

泰瑞机器 (603289.SH)

业绩逆势增长，垃圾分类、厕所革命等打开成长空间

核心观点:

- **环保+海外业务驱动，2019年上半年归母净利润同比增长42.10%**
2019年上半年实现营业收入4.11亿元，同比增长2.06%；实现归母净利润0.62亿元，同比增长42.10%，归母净利润增速快于收入增速的主要原因为海外+环保业务占比提升，拉动公司综合毛利率提升至33%，以及利息收入增加和政府补助增加。
- **农村基建+垃圾分类等环保需求增长，公司竞争优势显著**
公司专注于建材、物流、包装等领域，在大型机领域竞争优势显著。近年来受益于农村厕所改造和垃圾分类等大型机领域需求快速释放，未来几年此类订单有望快速增长：1.垃圾分类在2020-2025年在46、337个城市推广，对于分类垃圾桶、转运箱等需求增长较快，针对垃圾分类新增市场需求公司专门推出DH1450/DH2050二版机型垃圾桶专用注塑机抢占市场；2.农村基建方面，2019年农村农业部将启动70亿元支持农村厕所革命，仅上半年就新开工1000万户改造工程，预计全年将完成1200万户。
- **加大技术研发，扩展新兴产业领域和海外市场**
除现有大型机领域占据绝对优势以外，公司亦在如800吨以上大型液压直锁二板式注塑机、600吨以下直驱式全电动系列等机型不断加大技术研发，并在多个新产品线深入布局，打造大型、智能、精密、节能的各类注塑机新产品。
- **维持“买入”评级，建议关注垃圾分类、厕所革命等需求释放**
预计2019-2021年，公司收入分别为897/1,127/1,416百万元；归母净利润141/183/234百万元；现价对应19年24XPE，对应19年0.74XPEG。在合理估值上，结合行业和公司的发展情况，我们采用PEG估值，给予公司1.00倍2019年PEG的合理估值，未来三年年均复合增速32%，对应合理价值16.96元/股。建议关注垃圾分类、农村厕所革命等领域的需求释放，维持公司“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:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	703	792	897	1,127	1,416
增长率(%)	37.3	12.7	13.2	25.6	25.7
EBITDA(百万元)	124	115	163	211	268
净利润(百万元)	84	101	141	183	234
增长率(%)	13.4	20.4	40.4	29.9	27.7
EPS(元/股)	0.41	0.38	0.53	0.69	0.88
市盈率(P/E)	46.53	21.07	24.07	18.52	14.50
市净率(P/B)	4.38	2.20	3.08	2.64	2.23
EV/EBITDA	28.88	14.24	16.97	12.41	9.07

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

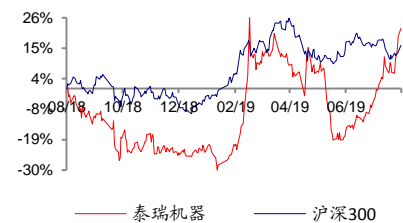
买入

当前价格	12.75元
合理价值	16.96元
报告日期	2019-08-20

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	266.80/135.77
总市值/流通市值(百万元)	3402/1731
一年内最高/最低(元)	13.39/7.40
30日日均成交量/额(百万)	4.78/53.52
近3个月/6个月涨跌幅(%)	14.91/54.08

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

分析师:

刘芷君



SAC 执证号: S0260514030001

SFC CE No. BMW928



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

相关研究:

泰瑞机器(603289.SH):2018年逆 2019-04-12

势取得良好增长,2019更加期待

泰瑞机器(603289.SH):抓住下游机 2019-03-05

遇,跨越行业周期

联系人:

张淼 021-60750604

gfzhangmiao@gf.com.cn

目录索引

差异化定位保障持续增长，业绩增长超 40%.....	5
厕所改造+外销业务推动、业绩增速超 40%.....	5
差异化定位，聚焦大型机等市场.....	6
农村基建+垃圾分类等需求将快速释放.....	9
垃圾分类将全国推广，公司推出专用机型抢占市场.....	9
厕所革命加速推进，未来 3 年增加注塑机需求超百亿.....	15
海外市场恢复增长，未来成长空间广阔.....	18
行业存在明显周期性，公司处于第二梯队业绩亮眼.....	19
制造业投资增速是行业领先指标，存在明显的周期性.....	19
前 4 名占据 60%市场，公司属于追赶者行列.....	22
维持“买入”评级，关注垃圾分类、厕所革命需求释放.....	25
风险提示.....	27

图表索引

图 1: 2012~2019H1 公司收入构成和增速 (亿元, %)	5
图 2: 2012~2019H1 公司净利润和增速 (亿元, %)	5
图 3: 2012~2019H1 公司内外销收入情况 (亿元, %)	5
图 4: 2012~2019H1 公司收入和盈利能力 (亿元, %)	5
图 5: 公司 2012-2019H1 年资产负债率 (%)	6
图 6: 公司 2012-2019H1 年研发费用 (百万元, %)	6
图 7: 公司 2017H1 直销客户的终端应用领域情况	6
图 8: 公司 2016 直销客户的终端应用领域情况	6
图 9: 公司注塑机按机型营业收入 (百万元)	7
图 10: 公司注塑机按机型销售单价 (万元/百吨锁模力)	7
图 11: 泰瑞机器股权结构 (截止 2019 年 6 月 30 日)	7
图 12: 生活垃圾分类标准	9
图 13: 垃圾分类将提高处理针对性	10
图 14: 生活垃圾分类工作基本路线	11
图 15: 2016~2019H1 国内、国外收入占比 (%)	18
图 16: 2016~2018 国内、国外毛利占比 (%)	18
图 17: 2016~2018 国内、国外业务毛利率比较 (%)	18
图 18: 2016 年公司注塑机销售地区情况 (%)	18
图 19: 2012~2017 年行业注塑机产量、消费量及产量同比 (万台, %)	19
图 20: 2015-2018 年塑料机械规模企业家数 (家, %)	20
图 21: 2015-2018 年塑料机械主营收入 (亿元, %)	20
图 22: 2015-2018 年塑料机械利润总额 (亿元, %)	20
图 23: 2015-2018 年塑料机械出口交货值 (亿元, %)	20
图 24: 制造业固定资产投资累计完成额增速 (%)	21
图 25: 中国制造业采购经理人指数 (%)	21
图 26: 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 (%)	21
图 27: 我国注塑机进出口情况统计 (亿美元)	22
图 28: 全球注塑机竞争格局	22
图 29: 注塑机主要国内厂商营业收入对比 (仅注塑机业务收入) (亿元, %)	25
图 30: 注塑机主要国内厂商外销业务占整体业务对比 (%)	25
表 1: 公司注塑机产品	8
表 2: 我国垃圾分类制度政策顶层设计	11
表 3: 《固体废物污染环境防治法 (修订案)》修订草案新增内容	12
表 4: 垃圾分类全面推行后带动新增垃圾桶需求测算	14
表 5: 垃圾分类全面推行后带动新增注塑机市场空间测算	15

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.....	16
表 7: 《乡村振兴战略规划（2018-2022 年）》关于生态环保的目标规划	16
表 8: 各省出台乡村振兴规划要求 2022 年农村厕所普及率超 80%.....	17
表 9: 农村厕所革命及市场空间测算	17
表 10: 公司海外销售主要合作经销商	19
表 11: 中国塑料机械制造业主要厂商.....	23
表 12: 2014~2018 年中国塑机行业优势企业注塑成型机排名	23
表 13: 注塑机主要国内厂商经营数据	24
表 14: 公司收入拆分预测.....	26
表 15: 2019 年注塑机销量及毛利率业绩弹性测算	26
表 16: 2020 年注塑机销量及毛利率业绩弹性测算	26
表 17: 泰瑞机器可比公司 PE 估值情况可比（截止 2019.08.19 收盘）	27

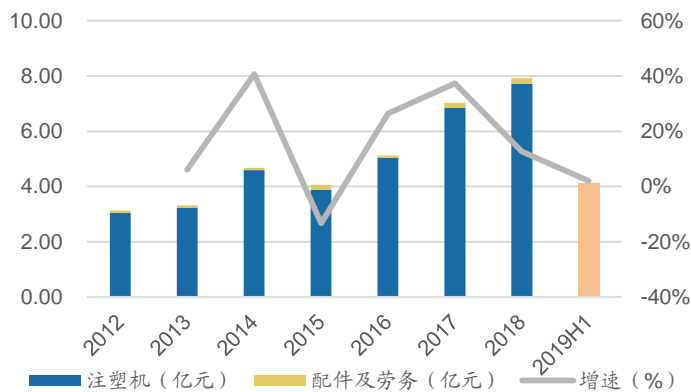
差异化定位保障持续增长，业绩增长超 40%

厕所改造+外销业务推动、业绩增速超 40%

2019年上半年实现营业收入4.11亿元，同比增长2%；实现归属于上市公司股东的净利润0.62亿元，同比增长42%。受益于农村厕所革命、垃圾分类等环保政策驱动，业绩有望保持快速增长；海外业务亦恢复增长态势，2019年上半年外销收入1.53亿元，同比增长7.93%，占比回升至37.28%，拉动公司综合毛利率提升至31.64%。

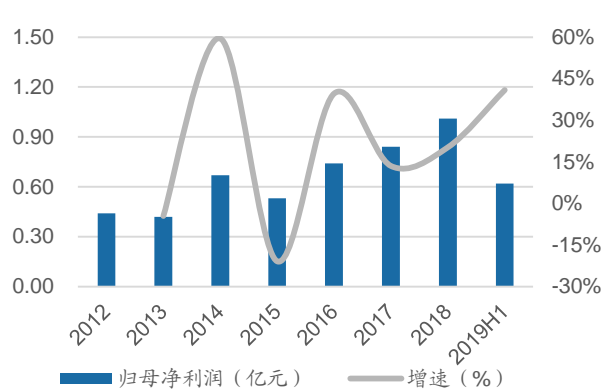
2015-2018年公司收入、归母净利润复合增速达到25.05%、23.98%；特别是2018年以来，由于高基数压力和制造业需求下行，注塑机行业普遍出现增速放缓，公司依然保持了较好的业绩增长。综合毛利率方面，受制于原材料涨价和外销比例波动，2018年毛利率有所下降，为28.91%；2019H1则随着外销占比提升回升至31.64%。

图1：2012~2019H1公司收入构成和增速（亿元，%）



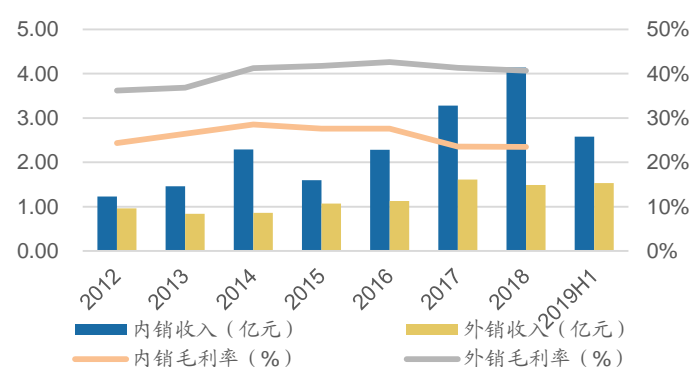
数据来源：公司招股书和定期报告，广发证券发展研究中心

图2：2012~2019H1公司净利润和增速（亿元，%）



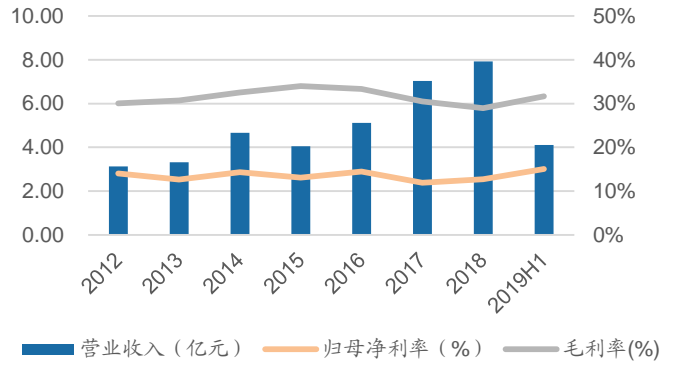
数据来源：公司招股书和定期报告，广发证券发展研究中心

图3：2012~2019H1公司内外销收入情况（亿元，%）



数据来源：公司招股书和定期报告，广发证券发展研究中心

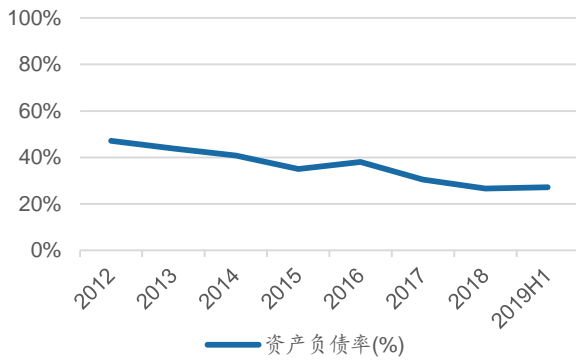
图4：2012~2019H1公司收入和盈利能力（亿元，%）



数据来源：公司招股书和定期报告，广发证券发展研究中心

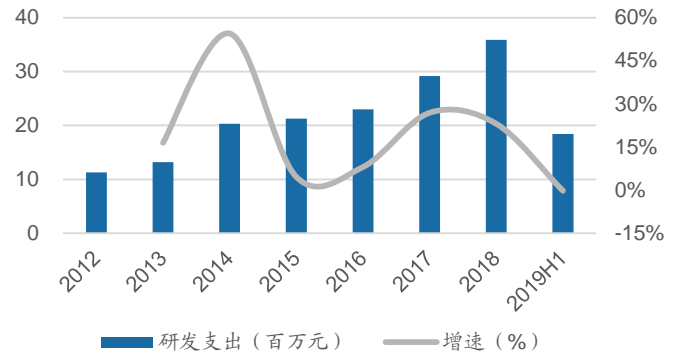
公司采用以自主研发设计为主，与高等院校和科研单位产学研合作为辅的研发设计运作模式，建立了以市场需求为导向的研发机制，拥有优秀的研发团队和完善的研发体系，近年来研发费用稳步提升，通过加强研发优化设计，进而提升产品质量、降低产品生产成本，资产负债率则稳步下降。

图5: 公司2012-2019H1年资产负债率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 公司2012-2019H1年研发费用 (百万元, %)

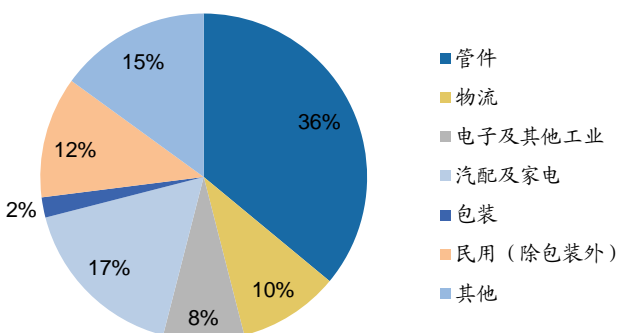


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

差异化定位, 聚焦大型机等市场

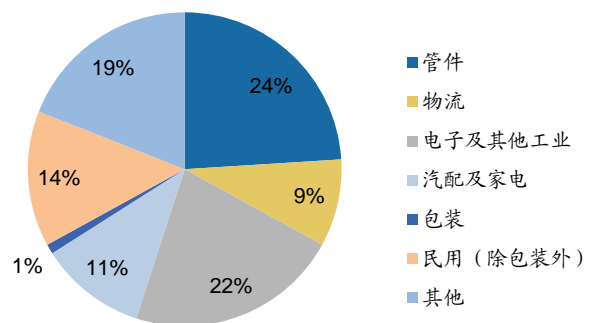
2019年中报良好的业绩表现验证了我们此前深度报告《泰瑞机器(603289.SH): 抓住下游机遇, 跨越行业周期》的观点, 虽然2019年外部宏观经济环境不确定性加大, 但不同于注塑机行业重点下游应用是家电领域、汽车领域和3C制造领域, 公司的注塑机设备主要定位于建材(如塑料管道连接件)、物流(如托盘、垃圾桶、周转箱)、包装、汽车配件等市场领域, 关键部件及技术多数通过自主研发掌握核心技术, 产品技术含量及附加值较高。特别是近些年, 受益于鼓励政策不断出台, 农村厕所改造和垃圾分类等大型机领域需求快速释放, 公司在该领域产能、市场优势明显, 未来几年这些领域订单有望快速增长。

图7: 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

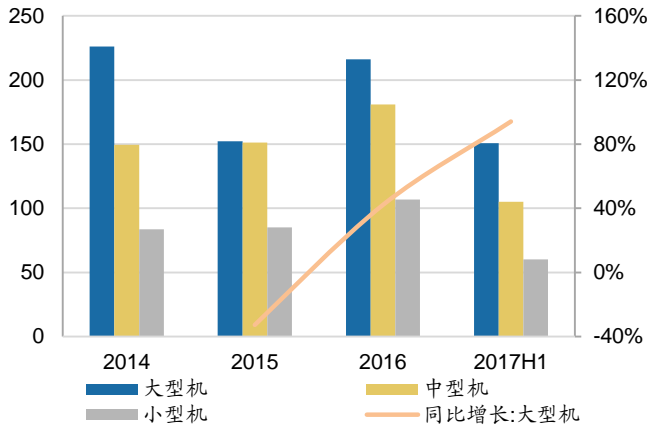
图8: 公司2016直销客户的终端应用领域情况



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

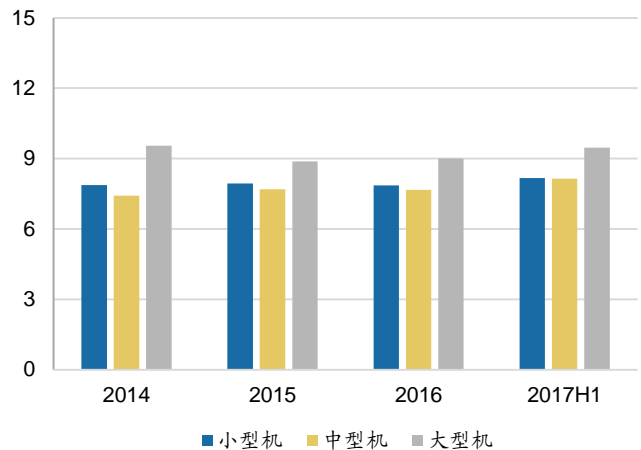
根据公司招股书显示, 2017年1-6月大型机收入占注塑机总收入的比例的47.71% (2016年: 大型机收入占总收入的42.91%)。同时对比公司大中小型注塑机单价, 2017年1-6月大型机单价9.46万元/百吨锁模力, 高于中型机8.14万元/百吨锁模力和小型机8.17万元/百吨锁模力。

图9: 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

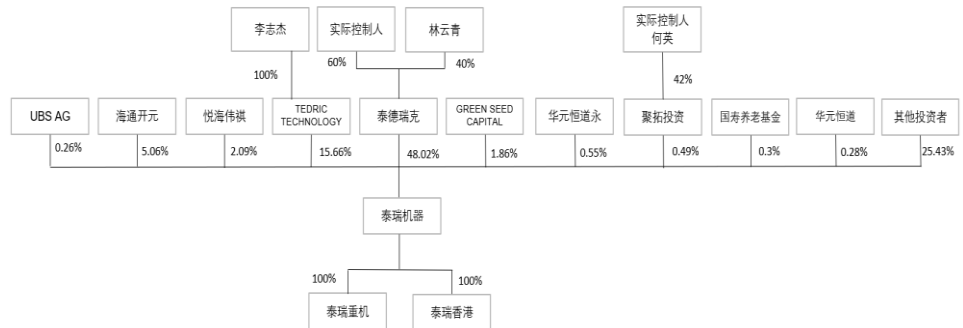
图10: 公司注塑机按机型销售单价 (万元/百吨锁模力)



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

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。

图11: 泰瑞机器股权结构 (截止2019年6月30日)



数据来源: 公司招股书, Wind, 广发证券发展研究中心

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。

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。
	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

农村基建+垃圾分类等需求将快速释放

垃圾分类将全国推广，公司推出专用机型抢占市场

环境压力日渐增大，垃圾分类势在必行。环境卫生作为公共卫生的重要组成部分，关乎环境保护和居民的生活舒适度，已成为现代文明城市建设的重要保证。而随着居民生活水平的提升，我国生活垃圾产量日益增加。根据《城乡建设统计年鉴》的数据，我国城市及县城生活垃圾清运量由 2011 年的 23138 万吨提升至 2017 年的 28268 万吨，增长率 22.17%。而推行垃圾分类能够实现减少环境污染、节省土地资源、利用再生资源等三点重要意义。

垃圾分类，是涉及分类投放、分类收集、分类运输、分类处置的全程分类体系。目前，生活垃圾可以分为四大类：可回收物、有害垃圾、湿垃圾和干垃圾。可回收物是指可循环利用的生活废弃物；有害垃圾是对人体健康或自然环境造成直接或潜在危害的生活废弃物，包括废电池、废灯管、废药品等；湿垃圾是生物质生活废弃物，即易腐垃圾，包括食品废料、剩菜剩饭等；干垃圾是除可回收垃圾、有害垃圾、湿垃圾以外的其它生活废弃物。

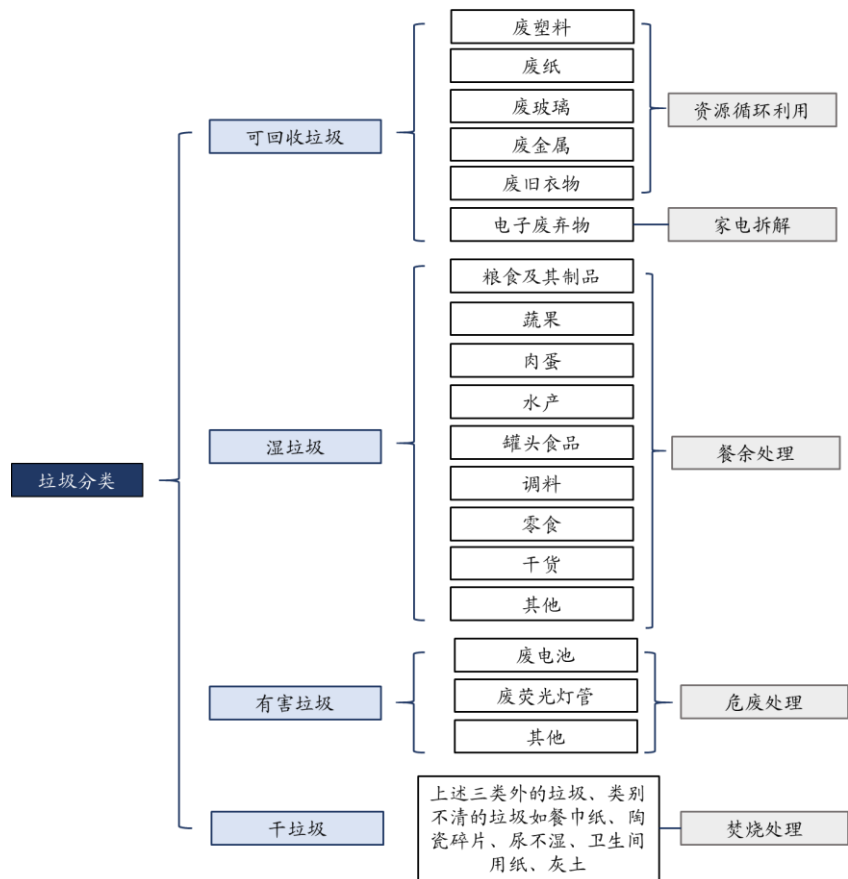
图12: 生活垃圾分类标准



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

垃圾分类后将针对不同类别垃圾进行单独处理，将垃圾处置污染将至最低，提高垃圾处置效率，与现有的无害化处理方式相比更加高效细化，通过分类处理增加资源回收能够减少填埋垃圾量，同时弥补垃圾产量增长与处理产能之间缺口。针对四类垃圾的产能建设均已开展，包括：1) 处置干垃圾的垃圾焚烧；2) 处置有害垃圾的危险废物处理；3) 针对湿垃圾的餐厨垃圾处理；4) 针对可回收垃圾的资源分类及家电拆解等。

图13: 垃圾分类将提高处理针对性

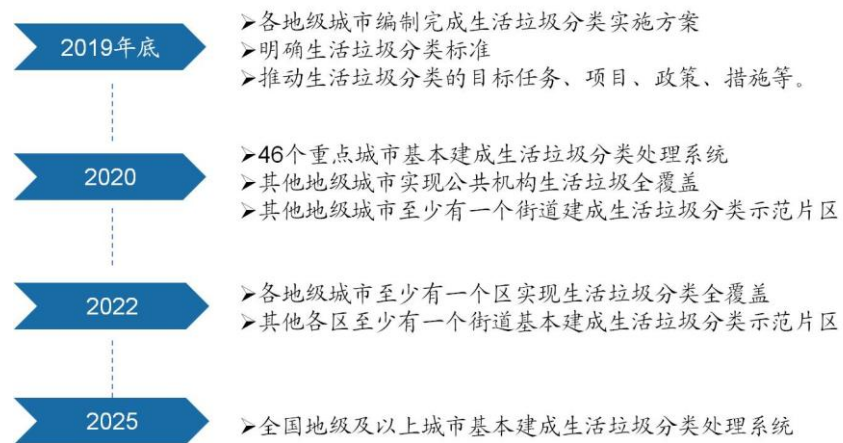


数据来源：住房和城乡建设部，广发证券发展研究中心

总书记做出重要指示，政策推进加快展开。根据新华网的报告，习近平总书记近日对垃圾分类工作作出重要指示，并强调“实行垃圾分类，关系广大人民群众生活环境，关系节约使用资源，也是社会文明水平的一个重要体现”。目前，从国家层面，政府已经开始研究普遍推行垃圾分类制度，强调要加快建立分类垃圾处理系统，形成全民参与、城乡统筹、因地制宜的垃圾分类制度，努力提高垃圾分类制度覆盖范围。

依照住建部等部委 2019 年 6 月发布的《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》要求，生活垃圾分类工作包含 2 个重要节点：1.到 2020 年，各直辖市、省会城市、计划单列市等 46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统。2022 年，各地级城市至少有 1 个区实现生活垃圾分类全覆盖。2.到 2025 年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。

图14: 生活垃圾分类工作基本路线



数据来源: 新华网, 住房和城乡建设部等9部门, 广发证券发展研究中心

表2: 我国垃圾分类制度政策顶层设计

出台日期	政策名称	出台部门	目标	详细措施
2016年12月	中央财经领导小组第十四次会议		普遍推行垃圾分类制度, 关系13亿多人生活环境改善, 关系垃圾能不能减量化、资源化、无害化处理。要加快建立分类投放、分类收集、分类运输、分类处理的垃圾处理系统, 形成以法治为基础、政府推动、全民参与、城乡统筹、因地制宜的垃圾分类制度, 努力提高垃圾分类制度覆盖范围。	
2017年3月	《生活垃圾分类制度实施方案》	发改委、住建部	到2020年底, 基本建立垃圾分类相关法律法规和标准体系, 形成可复制、可推广的生活垃圾分类模式, 在实施生活垃圾分类强制分类的城市, 生活垃圾回收利用率达到35%以上。	<p>强制分类要求: 实施生活垃圾分类强制分类的城市要结合本地实际, 于2017年底前制定出台办法, 细化垃圾分类类别、品种、投放、收运、处置等方面要求; 其中, 必须将有害垃圾作为强制分类的类别之一, 同时参照生活垃圾分类及其评价标准, 再选择确定易腐垃圾、可回收物等强制分类的类别。</p> <p>引导居民自觉开展生活垃圾分类: 单独投放有害垃圾。分类投放其他生活垃圾。引导居民将“湿垃圾”(滤出水分后的厨余垃圾)与“干垃圾”分类收集、分类投放。</p> <p>加强生活垃圾分类配套体系建设: 建立与分类品种相配套的收运体系。建立与再生资源利用相协调的回收体系。完善与垃圾分类相衔接的终端处理设施。探索建立垃圾协同处置利用基地。</p>
2018年1月	《关于加快推进部分重点城市生活垃圾分类工作的通知》	住建部	2020年年底前, 46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统, 基本形成相应的法律法规和标准体系, 形成一批可复制、可推广的模式。在进入焚烧和填埋设施之前, 可回收物和易腐垃圾的回收利用率合计达到35%以上。2035年前, 46个重点城市全面建立城市生活垃圾分类制度, 垃圾分类达到国际先进水平。	<p>规范生活垃圾分类投放: 要设立有害垃圾固定回收点或设置专门容器, 独立储存。</p> <p>规范生活垃圾分类收集: 建立健全生活垃圾分类收集责任制, 落实属地责任, 加强对生活垃圾分类收集责任人的日常监管。</p> <p>加快配套分类运输系统: 要建立与生活垃圾分类相衔接的收运网络, 提高有害垃圾运输能力, 推广“车载桶装”、直运等密闭、高效的厨余垃圾运输系统。</p> <p>加快建设分类处理设施: 要编制实施生活垃圾分类处理设施建设规划, 加快以焚烧为主的垃圾处理设施建设。现有处理设施不达标, 要尽快实施提升改造。探索总结厨余垃圾处理模式, 统筹填埋、焚烧等处理技术, 加快相应设施建设。加快再生资源回收利用体系建设, 推动再生资源规范化、专业化处理和利用。加快危险废物处理设施建设, 确保分类后的有害垃圾得到安全处置。鼓励生活垃圾处理产业园区建设, 统筹各类垃圾处理。</p>
2019年6月	《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》	住建部	到2020年, 46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统; 其他地级城市实现公共机构生活垃圾分类全覆盖, 至少有1个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。到2022年, 各地级城市至少有1个区实现生活垃圾分类全覆盖; 其他各区至少有1个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。到2025年, 全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。	<p>做好顶层设计: 各地级城市应于2019年底前, 编制完成生活垃圾分类实施方案, 明确生活垃圾分类标准, 以及推动生活垃圾分类的目标任务、重点项目、配套政策、具体措施。公共机构要率先示范, 相关经营场所比照党政机关积极落实生活垃圾分类要求。</p> <p>夯实学校教育: 切实以生活垃圾分类为载体, 培养一代人良好的文明习惯、公共意识和公民意识; 开展青年志愿活动, 鼓励和引导青少年积极参与生活垃圾分类; 动员家庭积极参与, 大力传播生态文明思想和理念, 引导家庭成员从自身做起, 自觉成为生活垃圾分类的参与者、践行者、推动者。</p> <p>以街道为单元, 开展生活垃圾分类示范片区建设: 实现生活垃圾分类管理主体全覆盖, 生活垃圾分类类别全覆盖, 生活垃圾分类投放、收集、运输、处理系统全覆盖。</p> <p>采取简便易行的分类投放方式: 各地级及以上城市要以“有害垃圾、干垃圾、湿垃圾和可回收物”为生活垃圾分类基本类型, 确保有害垃圾单独投放, 逐步做到干、湿垃圾分开, 努力提高可回收物的单独投放比例。</p>

			<p>设置环境友好的分类收集站点: 实施生活垃圾分类的单位、社区要优化布局,合理设置垃圾箱房、垃圾桶站等生活垃圾分类收集站点。</p> <p>分类运输环节防止“先分后混”: 分类后的生活垃圾必须实行分类运输,各地级以上城市要以确保全程分类为目标,建立和完善分类后各类生活垃圾的分类运输系统。</p> <p>加快提高与前端分类相匹配的处理能力: 要加快建立与生活垃圾分类投放、分类收集、分类运输相匹配的分类处理系统,加强生活垃圾处理设施的规划建设,满足生活垃圾分类处理需求。</p>
--	--	--	---

数据来源: 发改委, 住建部等, 广发证券发展研究中心

混合投放垃圾处罚入法, 政策保障提升制度刚性。 垃圾分类已纳入《固废法》征求意见, 处罚制度已有部分城市展开。2018年7月生态环境部就《中华人民共和国固体废物污染环境防治法(修订草案)(征求意见稿)》公开征求意见, 其中增设生产者责任延伸制度、生活垃圾分类制度等, 并对具体罚则进行了修订。此外, 《上海市生活垃圾管理条例》于2019年7月1日已正式开始实施, 标志着在推行20多年后“垃圾分类”在上海纳入法治框架: 个人混合投放垃圾, 今后最高可罚200元; 单位混装混运, 最高则可罚5万元。随着加入立法及行政处罚普及, 垃圾分类制度刚性逐步增强。

表3: 《固体废物污染环境防治法(修订案)》修订草案新增内容

新增内容	具体内容
生产者责任延伸制度	国家建立电器电子等产品的生产者责任延伸制度, 鼓励生产者开展生态设计、建立回收体系, 促进资源回收利用。
生活垃圾分类制度	国家推行生活垃圾分类制度, 地方各级人民政府应做好分类投放、分类收集、分类运输、分类处理体系建设, 采取符合本地实际的分类方式, 配置相应的设施设备, 促进可回收物充分利用, 实现生活垃圾减量化、资源化和无害化。
工业固体废物排污许可制度	国家实行工业固体废物排污许可制度, 产生工业固体废物的单位必须按照国务院生态环境主管部门的规定, 向所在地设区的市级以上生态环境主管部门提供工业固体废物的种类、生产量、流向、贮存、处置等有关资料, 以及减少固体废物产生、促进综合利用的具体措施, 申请领取排污许可证, 并按照排污许可证要求管理所产生的工业固体废物。
环境保护税	产生固体废物的单位, 按照《中华人民共和国环境保护税法》规定缴纳环境保护税。
固体废物进口管理制度	全面贯彻实施《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》, 改革固体废物进口管理制度
区域合作	国家鼓励临近省、自治区、直辖市之间开展区域合作, 统筹建设区域性危险废物集中处置设施。

数据来源: 《中华人民共和国固体废物污染环境防治法(修订草案)(征求意见稿)》, 广发证券发展研究中心

垃圾分类引爆垃圾桶需求, 注塑机设备迎来新风口。 随着垃圾分类试点在全国逐渐落地, 来自上海等46个重点城市的垃圾桶需求被引爆, 由于包括上海在内的近八成重点城市采用干垃圾、湿垃圾、可回收垃圾和有害垃圾的四分类方法, 不仅小区和中转站等终端集中收集点的大型垃圾桶需要更新和扩充数量, 居民家庭和办公室的小型垃圾桶同样面临更新换代和增添购置的需求。

根据京东商城数据, 今年6月1日至18日相比去年同时段, “分类垃圾桶”全国搜索量增长18倍, 其中来自上海的搜索量暴增134倍; 销量方面, 6月下旬分类垃圾

桶来自上海地区的购买量同比增长 105.8 倍，成为同期最火爆商品。阿里巴巴数据同样显示垃圾桶需求井喷：6 月份仅淘宝和天猫平台的个人用户购买分类垃圾桶金额就达 2.5 亿元，其中上海地区贡献了 1/5 的购买量。

供给方面同样呈现火爆状态：根据亿邦动力网数据，作为垃圾桶主产区之一的台州，今年 6 月份制造企业的垃圾桶销售额同比增长超过 60%，获得的订单量同比增长 80% 以上。

塑料垃圾桶桶身和桶盖一般采用高密度聚乙烯 HDPE 或聚丙烯 PP 注塑成型，目前家用塑料垃圾桶多采用 PP 材质、容量多在 6-10 升之间，从注塑机在塑料垃圾桶的具体应用来看，800 吨锁模力注塑机主要生产小型垃圾桶。1400—1600 吨锁模力注塑机主要生产中型垃圾桶，而室外大型垃圾桶多使用 HDPE 材质，为与环卫车使用匹配，容量基本都是 240 升，对于注塑设备的锁模力要求基本都在 2000 吨以上，2200—2800 吨锁模力注塑机主要生产大型垃圾桶。中大型注塑机一直是公司的优势产品，具备较大的产能储备，供应链、交货期等也具有优势。

我们对于垃圾分类带来的潜在注塑机设备需求进行了测算，46 个试点城市全面推开的情况下大约新增注塑机市场空间 19.24 亿元，假设未来 337 个地级市全面推行垃圾分类政策，预计将新增注塑机市场空间合计 31.23 亿元。主要测算逻辑如下：

垃圾桶新增需求测算(部分难以获取分项数据的我们假设重点城市与全国均值相近)：

- 1) 居民家庭需求：根据国家卫计委 2015 年数据显示，我国家庭平均人口数为 3.01 人；根据住建部数据，2017 年中国城镇人口人均住宅建筑面积为 34.4 平方米、套户比为 1.07。我们假设居民家庭每套住宅需新采购 8 升家用垃圾桶 2 个。
- 2) 小区中转需求：根据统计数据，截至 2019 年 8 月上海共有小区 19257 个，平均每个小区住宅数为 426 套，草根调研显示一般每个小区设置定时定点开放的四分类投放点 1 处、需要 240 升垃圾桶 10 个左右（干垃圾、湿垃圾、可回收垃圾各 3 个，有害垃圾 1 个），错时 2 分类投放点 5-6 处、需要 240 升垃圾桶 12 个左右（干垃圾、湿垃圾各 5 个），折合平均每套住宅需 240 升垃圾桶 0.052 个。
- 3) 办公需求：根据国家统计局数据，2018 年我国第三产业和第二产业就业人数分别为 3.59 亿和 2.14 亿，占总人口比分别为 25.71%和 15.32%，我们简单假设各样本之间该比例一致；假设第三产业需要人均添置 0.25 只 8 升家用垃圾桶（原来 2 人共用 1 只垃圾桶，现增加 4 人共用湿垃圾垃圾桶 1 只），假设第二产业需要人均添置 0.1 只 8 升家用垃圾桶（新增 10 人共用湿垃圾垃圾桶 1 只）。
- 4) 写字楼和购物商场等中转需求：根据草根调研数据，平均写字楼可容纳大约 200 人办公，平均每层需设置用于中转干垃圾、湿垃圾和可回收垃圾的 240 升垃圾桶各 1 只，较垃圾分类之前大约新增 1 只；假设一二线城市人均购物中心面积 1.5 平米、地级市人均 0.6 平米；假设购物中心每 1000 平米需新增用于中转的 240 升垃圾桶 1 只。

5) 酒店需求: 根据携程统计和国家统计局数据, 2018 年底我国地级市共有 23.24 万家酒店、客房数合计 393.17 万间, 假设垃圾分类后每家酒店需新增 240 升垃圾桶 2 只、每间客房需新增 8 升垃圾桶 1 只;

6) 餐饮需求: 根据辰智餐饮大数据研究中心数据显示, 2017 年底我国约有餐饮门店 566.6 万家, 假设垃圾分类后平均每家门店需新增 240 升垃圾桶 1 只 (用于干垃圾中转)、8 升垃圾桶 10 只 (用于客户干垃圾分类投放)。

表4: 垃圾分类全面推行后带动新增垃圾桶需求测算

场景		46 个重点城市全面推行	337 个地级市全面推行
居民家庭需求	人口 (万人)	39,017	49,139
	家庭数 (万户)	12,962	16,325
	住宅数 (万套)	13,870	17,468
	平均每间住宅新增 8 升垃圾桶数	2	2
	新增 8 升垃圾桶需求 (万只)	27,740	34,936
小区中转需求	住宅数 (万套)	13,870	17,468
	平均每套住宅新增 240 升垃圾桶数	0.052	0.052
	新增 240 升垃圾桶需求 (万只)	721	908
办公需求	第三产业就业人数 (万人)	10,031	12,634
	第三产业人均新增 8 升垃圾桶需求数	0.25	0.25
	第二产业就业人数 (万人)	5,977	7,528
	第二产业人均新增 8 升垃圾桶需求数	0.1	0.1
	新增 8 升垃圾桶需求 (万只)	3,106	3,911
写字楼和商场中转需求	第三产业就业人数 (万人)	10,031	12,634
	写字楼新增 240 升垃圾桶需求 (万只)	50	63
	购物中心面积 (万平米)	58,526	64,599
	购物中心新增 240 升垃圾桶需求 (万只)	59	65
酒店需求	酒店数 (万家)	18	23
	客房数 (万间)	312	393
	新增 8 升垃圾桶需求 (万只)	312	393
	新增 240 升垃圾桶需求 (万只)	37	46
餐饮需求	餐饮门店数	450	567
	新增 8 升垃圾桶需求 (万只)	4,499	5,666
	新增 240 升垃圾桶需求 (万只)	450	567
合计	新增 8 升垃圾桶需求 (万只)	35,656	44,906
	新增 240 升垃圾桶需求 (万只)	1,317	1,649

数据来源: 国家统计局, 国家卫计委, 住建部, 上海市住房和城乡建设管理委员会, 携程, 辰智餐饮大数据, 广发证券发展研究中心

注塑机新增需求量:

1) 46 个重点城市 2020 年底全部落实垃圾分类、2020 年中之前垃圾桶全部到位; 2025 年地级市 2025 年底全部落实垃圾分类、2025 年中之前垃圾桶全部到位; 垃圾桶生产厂商提前半年设备到位并投入生产。

2) 8 升垃圾桶平均使用年限为 5 年、240 升垃圾桶平均使用年限为 1.5 年。

3) 240 升垃圾桶使用 2000 吨注塑机生产, 用时 3 分钟/只, 注塑机均价为 300 万元/台; 8 升垃圾桶使用 300 吨注塑机生产, 用时 2 分钟/只, 注塑机均价为 30 万元/台。

4) 注塑机日均运转时间为 16 小时 (两班倒工作制)。

表5: 垃圾分类全面推行后带动新增注塑机市场空间测算

		46 个重点城市全面推行	337 个地级市全面推行
新增垃圾桶需求	8 升垃圾桶新增需求 (万只)	35,656	9,250
	240 升垃圾桶新增需求 (万只)	1,317	332
更新垃圾桶需求	8 升垃圾桶更新需求 (万只)		7,131
	240 升垃圾桶更新需求 (万只)		878
合计垃圾桶需求	8 升垃圾桶合计需求 (万只/年)	35,656	16,381
	240 升垃圾桶合计需求 (万只/年)	1,317	1,210
生产效率	8 升垃圾桶生产时间 (分钟/只)		2
	240 升垃圾桶生产时间 (分钟/只)		3
	注塑机日均工作市场 (小时)		16
	300 吨注塑机月均 8 升产量 (只/月)		14,400
	2000 吨注塑机月均 240 升产量 (只/月)		9,600
注塑机需求	300 吨注塑机需求量 (台)	4127	1896
	2000 吨注塑机需求量 (台)	229	210
注塑机单价	300 吨注塑机需求量 (万元/台)		30
	2000 吨注塑机需求量 (万元/台)		300
新增市场空间	300 吨注塑机需求量 (亿元)	12.38	5.69
	2000 吨注塑机需求量 (亿元)	6.86	6.30

数据来源: 广发证券发展研究中心

公司作为注塑机行业领先企业, 已率先针对垃圾分类新增市场需求, 专门推出 DH1450\DH2050 二版垃圾桶专用注塑机机型抢占市场, 预计将充分受益于垃圾分类政策推进带来的需求爆发式增长。

厕所革命加速推进, 未来 3 年增加注塑机需求超百亿

2019 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

中央财政发力支持厕所革命, 2019年70亿补贴政策已启动下发。2019年8月15日农业农村部、财政部召开农村厕所革命视频会议, 会议上披露2019年上半年全国新开工农村户厕改造超过958万户, 下半年仍将有1200万户新工程已如箭在弦上。今年中央财政首次启动实施农村厕所革命整村推进奖补政策, 安排70亿元资金用于支持实施奖补政策, 并要求各地要组织实施好农村厕所革命奖补政策细则, 确保今年改厕任务优质高效落实。

根据各省均出台的乡村振兴规划细则, 合计15省发布目标要求2022年农村厕所普及率超80%以上。根据测算, 全国仅农村厕所革命及其相关环保市场空间超2000亿, 对应注塑机设备(化粪池)市场空间超133亿元。

表8: 各省出台乡村振兴规划要求2022年农村厕所普及率超80%

省份	政策	2020年卫生厕所普及率
辽宁	中共辽宁省委辽宁省人民政府关于贯彻<中共中央、国务院关于实施乡村振兴战略的意见>的实施意见	85%
吉林	吉林省委省政府关于实施乡村振兴战略的意见	80%
内蒙古	内蒙古自治区乡村振兴战略规划 2018-2022 年	85%
新疆	新疆维吾尔自治区乡村振兴战略规划 (2018-2022 年)	60% (2022 年 86%)
北京	北京市乡村振兴战略规划 (2018-2022 年)	98% (2022 年 99%)
山东	山东省乡村振兴战略规划(2018—2022 年)	90%
河南	河南省乡村振兴战略规划 (2018—2022 年)	(2022 年 85%以上)
山西	中共山西省委 山西省人民政府 关于推进乡村振兴战略的实施意见	85%
湖南	湖南省乡村振兴战略规划 (2018-2022 年)	>85%
青海	中共青海省委青海省人民政府关于推动乡村振兴战略的实施意见	100%
湖北	中共湖北省委湖北省人民政府关于推进乡村振兴战略实施的意见	100%
江西	中共江西省委江西省人民政府关于实施乡村振兴战略的意见	100%
云南	中共云南省委云南省人民政府关于贯彻乡村振兴战略的实施意见	100%
福建	关于实施乡村振兴战略的实施意见	100%
海南	中共海南省委海南省人民政府关于乡村振兴战略的实施意见	100%

数据来源: 各省政府网站, 北极星环保网, 广发证券发展研究中心

表9: 农村厕所革命及市场空间测算

测算设备投资单价		化粪池	净化池	垃圾桶\管网及其他投资/县	注塑机设备需求
单位投资		600 元/套	600 元/套	4000 万元	800 万元/台 (组合)
	年份	化粪池	净化池	垃圾桶\管网及其他	对应注塑机设备需求
全国需求 (数量)	合计	1 亿套	1 亿套	3000 个县	1667 台 (组合)
分年需求 (套/台)	2019E	1000	300	300	217
	2020E	2500	500	500	417
	2021E	3500	1200	800	583
	2022E	3000	2500	800	500
	2023E		3500	500	
	2024E		2000	300	
合计销售收入 (亿元)	合计	600	600	1200	133

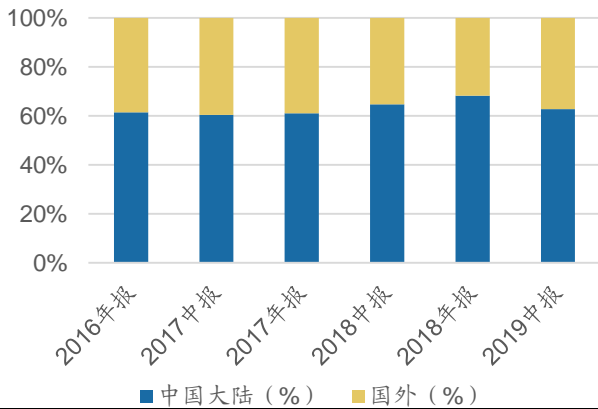
数据来源: 广发证券发展研究中心

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 D-J 大型和超大型系列注塑机产品上具有领先优势, 其最大单次注射重量可达 500KG 以上, 特别适合在化粪池、压滤机膜片、PE 塑料管道连接件等产品的生产运用, 在该下游应用领域具有较高的市场口碑及占有率。公司在建材领域发展多年, 产品具有较强的行业竞争力, 有望在化粪池细分领域需求上行时充分获益。

海外市场恢复增长，未来成长空间广阔

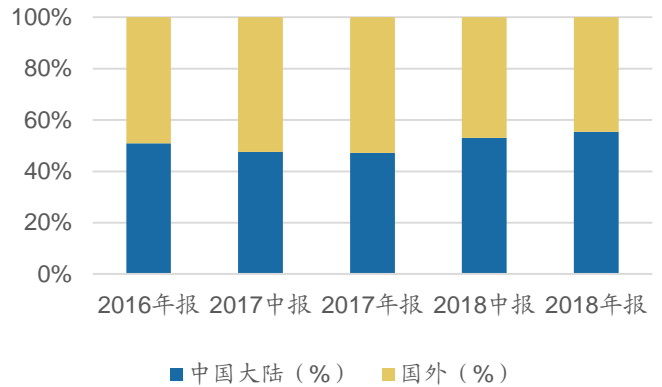
公司积极拓展海外业务，销售出口国家分散度高。2019年H1实现海外销售收入1.53亿元，同比增长7.93%，外销收入占整体销售收入的37.28%。公司在欧美市场已有长期稳定的经销商合作并已进入批量销售阶段，在土耳其、葡萄牙、美国和菲律宾等国市场表现良好。2018年海外销售毛利率为41%，同期对比境内销售毛利率为23%，主要受益于外销出口产品享受免、抵、退税的税收优惠。

图15: 2016~2019H1国内、国外收入占比 (%)



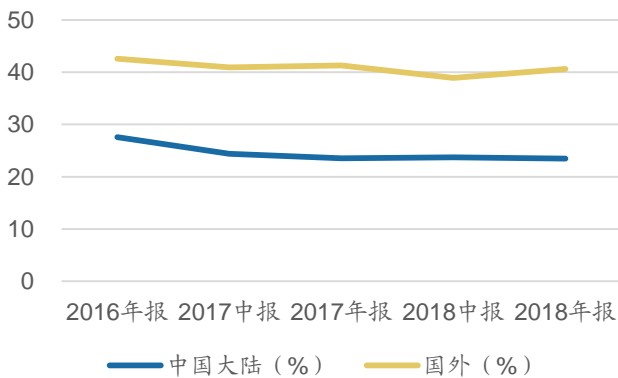
数据来源: 公司招股书和定期报告, 广发证券发展研究中心

图16: 2016~2018国内、国外毛利占比 (%)



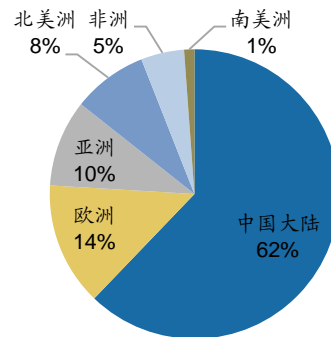
数据来源: 公司招股书和定期报告, 广发证券发展研究中心

图17: 2016~2018国内、国外业务毛利率比较 (%)



数据来源: 公司招股书和定期报告, 广发证券发展研究中心

图18: 2016年公司注塑机销售地区情况 (%)



数据来源: 公司招股书和定期报告, 广发证券发展研究中心

公司在境外市场主要采用“经销为主，直销为辅”的模式，2015年~2018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10: 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

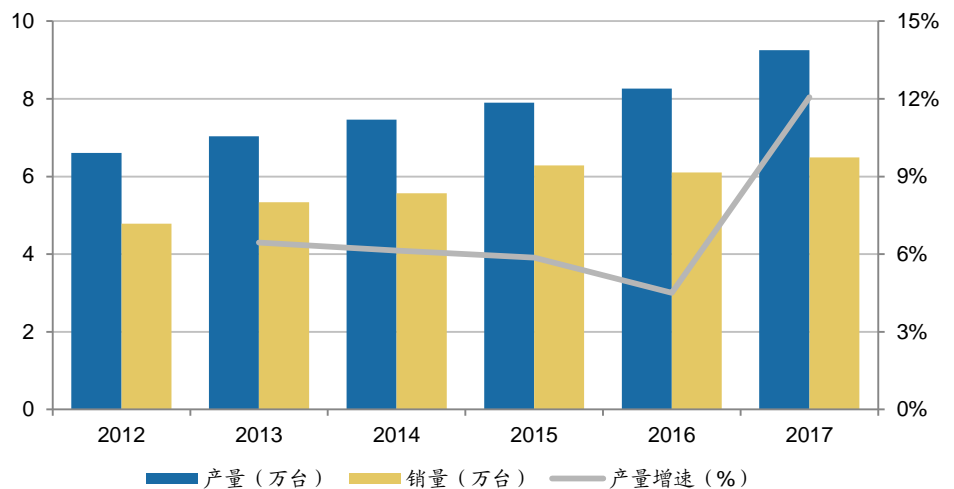
根据Freedonia Inc.公司预测全球塑料加工机械需求量的年增幅将达到5.6%, 2021年全球需求量预计将达到375亿美元, Grand View Research, Inc.研究报告称得益于行业市场技术的更新以及稳健的发展势头, 预计2017~2025年该行业将以7.4%的复合年增长率持续增长。公司针对印度、墨西哥等多地重点市场进行营销, 海外成长空间依然广阔。

行业存在明显周期性, 公司处于第二梯队业绩亮眼

制造业投资增速是行业领先指标, 存在明显的周期性

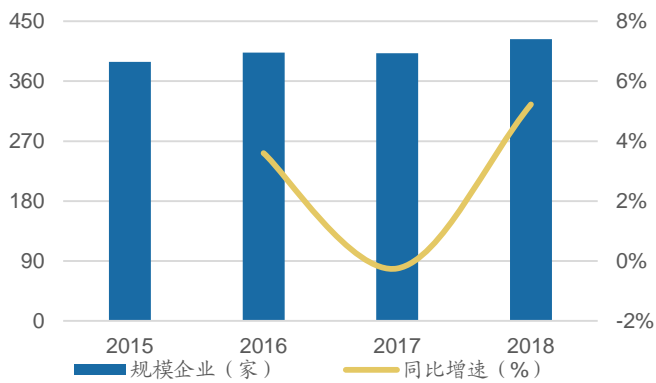
我们依然持有前期深度报告的观点, 注塑机行业长周期来看产量稳定增长, 但具体年份的消费量情况依然受当年下游需求的影响, 存在明显的周期性。

图 19: 2012~2017 年行业注塑机产量、消费量及产量同比 (万台, %)



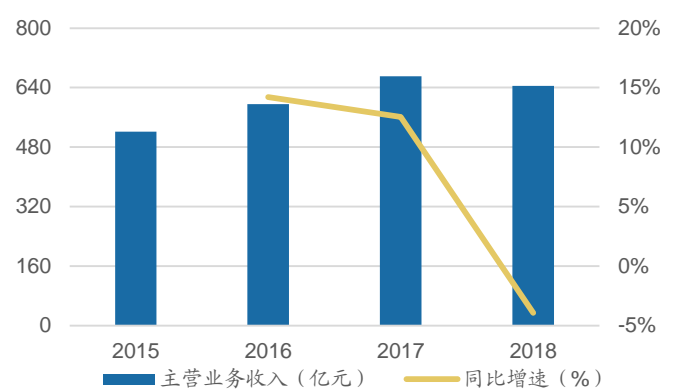
数据来源: 中国塑料机械工业年鉴, 广发证券发展研究中心

图20: 2015-2018年塑料机械规模企业家数(家, %)



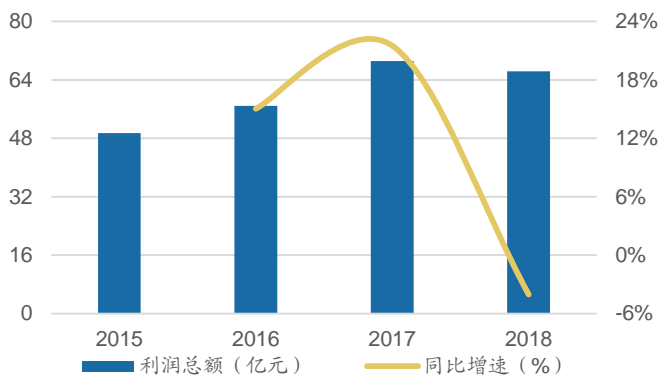
数据来源: 中国塑料机械工业协会, 广发证券发展研究中心

图21: 2015-2018年塑料机械主营收入(亿元, %)



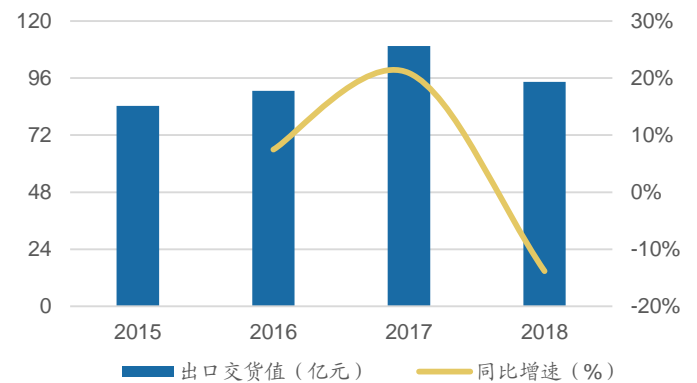
数据来源: 中国塑料机械工业协会, 广发证券发展研究中心

图22: 2015-2018年塑料机械利润总额(亿元, %)



数据来源: 中国塑料机械工业协会, 广发证券发展研究中心

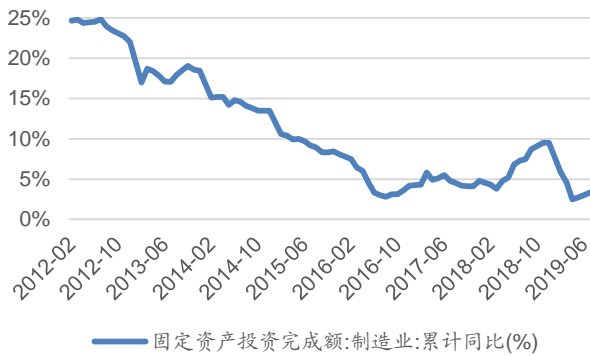
图23: 2015-2018年塑料机械出口交货值(亿元, %)



数据来源: 中国塑料机械工业协会, 广发证券发展研究中心

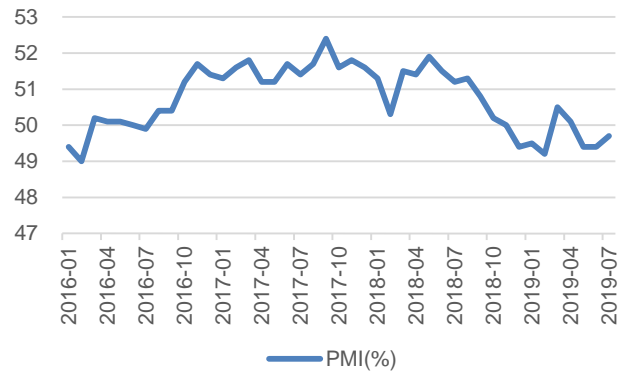
从行业总体来看, 单一子行业对注塑机需求影响有限, 制造业整体景气情况影响较大。而制造业投资和PMI指数是衡量制造业景气情况的重要指标。2019年7月PMI指标为49.7%, 连续4月处于荣枯线下方, 未来制造业景气度预计仍将处在低位区间, 注塑机行业需求或将延续降温减速趋势。

图24: 制造业固定资产投资累计完成额增速 (%)



数据来源: 国家统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

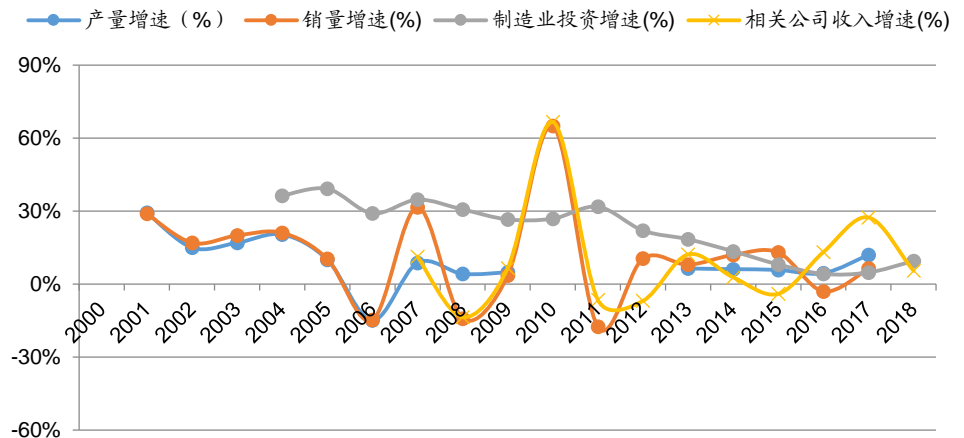
图25: 中国制造业采购经理人指数 (%)



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26: 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 (%)

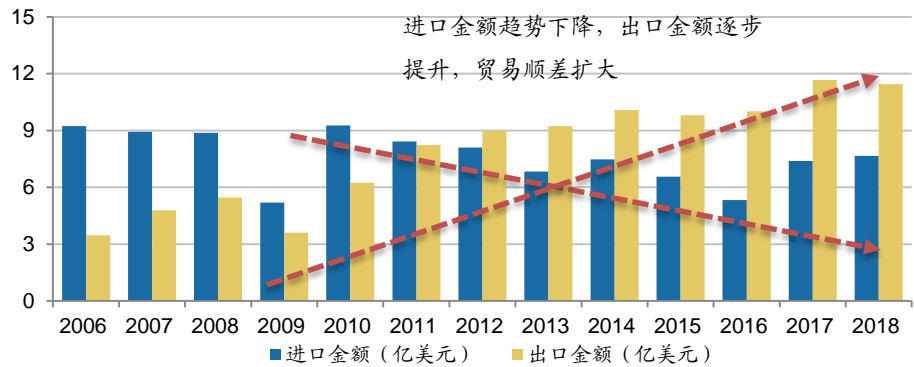


数据来源: Wind, 中国塑料机械工业年鉴, 中国产业资讯网、智研资讯集团, 广发证券发展研究中心

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

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27: 我国注塑机进出口情况统计(亿美元)

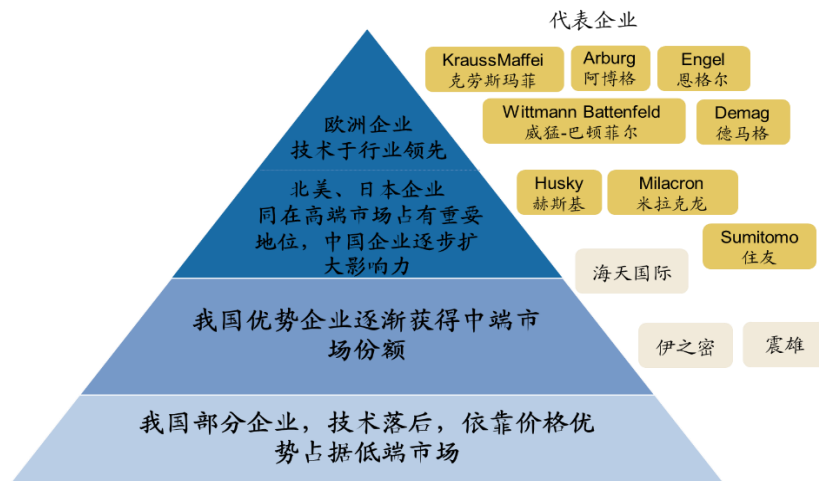


数据来源: 中国塑料机械工业年鉴, 广发证券发展研究中心

前4名占据60%市场, 公司属于追赶者行列

行业集中度不断提高。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, 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。

图28: 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

表11: 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、销售高精度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2013-2018年的优势企业统计数据 displays,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12: 2014~2018年中国塑机行业优势企业注塑成型机排名

企业名称	2018年		2017年		2016年		2015年		2014年	
	收入排名	净利润排名	收入排名	净利润排名	收入排名	净利润排名	收入排名	净利润排名	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	4	7	2	8	2	—	2	11	2	2
伊之密	2	2	3	3	4	4	4	6	5	4
博创	7	10	4	5	3	2	3	4	6	3
力劲集团	6	8	5	6	6	8	7	2	—	—
富强鑫	9	4	6	4	5	6	5	5	4	6
海达塑机	12	11	7	7	7	5	6	7	7	7
泰瑞机器	10	6	8	2	9	3	9	3	8	5

东华	11	19	9	—	8	—	8	—	3	—
双马	14	9	10	9	11	7	12	8	10	—
海雄塑机	16	14	11	13	13	13	11	12	—	—
浙江申达	22	29	12	—	10	15	10	15	9	—
创基	17	13	13	12	14	10	13	9	—	8
佛山宝捷	21	24	14	15	—	—	—	—	—	—
宁波通用塑机	13	12	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二。公司收入排名也升至第十，在净利润方面取得了行业排名第六的成绩，显示出突出的企业盈利水平。

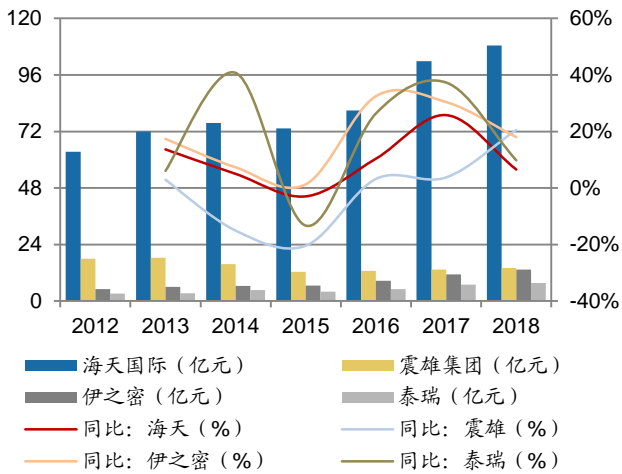
表13：注塑机主要国内厂商经营数据

企业名称	2018年				3年收入复合增长率	5年收入复合增长率
	收入(亿元)	净利润(亿元)	毛利率	净利率		
海天国际	108.60	19.17	31.57%	17.64%	15.77%	9.46%
震雄集团	14.34	0.77	21.61%	5.34%	4.47%	3.43%
伊之密	7.97	0.50	34.82%	8.94%	-11.65%	-14.83%
泰瑞机器	7.92	1.01	28.91%	12.69%	24.37%	14.12%

数据来源：各公司公告，Wind，广发证券发展研究中心

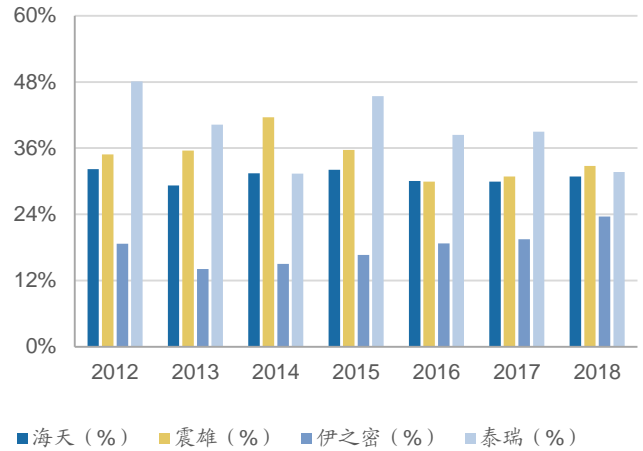
对比分析行业内典型企业，海天国际2018年收入103亿元，3年复合增速41%，伊之密2018年收入11亿元，3年收入符合增长率73%，震雄2018年营收7亿元，3年收入复合增速35%，泰瑞2018年实现营收7亿元，3年复合增速74%，公司近年来收入复合增速处于行业领先地位。同时，公司的海外收入占整体收入比例也位于行业前列，2018年公司海外销售收入占比31.69%，海天占比30.88%，震雄占比32.78%，伊之密占比23.62%，公司显示出更为均衡的海内外销售分布。

图29: 注塑机主要国内厂商营业收入对比 (仅注塑机业务收入) (亿元, %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: 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

维持“买入”评级，关注垃圾分类、厕所革命需求释放

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2015~2018年实现注塑机销量分别为1280台、1595台、1943台和1873台。2019~2020年, 公司募投产能陆续释放, 同时以乡村基建、垃圾分类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2019~2021年销量增速分别为8%、20%、20%。

(2) **注塑机价格:** 公司2015~2018年注塑机单价分别为30.36、31.6、33.3、41.21万元/台。2019年~2021年我们预计农村基建和垃圾分类等需求增速更快, 外销比例提升、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2019~2021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。2019年~2021年预计毛利率将有望随着大型机的销售比例提高和外销比例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2019-2021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%。

表14: 公司收入拆分预测

单位: 百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
注塑机销量	1595	2052	1873	2023	2427	2913
增速%		24.6%	28.7%	-8.7%	8%	20%
注塑机单价(万元)	31.60	33.33	41.21	43.27	45.44	47.71
增速%		4.1%	5.5%	23.6%	5%	5%
注塑机收入	504	684	772	875	1103	1390
增速%		29.7%	35.7%	12.9%	13.4%	26.0%
注塑机毛利率	33.48%	30.79%	28.94%	33%	34%	34%
配件及劳务收入	8	19	21	21.57	23.72	26.10
增速%		-51.0%	137.0%	7.1%	5%	10%
配件及劳务收入毛利率	26.13%	19.07%	27.71%	27.00%	27.00%	27.00%
其它业务收入	0	0	0	0	0	0

数据来源: 公司招股书, 公司年报, 广发证券发展研究中心

表15: 2019年注塑机销量及毛利率业绩弹性测算

	变动比例	影响税前利润(亿元)	业绩弹性	ROE 弹性
注塑机销量(万台)	1%	1.42	0.87%	0.78%
注塑机毛利率(%)	1%	3.54	2.18%	1.56%

数据来源: 广发证券发展研究中心

表16: 2020年注塑机销量及毛利率业绩弹性测算

	变动比例	影响税前利润(亿元)	业绩弹性	ROE 弹性
注塑机销量(万台)	1%	1.89	0.89%	0.70%
注塑机毛利率(%)	1%	4.69	2.22%	1.40%

数据来源: 广发证券发展研究中心

综上, 结合行业和公司的发展情况, 我们预计2019-2021年, 公司收入分别为897/1127/1416百万元, 同比增长13.2%/25.6%/25.7%; 归母净利润141/183/234百万元, 同比增长40%/30%/28%; 公司现价对应2019年24.1XPE, 2020年18.5XPE。

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17: 泰瑞机器可比公司PE估值情况可比 (截止2019.08.19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		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
泰瑞机器	603289.SH	注塑机	34	101	141	183	31.8	24.07	18.52
伊之密	300415.SZ	注塑机、压铸机	30	171	242	306	21.6	12.28	9.72
海天国际	01882.HK	注塑机	236	1917	2001	2241	15.9	11.79	10.53
震雄集团	00057.HK	注塑机	17	82	-	-	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。

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, 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1.0倍2019年PEG的合理估值, 对应合理价值16.96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, 且垃圾分类、农村厕所革命等市场需求有望在未来几年加速释放, 公司在上述领域技术、品牌优势较为显著。维持“买入”评级。

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; 垃圾分类政策实施力度存在不及预期风险。

出口业务风险: 公司2018年外销收入占整体销售收入的32%, 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						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,062	1,077	1,276	1,558	1,922	经营活动现金流	69	83	163	153	199
货币资金	309	488	639	779	966	净利润	84	101	141	183	234
应收及预付	308	281	332	417	524	折旧摊销	17	19	19	20	22
存货	200	232	230	285	355	营运资金变动	-46	-28	7	-48	-54
其他流动资产	245	76	76	77	77	其它	15	-9	-4	-3	-3
非流动资产	214	235	232	227	221	投资活动现金流	-269	131	-12	-12	-12
长期股权投资	1	0	0	0	0	资本支出	-41	-44	-19	-19	-19
固定资产	151	168	161	155	146	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	27	23	27	29	32	其他	-228	175	7	6	6
无形资产	24	24	24	24	24	筹资活动现金流	324	-20	0	0	0
其他长期资产	12	19	19	19	19	银行借款	-15	0	0	0	0
资产总计	1,277	1,312	1,508	1,785	2,143	股权融资	374	7	0	0	0
流动负债	386	346	402	495	619	其他	-36	-27	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	124	195	151	140	187
应付及预收	363	309	365	448	561	期初现金余额	128	249	488	639	779
其他流动负债	23	37	37	47	57	期末现金余额	249	443	639	779	966
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	390	350	405	498	622						
股本	204	267	267	267	267						
资本公积	376	321	321	321	321						
留存收益	307	381	522	706	940						
归属母公司股东权	887	962	1,103	1,287	1,521						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	1,277	1,312	1,508	1,785	2,143						

利润表					
单位: 百万元					
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	703	792	897	1,127	1,416
营业成本	489	563	607	750	936
营业税金及附加	6	8	8	11	13
销售费用	51	67	72	92	115
管理费用	21	24	27	34	42
研发费用	29.15	35.87	39.46	50.05	62.70
财务费用	9.23	-15.85	-8.45	-10.64	-13.09
资产减值损失	5.47	1.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	-0.96	1.00	1.00	1.00
投资净收益	1.24	3.12	6.00	5.04	5.36
营业利润	96.23	119.16	164.73	213.52	271.75
营业外收支	0.33	-4.07	-2.60	-3.09	-2.93
利润总额	97	115	162	210	269
所得税	13	15	21	27	35
净利润	84	101	141	183	234
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	84	101	141	183	234
EBITDA	123.85	114.57	162.63	211.18	268.17
EPS (元)	0.41	0.38	0.53	0.69	0.88

主要财务比率					
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	37.3	12.7	13.2	25.6	25.7
营业利润增长	18.3	23.8	38.2	29.6	27.3
归母净利润增长	13.4	20.4	40.4	29.9	27.7
获利能力					
毛利率	30.5	28.9	32.4	33.5	33.9
净利率	11.9	12.7	15.7	16.3	16.5
ROE	9.4	10.5	12.8	14.3	15.4
ROIC	16.0	17.5	26.9	32.7	38.6
偿债能力(%)					
资产负债率	30.5	26.7	26.9	27.9	29.0
净负债比率	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
流动比率	2.75	3.11	3.18	3.15	3.11
速动比率	2.23	2.43	2.60	2.56	2.52
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.61	0.64	0.68	0.72
应收账款周转率	2.76	2.72	2.73	2.73	2.73
存货周转率	2.71	2.61	2.64	2.63	2.63
每股指标(元)					
每股收益	0.41	0.38	0.53	0.69	0.88
每股经营现金流	0.34	0.31	0.61	0.57	0.75
每股净资产	4.35	3.61	4.14	4.83	5.71
估值比率					
P/E	46.53	21.07	24.07	18.52	14.50
P/B	4.38	2.20	3.08	2.64	2.23
EV/EBITDA	28.88	14.24	16.97	12.41	9.07

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 焱：研究助理，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019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	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 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	510627	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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。