

天华院 (600579)

公司研究/深度报告

收购 KM 集团，打造高端化工装备平台

深度研究报告/机械行业

2017 年 12 月 24 日

报告摘要：

● 收购KM集团，打造中化集团高端化工装备制造平台

天华院是中国化工旗下化工装备制造平台，大股东中国化工科学院持股 51.56%。自 2005 年起，中国化工集团在全球范围陆续收购核心资产注入其控股的 9 大上市公司体内，如先后收购了安迪苏、奥克拉、凯诺斯、安道麦、先正达等，打造了农化行业的排头兵沙隆达等，改变了行业内的全球竞争格局。2016 年初，中国化工集团宣布以 9.25 亿欧元收购德国橡塑化机制造商克劳斯玛菲集团，将注塑机等相关资产注入天华院体内，打造中化集团高端化工装备制造平台。

● 克劳斯玛菲是全球注塑行业第一梯队

KM 是百年品牌的全球橡塑机械领导者，总部位于德国，业务涵盖注塑设备、挤出设备和反应成型三大业务，全球市占率约 15%，下游客户集中在汽车、包装、基础设施、橡胶和化工等领域。根据 World Plastics Machinery 研究及 KM 集团 2016 年市场调查预测，2017 年全球注塑机产值 84.82 亿欧元，中国市场规模在 300 亿元左右，过十年保持 5.6% 的复合增长率，高于全球 4.2% 的增速。钢铁等原材料等占公司生产成本 70%，面临上游钢铁涨价，公司 2017 前三季度销售毛利率不降反增，提升近 2 个百分点，成本管控能力强；2015 年、2016 年及 2017 年 Q3 KM 扣非净利润分别为 2037 万欧元、3419 万欧元和 2600 万欧元。2017 Q3 KM 收入 9.58 亿欧元，销售净利率仅 2.7%，明显低于国内同行业上市公司，比如海天国际是 18.7%，预计随中国区业务的快速拓展，KM 净利率有很大提升的空间。

● 汽车轻量化和 3C 高增长等因素驱动高端注塑机进口替代，中国市场潜力巨大

国内注塑机国产化率 81%，高端注塑机依然依赖进口，随着电动汽车轻量化、3C 高增长及家电塑料用量的提高，国内尤其是高端注塑机仍然保持强劲的需求，17Q3 注塑机代表企业保持 30% 以上的增速。目前 KM 中国业务收入占比在 9%，预计未来三年 KM 海外业务保持 6% 的复合增速，中国区未来三年增长率分别为 30%、20%、20%，随着新建产能的投放，2020 年中国区收入占比有望达到 16%。

● 募集 12.66 亿元用于注塑机产能提升和智能化改造

目前股本 4.11 亿股，拟非公开增发 5.14 亿股，发行价：12.93 元/股，募集资金 12.26 亿元，募集主要用于：德国 KM 产能提升项目，投资额 5 亿；三明化机高等智能化注塑机制造基地建设项目，投资额 2.6 亿；益阳橡胶机数字化工厂提升改造项目，投资额 2 亿；桂林橡胶机数字化绿色制造产能提升项目，投资额 2 亿。预计随着新建产能的顺利投放和中国市场的打开，公司收入将保持稳定增长势头。

● 盈利预测

根据摊薄后股本计算，预计 2017~2019 年公司营业收入分别为 5.49、119.35 和 129.02 亿元，归母净利润分别为 0.3、5.10 和 6.17 亿元，EPS 分别为 0.07 元、0.55 元和 0.67 元，对应的 PE 分别为 199.6x、26.5x 和 22.0x，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示

并购后整合存在风险；国内市场开拓不及预期。

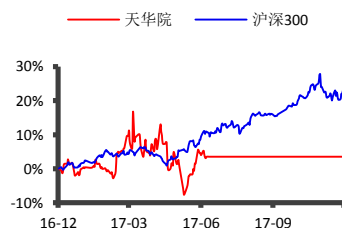
强烈推荐 首次评级

当前价格（元） 14.65

交易数据 2017-12-22

近 12 个月最高/最低	16.52/12.70
总股本（百万股）	410.64
流通股本（百万股）	410.64
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	60.15
流通市值（亿元）	60.15

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：刘振宇

执业证号：S0100517050004
 电话：(8610)85127653
 邮箱：liuzhenyu@mszq.com

研究助理：樊可

执业证号：S0100117060039
 电话：021-60876759
 邮箱：fanke@mszq.com

相关研究

- 《机械行业 17 年三季报业绩梳理：三季报继续好转，看好轨交复苏和半导体设备发展》2017.11.13
- 《民生机械行业 17 年中报业绩梳理：工程机械渐超预期，轨交、煤机景气周期拐点》2017.08.09
- 《机械 2017 中期策略：拥抱确定性，关注子行业龙头》2017.08.02

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	482	549	11,935	12,902
增长率 (%)	-30.1%	13.8%	2074.5%	8.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	6	30	510	617
增长率 (%)	-82.7%	379.8%	1594.0%	20.8%
每股收益 (元)	0.02	0.07	0.55	0.67
PE (现价)	957.9	199.6	26.5	22.0
PB	3.3	3.3	1.8	1.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院(根据摊薄后股本计算)

目录

一、交易概述：收购全球橡塑机械第一梯队克劳斯玛菲	4
（一）天华院：打造中化集团高端化工装备制造平台	4
（二）募集 12.26 亿投向智能化注塑机全球产能提升	4
二、克劳斯玛菲：在橡塑机械行业全球领先	5
（一）近两百年品牌，注塑行业的第一梯队	5
（二）钢铁等原材料占成本的 70%，面临钢铁涨价，公司毛利率不降反增	6
（三）KM 集团与海天国际相比产品定位更高端	7
（四）KM 收入保持稳定增长，净利率有提升潜力	8
三、预计未来三年 KM 中国区业务保持 20%以上复合增长	10
（一）国内注塑机近 400 亿市场，国产化 81%，高端注塑机仍有进口替代空间	10
（二）驱动因素：汽车轻量化、3C 高速增长、家电产品用量提升	11
（三）预计 KM 中国区未来三年保持 20%以上复合增长率	12
四、盈利预测与风险提示	13

一、交易概述：收购全球橡塑机械第一梯队克劳斯玛菲

(一) 天华院：打造中化集团高端化工装备制造平台

集团资本运作为上市公司注入核心资产。天华院是中国化工集团旗下化工装备制造上市平台，大股东中国化工科学院持股 51.56%，同蓝星新材 600299，沈阳化工 000698，天科股份 600378，黑化股份 600179，河池化工 000953，风神轮胎 600469，沧州大化 600230，沙隆达 000553 一样，皆为中国化工集团控股。从 2005 年开始，中国化工集团的国际并购动作频繁，目标皆是世界范围内化工领域的核心资产。从 2005 年收购法国安迪苏公司(Adisseo)母公司 Drakkar Holding S.A.到 2006 年收购澳大利亚最大的乙烯生产商凯诺斯公司(Qenos)、法国罗地亚公司有机硅及硫化物业务，从 2011 年收购挪威奥克拉(Orkla)集团埃肯公司到安道麦，再到 2016 年收购意大利高端轮胎制造商倍耐力(Pirelli)和瑞士农业化学一流企业先正达。

2016 年初，中国化工集团就宣布以 9.25 亿欧元（约合 66.5 亿元人民币）收购德国橡塑化机制造商克劳斯玛菲集团，当年 4 月 29 日顺利交割。2017 年 7 月 3 日，天华院停牌发布重大资产重组，12 月 8 日，该重组事项获董事会通过，拟将装备卢森堡 100% 股权（克劳斯玛菲集团资产），桂林橡机、益阳橡机主要经营性资产及负债，三明化机和华橡自控土地、房产、主要设备等注入上市公司，克劳斯玛菲被誉为行业内的“劳斯莱斯”。

表 1：交易标的及承诺净利润

交易方	交易标的	交易价格 (万元)	股份数量 (股)	2017	2018	2019	2020
装备环球	装备卢森堡 100% 股权	596662.64	461456022	3084.9 万欧元	5004.9 万欧元	5202.1 万欧元	6050.9 万欧元
桂林橡机	主要经营性资产及负债	11745.41	9083843	-	-	-	-
益阳橡机	主要经营性资产及负债	32051.06	24788137	-	-	-	-
三明化机	生产相关土地、房产及设备	12145.79	9393495	-	-	-	-
华橡自控	生产相关土地、房产及设备	11506.31	8898924	-	-	-	-
合计		664111.21	513620421	-	-	-	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 募集 12.26 亿投向智能化注塑机全球产能提升

天华院目前股本 4.11 亿股，非公开增发 5.14 亿股，发行价：12.93 元/股，募集资金 12.26 亿元，募集资金主要用于：

- (1) 德国 KM 产能提升项目，5 亿；
- (2) 三明化机高等智能化注塑机制造基地建设项目，2.6 亿；
- (3) 益阳橡机数字化工厂提升改造项目，2 亿；
- (4) 桂林橡机数字化绿色制造产能提升项目，2 亿。

二、克劳斯玛菲：在橡塑机械行业全球领先

(一) 近两百年品牌，注塑行业的第一梯队

KM 集团自成立已有 178 年历史，总部位于德国，业务范围涵盖注塑设备、挤出设备和反应技术三大业务，包括克劳斯玛菲、克劳斯玛菲·贝尔斯托夫和耐驰特著名品牌，下游客户主要集中在汽车、包装、基础设施、橡胶和化工等领域。在欧洲（德国、瑞士、斯洛伐克、意大利）、北美（美国）和亚太（中国、日本）区域有 14 个生产基地。其中中国市场在 KM 集团的业务比重约 9%，未来有望大幅度提升。

表 2：公司三大业务

业务(占比)	主要产品	应用/品牌	图例
注塑设备 (63.61%)	CX 系列	克劳斯玛菲	
	MX 系列	克劳斯玛菲	
	GX 系列	克劳斯玛菲	
	PX 系列	克劳斯玛菲	
	PET-LINE 系列	耐施特	
	ELION 系列	耐施特	
	ELIOS 系列	耐施特	
	单维滑轨机器人	克劳斯玛菲	
	工业机器人	克劳斯玛菲	
挤出设备 (22.53%)	单螺杆挤出机	化工	
	系统工程	化工	
	双螺杆挤出机	复合材料和包装	
	轮胎橡胶	汽车	
	发泡和薄膜	建筑和基础设施	
	管材/型材/板材	建筑和基础设施	
反应成型 设备 (12.69%)	混频头	计量和配量（湿侧）	
	计量设备	计量和配量（湿侧）	

回转台系统

工程系统 (干侧)

成型模具

工程系统 (干侧)



资料来源:公司公告, 民生证券研究院

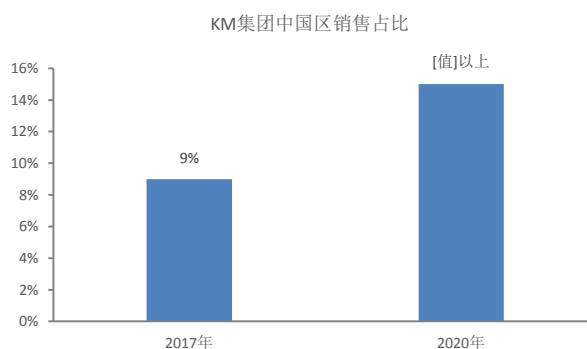
蓝筹客户群保证公司盈利能力稳定。公司主要客户覆盖各行业龙头, 如宝马、奥迪、奔驰、大众、丰田、比亚迪、Swatch、三星等全球顶尖企业。

图 1: 公司客户为各行业龙头

汽车	
包装	
基础设施	
橡胶	
化工	
消费电子	

资料来源:公司公告, 民生证券研究院

图 2: KM 集团中国区销售占比计划



资料来源:公司公告, 民生证券研究院

(二) 钢铁等原材料占成本的 70%, 面临钢铁涨价, 公司毛利率不降反增

行业属性决定钢铁等原材料占公司生产成本的 70%。KM 集团原材料采购以钢材为主, 原材料占其总采购品比重较小 (2.34%)。由于 KM 集团业务以机加工为主, 能源使用以电力和工业用水为主, 开支在采购项目中占比很小。

表 3: 钢铁等原材料成本占公司生产成本的 70%

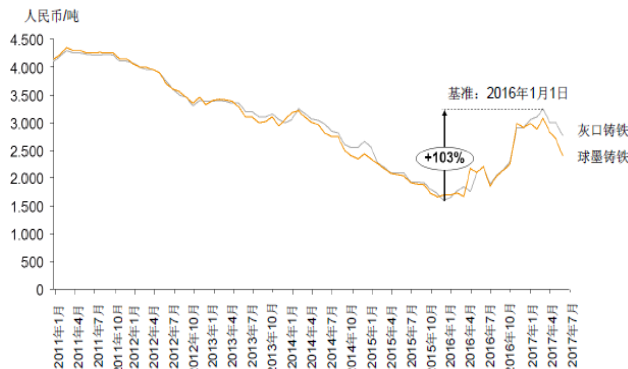
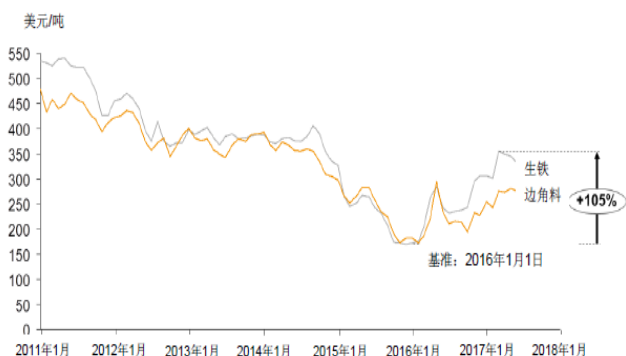
成本项目	2017 年 1-9 月		2016 年		2015 年	
	金额 (万欧元)	比例	金额 (万欧元)	比例	金额 (万欧元)	比例
原材料	51832.36	71.38%	70311.94	71.38%	64760.70	71.71%
直接人工	12365.86	17.03%	16774.60	17.03%	15942.44	17.65%
折旧摊销	2622.83	3.61%	3557.94	3.61%	2978.54	3.30%
燃料动力	723.97	1.00%	982.09	1.00%	1143.76	1.27%
其他费用	5069.64	6.98%	6877.10	6.98%	5478.83	6.07%
合计	72614.66	100%	98503.67	100%	90304.26	100%

资料来源:公司公告, 民生证券研究院

公司成本管控能力较强, 钢铁涨价翻番, 公司销售毛利率不降反增。尽管 2016 年以来主要钢铁价格涨幅翻番, 上游面临压力, 但从公司原材料成本占比稳定在 71.38% 左右, 并未出现大幅波动, 2017 前三季度的销售毛利率 31.9%, 较 2016 年的 29.2% 提升了 2 个百分点, 体现了公司较强的成本管控能力。

图 3: 黑海北欧鲁尔区生铁出口价格 2016 年以来翻番

图 4: 中国市场铸铁价格 2016 年以来涨幅翻番



资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源：公司公告，民生证券研究院

(三) KM 集团与海天国际相比产品定位更高端

克劳斯玛菲与海天国际营收规模接近，但在产品定位和细分市场差别较大。海天国际以注塑机相关产品为主，而公司业务横跨注塑设备、挤出设备和反应成型设备三条业务线，相比公司业务更加多元化和高端化，公司的主要竞争优势体现在：

(1) 高端的产品质量与提供深度定制化的塑料橡胶整体解决方案。在注塑设备领域，KM 集团注塑设备的质量体现于同时追求精度和注射速度以及更长的设备使用寿命。在挤出设备领域，KM 集团具有为橡胶塑料行业客户的生产线搭建提供包含生产线设计、工程方案提供与实施、核心设备提供在内的深度定制化的解决方案。

(2) 智能机器、物联集成生产、互联网交互式服务三大优势。比如公司新推出的 Data Explorer 用于提高塑料加工的效率，作为开放式系统，可记录、分析和汇编注塑生产及上下游过程的工艺数据。其次公司还基于先进通讯技术的系统和服务，推出了 APCplus、Euromap77、Analytics 等生产网络化和物联网基础技术应用系统。

表 4：克劳斯玛菲主要竞争对手分析

业务/对手	欧洲	北美	亚洲
注塑	Engel(奥地利)、Arburg(德国)	Husky(加拿大)、Milacron(美国)	海天国际(中国)、住友重机(日本)、东芝(日本)
挤出	Reifenhauser(德国)、Batterfeld Cincinnati(德国)、Troester(德)	Corperion(美国)、Davis-Standard(美国)、Milacron(美国)	东芝(日本)
反应成型	Cannon(意大利)、Frmo(德)、Hennecke(德国)	—	—
主要公司 介绍			
海天国际 (1882.HK)	国内塑机老大，成立于 1966 年，于 2006 年 11 月在香港交易所上市，其主要业务为设计、开发、制造、销售注塑机及相关部件并提供有关的支持服务，是国内注塑机行业成立较早、规模最大的企业，2013 年注塑机产量为 2.7 万台，占中国总产量的 30%。		
震雄集团 (0057.HK)	成立于 1958 年，于 1991 年 10 月在香港交易所上市，主要从事制造、销售注塑机及各类其他塑料机械，国内第二大注塑机企业，以大中型注塑机为主，约占公司收入的 50% 以上，继 2013 年推出 4500 吨量版式超大型注塑机之后，214 年公司又研制出超霸 6500 吨伺服驱动二板大型注塑机。		
伊之密 (300415)	主营产品为注塑机、压铸机、橡胶机，专注于模压成型专用机械设备的设计、研发、生产、销售及售后服务。注塑机行业的优质企业。2015 年深交所上市，主要用于家用电器、汽车、3C 等领域，拥有三大生产基地。		
力劲科技 0558.HK	全球最大的压铸机制造商，包括压铸机、注塑机及电脑数控中心。		
博创智能	成立于 2003 年初，是一家专业设计、制造、销售高精密节能环保注塑机的高新技术企业。2009 年博创从广州市整体迁移至增城经济技术开发区，大批量引进了国外先进技术和设备，建成了		

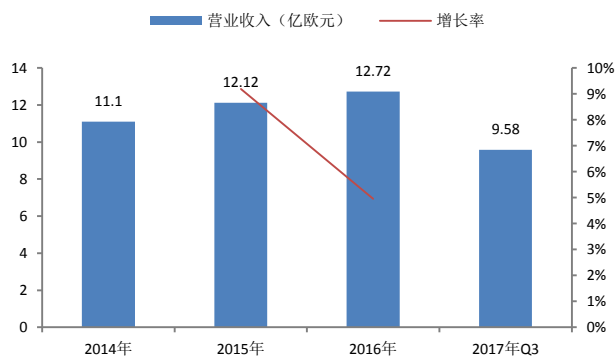
现代化的数字工厂。博创拥有保持世界同步领先地位的等近 100 种规格型号的注塑机；产品主要锁模力从 30 吨~6800 吨，注射量为 25g~300000g。	
Engel(奥地利)	欧洲主要注塑机生产商，在澳大利亚、捷克、德国、中国、韩国设有注塑机生产基地。2013 年在中国常州设立第二家注塑厂，品牌名 Wintec，年产能 300 台。
住友德马格	由住友重工和德马格两大集团融合而成，在中国宁波拥有独资子公司，主要生产精密注塑机，年产能 1000 台。
米拉克龙	美国主要塑机生产商，在中国江阴拥有生产基地，主要生产 ELEKTRON 全电式注塑机和 MAXIMA 大型三板机，先产能 950 台/年。

资料来源：民生证券研究院整理

(四) KM 收入保持稳定增长，净利率有提升潜力

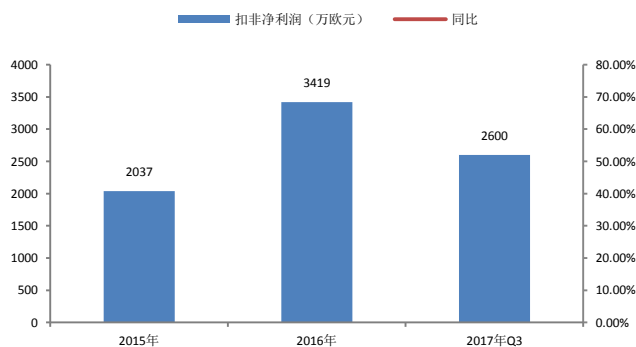
2016 年，克劳斯玛菲集团的销售额为 12.7 亿欧元，2015 年、2016 年及 2017 年前三季度归母净利润分别为 2037.40 万欧元、-2904.09 万欧元和 1472.29 万欧元；扣非净利润分别为 2037 万欧元、3419 万欧元和 2600 万欧元。

图 5：KM 营业收入平稳增长



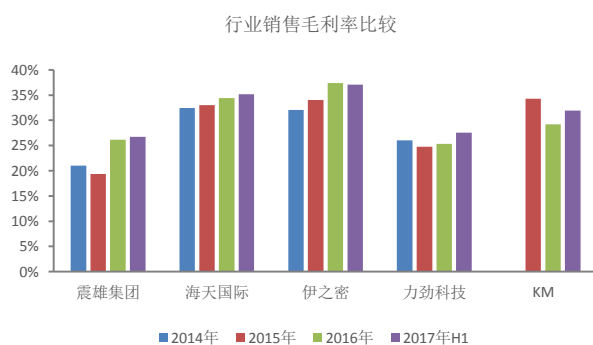
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：KM 扣非后净利润



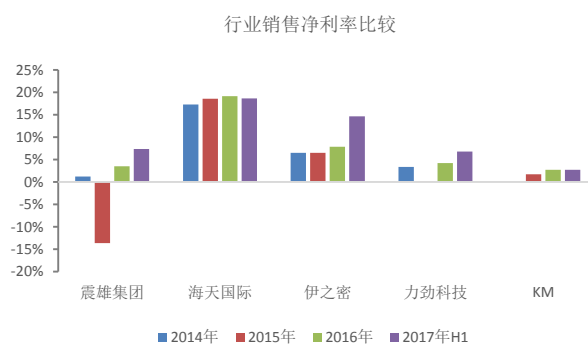
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：KM 销售毛利率行业领先



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：销售净利率有上涨空间



资料来源：Wind，民生证券研究院

KM 销售净利率未来有较大上升潜力。KM 销售净利率明显低于同行业国内企业，预计随着中国区业务的拓展，凭借国内的劳动力成本和原材料价格优势，KM 集团中国区业务的销售净利率将有较大的提升空间，带动整个 KM 集团业务销售净利率的提升。KM 集团三季度的销售净利率仅 2.7%，明显低于国内同行业公司。

表 5：克劳斯玛菲及主要对手对比

比较项目	KM 三季报	海天国际	伊之密	力劲科技	震雄集团
2017H1 营收增长率	—	30%	45%	17%	22%
2017H1 营收 (亿元)	74.81	50.64	9.29	16.21	7.64
2017H1 净利润增长率	—	36%	162%	80%	210%
2017H1 净利润 (亿元)	2.028	9.42	1.33	1.1	0.56
总市值 (2017.12.18)	--	292.6	68.7	17.4	12.5
市盈率 PE (TTM) 2017.12.14	--	17	29	10	15
销售毛利率	31.9%	34.1%	37.56%	27.56%	26.75%
销售净利率	2.7%	18.7%	11.4%	6.7%	7.6%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

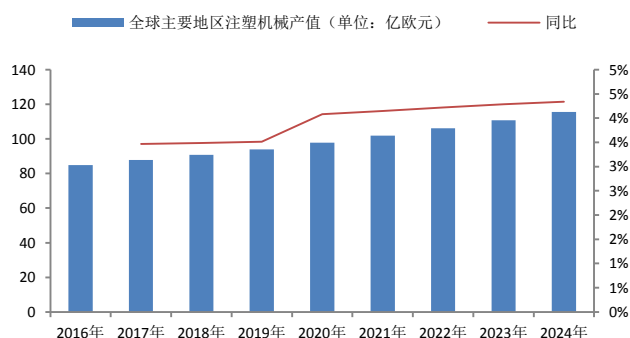
三、预计未来三年 KM 中国区业务保持 20% 以上复合增长

(一) 国内注塑机近 400 亿市场，国产化 81%，高端注塑机仍有进口替代空间

2019~2024 年，中国注塑机械市场复合增长率约为 5.6%，高于全球市场 4.2% 的平均水平。从世界范围看，塑料机械的三大类品种依次是注塑机、挤出机（挤出生产线）及吹塑机，其产值合计占塑料机械总产值的 80% 以上，其中，注塑机一直处于塑料机械加工机械领域的主导地位，产值占比约为 40%。目前在塑料加工制品中，83% 采用了注射成型。

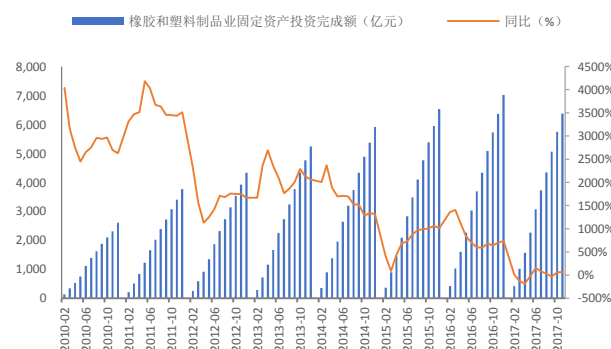
根据 World Plastics Machinery 研究及 KM 集团 2016 年市场调查预测，2016 年全球主要地区注塑机械产值 84.82 亿欧元，到 2024 年将上升至 115.57 亿欧元，其中中国、东南亚、韩国、北美以及印度地区将成为注塑机械的主要市场。2019~2024 年，中国注塑机械市场复合增长率约为 5.6%，高于全球市场 4.2% 的平均水平。亚太地区（主要指东南亚及韩国地区）以及北美复合增长率为 4.0%，印度市场为 5.0%。

图 9：全球主要地区注塑机产值与预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：橡塑行业固定资产增速处于低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

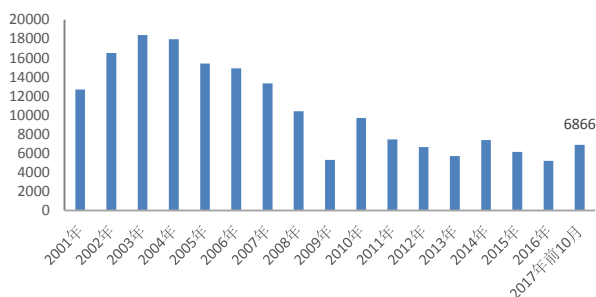
国内注塑机 2017 年市场空间 350 亿元。2000 年以来，在汽车、家电等行业对塑料机械需求大增的背景下，中国注塑机行业规模持续增长，2010 年以前，销量复合增速达 10.3%。2010 年，受国家 4 万亿投资影响，注塑机行业实现了显著的大幅增长，因而也导致了次年的同比回落。受 2012~2014 年由于制造业固定资产增速不断下滑影响，注塑机行业维持每年约 10% 的增长速度。2010 年，中国注塑机销售额首次突破 200 亿元，2013 年达到 255 亿元左右，预计 2017 年市场规模将超过 350 亿元。

注塑机国产化率 81%，高端注塑机仍有进口替代空间。根据中国塑料机械工业年鉴我国塑料机械市场的国产化率也在不断提高，在 2015 年，国产化率已经达到 81%，我国国内企业生产的塑料机械正在占据国内市场主要份额，高端注塑机仍有进口替代空间。按照 2017 年前 10 月进口注塑机 6866 台，每台 10 万元计算，每年高端注塑机国产替代空间仍有 10 个亿左右。

图 11：目前注塑机国产化率约 80%

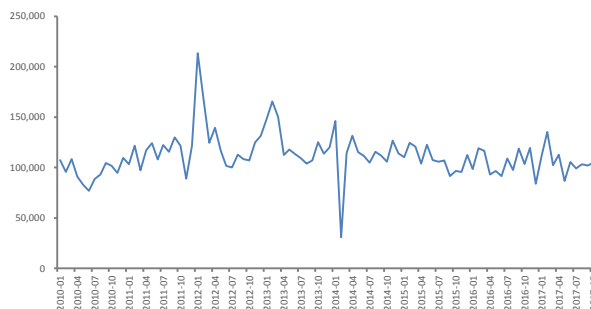
图 12：进口注塑机单价 10 万/台左右

注塑机进口数量 (台)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注塑机进口单价 (元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

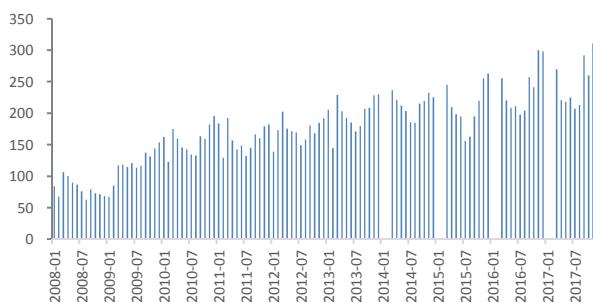
(二) 驱动因素: 汽车轻量化、3C 高速增长、家电产品用量提升

KM 注塑机设备产品主要应用在汽车、包装、基础设施、橡胶和化工等领域。目前行业的主要看点来源于三大趋势: 汽车轻量化、3C 产品高速增长、家电产品塑料应用量提升。

1) 汽车轻量化: 注塑机广泛应用于汽车内饰件 (如扶手、仪表板、转向盘等等)、外装件 (保险杠、脚踏板、格栅、车轮罩等等)、机能结构件 (取暖和通风系统、车身、车灯等等) 等等)。

图 13: 汽车销量稳定增长

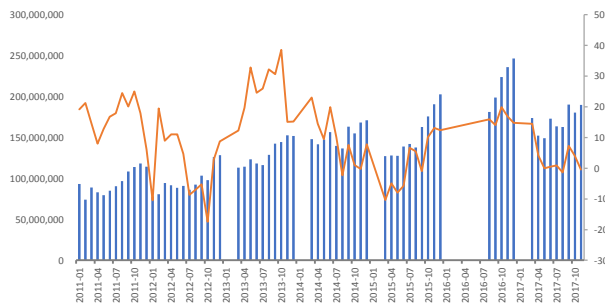
汽车销售 (万辆)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 14: 手机销量增速出现小幅下滑

手机产量 (台) 当月同比 (%)

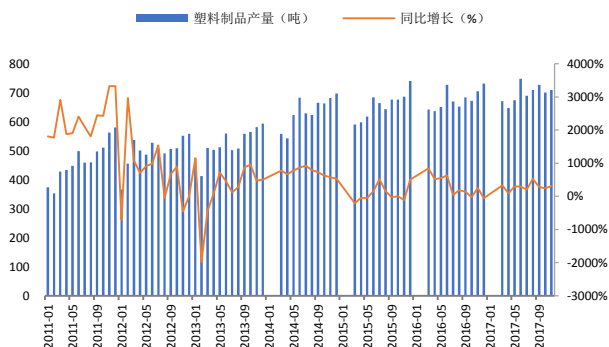


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2) 3C 产品高速增长: 电子通讯产品中的零部件生产, 如导光板、按键、手机外壳、电子连接器等, 均需要精密注塑机来完成, 科技含量更高的注塑机, 市场需求日益增强。

3) 家电产品塑料应用量提升: 家电对塑料的需求量也在不断提高, 塑料已经成为了家电行业仅次于钢材的第二大类原材料。近几年, 塑料在家电产品重量上的平均增长速度约为 30%, 在家用电器的用量已经达到总重量的 40%。

图 15: 塑料产量平稳增长



资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三) 预计 KM 中国区未来三年保持 20%以上复合增长率

中国区业务是 KM 集团业绩未来的主要增长点, 一方面, 表现在产能提升后所带来的收入增长, 另一方面表现在国内业务销售净利润率提升, 所带来的集团净利率提升空间较大。

假设 1: 克劳斯玛菲未来三年国内收入增长率保持 20%~30%。保守估计, 2017~2020 年, 中国注塑机市场规模按照 20% 以上增长。(过去十年国内销量复合增速达 5.6%);

假设 2: 未来三年, 全球注塑机市场规模增速保持 4.2%。克劳斯玛菲未来三年海外收入增长率保持 6% 左右。

假设 3: 2020 年, 中国区市场营业额占 15%~20%。(目前中国市场在 KM 集团的业务比重约 9%)。

根据以上三项假设, 预计克劳斯玛菲注塑机等资产在 2017~2020 年, 营业收入增长率保持 8% 左右, 到 2020 年中国区收入占比达到 16.01%。

表 6: 克劳斯玛菲收入预测模型

	2016 年	2017 年 E	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E
海外收入	90.32	95.74	101.48	107.57	114.02
海外增长率		6%	6%	6%	6%
中国收入	8.93	11.61	15.10	18.12	21.74
国内增长率		30%	30%	20%	20%
总收入 (亿元)	99.25	107.35	116.58	125.68	135.76
总收入增长率		8.16%	8.60%	7.81%	8.02%
国内收入比重	9.00%	10.82%	12.95%	14.41%	16.01%

资料来源: 民生证券研究院整理

四、盈利预测与风险提示

根据摊薄后股本计算, 预计 2017~2019 年公司营业收入分别为 5.49、119.35 和 129.02 亿元, 归母净利润分别为 0.3、5.10 和 6.17 亿元, EPS 分别为 0.07 元、0.55 元和 0.67 元, 对应的 PE 分别为 199.6x、26.5x 和 22.0x, 给予“强烈推荐”评级。

风险提示: 并购后整合存在风险; 国内市场开拓不及预期。

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	482	549	11,935	12,902
减：营业成本	358	390	8,367	8,980
营业税金及附加	6	7	146	157
销售费用	25	28	619	669
管理费用	77	88	1,903	2,057
财务费用	14	-7	244	246
资产减值损失	25	25	25	25
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	(23)	18	631	767
加：营业外收支净额	31	21	21	21
三、利润总额	8	38	652	787
减：所得税费用	2	8	141	171
四、净利润	6	30	510	617
归属于母公司的利润	6	30	510	617
五、基本每股收益 (元)	0.02	0.07	0.55	0.67

主要财务指标

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
EV/EBITDA	118.94	90.34	32.13	12.39
成长能力：				
营业收入同比	-30.14%	13.80%	2074.50%	8.10%
营业利润同比	-50.8%	-173.2%	178.4%	3434.4%
净利润同比	-82.7%	379.8%	1594.0%	20.8%
营运能力：				
应收账款周转率	0.76	1.89	0.60	6.71
存货周转率	1.50	7.08	1.34	17.35
总资产周转率	0.31	0.36	0.42	0.43
盈利能力与收益质量：				
毛利率	25.8%	29.0%	29.9%	30.4%
净利率	1.3%	5.5%	4.3%	4.8%
总资产净利率 ROA	1.4%	2.1%	3.1%	3.4%
净资产收益率 ROE	0.5%	2.4%	22.6%	21.5%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	3.34	4.05	1.05	0.12
资产负债率	22.5%	19.4%	93.9%	92.2%
长期借款/总负债	20.0%	0.0%	59.6%	0.0%
每股指标：				
每股收益	0.02	0.07	0.55	0.67
每股经营现金流量	(0.06)	1.42	-39.96	40.62
每股净资产	2.93	3.00	5.50	7.00

资产负债表

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	233	770	119	590
应收票据	350	159	10,926	2,980
应收账款	287	130	8,940	-1,057
预付账款	33	59	1,901	202
其他应收款	0	0	0	0
存货	239	55	6,255	518
其他流动资产	10	10	10	10
流动资产合计	1,155	1,184	28,266	3,253
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	218	176	134	92
在建工程	1	0	0	0
无形资产	163	154	144	134
其他非流动资产	14	14	14	14
非流动资产合计	398	346	295	243
资产总计	1,553	1,530	28,561	30,296
短期借款	70	0	15,984	0
应付票据	165	184	7,320	734
应付账款	1	2	3	4
预收账款	83	81	3,481	369
其他应付款	83	81	3,481	369
应交税费	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	346	293	26,813	27,931
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	4	4	4	4
负债合计	350	296	26,817	27,935
股本	411	411	924	924
资本公积	1,585	1,585	1,585	1,585
留存收益	(792)	(762)	(251)	366
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,204	1,234	1,744	2,361
负债和股东权益合计	1,553	1,530	28,561	30,296

现金流量表

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流量	-25	583	-16,410	16,681
投资活动现金流量	-7	16	16	16
筹资活动现金流量	187	-63	15,743	-16,226
现金及等价物净增加	156	536	-650	471

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司客户为各行业龙头.....	6
图 2: KM 集团中国区销售占比计划	6
图 3: 黑海北欧鲁尔区生铁出口价格 2016 年以来翻番.....	6
图 4: 中国市场铸铁价格 2016 年以来涨幅翻番.....	6
图 5: KM 营业收入平稳增长	8
图 6: KM 扣非后净利润.....	8
图 7: KM 销售毛利率行业领先.....	8
图 8: 销售净利率有上涨空间.....	8
图 9: 全球主要地区注塑机产值与预测.....	10
图 10: 橡塑行业固定资产增速处于低位.....	10
图 11: 目前注塑机国产化率约 80%	10
图 12: 进口注塑机单价 10 万/台左右.....	10
图 13: 汽车销量稳定增长	11
图 14: 手机销量增速出现小幅下滑.....	11
图 15: 塑料产量平稳增长	11

表格目录

表 1: 交易标的及承诺净利润.....	4
表 2: 公司三大业务	5
表 3: 钢铁等原材料成本占公司生产成本的 70%	6
表 4: 克劳斯玛菲主要竞争对手分析.....	7
表 5: 克劳斯玛菲及主要对手对比.....	9
表 6: 克劳斯玛菲收入预测模型.....	12

分析师与研究助理简介

刘振宇，大机械组组长，北京科技大学材料学专业本科及硕士。曾任中国中冶控制经理岗，北京市规划委规划验收岗，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

樊可，核电专家，机械团队成员，清华大学工学学士、上海交通大学MBA，高级工程师，曾任中广核集团设计院高级主管设计师、中核集团秦山第二核电厂反应堆操纵员。2017年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。