

泰瑞机器 (603289.SH)

抓住下游机遇，跨越行业周期

● 公司概况：国内注塑成型 10 强企业

公司专注于塑料注射成型设备（以下简称注塑机）的制造领域。作为中国主要的注塑机供应商之一，公司自 2011 年连续 7 年入选“中国塑料注射成型机行业 10 强企业”，其生产的注塑机已远销 59 个国家和地区。

● 行业分析：短期高基数下行业需求承压，长期依然看好

经过 2016~2017 年的快速增长，注塑机行业面临高基数背景和制造业需求放缓的短期压力，尤其进入 2018 年下半年，行业需求增长放缓压力增长。但从长周期看，塑料应用领域扩大、我国塑料消费升级和注塑机技术水平持续提升都将给行业需求带来长期成长动力。并且在行业演化的进程中，国产竞争力持续增强，龙头市占率持续提升。

● 泰瑞机器：抓住下游机遇，跨越行业周期

不同于注塑机行业重点下游应用是家电领域、汽车领域和 3C 制造领域，公司的注塑机设备主要定位于建材、物流、包装等市场领域。公司注塑机产品具有大型化的突出特点，是目前国内少数能生产 4000 吨级大型三板注塑机企业之一。大型机的收入占比达到公司注塑机总收入的 48%。管件应用领域大约占公司直销客户中的 30% 左右。而管件应用有望在农村环保需求的基建投资带动下快速发展，公司在建材领域发展多年，产品具有较强的行业竞争力，有望在需求上行时充分获益行业发展。

● 盈利预测与投资建议

结合行业和公司的发展情况，我们预计 2018-2020 年，公司收入分别为 744/972/1,221 百万元；归母净利润 88/123/172 百万元；现价对应 18 年 33.4XPE，19 年 23.9XPE；对应 19 年 0.60X PEG。在合理估值上，我们采用 PEG 估值。考虑公司发展趋势和行业周期，给予公司 0.8 倍 2019 年 PEG 的合理估值，对应合理价值 14.66 元/股。考虑公司基于差异化下游应用有望获得优于行业的业绩表现，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业需求风险；下游行业需求不及预期风险；出口业务风险。

盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	512	703	744	972	1,221
增长率(%)	26.4	37.3	5.9	30.6	25.6
EBITDA(百万元)	96	124	91	132	189
净利润(百万元)	74	84	88	123	172
增长率(%)	37.7	13.4	5.5	39.7	39.5
EPS(元/股)	0.48	0.41	0.33	0.46	0.64
市盈率(P/E)	—	46.53	33.44	23.94	17.16
市净率(P/B)	—	4.38	2.84	2.54	2.21
EV/EBITDA	—	28.88	29.09	19.45	13.20

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格 11.06 元

合理价值 14.66 元

报告日期 2019-03-05

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 266.50/135.77

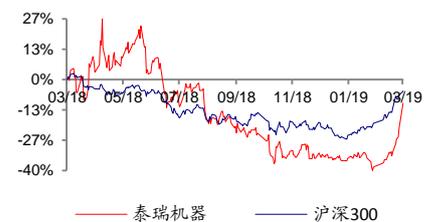
总市值/流通市值(百万元) 2948/1502

一年内最高/最低(元) 20.45/7.40

30 日日均成交量/成交额(百万) 5.65/53.14

近 3 个月/6 个月涨跌幅(%) 34.55/17.04

相对市场表现


分析师： 刘芷君


SAC 执证号：S0260514030001

SFC CE No. BMW928



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

分析师： 郭鹏


SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

分析师： 罗立波


SAC 执证号：S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

请注意，罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、公司概况：国内注塑成型 10 强企业.....	5
二、注塑机行业分析：短期高基数下行业需求承压，长期依然看好.....	9
2.1 下游行业景气下行，短期行业需求压力增大.....	9
2.2 长期需求依然看好.....	14
2.3 行业集中度不断提高，企业竞争格局稳中有变.....	16
三、泰瑞机器：抓住下游机遇，跨越行业周期.....	18
3.1 定位差异：瞄准特定子行业，发展产品技术特色.....	18
3.2 下游管件应用不断发展，农村环保需求成为 2020 年前重要看点.....	20
3.3 外销优势：海外市场孕育未来商机.....	23
3.4 业绩表现亮眼，产能进一步扩大.....	24
四、盈利预测与投资建议.....	27
五、风险提示.....	29

图表索引

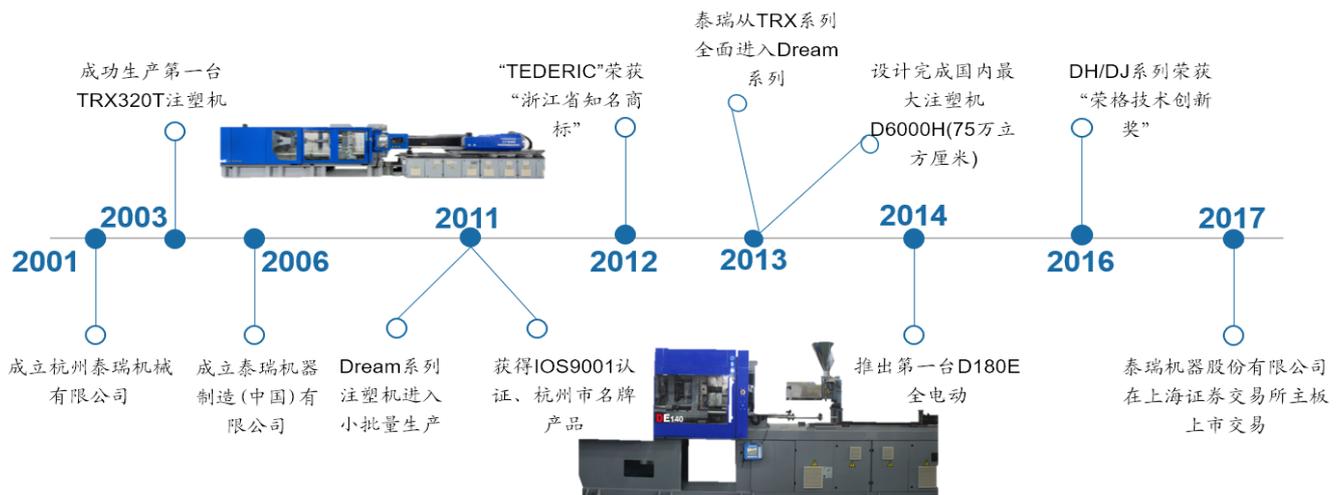
图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司收入构成和增速 (百万云)	6
图 3: 公司净利润和增速 (百万元)	6
图 4: 按地区公司收入和毛利率 (百万元)	6
图 5: 公司收入和盈利能力 (百万元)	6
图 6: 泰瑞机器股权结构	7
图 7: 公司研发费用 (万元)	9
图 8: 注塑机产量、消费量及产量同比 (台)	10
图 9: 我国 3C 类固定资产投资 (亿元) 和增速	11
图 10: 全球电子产品出货量 (亿台)	11
图 11: 家电主要产品销量增速	11
图 12: 我国汽车零部件及配件固定资产投资及增速	12
图 13: 我国汽车销量	12
图 14: 制造业固定资产投资累计完成额及增速	13
图 15: 中国制造业采购经理人指数	13
图 16: 制造业投资增速和注塑机销量增速、相关公司收入增速关联度高	13
图 17: 塑料机械分类及上下游	14
图 18: 我国塑料机械市场容量	14
图 19: 我国注塑机进出口情况统计 (万美元)	14
图 20: 我国人均塑料制品产量	15
图 21: 塑料制品业固定资产投资	15
图 22: 全球注塑机竞争格局	16
图 23: 公司 2017H1 直销客户的终端应用领域情况	19
图 24: 公司 2016 直销客户的终端应用领域情况	19
图 25: 公司注塑机按机型营业收入 (百万元)	19
图 26: 公司注塑机按机型销售单价 (万元/百吨锁模力)	19
图 27: 城市管道长度 (万公里)	20
图 28: 塑料管道产量 (万吨)	20
图 29: 泰瑞与伊之密产品下游应用对比	21
图 30: 2016 年公司注塑机销售地区情况	24
图 31: 公司内外销业务收入和毛利率 (单位: 百万元)	24
图 32: 注塑机主要国内厂商营业收入对比 (仅注塑机业务收入) 单位: 亿元	24
图 33: 注塑机主要国内厂商外销业务占整体业务对比	24
图 34: 三板注塑机 (D-J 中高压双阶机)	25
图 35: 纯二板注塑机 (DH-J 纯二板挤注式注塑机)	25
图 36: DH 系列大型注塑机 (DH-i 纯二板注塑机)	26
图 37: DE 系列全电动注塑机 (DE-E 全电动注塑机)	26
图 38: 公司现有技术中心	26

表 1: 公司注塑机产品	8
表 2: 中国塑料机械制造业主要厂商	17
表 3: 2013~2017 年中国塑机行业优势企业注塑成型机排名	17
表 4: 注塑机主要国内厂商经营数据	18
表 5: “地下综合管廊”和“海绵城市”建设相关政策相继出台	21
表 6: 《关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》环保部分	22
表 7: 《乡村振兴战略规划（2018-2022 年）》关于生态环保的目标规划	22
表 8: 公司海外销售主要合作经销商	23
表 9: 公司募投项目情况	25
表 10: 公司收入拆分预测	28
表 11: 泰瑞机器可比公司 PE 估值情况可比（市值统计截止 2019.03.05 收盘）	28

一、公司概况：国内注塑成型 10 强企业

泰瑞机器股份有限公司前身泰瑞机器制造（中国）有限公司，成立于2006年8月8日。专注于塑料注射成型设备（以下简称注塑机）的制造领域，以及为下游应用领域提供注塑成型解决方案，产品线涵盖建筑基建、家用电器、汽车、3C产品、医疗器械、包装等下游应用领域。作为中国主要的注塑机供应商之一，公司自2011年连续7年入选“中国塑料注射成型机行业10强企业”，其生产的注塑机已远销59个国家和地区。

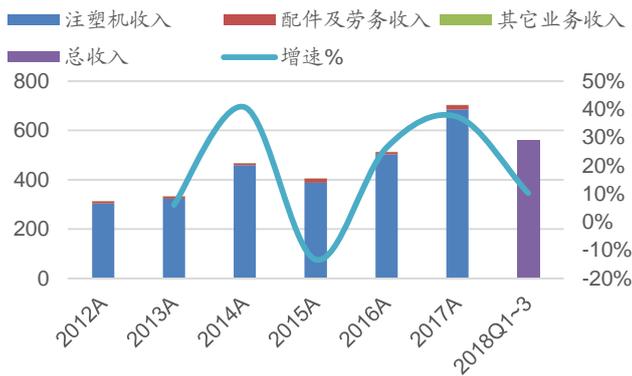
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

受益于2016年以来中国经济增长模式升级推动的消费增长和投资增长，注塑机行业整体景气度持续上升，公司业绩出现快速增长，2016~2017年年公司收入分别同比增长26.4%和37.31%；归母净利润分别同比增长37.67%和13.41%。2017年全年归母净利润达到83.51百万元，较2013年的规模翻倍。进入2018年，由于高基数压力和制造业需求下行，注塑机行业普遍出现增速放暖，尤其进入下半年以来，需求增长的压力进一步增大。在此背景下，公司2018Q1~3收入累计同比增长10.27%，达5.62亿元；归母净利润同比增长11.46%，达0.70亿元。由于主要原材料铸件、生铁和钢材等价格的上涨，公司毛利率整体保持稳中有降的态势，2016年、2017年和2018Q1~3公司综合毛利率分别为33.36%、30.47%、28.78%。

图2: 公司收入构成和增速 (百万云)



数据来源: 公司招股书和定期报告, wind, 广发证券发展研究中心

图3: 公司净利润和增速 (百万元)



数据来源: 公司招股书和定期报告, wind, 广发证券发展研究中心

图4: 按地区公司收入和毛利率 (百万元)



数据来源: 公司招股书和定期报告, wind, 广发证券发展研究中心

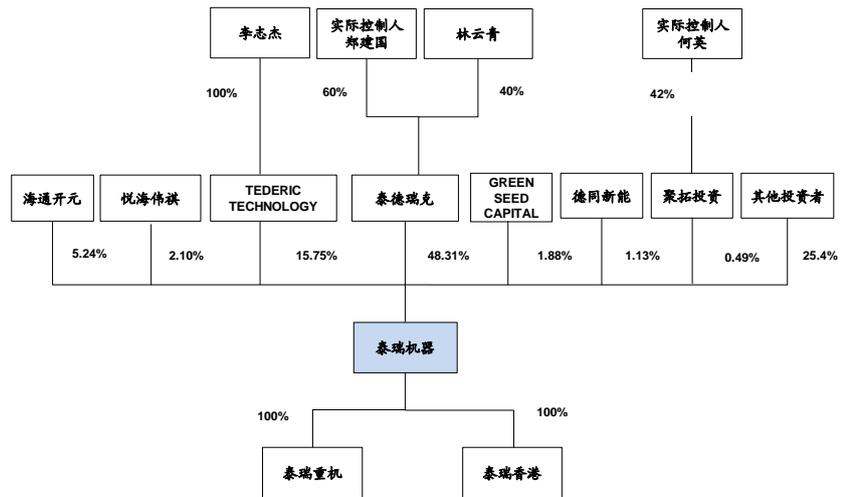
图5: 公司收入和盈利能力 (百万元)



数据来源: 公司招股书和定期报告, wind, 广发证券发展研究中心

公司大股东为杭州泰德瑞克投资管理有限公司, 持股比例48.31%。郑建国(公司董事长兼总经理)和何英(公司董事兼副总经理)夫妇, 通过持有控股股东泰德瑞克60%的股权以及持有聚拓投资42%的股权为股份公司的共同实际控制人。杭州聚拓投资管理有限公司的股东主要为公司技术人员和管理人员。公司高管中多为塑料机械行业的领军人物, 董事长郑建国为中国塑料机械工业协会副会长、浙江省机械工业联合会副会长, 科技部“创新人才推进计划科技创新创业人才”。副董事长林云青为中国塑料加工协会副理事长, 中国塑料管道专业委员会副理事长。

图6: 泰瑞机器股权结构

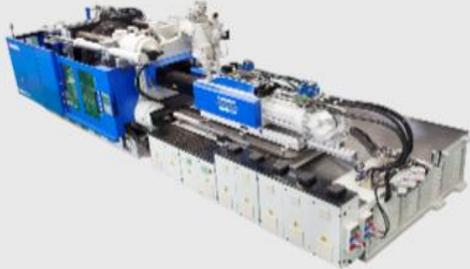


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

注：已按2018年三季度报股权结构调整比例

公司目前主要产品为梦想Dream系列注塑机，包括DT肘杆式，DH二板式，DE全电动，以及双色（多组份）注塑机在内的四大梦想系列注塑产品。梦想Dream系列注塑机采用了模块化的设计理念，即不同型号的注塑机有不同接口系列的锁模不见和注射不见进行模块化组合，同时各系列锁模部件又可进一步选择不同的锁模力，各系列注射部件又可进一步选择不同的注射当量。模块化设计理念的应用丰富了公司的产品线，同时也可根据不同的客户需求提供定制化针对性的方案解决服务。公司品牌“**TEDERIC**”于2012年先后被评为杭州出口名牌、浙江出口名牌、杭州市名牌。

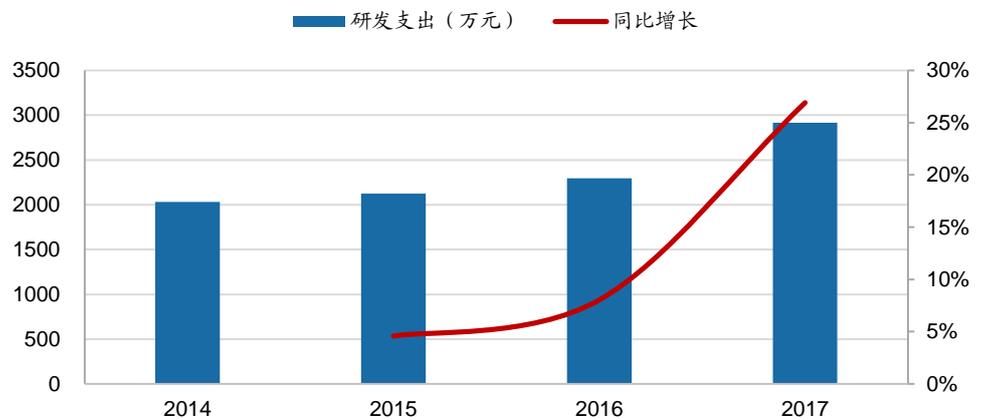
表 1: 公司注塑机产品

	外观		简介
DT 系列	图示: D-M 单缸肘杆式注塑机 	特性 锁模力从 60~4000 吨; 全系列国家一级能耗标准, 节能经济; 全系列高效伺服液压动力系统, 节能的同时, 带来更高的速度和精度及静音性和节水性; 该系列产品可靠性和稳定性高, 因此成品率高。	下游应用 D-i 产品可用于汽配、家电及物流行业; D-j 产品挤注式管件、物流、通讯行业专用成型方案; D-m 产品用于 3C、包装、汽配、家电等行业。
	图示: DH-i 纯二板注塑机 	特性 锁模力从 480~7000 吨; 采用液压直锁二板式合模结构, 因此具备更精确的锁模力重复精度和开合模位置精度; 由于开模行程开模力等参数配置更为灵活, 对模具的适应性更强; 该系列产品结构更加紧凑, 空间利用率更佳。	下游应用 DH-i 产品可用于汽配、家电及物流行业; DH-j 产品挤注式管件、物流、通讯行业专用成型方案
DE 系列	图示: DE-E 全电动注塑机 	特性 锁模力从 40~460 吨; 直驱注射和直驱开合模技术带来优异的节能性、精密性、静逸性, 不再需要注射部件。 通过 CAE 等软件, 对机器关键零部件进行强度优化, 对执行机构进行运动优化, 通过先进设备及工艺, 保障全电注塑机运行稳定可靠并保障运行寿。	下游应用 可用于医疗、电子、光学、汽配等对精密度和洁净度的超高要求的行业。
双色机	图示: DH-MM 纯二板多组分注塑机 	特性 该系列分为肘杆式多组分注塑机和纯二板多组分注塑机肘杆式清锁模力从 140~810 吨, 纯二板锁模力从 880~1920 吨; 注射单元由两个独立的单注射缸注射单元组成, 两个注射单元平行布置或平面直角布置或斜排布置等多种结构布置方案, 适合更多多组分制品成型要求。 转盘通常用伺服电机驱动, 更为节能, 快速; 该系列转盘直径较大, 对转盘支撑轴进行优化加强, 使转盘的承重能力进一步提高。	下游应用 可用于管道、家用电器、汽车、3C 产品、医疗器械、包装等行业, 主要可满足定制化、自动化的生产需求。

数据来源: 公司官网, 招股书信息, 广发证券发展研究中心

公司是代表中国参与起草ISO国际橡塑机械标准的主要起草单位, 国家火炬计划重点高新技术企业、国家工信部2013年工业品牌培育试点企业、浙江省企业技术中心单位。公司具有深厚的技术积累, 逐步形成以中大型注塑机技术、中小型高速精密注塑机技术、挤注成型技术以及二板式液压锁模和直驱式全电动技术为核心的技术体系。同时公司紧扣节能环保主题, 将电液混合伺服节能控制技术运用于全系列产品的, 即采用通过创新的注塑机动力匹配技术的原理, 从而使公司的各系列注塑机产品最高可节能80%以上。此外公司还拥有16项核心技术、14项发明专利、52项实用新型专利、12项软件著作权, 同时公司也积极与各科研单位合作公司。2018年, 为进一步响应工业4.0转型和《中国制造2025》号召, 公司与北京化工大学成立了北化高分子材料智能3D成型技术联合研发中心。

图7: 公司研发费用(万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、注塑机行业分析: 短期高基数下行业需求承压, 长期依然看好

公司主营业务为注塑机, 注塑机销售占2017年销售收入的97.27%, 达到6.84亿元, 主要产品为包括DT肘杆式, DH二板式, DE全电动, D-M快速机以及双色(多组份)注塑机在内的梦想系列注塑产品

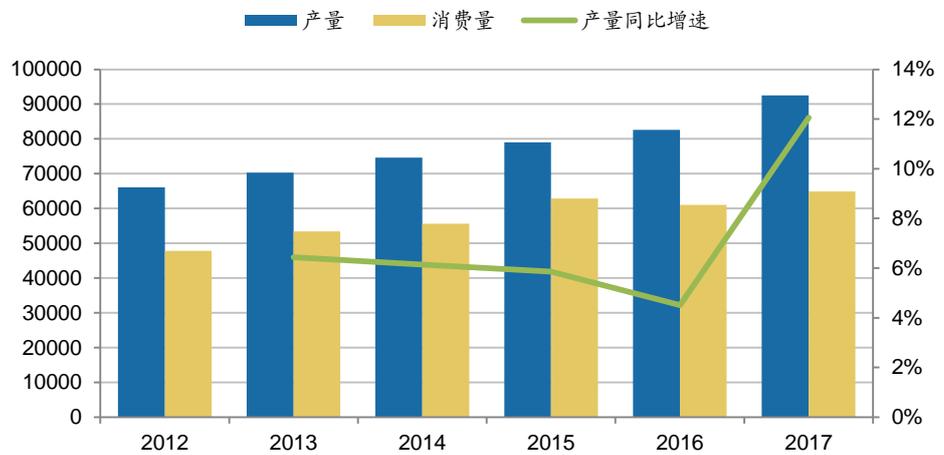
2.1 下游行业景气下行, 短期行业需求压力增大

2.1.1 注塑机近年消费量情况分析

长周期来看, 注塑机具有产量稳定增长的大趋势。但具体年份的消费量情况依然受当年下游需求的影响, 存在明显的周期性。根据中国塑料机械工业年鉴, 2013~2015年注塑机产量增速大约维持在6%左右, 2016年由于国内注塑机消费量下滑, 行业产量增速放缓至4.5%, 2017年随着制造业需求复苏和出口加速, 行业产量

出现明显增长，同比增幅达到12.1%。2018年来，下游需求降温，宏观经济不确定性加大，2018年消费量增长速度应较2017年有所回落，但考虑到注塑机消费量略滞后于整体行业需求变化，消费量仍暂时保持增长态势。

图8: 注塑机产量、消费量及产量同比(台)



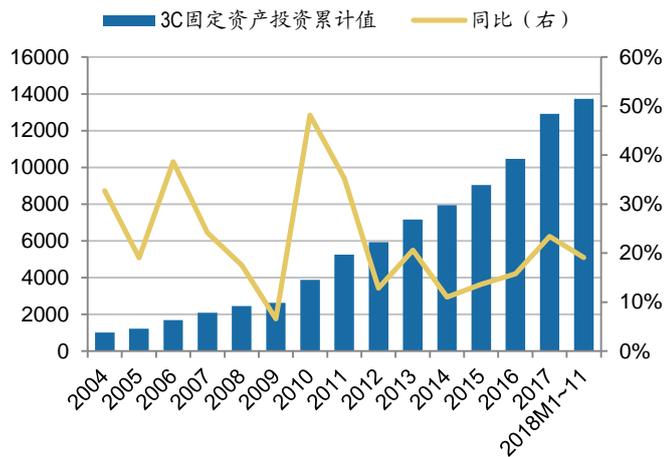
数据来源: 中国塑料机械工业年鉴, 广发证券发展研究中心

2.1.2 下游行业分析

根据《中国塑料机械工业年鉴》，我国塑料的行业应用情况：通用塑料占比28%，汽车占比26%，家电占比25%，包装占比12%。根据Interconnection咨询公司的报告，国内外注塑机下游大体应用并无特别大区别，全球注塑机下游分别为汽车占比25%-30%、家电占比20%-25%。此外3C制造的快速发展使其也构成注塑机的一大应用领域。

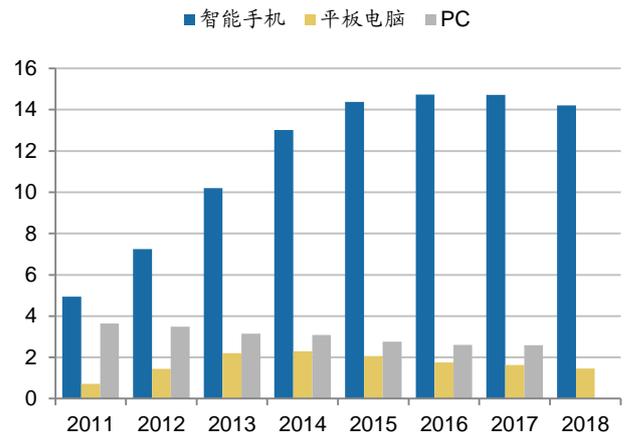
泛3C产品降中有升，整体需求降温。随着信息化的发展，3C类产品已经跟人们的日常生活息息相关。电子通讯产品中的零部件生产，如导光板、按键、手机外壳、电子连接器等，均需要精密注塑机来完成。3C类行业的快速发展，为注塑成形设备的发展带来了新的动力。从投资规模来看，3C类产品的投资增速均超过了制造业投资整体增速，根据国家统计局数据，2018年前11个月行业固定资产投资额达到了1.37万亿，同比增长19.10%，仍处于高位。但从出货量来看，传统3C产品如PC、平板电脑、智能手机业务均有不同程度的下滑。而可穿戴设备等泛3C类产品增长迅猛，2017年中国可穿戴市场规模已达264.2亿。根据IDC数据，2018年全球可穿戴设备出货量将达到1.25亿部，同比增长8.5%，中国2018年第三季度可穿戴设备出货量为1450万台，同比增长12.5%，其中智能可穿戴设备增速更是高达74.1%。总体来看，传统3C产品因短期缺乏有力更新换代技术，应用市场趋于成熟期，增量空间有限，细分产品虽然增速快但规模较小，注塑机需求在高基数背景下承压。

图9: 我国3C类固定资产投资(亿元)和增速



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

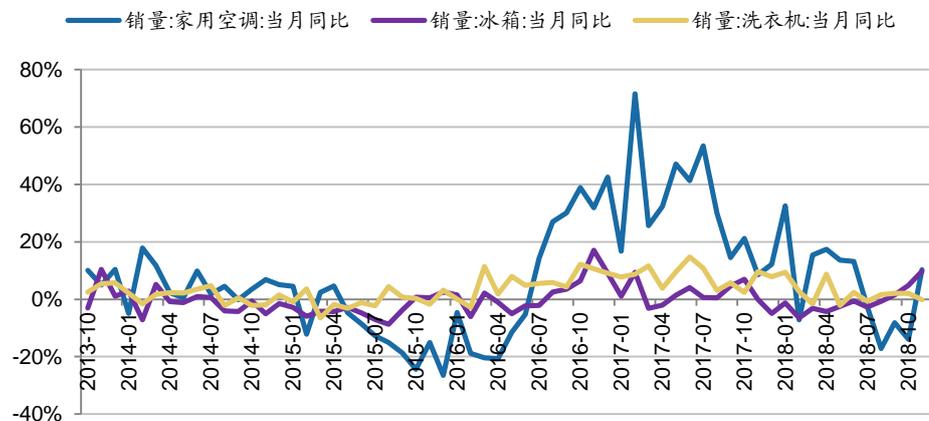
图10: 全球电子产品出货量(亿台)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

家电销量增速短期回落, 消费升级挖掘注塑机潜在需求。中国已成为全球家电制造中心, 而塑料则是家电应用量增长速度最快的材料, 塑料已经成为了家电行业仅次于钢材的第二大类原材料。根据塑料工业年鉴, 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%。2016年下半年至2017年上半年, 冰箱、空调、洗衣机销量大幅上涨, 带动注塑机行业大量需求。自2018年来, 随着房地产进入下行周期, 具有滞后性的家电需求逐渐降温, 加之整体经济下行压力下整体内需疲软, 2018年家电销量增速回落。但以塑代钢的步伐正在进行中, 目前洗衣机、冰箱制品塑料含量达30%-40%, 空调制品塑料含量仅为11%, 以塑代钢趋势下行业对塑料需求巨大。家电产品均价的持续上涨则反应了行业消费升级脚步加快, 中高端产品前景向好, 相应对塑料制件有着更高的性能、规格要求, 注塑机特别是精密注塑设备依然存在潜在的市场机遇。

图11: 家电主要产品销量增速

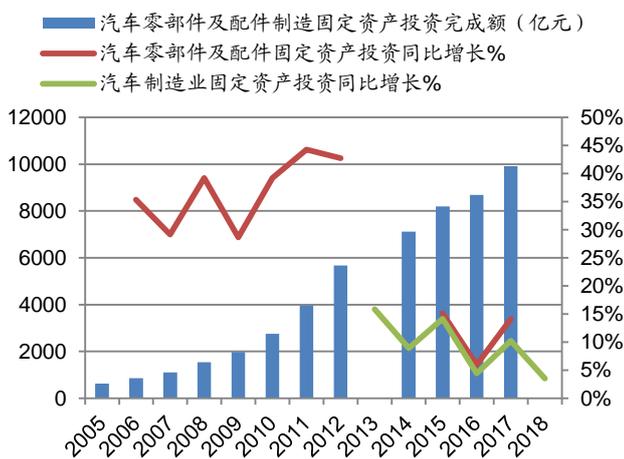


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

汽车轻量化高速推进，销量低迷加大注塑机需求压力。当前“环保、节能”是全球交通行业发展的共识，除去动力系统技术因素，汽车自重也是决定能耗的重要原因。根据《新经济导刊》上报道，在采用相同动力系统和传动系统的前提下，乘用车的整车质量每减少10%，燃油消耗就可降低6%~8%，新材料的选择成为问题关键。使用塑料可以减轻约40%的零部件重量，同时较其他可选材料大幅降低成本。而我国目前平均每车塑料用量仅130千克、占整车用料不到10%，与德国汽车平均每车塑料用量300多千克、占整车用料的15%以上相比差距较大，轻量化替代空间巨大。汽车制造产业对高性能、高品质的塑料制件的需求量大。消费结构变化和政策支持共同推动汽车轻量化发展，精密注塑、高性能注塑设备发展空间广阔。

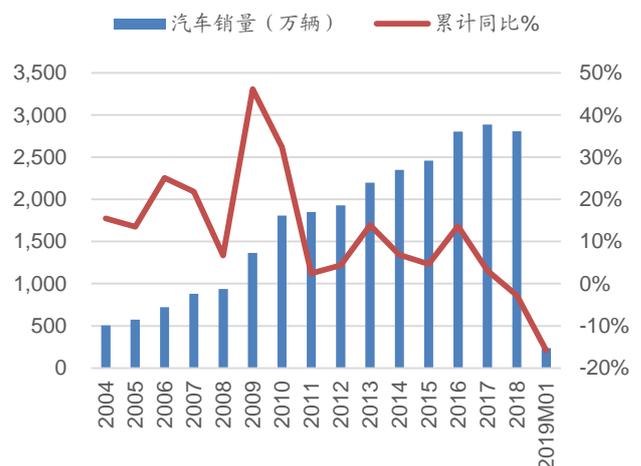
但另一方面，汽车作为家庭可选择支出，受宏观物价水平、贷款利率水平、微观家庭可支配收入等多重因素影响。2016-2017年的持续增长带来的高基数效应，及2018年整体经济下行原因，汽车销量增速回落，截止2018年11月汽车销量累计同比首度为负，汽车作为制造业消费品综合产品的缩影，反映出整体制造业市场需求的不景气，给其上游企业带来了短期下行压力。

图 12: 我国汽车零部件及配件固定资产投资及增速



数据来源：国家统计局，wind，广发证券发展研究中心

图 13: 我国汽车销量



数据来源：汽车工业协会，Wind，广发证券发展研究中心

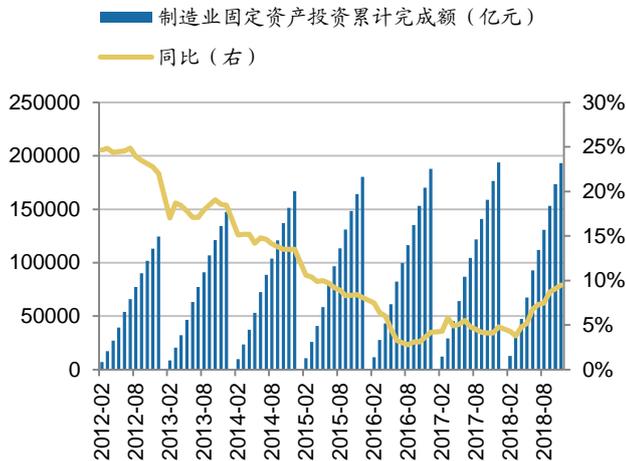
2.1.3 2019年需求展望

注塑机行业整体增长速度直接由下游需求决定，由于下游客户分类众多且以通用消费类产品为主，极易受到宏观经济形势如全球经济波动、政治形势、资本市场波动等的影响，行业波动性强。2017年以来，注塑机行业需求保持旺盛态势，在未来需求持续性的判断上，我们认为在**内需疲软、外部环境高度不确定下，制造业投资增长可持续性减弱，叠加高基数效应因素行业整体增速或将放缓。**

从行业总体来看，单一子行业对注塑机需求影响有限，制造业整体景气情况影响较大。而制造业投资和PMI指数是衡量制造业景气情况的重要指标。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，于2015年增速达到低点。2016年以来，制造业固定资产投资持续回暖，下游需求旺盛，注塑机行业2017年收入增速达2011年来新高点，2018年H1仍保持一定的增速

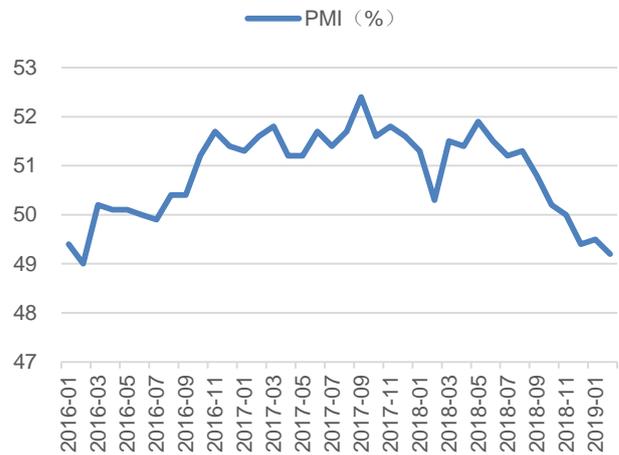
速度。而随着18年下半年以来经济下行下压力不断加大，制造业需求端出现萎缩现象，2019年2月PMI指标为49.2%，连续3月处于荣枯线下方，未来制造业景气度预计仍将处在低位区间，注塑机行业需求或将延续降温减速趋势。

图14: 制造业固定资产投资累计完成额及增速



数据来源: 国家统计局, wind, 广发证券发展研究中心

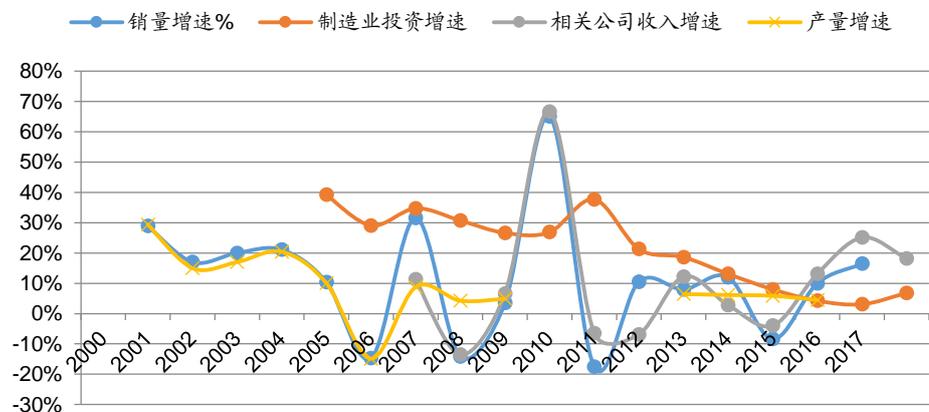
图15: 中国制造业采购经理人指数



数据来源: 国家统计局, wind, 广发证券发展研究中心

对比制造业增速及注塑机销量、主要公司收入增速数据，发现注塑机销量同主要公司收入同步变化，印证注塑机企业收入驱动核心因素来自下游需求，而制造业投资增速与注塑机销量增速存在明显联动性，制造业投资增速为注塑机销量增速先行指标，大约在6-8个月，两者时滞也在不断缩短。2018年下半年来制造业PMI持续下滑给注塑机行业2019年的销量和业绩收入增长带来一定压力。

图16: 制造业投资增速和注塑机销量增速、相关公司收入增速关联度高



数据来源: WIND, 中国塑料机械工业年鉴, 中国产业资讯网、智研资讯集团, 广发证券发展研究中心

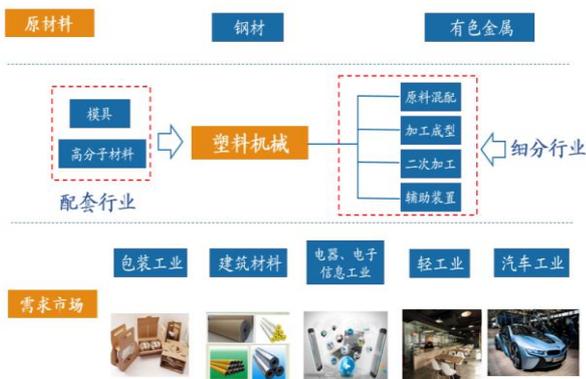
注: 相关收入增速为伊之密、海天国际、震雄集团3家公司加总收入增速

2.2 长期需求依然看好

2.2.1 塑料机械应用广泛，国产设备逐步壮大

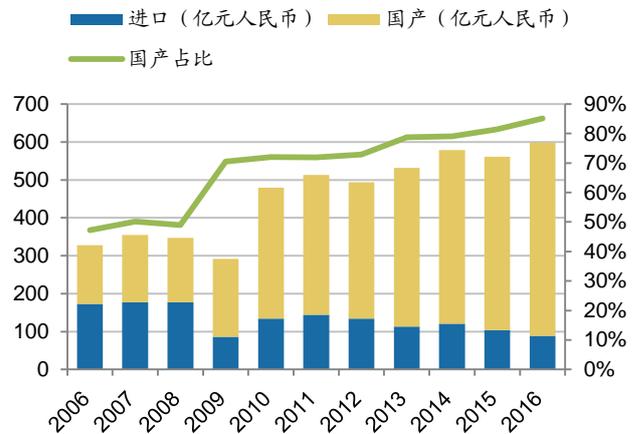
全球塑料机械市场正在较快的发展，根据市场调查咨询机构Technavio的预测，从2017年至2021年，全球塑料机械市场空间将以3%的年复合增长率增长，APAC成员国增速显著高于全球平均水平。注塑机是塑料机械的最主要产品，处于机械行业价值链的中游，下游应用广泛，包括通用塑料应用、家电、汽车、3C和包装物流等。2016年我国塑料机械容量超过500亿，未来将进一步收益于下游子行业的快速发展。

图 17: 塑料机械分类及上下游



数据来源：中塑在线，广发证券发展研究中心

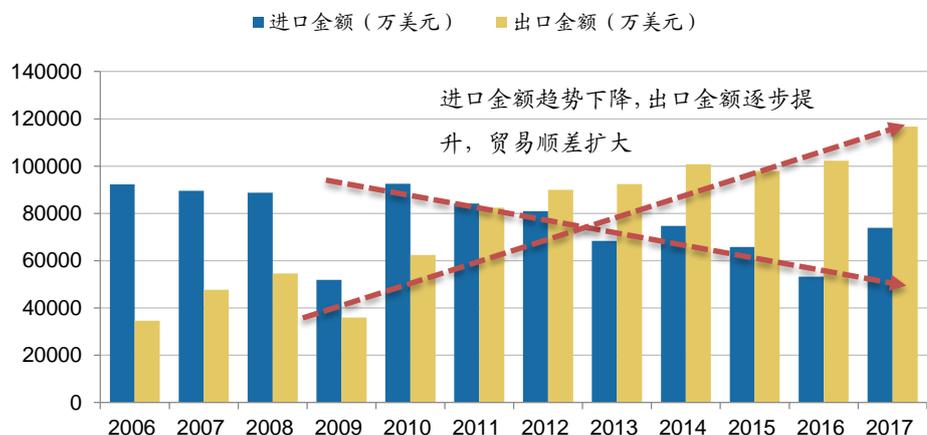
图 18: 我国塑料机械市场容量



数据来源：中国塑料机械工业年鉴，广发证券发展研究中心

国内注塑机行业竞争力不断增强，国产率提高。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2016年，国产化率已经达到85%，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。同时，2006年至2017年，我国塑料机械出口额逐年增长，进口额在近几年下降明显，2017年因需求旺盛有所回升，逆差额不断缩小并在2012年出现贸易顺差，此后持续扩大趋势。随着国产设备技术的发展，未来国产化率将持续提升，出口规模增长可期。

图 19: 我国注塑机进出口情况统计 (万美元)



数据来源：中国塑料机械工业年鉴，广发证券发展研究中心

2.2.2 消费升级，塑料消费稳定增长带动设备需求

我国人均塑料消费量仍落后于世界发达国家。世界各国的发展经验表明：经济越是发达，塑料用品的消费量越大。根据中国化工信息网资讯，作为衡量一个国家塑料工业发展水平的指标，我国塑钢比仅为30: 70，不及世界平均的50: 50，更远不及发达国家如美国的70: 30和德国的63: 37。从人均塑料消费量来看，2015年美国人均塑料消费量达到93.8kg/人，西欧为84.5kg/人，日本为63.8kg/人，而作为世界第二大经济体，我国2015年人均塑料消费量为57.9kg/人，距发达国家还有一定的距离。未来塑料消费增长空间广阔。

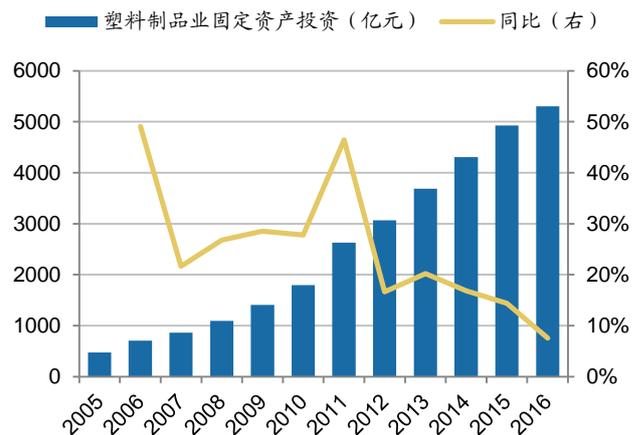
塑料行业固定资产投资温和增长。在“稳”字当头的宏观调控基础上，我国经济呈现出“经济增速换挡、结构调整阵痛和刺激政策消化”三期叠加的态势，这种平稳调控也体现在塑料行业的固投上。2012年以前，行业固定资产投资保持20%以上的高速增长，2012至2015年，行业的固定资产投资增速稳定在14%-20%的档位，2016年以来，随着经济发展新常态、新阶段，行业固定资产投资调速换挡至10%以下，根据塑料加工业十三五规划，预计到2020年前行业增速保持在4%-10%，整体保持温和增长。

图 20: 我国人均塑料制品产量



数据来源：世界银行，Wind，广发证券发展研究中心

图 21: 塑料制品业固定资产投资



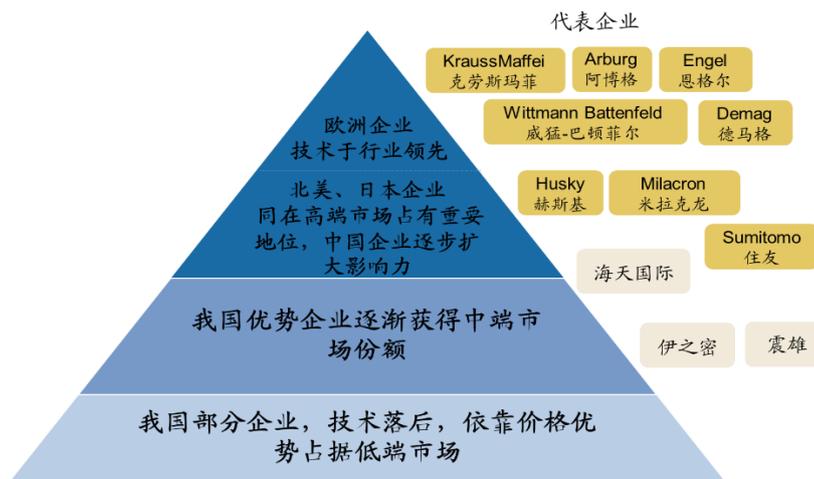
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

塑料行业结构转型升级，带动上游设备稳定高质需求。随着经济发展从高速度向高质量转换，塑料行业经历着从低端加工到高端制造的转换期，未来塑料消费一方面将长期受益以塑代钢、消费升级的大趋势，保持稳定增速；另一方面随着塑料加工技术的不断进步，高技术附加值的专用塑料需求日益增强，产品结构将不断优化。以制造工艺要求更高的改性塑料为例，中国塑料改性化率从2004年的8%，逐步攀升到2016年的19%左右，未来持续上升空间广阔；2018年10月以来，因为宏观经济环境承压，申万塑料行业价格指数持续下行，而改性塑料行业价格指数稳中有升的表现正是塑料行业内部需求分化的实证。技术、需求双轮驱动整体塑料行业结构向高端化、功能化发展，也对上游塑料加工设备提出更高的工艺要求。未来塑料机械将在以塑代钢、消费升级、功能化材料应用的趋势下量、质持续发展。

2.2.3 注塑机技术不断提升，结构性需求长期存在

国内注塑机行业起步晚，研发基础薄弱，技术水平参差不齐，导致目前高端市场仍以欧美日龙头公司为主。但近些年来，国内企业越来越注重技术创新，国产设备技术水平迅速提高，国产化率不断提升。国内企业在全球价值链中不断攀升，部分龙头企业开始迈入高端市场，逐渐积累建立影响力。以代表行业前沿发展方向的电动化注塑机为例，目前已有多家国内企业基本实现自主生产全电化注塑机，外购比例低于10%。

图 22: 全球注塑机竞争格局



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

汽车轻量化发展和家电消费升级都将对塑料制件的综合性能提出更高要求，相应注塑机的产品精度、生产工艺要求越来越高。目前注塑机更新周期大约在5-8年，而随着技术的进步，更新周期正在缩短，未来随着节能环保、智能化产品的发展，注塑机的购机需求升级，正向全电化注塑机、节能注塑机产品发展。面对上游塑料行业伴随转型升级的螺旋式扩张，注塑机企业将以越来越高的产品性能和制造工艺长期受益中高端市场。注塑机行业细分需求将出现分化，低端市场需求弹性较大，中高端需求长期存在。

2.3 行业集中度不断提高，企业竞争格局稳中有变

行业集中度不断变大。中国注塑机企业目前仍集中于中低端市场，不过部分优势企业大力投入研发力量，业已逐步占据中端市场。典型企业代表为第一梯队的海天国际，以及与本公司同属第二梯队的震雄集团和伊之密等。在产业集中度上，有竞争优势的企业份额持续扩大中，市场集中度不断提高，向有技术优势、品牌优势、和渠道优势的企业集中。市场份额最大的四家生产企业占据着60.13%的市场。中塑机协统计数据显示，优势企业（入选中塑机协“中国塑料机械制造业综合实力25强企业”、“中国塑料注射成型机行业15强企业”、“中国塑料挤出成型机行业10强企业”、“中国塑料中空成型机行业3强企业”的企业）收入增速明显高于行业整体

水平，资产总额占行业整体的56%、利润总额占 58%。

表 2: 中国塑料机械制造业主要厂商

排名	公司	简介
1	海天塑机集团有限公司	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。
2	震雄集团有限公司	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。客户来自全球超过 65 个国家。
3	广东伊之密精密机械股份有限公司	成立于 2002 年，专注模压成型装备制造领域，其核心产品注塑机为全国前四、压铸机全国第二。公司业务覆盖 60 多个国家和地区。
4	博创智能装备股份有限公司	成立于 2003 年初，是一家专业设计、制造、销售高精节能环保注塑机的高新技术企业，是亚洲最大二板机制造商之一。
5	力劲科技集团有限公司	成立于 1979 年，于 2006 年 10 月在香港交易所上市，是一家专业从事设计、制造和销售冷、热室压铸机及镁合金压铸机、精密注塑机和计算机数控加工中心的技术和资本密集型企业集团。
6	泰瑞机器股份有限公司	前身成立于 2006 年，专注于注塑机的制造领域，以及为下游应用领域提供注塑成型解决方案，于 2017 年 10 月在上海证券交易所上市，公司业务覆盖 59 个国家和地区。

数据来源：海天国际、震雄集团、伊之密、博创智能、力劲科技、泰瑞机器公开资料，广发证券发展研究中心

行业格局稳中有变。根据中国塑料机械工业协会2013-2017年的优势企业统计数据，国内注塑机厂家运营情况总体稳定，海天国际、震雄集团、博创及伊之密的地位基本稳定，市场优势明显。

表 3: 2013~2017年中国塑机行业优势企业注塑成型机排名

企业简称	2017年		2016年		2015年		2014年		2013年	
	收入排名	净利润排名								
海天塑机	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
震雄集团	2	8	2	—	2	11	2	2	2	2
伊之密	3	3	4	4	4	6	5	4	6	5
博创	4	5	3	2	3	4	6	3	3	3
力劲集团	5	6	6	8	7	2	—	—	—	—
富强鑫	6	4	5	6	5	5	4	6	8	—
海达塑机	7	7	7	5	6	7	7	7	7	6
泰瑞机器	8	2	9	3	9	3	8	5	4	4
东华	9	—	8	—	8	—	3	—	5	—
双马	10	9	11	7	12	8	10	—	—	—
海雄塑机	11	13	13	13	11	12	—	—	10	9
浙江申达	12	—	10	15	10	15	9	—	9	7
创基	13	12	14	10	13	9	—	8	—	10
佛山宝捷	14	15	—	—	—	—	—	—	—	—
宁波通用塑机	15	—	12	9	—	—	—	—	—	—

数据来源：中国塑料机械协会，广发证券发展研究中心

注：伊之密公司报表净利润高于泰瑞主要是由于其数据不仅包含注塑机收入还包含压铸机等业务收入。

公司属于行业追赶者，净利润表现亮眼。在总体稳定的大格局下，各个企业之间的竞争也让行业排名充满变化，其中也不乏亮点，比如排名不断上升的伊之密，显示出高于行业和其它企业更快的成长速度，目前收入排名已经跃升第三。公司收入排名也升至第八，在净利润方面取得了行业排名第二的成绩，显示出突出的企业盈利水平。

表 4：注塑机主要国内厂商经营数据

企业名称	2017					
	收入 (亿元)	净利润 (亿元)	毛利率	净利率	3 年收入复合增长率	5 年收入复合增长率
海天国际	103.16	20.05	35.31	19.44	41%	43%
震雄集团	7.40	0.56	26.75	7.35	35%	-5%
伊之密	11.29	2.81	36.87	14.01	73%	88%
泰瑞	7.03	0.84	30.47	11.88	74%	112%

数据来源：各公司公告，Wind，广发证券发展研究中心

三、泰瑞机器：抓住下游机遇，跨越行业周期

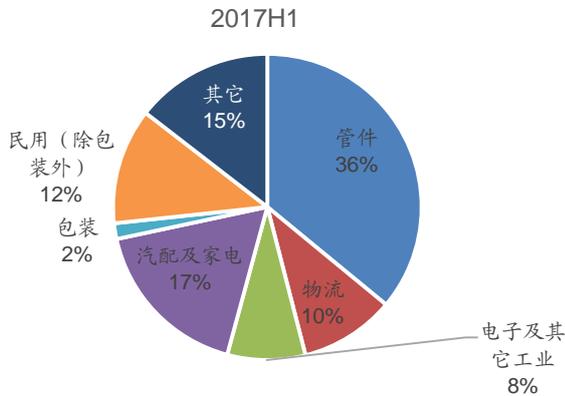
行业需求波动对公司收入增长影响几何？在上文论述中，我们认为2019年在内需疲软、外部环境高度不确定下，制造业投资增长可持续性减弱，叠加高基数效应因素行业整体增速或将放缓。注塑机的下游构成中两大重要领域汽车和家电，大约占到总需求的40%以上，其固定资产投资情况在2019年也面临不确定性较高。而我们认为行业需求对公司的影响可能相对有限：1、从总量上看，根据中国塑料机械工业年鉴2017年我国注塑机行业产量约9.2万台，全国注塑机消费量6.5万台，出口量3.5万台；根据公司年报，公司2017年全年实现销售2052台，市占率大约2%。行业波动对公司业绩表现存在一定影响，但不是最核心因素。2、公司下游构成与注塑机行业存在明显差异，管件（建材行业）和物流大约占40%的下游领域，而汽车和家电仅占17%。特定子行业的发展机遇将重点决定公司近年来的业绩表现。从塑料管件的发展来看，根据中国塑协数据，我国目前是塑料管道生产应用的最大国家，2012-2017行业产量复合增速为8.86%，2017年预计超过1522万吨，行业发展较为平稳。综上，我们认为行业需求波动对公司收入表现会有一定影响，但影响相对有限。根据已披露的业绩情况来看，2018年前三季度，下游应用以汽车家电和3C领域为主的伊之密（300415.SZ）收入同比增长4.27%，归母净利润同比下滑22.21%；而公司2018年前三季度收入同比增长10.27%，归母净利润同比增长11.46%。

3.1 定位差异：瞄准特定子行业，发展产品技术特色

塑料成型设备工业依然具有长期成长性，以塑代钢、以塑代木、节能环保是行业发展的必然趋势。在企业发展上，文化塑造、品牌战略是未来的发展方向。不同于注塑机行业重点下游应用是家电领域、汽车领域和3C制造领域，公司的注塑机设备主要定位于建材（如塑料管道连接件）、物流（如托盘、垃圾桶、周转箱）、包

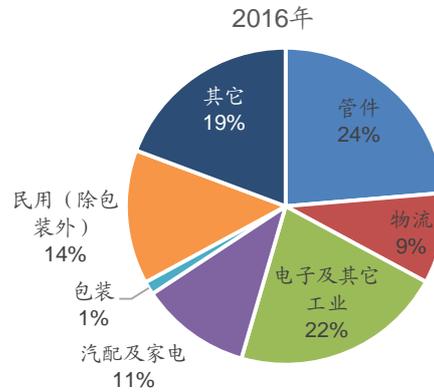
装、汽车配件等市场领域，关键部件及技术多数通过自主研发掌握核心技术，产品技术含量及附加值较高。

图23: 公司2017H1直销客户的终端应用领域情况



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图24: 公司2016直销客户的终端应用领域情况

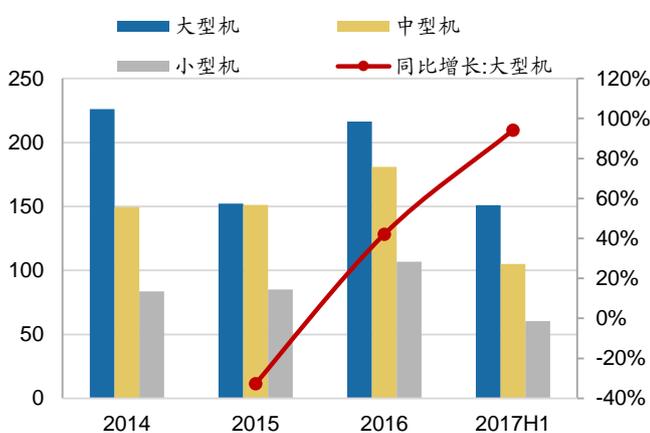


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

由于产品应用特点, 公司注塑机产品具有大型化的突出特点, 公司目前已经成为我国规模大的注塑机生产企业之一, 是目前国内少数能生产4000吨级大型三板注塑机企业之一、业内少数具备锁模力从50吨~7000吨的全系列产品生产能力的企业之一、是少数能够生产实际注射量大于20万CM³注塑机的企业之一。公司产品在建材领域具有领先优势, 尤其是一次性注射量2万克以上的管件注塑机, 在同类产品中竞争优势明显。

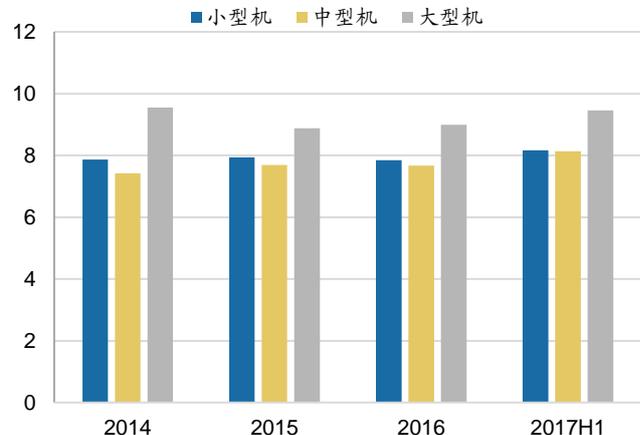
根据公司招股书显示, 2017年1-6月大型注塑机收入为15,089.95万元, 同比增长94.16% (中型注塑机同比增长22.78%, 小型注塑机同比增长29.12%), 大型机收入占注塑机总收入的比例的47.71% (2016年: 大型机收入占总收入的42.91%)。同时对比公司大中小型注塑机单价, 2017年1-6月大型机单价9.46万元/百吨锁模力, 高于中型机8.14万元/百吨锁模力和小型机8.17万元/百吨锁模力。

图25: 公司注塑机按机型营业收入 (百万元)



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图26: 公司注塑机按机型销售单价 (万元/百吨锁模力)



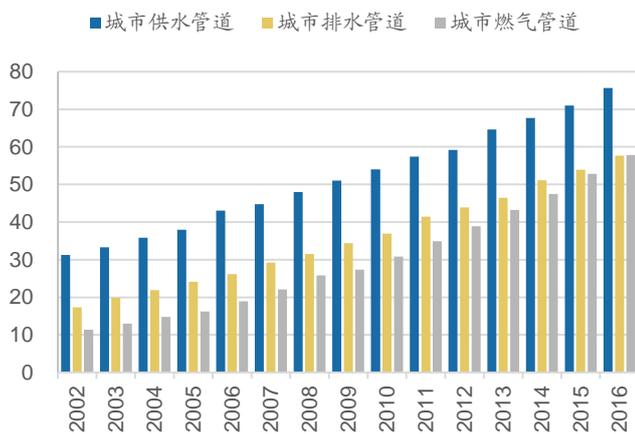
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

3.2 下游管件应用不断发展，农村环保需求成为 2020 年前重要看点

3.2.1 把握塑料管件行业需求，建材领域具有优势

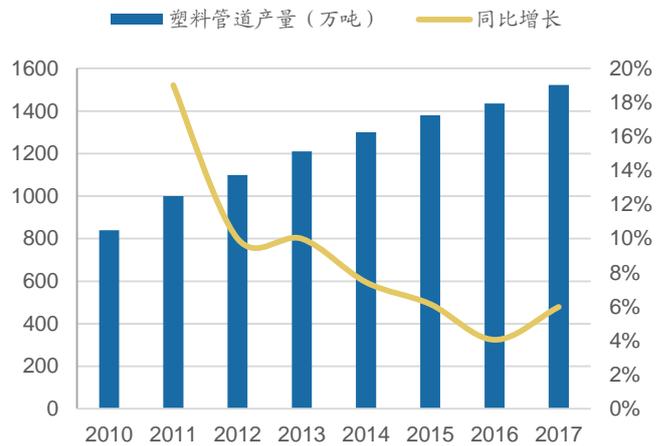
塑料管道及管件业务复苏，国内利好政策支持。塑料管道及管件是塑料建材的一个重要组成部分，广泛应用于市政及建筑给排水、农用（饮用水及灌排）、市政排污、通信电力护套、燃气输送、辐射采暖、工业流体输送等领域。近年来，塑料管件在浙江省“五水共治”等环保工程以及我国“地下综合管廊”等城市改造工程中得到了大量的应用，此外在“海绵城市”建设工程以及“西气东输”和“南水北调”等国家战略工程亦有应用。根据中国塑料加工工业协会发布的《中国塑料管道行业“十三五”期间发展建议》的预测，2020年全国塑料管道的总产量将超过1600万吨，塑料管道在我国管道市场占有率将有望超过55%。从塑料管道产量分析，2017年产量为1,522万吨，同比增长6%。

图27：城市管道长度（万公里）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图28：塑料管道产量（万吨）



数据来源：中国塑料加工工业协会，广发证券发展研究中心

2017年5月住建部、国家发展改革委联合发布《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》，提出“至2020年，全国城市道路综合管廊综合配建率力争达到2%左右，并建成一批布局合理、入廊完备、运行高效、管理有序的具有国际先进水平的地下综合管廊并投入运营，加快海绵城市建设，20%城市建成区达到海绵城市建设要求，全面摸清市政基础设施家底，完成全国城市市政基础设施大调查，推进智慧城市建设，提高城市安全运行管理水平。”根据住房城乡建设部统计，2017年综合管廊拟在建里程6575公里，同比增长127.93%。根据国务院《政府工作报告》指出，目前已有370个城市提出海绵城市建设专项规划，涉及建设面积约10200平方公里。“地下综合管廊”和“海绵城市”工程建设的持续推进，有望带来大量的新增管材特别是塑料管材的需求。

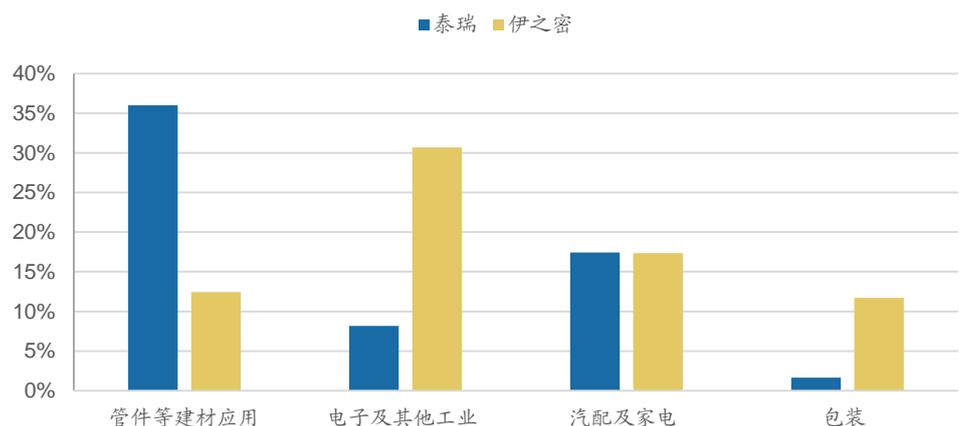
表 5: “地下综合管廊”和“海绵城市”建设相关政策相继出台

发布时间	政策	发布部门	文件代码
2013/4/1	《国务院办公厅关于做好城市排水防涝设施建设工作的通知》	国务院办公厅	国办发〔2013〕23号
2013/9/6	《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》	国务院	国办发〔2013〕36号
2013/10/2	《城镇排水与污水处理条例》	国务院	国务院令 第641号
2014/10/22	《海绵城市建设技术指南——低影响开发雨水系统构建(试行)》	住建部	建城函[2014]275号
2014/12/31	《关于开展中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知》	财政部	财建〔2014〕838号
2015/10/11	《关于推进海绵城市建设的指导意见》	国务院办公厅	国办发[2015]75号
2016/3/18	《海绵城市专项规划编制暂行规定》	住建部	
2016/8/16	《关于提高城市排水防涝能力推进城市地下综合管廊建设的通知》	住建部	新建城[2016]11号
2017/5/17	《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》	住建部、发改委	建城[2017]116号

数据来源: 政府网站, 广发证券发展研究中心

公司牢牢把握塑料管件市场蓬勃发展的契机, 推出DJ系列超大型挤注成型机。该系列具有超大注射量、高效和节能特性, 获得了多项重大的技术突破, 打破了国外高端管件注塑机长期垄断的局面, 并于2014年荣获塑料行业“荣格技术创新奖”。公司产品在建材领域具有先优势, 尤其是一次性注射量2万克以上的管件注塑机, 在同类产品中竞争优势明显。从公司直销客户的终端使用领域看, 2017年1~6月, 管件注塑机营业收入占公司直销营业收入的36.02%, 远高于其他终端使用领域。

图29: 泰瑞与伊之密产品下游应用对比



数据来源: Wind, 泰瑞公司招股书, 伊之密招股书、广发证券发展研究中心

注: 泰瑞的下游应用数据仅针对直销客户, 由于仅直销客户采购公司的注塑机产品有较为明确下游应用。

3.2.2 农村环保需求带来行业新契机

19年中央一号文件聚焦“三农”问题, 农村基建补短板需求大。近日国务院下

发2019年中央一号文件《中共中央、国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》，明确表示要：改善农村人居环境（以农村垃圾污水治理、厕所革命和村容村貌提升为重点）以及补齐农村基础设施和公共服务短板。上述政策与乡村振兴战略一脉相承，乡村振兴战略是党的十九大提出的重大战略，2018年9月出台的《乡村振兴战略规划（2018-2022年）》已对农村生活垃圾处理率（到2020年目标90%，下同）、卫生厕所普及率（85%，厕所革命：推进厕所粪污无害化处理和资源化利用）、自来水普及率（83%）、农村生活污水（设施加装、集中处理）及水环境治理（逐步消除黑臭水）等提出明确要求。

表 6：《关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》环保部分

涉及环保的任务	核心内容	主要内容
扎实推进乡村建设，加快补齐农村人居环境和公共服务短板	抓好农村人居环境整治三年行动	全面推开以农村垃圾污水治理、厕所革命和村容村貌提升为重点的农村人居环境整治，确保到 2020 年实现农村人居环境阶段性明显改善，村庄环境基本干净整洁有序，村民环境与健康意识普遍增强。
	实施村庄基础设施建设工程	推进农村饮水安全巩固提升工程，加强农村饮用水水源地保护，加快解决农村“吃水难”和饮水不安全问题。全面实施乡村电气化提升工程，加快完成新一轮农村电网改造。
	加强农村污染治理和生态环境保护	统筹推进山水林田湖草系统治理，推动农业农村绿色发展实施乡村绿化美化行动，建设一批森林乡村，保护古树名木，开展湿地生态效益补偿和退耕还湿。落实河长制、湖长制，推进农村水环境治理，严格乡村河湖水域岸线等水生态空间管理。

数据来源：中国政府网，广发证券发展研究中心

上述政策与乡村振兴战略一脉相承，乡村振兴战略是党的十九大提出的重大战略，2018年9月出台的《乡村振兴战略规划（2018-2022年）》已对农村生活垃圾处理率（到2020年目标90%，下同）、卫生厕所普及率（85%，厕所革命：推进厕所粪污无害化处理和资源化利用）、自来水普及率（83%）、农村生活污水（设施加装、集中处理）及水环境治理（逐步消除黑臭水）等提出明确要求。

表 7：《乡村振兴战略规划（2018-2022年）》关于生态环保的目标规划

主要指标	2016 年基期值	2020 年目标值	2022 年目标值	2022 年比 2016 年增加（累计提高百分点）	属性
畜禽粪污综合利用率（%）	60	75	78	18	约束性
村庄绿化覆盖率（%）	20	30	32	12	预期性
对生活垃圾进行处理的村占比（%）	65	90	>90	>25	预期性
农村卫生厕所普及率（%）	80.3	85	>85	>4.7	预期性
农村自来水普及率	79	83	85	6	预期性

数据来源：国务院，广发证券发展研究中心

农村基建的补短板工程有望带来相关建材制造需求的发展契机，公司在建材领域发展多年，产品具有较强的行业竞争力，有望在需求上行时充分获益行业发展。

3.3 外销优势：海外市场孕育未来商机

近年来，以中国、印度为代表的亚洲发展中国家不断加大城市化和基础设施投资力度，人均消费能力随着经济的快速发展不断增长，对家用电器、3C产品、汽车的需求旺盛。印度尼西亚、泰国、巴西、越南、俄罗斯、印度的塑料制品行业和轻合金产品过去三年中发展迅速，对注塑机和压铸机的需求也快速增加。Freedonia Inc. 公司预测全球塑料加工机械需求量的年增幅将达到5.6%，2021年全球需求量预计将达到375亿美元，Grand View Research, Inc. 研究报告称得益于行业市场技术的更新以及稳健的发展势头，预计2017~2025年该行业将以7.4%的复合年增长率持续增长。

中国制造在海外市场的竞争中凭借成本优势刚刚崭露头角，德国、日本等国的注塑机海外出口以高附加值的精密注塑机和大型注塑机为主，而中低端机型则是中国制造企业卖出国门的首选市场。

公司在境外市场主要采用“经销为主，直销为辅”的模式，2015年~2017年公司境外经销销售占比均在70%以上。公司采用经销模式，从而可充分利用各经销商、代理商在特定国家和地区的渠道优势，进一步扩大出口的国家 and 地区，有效降低出口国经济、政治波动对公司整体销售带来的经营风险。同时采用经销模式，可帮助公司更好的进行境外收款管理，有效降低应收账款坏账风险。

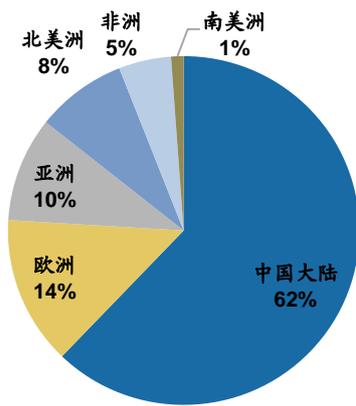
表 8：公司海外销售主要合作经销商

排名	公司	简介
1	ASB Makine Sanayi ve Ticaret A.S. (土耳其)	成立于2015年，主营注塑机和辅机销售。协议签订于2015年，协议期内最低业务量要求为500万美元或不低于当年中国出口土耳其注塑机总额的8%，协议期内每年增长20-30%。
2	INAUTOM AUTOMACAO LDA(葡萄牙)	成立于1984年，主营注塑机销售。协议签订于2014年，协议期内最低业务量要求为200万美元，协议期内每年增长30%。
3	Tederic North American Machinery, Inc. (美国)	成立于2010年，主营住宿及销售与维修。2010年成立前以实际控制人 Richard Konnen Jr 名义开展合作。

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

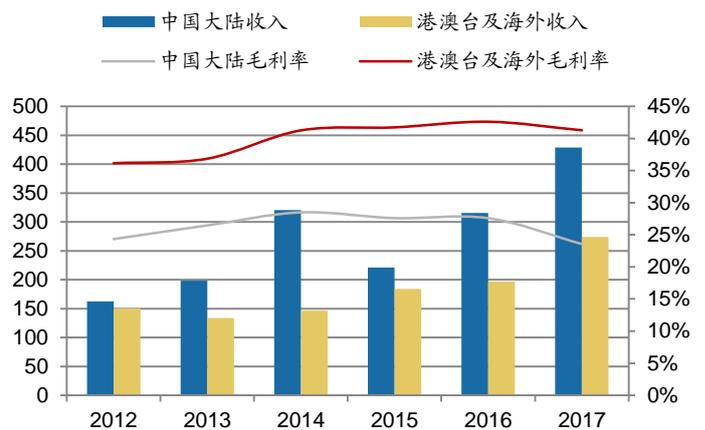
公司积极拓展海外业务，销售出口国家分散度高，在欧美市场已有长期稳定的经销商合作并已进入批量销售阶段。2017年实现海外销售收入27426万元，同比增长39%，外销收入占整体销售收入的39%，在土耳其、葡萄牙、美国和菲律宾等国市场表现良好。2017年海外销售毛利率为41%，同期对比境内销售毛利率为24%，主要受益于外销出口产品享受免、抵、退税的税收优惠。

图30: 2016年公司注塑机销售地区情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

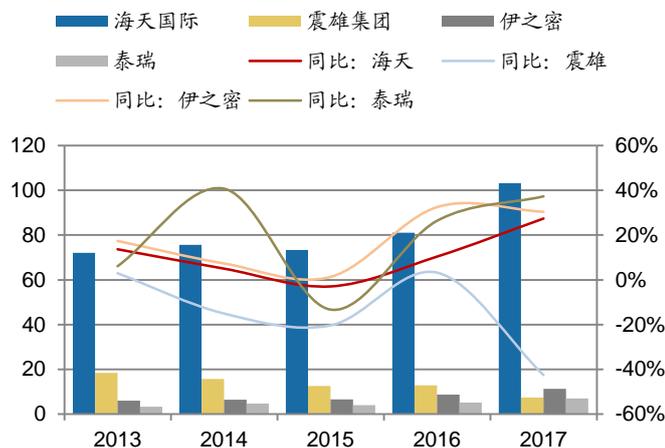
图31: 公司内外销业务收入和毛利率 (单位: 百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

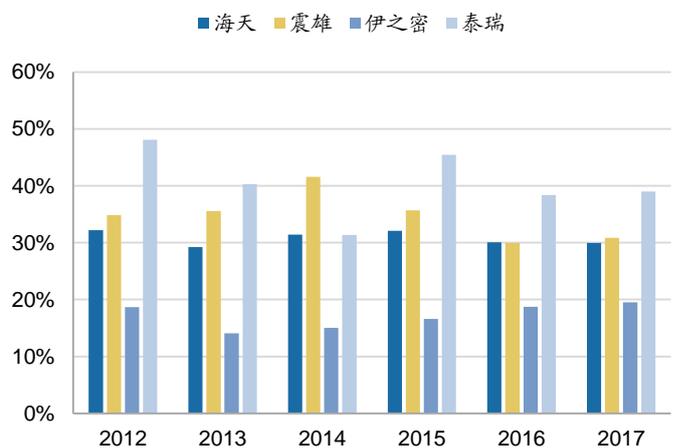
对比分析国内典型企业, 海天国际2017年营收同比增长27.39%, 伊之密同比增长30.41%, 震雄2017年营收同比增长15.18%, 泰瑞2017年营收同比增长37.31%, 公司的业务增速处于行业领先地位。同时, 公司的海外收入占比整体收入也高于行业其他公司, 2017年占比39.00%, 海天海外占比29.95%, 震雄占比30.87%, 伊之密占比19.49%。公司显示出更为均衡的海内外销售分布。

图32: 注塑机主要国内厂商营业收入对比 (仅注塑机业务收入) 单位: 亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 注塑机主要国内厂商外销业务占整体业务对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3.4 业绩表现亮眼, 产能进一步扩大

受益于下游应用的增长以及整体制造业的稳步复苏, 公司的营业收入自2015年以来大幅增长, 在2017年达到7.03亿元。公司产能利用率自2015年以来持续走高, 现有产能已无法满足市场需求增长的需要。招股书显示, 公司在2017年产能利用率

为104.37%，产销率为114.18%，已超负荷运转。自2017年10月份末募集资金到位以来，公司正稳步推进年产800台套智能化精密注塑机技术改造、大型两板及全电动精密智能注塑机技术改造、技术中心升级改造和区域营销服务网络建设等项目，积极提升产能，为客户提供更加稳定、便捷的供应和售后服务，并同更广泛的经销商、客户结成牢固的长期合作关系，从而在国内外的市场中占领更大的市场份额。

表 9：公司募投项目情况

公司	周期	总投资额 (万元)	截止 2017 年投 入金额 (万元)	截止 2017 年 资金投入完成度
1 年产 800 台套智能化精密注塑机技术改造项目	计划项目周期 29 个月， 其中建设周期 24 个月	16,280.00	2,179.37	13.39%
2 大型两板及全电动精密智能注塑机技术改造项目	计划建设周期 24 个月	7,892.00	2,796.36	35.43%
3 技术中心升级改造项目	计划建设周期 24 个月	3,470.00	802.78	23.13%
4 区域营销服务网络建设项目	计划建设周期 24 个月	4,245.00	70.84	1.67%
5 补充流动资金		5,000.00	1,541.49	30.83%

数据来源：公司招股说明书，2017年度募集资金存放与使用情况的专项核查意见，广发证券发展研究中心

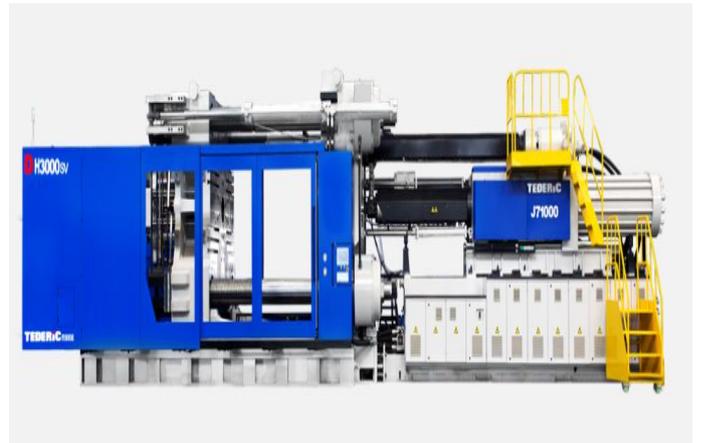
公司年产800台套智能化精密注塑机技术改造项目预计共投入16,280万元。主要用于2号车间改造以及19套配套大型设备购置。该项目将重点生产国内外市场需求潜力大的大规格注塑机800台，其中生产各种型号三板注塑机(D80~D4000)750台，生产大型液压直锁二板注塑机(DH850~DH4050)50台，所有产品均属于国家鼓励的节能型注塑机。根据公司招股书披露，本项目达产后正常年可新增销售收入为33,780万元，实现年利润为6,437万元，财务内部收益率达到20.92%，投资回收期4.33年，盈亏平衡点为46.24%。

图34：三板注塑机（D-J中高压双阶机）



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图35：纯二板注塑机（DH-J 纯二板挤注式注塑机）



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司为应对全球注塑机市场的产品结构进一步优化，高精密、高节能、大型机的机器比例显著提升的整体发展形势，公司募投大型两板及全电动精密智能注塑机

技术改造项目7,892万元，用于原有厂房空地改造以及12台（套）配套检验检测设备采购，计划年新增100台DH系列大型注塑机和50台DE系列全电动注塑机的产能。其中DH系列大型注塑机具有二板复合合模结构，解决了直压式在特大型注塑领域应用的瓶颈，DE系列全电动注塑机采用高响应、高精直驱式电动驱动技术，可应用于医疗、光学和LED等精密市场。根据招股书披露，本项目建设期为2年，第三年开始生产，生产负荷达到设计生产能力的80%，第四年起开始满负荷生产后，预计年新增销售收入18,998万元，实现年利润为2,919万元，投资利润率、投资利税率、资本金利润率、财务内部收益率分别为28.97%、31.70%、31.43%、29.15%、33.04%（项目投资所得税后/税前）。

图36: DH系列大型注塑机 (DH-i 纯二板注塑机)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

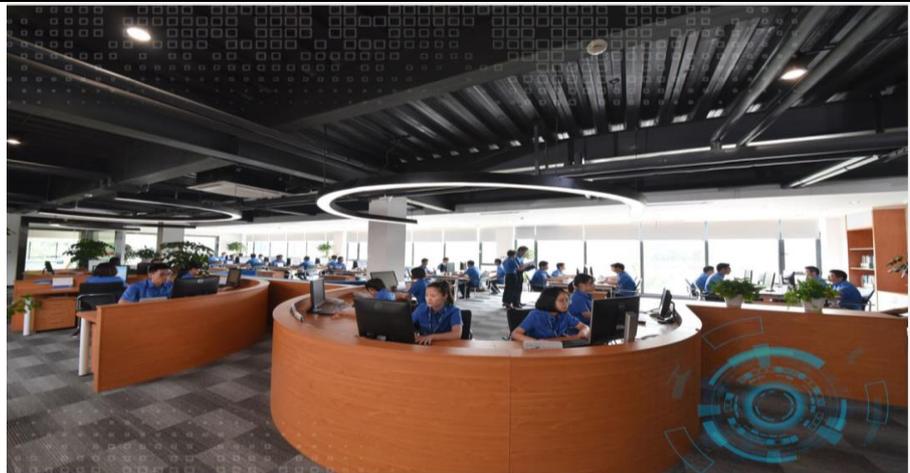
图37: DE系列全电动注塑机 (DE-E 全电动注塑机)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

公司为更好的提升产品核心竞争力以及增加公司的技术储备，募投3,470万元于技术中心升级改造项目上，用以改善技术中心办公设施及工作环境，购置高端设备、先进的软件，引进各类高水平、高素质的专业人才50人。通过对技术中心的升级改造，更专注于800吨以上大型液压二板式注塑机系列化研发及应用、600吨以下直驱式全电动注塑成型机、可编程的智能化控制技术、先进液压传动及控制技术和注塑机物联网技术研究开发。

图38: 公司现有技术中心



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

公司在加强本身核心技术发展和积极扩大产能的同时，也将加强公司在各细分市场的开拓力度，增加新的销售网点，全面扩大公司在全国各个区域的市场占有率。公司募投4,245万用于区域营销服务网络建设项目，利用公司现有营销力量和可用设施，在全国五大区域内的1个直辖市、5个省增设营销机构6个（华南深圳、华北天津、华中湖北、华西四川、华东上海和浙江六个区域营销服务中心）。项目建成后主要通过提供服务平台、开拓销售渠道、提供品牌的增值服务使公司巩固、拓展原有国内市场，提高品牌影响力。

四、盈利预测与投资建议

盈利预测关键假设：

（1）注塑机销量：根据公司招股书和年报信息，公司2015~2017年实现注塑机销量分别为1280台、1595台和1943台。分别同比增长-4%、24.6%和21.8%。2018年上半年注塑机行业需求情况依然较好，行业内规模最大的龙头企业海天国际上半年销售收入同比增长21.61%；但下半年全行业销量在高基数和制造业需求压力下增长出现放缓。预计公司2018年注塑机产品销量同比增长10%。2019~2020年，公司募投产能陆续释放，同时以乡村基建补短板为契机带来的建材领域注塑机需求增长有望成为公司业绩增长的基石，预计公司凭借差异化的产品应用布局有望实现快于行业表现的销售成绩。预计2019~2020年销量增速分别为25%和20%。

（2）注塑机价格：公司2015~2017年注塑机单价分别为30.36万元/台、31.6万元/台和33.3万元/台。考虑到2018年需求增速放缓，行业竞争有所加剧，预计实现的销售单价可能较2017年略有下滑。2019年~2020年我们预计管材类应用需求旺盛，产品大型化趋势加快，销售结构可能向单价更高的大型机进一步倾斜，因此预计在2019~2020年单价有望缓步提升。

（3）注塑机毛利率：公司产品毛利率总体稳定在29%~35%之间波动。主要受原材料价格、汇率、产品销售结构、规模效益等几方面因素影响。预计2018年受外销增长放缓影响，毛利率较2017年有所下降。2019年~2020年预计毛利率将有望随着大型机的销售比例提高和规模效益提升而有逐步的改善。

（4）费用率：预计近两年公司的人工成本和其他成本仍将保持增长，结合公司营收增长情况，预计2018-2020年销售费用率保持在8.2%，管理费用率保持在3.25%，研发费用率保持在4.5%。。

（5）募投项目影响：2019年募投项目尚未完全结束，盈利预测中假设部分产能投产的预设下，产能不构成对公司收入增长的限制。

综上，结合行业和公司的发展情况，我们预计2018-2020年，公司收入分别为744/972/1,221百万元，同比增长5.9%/30.6%/25.6%；归母净利润88/123/172百万元，同比增长5.0%/40.35%/39.98%；

表 10: 公司收入拆分预测

单位: 百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
注塑机销量	1595	2052	2257	2822	3386
增速%	24.6%	28.7%	10%	25%	20%
大型注塑机	159				
中型注塑机	609				
小型注塑机	827				
注塑机单价 (万元)	31.60	33.33	32.00	33.60	35.28
增速%	4.1%	5.5%	-4%	5%	5%
大型注塑机	136.02				
中型注塑机	29.71				
小型注塑机	12.91				
注塑机收入	504	684	722	948	1194
增速%	29.7%	35.7%	5.6%	31.3%	26.0%
大型注塑机	216				
中型注塑机	181				
小型注塑机	107				
注塑机毛利率	33.48%	30.79%	29.00%	30%	32%
大型注塑机	34.40%				
中型注塑机	35.45%				
小型注塑机	28.26%				
配件及劳务收入	8	19	22.06	24.26	26.69
增速%	-51.0%	137.0%	15%	10%	10%
配件及劳务收入毛利	26.13%	19.07%	24.00%	24.00%	25.00%
其它业务收入	0.0	0.0	0	0	0
总收入	512	703	744	972	1221
增速%	26.4%	37.3%	5.9%	30.6%	25.6%
综合毛利率	33.36%	30.47%	28.85%	29.85%	31.85%

数据来源: 公司招股书、公司年报、广发证券发展研究中心

可比公司估值: 在注塑机行业, 上市公司除了泰瑞机器, 另外主要有A股上市的伊之密、H股上市的海天国际和震雄集团。但同类公司由于产品定位不同也有一定差异, 此外H股公司存在估值价差。

表 11: 泰瑞机器可比公司PE估值情况可比 (市值统计截止2019.03.05收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	净利润(百万元)			PE估值水平		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
泰瑞机器	603289.SH	注塑机	28.60	83.5	88.1	123.1	60.8	33.4	23.9
伊之密	300415.SZ	注塑机、压铸机	32.40	275.5	171.5	241.5	27.1	18.9	13.4
海天国际	01882.HK	注塑机	248.16	1918.3	2114.0	2141.8	11.2	11.7	11.59
震雄集团	00057.HK	注塑机	14.84	81.6	-	-	27.9	-	-

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 泰瑞机器盈利预测来自广发证券, 其余来自 Wind 一致预测。伊之密 2018 年业绩快报已公告。港币汇率按照 1 人民币=1.1726 港元计算

合理价值: A/H估值价差造成港股的海天国际PE估值较低, 而同在A股的伊之密在业务构成上和公司有一定差异, 此外在业绩表现上, 根据伊之密2018年业绩快报, 伊之密2018年收入同比增长仅0.34%, 归母净利润同比下滑37.76%, 在业绩表现上

也和公司有明显差异。因此在合理估值上，我们采用PEG估值。给予公司0.8倍2019年PEG的合理估值，对应合理价值14.66元/股。

公司现价对应18年33.4XPE，19年23.9XPE；对应19年0.60X PEG。考虑公司基于差异化下游应用有望获得优于行业的业绩表现，首次覆盖给予“买入”评级。

五、风险提示

行业需求风险：注塑机行业需求与宏观经济和固定资产投资关联度较高。当宏观经济不景气或增长速度放缓时，行业需求将收到影响。

下游行业需求不及预期风险：农村环保受到政策支持，但具体需求释放受到各种因素印象，存在不及预期风险。

出口业务风险：公司2017年外销收入占整体销售收入的39%，主要出口地为欧洲、亚洲、北美洲等地。在国际经济形势复杂多变的情况下，出口业务发展存在一定不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	559	1,062	1,163	1,361	1,609
货币资金	189	309	312	383	453
应收及预付	206	308	373	434	545
存货	161	200	232	298	365
其他流动资产	3	245	245	246	246
非流动资产	186	214	242	271	301
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	149	151	169	188	208
在建工程	7	27	37	47	57
无形资产	24	24	24	24	24
其他长期资产	4	12	12	12	12
资产总计	744	1,277	1,405	1,632	1,911
流动负债	279	386	364	468	574
短期借款	15	0	0	0	0
应付及预收	244	363	334	430	528
其他流动负债	20	23	29	38	47
非流动负债	4	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	4	4	4
负债合计	283	390	368	472	578
股本	153	204	267	267	267
资本公积	72	376	376	376	376
留存收益	236	307	395	518	690
归属母公司股东权	461	887	1,037	1,161	1,332
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	744	1,277	1,405	1,632	1,911

现金流量表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	110	69	-33	99	101
净利润	74	84	88	123	172
折旧摊销	15	17	2	4	7
营运资金变动	22	-46	-126	-28	-77
其它	-1	15	2	0	0
投资活动现金流	-22	-269	-27	-28	-32
资本支出	-20	-41	-33	-33	-37
投资变动	-2	0	0	0	0
其他	0	-228	6	5	5
筹资活动现金流	-24	324	63	0	0
银行借款	-15	-15	0	0	0
股权融资	0	374	63	0	0
其他	-9	-36	0	0	0
现金净增加额	64	124	3	71	70
期初现金余额	61	128	309	312	383
期末现金余额	128	249	312	383	453

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	26.4	37.3	5.9	30.6	25.6
营业利润增长	39.2	18.3	8.5	35.9	39.6
归母净利润增长	37.7	13.4	5.5	39.7	39.5
获利能力					
毛利率	33.4	30.5	28.9	30.1	31.8
净利率	14.4	11.9	11.8	12.7	14.1
ROE	16.0	9.4	8.5	10.6	12.9
ROIC	24.4	16.0	10.6	14.2	17.9
偿债能力(%)					
资产负债率	38.1	30.5	26.2	28.9	30.3
净负债比率	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	2.00	2.75	3.20	2.91	2.80
速动比率	1.42	2.23	2.54	2.26	2.15
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.70	0.56	0.64	0.69
应收账款周转率	2.75	2.76	2.03	2.28	2.28
存货周转率	2.22	2.71	2.28	2.28	2.28
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.41	0.33	0.46	0.64
每股经营现金流	0.72	0.34	-0.13	0.37	0.38
每股净资产	3.01	4.35	3.89	4.35	5.00
估值比率					
P/E	—	46.53	33.44	23.94	17.16
P/B	—	4.38	2.84	2.54	2.21
EV/EBITDA	—	28.88	29.09	19.45	13.20

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	512	703	744	972	1,221
营业成本	341	489	530	680	832
营业税金及附加	5	6	7	10	12
销售费用	49	51	61	80	100
管理费用	36	50	24	32	40
研发费用	—	—	33.50	43.75	54.95
财务费用	-6.87	9.23	-9.32	-10.43	-12.54
资产减值损失	6.95	5.47	5.51	5.15	5.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.04	1.24	6.00	5.00	5.00
营业利润	81.35	96.23	104.40	141.84	198.05
营业外收支	4.34	0.33	-2.50	0.50	0.50
利润总额	86	97	102	142	199
所得税	12	13	14	19	27
净利润	74	84	88	123	172
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	74	84	88	123	172
EBITDA	96.16	123.85	90.59	131.86	188.92
EPS(元)	0.48	0.41	0.33	0.46	0.64

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。