

金明精机(300281.SZ)

塑料吹塑设备“小巨人”

评级:
询价区间:

分析师

白宇

S0740511110001

021-20315193

baiyu@r.qlzq.com.cn

2011 年 12 月 13 日

前次:
25.4-31.2 元

分析师

刘江啸

S0740510120006

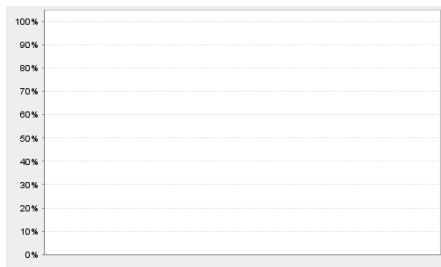
021-20315167

liujx@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	60.00
流通股本(百万股)	15.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	12,494	20,155	27,513	33,909	46,666
营业收入增速	22.2%	61.3%	36.5%	23.2%	37.6%
净利润增长率	40.68%	122.18%	38.15%	19.46%	37.95%
摊薄每股收益(元)	1.33	0.90	0.94	1.12	1.54
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)					
PEG					
每股净资产(元)	4.08	2.90	6.82	7.94	9.49
每股现金流量	0.00	0.00	1.61	1.33	2.14
净资产收益率	32.55%	31.25%	13.74%	14.10%	16.28%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本(百万股)	13.80	45.00	60.00	60.00	60.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **增长迅速, 盈利能力突出的吹塑设备行业领先企业。**公司是国内较早从事塑料机械制造的民营企业之一, 目前已经是国内塑机行业中吹塑设备领域的龙头。公司以技术为本, 自成立以来就一直引领者国内吹塑设备技术的发展。较为高端的产品结构和优秀的成本控制能力使得公司的盈利能力远超行业水平。
- **内生增长、高端化、进口替代驱动吹塑设备需求增长。**我国塑料制品行业稳定增长, 近十年年增长均超过 10%, 细分产品尤其是塑料膜产品占比明显处于上升阶段, 这为塑机行业奠定了良好的内生增长环境, 塑机行业十二五规划预测的行业年均增速为 12%。塑机各品种中, 受益技术升级及下游拉动, 吹塑设备有望保持超越行业的增速。目前, 国内高端吹塑设备当中进口比例超过 80%, 价格为国产设备 2-3 倍, 随着国产塑机技术的成熟, 进口替代空间逐步显现。同时近年来高速增长的新兴市场也为中国塑机企业带来外延式增长空间。
- **国内最具技术和规模优势的吹塑机械企业。**公司是国内少数完全掌握薄膜吹塑设备核心技术的企业之一, 在挤出模头设计加工、收卷技术等最为关键的技术上达到了国际水平。较强的规模效应使得公司成为上游塑料原材料商的指定合作伙伴, 而携手原材料厂商也使得公司在市场推广时占据先发优势。其次, 由于明显领先同行的技术实力和规模, 使得公司对下游厂商有着将强的定价能力, 高盈利能力有望长期保持。同时, 在石头纸等新型材料领域的积极拓展也使得公司在有潜力的市场有充分的产品储备。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2011-2013 年, 销售收入增长: 37%、23%、38%, 对应 EPS: 0.94、1.12、1.54。我们建议估值询价区间为 25.4-31.2 元; 对应 2011 年动态 PE 估值区间为: 27-33 倍。
- **风险提示。**1) 行业竞争度持续加强。2) 汇率波动风险与贸易保护。3) 产能消化风险。

内容目录

公司简介	- 2 -
历史较为悠久的吹塑机械领先企业	- 4 -
增长迅速，盈利能力突出	- 4 -
内生增长、高端化、进口替代三轮驱动吹塑设备需求	- 5 -
成长中的塑料制造行业带来稳定的塑料机械需求	- 5 -
我国塑料机械行业规模已达到世界第一，十二五期间 12% 的增速可期	- 6 -
吹塑机械增长空间巨大	- 6 -
多层共挤等高端产品需求日益增加	- 7 -
进口替代和出口市场带来内生增长外的空间	- 8 -
国内最具技术和规模优势的吹塑机械企业	- 10 -
核心技术在手，领导国内薄膜吹塑发展	- 10 -
规模优势、技术实力得到塑料制品上下游企业认可	- 11 -
积极拓展产品下游应用领域	- 12 -
募投项目：扩大生产能力的同时，加强研发保持核心竞争力	- 12 -
盈利预测及估值	- 13 -
盈利预测假设	- 13 -
估值定价	- 14 -
风险因素	- 15 -

图表目录

图表 1：公司发展历程	- 4 -
图表 2：公司收入分布	- 5 -
图表 3：公司历年收入分产品收入情况	- 5 -
图表 4：公司与行业营收增长对比	- 5 -
图表 5：公司与行业毛利率对比	- 5 -
图表 6：塑料制品产量及其增长率	- 6 -
图表 7：塑料制品分类别占比情况	- 6 -
图表 8：塑料机械工业产值及同比增速情况	- 6 -
图表 9：塑料机械产品分类	- 7 -
图表 10：塑料机械产品分类占比分布	- 7 -
图表 11：薄膜制造中吹塑制造占比将会逐步提升	- 7 -
图表 12：国内塑机进口价格和出口价格对比	- 8 -
图表 13：国内吹塑设备市场容量分析	- 8 -
图表 14：塑料制管行业国产化率逐步提高	- 9 -

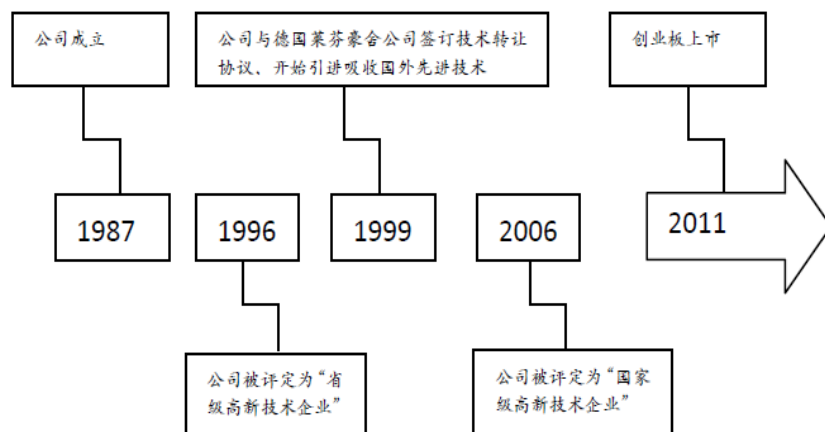
图表 15: 世界塑机行业分地区增长预测	- 9 -
图表 16: 塑机行业产品出口数量走势	- 10 -
图表 17: 塑机行业产品出口金额走势	- 10 -
图表 18: 公司在吹塑设备各个重要部件上的技术水平分析	- 10 -
图表 19: 公司产品技术指标与国内国际水平对比	- 11 -
图表 20: 携上游厂商共同开发市场	- 11 -
图表 21: 塑料制品和塑机行业企业个数对比	- 12 -
图表 22: 公司与塑机行业企业资产规模对比	- 12 -
图表 23: 新型材料产品加大了特殊吹塑设备的定制需求	- 12 -
图表 24: 产能募投计划	- 13 -
图表 25: 公司主要产品收入预测	- 14 -
图表 26: 盈利预测摘要	- 14 -
图表 27: 可比公司估值	- 15 -

公司简介

历史较为悠久的吹塑机械领先企业

- 公司成立于 1987 年，是最早一批从事塑料机械制造的民营企业之一。经过 24 年的发展，公司已经成为塑料机械行业内知名企业，并在吹塑机械细分子行业中处于领先地位。
- 公司目前实际控制人为马镇鑫先生及妻子，共合计持有公司 3014.55 万股，占公司发行前总股本的 66.99%。按发行 1,500 万股计算，发行后，马镇鑫与余素琴将持有公司 50.24% 的股份，仍处于控股地位。
- 公司以技术为本，从成立以来就不断推动中国吹塑机械技术的发展：1995 年公司研制出国内领先的 10 米宽幅大型薄膜吹塑设备；1997 年研制开发的 SZC-100 微电脑注塑吹塑机通过广东省科委的技术成果鉴定，达到了国际 90 年代初的水平，远超过当时国内技术；1999 年公司推出了国内首台 20m 三层复合大膜棚、土工膜机组；进入 21 世纪，公司在吸收消化国外引进技术后，开始大规模自主研发，多种产品达到了国际领先水平，并成为国家级技术企业。

图表 1：公司发展历程

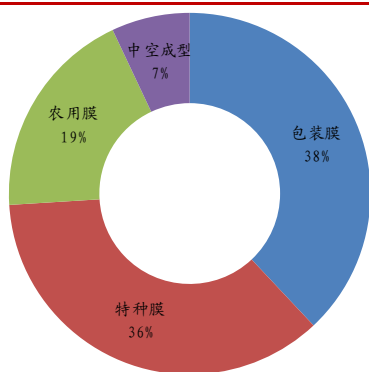


来源：齐鲁证券研究所

增长迅速，盈利能力突出

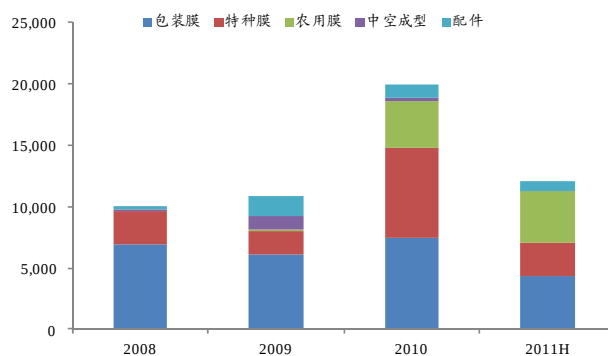
- 公司目前拥有薄膜吹塑设备、中空吹塑成型设备的生产能力 160 台/年。目前公司薄膜吹塑设备主要分为三类：包装膜、特种膜和农用膜。公司产品大多为客户按需定制生产，因此每台机器价格差异很大，按照 2010 年数据，包装膜设备均价在 90 万元左右、农膜设备均价 30 万元、特种膜在 120 万元左右，中空成型设备 35 万元左右。
- 目前包装膜是公司收入的主要部分，2010 年占主营业务收入的 38% 左右。受益产品结构上行，特种膜等产品附加值较高的产品占比迅速提升，2010 年已经接近包装膜的占比。

图表 2：公司收入分布



来源：齐鲁证券研究所

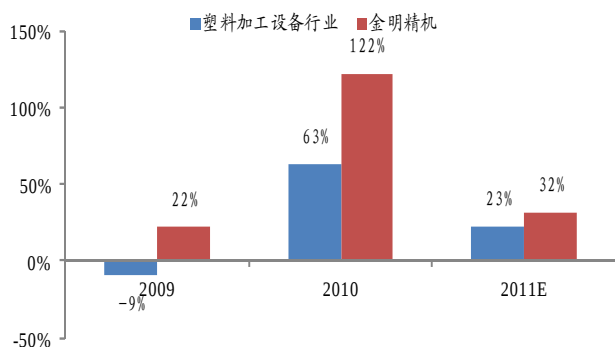
图表 3：公司历年收入分产品收入情况



来源：齐鲁证券研究所

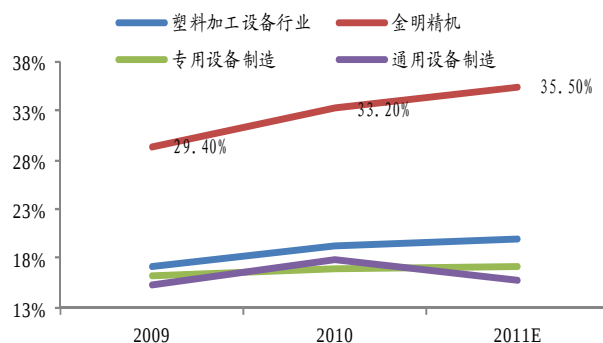
- 相比塑料加工机械行业，公司的成长能力和盈利能力突出。公司 2009 年以来的年均增长率都远超行业水平。公司产品位于行业高端，产品价格远高于行业平均水平，再加上优良的成本控制能力使得公司的毛利率大约在行业平均水平的一倍以上。同时我们可以对比塑料加工设备和专用设备、通用设备两个行业可以发现，塑料加工设备行业的毛利略高，塑料机械行业本身的竞争还是要优于整体机械行业的。

图表 4：公司与行业营收增长对比



来源：齐鲁证券研究所

图表 5：公司与行业毛利率对比



来源：齐鲁证券研究所

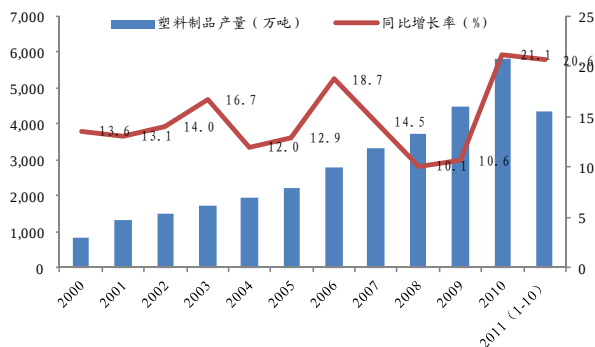
内生增长、高端化、进口替代三轮驱动吹塑设备需求

成长中的塑料制造行业带来稳定的塑料机械需求

- 塑料制品是我国石化、轻工行业的重要组成部分，主要包括塑料薄膜、板片、塑料管及其附件、泡沫塑料、包装箱及容器、日用制品等十个子行业，下游覆盖了农业、工业、建材、包装、医用等众多行业。2011 年 1-10 月，我国塑料制品产量达到 4356 万吨，同比增长 21% 左右。我国塑料制品行业目前已经进入了一个平稳增长阶段，2000 年以来每年的产量增速均在两位数以上，即使是 2008 年的金融危机增速也达到了 10%。
- 2010 年我国塑料制品行业的工业总产值达到了 1.4 万亿元，预计 2011 年同比增长 25% 左右，达到 1.75 万亿。根据 2011 年 1-10 月份数据，塑料制品细分行业当中，塑料板管型材制造业约占总产值占 23.6%，是塑料制品细分产品当中最大的；塑料薄膜制造业总产值约占 13.5% 是

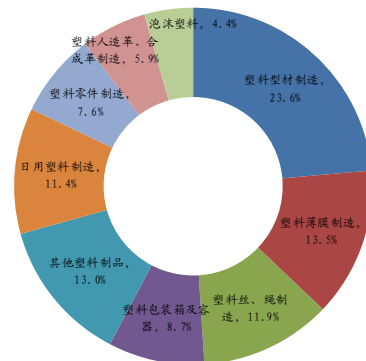
第二大细分子行业，2011 年产值大约在 1900 亿元左右。同时在下端包装、农膜等需求的快速增长的拉动下，塑料薄膜行业近年来的增长也快于其他子行业。

图表 6：塑料制品产量及其增长率



来源：齐鲁证券研究所

图表 7：塑料制品分类别占比情况

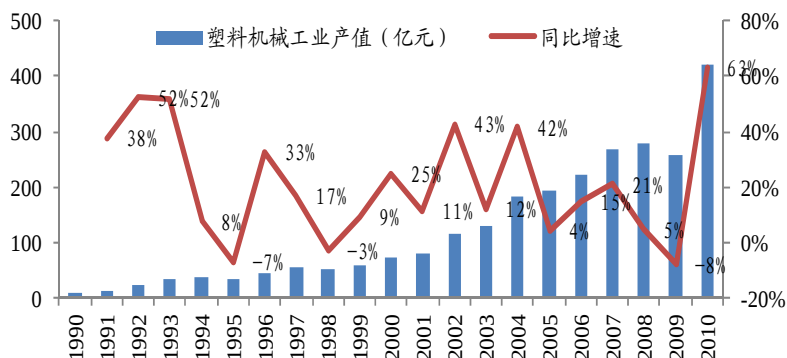


来源：齐鲁证券研究所

我国塑料机械行业规模已达到世界第一，十二五期间 12% 的增速可期

- 我国塑料机械行业起源于 1958 年，上海塑料机械厂生产了第一台 60 克注塑机。经过 50 多年的发展，我国塑料机械行业已经形成了产品门类齐全、企业结构和布局合理的，具有相当规模和技术水平的独立产业体系。1990-2000 年间，我国塑料机械行业工业生产值年均复合增长率高达 21%；进入 21 世纪的头十年，行业继续迅速发展，年均复合增长率仍然高达 19%。特别是 2002 年以后，行业已经在产品产量以及产值两个方面都成为世界第一。
- 根据塑料机械行业的十二五规划，2011-2015 年，塑料机械产值年均增长目标为 12%，到 2015 年，全行业工业总产值和销售总额均达到 500 亿元以上。

图表 8：塑料机械工业产值及同比增速情况

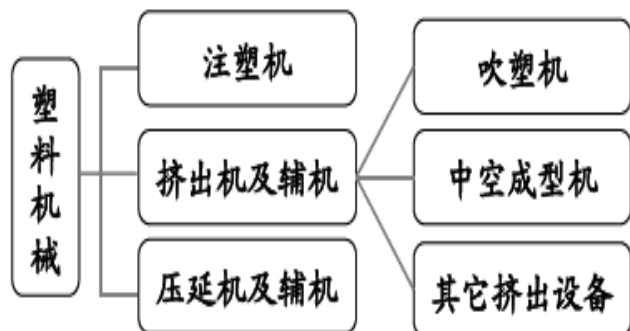


来源：齐鲁证券研究所

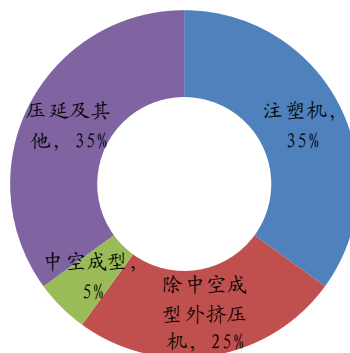
吹塑机械增长空间巨大

- 塑料机械按照对原材料的加工工艺可以分为注塑机、挤压机、压延机三

类，其中挤压机又可以分为吹塑机、中空成型机和其他挤出设备等三类。金明精机产品主要以吹塑机和中空成型机为主。目前塑料机械的产品结构大体上为：注塑机 35%、挤压及中空成型机占 30%、压延及其他塑机占 35%。

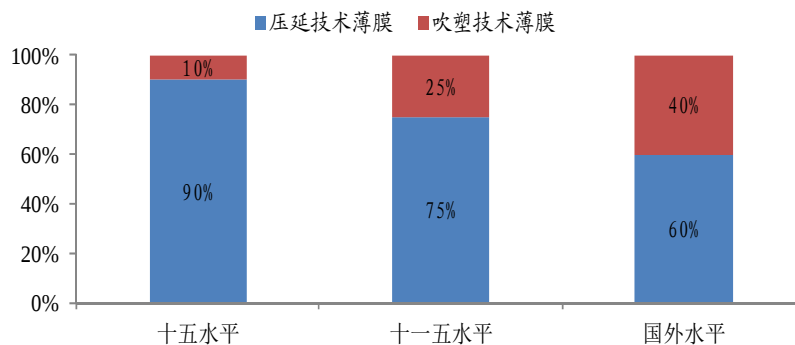
图表 9：塑料机械产品分类


来源：齐鲁证券研究所

图表 10：塑料机械产品分类占比分布


来源：齐鲁证券研究所

- 吹塑设备今年来发展迅速，其性价比较高、能耗较低（注塑机模具腔内压力位 1.5-140MPa，而吹塑时型坯的吹胀压力一般都低于 1MPa）、适应性强（可成型结构复杂件），成型制件具有高度的整体性，综合性能好，附加值高。
- 在塑料薄膜制造领域，吹塑设备替代其他技术设备的趋势更加明显。以吹塑为基础的共挤薄膜的占比已经从十五的 10% 增加到了十一的 25% 左右，而这仍距离国外 40% 的水平有所差距。因此吹塑薄膜设备的增长潜力巨大。

图表 11：薄膜制造中吹塑制造占比将会逐步提升


来源：齐鲁证券研究所

多层共挤等高端产品需求日益增加

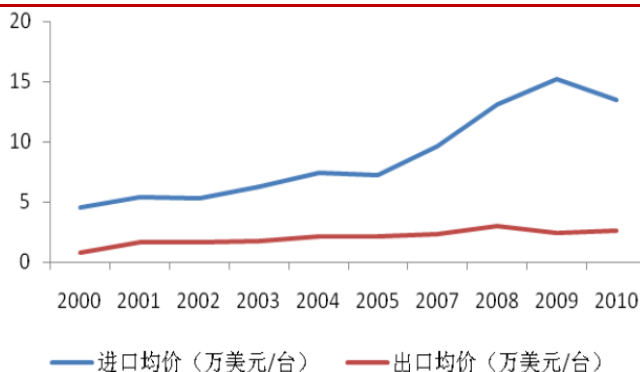
- 由于单一品种的材料（如单层薄膜）无法满足多功能性的要求，通过不同塑料材料的多层复合搭配来满足多功能性的需求已成为未来塑料制品生产技术发展的必然趋势。而在各种复合技术中，多层共挤技术正日益成为发展的主流。多层共挤复合塑料膜产品有如下特点：

- 丰富了材料的多方面性能。塑料材料的性能包括产品的热封性能、机械性能（强度、坚挺度、抗穿刺能力等）、阻隔性能等，例如输液袋薄膜要求具有较好的抗穿刺性及阻隔性，农膜要求具有更好的抗氧化性等。由于多层共挤采用了多种不同性质的材料，因此其制品具有单层产品无法比拟的优点和特性。
- 降低了复合材料的成本。多层共挤复合材料为一步工艺制成，不需要许多传统的复合及涂覆等后加工，相应地，复合用的半成品储存及每次复合所进行的反复修边工艺均可省去，使原料费用和生产费用明显降低，从而降低了复合材料的生产成本，非常适用于具有特殊性质或功能的新材料、新产品（如石头纸、光生态农膜等）的生产。
- 应用领域更广。传统的干式复合工艺无法生产牙膏管、纸塑铝复合产品、航空航天等产品，已无法满足市场不断变化的需求。多层共挤复合材料制品可以涵盖几乎所有的包装领域：食品、日化产品、饮料、药品、保护膜甚至航空航天产品等。
- 多层共挤所占的市场份额飞速增长。以欧洲为例，多层共挤薄膜在所有吹塑薄膜中所占的市场比例已经由数年前的 20%~25% 达到近几年的 40%-50% 的水平。而且近年来新安装的多层共挤生产线占到所有新安装挤出生产线的 80%-90%。国内方面，目前国内一般仍以三层挤压为主，但五层、七层甚至九层以上的需求也在快速增长。

进口替代和出口市场带来内生增长外的空间

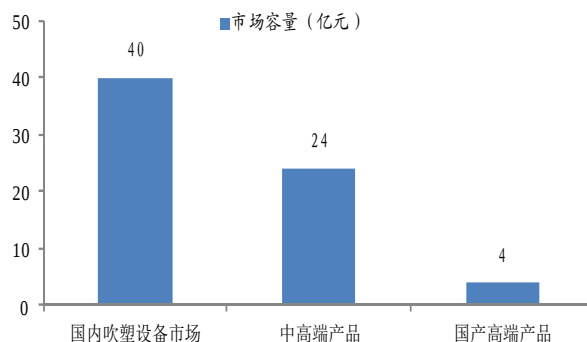
- 虽然我国塑料机械行业体量已经荣登世界第一的宝座，但是和大多数机械制造行业类似，量大但质并不高。进口产品仍然占据这高端塑机的很大一部分市场份额。国内为数众多的塑机企业大多数围绕着低端产品来经营，目标国内低端市场和发展中国家的出口市场。我国塑机进口价格和出口价格巨大的差距，正是这一行业现象的最明显体现。
- “十一五”期间，我国塑料机械年进口额保持在 23-30 亿美元之间，年贸易逆差 10-15 亿美元。按价值量计算，国内塑料机械市场份额 50% 被进口占据，进口替代空间巨大。以吹塑设备市场为例，目前中高端产品当中国产产品的占有率仅有 17% 左右，而进口产品大概占据了吹塑设备 50% 的市场份额。

图表 12：国内塑机进口价格和出口价格对比



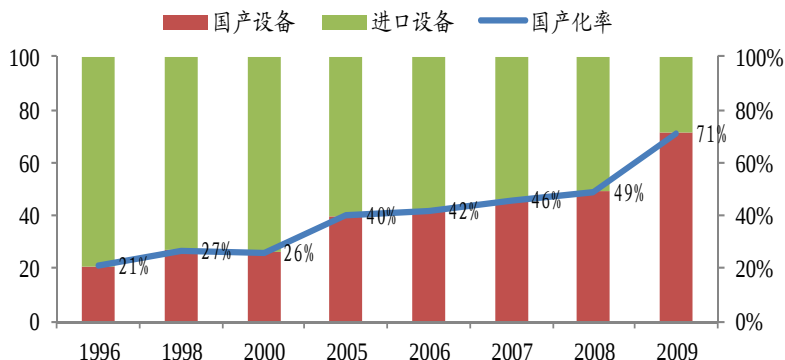
来源：齐鲁证券研究所

图表 13：国内吹塑设备市场容量分析



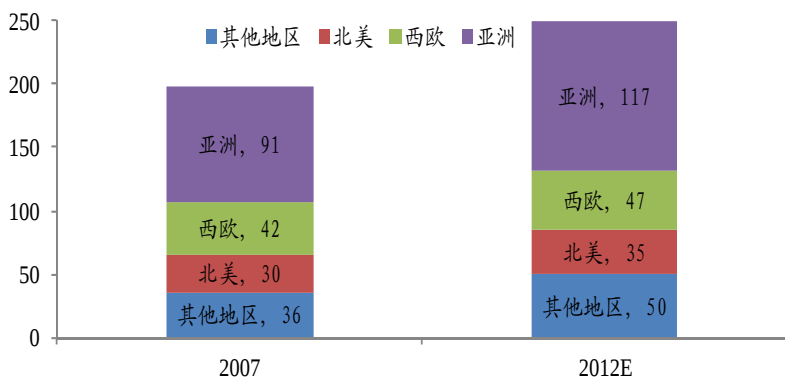
来源：齐鲁证券研究所

- 国内塑机各个细分子行业的龙头公司在经历了引进技术消化，自主研发等多方面的积累后，目前正在快速的抢占进口产品的份额。从产品技术上来说，以金明精机为代表的企业已具备了世界领先水平。在同等性能下，国内企业高端塑机产品的价格只有国外品牌的 1/2 到 1/3 左右，性价比突出。

图表 14：塑料制管行业国产化率逐步提高


来源：大连三垒招股说明书，齐鲁证券研究所

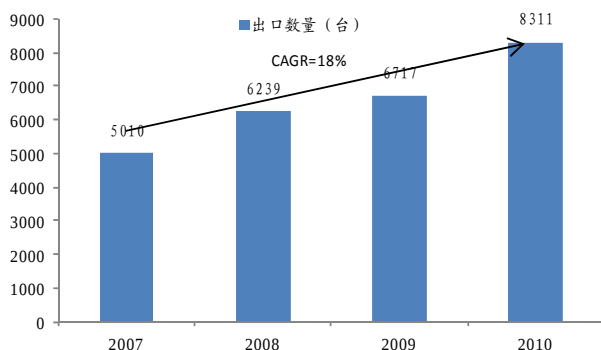
- 同时世界市场更是中国塑机行业的增长潜力所在。根据第三方咨询机构 Freedonia 的预测，2012 年世界塑机市场规模将达到 250 亿美元左右，其中亚洲占据 47%、欧洲 19%、北美 14%、其他地区 20%。欧洲、北美等地区的份额有所下降，而亚洲等新兴市场增长迅速。尤其是东南亚、俄罗斯等国家近五年年均增速 15%-20% 左右，而其塑机进口比例则高达 90% 以上，同时相对于欧美成熟市场，其价格敏感性高，未来将成为中国塑机出口的重要增长区域。

图表 15：世界塑机行业分地区增长预测


来源：大连三垒招股说明书，齐鲁证券研究所

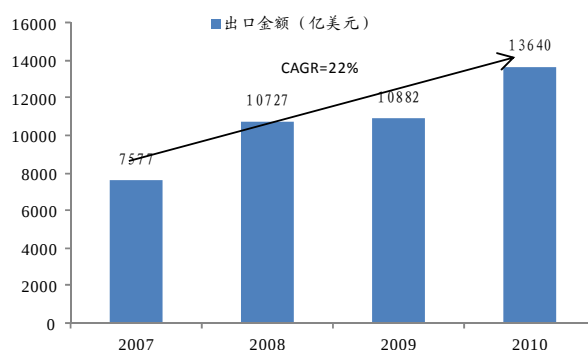
- 虽然过程缓慢，但是中国塑机行业出口在量增的同时，产品结构亦处于上行趋势。以吹塑细分子行业为例，2007 年-2010 年间，行业出口数量年均复合增长 18%，同期出口金额复合增长率高达 22%，均价由 1.5 万上升至 1.6 万元。

图表 16: 塑机行业产品出口数量走势



来源: 齐鲁证券研究所

图表 17: 塑机行业产品出口金额走势



来源: 齐鲁证券研究所

国内最具技术和规模优势的吹塑机械企业

核心技术在手, 领导国内薄膜吹塑发展

- 我们认为公司能够在吹膜设备领域取得领先地位的最主要原因是对关键核心技术的掌握, 以及对新技术研发的重视。吹塑设备是塑料机械领域公认的技术含量较高的产品, 其四个核心部分: 挤出、控制、收卷、辅机, 各自都有独特的设计技术要求。
- 2000 年以前, 国内高端吹塑设备的技术主要依赖于引进, 而进入 21 世纪后, 随着金明等对国际技术的消化吸收, 使得公司在几个部分的核心技术都处于国内领先, 国际同步的实力。

图表 18: 公司在吹塑设备各个重要部件上的技术水平分析

部 件	挤 出		控 制	收 卷
	给料系统	成型模头	牵引技术	
公 司 技 术 水 平	公司的 CDG 喂料系统在技术水平上已经与德国 Inoex 系统、意大利的 Dotec 系统处在同一水平上	共挤模头是吹塑机械最核心的部件, 目前公司模头设计、流道设计等完全数字化, 经过多年发展在这方面积累了一定数量的高素质人才。同时模头的精加工能力也达到了国际先进水平	公司引进吸收了德国莱芬豪舍的水平旋转牵引技术, 通过在薄膜冷却结束后进行 360 度旋转牵引, 消除了许多容易出现的缺陷, 技术水平达到国际一流	公司在引进的德国 Plamex 技术上开发了 WSD 组合式收卷机, 除了拥有原系统集成表面、间隙、中心于一体控制的特点外, 还具有收卷加速、正反收卷等更先进功能,

来源: 齐鲁证券研究所

- 领先的技术水平使得公司产品在性能上已经与国际水平相抗衡, 并且远远领先于国内竞争对手。目前国内塑料膜的层数仍在 3-5 层左右, 而公司产品已经达到了 9 层这样的国际水平, 这使得公司占据了国内高端市场国产产品的绝大部分份额。此外, 在产品宽幅、薄膜均匀度、加工速度等各个方面公司也接近国际水准, 这将使得公司较大的受益于行业未来的多层化、大型化、精密化、高效化趋势。

图表 19：公司产品技术指标与国内国际水平对比

技术指标	金明精机	国内同行	国际水平	行业趋势
层数	9 层共挤	3-5 层	9-11 层	多层化
幅宽	23 米	16 米	25 米	大型化
薄膜均匀度	3%-5%	6%-8%	2%-4%	精密化
加工速度	350kg/h	250kg/h	385kg/h	高效化

来源：齐鲁证券研究所

规模优势、技术实力得到塑料制品上下游企业认可

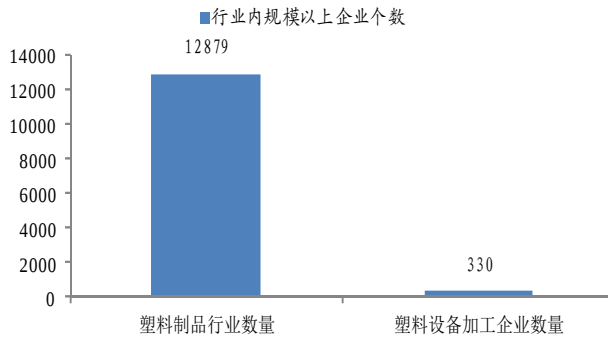
- 塑料制品，尤其是塑料薄膜制品，对塑料原材料和塑料机械的加工配合要求高。就吹塑薄膜而言，不同材料在模头流道的流动速度、冷却时的冷却温度、收卷时的拉伸力度等要求都不同，因此塑料机械企业依赖于塑料原材料企业提供完备的材料特性资料。而同时原材料企业在新菜品研发后也需要塑料机械企业来生产符合其产品特性的机械来打开下游市场。
- 作为国内最大的薄膜吹塑设备企业，公司的规模优势得到了塑料制品上下游的广泛认可。塑料巨头美孚、巴斯夫、三菱化学等都是公司的合作伙伴，其新材料在向塑料制品企业推广时通常都首选公司的机械产品。这使得公司新型原材料推向市场的时候有较强的先发优势，有利于下游市场的拓展。

图表 20：携上游厂商共同开发市场


来源：齐鲁证券研究所

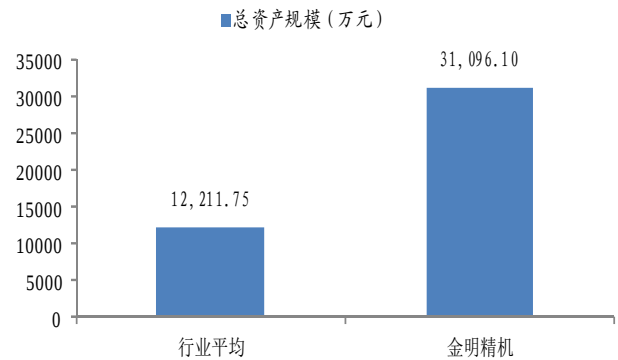
- 公司对下游塑料制品行业有着比较强的议价能力。首先，塑料制品行业的集中度相对塑料机械行业来说比较小，根据统计局数据目前塑料制品行业上规模的企业家数达到了 1.3 万家左右，而塑料加工设备企业只有 330 家左右。而作为高端塑料机械企业，公司在规模上又远大于其他企业。因此，公司对下游塑料制品企业有着较强的定价能力，这有利于公司保持较高的毛利率水平。

图表 21: 塑料制品和塑机行业企业个数对比



来源: 齐鲁证券研究所

图表 22: 公司与塑机行业企业资产规模对比



来源: 齐鲁证券研究所

积极拓展产品下游应用领域

- 由于手握吹塑核心技术, 公司近年来除了在传统包装膜、医用膜、农用膜等领域大力拓展外还通过改进技术, 根据一些特殊客户的定制需求, 创造了一系列新型塑机设备, 在储备技术的同时更培养了几个潜力巨大下游增长领域。
 - 公司与国内石头纸制造商地球卫士公司合作研发了石头纸吹塑设备。石头纸, 是以地壳内最为丰富的矿产资源碳酸钙为主要原料, 以高分子材料及多种无机物为辅助原料, 利用高分子界面化学原理和填充改性技术, 经特殊工艺加工而成的一种可逆性循环利用纸产品, 其制造过程污染小, 使用绿色, 是一种极有增长潜力的轻工产品。
 - 除去石头纸外, 另外几个新型材料领域如太阳能电池保护膜、高粘性自粘保护膜、牧场膜等也有很大的潜力。这些产品对膜生产设备的要求等都有较大的差异, 而公司较强的定制能力使其成为行业内为数不多的可以满足用户特殊需求的企业。

图表 23: 新型材料产品加大了特殊吹塑设备的定制需求



来源: 齐鲁证券研究所

募投项目: 扩大生产能力的同时, 加强研发保持核心竞争力

- 公司此次拟向社会公众公开发行人民币普通股 1,500 万股, 占发行后总股本的 25%。公司此次募投项目资金需求 2.1 亿元左右, 主要围绕新型功能膜专用设备生产基地项目建设以及研发技术中心建设两个项目进

行。

- 新型功能膜专用设备生产基地项目主要涉及包装膜、特种膜、农膜三个产品总计 150 台套/年的产能建设。目前公司接单只能以大单、老客户为主，产能瓶颈明显。同时，由于产能有限，公司近几年不得不放弃了中空吹塑机械设备的生产，而公司在此领域其实也是有相当的技术积累。未来产能如能如期投放（第一年 30、第二年 70、第三年 150），将对公司扩大销售规模、拓展产品领域有较大帮助。

图表 24：产能募投计划

产品	2010 年销量（台）	产能募投项目新增（台）
包装膜设备	57	80
特种膜设备	46	36
农用膜设备	7	34
总计	110	150

来源：齐鲁证券研究所

- 技术中心项目将在现有的研发设备的基础上，添购 179 台技术研发硬件设备和 205 套与之相应的软件，引进整套 ERP 软件提高公司的管理水平，同时引进高端技术人才，并进行业务技能培训，提高公司的研发力量。以技术为本一直是公司竞争优势的基础，我们认为继续加大研发投入有利于公司的长期发展。

盈利预测及估值

盈利预测假设

- 我们假设公司募投项目按计划如期完成，产销率仍然保持 100%，产品结构方面我们认为整个行业结构上行趋势明显，因此公司产品价格保持小幅上升。
- 盈利能力方面，我们认为随着公司产品价格的上升、以及规模效应的体现，各个产品的盈利能力会有小幅上升。同时短期来看原材料成本也处于下降过程，而公司由于较强的定价能力，因此成本下降较难传导至下游，因此短期内公司盈利能力也处于上升。
- 费用率方面，虽然我们认为规模效应有拉低公司费用率的趋势，但是面对较大的产能投放及激烈的产品竞争，公司在销售费用和管理费用方面不会有很明显的下降。

图表 25：公司主要产品收入预测

	2010	2011E	2012E	2013E
包装膜设备				
营业收入	7,509.60	10,140.00	13,200.00	16,100.00
增长率	23.01%	35.00%	13.40%	21.97%
毛利率	33.05%	36.00%	36.00%	36.00%
特种膜设备				
营业收入	7,286.86	7,750.00	9,900.00	14,400.00
增长率	296.61%	6.36%	27.74%	45.45%
毛利率	34.00%	37.00%	37.00%	37.00%
农膜设备				
营业收入	3,830.32	7,964.40	10,619.20	15,928.80
增长率	129.20%	107.93%	33.33%	50.00%
毛利率	37.00%	34.44%	34.44%	34.44%

来源：齐鲁证券研究所

- 在上述盈利预测假设下，我们初步得到公司未来经营业绩的估测结果。

图表 26：盈利预测摘要

	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入（万元）	20,155	27,513	33,909	46,666
增长率（%）	61.3%	36.5%	23.2%	37.6%
净利润（万元）	4,071	5,624	6,719	9,268
增长率（%）	122.2%	38.1%	19.5%	38.0%
摊薄每股收益（元）	0.90	0.94	1.12	1.54

来源：齐鲁证券研究所

估值定价

- A 股上市的塑料机械企业数量有限，我们选取大连三垒、浙江众成作为塑机行业的可比公司，但提醒投资者注意其与金明精机的差别：2011 年上市的大连三垒属于塑机中的管材挤压机，与公司同处一个行业，但是下游有较大差异。浙江众成属于塑料制品行业但其生产部分塑机产品。大橡塑作为国内塑机行业龙头主要产品为注塑机，吹塑机业务占比不大，而且目前处于亏损状态，无法列入估值比较中。
- 同时我们选取了今年上市以来的两家机械创业板企业新研股份、千山药机作为可比企业，来衡量目前创业板上市公司的估值情况。
- 综合可比公司的估值情况，我们认为公司一级市场合理的询价估值为：27-33 倍之间，对应询价区间：25.4—31.2 元。

图表 27：可比公司估值

公司名称	2012.12.12			EPS			PE		
	收盘价 (元)	股本 (亿)	市值 (亿元)	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
塑机行业									
大连三垒	24.15	1.00	24.15	0.70	0.90	1.18	34.30	26.81	20.53
浙江众成	18.84	1.71	32.15	0.44	0.75	0.94	43.25	25.22	19.98
创业板									
千山药机	36.490	0.67	24.45	0.68	0.98	1.51	54.05	37.29	24.22
新研股份	32.800	0.90	29.59	0.57	0.86	1.25	57.26	38.06	26.32
估值平均值							47.22	31.84	22.76

来源：齐鲁证券研究所

风险因素

- 行业竞争度持续加强。虽然公司处于国内吹塑设备子行业的领先地位，但是未来如大橡塑等传统塑机龙头通过兼并收购等所中方法加强吹塑机械产品的推出，将会加强国内吹塑设备领域的竞争。同时，国外企业如 W&H，莱芬豪舍等也纷纷在国内建立工厂，这也会进一步加剧市场竞争激励程度。
- 汇率波动风险与贸易保护。未来公司出口产品的数量将会持续，因此汇率变化将是公司业绩波动。同时，目前国内塑机行业大量出口价格低廉的低端产品到新兴市场，未来这些市场的贸易政策出现变化的话，将会同时影响公司出口。
- 产能消化风险。公司此次募投项目将使公司产能增长幅度超过 100%，如未来市场环境出现变化导致公司产能利用率下滑的话，公司业绩成长、盈利能力均会受到影响。

图表 28：报表预测

损益表 (人民币万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售净收入	10,228	12,494	20,155	27,513	33,909	46,666
增长率	—	22.2%	61.3%	36.5%	23.2%	37.6%
销售成本	-7,222	-8,353	-13,100	-16,946	-20,620	-28,023
% 收入	70.6%	66.9%	65.0%	61.6%	60.8%	60.0%
毛利	3,006	4,142	7,055	10,567	13,289	18,643
% 收入	29.4%	33.1%	35.0%	38.4%	39.2%	40.0%
销售及行政费用	-1,507	-1,795	-2,852	-3,388	-4,383	-5,937
% 收入	14.7%	14.4%	14.1%	12.3%	12.9%	12.7%
EBITDA	1,498	2,347	4,203	7,178	8,906	12,706
% 收入	14.7%	18.8%	20.9%	26.1%	26.3%	27.2%
折旧与摊销	0	0	0	-712	-1,152	-1,952
% 收入	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	3.4%	4.2%
EBIT	1,498	2,347	4,203	6,467	7,754	10,754
% 收入	14.7%	18.8%	20.9%	23.5%	22.9%	23.0%
利息费用	-151	-372	-134	0	0	0
投资收益	0	0	2	0	0	0
税前经营收益	1,348	1,975	4,072	6,467	7,754	10,754
% 收入	13.2%	15.8%	20.2%	23.5%	22.9%	23.0%
其他非经营收益	196	188	713	150	150	150
税前利润	1,544	2,162	4,785	6,617	7,904	10,904
% 收入	15.1%	17.3%	23.7%	24.1%	23.3%	23.4%
所得税	-241	-330	-713	-993	-1,186	-1,636
所得税率	15.6%	15.3%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于普通股股东净利润	1,302	1,832	4,071	5,624	6,719	9,268
净利率	12.7%	14.7%	20.2%	20.4%	19.8%	19.9%
现金流量表 (人民币万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	0	0	0	5,624	6,719	9,268
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	712	1,152	1,952
非经营收益	0	0	0	-150	-150	-150
营运资金变动	0	0	0	3,482	236	1,798
经营活动现金净流	0	0	0	9,668	7,956	12,868
资本开支	2,704	2,862	1,476	850	9,850	9,850
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	2	0	0	0
投资活动现金净流	-2,704	-2,862	-1,474	-850	-9,850	-9,850
股权募资	0	0	4,229	22,290	0	0
债权募资	2,250	-50	300	0	0	0
其他	-222	-372	-1,667	0	0	0
筹资活动现金净流	2,028	-422	2,861	22,290	0	0
现金净流量	-676	-3,284	1,387	31,108	-1,894	3,018
资产负债表 (人民币万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2,353	3,431	7,790	38,898	37,004	40,022
应收账款	1,250	1,526	2,190	2,631	3,343	4,541
存货	3,000	4,520	6,582	7,001	9,025	12,291
其他流动资产	707	711	1,245	1,628	2,002	2,774
流动资产合计	7,310	10,187	17,807	50,159	51,374	59,628
% 总资产	57.0%	53.6%	64.7%	83.4%	73.2%	68.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	5,015	7,544	8,674	8,962	17,811	25,859
无形资产	469	1,241	982	982	982	982
非流动资产合计	5,511	8,816	9,712	10,000	18,849	26,897
% 总资产	43.0%	46.4%	35.3%	16.6%	26.8%	31.1%
资产总计	12,821	19,003	27,519	60,159	70,223	86,526
短期借款	2,550	3,300	4,000	4,000	4,000	4,000
应付账款	5,045	8,714	9,940	14,366	17,674	24,452
其他流动负债	229	959	550	849	887	1,143
流动负债	7,823	12,974	14,490	19,215	22,561	29,595
长期贷款	1,200	400	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	9,023	13,374	14,490	19,215	22,561	29,595
普通股股东权益	3,797	5,630	13,030	40,944	47,662	56,931
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	12,821	19,003	27,519	60,159	70,223	86,526
比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.944	1.328	0.905	0.937	1.120	1.545
每股净资产 (元)	2.752	4.080	2.895	6.824	7.944	9.488
每股经营现金净流 (元)	0.000	0.000	0.000	1.611	1.326	2.145
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	34.30%	32.55%	31.25%	13.74%	14.10%	16.28%
总资产收益率	10.16%	9.64%	14.79%	9.35%	9.57%	10.71%
投入资本收益率	24.34%	33.72%	38.71%	90.92%	44.97%	43.72%
增长率						
主营业务收入增长率	—	22.16%	61.31%	36.51%	23.25%	37.62%
EBIT 增长率	—	56.64%	79.09%	53.85%	19.91%	38.69%
净利润增长率	—	40.68%	122.18%	38.15%	19.46%	37.95%
总资产增长率	—	48.23%	44.81%	118.61%	16.73%	23.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.6	33.1	25.6	26.9	27.5	27.0
存货周转天数	75.8	164.3	154.7	144.7	151.3	149.7
应付账款周转天数	26.9	91.9	75.8	73.0	77.1	75.5
固定资产周转天数	31.9	134.6	143.3	113.3	141.1	168.6
偿债能力						
净负债/股东权益	36.78%	4.78%	-29.09%	-85.23%	-69.25%	-63.27%
EBIT 利息保障倍数	9.9	6.3	31.4	—	—	—

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308