

其它专用机械



吴华

行业研究员

021-38565924

wuhua@xyzq.com.cn

大橡塑（600346）

破而后立，进军石油石化机械

推荐

市场数据

报告日期	2009-2-13
收盘价(元)	7.89
52周最高/最低(元)	14.64/4.38
总股本(百万股)	105.00
流通股本(百万股)	55.21
总市值(百万元)	828.45
流通市值(百万元)	435.63
每股净资产(元)	3.21

股价走势



相关报告

投资要点

● 此次调研的目的：

1、2007年1月12日公司发布关于IPO募投项目变更的公告：为了争取尽快完成首套国产大型挤压造粒机组的生产，替代进口，公司将原本IPO计划投资的土工膜挤出吹塑机国产化技术改造项目的4291万元变更至大型挤压造粒组技改项目。大型挤压造粒技改项目总投资1.95亿元，建设期二年，预计2009年达产

2、2008年8月19日公司发布：根据大连市国资委整合所控制的上市公司国有股权的精神，大连国资公司将通过国有股权无偿划转的方式取得大橡塑4978.74万股国有股，占其股份总数的47.417%。大连国资公司为大连市国资委出资设立的国有独资有限责任公司，划转后的股权性质为国有法人股，实际控制人仍为大连市国资委。

从公告中得知，公司的大型挤压造粒机组将于2009年3月31日交付使用，我们希望通过调研了解项目具体进展情况和股权转让后公司的变化情况。

- 大型挤压造粒机组作为国家“十一五”重大技术装备攻关项目，是中国石化行业百万吨乙烯工程目前唯一没有实现国产化的重大装备。乙烯是石化行业的核心产品，挤出造粒是乙烯生产流程中最基本也是最重要的环节之一，大型挤压造粒机组是大型乙烯装置后处理的关键设备，它可以把聚合物经过混炼、挤压、造粒等过程造出聚烯烃粒料，以方便运输。长期以来，我国大型乙烯的生产装备全部依靠进口，虽然国家从“七五”开始就对此进行立项研发，但一直没有重大突破。该项目的核心技术一直掌握在美国的FARREL、德国的KWP、日本的JSW和KOBEL四家制造商手里，形成了技术、价格垄断，近5年来价格上涨了一倍。一台30万吨级挤压造粒机的价格，已从2002年的五六百万美元，上涨到了千万美元以上，而交货期却从10~12个月延至18~24个月，严重影响我国石化工程项目的投资控制和建设进度，制约了我国石化工业的快速发展。因此，实现大型挤压造粒机组的国产化是我国多年的追求，其意义、影响和技术难度不亚于乙烯的“三机”（裂解气压缩机、丙烯压缩机、乙烯压缩机）。2006年由中石化牵头，大橡塑、北京化工大学、燕山

石化等单位联合攻关，目前20万吨级的大型挤压造粒机已经处于加工试制过程，3月底将交付燕山石化试用，期间设备安装调试需要2个月左右，大型设备的试用期在半年左右，基本上今年年底就能得到测试结果，一旦产品通过测试将改变传统落后的小中型机组生产现状，推广和实现标准化、大型化技术，填补国内空白，替代进口，符合行业发展规划的要求，同时也是将中国潜在的最佳生产力水平转化为现实生产力的重要举措。

- 大橡塑成立于1907年，是一家有着近百年历史的老企业，一直以单件小批量生产为主。从上世纪50年代中期起，由国家定点开始研制生产橡胶塑料机械。经过几代人的努力，如今已发展成为全国规模最大，研发和制造能力最强的橡胶塑料机械专业生产主导厂和出口基地，创造了我国橡塑机械60多个第一，多次承担了国家重大项目国产化的攻关任务。公司从80年代末90年代初开始就一直不断的开发挤压造粒机，在21世纪初已经有能力生产公司已经完成了7~10万吨级和10~15万吨级两种规格各两种形式的大型挤压造粒机组的设计工作，并基本具备了制造能力，只等落实依托工程。目前通过合资合作和消化吸收引进技术，并针对该机组生产进行了多轮技术改造技改后，公司拥有生产20万吨级的大型挤压造粒机的能力，核心部件由公司自主制造，一些配套零部件从国外采购，国产化率能达到70%以上。30万吨和40万吨的大型挤压造粒机也已经开始设计，一旦20万吨级产品被石化单位所接受，30万吨级和40万吨级产品将很快实现生产。多年来公司一直为燕山石化、齐鲁石化、天津乙烯、扬子石化等国内大型石化企业精诚服务，不仅为燕山石化开发出多套造粒机组，还为这些企业的进口设备提供、修正零部件，在与这些大型石化企业建立了良好合作关系的同时，也为以后的公司进军石油石化产业，与各公司进一步合作奠定了基础。
- 公司此次开发的20万吨级大型挤压造粒机，售价在5000万元左右，最低毛利率为33%，后续基本能保持在35%—40%左右。目前一个百万吨乙烯工程需要5台20万吨，或者2台40万吨加一台20万吨的大型挤压造粒机。国内需求来自两个方面，一是新增需求，二是小机组的更新淘汰，一年需求量在8—10台，一旦公司产品测试过关，至少将占到国内市场需求的一半以上。目前公司正在进行产房搬迁，为以后的大型设备预留较大的空间，大型挤压造粒机产能为5—6台，若订单较多，则计划占用目前橡胶机械生产的部分通用设备来赶工，最大产能能达到8台，公司估计2010年能签下4台的订单，且未来10年每年不低于2台的订单量。该项目需要极大的前期资本投入和较高的技术进入壁垒，从目前来看，公司将成为国内唯一一家大型挤压造粒机的生产厂商。
- 公司于今年年底前全部搬迁至新厂区，目前老产区一部分产能闲置，新厂区产能处于逐步释放中。由于产品安装运行后不能停机，所以该产品

对零部件、控制系统和加工设备要求非常高，第一台设备数控系统、特殊钢材、特殊轴承一部分都来自国外采购。而公司前期投入 2 - 3 亿元建厂房，2 亿元从德国、日本进口高档数控机床、加工中心和其它精密设备，08 年底公司的短期贷款达到 3.8 亿元、长期贷款 1 亿元，但大型挤压造粒机组已被列入国家发展和改革委员会 2006 重大装备国产化国债专项，并得到国资金补助（每年 200 万 - 300 万的拨款）。公司搬迁后现有土地将进行转让，目前该地区总建筑面积 15 万平方米，其中住宅面积将到 13 万平方米左右，公司现有厂房地地理位置较好，周边楼盘售价已经达到 7000 - 8000 元 / 平方米，二手房价也在 5000 - 6000 元 / 平方米，粗略估计每平方米的转让价格能达到 2500 - 3000 元 / 平方米，则总价在 5 亿元左右，目前该土地所有权属于国资公司，转让后大股东将可能从中拿出一部分来支持公司的发展，减轻负债压力。

- 前期公司计划出资 207.7 万加元，折人民币 1,310.6 万元，按净资产比例为 1:2.04 收购加拿大阿尔法马拉森公司 51% 股权。此次收购谈判用时较长，由于被收购方态度不坚决，一直拖延，致使收购一直处于搁浅状态。若后续收购成功，公司将成功携手国外同行进一步加大对塑料机械行业的话语权。
- 管理体制亟待改善。公司从冰山集团分离出来后，仍然是国企大锅饭的制度，人员编制庞大，生产效率较低，目前在岗员工 1700 人，相应的销售收入较低，使得公司的管理费用率一直在 15% 左右居高不下，虽然综合毛利率在 22% 左右，净利率却只有 1%。今年公司计划整编在职员工，将人数压缩到 1000 人左右，在 2010 年扩大销售规模后，管理费用有望大幅下降，净利率有所提升。
- 我们认为公司目前储备的产品都是进口替代类产品，符合石油石化产业振兴的思路，在 2009 年卸下历史包袱后，在 2010 年能轻装上阵。公司相关产品在 2010 年有个集中爆发期，业绩也相应能大幅提升。我们给予公司 08 - 10 年的 EPS 分别为 0.05 元、0.01 元和 0.53 元，08 年 PB 为 2.4 倍，给予“推荐”评级。
- 风险提示：1、公司的管理仍然没有改善，生产效率低下，三项费用较高。2、大型挤压造粒机在燕山石化测试不过关。3、2010 年现实订单量低于预期订单量。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	472	816	429	618
现金	80	418	35	70
应收账款	130	148	144	218
其它应收款	3	5	4	6
预付账款	12	16	15	19
存货	214	228	221	291
其他	34	0	10	14
非流动资产	293	416	518	550
长期投资	7	4	4	5
固定资产	138	281	413	472
无形资产	2	-1	-4	-6
其他	146	132	104	80
资产总计	765	1232	947	1168
流动负债	418	785	500	763
短期借款	229	380	156	318
应付账款	58	101	76	106
其他	130	304	267	338
非流动负债	10	110	110	10
长期借款	0	100	100	0
其他	10	10	10	10
负债合计	428	895	610	773
少数股东权益	2	2	2	5
股本	105	105	105	105
资本公积	196	196	196	196
留存收益	35	34	35	90
归属母公司股东权益	335	335	335	391
负债和股东权益	765	1232	947	1168

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	12	256	-1	75
净利润	4	5	0	58
折旧摊销	16	23	40	54
财务费用	8	8	10	12
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-19	206	-59	-60
其它	2	14	8	11
投资活动现金流	-117	-156	-149	-89
资本支出	120	160	150	90
长期投资	0	-3	0	1
其他	3	1	1	1
筹资活动现金流	83	238	-233	50
短期借款	88	151	-224	162
长期借款	0	100	0	-100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0
其他	-8	-13	-10	-12
现金净增加额	-22	338	-383	35

利润表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	465	466	486	705
营业成本	363	362	379	482
营业税金及附加	2	1	1	2
营业费用	15	14	16	24
管理费用	70	75	79	106
财务费用	8	8	10	12
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	6	4	1	78
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	6	4	0	78
所得税	2	-2	0	19
净利润	4	5	0	58
少数股东损益	0	0	0	3
归属母公司净利润	4	5	0	55
EBITDA	30	35	50	144
EPS (元)	0.03	0.05	0.00	0.53

主要财务比率

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
成长能力				
营业收入	39.3%	0.1%	4.2%	45.1%
营业利润	87.2%	-32.6%	-86.1%	14027.8%
归属于母公司净利润	28.0%	39.8%	-94.1%	18136.4%
获利能力				
毛利率	22.0%	22.3%	22.0%	31.6%
净利率	0.8%	1.1%	0.1%	7.8%
ROE	1.1%	1.5%	0.1%	14.1%
ROIC	2.9%	3.1%	1.9%	14.5%
偿债能力				
资产负债率	55.9%	72.6%	64.4%	66.1%
净负债比率	53.53%	53.63%	42.06%	41.19%
流动比率	1.13	1.04	0.86	0.81
速动比率	0.60	0.74	0.40	0.42
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.47	0.45	0.67
应收账款周转率	4	3	3	4
应付账款周转率	7.14	4.53	4.28	5.30
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.05	0.00	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	2.44	-0.01	0.71
每股净资产(最新摊薄)	3.19	3.19	3.19	3.72
估值比率				
P/E	220.69	157.90	2671.25	14.65
P/B	2.42	2.42	2.41	2.07
EV/EBITDA	32	27	19	7

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京、广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。