

审慎推荐-A (维持)

东方精工 002611.SZ

目标估值: 无

当前股价: 17.74 元

2011年12月9日

基础数据

上证综指	2315
总股本(万股)	13600
已上市流通股(万股)	3400
总市值(亿元)	24
流通市值(亿元)	6
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	13.8
资产负债率	13.2%
主要股东	唐灼林&唐灼棉
主要股东持股比例	56.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-18	14	14
相对表现	-14	28	32



Aug-11

资料来源: 港澳资讯, 招商证券

相关报告

1、《东方精工(002611)-业绩符合预期, 四季度产能释放》2011/10/19

2、《东方精工(002611)-受益快速消费与劳动力替代趋势》2011/8/28

刘荣

0755-82943203

liur@cmschina.com.cn

S1090511040001

研究助理

管孟

0755-82908619

guanmeng@cmschina.com.cn

在手订单充裕、增长稳健

公司是包装印刷机械细分行业的龙头, 产品性能优于国内同行接近国际先进水平, 未来受益于消费升级及劳动力替代趋势。目前在手订单充足, 维持 11、12 年 EPS 0.55、0.75 元业绩预测, 维持“审慎推荐-A”评级。

- **上市增强品牌竞争力, 有助扩大市场份额。**10 年我国瓦楞纸箱印刷机械市场规模约为 37 亿元, 其中中高端仅占 30%, 这之中还有 20%是进口, 而发达国家高端需求占到 90%以上。我们预期“十二五”期间国内市场需求年均增长率 12.6%左右, 中高端占比提高到 50%, 保守估计到 2015 年市场容量将增长 80%以上, 中高端市场需求将增长 2 倍左右。公司产品定位中高端, 上市后对品牌影响力提升开始显现, 未来有助于分享行业的高增长并扩大市场占有率。
- **产品性能优异、拥有性价比优势。**公司配有多台德国、日本进口加工设备, 齿轮零部件加工精度达到 5 级, 对产品的性能和精度提供了有效保障。目前产品在功能、规格、速度、精度以及操作便利性等方面优于国内同行, 接近国际领先水平, 但由于国内员工素质和原材料性能的原因, 产品在耐用度方面低于国外产品, 不过价格只有国外产品一半左右, 具备性价比优势。
- **新兴市场拓展顺利, 海外订单未见下滑。**公司在欧美市场还是通过代理商销售, 10 年派遣员工出国到代理商处学习后, 目前在印度中部、南部和北部、中东以及巴基斯坦都设有办事处进行直销, 这些市场拓展顺利, 特别是印度市场, 公司将其为除中国之外的第二大市场。预计今年出口收入 1.6 亿, 符合之前预期。
- **瓦楞纸板线研制进度超预期。**目前瓦楞纸板生产线核心技术已经攻克, 开始进入试制, 明年可能成为一个新的业务增长点。一条瓦楞纸板生产线售价约 1,300 万元, 毛利率预计约 35%-40%, 一条生产线匹配 4-6 台印刷设备, 下游客户和现有属于同一类, 因而具备一定的销售优势。目前国内现有 5,000 多条生瓦楞纸板产线, 主要是中低端且较老旧, 未来更新升级需求空间大, 国内现在销售的台湾品牌定价在 1,200 多万, 欧洲德国的产品定价在 3,000 多万, 公司产品具备竞争力。
- **原厂区新厂房如期投入使用。**公司10月份在厂区一块空地加盖了一个新厂房作为原厂房的配属仓库, 从而释放原厂房每月3-5台的产能, 募投项目预期明年第三季度开始陆续达产, 以全部产能用于生产印刷机械计算, 我们预计2011公司的产能在140台左右, 2012年180台, 2013 年达到230台左右。公司瓦楞纸板生长线产能与瓦楞纸箱印刷机械产能通用, 如果明年生长线投入生产, 由于产能限制将会影响其他产品的产量。
- **经营风格稳健, 财务情况良好。**公司管理层经营风格稳健, 中长期印刷设备收入目标10亿, 瓦楞纸板生产线5亿元, 上市后资金充裕, 存在在瓦楞纸板产业链上收购相关公司的可能。目前在手订单维持在3个月的产能水平, 应收账款维持在合理比例。

维持“审慎推荐-A”投资评级。目前公司在手订单充足，维持 11、12 年 EPS 0.55、0.75 元业绩预测，对应 11、12 年 PE 分别为 32、23.6 倍，短期内股价受网下申购股票解禁压力，但公司长期受益于国内和新兴市场消费升级和劳动力替代趋势以及在欧美市场的性价比优势，未来成长性较为确定，随着募投项目逐步投产，预测未来三年的收入复合增长率将在 35%，维持“审慎推荐-A”投资评级。

风险因素：海外经济进一步恶化有可能导致订单下滑

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	206	272	373	513	704
同比增长	5%	32%	37%	38%	37%
营业利润(百万元)	38	50	88	119	163
同比增长	26%	31%	75%	36%	37%
净利润(百万元)	33	43	75	102	140
同比增长	27%	29%	76%	35%	37%
每股收益(元)	0.24	0.32	0.55	0.75	1.03
PE	72.4	56.3	32.0	23.6	17.3
PB	22.4	13.9	8.1	6.2	4.7

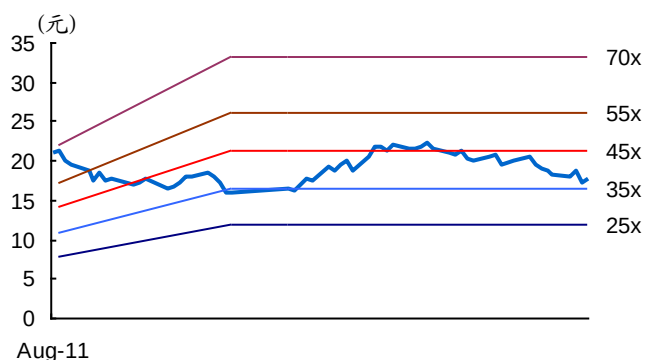
资料来源：公司报表，招商证券研发中心

表 1：印刷机械上市公司估值对比表

公司	12.6 股价	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		10	11E	12E	10	11E	12E	10	11E	12E			
长荣股份	27.30	0.57	1.18	1.51	32.0%	106.3%	28.0%	47.72	23.14	18.08	3.21	12.0%	38.2
松德股份	13.64	0.45	0.50	0.82	27.2%	10.1%	64.3%	30.18	27.40	16.68	2.15	7.1%	11.9
达意隆	8.85	0.24	0.33	0.49	19.7%	35.7%	48.5%	36.68	27.03	18.20	2.90	9.3%	17.3
东方精工	17.74	0.32	0.55	0.75	28.6%	74.6%	36.4%	56.31	32.25	23.65	3.51	9.4%	24.1
平均					26.3%	50.7%	46.9%	38.19	25.86	17.65	2.75	9.5%	

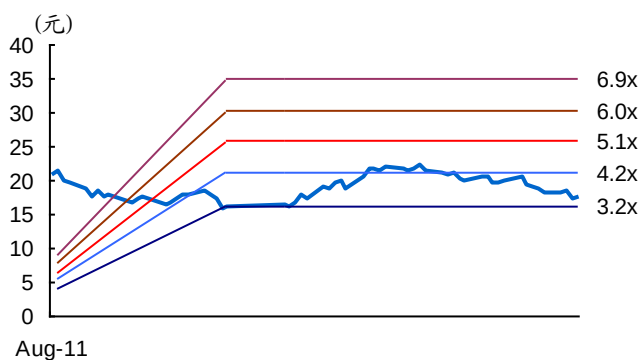
资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 1：东方精工历史 PE Band



资料来源：港澳资讯，招商证券研发中心

图 2：东方精工历史 PB Band



资料来源：港澳资讯，招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	125	201	346	446	626
现金	36	60	175	241	353
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	1	1	2	2
应收款项	21	19	29	40	55
其它应收款	5	3	7	15	21
存货	55	88	109	141	185
其他	6	30	24	7	9
非流动资产	49	62	74	114	130
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	42	54	67	107	124
无形资产	6	6	5	5	4
其他	1	2	1	1	1
资产总计	174	263	420	559	756
流动负债	86	118	120	169	241
短期借款	8	21	20	30	50
应付账款	43	46	60	84	116
预收账款	28	51	39	54	74
其他	6	1	1	1	1
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	86	118	120	169	241
股本	64	102	136	136	136
资本公积金	1	11	57	57	57
留存收益	23	30	106	197	321
少数股东权益	0	1	1	1	1
母公司所有者权益	89	143	299	389	514
负债及权益合计	174	263	420	559	756

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	33	53	56	117	138
净利润			75	102	140
折旧摊销			8	11	14
财务费用			0	(0)	0
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(27)	4	(16)
其它			0	0	0
投资活动现金流	(5)	(44)	(20)	(50)	(30)
资本支出			(20)	(50)	(30)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(21)	(7)	79	(1)	5
借款变动			(1)	10	20
普通股增加			34	0	0
资本公积增加			46	0	0
股利分配			0	(11)	(15)
其他			(0)	0	(0)
现金净增加额	7	3	115	66	113

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	206	272	373	513	704
营业成本	142	182	242	336	462
营业税金及附加	1	1	1	2	2
营业费用	7	9	13	16	21
管理费用	16	29	29	40	55
财务费用	1	1	0	(0)	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	38	50	88	119	163
营业外收入	1	2	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	39	52	89	120	164
所得税	6	9	13	18	25
净利润	33	43	75	102	140
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	33	43	75	102	140
EPS (元)	0.24	0.32	0.55	0.75	1.03

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	5%	32%	37%	38%	37%
营业利润	26%	31%	75%	36%	37%
净利润	27%	29%	76%	35%	37%
获利能力					
毛利率	31.1%	33.2%	35.1%	34.5%	34.3%
净利率	16.2%	15.8%	20.2%	19.9%	19.8%
ROE	31.0%	24.7%	25.3%	26.2%	27.2%
ROIC	35.0%	25.4%	23.4%	24.1%	24.6%
偿债能力					
资产负债率	49.2%	45.1%	28.7%	30.2%	31.9%
净负债比率	4.8%	8.1%	4.8%	5.4%	6.6%
流动比率	1.5	1.7	2.9	2.6	2.6
速动比率	0.8	1.0	2.0	1.8	1.8
营运能力					
资产周转率	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9
存货周转率	3.2	2.6	2.5	2.7	2.8
应收帐款周转率	10.2	13.6	15.5	14.8	14.8
应付帐款周转率	4.0	4.1	4.6	4.7	4.6
每股资料(元)					
每股收益	0.24	0.32	0.55	0.75	1.03
每股经营现金	0.30	0.48	0.41	0.86	1.01
每股净资产	0.79	1.28	2.19	2.86	3.78
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.08	0.11
估值比率					
PE	72.4	56.3	32.0	23.6	17.3
PB	22.4	13.9	8.1	6.2	4.7
EV/EBITDA	83.6	65.5	38.9	28.7	21.0

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，招商证券研发中心研究董事。连续 5 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，两年第二名。连续三年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

管孟，北京大学和香港大学管理学和金融学双硕士、清华大学水利水电工程专业学士，2011 年 7 月加盟招商证券。

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。