下，一般售价在 500 万以下。相比而言，两者无论从售价还是性能上都相差甚远，高端对低端的替代是未来行业发展的必然趋势。

东方精工在此刻积极研发高端瓦楞纸板生产线，不难看出一方面是想延伸产业链，另一方面仍是看准进口替代市场，以同样的视角进入下游瓦楞包装企业。而无论是公司瓦楞纸板生产线、还是瓦楞纸箱印刷设备，它们所面对的终端市场始终如一，因此对于公司只需把握好技术研发领域，使产品在性能上与高端进口品牌不相上下，从而即

可打开下游市场，是挑战也是机遇。

5. 盈利及估值

5.1. 盈利预测

综合上述行业及公司分析，我们认为我国瓦楞纸箱印刷设备在国家政策及下游行业不断整合、需求仍然良好的条件下，公司产品将以同性能、高性价比优势，在国内外市场上对海外进口品牌实现快速替代。同时，东方精工也将不断迎合市场，持续加强产品的应用技术升级以及研发出更多地新型产品。

公司 2008-2010 年综合毛利率为 27.61%、31.10%及 33.17%，呈现小幅上升趋势。销售费用方面，公司为树立品牌积极参加国内外会展，期间展会广告费及差旅费有小幅上升导致销售费用率小幅上升；管理费用方面，研发费用每年占销售收入的 3%-4%，相对比较平稳。综上，基于行业良好的发展机遇以及企业优势，预计公司 2011-2013 年销售收入为 3.59 亿元、4.88 亿元及 6.39 亿元，归属于母公司净利润为 0.74 亿元、1.01 亿元及 1.32 亿元，期间复合增速分别为 31.52%和 40.89%，综合毛利率为 35.65%、33.71%及 32.40%。

表 5 公司各业务盈利预测

单位：百万元

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
拓来宝							
收入	82.44	137.58	167.37	222.83	293.58	375.77	466.44
收入增速		66.90%	21.65%	33.14%	31.75%	27.99%	24.13%
收入占比	42.13%	66.90%	61.74%	62.20%	60.28%	58.85%	57.41%
成本	60.56	96.05	114.32	147.07	199.63	259.28	326.51
成本增速		58.61%	19.02%	28.65%	35.74%	29.88%	25.93%
成本占比	42.69%	67.62%	62.88%	63.57%	61.65%	59.95%	58.54%
产品毛利率	26.54%	30.19%	31.70%	34.00%	32.00%	31.00%	30.00%
亚太之星							
收入	95.85	54.92	86.49	106.27	146.79	201.63	272.09
收入增速		-42.70%	57.48%	22.87%	38.12%	37.36%	34.95%
收入占比	48.99%	26.71%	31.90%	29.66%	30.14%	31.58%	33.49%
成本	69.50	37.90	56.66	65.89	93.95	133.08	182.30
成本增速		-45.47%	49.51%	16.29%	42.58%	41.65%	36.99%
成本占比	48.99%	26.68%	31.17%	28.48%	29.01%	30.77%	32.69%
产品毛利率	27.49%	31.00%	34.49%	38.00%	36.00%	34.00%	33.00%
其他成套设备							
收入	7.04	2.56	6.20	13.71	25.63	33.61	38.87
收入增速		-63.64%	142.38%	121.01%	86.90%	31.12%	15.67%
收入占比	3.60%	1.24%	2.29%	3.83%	5.26%	5.26%	4.78%
成本	5.20	1.77	4.29	9.05	17.43	23.19	27.21
成本增速		-65.98%	142.32%	111.05%	92.57%	33.04%	17.34%
成本占比	3.67%	1.25%	2.36%	3.91%	5.38%	5.36%	4.88%
产品毛利率	26.11%	30.87%	30.88%	34.00%	32.00%	31.00%	30.00%
配件							
收入	10.33	10.58	11.04	15.46	21.00	27.51	35.00
收入增速		2.38%	4.39%	39.99%	35.86%	30.98%	27.23%
收入占比	5.28%	5.14%	4.07%	4.32%	4.31%	4.31%	4.31%
成本	6.60	6.33	6.54	9.35	12.81	16.97	21.70
成本增速		-4.08%	3.38%	43.02%	36.98%	32.48%	27.85%
成本占比	4.65%	4.45%	3.60%	4.04%	3.96%	3.92%	3.89%
产品毛利率	36.17%	40.20%	40.78%	39.50%	39.00%	38.30%	38.00%
其他收入							
收入	0.30	0.50	0.93	1.26	1.47	1.28	1.63
总收入	195.96	206.14	272.04	359.54	488.47	639.79	814.03
总成本	141.86	142.04	181.80	231.36	323.82	432.52	557.72
综合毛利率	27.61%	31.10%	33.17%	35.65%	33.71%	32.40%	31.49%

数据来源：wind，安信证券研究中心

5.2. 估值与定价

综合上述观点，我们认为随着我国瓦楞包装行业的持续发展，公司利用产品同性能高性价比优势、营销优势以及产能保障三方面共同推动企业增长。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.55 元、0.74 元及 0.97 元，对应 PE 为 36、26、20 倍，期间净利润复合增长率为 40.89%。首次给予“增持-A”投资评级，6 个月合理目标价为 23 元，对应 2012 年 PE 为 31 倍。

表 6 行业公司对比情况

公司代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			EPS (元)			PE		
				2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
002611	东方精工	20.69	28.14	0.74	1.01	1.32	0.55	0.74	0.97	38	28	21
300195	长荣股份	30.70	42.98	1.55	2.18	2.76	1.11	1.56	1.97	28	20	16
002209	达意隆	10.06	19.64	0.64	0.94	1.24	0.33	0.48	0.64	30	21	16
300173	松德股份	15.80	13.76	0.43	0.71	0.99	0.50	0.82	1.13	32	19	14
399005	中小板指	5,379.334								36		

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

6. 风险提示

- 技术研发风险；
- 产能扩大后的销售风险；
- 国际市场开拓风险。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011/11/22		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	206.1	272.0	359.5	488.5	639.8	成长性					
减: 营业成本	142.0	181.8	231.4	323.8	432.5	营业收入增长率	5.2%	32.0%	32.2%	35.9%	31.0%
营业税费	1.2	0.9	1.9	2.3	2.9	营业利润增长率	26.0%	31.3%	70.5%	36.4%	31.7%
销售费用	7.2	9.2	18.5	21.2	22.9	净利润增长率	26.7%	28.6%	73.2%	36.1%	31.2%
管理费用	16.0	28.8	25.4	30.0	34.3	EBITDA 增长率	24.6%	27.6%	83.5%	32.2%	25.7%
财务费用	1.4	1.1	-3.2	-5.6	-6.6	EBIT 增长率	27.5%	29.5%	60.7%	34.9%	32.4%
资产减值损失	0.1	0.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	28.3%	25.7%	63.1%	34.6%	31.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.6%	73.9%	288.8%	24.3%	4.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	61.7%	62.9%	416.6%	13.5%	15.6%
营业利润	38.3	50.2	85.6	116.7	153.8	利润率					
加: 营业外净收支	0.7	1.6	1.3	1.5	1.3	毛利率	31.1%	33.2%	35.6%	33.7%	32.4%
利润总额	39.0	51.8	86.9	118.2	155.1	营业利润率	18.6%	18.5%	23.8%	23.9%	24.0%
减: 所得税	5.6	9.3	13.0	17.7	23.3	净利润率	16.2%	15.7%	20.6%	20.7%	20.7%
净利润	33.3	42.8	74.2	101.0	132.5	EBITDA/营业收入	21.8%	21.0%	29.2%	28.4%	27.3%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	19.2%	18.9%	22.9%	22.8%	23.0%
货币资金	35.6	60.2	366.9	378.9	502.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	73	64	187	250	196
应收账款	26.3	21.5	36.2	48.6	59.4	流动营业资本周转天数	9	37	54	63	74
应收票据	2.7	1.3	3.3	4.4	4.9	流动资产周转天数	185	215	362	412	387
预付账款	5.9	29.7	29.7	29.7	29.7	应收账款周转天数	35	26	26	28	27
存货	54.5	87.8	85.9	133.6	182.7	存货周转天数	78	94	87	81	89
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	271	289	564	685	603
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	93	109	256	336	290
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	1.5	1.5	1.5	ROE	37.6%	29.5%	9.9%	11.9%	13.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	19.1%	16.2%	8.5%	10.1%	11.5%
固定资产	42.2	54.4	318.7	360.3	336.7	ROIC	74.1%	72.4%	67.9%	23.5%	25.0%
在建工程	-	0.8	-	-	-	费用率					
无形资产	6.0	6.1	22.3	37.0	33.3	销售费用率	3.5%	3.4%	5.1%	4.3%	3.6%
其他非流动资产	1.1	0.9	0.1	0.1	0.1	管理费用率	7.8%	10.6%	7.1%	6.1%	5.4%
资产总额	174.4	262.6	864.6	994.2	1,150.6	财务费用率	0.7%	0.4%	-0.9%	-1.1%	-1.0%
短期债务	8.3	21.4	-	-	-	三费/营业收入	11.9%	14.4%	11.3%	9.3%	7.9%
应付账款	45.1	46.1	61.0	90.1	114.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	49.2%	45.1%	13.8%	15.0%	15.1%
其他流动负债	31.9	50.9	58.5	58.5	58.5	负债权益比	97.0%	82.1%	16.0%	17.6%	17.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.46	1.69	4.37	4.00	4.50
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.82	0.95	3.65	3.10	3.44
负债总额	85.8	118.4	119.5	148.7	173.3	利息保障倍数	29.03	47.94	-25.72	-19.87	-22.27
少数股东权益	-	1.2	0.8	0.3	-0.4	分红指标					
股本	64.5	102.0	136.0	136.0	136.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	24.1	41.1	608.3	709.2	841.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	88.5	144.2	745.1	845.5	977.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	33.3	42.5	74.2	101.0	132.5	EPS(元)	0.24	0.32	0.55	0.74	0.97
加: 折旧和摊销	5.4	6.2	22.7	27.7	27.3	BVPS(元)	0.65	1.05	5.47	6.21	7.19
资产减值准备	0.1	0.0	-	-	-	PE(X)	79.5	61.8	35.7	26.2	20.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	29.9	18.5	3.6	3.1	2.7
财务费用	1.2	1.0	-3.2	-5.6	-6.6	P/FCF	387.9	230.7	-10.6	1,215.7	23.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	12.8	9.7	7.4	5.4	4.1
少数股东损益	-	-0.3	-0.4	-0.5	-0.7	EV/EBITDA	-	-	22.0	16.6	12.6
营运资金的变动	-14.2	-6.0	8.6	-32.2	-35.8	CAGR(%)	44.5%	45.8%	31.5%	29.3%	27.4%
经营活动产生现金流量	33.4	53.3	101.9	90.4	116.7	PEG	1.8	1.3	1.1	0.9	0.7
投资活动产生现金流量	-5.1	-43.6	-303.9	-84.0	-	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-21.3	-6.5	508.8	5.6	6.6	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张殚，安信证券中小板行业助理分析师，武汉大学法学学士，2007 年加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张殚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

胡珍

0755-82558073

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034