

# 斯莱克 (300382.SZ) 专用设备制造业

评级：买入 维持评级

公司研究

市场价格(人民币): 69.68 元  
 目标价格(人民币): 90.00-100.00 元

## 食品包装机械领域工业 4.0 龙头;

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,439.92
总市值(百万元)	3,710.00
年内股价最高最低(元)	71.50/58.58
沪深 300 指数	3839.74
深证成指	12429.11



后立尧 分析师 SAC 执业编号: S1130515020001  
 (8621)61038200  
 houliyao@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.928	2.096	1.588	2.106	2.600
每股净资产(元)	4.76	6.89	11.89	14.00	16.60
每股经营性现金流(元)	0.93	0.24	4.44	2.38	2.77
市盈率(倍)	N/A	N/A	37.77	33.09	26.80
行业优化市盈率(倍)	16.80	31.31	38.70	50.86	50.86
净利润增长率(%)	45.74%	8.71%	-12.35%	32.63%	23.46%
净资产收益率(%)	40.48%	30.42%	13.35%	15.04%	15.66%
总股本(百万股)	46.00	46.00	53.24	53.24	53.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 公司是食品包装机械领域专家。公司主要产品包括易拉盖高速生产成套设备、易拉盖生产设备系统改造、相关精密模具、零备件等。下游主要是为食品饮料行业提供易拉盖的生产企业，最终下游为旺旺、王老吉等食品饮料行业。2011年公司组合盖设备市占率国内第一，公司真正的竞争对手只有美国 STOLLE 一家。目前公司在易拉盖制盖生产线领域已经做到全球寡头垄断地位，保持了高毛利率的蓝海格局。2009~2014 年公司收入复合增速 30.5%，随着公司股权激励授予完成，由于行业需求旺盛公司市占率小，我们预测公司业绩将摆脱 2014 年暂时的回落态势，恢复往年的高增长。
- 公司拥有五大增长动力：1.消费升级催热易拉罐行业，带动易拉罐制造设备需求；2.人均 GDP 超 4000 美元金属包装行业进入高速增长期；3.终端下游扩产速度加快，带动制盖企业投资热情；4.易拉盖盖子小型化及环保需求拉动易拉盖制造设备改造需求；5.零部件业务毛利率高，成为公司新的增长极。
- 公司进入空间更大的易拉罐制罐设备行业：全球制罐设备行业市场规模约为制盖设备的 4-5 倍，主要龙头有美国 STOLLE 公司及英国 CMB 公司。斯莱克公司已取得了制罐设备研发的阶段性成果，并在 2013 年接到制罐订单，我们判断未来几年制罐设备将成为公司新的业绩增长点。

### 投资建议

- 公司的核心技术是：超薄金属加工及机器视觉，可广泛应用于食品、制药等多个行业，公司曾给韩国食品厂做过机器人系统集成，是金属包装行业工业 4.0 唯一标的，具备稀缺性。公司刚完成股权激励授予，首次行权价格为 71.15 元。目前股价接近行权价，具备一定的安全性。

### 估值

- 我们预测公司 2015-2017 年 EPS 为 2.1/2.6/3.1 元，对应 PE 为 33/27/22 倍，买入评级。

### 风险

- 下游饮料行业消费增速低于预期；公司制罐产品销量低于预期。

## 内容目录

1、公司概况：食品包装设备专家.....	4
1.1、公司 09—14 年收入复合增速达 30.5% .....	4
1.2、公司产品介绍.....	5
1.3、公司应收账款和存货比例合理.....	7
1.4、公司主要成本来自易拉盖生产设备，关键外购件是冲床.....	8
1.5、高毛利率出口业务占比上升.....	8
1.6、募投项目概况.....	8
2、公司所在金属包装行业增速 10.7%.....	9
2.1、公司所在的金属包装行业属于国家重点支持行业.....	9
2.2、我国金属易拉盖行业产值 109 亿元，5 年复合增速 15.3% .....	10
2.3、制盖设备行业现状：四家垄断全球市场，斯莱克后来居上.....	11
2.4、全球易拉盖制盖设备行业规模.....	12
3、公司高增长的五大动力 .....	12
3.1、动力一：消费升级催热易拉罐行业，带动易拉罐制造设备需求.....	12
3.2、动力二：人均 GDP 超 4000 美元金属包装行业进入高速增长期.....	12
3.3、动力三：食品公司扩产速度加快，带动制盖企业投资热情.....	13
3.4、动力四：盖子小型化及环保需求拉动易拉盖制造设备改造需求.....	14
3.5、动力五：零部件业务毛利率高，成为公司新的增长极.....	14
4、公司切入易拉罐制罐设备行业.....	15
4.1、全球易拉罐行业增速 6%，中国增速 15%.....	15
4.2、易拉罐制罐行业现状.....	15
4.3、全国易拉罐行业年需求约 550 亿罐.....	15
4.4、公司加强研发，进入空间更大的制罐设备行业.....	16
5、公司坐拥四大优势，将分享行业高速增长盛宴.....	16
5.1、技术创新能力优势.....	16
5.2、综合服务优势.....	16
5.3、成本优势.....	17
5.4、地域优势.....	17
6、盈利预测.....	17

## 图表目录

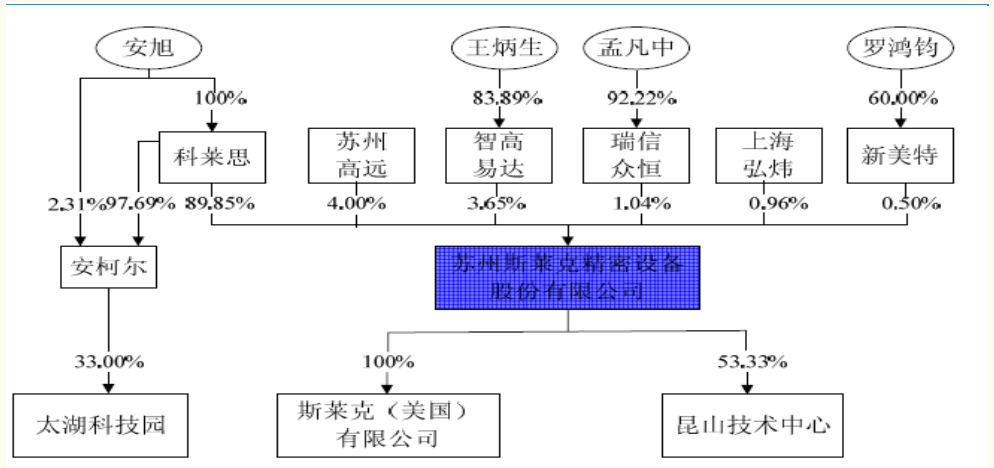
图表 1：发行前公司股权结构.....	4
图表 2：公司发展史：10 年持续增长，迅速做到国内第一.....	5
图表 3：2009-2014 年公司收入复合增速 30.5% .....	5
图表 4：公司三大业务收入占比（2013 年） .....	5
图表 5：低端三片罐用的焊机竞争激烈.....	6
图表 6：三片罐咖啡及两片罐的饮料.....	6

图表 7: 高速易拉盖整线生产系统示意图.....	6
图表 8: 基础盖生产系统.....	7
图表 9: 组合盖生产系统.....	7
图表 10: 模具系统(公司系统改造业务主要收入).....	7
图表 11: 易损件(公司零部件业务收入).....	7
图表 12: 2009-2013 年公司三项费用率逐年下降.....	8
图表 13: 2009-2013 年公司应收账款及存货周转率.....	8
图表 14: 2009—2013 年公司国内外收入(百万元).....	8
图表 15: 公司主要出口国家及客户.....	8
图表 16: 募投项目投资计划.....	9
图表 17: 公司产能及产量(套).....	9
图表 18: 我国金属包装行业销售收入及增速.....	10
图表 19: 我国金属包装行业产量及增速.....	10
图表 20: 我国金属包装行产值占比: 易拉盖占 12%.....	10
图表 21: 易拉盖制盖设备行业竞争格局.....	11
图表 22: 我国易拉盖行业产值及增速.....	12
图表 23: 我国易拉盖行业产量及增速.....	12
图表 24: 易拉盖制盖设备行业竞争格局.....	13
图表 25: 易拉盖及易拉罐行业产业链.....	13
图表 26: 各国易拉罐消费量对比: 中国还有很大发展空间.....	14
图表 27: 历年日本清凉饮料行业产量.....	14
图表 28: 中国饮料产量同比增速与人均 GDP 关系图.....	14
图表 29: 酒饮料和精制茶制造业固定资产投资完成额.....	15
图表 30: 啤酒及碳酸饮料产量及同比增速.....	15
图表 31: 我国易拉罐行业产值及增速.....	16
图表 31: 近年易拉盖制盖企业扩产计划(拟定).....	15
图表 32: 易拉盖缩口化趋势.....	15
图表 33: SOT 型环保易拉盖成为趋势.....	16
图表 34: 国内外主要易拉罐制罐企业.....	16
图表 35: 全球主要制罐企业收入(百万美元).....	16
图表 36: 我国易拉罐行业产值及增速.....	18
图表 37: 我国易拉罐行业产及增速.....	16
图表 38: 公司核心技术优势明显.....	18
图表 39: 公司主营业务预测(单位: 百万元).....	18

## 1、公司概况：食品包装设备专家

- 公司是易拉罐生产设备：公司主要从事高速易拉盖生产设备的研发、设计、生产、装配调试及相关精密模具、零备件的研发、加工制造，主要产品包括易拉盖高速生产成套设备、易拉盖生产设备系统改造、相关精密模具、零备件等。目前，公司下游主要是为食品饮料行业提供易拉盖的生产企业，最终下游为旺旺、王老吉等食品饮料行业。
- 斯莱克是全世界四家具有高速易拉盖组合生产设备成熟生产技术的企业之一。自成立以来，一直致力于独立自主的技术创新与工艺研发，多项产品技术填补了国内和国际空白，是国内唯一具有较高研究基础的制盖设备制造企业，并形成了高水平的技术团队。公司的主营产品主要为客户提供易拉盖高速生产线的整套设备，解决了我国易拉盖高速生产设备长期依赖进口的问题，主要技术指标均已达到国际先进水平。公司的客户遍布世界各地，不仅在中国大陆、港台以及亚洲地区有广泛的客户群体，而且整套设备已经销往全球十多个国家和地区，国内市场占有率超过70%。
- 股东介绍：公司董事长安旭先生毕业于清华大学精密仪器系，并获得美国辛辛那提大学硕士学位。曾在美国金属包装领域从事技术及管理工作，主持或参与设计数百条易拉盖生产线。公司第一大股东科莱思公司是一家在香港注册登记的有限公司，经营范围是投资管理，由斯莱克公司董事长安旭先生100%控股。斯莱克的控股子公司有：斯莱克美国及昆山技术中心。斯莱克美国成立于2009年4月3日，投资总额为200万美元。主营业务为销售易拉盖高速生产设备及零配件、产品研发、提供技术服务、技术。昆山技术中心是一家具备民办非企业单位法人资格的非营利性科研机构。

图表 1：发行前公司股权结构

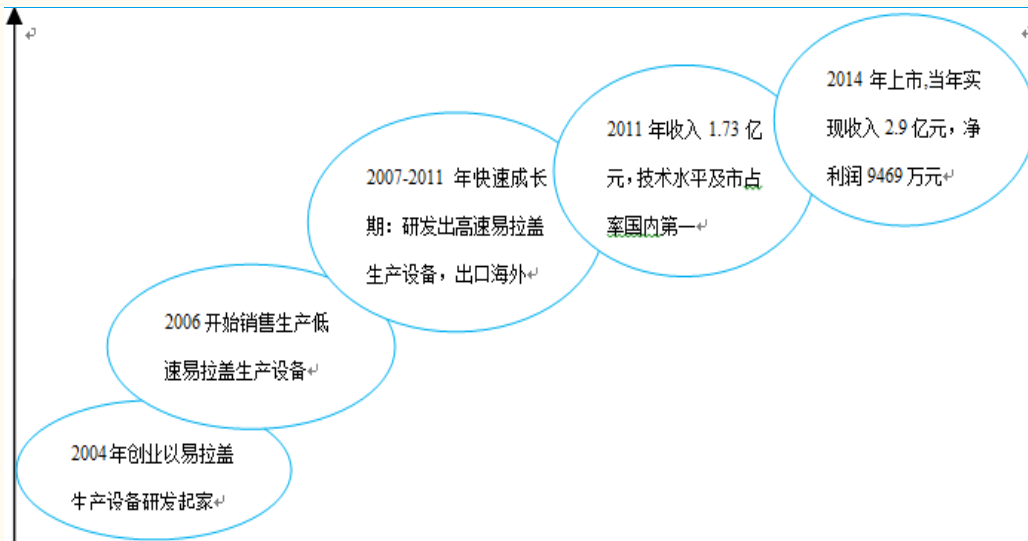


来源：国金证券研究所

### 1.1、公司 09—14 年收入复合增速达 30.5%

- 从公司发展史来看，公司 2004 年成立，2006 年进入成长期，2011 年公司组合盖生产设备市占率国内第一。2009~2014 年公司快速发展，公司收入从 0.77 亿元增长到 2.92 亿元，复合增速约 30.5%；净利润从 0.27 亿元增长到 0.85 亿元，复合增速 26.1%，公司于 2014 年 1 月在创业板上市。
- 2014 年公司收入和净利润分别为：2.92 亿元和 8469 万元，同比分别下滑 9.3%和 12.2%，利润下降的主要原因是：1、行业投资呈现波动，对公司下半年业绩有所影响；2、期间费用较上年增加。3、公司 2014 年做股权激励，主观上释放业绩的动力不足。2015 年 3 月，公司完成股权激励授予。由于公司收入基数小，市场需求旺盛，我们预计未来 3 年公司收入将恢复高增速。

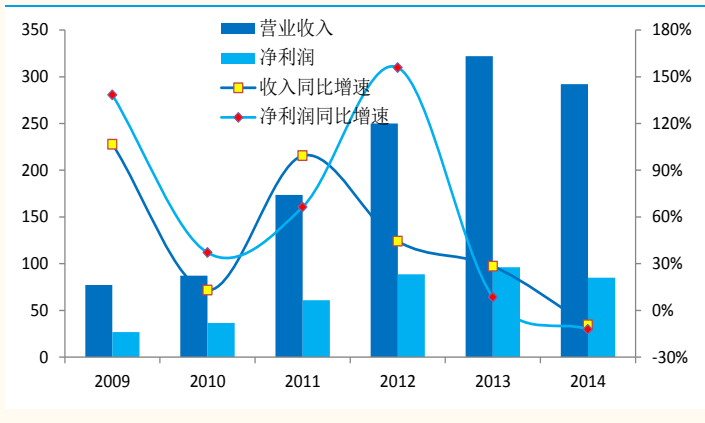
图表 2：公司发展史：10 年持续增长，迅速做到国内第一



来源：国金证券研究所

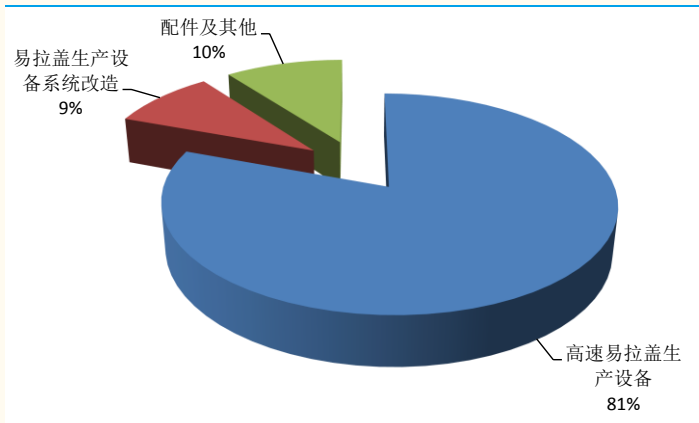
- 公司产品保持较高的毛利率水平。公司注重研发，贴近客户需求，技术与服务均走在了国际前列，下游需求旺盛，竞争对手少，因此毛利率较高。2011—2013 年，公司综合毛利率分别为 51.85%、50.5%和 46.1%，净利率分别为 35.1%、35.4%和 29.9%。其中 2013 年主打产品：高速易拉盖生产设备、易拉盖生产设备系统改造、配件及其他毛利率分别为 45.1%、50.2%、50.4%，远超行业均值。

图表 3：2009-2014 年公司收入复合增速 30.5%



来源：国金证券研究所

图表 4：公司三大业务收入占比 (2013 年)



来源：国金证券研究所

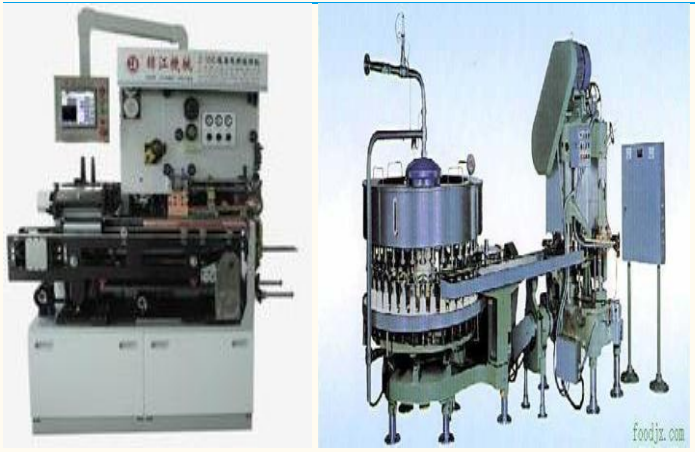
## 1.2、公司产品介绍

- 公司主要产品包括高速易拉盖生产设备（包括易拉盖高速生产整线设备、组合盖高速生产设备、基础盖高速生产设备）、易拉盖生产设备系统改造、易拉盖生产设备相关模具、零备件等。
- 易拉罐按生产工艺和用途可分为：两片饮料罐、三片饮料罐。目前用于包装的金属罐主要是铝质二片罐。其中两片饮料罐主要用来罐装内部承压的碳酸汽水、啤酒等饮品，三片饮料罐主要用来罐装没有压力的普通饮料。三片罐材质主要是马口铁，以金属薄板为材料经压接、粘接合电阻焊接加工成型的罐型包装容器，由罐身、罐底和罐盖三部分组成，罐身有接缝、罐身与罐底和罐盖卷封的包装容器。生产设备大多为焊机，门槛低，单个焊机售价仅几百万。
- 两片罐材质主要是铝，罐身和罐底是一体的。生产设备复杂价格上亿元。近年大的饮料厂从保护品牌角度，越来越多地使用两片罐，带动两片罐生



设备需求。两片罐的优点是：密封性好、避免焊锡罐的铅污染、美观大方罐身无接缝、生产效率高、节省原材料。两片罐对材料性能、制罐技术、制罐设备等的要求较高，装填物料的种类较少。铝质二片罐采用铝合金薄版作为材料，在制造过程中使用了变薄拉伸工艺，所以罐壁的厚度明显比罐底薄。在用于啤酒包装时，强大的内压会弥补薄罐壁的刚性。但是金属罐的高阻气性、遮光性和密封性，会让罐内啤酒的质量保持稳定。斯莱克生产的设备主要用于生产高端的两片罐，未来前景好。

图表 5：低端三片罐用的焊机竞争激烈



来源：国金证券研究所

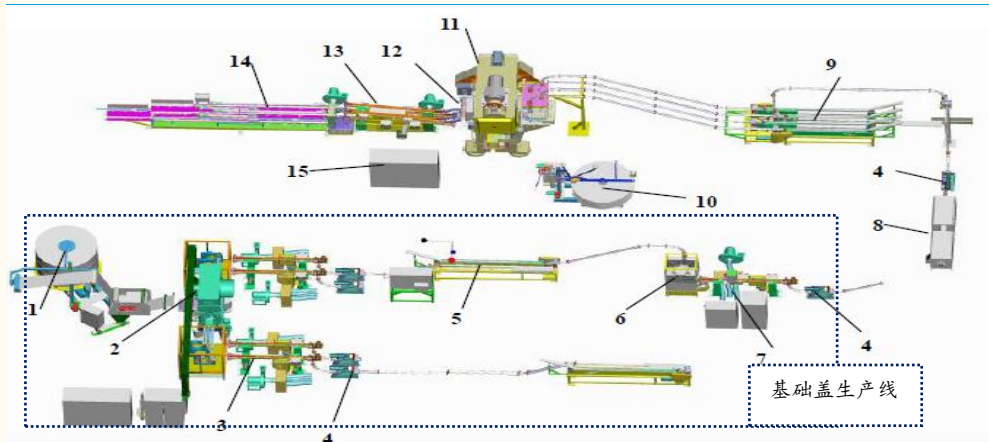
图表 6：三片罐咖啡及两片罐的饮料



来源：国金证券研究所

- **整线生产设备：**整线设备主要由易拉盖组合盖生产设备和基础盖生产设备组合而成。该类设备的价格通常在 1500 万元—2500 万元之间。

图表 7：高速易拉盖整线生产系统示意图

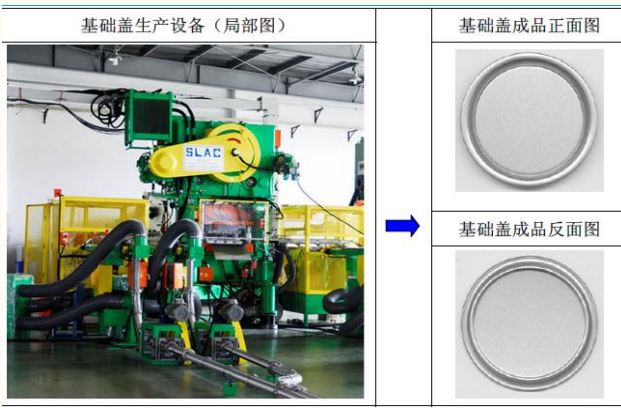


来源：国金证券研究所

注：1、基础盖解卷机；2、基础盖冲压系统；3、平皮带输送系统；4、推盖器；5、注胶前人工转换台；6、注胶机；7、在线图像检测系统；8、烘干机；9、注胶后人工转换台；10、拉环带料解卷机；11、成品盖组合冲压系统；12、在线漏光监测系统；13、组合冲后平皮带输送系统；14、成品盖打包机；15、电气控制柜。其中 1-8 组成基础盖生产设备系统 9-15 组成组合盖生产设备系统。

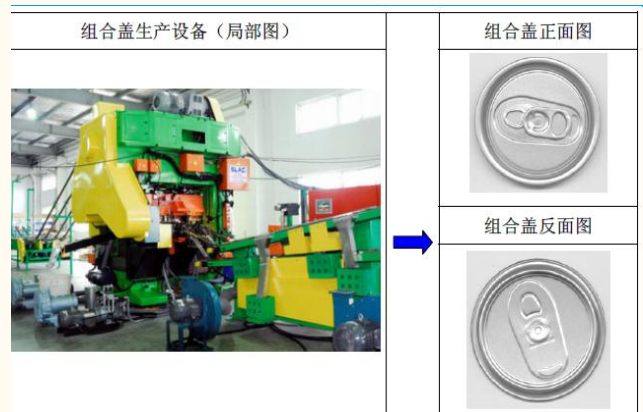
- **基础盖生产设备：**该设备所生产的基础盖是易拉盖成品盖所需的前道工序产品，设备售价一般为 300 万元—700 万元。斯莱克可提供高速卷材和高速片材两种形式基础盖生产设备，其中 8 模高速卷材基础盖生产设备最大产能可达 4800 盖/分钟；14 模高速片材基础盖生产设备产能可达 3500 盖/分钟。

图表 8：基础盖生产系统



来源：国金证券研究所

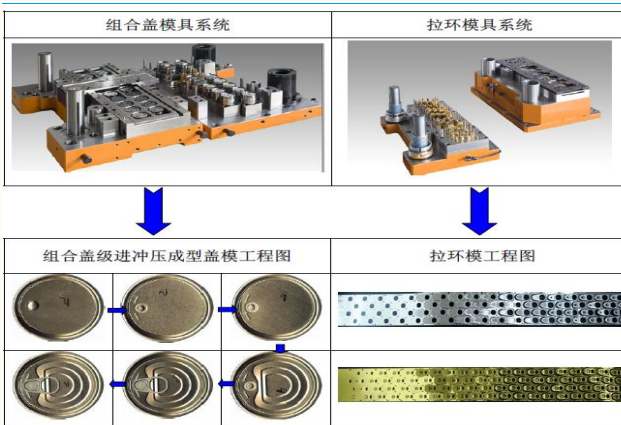
图表 9：组合盖生产系统



来源：国金证券研究所

- **组合盖生产设备：**在基础盖的基础上生产成品组合盖的整套生产设备，需要生产拉环并对基础盖进行刻线等加工，然后将基础盖和拉环组合形成成品组合盖，是易拉罐、盖制造设备中技术含量最高的部分。其价格通常在 500 万元—1300 万元之间。斯莱克可提供多通道多盖型组合盖生产设备，生产设备最大冲次为 750 次/分钟，以 4 通道为例，产能可达 3000 盖/分钟。

图表 10：模具系统（公司系统改造业务主要收入）



来源：国金证券研究所

图表 11：易损件（公司零部件业务收入）



来源：国金证券研究所

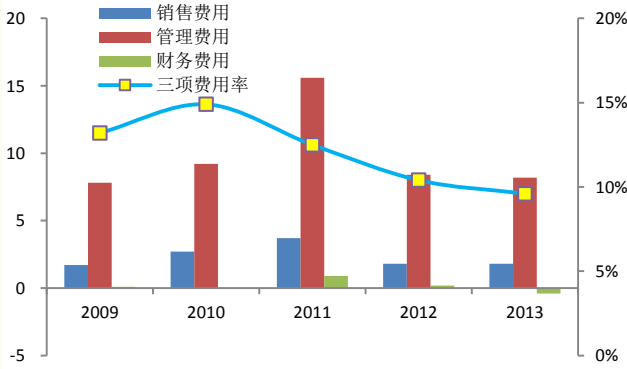
- **系统改造业务：**是指根据客户要求，在客户已有的易拉盖生产设备系统上，更换成套模具及相关机械传动设备，生产新的盖型；对客户原有的生产设备进行重新设计、改造设备结构，以提高生产效率；或者在客户原有生产设备中设计、安装辅助设备，使之增加对产品进行在线漏光检测、在线图像检测等功能，增强生产系统功能，提高产品成品率等。
- **零部件业务：**易拉盖生产设备零备件主要包括模具零备件（刻线刀、拉环模具易损件、盖模模具易损件、基本盖盖模易损件等）、机械传动系统零备件、电子元器件、润滑油等。由于易拉盖生产系统速度快、产量大，一般 24 小时开机连续生产，如此高强度的作业使生产设备中的精密部件特别是模具零备件有较大的损耗率，需要经常更换易损件。国外竞争对手的该类产品销售收入占营业收入的比例可达到 50% 以上。与国外竞争对手相比，斯莱克公司的易拉盖生产设备零配件占营业收入的比例还很低，具有很大的发展潜力。

### 1.3、公司应收账款和存货比例合理

- 公司期间费用控制较好，2011-2013 年三项费用率分别为 12.5%、10.4% 和 9.6%，低于行业均值。2011—2013 年公司应收账款周转率分别为 11.4、13.9、10.5 次/年，周转速度快，主要原因是客户在提货前一般需支付合同总价款的 70%-90%，安装调试完成后，款项基本支付完毕，因此项目确认收入后应收账款较小，应收账款的周转速度较快。

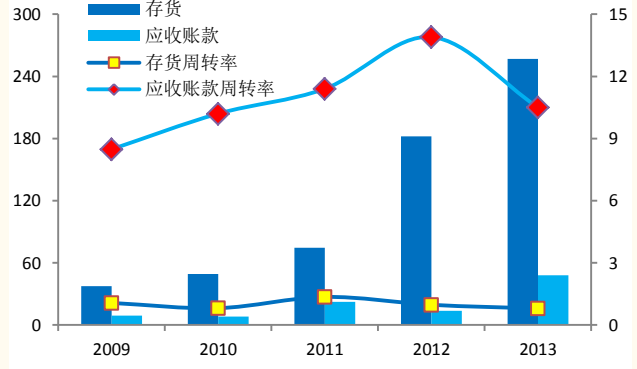
- 截至 2013 年末，公司应收账款占营业收入的比重为 14.8%，公司存货为 2.57 亿元，收入占比约 79.8%，存在一定的风险。2009—2011 年公司存货周转率分别为 1.35、0.97、0.97 次/年，周转速度较慢，主要因为公司主要产品属于大型机械设备，生产周期较长。

图表 12：2009-2013 年公司三项费用率逐年下降



来源：国金证券研究所

图表 13：2009-2013 年公司应收账款及存货周转率



来源：国金证券研究所

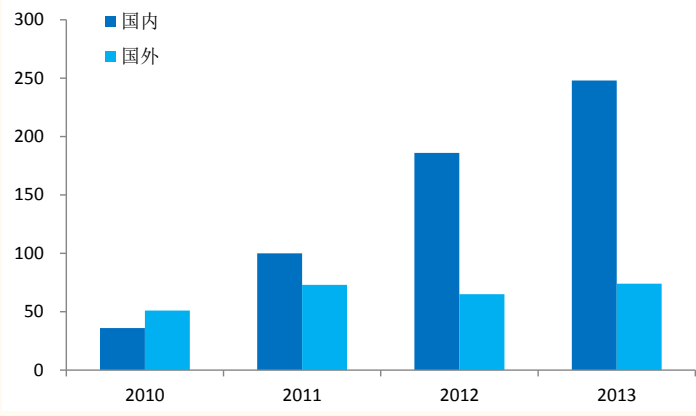
#### 1.4、公司主要成本来自易拉盖生产设备，关键外购件是冲床

- 高速易拉盖生产设备（包括易拉盖整线、组合盖和基础盖三种）是公司的主要业务，也是公司最主要的成本构成，2009—2011 年分别占总成本的 72.39%、73.18%、88.20%。系统改造及零部件业务的成本占比总计不足 30%。
- 高速易拉盖生产设备的关键外购件是冲床，根据客户需求分为二手冲床和新冲床。冲床的主要供应商有 BRUDERER、Minster 等。2009—2011 年公司使用新冲床台数占使用冲床总台数的比例分别为：29%、29%、60%，使用新冲床比例整体呈增加趋势，可见客户对设备的要求越来越高。

#### 1.5、高毛利率出口业务占比上升

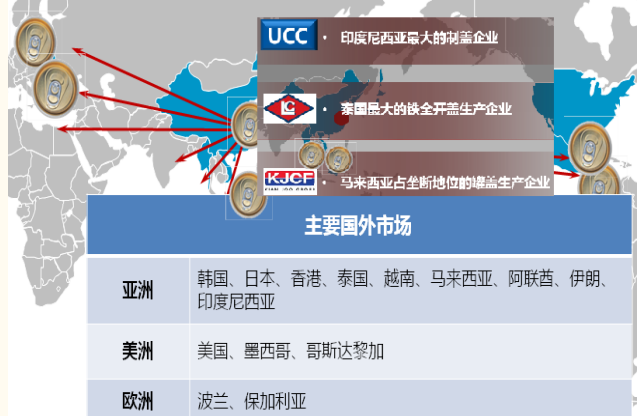
- 2013 年公司国内、外业务收入占比分别为 77%和 23%，毛利率分别为 45.8%和 47.1%，高毛利率的出口业务占比上升。公司主要出口东南亚（马来西亚、泰国、印尼、韩国）及南美洲。报告期内公司主要出口设备退税率均为 17%，零备件出口退税率均为 5%，模具、皮带报告期内出口退税率分别为 5%-13%不等。

图表 14：2009—2013 年公司国内外收入(百万元)



来源：国金证券研究所

图表 15：公司主要出口国家及客户



来源：国金证券研究所

#### 1.6、募投项目概况



- 公司募集资金将用于易拉盖高速生产线成套装备制造及系统改造项目、易拉盖高速生产设备零备件制造项目及企业技术中心建设三个项目。公司已先期以自有资金投入募投项目建设，有望提前达产。

图表 16：募投项目投资计划

项目名称	投资额 (万元)	项目介绍	预计收益 (万元)
易拉盖高速生产线成套装备制造及系统改造项目	14,135	建设投资 9002 万元 投资回收期 4.86 年	18600
易拉盖高速生产设备零备件制造项目	6,432	建设投资 5779 万元 投资回收期 4.49 年	7900
企业技术中心建设项目	2,542	/	/
<b>总计</b>	<b>23,109</b>	/	<b>26,500</b>

来源：国金证券研究所

- 目前公司产能为年产 2 套易拉盖高速生产成套设备、12 套易拉盖组合盖高速设备、5 套易拉盖基础盖高速设备及 14 套生产设备系统改造,实际上公司产能利用率已经超过 100%。募投项目将分别新增 3、8、4、12 套产能,有望解决公司产能不足问题。

图表 17：公司产能及产量(套)

		2013 年	募投项目新增产能	平均售价(万/台)
易拉盖高速生产成套设备	产能	2	3	1500—2500 万
	产量	1		
易拉盖组合盖高速设备	产能	12	8	500—1300 万
	产量	12		
易拉盖基础盖高速设备	产能	5	4	300—700 万
	产量	5		
易拉盖高速生产设备系统改造	产能	14	12	300 万以内
	产量	12		

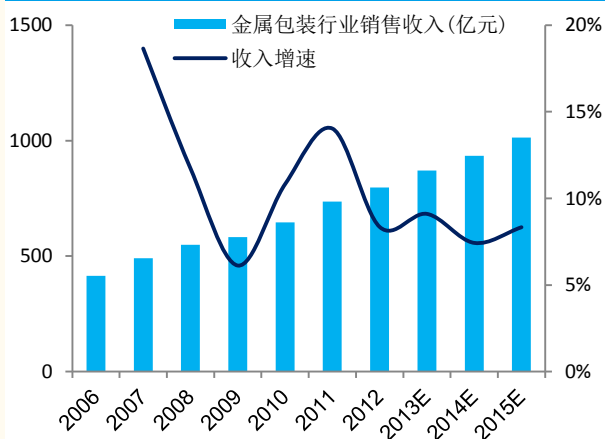
来源：国金证券研究所

## 2、公司所在金属包装行业增速 10.7%

### 2.1、公司所在的金属包装行业属于国家重点支持行业

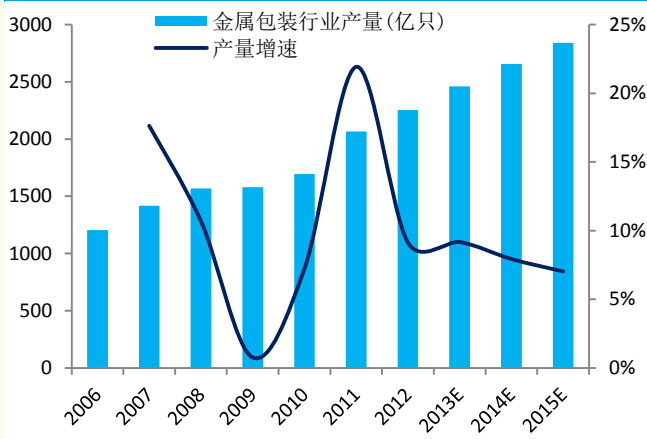
- 公司所在的行业为金属包装行业，金属包装机械行业是国家重点鼓励支持的行业之一。国务院 2009 年出台的《装备制造业调整和振兴规划》中提到：重点发展高档精密磨料磨具等。公司生产的精密模具是于国家鼓励重点发展的装备之一。
- 我国金属包装行业产值复合增速为 12.2%。目前金属包装行业产值约占我国包装产业总产值的 10%，纸包装、塑料包装、包装印刷及玻璃包装分别占包装行业产值的 33.2%、31.3%、15.2%及 3%。在我国金属包装各类产品整体销售收入中，饮料罐销售收入占 33%，食品罐销售收入占 12%，两者合计占 45%。
- 金属包装制品包括钢铁制品、铝制品、管材及铝箔四大类，其中钢铁制品和铝制品是主要制品。2006—2014 年，我国金属包装行业产值从 414 亿元增加到了 935 亿元，年复合增长率为 10.7%。行业产量从 1204 亿只增加到了 2655 亿只，年复合增长率为 10.4%。

图表 18：我国金属包装行业销售收入及增速



来源：The Canmaker, 国金证券研究所

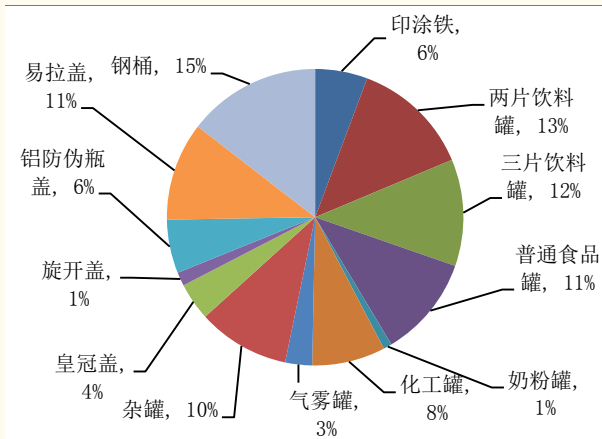
图表 19：我国金属包装行业产量及增速



来源：The Canmaker, 国金证券研究所

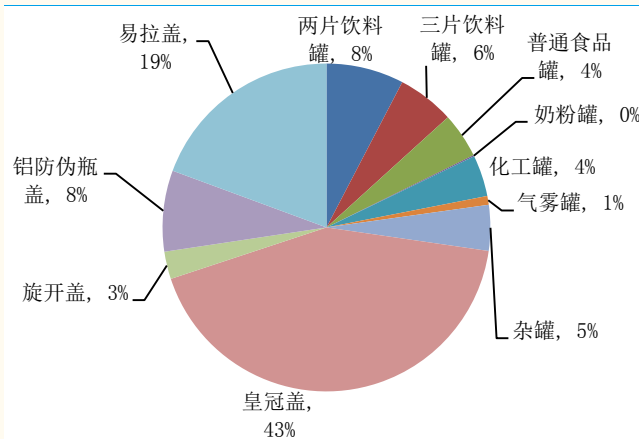
- 从细分行业产值来看：易拉罐和易拉盖是金属包装行业最大子行业，下游主要是饮料及食品行业占比最大的是易拉罐行业(含两片饮料罐、三片饮料罐及普通食品罐三个子行业)，2014 年易拉罐行业产值共计 337 亿元，占金属包装行业总产值的比重为 36.0%；易拉盖行业产值约 109 亿元，占比约 11.6%。

图表 20：我国金属包装行业产值占比：易拉盖占 12%



来源：The Canmaker, 国金证券研究所

图表 21：我国金属包装行业产量占比：易拉盖占 21%



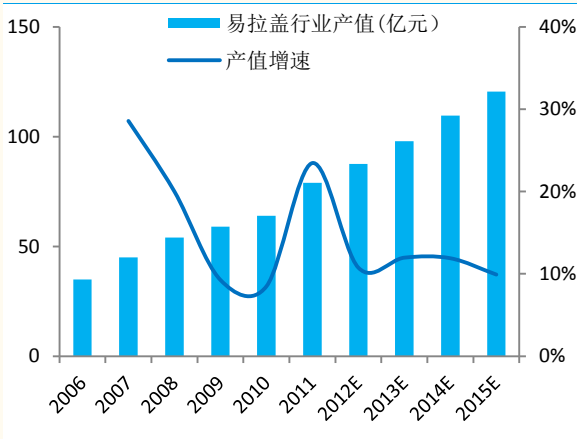
来源：The Canmaker, 国金证券研究所

- 从细分行业产量来看：占比最大的是皇冠盖，2014 年产量 1057 亿只，占比 40%。其次就是易拉盖，产量为 555 亿只，占总行业的 21%。易拉罐和易拉盖的下游主要是食品饮料行业，包括啤酒、碳酸饮料及其他液体食品等。仅两片饮料罐和三片饮料罐行业就占到金属包装行业产值的 25%，产量的 14%。

## 2.2、我国金属易拉盖行业产值 109 亿元，5 年复合增速 15.3%

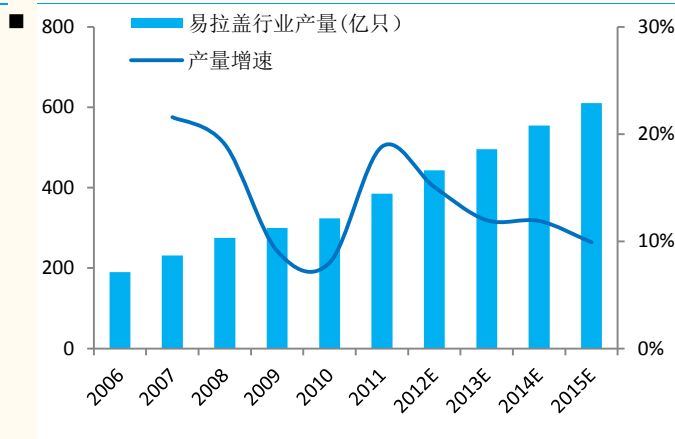
- 2006 到 2014 年，我国易拉盖行业产值从 35 亿元增加到 109 亿元，年复合增长率为 15.3%，远高于金属包装行业平均增速。2014 年易拉盖产值占金属包装行业总产值的比例为 12%。
- 2006 到 2014 年，我国易拉盖产量从 190 亿只增加到 555 亿只，年复合增长率为 14.3%，高于行业平均增速。2014 年易拉盖产量占金属包装行业总量的比例为 21%。

图表 22：我国易拉盖行业产值及增速



来源：The Canmaker, 国金证券研究所

图表 23：我国易拉盖行业产量及增速



来源：The Canmaker, 国金证券研究所

### 2.3、制盖设备行业现状：四家垄断全球市场，斯莱克后来居上

- 易拉罐生产设备包括：制罐设备和制盖设备两大部分。特别是组合盖生产设备，速度快要求高，是易拉盖生产设备中尖端关键设备。目前，世界上能提供高速制盖整线及组合盖设备公司只有：美国 STOLLE、DRT、STI 和苏州斯莱克四家公司，其中苏州斯莱克和 STOLLE 技术和综合实力最强，单线设备年产能可达 10 亿只。另外，还有德国 Alfons Harr 等 4 家公司可以生产高速基础盖生产设备。在成套设备上 DRT 和 STI 最近几年在国内没有进行新增设备的销售。STOLLE 是公司在国内市场的主要竞争对手。

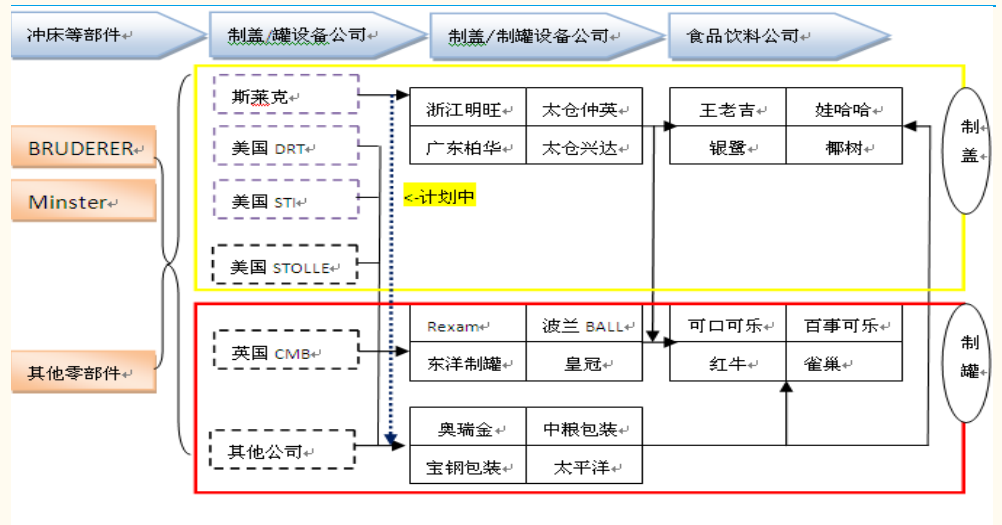
图表 24：易拉盖制盖设备行业竞争格局

公司名	收入(人民币)	业务介绍
斯莱克	2.92 亿元	组合盖生产设备占 70% 基础盖占 20%。组合盖市场占有率 70%
STOLLE	16 亿元，零备件及服务收入占 50%	美国俄亥俄，主要是食品饮料行业。其中组合盖 30%，基础盖 70%。
DRT	3.3 亿元	易拉盖生产系统发明者，主要卖零部件，
STI	1.3 亿元	09 年被欧洲饮料罐制造商 Impress 收购，
德国 Alfons Harr	1 亿元	高速基础盖生产设备。

来源：国金证券研究所

- 斯莱克占据了国内增量市场的大部分。而从设备存量上看，目前以 STOLLE 为代表的国外设备仍占据大部分市场份额，但比例在逐步下降。从饮料品牌的使用情况上看，以可口可乐、百事可乐为代表的老牌国际饮料品牌，大部分由波尔、皇冠等厂商在公司成立前购买的 STOLLE 或 DRT 设备生产，小部分由广东柏华、中粮包装、太仓兴达等厂家购买的斯莱克设备生产。而王老吉、娃哈哈八宝粥、银鹭八宝粥、旺仔牛奶、椰树椰汁等新兴国内品牌，则大部分由斯莱克的设备生产。在零备件方面，国内市场相对分散，除斯莱克和三家美国公司外，还有一些国内外的其他供应商。相对而言，STOLLE 零备件销售额最大，斯莱克次之，其他较为分散。
- 下游逆向收购导致行业格局越来越有利于斯莱克。2010 年金属包装国际领先企业 IMPRESS 公司收购了美国 STI 公司。2011 年底，东洋制罐公司斥资 7.75 亿美元收购了美国 STOLLE 公司。这两项下游企业对设备制造商的收购，未来可能会导致行业竞争格局发生变化。皇冠、英国 Rexam 力世恒及美国 BALL 等其他下游制盖公司，未来有可能改变采购 STOLLE 设备的一贯策略，以免受竞争对手东洋制罐公司与法国 IMPRESS 的限制，客上有利于斯莱克公司提升全球市场份额。

图表 25：易拉盖及易拉罐行业产业链



来源：国金证券研究所

## 2.4、全球易拉盖制盖设备行业规模

- 根据《金属包装》统计：目前全球高速制盖生产设备保有量约 800 条左右，按照全球易拉盖消费量 6% 的增速计算，未来 3 年每年平均需要新建生产线 45 条，随着老旧设备套的淘汰及升级，每年平均有 45 条制盖生产线需要升级。而未来 3 年国内每年需要新建或技改升级的制盖生产线约有 10 条。此外，每条生产线年均损耗零部件更换及售后服务市场约 3.6 亿美元。

## 3、公司高增长的五大动力

### 3.1、动力一：消费升级催热易拉罐行业，带动易拉罐制造设备需求

- 从消费总量来看，目前中国易拉罐消费占全球的 10%。从人均消费量来看，中国人均易拉罐消费量仅为美国的 1/17，世界平均水平的 1/2.4。目前中国易拉罐和易拉盖行业产值分别为 337 亿及 109 亿元，假如中国人均消费增长到世界平均水平，易拉罐及易拉盖制造行业产值将分别达到 700 亿及 200 亿元，还有翻倍的增长空间。

图表 26：各国易拉罐消费量对比：中国还有很大发展空间

单位：亿罐	2009	2010	2011	2012	2013	2014	复合增速	人均消费(罐)
美国	1400	1450	1500	1530	1560	1600	2%	500
欧洲	1100	1150	1200	1284	1400	1500	7%	140
中国	362	400	450	500	550	600	11%	45
全球	4530	4800	5050	5300	5620	6000	6%	72

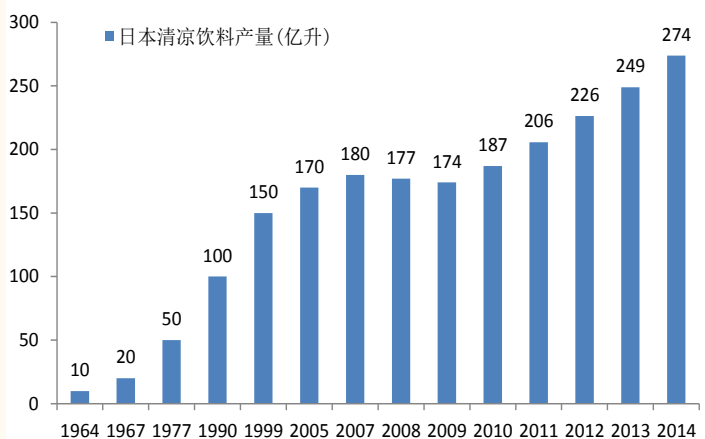
来源：The Canmaker, 国金证券研究所

### 3.2、动力二：人均 GDP 超 4000 美元金属包装行业进入高速增长期

- 日本金属包装行业的启示：人均 GDP 超 4000 美元清凉饮料行业进入高速增长期。根据金属包装杂志数据，从上世纪 60 年代开始到 90 年代，日本经济高速增长，清凉饮料行业与金属包装行业随之进入高速增长期。特别是 1964 年日本人均 GDP 超过 4000 美元以后，日本清凉饮料行业也进入高速增长期。1964 年日本清凉饮料产量突破 10 亿升，1967 年就翻番达 20 亿升，1977 年突破 50 亿升，一直到 1990 年突破 100 亿升进入成熟期，从 2008 年开始产量下降市场饱和逐渐衰退。清凉饮料的增长带来了金属包装业的繁荣。从日本金属包装行业发展史来看：1964 年日本人均 GDP 超过 4000 美元，金属包装行业进入高速增长期，1970-1985 年经历了高速发展，从 1995 年开始进入饱和期。截至 2010 年，日本金属包装产业总产值约 764 亿人民币，占全部包装行业的比重为 16.7%。从下游应用来看，食品饮料铝罐占金属包装行业产值比例为 45%。

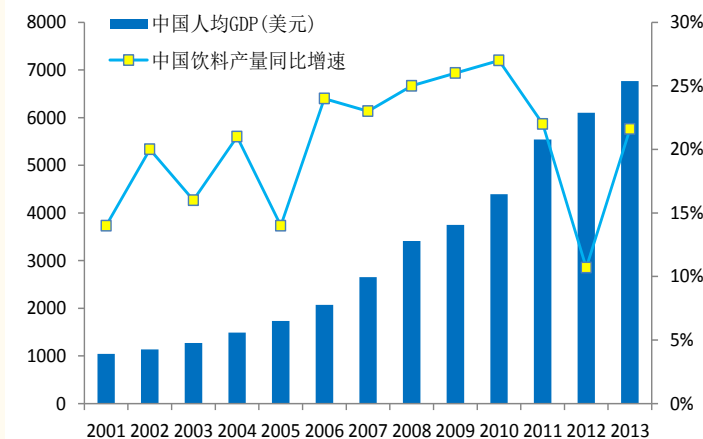


图表 27: 历年日本清凉饮料行业产量



来源: The Canmaker, 国金证券研究所

图表 28: 中国饮料产量同比增速与人均 GDP 关系图



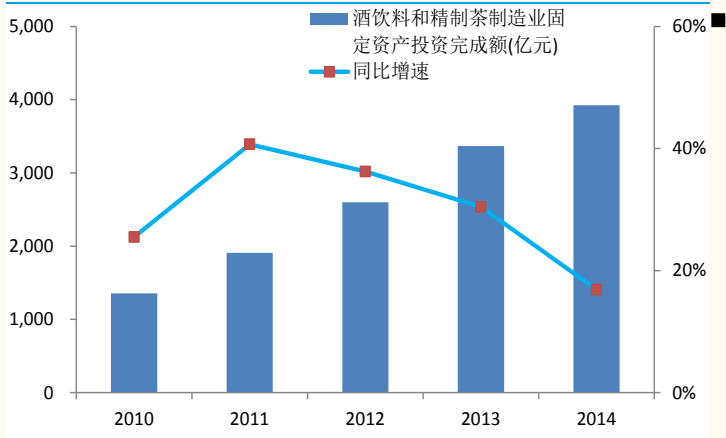
来源: The Canmaker, 国金证券研究所

- 以上日本历史数据经验表明: 当人均 GDP 达到 4000 美元的时候, 金属包装产业将进入快速增长期, 而当人均 GDP 达到 2 万美元的时候, 金属包装产业进入饱和期。2010 年, 中国人均 GDP 首次进入 4000 美元大关, 这也预示着中国金属包装产业将进入快速增长期。

### 3.3、动力三: 食品公司扩产速度加快, 带动制盖企业投资热情

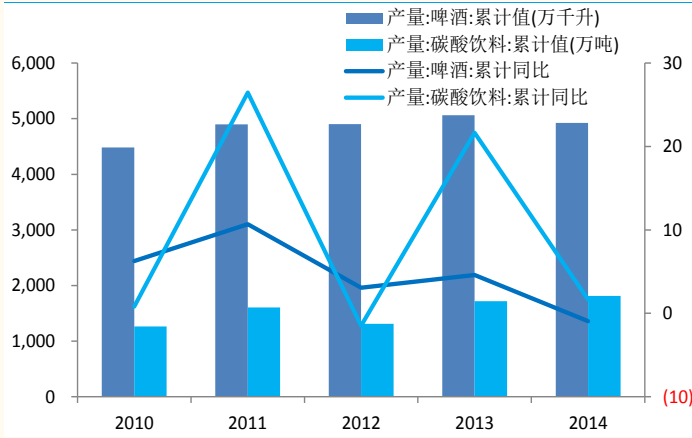
- 目前, 国内饮料行业竞争激烈, 各大厂商都在积极扩大产能抢占市场, 国内制盖公司及制盖设备提供商也因此受益。以制盖公司为例: 太仓仲英公司主要给娃哈哈和银鹭八宝粥提供易拉盖, 广东柏华主要给红牛、椰树椰汁及王老吉提供易拉盖。以上制盖企业都在积极扩产, 而奥瑞金公司准备上市扩大底盖产能。
- 从下游情况来看, 2014 年我国酒、饮料及制茶行业固定资产投资完成额 3925 亿元, 同比增速为 16.9%。从产量来看, 2014 年国内啤酒及碳酸饮料及饮用水产量分别为: 4921 万千升和 1810 万吨, 同比增速分别为 -0.9% 和 1.7%。

图表 29: 酒饮料和精制茶制造业固定资产投资完成额



来源: wind, 国金证券研究所

图表 30: 啤酒及碳酸饮料产量及同比增速



来源: wind, 国金证券研究所

- 2011 年珠江啤酒全资子公司河北珠江啤酒有限公司拟投资 1 亿元在河北新增瓶装啤酒罐装生产线和易拉罐生产线各一条。2012 年加多宝和王老吉商标之争案判决后, 加多宝集团计划在清远投资逾 10 亿元人民币打造大型饮料生产基地。旗下子公司清远加多宝草本植物科技有限公司也计划日产过百吨凉茶浓缩汁, 用于生产“红罐加多宝”。这都将拉动斯莱克公司的销售。

图表 31：近年易拉盖制盖企业扩产计划(拟定)

公司	投资产能	制盖生产线需求	投资额
海南椰树	10-20亿	1-2条	设备投资1.5亿元
浙江昌鸿	10亿	1条	设备投资1亿
太仓兴达	50亿	5条	设备投资1.5亿
浙江明旺	20亿	2条	设备投资0.7亿
厦门保津实业	300亿	30条	总投资10亿元

来源：国金证券研究所

### 3.4、动力四：盖子小型化及环保需求拉动易拉盖制造设备改造需求

- 盖子小型化：易拉盖行业发趋势之一是将易拉盖盖口缩小化以节省材料，这将拉动新的易拉盖制盖系统改造需求。目前，易拉盖铝材的厚度由开始的 0.39mm 下降到 0.24mm，罐盖直径也有所缩小，由原来的 211 盖型不断改为 206 盖型、202 盖型，罐盖重量不断减少，从而大大降低单只易拉罐的耗材量以降低成本。新的盖型将导致生产设备工艺和模具发生改变，从而拉动设备更新改造需求。
- 易拉罐更环保：食品包装按包装材料分为金属、纸质、塑料、复合材料等。按包装方式分为：罐装、罐藏、瓶装、包封、袋装、裹包、罐注等。目前食品包装方式主要有：PET 塑料瓶、易拉罐、纸质盒、玻璃瓶几种。纸质盒需要消耗大量木材，而且不能用来包装气体饮料。玻璃瓶重运输成本高，塑料使用是降级使用仍然有污染和浪费，而易拉罐融化后即可使用，做到了真正的环保和完全二次利用。在环保节能需求推动下，预计易拉罐包装方式将越来越流行。
- SOT 型环保盖得以推广：易拉盖一般分为 FO 型、SOT 型、RPT 型三种。FO 型是整体开口的方式，一般用于食品包装，环保程度一般。RPT 型指传统拉片式拉环，一般用于饮料包装，即拉开后扔掉拉环，造成材料回收困难及污染浪费，目前许多国家已经禁止使用，预计国内将逐渐禁止 RPT。而 SOT 环保型拉环采用内扣的方式打开，一般用于饮料包装，是最环保的方式，正在成为主流趋势。目前 SOT 使用比例 30%，王老吉已率先使用了 SOT 型易拉盖。

图表 32：易拉盖缩口化趋势



来源：国金证券研究所

图表 33：SOT 型环保易拉盖成为趋势



来源：国金证券研究所

### 3.5、动力五：零部件业务毛利率高，成为公司新的增长极

- 目前全球大约有 800 条线易拉盖生产设备，中国估计 80 条左右。斯莱克设备在全球累计销量已超 70 台，折算成 35 条整线，其中在国内销售约 15 条线。设备保有量的增加带来了零部件更换业务。另外，易拉盖生产设备相关模具、零备件（刻线刀等精密部件）会有比较固定的损耗率，每年都有一定的改造及零部件更新需求。2013 年公司的零部件业务收入占比为 10.2%，占比明显上升，毛利率高达 50.4%。

- 公司下游主要是易拉罐制盖企业，公司前 5 大客户国内主要是浙江明旺、太仓仲英及广东柏华。目前，公司在组合盖生产设备增量市场的市占率高达 70%。公司市占率优势将保障公司零部件业务收稳定增长。

#### 4、公司切入易拉罐制罐设备行业

##### 4.1、全球易拉罐行业增速 6%，中国增速 15%

- 自 2002 年以来，全球易拉罐消费以每年 6% 的速度增长，2010 年全球易拉罐消费超过 5000 亿罐，其中饮料罐占 65%，食品罐占 35%。近几年，美国、日本等市场增速有所放缓，而中国等新兴经济体增速达 15%，东南亚地区增速为 10%，欧洲增速 7%，波兰、俄罗斯等地增速 10%。

##### 4.2、易拉罐制罐行业现状

- 国外制造罐子的公司主要有：东洋制罐、皇冠、英国 Rexam 力世恒、美国 BALL。国内做罐子的公司主要有：奥瑞金、中粮包装、宝钢宝翼及太平洋。国外大多是 2 片罐，国内还有很多低端的 3 片罐。

图表 34：国内外主要易拉罐制罐企业

	公司	主要产品	公司介绍
国外公司	东洋制罐	饮料罐	08年收入60.8亿美元，收购了美国STOLLE公司，啤酒瓶的铁皮盖，美国费城公司 购买了美国国家制罐公司 世界第四大制罐企业，在福建投资1亿美元建厂，年产能10亿只饮料罐
	皇冠	皇冠盖	
	英国Rexam力世恒	饮料罐	
	美国BALL	饮料罐	
国内公司	奥瑞金	饮料罐及食品罐	2011年收入约25亿元，拟上市公司 盖子+罐子，金属包装 中国最大的金属包装集团 年产20亿只罐，产能亚洲第一。唯一能生产500ml铝罐的公司，主要与青岛啤酒和华润啤酒合作。
	中粮包装	易拉盖及马口铁罐	
	宝钢包装	印铁	
	太平洋	500ml铝罐	

来源：国金证券研究所

- 从全球主要的三家制罐企业经营状况来看，三家收入总额约 1336 亿人民币，平均毛利率约 11.0%。

图表 35：全球主要制罐企业收入(百万美元)

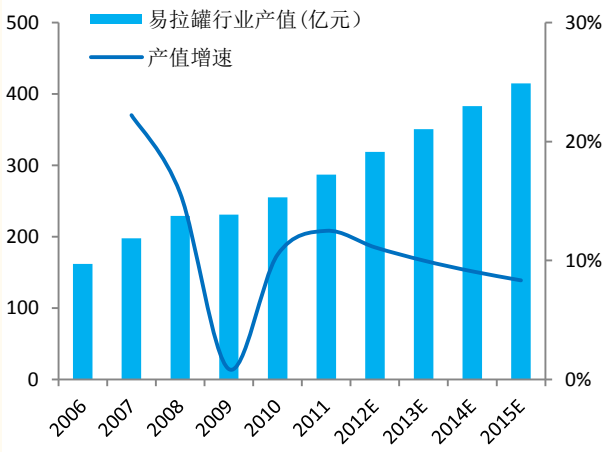
	美国 BALL	日本皇冠	美国 Rexam
收入	6916	7941	5699
营业利润	760	890	610
利润率	11.1%	11.2%	10.7%
投资资本	250	320	225
净现金流	490	304	292

来源：国金证券研究所，注：2011 年

##### 4.3、全国易拉罐行业年需求约 550 亿罐

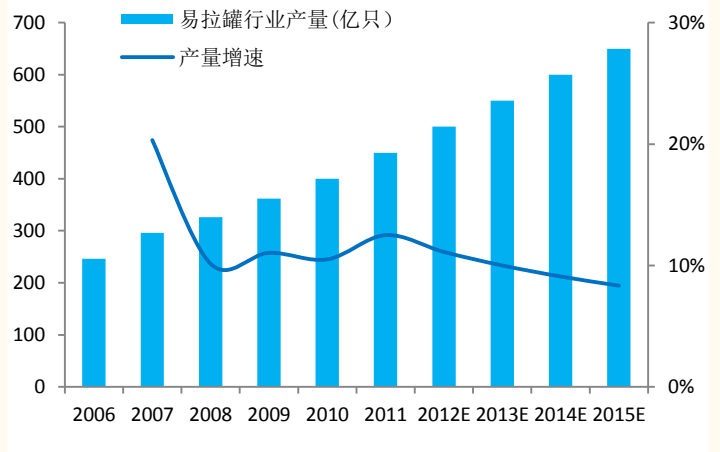
- 我国铝制易拉罐主要用于啤酒、饮料的金属包装，而马口铁易拉罐主要用于食品罐头。2014 年我国啤酒产量为 4921 万吨，我们保守估计 10% 用的是金属罐包装即 492 万吨。近年来国内罐装啤酒市场的增长速度维持在 10%-15% 之间，远高于啤酒行业整体约 5% 的增速，未来易拉罐装啤酒有望逐渐成为啤酒消费市场的主流产品。在粤东市场，易拉罐啤酒已占啤酒市场总容量的 20%，福建市场超过 15%，预计五年后易拉罐啤酒占比将会增加 5-10 个百分点左右，易拉罐啤酒呈现出巨大的市场潜力)。啤酒密度约 0.8g/ml，普通罐装啤酒容量为 330ml，可以计算出大约对应 186 亿罐啤酒。
- 2014 年我国饮料产量为 1.5 亿吨，主要有碳酸饮料、果汁及果汁饮料、瓶装饮用水及其他类。占比分别为 20%、20%、35% 及 25%。除了纯净水，能使用罐装的比例保守为 40%，总产量为 6000 万吨，我们假设其中 50% 采用罐装，饮料平均密度按照 1g/ml，平均容量按照 330ml 计算，则对应料罐为 363 亿罐。啤酒及饮料用饮料罐总量合计约 550 亿罐。

图表 36：我国易拉罐行业产值及增速



来源：国金证券研究所

图表 37：我国易拉罐行业产量及增速



来源：国金证券研究所

#### 4.4、公司加强研发，进入空间更大的制罐设备行业

- 目前全球制罐设备行业规模约为制盖设备市场的 4-5 倍。全球制罐设备生产商主要是美国 STOLLE 公司及英国 CMB 公司。斯莱克公司的制罐设备研发已取得了阶段性进展，目前公司正在积极研发冲杯机、罐体拉伸机研发、罐罐体切边机技术。公司公告 2013 年已经获得河南金星啤酒集团易拉罐生产设备销售合同，合同总价为 1,600 万美元，我们预测此订单将在 2015 年交付。由于制罐生产线订单金额较大，对公司未来几年业绩影响较大，将成为公司新的业绩增长点。

### 5、公司坐拥四大优势，将分享行业高增长盛宴

#### 5.1、技术创新能力优势

- 公司拥有国际一流的研发技术人员组成的技术团队，组成稳定，相关领域经验丰富，研发能力强，和同行业其他企业相比具有明显优势；2009—2011 年公司研发投入占收入的比重分别为 9.5%、9.9%和 5.7%，公司通过最近几年的研发，产品技术快速提升，公司高端产品的产能从 2004 年的 600-700 盖/分钟上升到现在的 3,000 盖/分钟；公司利用有限元分析技术，大大提高了材料利用率，为客户节约了生产成本。公司目前多项技术达到国际先进水平，并具有强大的持续创新能力。
- 公司通过自主研发，在精密连续级进模、金属材料成形、全自动控制及高速在线实时检测等精密机电领域进行了多项集成创新，成为国际先进的高速易拉盖组合盖设备生产商。

图表 38：公司核心技术优势明显

指标	斯莱克	美国 STOLLE	美国 DRT	美国 STI
产品范围	制盖整线	制盖整线	组合盖系统	组合盖系统
图像检测	系统自带	外配	外配	外配
微漏光检测	系统自带	系统自带	外配	无
刻线深度及检测	激光式	光学式	无	无
组合盖每分钟产量	3000	3000	2000	2400
管路系统	系统自带	外配	外配	外配
解卷机	系统自带	外配	外配	外配

来源：国金证券研究所

#### 5.2、综合服务优势

- 凭借强大的研发支持，公司可以为客户提供定制化的易拉盖高速生产系统设计及系统改造服务，公司距离客户距离近且服务及时，服务费用明显低于国外厂商，因此，和国外公司相比，公司在提供整体服务方面具有综合性优势。



- 另外，国外厂商不从事易拉盖高速生产线中某些部分的生产如管路系统，致使下游厂商还需要从其他供应商采购该部分产品，增加了生产线调试、后续维修等方面的成本，而公司能为客户提供最完整的易拉盖高速生产线和解决方案。

### 5.3、成本优势

- 和美国同行相比，公司具有明显的成本优势。人力成本的原材料价格都低于国外竞争对手。另外，公司成套设备中自制设备所占比例最大，除冲床和注胶机、烘干机等辅助设备外，其他设备均可自主设计生产。成本优势使公司在产品定价方面相比国外同行具有更大的空间，目前公司所生产设备价格一般比国外同类产品价格低 20%—40%，而产品技术水平相当，竞争优势比较明显。

### 5.4、地域优势

- 近年来，东南亚、中东等新兴经济体消费能力迅速增长，带动了易拉罐装食品和饮料的快速增长，易拉盖高速生产设备市场广阔。美国同行并没有在这些区域建立起牢固的市场地位，斯莱克通过价格优势已经在以上市场竞争中占据了非常有利的地位，设备已成功销往越南、印尼等地。公司邻近东南亚地区，在服务的及时性方面有天然优势，有利于分享该地区经济快速增长的成果。

## 6、盈利预测

- 公司的核心技术是：超薄金属加工及机器视觉，可广泛应用于食品、制药等多个行业，公司曾给韩国食品厂做过机器人系统集成，是金属包装行业工业 4.0 唯一标的，具备稀缺性。
- 公司刚完成股权激励授予，首次行权价格为 71.15 元。目前股价接近行权价，具备一定的安全性。
- 我们预测公司 2015-2017 年 EPS 为 2.1/2.6/3.1 元，对应 PE 为 33/27/22 倍，买入评级。

图表 39：公司主营业务预测（单位：百万元）

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>高速易拉盖生产设备</b>						
销售收入（百万元）	212.12	259.52	215.00	232.00	255.00	290.00
增长率（YOY）	42.92%	22.35%	-17.15%	7.91%	9.91%	13.73%
毛利率	49.47%	45.13%	42.00%	43.00%	43.00%	43.00%
销售成本（百万元）	107.18	142.40	124.70	132.24	145.35	165.30
增长率（YOY）	-9.86%	32.85%	-12.43%	6.05%	9.91%	13.73%
毛利（百万元）	104.94	117.12	90.30	99.76	109.65	124.70
增长率（YOY）	255.64%	11.61%	-22.90%	10.48%	9.91%	13.73%
占总销售额比重	84.59%	73.62%	73.63%	65.91%	60.43%	58.23%
占主营业务利润比重	82.92%	71.48%	70.38%	62.44%	56.77%	54.53%
<b>易拉盖生产设备系统改造</b>						
销售收入（百万元）	13.35	60.00	49.00	39.00	43.00	50.00
增长率（YOY）	15.19%	349.44%	-18.33%	-20.41%	10.26%	16.28%
毛利率	59.44%	50.17%	49.00%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本（百万元）	5.41	29.90	24.99	19.50	21.50	25.00
增长率（YOY）	-33.26%	452.16%	-16.42%	-21.97%	10.26%	16.28%
毛利（百万元）	7.94	30.10	24.01	19.50	21.50	25.00
增长率（YOY）	128.22%	279.35%	-20.24%	-18.78%	10.26%	16.28%
占总销售额比重	5.32%	17.02%	16.78%	11.08%	10.19%	10.04%
占主营业务利润比重	6.27%	18.37%	18.71%	12.21%	11.13%	10.93%
<b>易拉盖生产设备零备件及其他</b>						
销售收入（百万元）	25.28	33.00	28.00	31.00	34.00	38.00
增长率（YOY）	86.02%	30.54%	-15.15%	10.71%	9.68%	11.76%
毛利率	54.09%	50.42%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本（百万元）	11.61	16.36	14.00	15.50	17.00	19.00
增长率（YOY）	22.00%	40.97%	-14.43%	10.71%	9.68%	11.76%
毛利（百万元）	13.67	16.64	14.00	15.50	17.00	19.00
增长率（YOY）	235.39%	21.68%	-15.86%	10.71%	9.68%	11.76%
占总销售额比重	10.08%	9.36%	9.59%	8.81%	8.06%	7.63%
占主营业务利润比重	10.81%	10.15%	10.91%	9.70%	8.80%	8.31%
<b>易拉罐生产设备</b>						
销售收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	50.00	90.00	120.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	80.00%	33.33%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	25.00	45.00	60.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	80.00%	33.33%
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	25.00	45.00	60.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	80.00%	33.33%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	17.12%	25.57%	21.33%	32.13%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	15.65%	23.30%	26.24%
<b>销售总收入（百万元）</b>	<b>250.75</b>	<b>352.52</b>	<b>292.00</b>	<b>352.00</b>	<b>422.00</b>	<b>498.00</b>
<b>销售总成本（百万元）</b>	<b>124.21</b>	<b>188.66</b>	<b>163.69</b>	<b>192.24</b>	<b>228.85</b>	<b>269.30</b>
<b>毛利（百万元）</b>	<b>126.54</b>	<b>163.86</b>	<b>128.31</b>	<b>159.76</b>	<b>193.15</b>	<b>228.70</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>50.47%</b>	<b>46.48%</b>	<b>43.94%</b>	<b>45.39%</b>	<b>45.77%</b>	<b>45.92%</b>

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	174	251	322	292	352	422
增长率		44.4%	28.4%	-9.3%	20.5%	19.9%
主营业务成本	-84	-124	-173	-164	-192	-229
% 销售收入	48.1%	49.5%	53.9%	56.1%	54.6%	54.2%
毛利	90	127	149	128	160	193
% 销售收入	51.9%	50.5%	46.1%	43.9%	45.4%	45.8%
营业税金及附加	-1	-1	-4	-1	-2	-2
% 销售收入	0.6%	0.6%	1.2%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-4	-5	-6	-7	-9	-11
% 销售收入	2.2%	1.8%	1.7%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-16	-21	-26	-25	-32	-36
% 销售收入	9.3%	8.4%	8.2%	8.5%	9.0%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	69	100	113	95	118	145
% 销售收入	39.7%	39.7%	35.0%	32.4%	33.4%	34.3%
财务费用	-2	0	1	5	11	13
% 销售收入	0.9%	0.2%	-0.4%	-1.5%	-3.1%	-3.0%
资产减值损失	-1	0	-4	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	67	99	110	97	128	157
营业利润率	38.5%	39.4%	34.3%	33.4%	36.3%	37.2%
营业外收支	3	6	4	2	4	6
税前利润	70	104	114	99	132	163
利润率	40.2%	41.6%	35.4%	34.1%	37.5%	38.6%
所得税	-9	-16	-18	-15	-20	-24
所得税率	12.7%	15.1%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	61	89	96	85	112	138
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	61	89	96	85	112	138
净利率	35.1%	35.4%	29.9%	28.9%	31.8%	32.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	61	89	96	85	112	138
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	4	7	6	8	9
非经营收益	6	0	-1	1	-4	-6
营运资金变动	-35	-45	-92	145	11	6
经营活动现金净流	35	48	11	237	126	147
资本开支	-22	-14	-3	-50	-46	-44
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-22	-14	-3	-50	-46	-44
股权募资	0	0	0	232	0	0
债权募资	16	-16	39	-50	0	0
其他	-20	-1	0	-2	0	0
筹资活动现金净流	-4	-17	39	180	0	0
现金净流量	10	17	48	367	80	103

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	64	82	112	479	559	663
应收款项	30	57	96	79	95	114
存货	75	182	257	179	195	219
其他流动资产	45	103	39	33	38	46
流动资产	213	424	505	770	887	1,042
% 总资产	82.0%	88.0%	89.8%	88.1%	85.8%	84.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	38	49	48	86	119	150
% 总资产	14.6%	10.1%	8.5%	9.8%	11.5%	12.2%
无形资产	8	8	8	18	28	38
非流动资产	47	58	57	104	147	188
% 总资产	18.0%	12.0%	10.2%	11.9%	14.2%	15.3%
资产总计	260	482	562	874	1,034	1,230
短期借款	26	10	49	0	0	0
应付款项	99	232	181	220	265	317
其他流动负债	2	19	14	20	24	29
流动负债	128	261	244	240	289	346
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	2	1	0	0	0
负债	131	263	245	240	289	346
普通股股东权益	129	219	317	633	745	884
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	260	482	562	874	1,034	1,230

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	1.323	1.928	2.096	1.588	2.106	2.600
每股净资产	2.808	4.764	6.891	11.893	13.999	16.598
每股经营现金净流	0.549	0.928	0.243	4.444	2.375	2.770
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	47.11%	40.48%	30.42%	13.35%	15.04%	15.66%
总资产收益率	23.39%	18.41%	17.16%	9.68%	10.84%	11.25%
投入资本收益率	38.75%	36.91%	26.04%	12.72%	13.40%	13.91%
增长率						
主营业务收入增长率	99.31%	44.44%	28.41%	-9.31%	20.55%	19.89%
EBIT增长率	74.84%	44.43%	13.07%	-15.90%	24.06%	23.06%
净利润增长率	65.99%	45.74%	8.71%	-12.35%	32.63%	23.46%
总资产增长率	45.88%	85.20%	16.65%	55.41%	18.39%	18.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.1	26.2	34.9	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	270.2	377.5	462.8	400.0	370.0	350.0
应付账款周转天数	46.7	40.9	31.9	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	52.0	45.9	33.4	106.6	101.9	95.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.11%	-32.91%	-19.95%	-75.58%	-75.01%	-74.97%
EBIT利息保障倍数	42.6	234.8	-86.0	-21.0	-10.9	-11.4
资产负债率	50.31%	54.51%	43.60%	27.51%	27.93%	28.14%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	16
增持	0	0	0	0	6
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.35</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD