

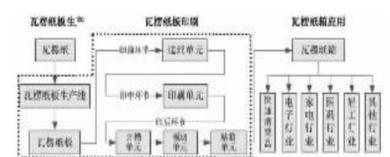
东方精工 迈向智能高品质包装及印刷设备的引领者

近日,已停牌数月的东方精工 002611 发布重大资产收购预案,公司拟以 4,080 万欧元 按目前的汇率约为 3.34 亿元人民币 收购佛斯伯(意大利)60%的股份,交易完成后,佛斯伯将成为东方精工的控股子公司,并将合并报表范围。未来,佛斯伯剩余的 40%股权,也将通过期权方式受让给东方精工。

在本次收购中,交易对方承诺佛斯伯 2013-2016 年的业绩分别为 650 万欧元、700 万欧元、750 万欧元和 750 万欧元,收购价格为 2013 预期市盈率 10 倍左右,收购价格合理。若按照业绩承诺所言,佛斯伯 2013 年实现净利润 650 万欧元,那这一数值将十分接近东方精工 2012 年净利润,无疑对其业绩增厚作用十分显著(本次收购不涉及增加股本)。

本次收购除了对东方精工财务上具有积极正面的影响外,更为重要的是通过本次收购,东方精工补强了瓦楞纸箱生产设备中重要的一环,有望迈入瓦楞纸箱机械整体解决方案供应商,并取得了进入国际市场的一张更为重要的通行证。佛斯伯是一家国际著名的高端瓦楞纸箱生产线设备供应商,也是欧洲及美国市场上重要的高端瓦楞纸箱生产线生产企业,在高速宽幅瓦楞纸箱生产线领域是全球最大的两家公司之一(规模仅次于德国 BHS)。客户覆盖了 International Paper、Smurfit Kappa Turnhout 等全球知名大型包装企业,是全球重要的高端瓦楞纸箱生产线技术推动者与革新者,具有非常高的知名度和影响力,目前世界上已经有超过 1000 套的佛斯伯设备在良好运行,佛斯伯在北美市场已跻身行业龙头企业。而东方精工则是国内处于龙头地位的大型瓦楞纸箱多色印刷成套设备供应商,其设备已涵盖瓦楞纸箱印刷中的印前、印中和印后环节,佛斯伯相当于产业链的更上游的设备供应商(见下图,虚线部分为收购完成后东方精工所完成的布局)。早在上市之初公司就已经开始布局对国内瓦楞纸箱生产企业的收购,后因多种原因未能成行,但此次可以说是越过徒弟收购师傅。通过本次收购,除完善了设备种类外,公司同时打开了发展空间,通过收购补强,瓦楞纸箱机械设备的核心设备已尽揽入怀,在这个基础上,公司可以进一步发展成为瓦楞纸箱机械成套设备的一体化供应商,进而蜕变为智能包装及印刷设备的行业引领者,其商业模式和商业契机都将发生质的飞跃,原有的发展天花板已经彻底打开,将迎来新的发展飞跃。

图 1:瓦楞纸箱产业链



瓦楞纸包装 景气度不断提升的绿色产业

一、产业链稳定 受经济周期波动影响小

东方精工所涉及的瓦楞纸箱印刷设备与下游包装行业的发展息息相关。近年来无论是传统消费品还是新兴消费品,消费升级已经成为了看不清的行情中唯一能看清的概念,也受到了机构投资者们的追捧。而消费品包装也成为了消费升级中,不得不升级的一环。由于纸包装具有成本低、质量轻、易加工、可回收降解等特点,近年来纸包装在四种包装材料(纸包装、塑料包装、玻璃包装和金属包装)中占据主导地位,2012 年纸包装总产值占比为 39%,高出排名第二的塑料包装 8 个百分点。

而瓦楞纸箱作为最主要的纸包装产品,与金属、塑料、玻璃、木材包装材料相比,废弃物较少、易于自行分解和回收再利用,并且瓦楞纸箱印刷时全部采用无毒易分解的环保水性油墨,是公认的“绿色包装产品”。从经济性的角度来看,瓦楞纸箱包装产品占产品总成本比重相对较低,原料来源也最为广泛,便于物流搬运,具备良好的物理机械性,是现代商业和贸易使用最广泛的包装形式之一。未来,环保性、经济性也将使得瓦楞纸箱需求更加旺盛。作为绿色包装、经济包装,瓦楞纸箱对其他包装产品有良好的替代效应,使用范围也越来越广,是包装产业的发展方向。

图 2:瓦楞纸箱产量/增速以及 GDP 增速

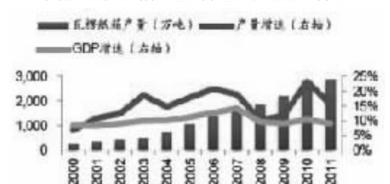


图 3:瓦楞纸产量及增速

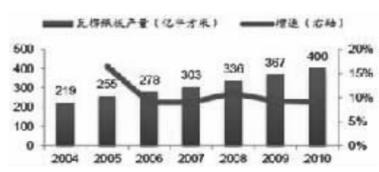


图 4:人均包装消费水平

因此,下游瓦楞纸箱虽然总体也受到了经济周期的影响,但仍然保持较快速度的增长(优其国内)。从长远来看,在“轻 GDP、重民生”的大环境下,随着我国医疗社会保障的逐步完善和居民收入水平的逐步提高,“消费升级”才刚刚开始,步伐也只会越来越快。从我国的人均包装消费水平和人均瓦楞纸箱消耗量来看,国内包装行业处于世界平均水平之下,甚至相比同为新兴经济体的印度还要低,因此随着消费升级的深入,包装行业、瓦楞纸箱包装在国内仍然有非常好的发展前景。

图 5:人均瓦楞纸箱消耗量

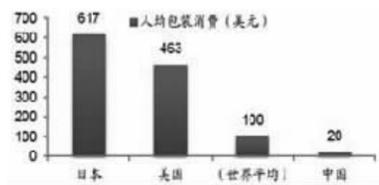
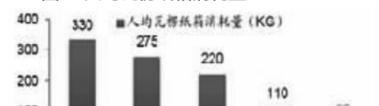


图 6:瓦楞纸箱产业演进图



二、下游稳健发展和存量更新支撑瓦楞纸箱设备需求

瓦楞纸箱主要应用于食品、饮料等快速消费品和电子、家电、医药、轻工等行业产品外包装,这些行业尤其在我国仍处于快速发展期,因此,瓦楞纸箱行业在未来很长一个时期内仍属于朝阳产业。食品、饮料是瓦楞纸箱的应用大户,生产产品保质期短的企业如液体乳、啤酒等甚至自购瓦楞纸箱印刷机进行包装箱生产。食品饮料各子行业稳健发展,即使在全球金融危机爆发的时候也没有出现大的波动。随着人口的增长,人民生活水平的提高,未来食品饮料行业仍将拉动瓦楞纸箱印刷机的需求。

家电和电子产品也是瓦楞纸箱的重要应用领域。由于家电不是生活必需品,且单价较贵,消费者在经济低迷期通常选择滞后期消费,我国家电行业在 2008 年受金融危机影响,曾出现增长停滞,但随着四万亿投资和“家电下乡”政策的拉动,2009-2011 年家电行业重新呈现快速增长的势头,这也一定程度的透支了未来的消费。随着我国经济企稳回升,家电行业的景气度仍将向好的方向发展。电脑产品与家电相似,但除家庭用户外还有政府部门、企业客户,受经济波动影响较小。

除新增需求外,存量更新也是支撑瓦楞纸箱印刷机需求的重要支柱。目前国内市场的瓦楞纸箱印刷机械保有量已超过 20,000 台。通常情况下瓦楞纸箱印刷机械平均使用寿命约为 8 年,因此,仅设备更替带来的市场需求将超过 2500 台/年。此外,在我国瓦楞纸箱行业发展初期,中高端瓦楞纸箱印刷机械都依赖于进口,不少瓦楞纸箱生产企业因无力购买昂贵的进口设备而购买了相对便宜但技术落后的设备,印刷品质差、效率低的设备影响了这些纸箱生产企业的市场竞争力。随着人力成本的提高、纸箱生产企业规模化、对高效率、高精度、高品质、多功能的中高端印刷成套设备的需求将加速增长,低效率、低品质、高劳动强度的低端印刷机将被加速淘汰,因此瓦楞纸箱印刷机械更新换代市场需求巨大,中高端成套印刷设备的比例将明显提升。根据中国包装联合会印刷委员会预计到 2016 年中高端设备的市场占有率将达到 40%。随着瓦楞纸箱需求的稳定提升,以及印刷设备的更新换代,瓦楞纸箱印刷成套设备的市场规模也在稳定且快速地扩张,根据中国包装联合会印刷委员会统计,国内瓦楞纸箱印刷机械的市场规模将从 2011 年的 42 亿元上升到 2016 年的 74 亿元。

三、多因素驱动产业升级,中高端设备将不断胜出

近年来,瓦楞纸箱用户对印刷要求越来越高,逐渐从“简单包装”向“消费包装”转变。而中高端瓦楞纸箱多色印刷成套设备的套印精度更高、印刷品质好、自动化程度高、运行更加稳定,能够满足市场对瓦楞纸箱包装高品质的要求。

表 1:低、中、高端瓦楞纸印刷机比较

类别	低端	中端	高端
工作速度(条/分钟)	100 以下	100-180	180 以上
一条宽 1.8 米,速度为 200 米/分钟的瓦楞纸生产所需的高档瓦楞纸印刷机数量	6-8 台	4-6 台	3-4 台
设备设计使用年限	5-6 年	8-10 年	10 年
套印精度	1.0mm	0.5mm	0.3mm
动力传动方式	各单元普通齿轮传动	各单元精密齿轮传动	各单元伺服独立驱动
能耗水平	较高	较低	低

随着瓦楞纸箱消费结构的升级、人力成本的提升、节能环保压力的增强,瓦楞纸箱生产企业对自动化程度较高、整体性能先进的瓦楞纸箱生产线需求增加;同时,随着新兴市场瓦楞纸箱市场的成熟,瓦楞纸箱生产行业将进入集团化、规模化发展阶段,行业集中度持续提高。由于大型的瓦楞纸箱生产企业资金实力、经营规模的提升,出于生产效率、产品品质等方面的考虑,其中高端瓦楞纸箱生产线需求将越来越大,中高端瓦楞纸箱生产线的市场份额将随着下游产业集中度的提高而进一步加大。中高端瓦楞纸箱生产线将直接受益于瓦楞纸箱行业的升级发展。

另外,瓦楞纸箱运输半径小于 150 公里,辐射范围有限,因此在行业发展初期,瓦楞纸箱厂依附于本地需求,规模通常较小,资金实力较弱。截止到 2009 年,全国共有瓦楞纸箱企业 20000 家左右,但规模以上企业仅有 2500 家左右,市场集中度极低。与中国情况不同,瓦楞纸箱成熟市场的集中度很高,目前美国五大瓦楞纸箱厂生产的瓦楞纸箱占到全美瓦楞纸箱产量的约 80%,日本的两家大型瓦楞纸箱厂占据了 60%-70% 的瓦楞纸箱市场。台湾前三家企业占据 50% 以上市场。而国内的龙头企业市场份额仅 1.5%。



目前国内瓦楞纸箱行业正处于整合前夜的第二阶段。随着下游终端消费行业品牌化,对于包装材料的质量、外观、供应的稳定性要求将会逐步上升。环保压力和较低的激烈的市场竞争将使得行业门槛逐步提高,有规模和资金实力的纸箱厂将逐渐占据市场主导地位,行业将逐渐过渡到第三阶段。市场最终被几家龙头企业占据大部分份额,并在第四阶段形成稳定格局。因此,在未来十年中国瓦楞纸箱行业必将面临一次大的整合,通过淘汰落后、兼并重组等方式使瓦楞纸箱企业高度集中化,组建成瓦楞纸箱生产企业集团,这个过程中也必将带动瓦楞纸包装生产设备(尤其是中高端)的需求。

四、国产中、高端设备将后来居上,东方精工市场占比有望提升

目前从事瓦楞纸成套设备生产的厂家以欧美、日台和国内三大系列为主。国内厂家占据中、低端市场的绝对份额,高端市场还是以欧美厂家为主流,目前仅有东方精工等少数国内厂家介入了高端成套设备市场。

我国瓦楞纸成套设备行业起源于 20 世纪 90 年代初期,经过多年的发展,通过引进技术、消化吸收、自主创新”的道路,并随着国内瓦楞纸包装机械生产企业自主创新能力不断提高,进口替代能力不断增强。目前行业已经处于国产设备逐渐替代国外高端设备阶段,与国内中高端瓦楞纸箱多色印刷成套设备市场规模逐年上升恰好相反的是,近年来我国瓦楞纸箱印刷机械的进口额增速逐年放缓,已经出现负增长和反向替代,而在 90 年代国内的中高端设备还几乎完全依赖于进口,可见中高端设备“进口替代”的速度非常快。

东方精工作为国内中高端瓦楞纸箱多色印刷成套设备的龙头企业,其主打产品亚太之星和拓来宝系列均为“送纸-印刷-开槽-模切-成箱”的一体化设备,产品在工作速度、套印精度、运行稳定性、自动化程度都已经接近或达到国际先进水平。由于在中高端领域有着非常高的资金和技术壁垒,因此技术与国际接轨的东方精工等少数几家公司在这一领域处于绝对主导地位。尽管东方精工的成套印刷设备在包括低端产品的整体行业中的市场占有率并不高,但在中、高端领域,其亚太之星系列出口金额占全国同类产品出口金额 40% 左右,其中在中高端市场中的地位可见一斑。

东方精工的产品较国内同类产品品质更优,体现在运行更加稳定、使用年限较长,一般来说,公司竞争对手的产品大约可以使用 6-8 年,而公司产品使用 10 年后的二手机还可以卖出原价 1/3 的价格。同样体现在价格上,竞争对手产品价格一般比公司产品便宜 15% 左右。与欧美同类产品相比,公司产品的性能已经接近国外先进水平,但价

格只相当于欧美产品的 45% 到 50%,性价比非常高。因此综合来看,公司将不断提升在国内中高端瓦楞纸箱市场中的占有率。

东方精工 崛起中的国际化瓦楞纸箱机械领军企业

一、原有的产业基础雄厚 具备整合产业链的技术能力

在收购佛斯伯之前,东方精工已经拥有了较好的产业基础,公司主要从事高端瓦楞纸箱多色印刷成套设备,集成了送纸、印刷、开槽、模切、粘箱等功能,在国内已经处于行业的龙头地位。公司产品主要按照欧洲标准设计和生产,生产流程和产品品质可以满足全球大型纸箱生产企业的要求,已成为全球较有实力的瓦楞纸箱印刷设备制造商之一。国际前十大瓦楞纸箱集团如“爱生雅”(SCA)、国际纸业”(IP)、曼迪”(Mondi)和国内众多大型的纸箱企业如合兴包装、正隆纸业都已成为公司客户,此外,蒙牛、伊利、美的、青岛啤酒、索尼等多个国内外知名品牌也都是公司设备印刷成品的忠实用户。

在印刷成套设备环节,公司目前主要产品有亚太之星和拓来宝系列,分别针对国际市场和国内市场。公司产品定位高端,尤其是亚太之星系列产品,其印刷速度、印刷幅宽、套印精度、运行稳定性、自动化水平等主要性能指标达到国际先进水平,以公司的代表产品 APSTARHS (伺服驱动数控全自动高速多色瓦楞纸印刷开槽模切成套设备)为例,主要指标均超过国内指标,与国际指标一致。亚太之星为下印式,单价较高,销往欧美,目前国内一些大厂也逐步采用下印式的亚太之星。

图:亚太之星系列产品



图:拓来宝系列产品



虽然国内瓦楞纸设备市场集中度很低,可以说是个充分竞争的市场,但是公司仍然保持了较高的毛利率。主要原因在于:第一,在国内市场公司产品定位高端,此领域主要竞争者 2-3 家,竞争相对有序;公司产品价格是最高的,但产品质量稳定性比国内同行要高,相较其他竞争者有定价权。第二,在国外市场公司产品是跟着外国产品定价,价格是国外巨头的二分之一左右,发达国家走代理,发展中国家直销。

二、整合佛斯伯 具备进一步与国际巨头竞争的能力

东方精工通过完成对佛斯伯 60% 股权的收购,首先是在产业链上进行了有效的整合,公司从瓦楞纸箱印刷设备生产制造向上游瓦楞纸生产线的研发和生产拓展。收购完成后,双方将设立一家合资公司,未来合资公司将生产制造宽幅为 2.5 米和 2.8 米的高速宽幅瓦楞纸生产线,设计年产能 50 条生产线,产品销往中国、印度等亚洲国家及其他新兴市场。该合资公司瓦楞纸生产线的研发和全套图纸全部按照佛斯伯标准,制造标准和工艺标准也全部按照佛斯伯标准来执行。为针对亚洲不同客户的需求,合资公司的产品分为两大类,一类为核心单机在意大利生产,部分单机在中国的合资公司生产的混合瓦楞纸生产线,该混合线在国内的合资公司完成最终的整线组装;另一种是全部零件均在意大利生产并组装的纯中国制造的瓦楞纸生产线。合资公司生产的产品,将比目前全进口产品的价格约低 30%-40%。

同时,双方的生产管理也可进行有效的整合,借助佛斯伯的研发优势和公司成本控制能力,东方精工不仅可以生产出优质的高端瓦楞纸生产线,还可以有效降低佛斯伯及成立的合资公司的综合成本,大幅提高产品性价比,提升客户的满意度和忠诚度,在行业内占领新的高地。

更为重要的是,公司与佛斯伯的产品定位极其相似,因此双方还将充分共享销售渠道、客户资源。由于目前东方精工主要深耕全球瓦楞纸箱印刷机械的中高端市场,而佛斯伯的产品为高端瓦楞纸生产线,且主要市场集中在欧洲、美国,本次收购后,双方可以共享销售渠道和服务网络,快速提高营销整合能力。东方精工可以借助佛斯伯的销售渠道快速拓展欧美中高端市场的客户,佛斯伯也能够借助东方精工在新兴市场特别是中

国、印度市场完善的营销网络增加新的商业机会,从而实现双品牌的协同发展。

可以说,双方的合作将百利而无一害,整合后的东方精工具备了瓦楞纸箱机械全产业链核心设备的生产能力,凭借公司原已有的深厚产业基础进一步具备了与国际巨头一决高下的实力。

三、不断参与全球化竞争 独特优势确保胜出

公司在设立之初就树立了创一流国际品牌的长远目标,通过多年的不懈努力,建立了业内知名的自主品牌。特别是 2011 年公司上市以来,不仅品牌优势得到进一步提升,而且公司的研发、生产、销售及人才储备方面的实力也大大增强,已经跻身国内一流制造商阵营。通过建立完善的市场跟踪机制、紧跟欧美最新的印刷设备市场动向、不断调整和优化市场布局,公司产品已远销到北美、欧洲、东南亚、中东、印度、非洲等全球三十多个国家和地区。

目前公司产品在国内市场的销售分为五个大区:华南、华中、华东、华北、西南西北,在海外市场的销售主要分为代理区(美洲、欧洲、中东、东南亚、南亚、直辖区(南亚)。经过多年的积累,公司已建立了完善的营销体系与售后服务网络,由单一设备供应商逐渐转型为服务式营销,提供全套解决方案的提供商。在以“智造高品质包装及印刷设备的引领者”这一愿景的指导下,公司将继续在现有营销网络的基础上精耕细作,挖掘市场潜力,持续完善产品推广、客户关系维护和售后服务体系。作为一个成功的专用设备制造企业,东方精工已经具备了如下三点能力,凭借这几项不可复制的优势,公司有望并最终转化独特的竞争力,在未来的市场获得胜出。

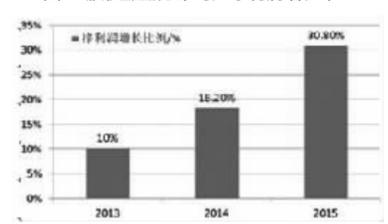
表 2:东方精工的胜出能力:

核心竞争力	理由	东方精工
对客户生产工艺的深入了解	只有了解甚至超越客户对生产工艺的市场需求,才能为客户提供切实可行的生产方案,甚至创新引导需求。	公司持续的技术创新能力和快速反应的市场意识,能够领先竞争对手持续开发前瞻性的创新产品,以满足瓦楞包装产业升级、快速发展的需求。
卓越的功能设计、精工加工和装配工艺	能够把对生产工艺的理解转化成可行功能和结构设计,自身拥有关键部件的设计和关键工艺的处理手段,并拥有成熟的装配工艺团队,才能生产出高品质的设备。	公司是行业技术革新的引领者,率先进行伺服驱动、机电一体化印刷成套设备的设计、研发以及产业化生产;目前拥有 30 余项专利及一系列关键的非专利技术。
快速的客户响应	对于客户的使用过程中遇到的问题能够第一时间提供快速响应的服务,才能帮助客户减少损失,形成良性循环。	2010 年 CRM 系统投入使用,并结合销售区域的分布建立营销服务体系,加快响应速度和服务质量,向服务营销转型。

四、股权激励促进股东利益一致

最后,在公司治理上,公司也已取得了重大的进步。公司在今年发布了股权激励计划,计划拟授予数量为 518 万股,计划授予价格为 4.38 元/股。激励计划有效期 48 个月,其中锁定期 24 个月,解锁期为 24 个月,解锁条件:1. 年度净利润以扣除非经常性损益与扣除前的净利润相比的低者作为计算依据,以 2012 年净利润为对比基准,2013-2015 年净利润增长分别不低于 10%、30%和 70%;2. 激励对象年度考核结果达到合格或以上。达到解锁条件后,每次分别解锁 15%、35%和 50%。按解锁条件,2013-2015 年公司净利润增长幅度不应低于 10%、18.2%和 30.8%。股权激励方案彰显公司对未来的信心。同时,若考虑公司净利润率不变,公司 2013-2015 年新收入占公司 2012 年收入比例不应低于 10%、30%和 70%。股权激励后,公司大股东的利益与中小股东利益已经趋于一致,公司发展更为齐心,也预示公司将加快业绩增长,相应的价值增长速度更有保障。

图 5:股权激励方案对应净利润增长率



此次东方精工的收购受到了资本市场的一致看好,这在屡屡失败的海外收购案例背景下是不多见的。究其原因,是因为东方精工本身已经具有了良好的产业基础条件,此次收购是在原有产业链的补强,对于公司的发展百利而无一害;同时,收购也优化了公司的财务结构,资本的回报率得以提升,股东内涵价值巨量增长,自然受到了资本市场的青睐;不过更为重要的是,通过此次收购,公司真正具备了走向国际舞台一流企业的潜力,目前欧洲、美洲在瓦楞纸箱机械领域都具有领军性企业,未来亚洲也必将崛起一家,从而在国际上形成三足鼎立之势,东方精工或将扛起这面大旗。(CIS)