



Research and
Development Center

包装升级的推动者和受益者

—— 长荣股份（300195.sz）深度报告

2012 年 07 月 18 日

左志方
机械行业分析师

证券研究报告

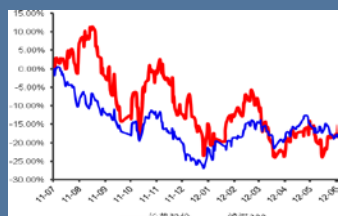
公司研究——调研报告

长荣股份（300195.sz）



首次评级

长荣股份相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2012-7-17）

收盘价（元）	26.63
52 周内股价波动区间(元)	21.59-33.16
最近一月涨跌幅(%)	8.21
总股本(亿股)	1.40
流通 A 股比例(%)	25.63
总市值(亿元)	37.35

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层研究开发中心

邮编：100031

左志方 机械行业分析师

执业编号：S1500512070002

联系电话：+86 10 63081269

邮箱：zuozhifang@cindasc.com

包装升级的推动者和受益者

长荣股份深度报告

2012 年 07 月 18 日

本期内容提要：

- ◆ **烟草销量稳定增长奠定烫金设备的市场基础，社会消费品包装升级是行业发展的助推器。**烟草销量 3% 的增速能够保障烫金设备的基本需求，而白酒和其他社会消费品 15% 以上的消费增速以及包装升级趋势将创造烫金设备更大的市场空间。
- ◆ **模切设备的潜在替代空间超过 90 亿元。**劳动力成本上涨将推动传统模切设备被全自动清废模切设备代替，我们测算仅替代市场空间就超过 90 亿元，并且在未来几年快速释放。
- ◆ **公司是国内模切烫金设备的龙头企业，产能释放将有助于公司进一步提高市场占有率。**公司募投项目和再制造项目达产后，年产能将超过 700 台，公司有足够的产能满足非烟草行业的需求。
- ◆ **国际市场将是公司未来开拓的重点领域。**在全球经济下滑的背景下，公司产品的高性价比对国际印刷企业有较高的吸引力，美国、日本销售服务公司的成立将加快国际市场的开拓，我们预计公司出口销售 2012 年将超过 1 亿元，2013 年可能冲击 2 亿元。
- ◆ **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计公司 2012、2013 年每股收益分别为 1.43、1.81 元，对应 2012 年 7 月 17 日收盘价（26.63 元）的 PE 分别为 19、15 倍，首次给予公司“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**宏观经济大幅下行；烟草、白酒销量增速大幅下降。

公司财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	322.05	551.33	687.24	891.30	1,109.82
增长率 YoY %	30.87	71.19	24.65	29.69	24.52
净利润(百万元)	80.09	158.01	200.19	253.26	314.33
增长率 YoY%	32.02	97.28	26.70	26.51	24.11
毛利率%	48.12	47.42	47.36	47.37	47.06
净资产收益率 ROE%	44.51	21.92	15.15	16.35	17.15
每股收益 EPS(元)	0.57	1.13	1.43	1.81	2.25
市场一致预期 EPS(元)	--	--	1.46	1.79	2.16
市盈率 P/E(倍)	47	24	19	15	12
市净率 P/B(倍)	17.0	3.1	2.6	2.2	1.9

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2012 年 7 月 17 日收盘价

目 录

投资聚焦 1

1、“黄金产业链”的受益者 2

 公司简单介绍 2

 下游行业“不差钱”，精准定位印后设备 3

2、烫金机使包装高档化——包装升级的推进者 4

 卷烟量稳定增长奠定印后设备的市场基石 4

 白酒包装：烫金设备未来增长的主战场 4

 食品、保健、日化用品等包装烫金需求稳定增长 6

3、全清废模切机——潜在替代需求空间超过 90 亿元 7

 劳动力成本上涨促进全清废模切机替代传统模切机 7

 潜在替代空间约 94 亿元 8

 再制造是设备更新换代的催化剂 9

4、中国印刷设备抢占国际市场 9

 后危机时代的企业采购：对价格更加敏感 9

 公司出口形势大好 9

盈利预测与投资建议 10

 核心假设与产品收入预测 10

 估值与投资建议 11

 风险提示 12

图 目 录

图 1：2008-2011 年公司营业收入快速增长 2

图 2：模烫机、模切机毛利率持续高位运行 2

图 3：公司股权结构 2

图 4：烟草行业高利润率 3

图 5：白酒、化妆品行业毛利率 3

图 6：东风股份主要产品毛利率 3

图 7：印刷设备行业毛利率 3

图 8：卷烟产量增速稳定 4

图 9：公司烟草包装印后设备的收入（百万元） 4

图 10：1980-2010 年白酒包装演进图 5

图 11：白酒产量快速增长 5

图 12：食品行业消费增速上涨 7

图 13：营养保健食品消费快速增长 7

图 14：日化用品消费稳定增长 7

图 15：保健、日化用品外包装烫金现象普遍 7

图 16：全国平均工资水平 2007 年加速上涨 8

图 17：模切机存量估算 8

图 18：2011 年博斯特印刷设备收入小幅下滑 9

图 19：国产规格接近的模切机、烫金机价格明显较低 9

图 20：2011 年公司出口占总收入 10% 10

图 21：公司 2011 年出口大幅增长 10

表 目 录

表 1：白酒包装可烫金面积与卷烟包装烫金面积相当 6

表 2：分产品收入预测 10

表 3：印刷包装行业上市公司估值 11

表 4：FCFE 估值法参数与估值结果 11

表 5：FCFE 估值法敏感性分析 12

投资聚焦

包装升级趋势不可逆转，烫金设备是包装升级的助推剂。烟草包装升级造就了国内烫金设备产销量的第一次飞跃，而白酒包装升级将是未来烫金设备的主战场，白酒产量高增长、包装烫金率提高将导致对烫金设备的需求量增速超过 20%；而食品、保健品和日化用品的包装高档化趋势亦是烫金设备的重要市场。

公司是国内模切、烫金设备的龙头企业，产能释放将保障未来 3 年业绩的较快增长。公司募投项目和再制造项目达产之后，产能将超过 700 台/年，束缚业绩增长的供给因素消除。而且，公司产品高性价比、国际竞争力不断提高，未来 3 年出口额增速将超过国内销量增速。

有别于大众的认识：

市场对行业的天花板以及公司的成长空间存在怀疑，认为烟草销量不会有较大的增长，而社会消费品对模切烫金设备的需求有限。我们认为，白酒包装需求体量可以与烟草相媲美，而且白酒销量增速远高于烟草，烫金率有很大的提高空间（从 40% 到 60%），足以支撑烫金设备的增长。另外，模切设备超过 90 亿元的替代市场空间没有被市场所认知，再制造项目对公司提高模切设备的市场占有率将会起到重要的作用。

股价催化剂：白酒销量增速超预期；公司出口增速超预期。

关键假设、盈利预测与投资评级：

假设卷烟销量增速 3%；白酒销量增速 20%，而且烫金率每年提高 3%；其他社会消费品销售额增速 20%；公司出口快速增长。在以上假设基础之上，我们预测公司 12-14 年营业收入增长 24.65%、29.69%和 24.52%，净利润增长 26.70%、26.51%和 24.11%，EPS 分别为 1.43、1.81 和 2.25 元。我们认为公司的估值区间为 25.34~32.58 元，合理估值中枢为 30.32 元，对应公司 12、13 年的动态 PE 分别为 21 倍和 17 倍，首次给予公司“增持”评级

风险因素：

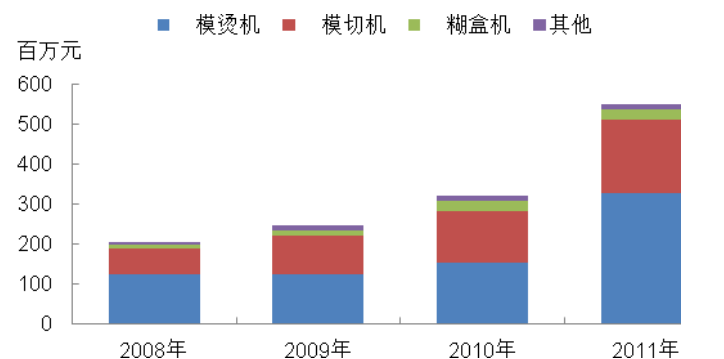
- 1、宏观经济大幅下行；
- 2、烟草销量下降；
- 3、白酒、食品、日化用品等社会消费品行业增速低于预期；
- 4、全球经济增速低于预期，公司设备出口额低于预期。

“黄金产业链”的受益者

公司简单介绍

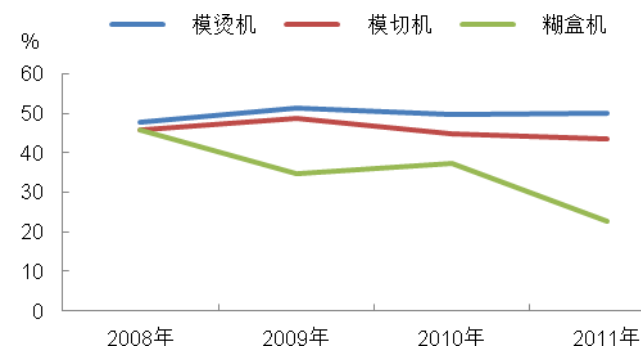
公司主要生产销售印后设备中的烫金机、模切机以及糊盒机，其中烫金机和模切机收入占比超过 90%。2008-2011 年，公司营业收入复合增长率达到 39.04%，而且模烫机、模切机的毛利率维持在 40%以上运行。公司股权结构相对简单，实际控制人李莉女士持有公司股权 69.71%。公司的前身是 1995 年由台湾有恒在天津设立的外商独资企业——长荣有限，通过十几年的技术积累，产品性能（烫金模切速度、精度）接近国际先进水平，并且依靠价格优势而占领国内市场。

图 1：2008-2011 年公司营业收入快速增长



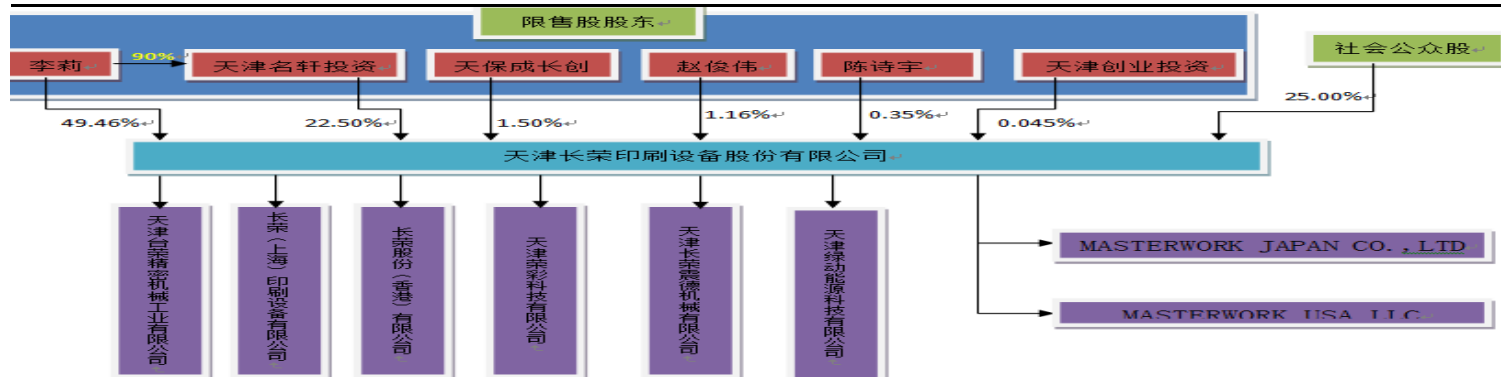
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：模烫机、模切机毛利率持续高位运行



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：公司股权结构

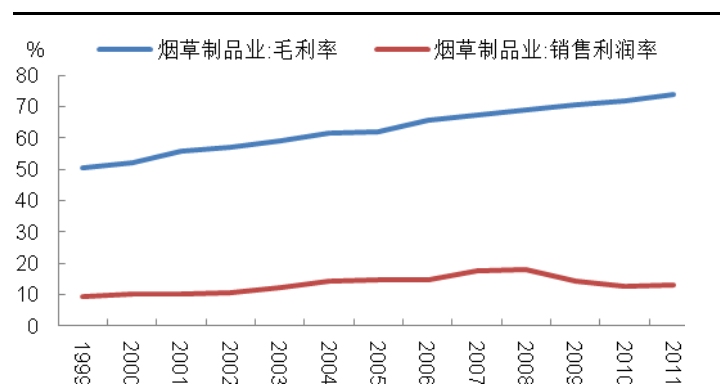


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

下游行业“不差钱”，精准定位印后设备

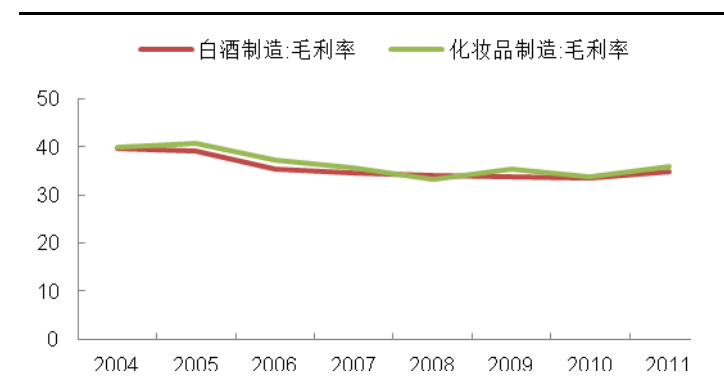
由于公司主要产品——模烫机和模切机的最终下游是烟草、化妆品、白酒制造行业，属于高毛利的“黄金产业链”，直接下游是印刷包装行业。由于下游行业“不差钱”，对机械设备的价格敏感性较低，导致了设备厂商的盈利能力相对较高。不仅如此，公司避开印前设备的激烈竞争，定为在印后设备的生产。由于印前设备单台价格较高（千万元以上很常见），技术相对成熟，高端设备被海德堡、曼罗兰、高宝、赛鲁迪等外国厂商占领，国内企业集中在中低端市场，竞争非常激烈，毛利率在 20% 左右；但是，印后设备市场在国内兴起较晚，进入者也相对较少，单台价格较低（百万元左右），竞争相对缓和，毛利率接近 50%。公司直接定位于印后设备，依靠自身的技术积累和高效的运营，迅速成长为国内规模最大的印后设备生产企业。

图 4：烟草行业高利润率



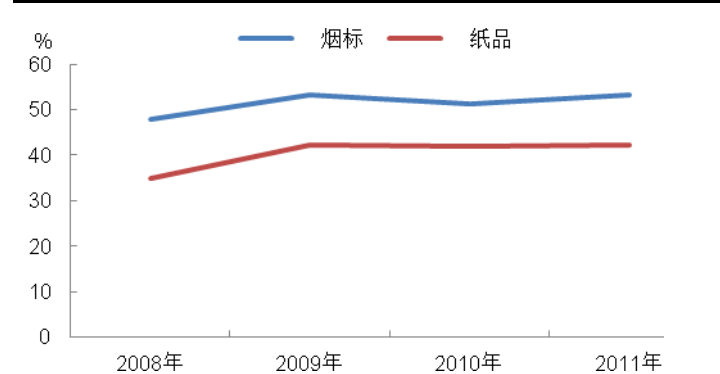
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 5：白酒、化妆品行业毛利率



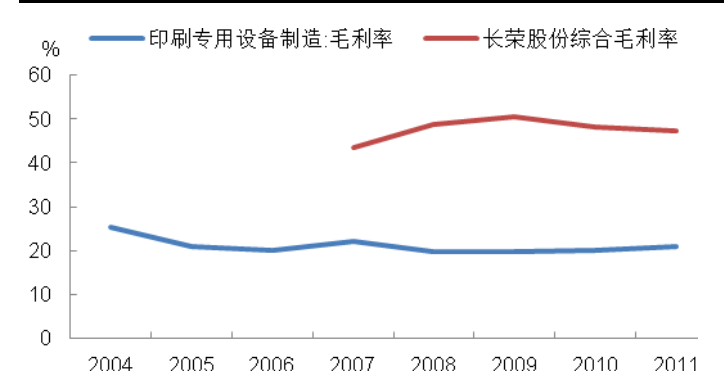
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 6：东风股份主要产品毛利率



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 7：印刷设备行业毛利率

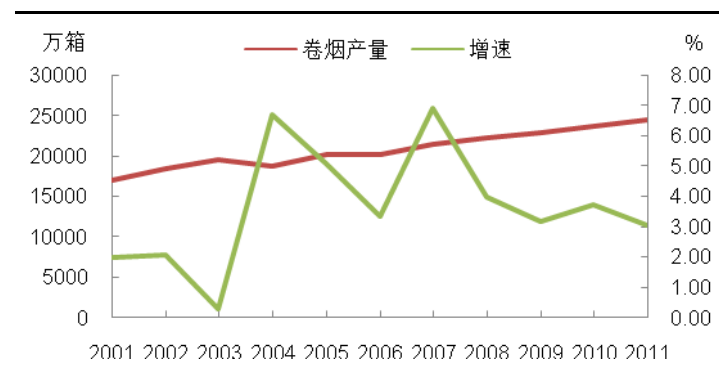


2、烫金机使包装高档化——包装升级的推进者

卷烟产销量稳定增长奠定印后设备的市场基石

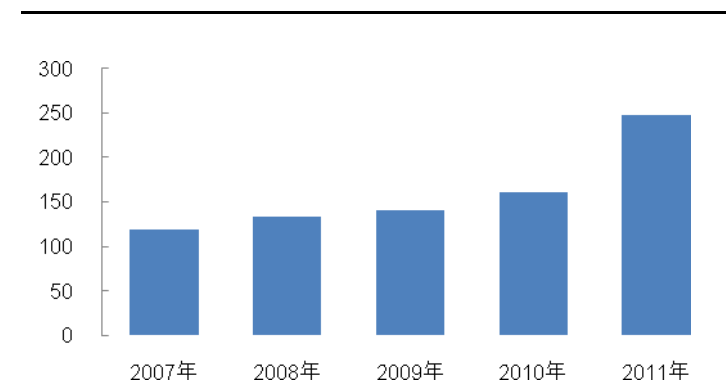
我国卷烟产量在过去十年的平均超过 3%，假设未来 5 年的产量增速维持在 3%，则应用在卷烟包装的设备需求量可以继续维持在 2011 年的水平。另外，公司设备占烟草行业市场份额的 60%-80%，而 2011 年公司烟草包装用印后设备的销售额约 2.48 亿元，假设公司市场份额不变，则未来 5 年烟草行业用印后设备需求量也将维持在 2011 年的 2.48 亿元的水平。因此，烟草产量稳定增长奠定了公司印后设备需求量的基石。

图 8：卷烟产量增速稳定



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 9：公司烟草包装印后设备的收入（百万元）



资料来源：公司资料，信达证券研发中心预测

白酒包装：烫金设备未来增长的主战场

对于白酒而言，外包装对于消费者的视觉冲击非常明显，进而影响消费者的购买决策。在竞争激烈的白酒市场中，除了其他措施之外，通过提高包装档次来提高产品品味，进而树立品牌地位、促进销售是白酒企业的重要手段。我们可以从 1980-2010 年白酒包装的变化中看到这一趋势。以五粮液为例，作为国内高端品牌，其外部包装经历了从 1990s 的“土气”、2000s 的“普通”，到 2010s 的“贵族”化的演变，而且烫金成为包装升级过程中的重要工艺之一。

2003-2011 年白酒产量快速增长，2011 年达到 1025 万千升，增速高达 30.79%。白酒产量的增长一方面带来了外包装需求的增长，更重要的是包装升级带来印后设备的需求量增长将大于产量增速。根据我们市场调研，白酒外包装采用纸质材料的占比约 70%，采用烫金工艺的约 40%，按照 2011 年产量进行测算，烫金纸张 19 亿张。假设白酒产量增速 15%，烫金率每年提高 3%，则每年新增烫金纸张 3.08 亿张；而卷烟产量每年增长 3%，新增烫金面积 1.28 亿张。另外，考虑到卷烟烫金设备的更新周期(8-10 年)，而白酒烫金设备的更新周期还没有到来，从烫金设备的总量需求来看，卷烟烫金设备需求量是白酒烫金设备需求的 2 倍左右。

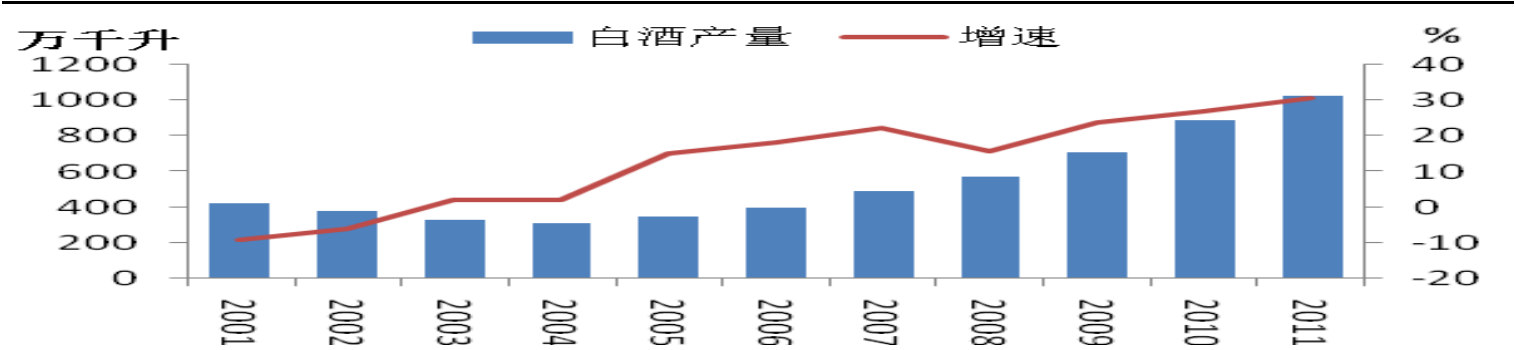
我们认为，由于白酒产量增速远高于卷烟，而且烫金率提高空间较大，白酒包装是烫金设备未来的主战场。我们预计国内卷烟行业烫金机年需求量约 2 亿元；白酒包装烫金机年需求约 1 亿元，而且增速每年超过 20%。当白酒包装烫金率达到 60%时，白酒包装烫金机年需求量将超过 2 亿元。

图 10: 1980-2010 年白酒包装演进图



资料来源：信达证券研发中心整理

图 11: 白酒产量快速增长



资料来源：wind，信达证券研发中心

表 1：白酒包装可烫金面积与卷烟包装烫金面积相当

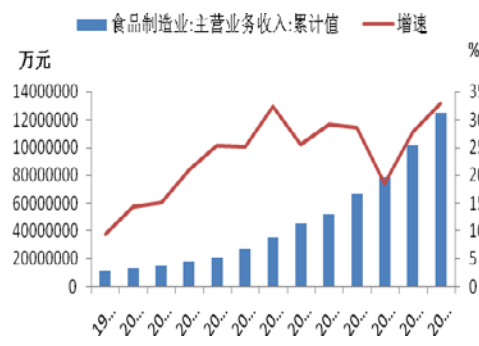
2011 年产量	卷烟	白酒
产量	24474 亿支	1025.8 万千升(折 65 度)
产量换算	122.37 亿条	205.16 亿瓶(500ml/瓶)
包装规格(cm)	28*8.8*4.6	13*13*28
包装面积(1 条+10 盒)或 1 瓶	2479	1794
总面积(亿 cm ²)	303399	368057
单张纸面积(cm ²)	5400	5400
印刷张数(亿张)	56	68
纸包装占比	95%	70%
烫金率	80%	40%
烫金张数(亿张)	43	19
增速	3%	15%
烫金率提高	0%	3%
2012 年新增张数	1.28	3.08

资料来源: wind, 信达研发中心估算

食品、保健、日化用品等包装烫金需求稳定增长

食品、保健品和日化用品是包装行业的另外一个重点市场。2011 年，食品制造行业收入总额达到 1.24 万亿元，增幅达到 32.90%。其中，营养保健食品子行业收入总额 856.47 亿元，增幅达到 52.25%。而营养保健食品的包装也有高档化趋势，外包装烫金也很普遍。另外，2011 年全国日化用品消费收入 2813 亿元，增速 21.18%。在日化用品中，化妆品包装非常讲究，烫金已经成为外包装的必需工序。我们认为，在消费升级的大趋势下，营养保健品、化妆用品等高端消费品的包装高档化趋势中短期不会扭转，是未来烫金设备的重要市场。我们估算社会消费品包装领域（不包括白酒包装）的烫金机市场年需求量约 2 亿元，未来增速 20%。

图 12：食品行业消费增速上涨



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 13：营养保健食品消费快速增长



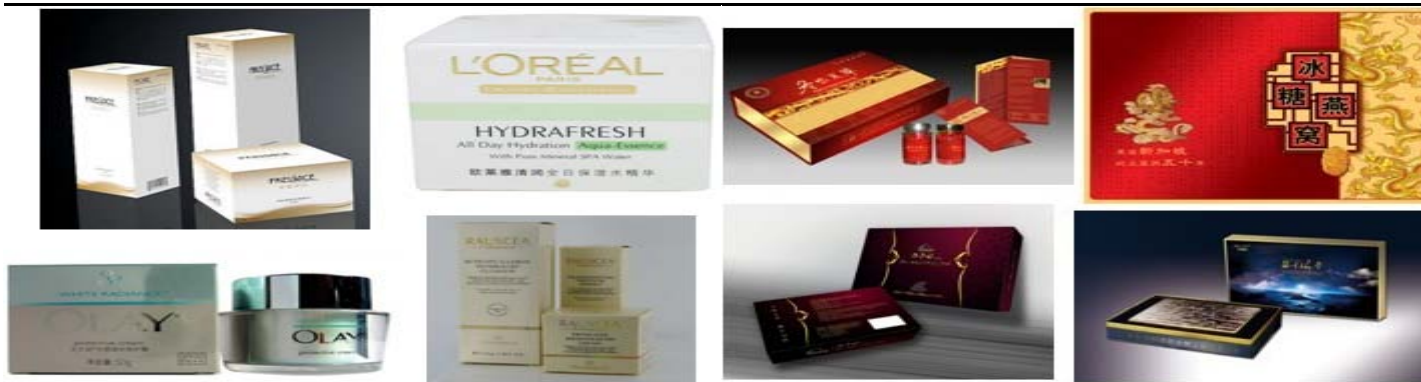
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 14：日化用品消费稳定增长



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 15：保健、日化用品外包装烫金现象普遍



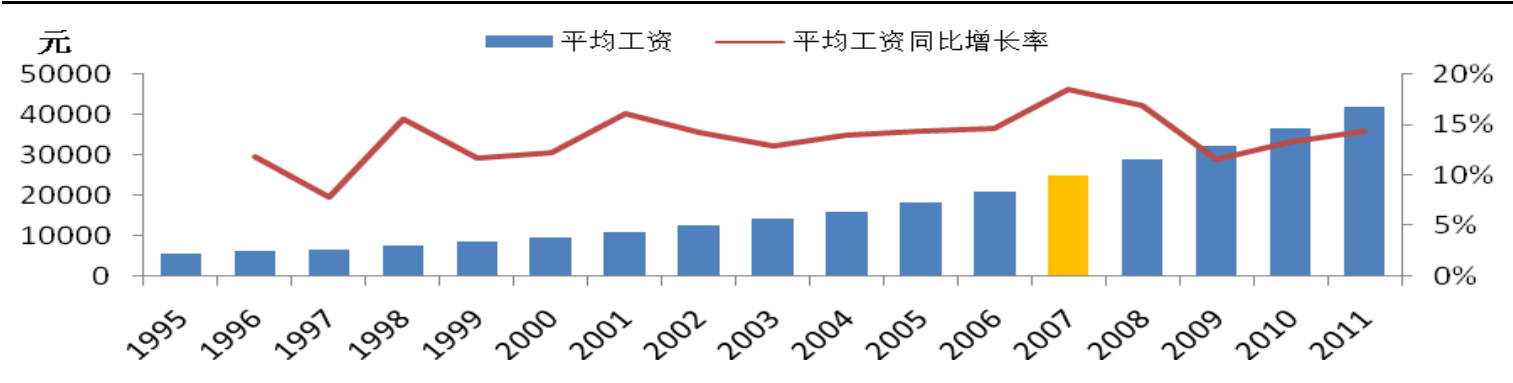
资料来源：信达证券研发中心整理

3、全清废模切机——潜在替代需求空间超过 90 亿元

劳动力成本上涨促进全清废模切机替代传统模切机

国内模切机的发展经历了普通模切机、清废模切机到全清废模切机的升级过程。2003 年之前，由于劳动力价格便宜，国内模切机主要完成模切、压痕和冷压凸功能，废纸、边角料的清废由掰边工完成，模切机是印刷厂的主要配置。虽然国产带清废功能的模切机不久出现，但是在劳动力成本较低的大背景下，清废模切机推广缓慢。2007 年之后，劳动合同法实施、劳动力供给不足，低端技术人工成本大幅上涨，掰边工人工工资也相应大幅上涨，全清废模切机开始成为印刷企业采购的重点。典型的全清废模切机主要由模切部、清废部、收纸部和电器部构成，清废部和收纸部不仅能够实现掰边工的功能，而且效率更高。

图 16: 全国平均工资水平 2007 年加速上涨



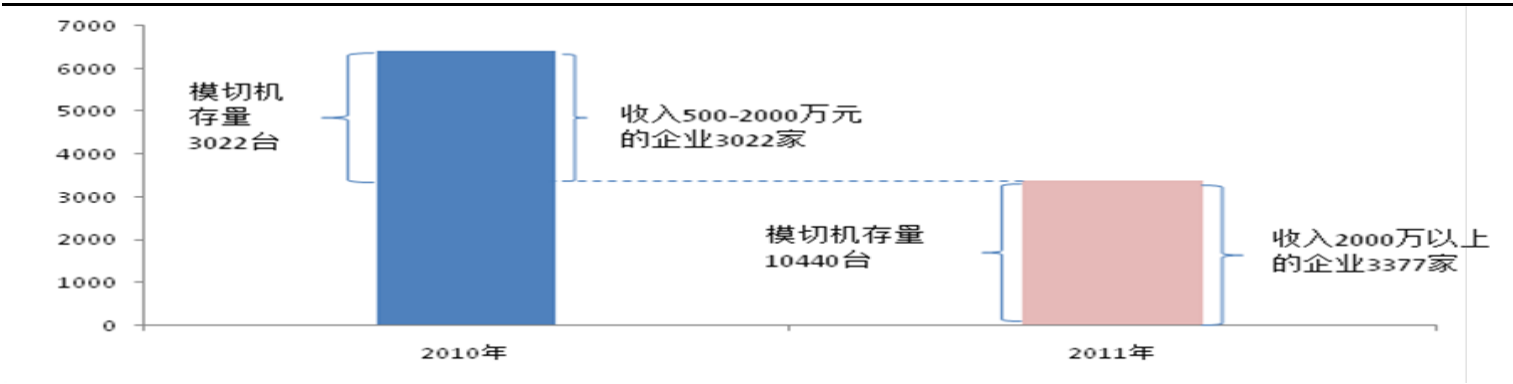
资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

潜在替代空间约 94 亿元

我们对模切机市场空间的估算: 根据国家统计局公布的数据, 2010 年底规模以上印刷企业数量 6399 家; 在统计口径变化之后, 2011 年底规模以上企业数量 3378 家。按照新的统计口径, 3021 家属于中小规模印刷企业。

按照新的统计口径, 2011 年规模以上企业平均收入 1.03 亿元。根据环球印务的招股说明书的数据, 10 台各种配置的模切机, 2010 年销售收入 3.11 亿元。按照 3 台模切机/亿元销售收入测算, 2011 年全国规模以上印刷企业的模切机存量 10441 台; 另外, 假设 3021 家中小规模印刷企业 (营业收入 500~2000 万元) 模切机存量 3021 台, 则全国营业收入 500 万元以上的模切机存量 13461 台。由于全清废模切机的普及从 2008 年开始, 保守假设全清废模切机占模切机存量的 30%, 则传统模切机和清废模切机存量约 9423 台。因此, 全清废模切机的市场替代空间为 9422 台, 按照 100 万元/台测算, 替代空间 94.22 亿元。

图 17: 模切机存量估算



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心预测

再制造是设备更新换代的催化剂

对于印刷企业而言，虽然新设备的效率更高，但是资本支出压力较大，将旧设备闲置也是资源浪费。但是，再制造能够有效地缓解效率与资本支出压力的矛盾。对于印刷企业而言，出售旧设备可以回收部分资金，以较低的成本更新生产设备；对于设备生产企业而言，如果拥有再制造能力，可以较低的成本回收旧设备，然后对零部件更换、功能升级、出售。因此，再制造是设备更新换代的催化剂，将会加快传统模切设备的淘汰速度。

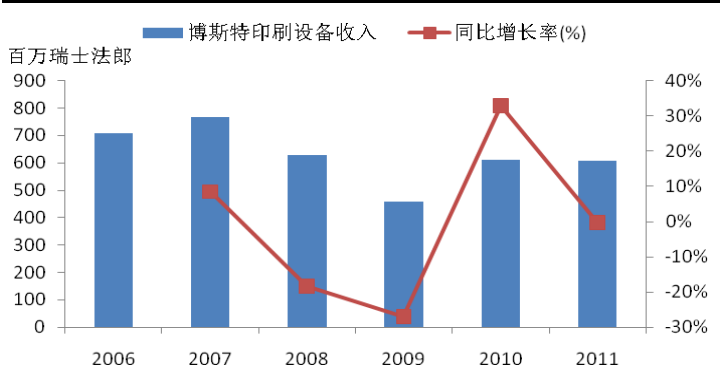
公司 2011 年 8 月公告，计划投资 5000 万元建立再制造基地，形成年产能 120 台印后设备的再制造能力，预计 2012 年底形成投产。我们认为，公司是国内模切烫金设备领域的龙头企业，再制造项目的建设有利于公司进一步提高市场占有率。

4、中国印刷设备抢占国际市场

后危机时代的企业采购：对价格更加敏感

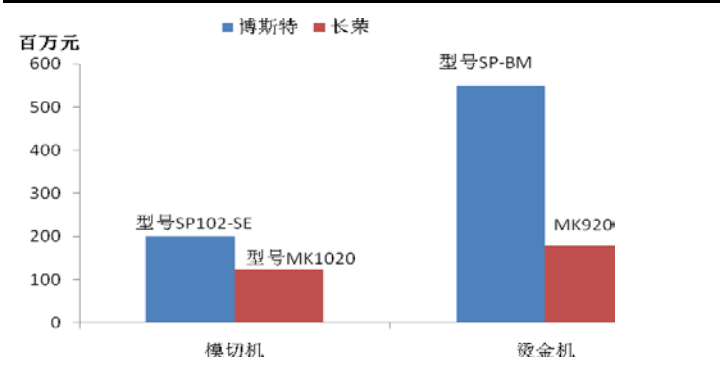
在全球经济不景气的大背景下，国际印刷企业的采购量开始减少，而且对价格的敏感度也提高。国际模切、烫金设备龙头企业-瑞士博斯特（BOBST）2011 年印刷设备收入 6.08 亿法郎，不仅略低于 2010 年的收入，而且距离 2007 年 7.69 亿法郎差距较大。除了宏观经济因素导致需求降低之外，博斯特产品的高价格也是影响企业意愿下降的重要因素。另一方面，中国印刷设备企业加快了出口的步伐。以 2012 年全球最大的印刷设备展——德鲁巴（Drupa）展览会的参展企业数量为例，中国企业数量仅次于德国，展位面积比 2008 年增加 1 倍多。

图 18：2011 年博斯特印刷设备收入小幅下滑



资料来源：bloomberg，信达证券研发中心

图 19：国产规格接近的模切机、烫金机价格明显较低



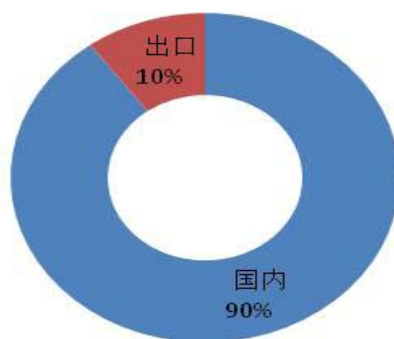
资料来源：东风股份招股说明书

公司出口形势大好

2011 年之前，受产能限制，公司主要注重满足国内市场需求，而产能扩张之后，开始在国际市场积极扩张。2011 年，公司先

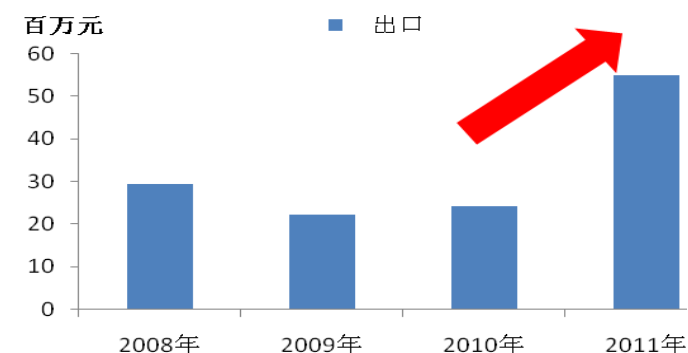
后在美国、日本设立子公司，主要目的大力推进海外市场的销售。2011 年，公司出口额达到 5507 万元，相对 2010 年增长 127.84%；2012 年 5 月，公司参加德鲁巴展览，参加展会的 3 台模切、烫金设备全部现场售出，而且完成了预期的销售订单目标。鉴于公司产品技术先进、较高的性价比和良好的品牌效应，我们预测公司 2012 年出口额可能有较大幅度的增长。

图 20: 2011 年公司出口占总收入 10%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21: 公司 2011 年出口大幅增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测与投资建议

核心假设与产品收入预测

- 1、卷烟产量每年增长 3%，白酒产量每年增长 15%，烫金率每年提高 3%；
- 2、公司占国内烟草、白酒包装的烫金机市场份额约 80%；
- 3、全清废模切机更新替代速度加快，而且出口市场拓展顺利；

表 2: 分产品收入预测

		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
模烫机	收入(百万元)	154.29	327.29	409.11	531.84	638.21
	毛利率	49.55%	50.01%	50.00%	50.00%	50.00%
模切机	收入(百万元)	126.07	184.11	234.00	304.20	395.46
	毛利率	44.67%	43.63%	43.00%	43.00%	43.00%
糊盒机	收入(百万元)	26.55	25.19	28.80	38.40	57.60
	毛利率	37.43%	22.73%	30.00%	33.00%	33.00%
其他	收入(百万元)	15.14	12.77	15.33	16.86	18.55

	毛利率	79.51%	76.12%	76.00%	76.00%	76.00%
收入(百万元)		322.05	551.33	687.24	891.30	1109.82
增长率		30.87%	71.19%	24.65%	29.69%	24.52%
综合毛利率		48.05%	47.06%	47.36%	47.37%	47.06%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

估值与投资建议

相对估值法

综合考虑，我们预计公司 12-14 年营业收入增长 24.65%、29.69%和 24.52%，净利润增长 26.70%、26.51%和 24.11%，EPS 分别为 1.43、1.81 和 2.25 元。对比 A 股市场中印刷包装机械 12、13 年的平均 PE 分别 18、13 倍，如果给予公司 2013 年动态 PE 区间 14~18 倍，公司的估值区间为 25.34~32.58 元。

表 3：印刷包装行业上市公司估值

简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG	PB (倍)		ROE
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	2011 (A/E)	2011A	2011A	
京山轻机	3.95	13.64	0.01	-	-	395	-	-	-	1.2	0.27	
达意隆	7.87	15.37	0.27	0.37	0.48	29	21	16	0.86	2.5	8.97	
东方精工	8.53	15.08	0.43	0.54	0.70	20	16	12	0.72	2.1	17.87	
松德股份	7.99	9.05	0.46	0.51	0.75	17	16	11	0.63	1.6	10.49	
均值						115	18	13	0.74	2		

资料来源：wind，信达证券研发中心

绝对估值法

利用股权自由现金流估值方法（FCFE），经营期限10年进行估计。由于公司上市时间较短，Beta值参考印刷包装机械行业的水平值1.15，无风险收益率采用十年期国债收益率3.26%。计算的结果为估值区间25.35~35.85元/股，估值中枢为30.32元。

表 4：FCFE 估值法参数与估值结果

参数假设		FCFE 价值分解	
行业平均 Beta	1.15	研究期经营价值（亿元）	17.49
股票 Beta	1.15	TV（亿元）	22.34
无风险利率	3.26%	其他价值（亿元）	2.62
市场收益率	10.70%	合计（亿元）	42.46
TV 增长率	1.00%	总股本（百万股）	140
股权融资成本	11.82%	每股价值（元/股）	30.32

资料来源：信达证券研发中心

表 5：FCFE 估值法敏感性分析

每股价值		股权资本成本				
		10.00%	11.00%	11.82%	13.00%	14.00%
永续增长率	0.00%	35.98	31.73	28.82	25.35	22.90
	1.00%	38.44	33.58	30.32	26.46	23.79
	2.00%	41.52	35.85	32.12	27.78	24.82
	3.00%	45.47	38.69	34.32	29.36	26.03
	4.00%	50.75	42.34	37.09	31.29	27.49

资料来源：信达证券研发中心

综合考虑相对估值法与绝对估值法，我们认为公司的估值区间为 25.34~32.58 元，合理估值中枢为 30.32 元，对应公司 12、13 年的动态 PE 分别为 21 倍和 17 倍，首次给予公司“增持”评级。

风险提示:

- 1、宏观经济大幅下行;
- 2、烟草销量下降;
- 3、白酒、食品、日化用品等社会消费品行业增速低于预期;
- 4、全球经济增速低于预期，公司设备出口额低于预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	310.25	1,204.23	1,172.43	1,504.59	1,812.80
现金	104.87	706.16	582.01	787.75	957.56
应收账款	8.94	36.10	32.04	41.56	51.74
其它应收款	40.75	70.86	87.64	113.67	141.53
预付账款	22.62	18.35	35.94	46.60	58.37
存货	129.68	208.43	270.46	350.69	439.25
其他	3.38	164.34	164.34	164.34	164.34
非流动资产	156.92	266.39	540.91	515.16	587.38
长期投资	0.00	4.62	4.62	4.62	4.62
固定资产	66.16	229.87	226.73	308.14	297.63
无形资产	20.38	25.89	204.88	196.19	187.50
其他	70.38	6.02	104.69	6.21	97.62
资产总计	467.17	1,470.62	1,713.34	2,019.75	2,400.18
流动负债	119.08	214.74	257.27	310.42	376.52
短期借款	4.96	60.00	60.00	60.00	60.00
应付账款	44.99	104.47	113.89	147.68	184.97
其他	69.13	50.28	83.38	102.74	131.54
非流动负债	119.89	20.92	20.92	20.92	20.92
长期借款	93.80	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.09	20.92	20.92	20.92	20.92
负债合计	238.98	235.66	278.19	331.34	397.44
少数股东权益	8.29	13.24	13.24	13.24	13.24
归属母公司股东权益	219.90	1,221.71	1,421.91	1,675.17	1,989.50
负债和股东权益	467.17	1470.62	1713.34	2019.75	2400.18

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	322.05	551.33	687.24	891.30	1,109.82
同比	30.87%	71.19%	24.65%	29.69%	24.52%
归属母公司净利润	80.09	158.01	200.19	253.26	314.33
同比	32.02%	97.28%	26.70%	26.51%	24.11%
毛利率	48.12%	47.42%	47.36%	47.37%	47.06%
ROE	44.51%	21.92%	15.15%	16.35%	17.15%
每股收益(元)	0.57	1.13	1.43	1.81	2.25
P/E	47	24	19	15	12
P/B	16.95	3.05	2.62	2.23	1.87
EV/EBITDA	20.14	18.43	14.44	11.40	9.29

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	322.05	551.33	687.24	891.30	1,109.82
营业成本	167.07	289.89	361.77	469.09	587.56
营业税金及附加	1.47	3.80	4.42	5.73	7.14
营业费用	25.53	33.21	41.39	53.68	66.85
管理费用	35.88	43.39	54.08	70.14	87.34
财务费用	1.43	-14.19	-14.58	-11.30	-16.60
资产减值损失	1.04	11.17	4.63	6.00	7.73
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	-1.74	0.00	0.00	0.00
营业利润	89.62	182.32	235.52	297.95	369.80
营业外收入	7.03	7.64	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.64	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	96.00	189.94	235.52	297.95	369.80
所得税	14.28	28.83	35.33	44.69	55.47
净利润	81.72	161.12	200.19	253.26	314.33
少数股东损益	1.63	3.11	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	80.09	158.01	200.19	253.26	314.33
EBITDA	104.06	205.53	262.43	332.25	407.79
EPS（摊薄）	1.07	1.47	1.43	1.81	2.25

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	73.72	53.15	176.59	213.37	278.88
净利润	81.72	161.12	200.19	253.26	314.33
折旧摊销	6.10	11.80	23.31	30.69	34.39
财务费用	1.96	3.79	3.60	3.60	3.60
投资损失	0.00	1.74	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-16.48	-136.51	-54.44	-79.29	-80.02
其它	0.41	11.22	3.93	5.10	6.57
投资活动现金流	-64.02	-253.98	-297.13	-4.04	-105.46
资本支出	-64.02	-247.62	-297.13	-4.04	-105.46
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-6.36	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	14.19	809.21	-3.60	-3.60	-3.60
吸收投资	0.00	950.77	0.00	0.00	0.00
借款	16.10	-38.76	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	9.60	103.05	3.60	3.60	3.60
现金净增加额	23.02	606.01	-124.14	205.73	169.82

分析师简介

左志方，中国人民大学经济学博士，对经济周期、资产定价理论有深入的研究。2010 年加盟信达证券，从事机械行业研究。

机械行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
郑煤机	601717	山东矿机	002526	林州重机	002535	杭氧股份	002430
陕鼓动力	601369	杰瑞股份	002353	杭齿前进	601177	利君股份	002651
康力电梯	002367	华光股份	600475	杭锅股份	002534	惠博普	002554

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20％以上； 增持 ：股价相对强于基准 5％～20％； 持有 ：股价相对基准波动在±5％之间； 卖出 ：股价相对弱于基准 5％以下。	看好 ：行业指数超越基准； 中性 ：行业指数与基准基本持平； 看淡 ：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。