

## 斯莱克(300382.SZ)

 评级：**买入**

首次

 目标价(元)：**58**

分析师

联系人

王晔

张欣

S0740516060001

021-20315165

wangxian@r.qizq.com.cn

zhangxin@r.qizq.com.cn

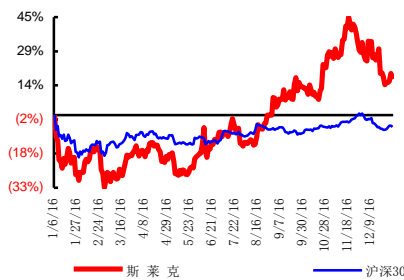
2017年01月05日

### 易拉盖国际龙头，制罐业务和智能检测再起航

#### 基本状况

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 125   |
| 流通股本(百万股) | 40    |
| 市价(元)     | 47.81 |
| 市值(百万元)   | 5,981 |
| 流通市值(百万元) | 1,896 |

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

| 指标          | 2014A   | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 292.07  | 348.33 | 401.47 | 547.38 | 737.96 |
| 营业收入增速      | -9.29%  | 19.26% | 15.26% | 36.34% | 34.82% |
| 归母净利润(百万元)  | 85.75   | 97.84  | 102.07 | 145.01 | 192.80 |
| 净利润增长率      | -11.08% | 14.10% | 4.32%  | 42.08% | 32.96% |
| 摊薄每股收益(元)   | 1.61    | 0.84   | 0.82   | 1.16   | 1.54   |
| 前次预测每股收益(元) |         |        |        |        |        |
| 市场预测每股收益(元) |         |        |        |        |        |
| 市盈率(PE)     | 37.23   | 56.80  | 65.62  | 46.19  | 34.74  |
| PEG         | —       | 4.03   | 15.19  | 1.10   | 1.05   |
| 每股净资产(元)    | 11.64   | 5.46   | 8.17   | 8.83   | 9.87   |
| 每股现金流量      | 2.07    | -0.11  | 0.53   | 0.21   | 0.56   |
| 净资产收益率      | 13.83%  | 15.30% | 9.99%  | 13.13% | 15.61% |
| 市净率         | 5.15    | 8.69   | 6.55   | 6.06   | 5.42   |
| 总股本(百万股)    | 53.24   | 117.12 | 125.08 | 125.08 | 125.08 |

备注：市场预测取 wind 一致性预期

#### 投资要点：

- **国际顶尖的易拉盖设备一体化综合服务商。**公司成立于 2004 年，2014 年上市，定位于面向全球市场为客户提供定制化的高速易拉盖设备综合服务商，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、智能检测设备等，公司目前从规模和体量上仅次于美国 STOLLE 已超越 DRT、STI 成为世界上第二大易拉盖设备提供商，毛利率保持 50% 左右盈利能力较强，公司近几年研发人员和研发资金连年 20% 多的增长表明对制罐和智能检测新业务的战略倾斜，同时公司管理层拟在 2014 年 12 月、2016 年 10 月分别以 71.15 元/股（除权除息后调整为 31.66 元/股）、和 49.04 元/股向高管实施股权激励，其中第二个行权条件以 16 年净利润为基数，17/18/19/20 净利润增长率不低于 25%/35%/45%/55%，彰显公司对人才的重视和未来发展的信心。

#### ■ 推荐逻辑：

- **百亿制罐市场从零出发，公司具备龙头发展的经验/能力/优势。**公司在易拉盖市场已经达到平稳增长阶段，而制罐市场由于难度系数略低于瓶盖且设备单线价值量更大（约为制盖线的 5-8 倍：一条制盖设备线大约 2000-4000w 左右，对比制罐线 1.5-2 亿），公司切入制罐设备寻找新方向，我们根据制罐设备市场规模=制罐设备价值\*罐装消费量/罐装设备年产值+设备零部件和后续服务费粗略估测 2017 年市场规模为 237 亿，同时罐装行业本身不易长距离运输的特点导致制罐厂商呈现弱竞争格局（经济覆盖半径小于 200 公里），我们认为公司将借助地域优势（贴近国内二片罐、新兴东南亚市场）、成本优势（定价低于竞争对手 20%-40%）、综合服务优势（一体化服务）叠加公司管理层视野广阔、具备从最初成立到发展成为国际易拉盖龙头服务商的成功经验（维修--改造--替代—整线设备—个性化服务），全球最大制罐公司美国波尔公司对公司实力认可，公司将在国外波尔等客户、国内制罐市场迎来二次腾飞。

- **公司高速智能检测技术一流，可应用颠覆其他低速行业。**智能视觉检测主要是工业中可替代人眼做一些重复性、高强度、难度高的检测，提高了工业系统检测的精度和效率，公司的易拉盖智能检测系统用于高速瓶盖漏光检测，可检测到单一光子量级的漏光，且单套检测仪检测速度可达到 700 盖/分钟，检测准确率达到 100%，在工业技术水平中属于一流标准，目前中国智能检测尚未形成明显的竞争格局，后续应用到智能化水平较低、慢速领域、可迅速颠覆行业发展效率和步伐，公司近两年陆续收购山东明佳和意大利科瑞玛公司加码在智能检测方面的投入，未来也将成为公司业绩的重要支撑点。
- **定增补强凸显性价比，奥瑞金股东认购打通供应链。**2016 年 9 月公司以 43.14 元/股定增募集 3.43 亿元投资“高速精密自动冲床制造”和“高速数码印罐设备制造”项目，高速精密自动冲床项目可首次实现进口冲床的国产化替代，且应用领域广泛可延伸其他业务领域，高速数码印罐设备主要满足小批量个性化的印刷要求；同时国内金属制罐龙头奥瑞金第一大股东认购斯莱克后成为第二大股东将打通斯莱克和奥瑞金供应链，目前已与奥瑞金签订战略合作协议，随着奥瑞金国内外扩产和营销渠道的打开（新增 8.5 亿罐/年），斯莱克制线和制罐设备有望进一步释放。
- **盈利预测：**基于公司在立足高速易拉盖的龙头地位和稳步增长的基础上，我们认为公司具备“由盖到罐”进入 5-8 倍更广阔的市场的经验和能力同时叠加公司在智能检测业务的外延加码步伐和对其他行业的颠覆潜力、公司定增投资自动化冲床和数码印罐业务打开国产化替代和中端客户市场、奥瑞金股东认购打通供应链等，看好公司在未来 2-3 年迎来新的成长，我们预测未来三年 16/17/18 营收 4.01、5.47、7.37 亿；同比分别增长 15.26%、36.34%、34.82%，归属母公司净利润分别为 1.02、1.45、1.92 亿元，同比增长 4.32%、42.08%、32.96%，EPS 分别为 0.82、1.16、1.54，给予目标价 58 元，对应 17 年 50 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**市场竞争风险；技术创新风险；2 月解禁风险

## 内容目录

|   |               |
|---|---------------|
| <b>国际顶尖的易拉盖设备一体化综合服务商</b> .....             | <b>- 5 -</b>  |
| 公司是国际易拉盖高速生产设备行业龙头 .....                    | - 5 -         |
| 盈利能力突出，制罐领域及智能检测加强研发.....                   | - 5 -         |
| <b>百亿制罐市场从零出发，公司具备龙头发展的经验/能力/优势</b> .....   | <b>- 7 -</b>  |
| 制罐市场规模是盖线设备的 5-8 倍，2017 年市场规模粗略 237 亿 ..... | - 7 -         |
| 制罐设备市场弱竞争格局，公司具备技术、成本和服务综合性优势.....          | - 8 -         |
| 公司具备复制盖装龙头发展的经验、能力 .....                    | - 9 -         |
| <b>高速智能检测技术一流，可应用颠覆其他行业</b> .....           | <b>- 10 -</b> |
| 智能检测是制造升级和工业 4.0 发展趋势 .....                 | - 10 -        |
| 公司高速智能检测可应用颠覆其他低速行业 .....                   | - 11 -        |
| <b>定增补强凸显性价比，奥瑞金股东认购打通供应链</b> .....         | <b>- 12 -</b> |
| 定增补强，公司性价比和个性化服务优势进一步凸显.....                | - 12 -        |
| 定增奥瑞金股东认购打通供应链，设备采购有望进一步释放.....             | - 12 -        |
| <b>盈利预测及估值</b> .....                        | <b>- 13 -</b> |
| <b>风险提示</b> .....                           | <b>- 15 -</b> |

## 图表目录



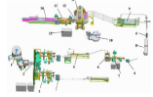



|                                       |        |
|---------------------------------------|--------|
| 图表 1: 公司业务、产品及销售结构.....               | - 5 -  |
| 图表 2: 公司营收和净利润（亿）及同比增速.....           | - 6 -  |
| 图表 3: 公司国内国外营收结构.....                 | - 6 -  |
| 图表 4: 公司研发方面的投入情况.....                | - 6 -  |
| 图表 5: 制罐品类三片罐和两片罐的比较.....             | - 7 -  |
| 图表 6: 市场规模粗略测算.....                   | - 8 -  |
| 图表 7: 国内外制罐设备部分厂商（不完全统计）.....         | - 8 -  |
| 图表 8: 公司在制罐竞争格局中的三大优势.....            | - 9 -  |
| 图表 9: 公司走向易拉盖国际巨头的成功经验.....           | - 9 -  |
| 图表 10: 公司在产业链发展过程中积累的客户优势.....        | - 10 - |
| 图表 11: 机器视觉工业检测工作原理.....              | - 10 - |
| 图表 12: 公司自主所用易拉盖智能检测系统.....           | - 11 - |
| 图表 13: 2013-2020 年中国机器视觉检测应用情况.....   | - 11 - |
| 图表 14: 募集资金项目一览.....                  | - 12 - |
| 图表 15: 奥瑞金 2016H1 营收规模构成.....         | - 12 - |
| 图表 16: 奥瑞金加工采购设备及下游客户.....            | - 13 - |
| 图表 17: 主营业务拆分明细（百万元）.....             | - 14 - |
| 图表 18: 可比公司盈利预测与估值比较（Wind 一致性预测）..... | - 15 - |
| 图表 19: 公司盈利预测.....                    | - 16 - |

## 国际顶尖的易拉盖设备一体化综合服务商

公司是国际易拉盖高速生产设备行业龙头

- 公司成立于2004年，2014年上市，定位于面向全球市场为客户提供优质定制化的高速易拉盖设备集研发、设计、生产一体化综合服务商，拳头产品易拉盖高速生产设备填补国内空白，技术达到国际先进水平；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，公司是行业内可提供易拉盖高速生产技术全面解决方案和最完整易拉盖生产线的设备制造商，目前从规模和体量上已超越DRT、STI仅次于美国STOLLE成为世界上第二大的易拉盖设备提供商。

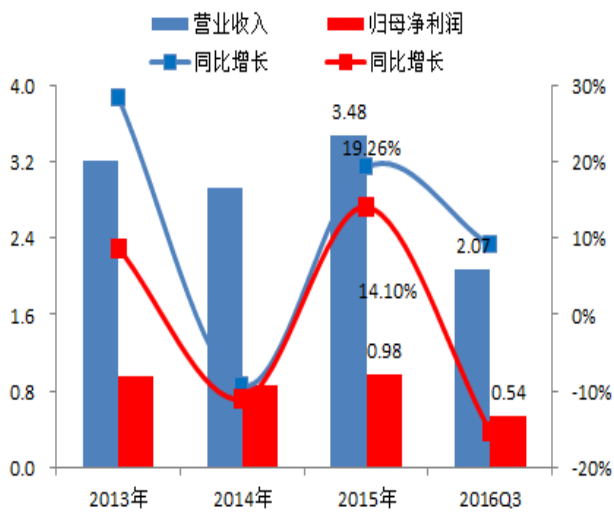
**图表 1：公司业务、产品及销售结构**

| 公司业务                       |                   | 营收及占比             | 价格（万元）                   | 图片   |
|----------------------------|-------------------|-------------------|--------------------------|--|
| 高速易拉盖、罐生产设备                | 基础盖设备             | 1.09亿<br>(68.36%) | 300-800左右                |                     |
|                            | 组合盖设备<br>(基础盖+拉环) |                   | 600-1000左右               |                     |
|                            | 整线设备              |                   | 2000-4500左右              |                    |
| 易拉盖生产设备系统改造<br>(设备换模，升级换代) |                   | 2752万<br>(17.16%) | 300左右                    | <br>组合盖罐冲压成型模具工程图 |
| 高速易拉盖生产设备零配件等              |                   | 1331万<br>(8.3%)   | 分散不固定，<br>根据客户产线安排       | <br>盖模模具易损件       |
| 智能检测                       |                   | 990万<br>(6.18%)   | 目前多自用，<br>收购山东明佳<br>专用检测 |                   |

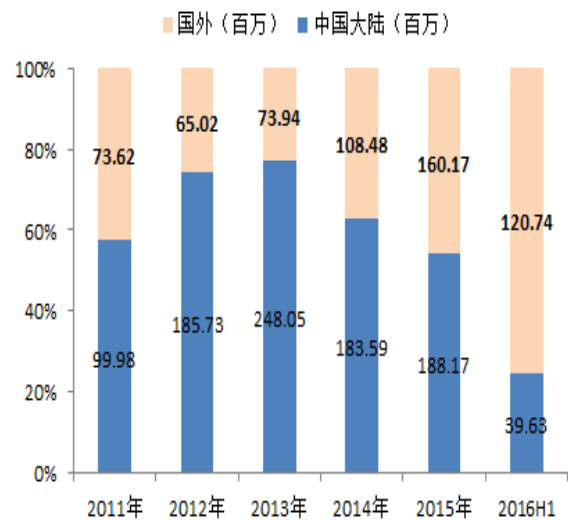
来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

### 盈利能力突出，制罐领域及智能检测加强研发

- **毛利率维持在 50%，彰显强盈利能力。**公司 14 年登陆创业板，受下游行业波动营收出现小幅下滑，公司管理层积极开拓海外市场和二片罐的产品，毛利率维持在 50%较强的盈利水平下，营收和利润增长明显，16Q3 营收和净利润下滑主要由于存在收入确认的不均衡性，根据行业订单到收入确认期 8-10 月，大部分在四季度确认。
- **海外收入占比增加，国际品牌影响力大增。**公司定位于易拉盖高速生产设备全球供应和服务商，客户目前主要集中在东南亚、南美洲、中东以及东欧等新兴经济体地区，最近三年国外收入呈现往上增长趋势，最新 16 年半年报公司的出口收入为 12074.22 万元，占营业收入比重为 75.29%，业务出口呈增长趋势，彰显公司的国际化影响力。

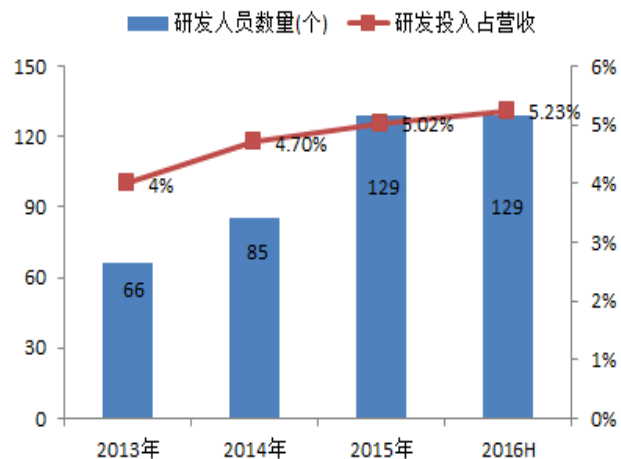
**图表 2：公司营收和净利润（亿）及同比增速**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 3：公司国内国外营收结构**


来源：wind，中泰证券研究所

- 制罐领域及智能检测研发投入加大。**公司研发人员和研发占营业比重连年加大，研发分别投入 1288/1372/1746/837 万元，同比增长 6.55%、27.29%、21.62%，且大部分投入于制罐业务和智能检测研发，显示公司管理层对未来两块新业务的战略重视。

**图表 4：公司研发方面的投入情况**


来源：wind，中泰证券研究所

- 员工持股激励团队长期稳定发展。**公司拟于 2014 年 12 月和 2016 年 10 月分别以 71.15 元/股（除权除息后调整为 31.66 元/股）和 49.04 元/股价格向副总、董秘、核心领导授予合计 169.52 万份股票期权（占现在股本 1.35%），其中第二期行权条件以 16 年净利润为基数，17/18/19/20 净利润增长率不低于 25%/35%/45%/55%，彰显公司对人才的重视和未来发展的信心。

## 百亿制罐市场从零出发，公司具备龙头发展的经验/能力/优势

制罐市场规模是盖线设备的 5-8 倍，2017 年市场规模粗略 237 亿

易拉罐作为包装材料主要的优势一是阻隔性能、机械性能、耐高温、耐湿度特性使得大大超过了塑料、纸等其他材料，可长期有效地保护装物，二是回炉再生循环使用且表面装饰性好，随着消费升级的渗透发展中国家人均消费 30 罐每年，美国等 400 罐），易拉罐的取代玻璃瓶、PET 塑料瓶等市场空间巨大。

### 1、制罐设备单线价值量更大，二片罐是趋势

■ 制罐工艺是在制盖工艺的技术基础上发展对罐底和罐身的整合，门槛难度高于制盖且在工艺设备规模上远远大约灌盖线，一条制盖设备线大约 2000-4000w 左右，而一条制罐线 1.5-2 亿，约为制盖线的 5-8 倍，制罐设备的市场规模远远大于制盖设备市场。

➢ 制罐品种上，三片罐向价值量更高的二片罐发展。随着制罐产业的发展，两片罐相比较三片罐具备单片成本低、密封质量好、外观设计好、批量供应等优势，越来越多下游食品饮料等客户对两片罐需求旺盛，王老吉、加多宝等较早把三片罐改成两片罐，两片罐的趋势将带动价值量更高（比较三片罐的 1000 万，两片罐设备 1.5 亿左右）的制罐设备的发展。

图表 5：制罐品类三片罐和两片罐的比较

| 类型  | 特点       | 材质    | 单片成本        | 速度            | 优势                   | 缺点     | 行业                           | 制罐厂   | 应用领域                       | 代表品种               | 奥瑞金为例                                      |
|-----|----------|-------|-------------|---------------|----------------------|--------|------------------------------|---|----------------------------|--------------------|--|
| 三片罐 | 罐身+罐底+罐盖 | 一般马口铁 | 成本高 0.7-1   | 2400 片/min    | 硬度强，可做异性罐            | 质量较难控制 | 技术与投资门槛较低，家。三片罐设备一条 1000 万左右 | 4000 多家                                     | 食品包装，化工、日用品工业，不含气饮品        | 红牛、杏仁露、宝粥、八宝粥、含乳饮料 | 三片罐产能目前约 80 亿罐；但平均产能利用率在 70% 左右            |
| 两片罐 | 罐体+罐盖    | 一般铝质  | 成本低 0.5-0.6 | 600-700 片/min | 密封好，壁厚成本低，外表可全面印刷和装潢 | 强度低    | 投资与技术门槛很高（两片罐设备 1-2 亿）       | Ball（波利亚太）、Pacific（太平洋）、Crown（皇冠）、奥瑞金、中粮包装等 | 适合大宗产品，最小起订量至少 30 万个，如含气饮料 | 碳酸饮料、啤酒、凉茶、果汁等     | 二片罐 50 亿罐左右但产能利用率在 90% 以上；王老吉、加多宝最早三片罐改两片罐 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 2、制罐规模 17 年粗略预测市场空间大约 237 亿

■ 易拉罐高速生产设备的市场需求增长取决于下游易拉罐消费量的增长，这里我们用制罐设备市场规模=制罐设备价值\*罐装消费量/罐装设备年产值+设备零部件和后续服务费的计算方式粗略预测 17 年国际市场规模约为 237 亿，具体假设如下：

- 中国包装联合会经济运行统计平台，自 2008 年以来，全球易拉罐消费每年以 6%-8% 左右的速度增长，假设 6% 增速不变；
- 根据斯莱克招股书，每套易拉盖生产设备年产能为 5 亿只盖，考

- 考虑到罐装的复杂，按照每套易拉罐生产设备年产能为4亿只罐；
- 设备20年更新一次，每年折旧按当年的1/20计提补充；
  - 两片罐和三片罐比例三年更新一次，目前比例为0.4:0.6，单套价值1.5亿：1000万左右；
  - 参考斯莱克营收构成，假设零部件及服务约等设备价值市场规模。

**图表6：市场规模粗略测算**

| 年份           | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 易拉罐消费量(亿罐)   | 4000   | 4240   | 4494   | 4764   | 5050   | 5353   | 5674   | 6015   | 6375   | 6758   |
| 设备(年产能4罐/套)  | 1000.0 | 1060.0 | 1123.6 | 1191.0 | 1262.5 | 1338.2 | 1418.5 | 1503.6 | 1593.8 | 1689.5 |
| 增量新设备        |        | 60.00  | 63.60  | 67.42  | 71.46  | 75.75  | 80.29  | 85.11  | 90.22  | 95.63  |
| 设备折旧更新(20年)  |        | 53.00  | 56.18  | 59.55  | 63.12  | 66.91  | 70.93  | 75.18  | 79.69  | 84.47  |
| 设备合计         |        | 113.00 | 119.78 | 126.97 | 134.58 | 142.66 | 151.22 | 160.29 | 169.91 | 180.10 |
| 两片罐占比        |        | 20%    | 20%    | 20%    | 30%    | 30%    | 30%    | 40%    | 40%    | 40%    |
| 三片罐占比        |        | 80%    | 80%    | 80%    | 70%    | 70%    | 70%    | 60%    | 60%    | 60%    |
| 两片罐价值(1.5亿)  |        | 33.90  | 35.93  | 38.09  | 60.56  | 64.20  | 68.05  | 96.18  | 101.95 | 108.06 |
| 三片罐价值(1000万) |        | 9.04   | 9.58   | 10.16  | 9.42   | 9.99   | 10.59  | 9.62   | 10.19  | 10.81  |
| 整体设备价值       |        | 42.94  | 45.52  | 48.25  | 69.98  | 74.18  | 78.63  | 105.79 | 112.14 | 118.87 |
| 零部件及后续服务     |        | 42.94  | 45.52  | 48.25  | 69.98  | 74.18  | 78.63  | 105.79 | 112.14 | 118.87 |
| 市场规模合计       |        | 85.88  | 91.03  | 96.49  | 139.97 | 148.37 | 157.27 | 211.59 | 224.28 | 237.74 |

来源：中泰证券研究所

### 制罐设备市场弱竞争格局，公司具备技术、成本和服务综合性优势

- 贴近客户布局模式决定制罐厂商、制罐设备厂商竞争分散。制罐厂相对于制盖厂的一个重要特点是易拉罐空罐身因体积大无法像易拉盖那样长途运输，所以制罐厂商一般会采用贴近客户布局模式，在消费地或灌装地设厂，考虑物流成本，经济运输半径在200公里左右，使得制罐厂商相比制盖厂商天然分散而众多，而制罐设备厂商同样根据下游制罐厂的众多呈现分散化特征。图表7我们根据下游2个上市公司采购设备商可以佐证制罐厂商的分散性。

**图表7：国内外制罐设备部分厂商(不完全统计)**

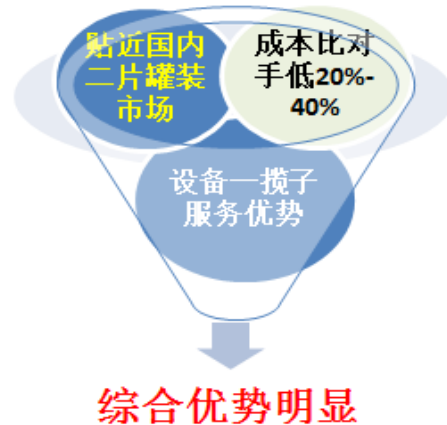
| 代码        | 上市公司 | 灌装品类  | 采购设备商  |
|-----------|------|-------|--|
| 002701.SZ | 奥瑞金  | 饮料罐   | 瑞士苏德罗尼克  |
|           |      | 食品罐   | 台湾元禄、瑞士苏德罗尼克、汕头轻工                                      |
|           |      | 奶粉罐   | 瑞士苏德罗尼克  |
|           |      | 啤酒桶   | 德国、瑞士、台湾   |
|           |      | 两片罐   | 法国   |
|           |      | 盖子    | STOLLE/台湾键利  |
| 0906.HK   | 中粮包装 | 饮料罐   | 美国Stolle、Belvac公司、英国Greenbank美国Fleetwood、Codi公司和瑞士其他公司 |
|           |      | 食品罐   | 美国进口   |
|           |      | 气雾罐   | 瑞士Soudronic焊机、Wilco检漏机、意大利烘烤Coster                     |
|           |      | 盖子    | 意大利SACMI公司   |
|           |      | 铝制单片罐 | 德国Hinterkoof、Schuler、Tema                              |

来源：各公司官网、公告，中泰证券研究所



- **弱竞争下贴近市场、低成本、综合性服务彰显优势。**由于制罐厂商的分散性，导致配套制罐设备厂商处于分散的格局，竞争不明显，我们认为斯莱克最大优势在于国内市场第一距离，率先享受国内二片罐制罐设备的国产替代，同时贴近东南亚、中东等新兴市场，有利于公司做到客户的开发和服务的及时性；另外成本方面定价低于竞争对手 20%-40%，而国外竞争对手单独在国内建厂规模不经济；最后服务优势，公司从单一设备发展具备提供完整设备产线、设备改造和设备维护等一体化服务优势。

**图表 8：公司在制罐竞争格局中的三大优势**

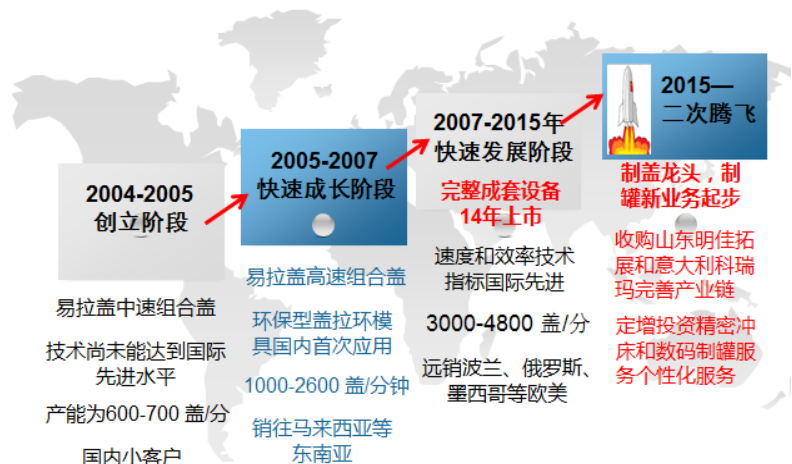


来源：中泰证券研究所

**公司具备复制盖装龙头发展的经验、能力**

- **管理层视野广阔，具备“白手起家”的成功创业经验。**公司形成以实际控制人安旭先生（合计持股 69.44%）为主的多位拥有清华大学、牛津大学、美国罗切斯特大学等优秀学历背景的卓越管理层，并且具备几十年的机械制造和研发经验，对公司从最初成立到发展成为国际易拉盖高速生产设备龙头商有丰富成功的创业经验。

**图表 9：公司走向易拉盖国际巨头的成功经验**



来源：中泰证券研究所

- **国际龙头公司认可验证实力和品牌影响力。**公司最初由制盖延伸到制罐工艺，市场上多是怀疑，经过两年技术和客户沉淀，国内已积累了金星啤酒等生产商，2015年12月公司临危救急，帮全球最大制罐公司美国波尔公司越南分公司解决制罐关键工艺问题，同时签订合同金额750万美元的合同，表明美国波尔公司对公司制罐设备技术水平的认可和信任，后续有望继续合作，同时也将利于打开本土制罐市场，随着在制盖领域积累丰富的客户(市场份额70%)，公司制罐业务有望获得二次腾飞。

**图表 10：公司在产业链发展过程中积累的客户优势**



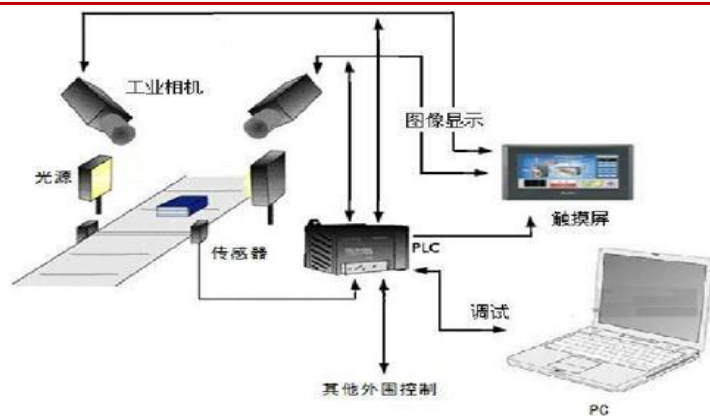
来源：公司公告（实线为已存在业务流，虚线为待开发），中泰证券研究所

## 高速智能检测技术一流，可应用颠覆其他行业

### 智能检测是制造升级和工业 4.0 发展趋势

- **智能视觉检测可有效提高工业精度和效率：**机器视觉就是用机器代替人眼来做测量和判断，主要用于工业检测，通过光学装置和非接触式的传感器，自动地接收和处理检测物体的图像、状态，并获得所需信息用于控制或执行工业操作的装置，在工业中可替代人眼做一些重复性、高强度、难度高的检测，提高了工业系统检测的精度和效率，是中国制造转型升级和实现工业 4.0 的必然发展趋势。

**图表 11：机器视觉工业检测工作原理**

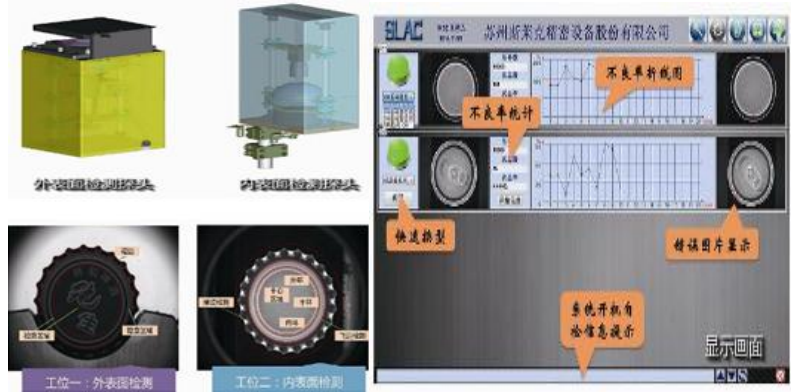


来源：立本信息研究中心，中泰证券研究所

公司高速智能检测可应用颠覆其他低速行业

- 公司的智能检测用于高速瓶盖漏光，技术处于一级水平。公司的易拉盖智能检测系统是利用高性能光电转换装置在密封环境下来鉴别盖面上有无孔隙，具体是采用高分辨率的 CCD 相机，在线拍摄易拉盖的图像信息，利用光电转换装置和自主研发的遮光防震结构结合应用于盖面孔隙损坏的检测，通过自学习方式确定主要检测参数。目前该装置填补了易拉盖漏光在线检测的国内空白，灵敏度高，可检测到单一光子量级的漏光，且单套检测仪检测速度可达到 700 盖/分钟，检测准确率达到 100%。

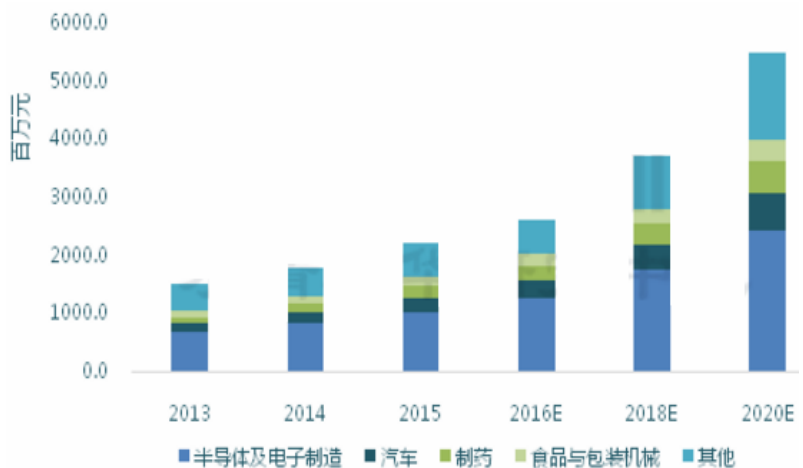
图表 12：公司自主所用易拉盖智能检测系统



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 嫁接到某些低速领域可颠覆装备行业的检测。目前公司的检测系统主要是配套易拉盖产线使用，后续公司由难度较高的高速检测较容易进入难度较低的工业检测领域（收购山东明佳为专用），目前中国智能检测尚未形成明显的竞争格局，下游应用主要在半导体及电子制造领域（2015 年占比 46.4%），如 SMT 贴片、AOI/AXI 设备以及连接器检测，假如嫁接到目前机床智能化水平较低、慢速的领域，智能光学检测将颠覆轴承行业的加工效率和产业发展步伐。

图表 13：2013-2020 年中国机器视觉检测应用情况



来源：水清木华研究中心，中泰证券研究所

## 定增补强凸显性价比，奥瑞金股东认购打通供应链

定增补强，公司性价比和个性化服务优势进一步凸显

- 高速精密冲床和数码印罐项目凸显性价比服务优势：**2016年9月公司以43.14元/股定增募集3.43亿元投资“高速精密自动冲床制造”和“高速数码印罐设备制造”项目：（1）高速精密自动冲床项目将填补国内高速精密自动冲床技术空白，实现高速易拉盖、罐成套设备中进口冲床国产化替代，降低生产成本的同时将提高面向中端市场覆盖面，另外应用领域广泛，后续业务可延伸其他制造领域；（2）高速数码印罐设备制造项目有助于运用互联网和打印技术，通过对罐体的智能印刷，满足市场多样化、个性化和实时化需求。

图表 14：募集资金项目一览

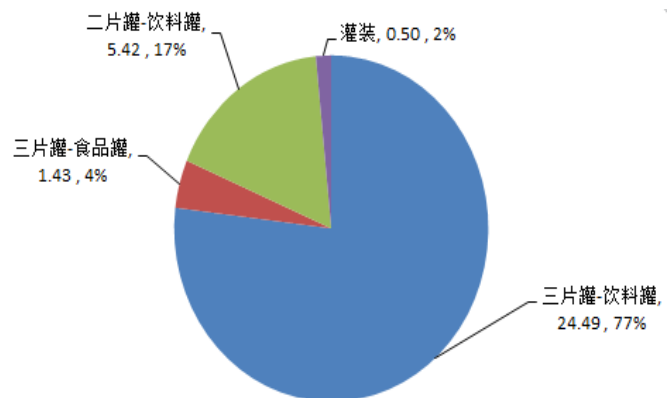
| 序号 | 项目名称         | 投资总额   | 占比     | 建设期 | 新增收入   | 新增税后利润     |
|----|--------------|--------|--------|-----|--------|------------|
| 1  | 高速精密自动冲床制造项目 | 1.79 亿 | 52.19% | 2 年 | 1,88 亿 | 5471.92 万元 |
| 2  | 高速数码印罐设备制造项目 | 1.64 亿 | 47.81% | 1 年 | 2.00 亿 | 5814.32 万元 |
| 合计 |              | 3.43 亿 | 100%   |     | 3.88 亿 | 1.13 亿元    |

来源：公司公告，中泰证券研究所

定增奥瑞金股东认购打通供应链，设备采购有望进一步释放

- 奥瑞金为制盖罐龙头企业，认购后与斯莱克打通供应链上下游。**奥瑞金是国内知名制盖罐提供商，产品包括饮料罐、食品罐、奶粉罐、啤酒罐等，三季报显示营收56亿，规模较大，此次奥瑞金第一大股东（13.53%）上海原龙投资有限公司获斯莱特795.72万股中的3.20%，定增完成后成为斯莱克第二大股东（3.2%），目前已与奥瑞金签订战略合作协议，考虑目前两公司间仅仅在零部件上有过14.38万元的交易往来，后续规模有望进一步做大。

图表 15：奥瑞金 2016H1 营收规模构成



来源：wind，中泰证券研究所

- **奥瑞金设备购于海外，增量设备有望斯莱克实现替代。**目前奥瑞金的加工设备大部分来自于海外如瑞士、德国、台湾等，随着奥瑞金湖北子公司在 10 月将新建啤酒铝瓶罐包装生产项目（规划年产能 2.5 亿罐）以及子公司香港奥瑞金贝亚有限公司与古巴冶金工业集团签订合作协议（需求 6 亿罐/年）打开新的海外市场，斯莱克将显著受益奥瑞金渠道和产能扩张带来的供应链扩张。

**图表 16：奥瑞金加工采购设备及下游客户**

| 产品  | 设备采购        | 产能      | 应用领域                               | 客户                   |
|-----|-------------|---------|------------------------------------|----------------------|
| 饮料罐 | 瑞士苏德罗尼克     | 6亿/年    | 适用于包装乳饮料、果蔬汁、蛋白饮料、茶饮料、功能饮料、粥类及咖啡饮品 | 红牛、加多宝、哇哈哈           |
| 食品罐 | 台湾元禄        | 9.85亿/年 | 用于各种水果、干果、饼干类、肉类、水产类及调味品的包装        | 中辰番茄、中粮屯河、享氏集团、太太乐   |
|     | 瑞士苏德罗尼克     | 1.58亿/年 |                                    |                      |
|     | 汕头轻工        | 2760万/年 |                                    |                      |
| 啤酒桶 | 德国、瑞士、台湾    | 120万/年  | 用于啤酒、饮料和其他产品的包装                    | 山西金杏花、燕京啤酒、英博双鹿、北京蓝宝 |
| 奶粉罐 | 瑞士苏德罗尼克     | 8000万/年 | 乳制品、调味粉及营养粉类                       | 伊利、蒙牛、亚华乳业           |
| 两片罐 | 法国          | -       | 水产品、色拉、蔬菜及调味品                      | 元阳食品                 |
| 盖子  | STOLLE/台湾健利 | 1.66亿/年 | 碳酸饮料、水果、啤酒鸡食品                      | 元阳食品                 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 盈利预测及估值

- **分业务盈利增长预测：**总营业收入方面，公司今年罐线交付以及定增补强进入奥瑞金供应链后，将迎来新的发展，我们预测未来三年 16/17/18 营收 4.01 5.477.38 亿，同比分别增长 15.25%、36.34%、34.82%，毛利率为 48.20% 49.26% 49.23%。

**A: 高速易拉盖生产设备：**公司在易拉盖领域基本占据新增市场 70% 份额但增速放缓，随着公司在新兴国家业务逐渐拓展，我们假设 16/17/18 年增长率为 -10%、0%、15%，则营收为 1.18、1.18、1.35 亿；同时假设补充自动冲床升级流水线后毛利率提高，分别为 47%、48%、48%；

**B: 高速易拉盖生产设备零部件：**我们假设零部件 16/17/18 年增长率为 20% 稳定增长，则营收为 0.64、0.77、0.93 亿；同时假设毛利率维持在 55%；

**C: 高速易拉罐生产设备及零部件：**公司在易拉罐属于增量市场，13 年与金星签订的合同假设 15/16 分别确认收入 4000/5500 万，17 年确认波尔收入 4800 万，则我们假设 16/17/18 年营收为 0.55、1.10、1.54 亿；同时假设补充自动冲床升级流水线后毛利率提高到 50%；

**D: 智能检测设备：**公司陆续收购山东明佳 51% 股权、意大利科瑞玛 100% 加大对智能检测设备的研发，随着山东佳明明年的扭亏为盈以及公司在智能检测的优势，我们假设则 16/17/18 年增长率为 20%、100%、80%，营收为 20.93、41.86、75.34 百万，毛利率维持在 51%。

**E: 易拉盖/罐生产设备系统改造：**公司专门成立苏州智能模具公司给存量设

备生产线在做系统改造，随着存量设备的增多以及罐线的开发假设存量设备的维修率保持 35%、40%、40% 稳步增长，则 16/17/18 年营收 1.42、1.99、2.79 亿，毛利率分别为 45%、47%、47%。

**图表 17：主营业务拆分明细（百万元）**

|                  | 2013   | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E  |
|------------------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入合计           | 321.99 | 292.07  | 348.34  | 401.47  | 547.38  | 737.96 |
| 同比增长率            |        | -9.29%  | 19.27%  | 15.25%  | 36.34%  | 34.82% |
| 综合毛利率            | 46.14% | 45.21%  | 46.93%  | 48.20%  | 49.26%  | 49.23% |
| <b>1 易拉盖设备</b>   |        |         |         |         |         |        |
| 收入               | 259.52 | 175.24  | 131.23  | 118.11  | 118.11  | 135.82 |
| 增长率              |        | -32.48% | -25.11% | -10.00% | 0.00%   | 15.00% |
| 毛利率              | 45.13% | 41.89%  | 44.93%  | 47.00%  | 48.00%  | 48.00% |
| <b>2 盖/罐设备改造</b> |        |         |         |         |         |        |
| 收入               | 29.47  | 80.97   | 105.54  | 142.48  | 199.47  | 279.26 |
| 增长率              |        | 174.75% | 30.34%  | 35%     | 40%     | 40%    |
| 毛利率              | 50.19% | 52.75%  | 43.50%  | 45.00%  | 47.00%  | 47.00% |
| <b>3 智能检测设备</b>  |        |         |         |         |         |        |
| 收入               |        |         | 17.44   | 20.93   | 37.67   | 75.34  |
| 增长率              |        |         |         | 20%     | 100%    | 80%    |
| 毛利率              |        |         | 50.69%  | 51.00%  | 51.00%  | 51.00% |
| <b>4 盖设备零备件等</b> |        |         |         |         |         |        |
| 收入               | 33.00  | 35.86   | 54.13   | 64.96   | 77.95   | 93.54  |
| 增长率              |        | 8.67%   | 50.95%  | 20%     | 20%     | 20%    |
| 毛利率              | 50.42% | 44.39%  | 54.94%  | 55%     | 55%     | 55%    |
| <b>5 罐生产设备等</b>  |        |         |         |         |         |        |
| 收入               |        |         | 40.00   | 55.00   | 110.00  | 154.00 |
| 增长率              |        |         |         |         | 100.00% | 40.00% |
| 毛利率              |        |         | 50.00%  | 50.00%  | 50.00%  | 50.00% |

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 估值与投资建议：**基于公司在立足高速易拉盖的龙头地位和稳步增长的基础上，我们认为公司具备“由盖到罐”进入 5-8 倍更广阔的市场的能力和同时叠加公司在智能检测业务的外延加码步伐和对其他行业的颠覆潜力、公司定增投资自动化冲床和数码印罐业务打开国产化替代和中端客户市场、奥瑞金股东认购打通供应链等，看好公司在未来 2-3 年迎来新的成长，我们预测未来三年 16/17/18 营收 4.01、5.47、7.37 亿；同比分别增长 15.26%、36.34%、34.82%，归属母公司净利润分别为 1.02、1.45、1.92 亿元，同比增长 4.32%、42.08%、32.96%，EPS 分别为 0.82、1.16、1.54，给予目标价 58 元，对应 17 年 50 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 18: 可比公司盈利预测与估值比较 (Wind 一致性预测)

| 公司名称 | 证券代码      | 收盘价<br>(01-06) | EPS  |       |       | PE   |        |       | ROE (%)<br>2015 | 市值<br>(亿) |
|------|-----------|----------------|------|-------|-------|------|--------|-------|-----------------|-----------|
|      |           |                | 2015 | 2016E | 2017E | 2015 | 2016   | 2017E |                 |           |
| 达意隆  | 002209.SZ | 22.17          | 0.07 | 0.22  | 0.50  | 338  | 100.77 | 44.34 | 1.95            | 44        |
| 永创智能 | 603901.SH | 14.54          | 0.40 | 0.25  | 0.32  | 36   | 57.81  | 45.71 | 12.48           | 59        |
| 中亚股份 | 300512.SZ | 32.38          | 1.32 | 0.61  | 0.73  | 25   | 53.20  | 44.41 | 27.37           | 90        |
| 新美星  | 300509.SZ | 58.02          | 0.83 | 0.96  | 1.10  | 70   | 60.44  | 52.75 | 17.22           | 47        |
| 平均值  |           |                | 1.08 | 0.78  | 0.91  | 47   | 57     | 48.58 | 22.30           | 69        |
| 斯莱克  | 300382.SZ | 47.81          | 0.84 | 0.81  | 1.11  | 57   | 58.93  | 43.18 | 15.54           | 61        |

来源: Wind, 中泰证券研究所

## 风险提示

- **市场竞争风险:** 公司制罐业务属于新开发业务, 在市场知名度、市场占有率、资产规模等方面与主要竞争对手相比还有较大差距, 如果公司不能积极拓展全球市场, 将面临市场竞争风险
- **技术创新风险:** 金属包装装备要求设备在高速度下保持良好和稳定的高精度生产, 产品在各类技术上要求不断创新和改进, 如不能跟上市场主流的需求和技术的发展趋势, 将有可能导致产品丧失竞争力风险

**图表 19: 公司盈利预测**

| 损益表 (人民币百万元)          |            |             |            |            |            |            | 资产负债表 (人民币百万元)  |            |            |            |              |              |              |
|-----------------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | 2013       | 2014        | 2015       | 2016E      | 2017E      | 2018E      |                 | 2013       | 2014       | 2015       | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
| <b>营业总收入</b>          | <b>322</b> | <b>292</b>  | <b>348</b> | <b>401</b> | <b>547</b> | <b>738</b> | 货币资金            | 112        | 147        | 121        | 521          | 450          | 422          |
| 增长率                   | 28.41%     | -9.3%       | 19.3%      | 15.3%      | 36.3%      | 34.8%      | 应收款项            | 96         | 70         | 131        | 143          | 195          | 262          |
| 营业成本                  | -173       | -160        | -185       | -208       | -278       | -375       | 存货              | 257        | 210        | 232        | 256          | 342          | 462          |
| % 销售收入                | 53.9%      | 54.8%       | 53.1%      | 51.8%      | 50.7%      | 50.8%      | 其他流动资产          | 39         | 239        | 52         | 82           | 106          | 140          |
| 毛利                    | 149        | 132         | 163        | 194        | 270        | 363        | 流动资产            | 505        | 666        | 536        | 1,003        | 1,094        | 1,287        |
| % 销售收入                | 46.1%      | 45.2%       | 46.9%      | 48.2%      | 49.3%      | 49.2%      | % 总资产           | 89.8%      | 84.3%      | 64.2%      | 77.5%        | 78.1%        | 80.1%        |
| 营业税金及附加               | -4         | 0           | -1         | -3         | -4         | -5         | 长期投资            | 0          | 4          | 7          | 6            | 6            | 6            |
| % 销售收入                | 1.2%       | 0.1%        | 0.3%       | 0.7%       | 0.7%       | 0.7%       | 固定资产            | 48         | 96         | 238        | 230          | 246          | 258          |
| 营业费用                  | -6         | -9          | -10        | -15        | -19        | -26        | % 总资产           | 8.5%       | 12.2%      | 28.6%      | 17.8%        | 17.5%        | 16.0%        |
| % 销售收入                | 1.7%       | 3.0%        | 3.0%       | 3.8%       | 3.5%       | 3.5%       | 无形资产            | 8          | 23         | 43         | 44           | 45           | 45           |
| 管理费用                  | -26        | -34         | -44        | -60        | -79        | -107       | 非流动资产           | 57         | 124        | 299        | 291          | 307          | 320          |
| % 销售收入                | 8.2%       | 11.7%       | 12.6%      | 15.0%      | 14.5%      | 14.5%      | % 总资产           | 10.2%      | 15.7%      | 35.8%      | 22.5%        | 21.9%        | 19.9%        |
| 息税前利润 (EBIT)          | 113        | 89          | 108        | 115        | 167        | 225        | <b>资产总计</b>     | <b>562</b> | <b>791</b> | <b>834</b> | <b>1,293</b> | <b>1,401</b> | <b>1,607</b> |
| % 销售收入                | 35.0%      | 30.3%       | 31.0%      | 28.7%      | 30.6%      | 30.5%      | 短期借款            | 49         | 0          | 35         | 35           | 35           | 35           |
| 财务费用                  | 1          | 5           | 6          | 0          | 0          | 0          | 应付款项            | 181        | 151        | 102        | 127          | 145          | 210          |
| % 销售收入                | -0.4%      | -1.8%       | -1.6%      | 0.1%       | 0.0%       | 0.0%       | 其他流动负债          | 14         | 19         | 22         | 75           | 79           | 85           |
| 资产减值损失                | -4         | -4          | -13        | 0          | 0          | 0          | 流动负债            | 244        | 170        | 159        | 237          | 259          | 330          |
| 公允价值变动收益              | 0          | 0           | 0          | -5         | 0          | 0          | 长期贷款            | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益                  | 0          | 4           | 6          | 0          | 0          | 0          | 其他长期负债          | 1          | 1          | 8          | 8            | 8            | 8            |
| % 税前利润                | 0.0%       | 4.3%        | 5.2%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | <b>负债</b>       | <b>245</b> | <b>171</b> | <b>167</b> | <b>245</b>   | <b>267</b>   | <b>338</b>   |
| 营业利润                  | 110        | 94          | 107        | 110        | 168        | 225        | <b>普通股股东权益</b>  | <b>317</b> | <b>620</b> | <b>639</b> | <b>1,022</b> | <b>1,105</b> | <b>1,235</b> |
| 营业利润率                 | 34.3%      | 32.1%       | 30.7%      | 27.4%      | 30.6%      | 30.5%      | 少数股东权益          | 0          | 0          | 28         | 26           | 29           | 34           |
| 营业外收支                 | 4          | 8           | 8          | 8          | 8          | 8          | <b>负债股东权益合计</b> | <b>562</b> | <b>791</b> | <b>834</b> | <b>1,293</b> | <b>1,401</b> | <b>1,607</b> |
| 税前利润                  | 114        | 102         | 115        | 118        | 176        | 233        | <b>比率分析</b>     |            |            |            |              |              |              |
| 利润率                   | 35.4%      | 34.8%       | 32.9%      | 29.4%      | 32.1%      | 31.6%      |                 | 2013       | 2014       | 2015       | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
| 所得税                   | -18        | -16         | -18        | -18        | -27        | -36        | <b>每股指标</b>     |            |            |            |              |              |              |
| 所得税率                  | 15.5%      | 15.7%       | 15.3%      | 15.4%      | 15.4%      | 15.4%      | 每股收益(元)         | 2.096      | 1.611      | 0.835      | 0.816        | 1.159        | 1.541        |
| 净利润                   | 96         | 86          | 97         | 100        | 149        | 197        | 每股净资产(元)        | 6.891      | 11.643     | 5.459      | 8.172        | 8.831        | 9.873        |
| 少数股东损益                | 0          | 0           | -1         | -2         | 4          | 5          | 每股经营现金净流(元)     | 0.243      | 2.072      | -0.112     | 0.531        | 0.212        | 0.555        |
| 归属于母公司的净利润            | 96         | 86          | 98         | 102        | 145        | 193        | 每股股利(元)         | 0.000      | 0.000      | 0.500      | 0.500        | 0.500        | 0.500        |
| 净利率                   | 29.9%      | 29.4%       | 28.1%      | 25.4%      | 26.5%      | 26.1%      | <b>回报率</b>      |            |            |            |              |              |              |
|                       |            |             |            |            |            |            | 净资产收益率          | 30.42%     | 13.83%     | 15.30%     | 9.99%        | 13.13%       | 15.61%       |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |            |             |            |            |            |            | 总资产收益率          | 17.16%     | 10.84%     | 11.73%     | 7.89%        | 10.35%       | 12.00%       |
|                       |            |             |            |            |            |            | 投入资本收益率         | 37.53%     | 15.90%     | 15.91%     | 17.56%       | 19.88%       | 21.79%       |
| 净利润                   | 96         | 86          | 97         | 100        | 149        | 197        | <b>增长率</b>      |            |            |            |              |              |              |
| 少数股东损益                | 0          | 0           | 0          | -2         | 4          | 5          | 营业总收入增长率        | 28.41%     | -9.29%     | 19.26%     | 15.26%       | 36.34%       | 34.82%       |
| 非现金支出                 | 7          | 10          | 24         | 18         | 25         | 29         | EBIT增长率         | 13.07%     | -21.39%    | 22.03%     | 6.65%        | 45.18%       | 34.68%       |
| 非经营收益                 | -1         | -7          | -12        | -2         | -7         | -7         | 净利润增长率          | 8.71%      | -11.08%    | 14.10%     | 4.32%        | 42.08%       | 32.96%       |
| 营运资金变动                | -92        | 21          | -122       | -50        | -141       | -150       | 总资产增长率          | 16.65%     | 40.71%     | 5.50%      | 55.00%       | 8.34%        | 14.69%       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>11</b>  | <b>110</b>  | <b>-13</b> | <b>64</b>  | <b>30</b>  | <b>74</b>  | <b>资产管理能力</b>   |            |            |            |              |              |              |
| 资本开支                  | 3          | 34          | 167        | 3          | 33         | 33         | 应收账款周转天数        | 34.9       | 69.5       | 97.3       | 120.0        | 120.0        | 120.0        |
| 投资                    | 0          | -202        | 200        | 0          | 0          | 0          | 存货周转天数          | 462.8      | 533.5      | 437.0      | 450.0        | 450.0        | 450.0        |
| 其他                    | 0          | 4           | 7          | -5         | 0          | 0          | 应付账款周转天数        | 31.9       | 63.8       | 79.3       | 70.0         | 70.0         | 70.0         |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-3</b>  | <b>-231</b> | <b>40</b>  | <b>-8</b>  | <b>-33</b> | <b>-33</b> | 固定资产周转天数        | 34.5       | 77.5       | 120.8      | 160.1        | 149.6        | 117.9        |
| 股权募资                  | 0          | 231         | 3          | 343        | 0          | 0          | <b>偿债能力</b>     |            |            |            |              |              |              |
| 债权募资                  | 39         | -49         | 20         | 0          | 0          | 0          | 净负债/股东权益        | -19.95%    | -23.66%    | -12.85%    | -46.42%      | -36.64%      | -30.54%      |
| 其他                    | 0          | -25         | -75        | -1         | -64        | -64        | EBIT利息保障倍数      | -86.0      | -17.0      | -18.8      | 321.0        | -644.2       | -2,279.0     |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>39</b>  | <b>158</b>  | <b>-53</b> | <b>342</b> | <b>-64</b> | <b>-64</b> | 资产负债率           | 43.60%     | 21.62%     | 20.00%     | 18.97%       | 19.07%       | 21.04%       |
| <b>现金净流量</b>          | <b>48</b>  | <b>37</b>   | <b>-26</b> | <b>398</b> | <b>-67</b> | <b>-23</b> |                 |            |            |            |              |              |              |

来源: 中泰证券研究所



**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:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。