

中长期受益易拉罐消费提升, 智能设备延伸值得期待

——斯莱克 (300382) 调研快报

2014 年 12 月 15 日

推荐/首次

斯莱克

调研快报

关注 1: 易拉罐设备投资短期放缓, 长周期向上

过去几年国内饮料灌装厂投资高企, 易拉盖成套设备需求旺盛, 带动公司业绩快速增长。但高峰过后, 2014 年行业投资放缓, 预计未来两年行业仍处于调整期。但从长期看, 国内易拉罐消费仍处于长周期向上的阶段, 这是由中国所处于经济发展阶段以及易拉罐包装的优越性所决定的: 1) 美国和日本当人均 GDP 达到 4000 美元时, 易拉罐消费出现了 20-30 年高速发展期, 中国人均 GDP 在 2010 年达到 4000 美元, 国内易拉罐消费市场也进入到发展期。目前美国人均年消费超过 400 罐, 中国不到 30 罐; 2) 金属包装易拉罐是可完全回收再利用的, 塑料、玻璃包装循环效率低; 易拉罐材料过去成本高, 但现在成本已经降下来了; 此外, 易拉罐更便于运输。

目前国内易拉罐包装饮料占比在快速上升, 其中灌装啤酒增速约 10-15%, 远超过啤酒消费 5% 的增速, 但相比欧美啤酒 60%-70% 易拉罐包装比例, 国内只有 10% 左右, 提升潜力巨大。

制盖设备基本是寡头垄断的格局, 公司竞争对手主要是三家美国公司 STOLLE、DRT、STI, 公司是国内唯一一家, 凭借性价比优势、服务优势成为加多宝、娃哈哈八宝粥、银鹭八宝粥、旺仔牛奶、椰树椰汁等本土饮料企业设备供应商, 占据了大部分国内增量市场。受行业投资放缓影响, 公司今年前三季度收入、净利润同比下滑超过 19%。我们认为未来一两年公司国内制盖设备业务难见趋势性好转, 但中长期仍将受益易拉罐消费的提升。

关注 2: 由盖线向 4-8 倍容量的罐线市场拓展

罐线设备与盖线技术上是相通的, 但罐线设备的难度和壁垒高于盖线, 全球仅美国 STOLLE 及英国 CMB 能提供制罐设备。罐线设备主要关键部分为冲杯机、拉伸机、彩印机和缩颈机, 公司目前彩印机环节暂未突破, 但已经有一些制罐局部设备的订单并已形成收入, 公司在 2013 年初获得河南金星啤酒集团的两片罐成套设备, 合同总价为 1600 万美元。制罐整线设备价格约在 1.0-1.5 亿之间, 是制盖整线设备的 4-8 倍, 甚至更高, 公司的成长空间也随之打开。受土地因素制约, 河南金星啤酒投资进度低于预期, 我们预计大部分订单有望于 2015 年确认。公司罐线业务发展势头良好, 公司明年罐线订单有望继续有所斩获。

张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514040001

王宗超

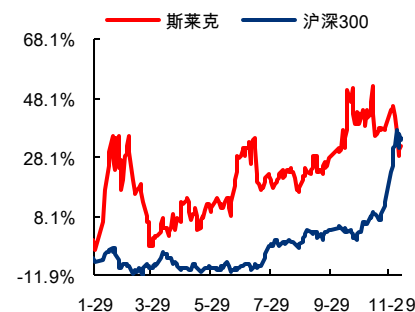
010-66554024

wangzc@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	66.25-50.62
总市值 (亿元)	35.27
流通市值 (亿元)	8.82
总股本/流通 A 股 (万股)	5324/1331
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	7.74

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

关注 3：出口重拾升势，新兴市场潜力大

公司设备在 2010 年之前以出口为主，随着国内业务快速增长，海外占比在 2013 年降至 23%。2014 年，公司出口业务重拾升势，上半年海外收入增长 34%，营收占比提升至 38%。公司的出口主要集中在新兴市场，如东南亚、南美、中东。新兴市场国家市场特点与中国类似，易拉罐消费提升空间巨大。

关注 4：机器人、视觉传感、智能制造等新业务的延伸值得期待

公司的核心技术优势体现在超薄金属加工以及漏光检测、高速图像检测等领域，公司的制盖、制罐生产线设备属于冲压自动化的范畴，公司未来的拓展仍以自动化为主，利用自身的技术优势，向机器人、自动化、视觉传感器、智能制造等领域延伸。

关注 5：股权激励为业绩增长提供保障

公司在 12 月 2 日发布股票期权激励计划，拟向公司高级管理人员、核心技术人员、核心业务人员等共 45 人授予不超过 60 万份股票期权，约占公司总股本的 1.13%。股票期权拟于 2015 年、2016 年和 2017 年分三次授予，授予的股票期权数量占本计划总量的比例分别不超过拟授予期权总数量的 25%、35%和 40%。行权业绩条件：以 2014 年净利润为基数，2015-2017 年净利润增速分别不低于 15%、35%和 65%（三年复合增速 18.2%）。首次授予的股票期权行权价格为 71.15 元/股。此次股权激励是公司激励机制的初次尝试，未来不排除加大激励力度。

结论：

公司传统盖线业务短期受行业投资放缓影响难见趋势性好转，但中长期仍将受益易拉罐消费的提升；通过金星啤酒项目进入两片罐生产线领域，切入市场容量更大的罐线市场；凭借自动化技术优势，公司未来向机器人、视觉传感、智能制造等新业务的延伸值得期待。我们预计公司 2014-2016 年的每股收益分别为 1.50 元、1.94 元、2.25 元，对应动态市盈率分别为 44 倍、34 倍、29 倍，给予公司“推荐”的投资评级。

风险提示：

金星啤酒罐线订单确认低于预期的风险。

公司盈利预测表

资产负债表				单位: 百万元		利润表		单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产合计	424	505	535	564	621	营业收入	251	322	269	339	396	
货币资金	82	112	152	145	135	营业成本	124	173	139	174	203	
应收账款	14	48	40	50	59	营业税金及附加	1	4	2	2	2	
其他应收款	0	1	0	1	1	营业费用	5	6	10	13	15	
预付款项	103	33	33	33	33	管理费用	21	26	32	34	40	
存货	182	257	267	276	323	财务费用	0	-1	-3	0	0	
其他流动资产	0	6	2	8	12	资产减值损失	0	4	3	3	3	
非流动资产合计	58	57	216	306	335	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0	
固定资产	32	29	166	243	264	营业利润	99	110	86	114	133	
无形资产	8	8	8	8	7	营业外收入	6	4	8	8	8	
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0	
资产总计	482	562	751	870	956	利润总额	104	114	94	122	141	
流动负债合计	261	244	263	247	248	所得税	16	18	14	18	21	
短期借款	10	49	75	50	50	净利润	89	96	80	103	120	
应付账款	17	14	11	14	17	少数股东损益	0	0	0	0	0	
预收款项	216	168	168	168	168	归属母公司净利润	89	96	80	103	120	
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	103	113	97	137	162	
非流动负债合计	2	1	1	1	1	EPS (元)	1.93	2.10	1.50	1.94	2.25	
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率						
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
负债合计	263	245	265	249	250	成长能力						
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	44.44%	28.41%	-16.38%	26.06%	16.65%	
实收资本 (或股	46	46	53	53	53	营业利润增长	47.88%	11.68%	-22.10%	32.41%	16.79%	
资本公积	2	2	237	237	237	归属于母公司净利润	45.74%	8.71%	-17.40%	29.75%	15.73%	
未分配利润	150	237	285	347	419	获利能力						
归属母公司股东	219	317	612	684	768	毛利率 (%)	50.47%	46.14%	48.25%	48.74%	48.65%	
负债和所有者权	482	562	751	870	956	净利率 (%)	35.36%	29.94%	29.59%	30.45%	30.21%	
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	18.41%	17.16%	10.61%	11.88%	12.51%	
						ROE (%)	40.48%	30.42%	13.02%	15.10%	15.57%	
经营活动现金流	43	11	9	12	14	偿债能力						
净利润	89	96	80	103	120	资产负债率 (%)	55%	44%	30%	27%	25%	
折旧摊销	4	4	14	23	29	流动比率	1.62	2.07	2.03	2.28	2.50	
财务费用	0	-1	-3	0	0	速动比率	0.93	1.01	1.02	1.16	1.20	
应收账款减少	9	-34	8	-10	-8	营运能力						
预收帐款增加	127	-48	0	0	0	总资产周转率	0.68	0.62	0.37	0.38	0.41	
投资活动现金流	-14	-3	-212	-115	-53	应收账款周转率	13.91	10.45	6.13	7.54	7.28	
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	18.01	21.24	21.49	26.36	25.54	
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)						
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	1.93	2.10	1.50	1.94	2.25	
筹资活动现金流	-17	38	168	33	25	每股净现金流 (最新	0.24	1.02	-0.66	-1.31	-0.26	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.76	6.89	11.50	12.85	14.43	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	0	7	0	0	P/E	34.33	31.55	44.28	34.13	29.49	
资本公积增加	0	0	235	0	0	P/B	13.91	9.61	5.76	5.15	4.59	
现金净增加额	11	47	-35	-70	-14	EV/EBITDA	28.93	26.43	35.66	24.98	21.19	

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张雷

2008 年获得对外经济贸易大学工商管理硕士学位，具有 3 年实业经验和 6 年行业研究经验。2014 年加盟东兴证券研究所，现从事机械行业研究，重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

联系人简介

王宗超

天津大学测控技术与仪器专业学士，清华大学精密仪器与机械学系硕士，从事航天航空自动化测试设备研发工作 2 年，2014 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究，重点关注：高端智能装备、自动化设备、仪器仪表、航天装备制造等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。