

新股研究报告

机械行业
重型装备制造

润邦股份

合理价位： 25~30 元/股

2010 年 9 月 27 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	200/50
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
上证综指/深证成指	2591.55/11210.74
发行股本 (百万股)	50

新股投资价值分析

从巨人肩上起飞的重型装备创新企业

●国内起重装备行业快速发展，船舶舱口盖需求回暖

我国起重运输机械市场 2001~2009 年年复合增速达到 28.7%。中国经济的持续增长和世界机械制造重心持续向中国转移将保证行业长期快速发展。2010 年上半年我国起重运输机械销售额为 1746.9 亿元，同比增长 19.8%，表明该行业正逐步摆脱金融危机影响，重回快速增长轨道。Clarkson 统计 10 年上半年全球新签造船订单 1218 万修正吨，同比增长 223%，超过去年全年 1194 万的总订单量。船舶行业复苏将带动舱口盖需求回暖并保持稳定增长。

●与产业和金融巨头深度合作，润邦股份拥有更高起点、更广平台

公司主营舱口盖和起重装备。09 年营业收入 11.1 亿元，毛利率 25.2%，净利润 1.5 亿元。公司靠自身实力成为麦基嘉、卡尔玛等全球行业巨头的战略合作伙伴，得以分享其市场、技术和管理资源，反过来又进一步巩固了自身竞争优势；凯雷投资集团入股公司，将帮助公司更好地抓住世界重型装备制造向中国转移的潮流，通过利用凯雷的全球网络帮助公司迅速开发新业务和开拓国际市场。来自产业界和金融资本巨头的双重助力，将使得公司拥有比国内同类企业更高的起点和更广阔的发展平台。

●募投资金重点发展自主品牌，提升公司核心竞争力

募投资金主要用于发展公司的“杰马”品牌起重装备、海工装备和舱口盖工艺改进。拥有自主品牌、发展多元业务可提高公司抗市场风险的能力、提高公司的盈利能力。预计到 2012 年公司营业收入将达到 24.2 亿元，3 年复合增速 30%。

●合理价值区间在 25~30 元/股之间

预测公司 10、11、12 年三年 EPS 为 0.93、1.18 和 1.51 元/股。综合考虑绝对估值和相对估值，我们认为可以对公司的管理团队以及战略合作伙伴结构给予适当溢价，公司股票合理价值区间为 25~30 元，对应的 10 年 PE 为 26.9~32.3 倍，11 年 21.2~25.4 倍，12 年 16.6~19.9 倍。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,112	1,430	1,980	2,441
(+/-%)	48.9%	28.7%	38.4%	23.3%
净利润(百万元)	150	186	236	302
(+/-%)	77.8%	24.4%	27.1%	27.6%
每股收益 (元)	1.00	0.93	1.18	1.51
EBIT Margin	17.2%	19.6%	18.5%	18.8%
净资产收益率 (ROE)	59.1%	48.6%	43.1%	39.7%
市盈率 (PE)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	2.3	2.6	2.9	2.1
市净率 (PB)	0.00	0.00	0.00	0.00

分析师：余爱斌

SAC 执业证书编号：S0980207060202

电话： 0755-82133400

E-mail: yuab@guosen.com.cn

联系人：杨森

电话： 0755-82133343

E-mail: yangsen@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

内容目录

内容目录	2
图表目录	3
估值与投资建议	4
相对估值法: 27.9~32.6 元/股	4
绝对估值法: 23.1~27.8 元/股	4
估值结论: 合理价值区间为 25~30 元	5
润邦股份: 拥有高起点、广阔发展平台的重型装备供应商	6
主营船舶舱口盖和起重装备, 是全球行业巨头的战略合作伙伴	6
09 年主营业务收入 11 亿元, 初步形成多元化业务结构	7
计划发行 5000 万股	8
舱口盖行业回暖, 起重设备行业快速增长	10
造船行业回暖, 船舶舱口盖制造集中度提高, 优秀企业订单有保障	10
国内起重设备市场快速增长, 国际影响力日益提高	10
公司与多个产业巨人深度合作, 同时发展自有品牌, 具备巨大发展潜力	11
麦基嘉: 全球舱口盖和甲板克令吊行业领导者, 公司是其最大的舱口盖供应商和战略合作者	11
卡尔玛: 全球起重设备行业领导者, 公司是其集装箱桥吊唯一供应商	12
易赛尔: 全球铝工业特种起重设备供应领导者, 公司是其中中国最大的电解铝吊机产品供应商	12
凯雷投资集团战略入股, 帮助公司拓展全球市场	12
发展自有品牌“杰马”、“普腾”, 增强核心竞争力	13
学习型、执行力强的优秀管理团队	13
募投资金重点发展自有品牌起重设备, 提升核心竞争力	14
发展自主品牌, 切入国内起重设备中高端市场	14
发展海洋工程装备项目, 优化舱口盖生产工艺	15
盈利将进步快速增长轨道, 10~12 年净利润复合年增速 26%	15
核心判断的主要风险	16
附表 1: 财务预测与估值	17
国信证券投资评级	18
免责声明	18

图表目录

表 1: 国内相类似上市公司盈利预测与估值水平比较.....	4
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	4
表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
图 1: 公司主要产品.....	6
图 2: 2007~2010.6 公司主营业务收入 (按产品)	7
图 3: 2007~2010.6 公司各主营业务占比 (按产品)	7
图 4: 2007~2010.6 公司主营业务毛利 (按产品)	7
图 5: 2007~2010.6 公司各主营业务毛利占比 (按产品)	7
图 6: 2007~2010.6 公司综合毛利率.....	8
图 7: 2007~2010.6 公司分产品毛利率	8
图 8: 发行人及控股股东股权结构图.....	8
表 4: 发行前后公司股本情况	9
表 5: 募集资金投向项目	9
图 9: 全球新签船舶订单.....	10
图 10: 国内起重运输机械市场容量 (亿元)	11
图 11: 公司合作拓展新业务历程.....	13
图 12: 现有业务及募集资金投入后新增产能情况.....	14
表 6: 募投项目达产情况及销售收入预测.....	15
表 7: 公司盈利预测.....	15

估值与投资建议

相对估值法：27.9~32.6 元/股

公司产品可归属为船舶配套和专用重型装备制造业务。我们选取与公司业务比较相似的中国重工（601989）、振华重工（600320）、二重重装（601268）三家主板上市公司和一家中小板上市公司天业通联（002459）作为相对估值比较对象。根据 2010 年 9 月 21 日的收盘价，相关业务可比公司的平均 PE 为 09 年 EPS 的 43.11 倍，10 年 EPS 的 33.78 倍。

表 1：国内相类似上市公司盈利预测与估值水平比较

证券代码	上市公司	总市值	9.21 日 收盘价	EPS				PE				三年 复合 增长率	PEG
				2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012		
601989.SH	中国重工	554.69	8.34	0.31	0.31	0.36	0.37	37.22	27.28	23.28	22.25	6.1%	4.5
600320.SH	振华重工	280.54	6.39	0.19	0.16	0.29	0.42	33.40	39.71	21.87	15.15	30.3%	1.3
601268.SH	二重重装	171.20	10.13	0.27	0.30	0.42	0.61	45.02	33.59	24.14	16.67	31.2%	1.1
002459.SZ	天业通联	46.08	26.95	0.63	0.78	1.10	1.27	56.81	34.55	24.42	21.27	26.3%	1.3
平均值								43.11	33.78	23.43	18.84	23.5%	2.0

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

我们预测公司 10、11、12 年三年 EPS 为 0.93、1.18 和 1.51 元/股，我们认为可以对公司的管理团队以及战略合作伙伴结构给予适当溢价，给予公司 10 年 EPS 30~35 倍的 PE，对应股价为 27.9~32.6 元，对应 11、12 年 PE 分别是 23.6~27.6 倍和 18.5~21.6 倍。

绝对估值法：23.1~27.8 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。

假定无风险利率为 3.86%；风险溢价率为 6.8%；有效税率 25%；行业平均 Beta 为 1.2；在此假设下，公司的 WACC 为 10.51%。

表 2：绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.0%	实际所得税率 T	25.0%
无风险利率	3.86%	Ke	12.02%
行业平均 Beta	1.2	风险溢价	6.80%
公司市值 (E)	-	E/(D+E)	80.0%
债务总额(D)	-	D/(D+E)	20.0%
Kd	5.94%	WACC	10.51%

资料来源：国信证券经济研究所

根据 FCFF 的三阶段模型和 WACC 假设，我们测算润邦股份的合理价值为 23.1~27.8 元/股。

表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	9.5%	10.0%	10.51%	11.0%	11.5%
3.5%	32.65	30.11	27.94	26.05	24.40
3.0%	31.13	28.86	26.89	25.17	23.65
2.5%	29.82	27.77	25.98	24.39	22.99
2.0%	28.69	26.82	25.17	23.71	22.40
1.5%	27.69	25.98	24.45	23.09	21.86
1.0%	26.82	25.23	23.81	22.53	21.38
0.5%	26.04	24.56	23.23	22.03	20.94

资料来源：国信证券经济研究所

估值结论：合理价值区间为 25~30 元

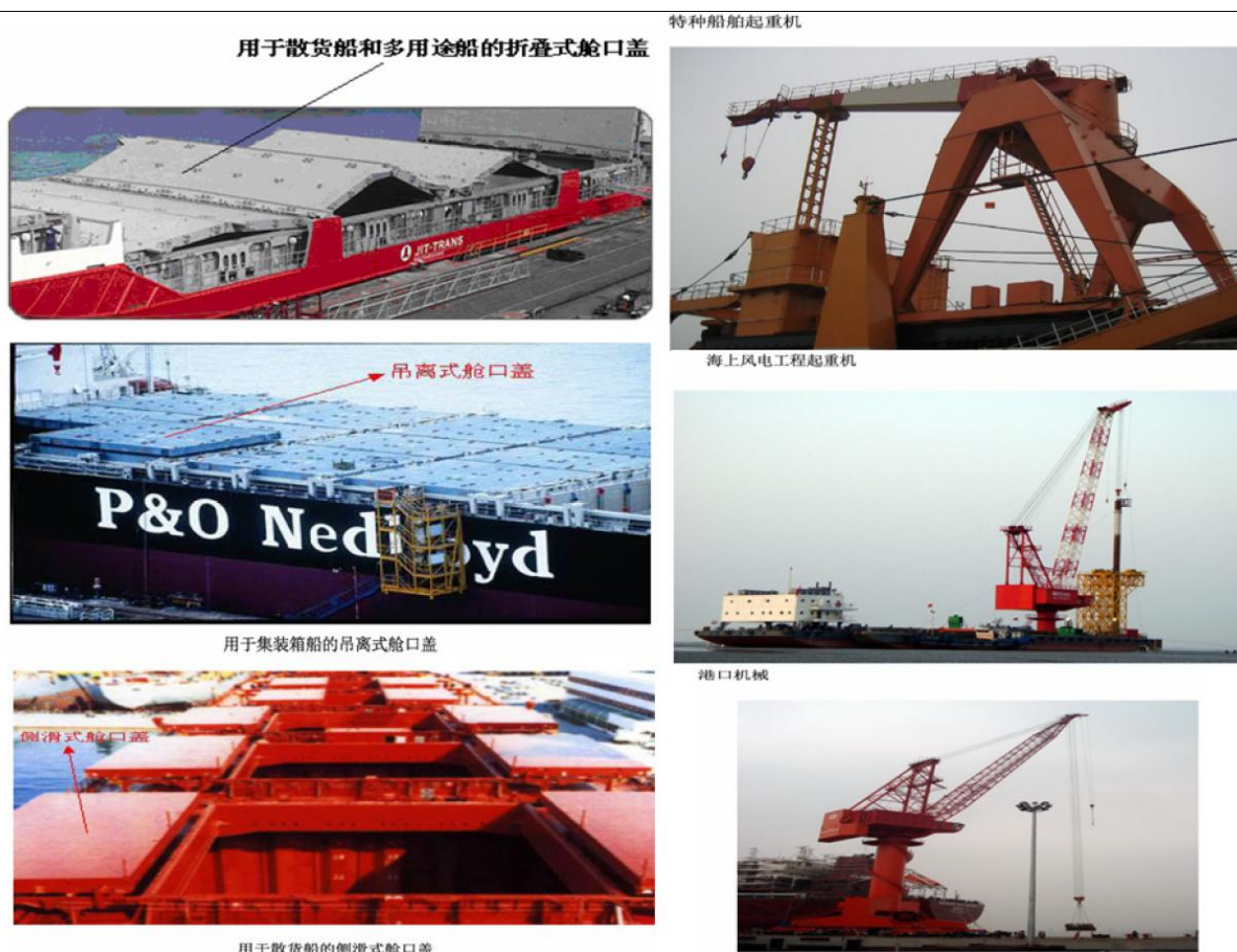
预测公司 10、11、12 年三年 EPS 为 0.93、1.18 和 1.51 元/股。综合考虑绝对估值和相对估值，我们认为公司股票合理价值区间为 25~30 元，对应的 10 年 PE 为 26.9~32.3 倍，11 年 21.2~25.4 倍，12 年 16.6~19.9 倍。

润邦股份：拥有高起点、广阔发展平台的重型装备供应商

主营船舶舱口盖和起重装备，是全球行业巨头的战略合作伙伴

公司主营业务为重型装备设计、生产、销售及服务，产品定位于中高档次，主导产品包括舱口盖和起重装备两大类。舱口盖主要包括用于集装箱船的吊离式舱口盖，用于散货船及多用途船的折叠式舱口盖、侧滑式舱口盖。起重装备产品主要包括各类“杰马”自主品牌起重装备及与麦基嘉、卡尔玛、易赛尔等世界行业巨头合作生产制造的甲板克令吊、海工克令吊、集装箱桥吊、卸船机、电解铝吊机等。公司靠自身实力成为麦基嘉、卡尔玛等全球行业巨头的战略合作伙伴，得以分享其市场、技术和管理资源，从而进一步巩固自身竞争优势；凯雷投资集团入股公司，将帮助公司更好地抓住世界重型装备制造向中国转移的潮流，通过利用凯雷的全球网络帮助公司迅速开发新业务和开拓国际市场。来自产业界和金融资本巨头的双重助力，将使得公司拥有比国内同类企业更高的起点和更广阔的发展平台。

图 1：公司主要产品



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

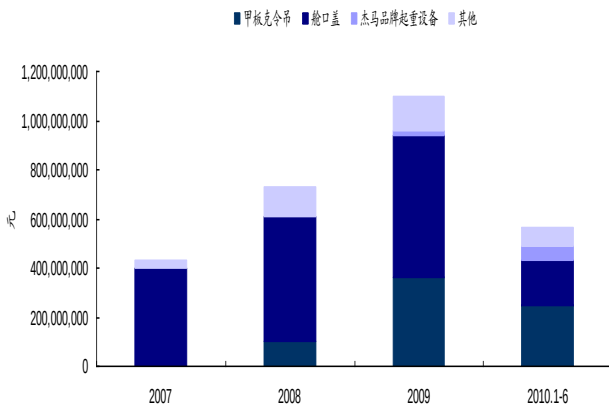
全球视野 本土智慧

09 年主营业务收入 11 亿元，初步形成多元化业务结构

2007~2009 年，公司的主营业务收入分别为 4.3 亿元、7.5 亿元和 11.1 亿元，复合增长率 60.1%。实现归属于母公司的净利润 7518 万、8415 万和 14960 万元，复合增长率为 41.1%。

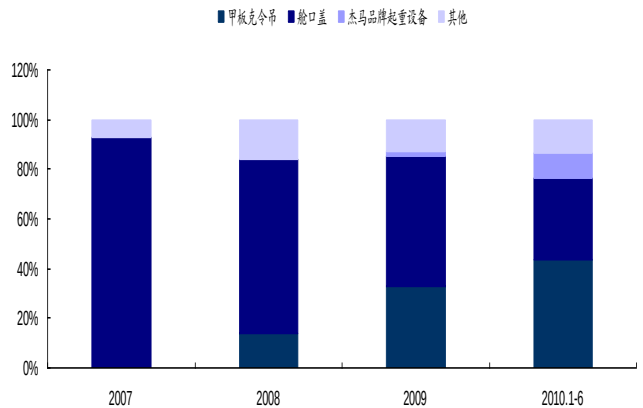
公司原主营业务——舱口盖产品——的产能一直保持在 45000 吨/年，故营业收入也相对稳定，07~09 年分别为 4.0、5.1 和 5.8 亿元。公司近几年营业收入的增长主要来源于甲板克令吊和杰马品牌起重设备的增长，前者 09 年营业收入为 3.6 亿元，同比增长 252.8%；后者是公司在 09 年新增业务，当年实现营业收入 1,553 万元，占总营业收入的比例为 1.4%。2010 年上半年杰马起重设备已实现营业收入 5,466 万元，占上半年公司总营业收入的比例上升至 9.7%。相应地，舱口盖业务占公司总营业收入的比重从 07 年的 93% 下降至 09 年的 52%，10 年上半年更降至 33%。公司已经改变了完全依赖舱口盖产品的单一业务格局，多元化结构初步成型。

图 2：2007~2010.6 公司主营业务收入（按产品）



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

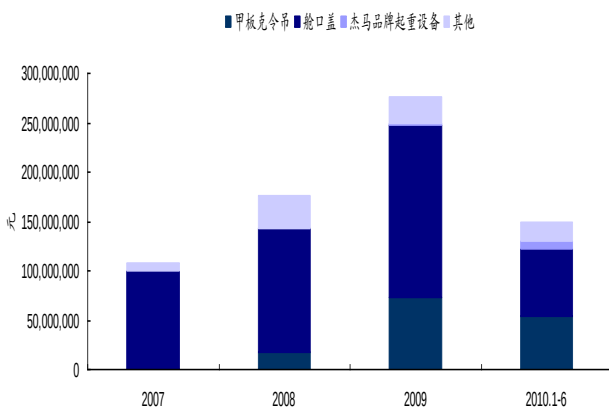
图 3：2007~2010.6 公司各主营业务占比（按产品）



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

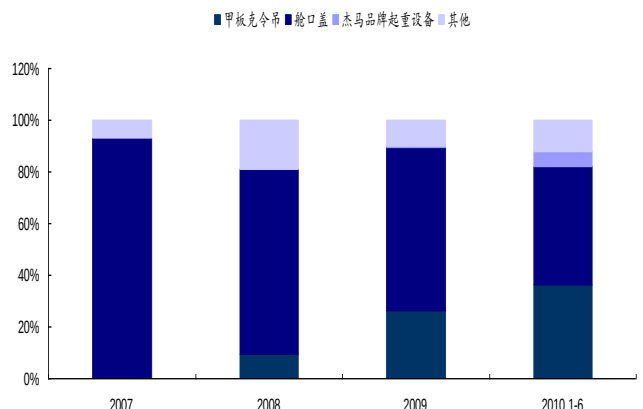
舱口盖产品每年可为公司提供稳定的 1.5 亿元左右的毛利。近几年甲板克令吊和杰马起重装备在总毛利中所占的比重快速上升，二者合计 09 年占总毛利 27.3%，到 10 年上半年已达到 42.1%。

图 4：2007~2010.6 公司主营业务毛利（按产品）



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

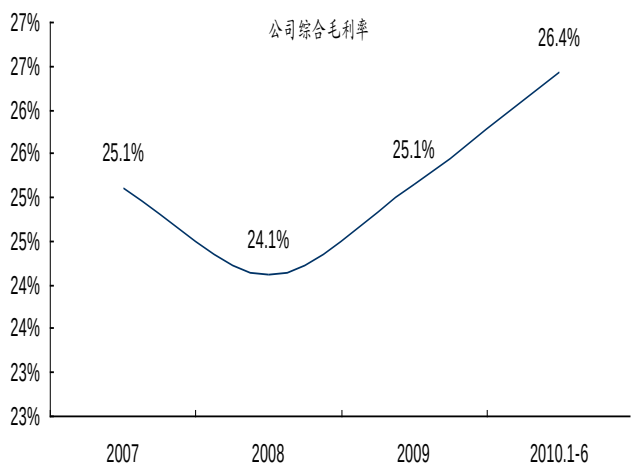
图 5：2007~2010.6 公司各主营业务毛利占比（按产品）



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

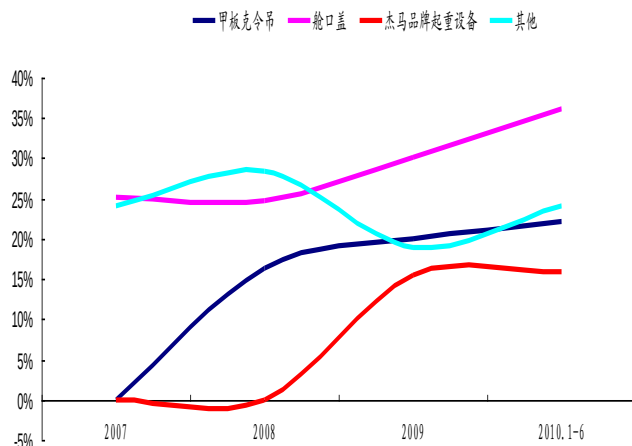
公司总毛利率比较稳定，07~10 年上半年分别达到 25.1%、24.1%、25.2%和 26.4%。各产品类别中，船舶舱口盖产品的毛利率最高，且公司通过工艺改进和优化管理，加上外部市场因素，该产品毛利率近年来呈现上升趋势，07~10 年上半年分别达到 25.2%、24.7%、30.2%和 36.2%，进而拉升整体毛利率。甲板克令吊和杰马起重装备等新产品的毛利率水平也随着业务的熟练程度提升而逐步提高，预计未来将稳定在 20%以上。

图 6：2007~2010.6 公司综合毛利率



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

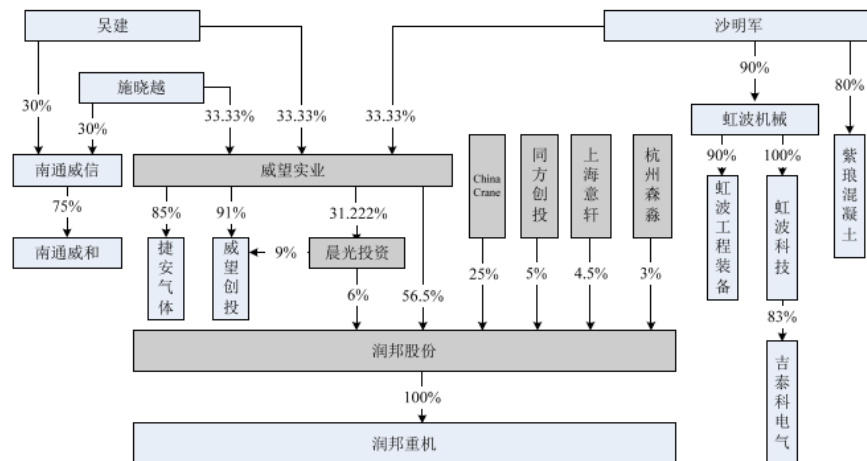
图 7：2007~2010.6 公司分产品毛利率



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

计划发行 5000 万股

图 8：发行人及控股股东股权结构图



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

公司本次发行前公司总股本 15,000 万股，本次拟发行不超过 5,000 万股流通股，发行后总股本不超过 20,000 万股，均为流通股。

本次募集资金将运用于“起重装备产业化项目”、“海洋工程装备项目”及“舱口盖生产综合技术改造项目”。

表 4: 发行前后股本情况

股份类别	发行前		发行后	
	股份数 (千股)	持股比例 (%)	股份数 (千股)	持股比例 (%)
威望实业	84,750	56.5	84,750	42.4
China Crane	37,500	25	37,500	18.8
晨光投资	9,000	6	9,000	4.5
同方创投	7,500	5	7,500	3.8
上海意轩	6,750	4.5	6,750	3.4
杭州森淼	4,500	3	4,500	2.3
本次发行股份	--	--	50,000	25.0
合 计	150,000	100.00	200,000	100.0

资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所

表 5: 募集资金投向项目

序号	项目名称	募集资金 投资额 (万元)	第一年 投资额	第二年 投资额	第三年 投资额
1	起重装备产业化项目	62,727	28,564	30,735	0
2	海洋工程装备项目	25,197	14,148	10,749	0
3	舱口盖生产综合技术改造项目	7,011	1,525	2,395	3,091
	合 计	94,935	44,237	43,879	3,091

资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所

舱口盖行业回暖，起重设备行业快速增长

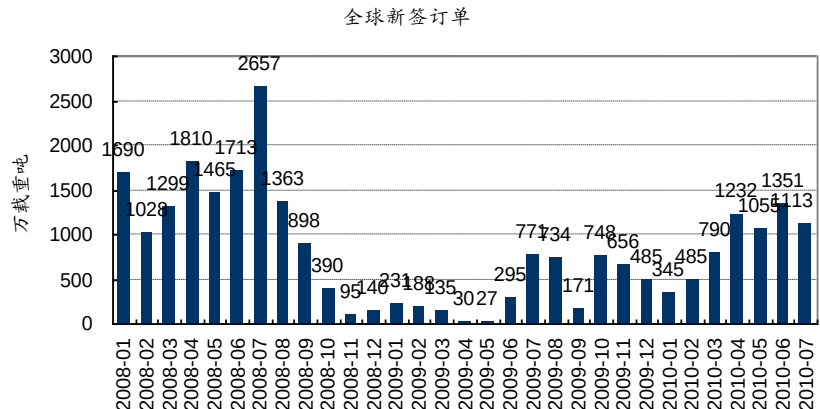
造船行业回暖，船舶舱口盖制造集中度提高，优秀企业订单有保障

现代舱口盖产品同时具备载货、密封、排水、消防等功能。特别是集装箱船、多用途船、散货船等，全部需配备相应的舱口盖产品。

舱口盖的设计、售后服务业务主要集中在麦基嘉和 TTS 两家，合计占全球 70% 的市场份额。2009 年，麦基嘉营业收入 10.1 亿欧元，TTS 营业收入 44.8 亿人民币，前者大约是后者的两倍。麦基嘉和 TTS 逐步把舱口盖的加工制造环节转移到中国，自身保留设计和市场营销功能。在金融危机的背景下，一些加工能力差、成本控制和质量控制不严的舱口盖制造企业正逐步被淘汰，优秀制造企业的市场份额则越来越高，舱口盖的加工制造逐渐趋于集中。

根据世界权威机构 Clarkson 的统计，全球船舶新签订单已经走出 2009 年中期的谷底，呈现回暖迹象。2010 年上半年全球新船订单量达 1,218 万修正总吨 (CGT)，同比增长 223%，已超过去年全年订单总量 (1,194 万 CGT)。预计船舶行业将逐步恢复，新造船及舱口盖需求将持续增长。

图 9: 全球新签船舶订单



资料来源: Clarkson, 国信证券经济研究所

国内起重设备市场快速增长，国际影响力日益提高

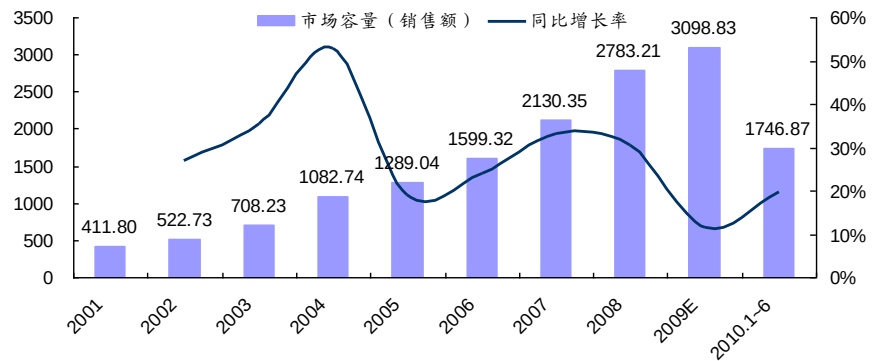
起重装备行业是典型的中间传导性行业，为国民经济的各行各业提供生产装备，主要包括能源、造船、港口、海洋工程、冶金、仓储物流、航空、房地产等众多行业。中国已逐步成为全球的制造中心，随着全球制造业向中国转移步伐的进一步加快和人民收入水平的逐步提高，必将导致重型装备产品的加速升级换代，对起重装备产品产生越来越大的需求，从而推动国内起重装备行业的整体发展。

2001 年以来，我国的起重运输机械市场快速增长。根据中国重型机械工业协会的统计，2001 年，我国起重运输机械销售额仅为 411.8 亿元，2004 年销售额超过 1,000 亿元，2007 年销售额达到 2130.35 亿元，而 2009 年 1-11 月销售额就达到了历史新高 2840.59 亿元，预计 2009 年全年销售额将超过 3000 亿元。01-09 年行业年复合增长率达到 28.7%。我国起重运输机械市场规模从 411.8 亿

元增长到超过 2000 亿元用了 6 年的时间，而从 2000 亿元增长到 3000 亿元仅用了 2 年的时间，市场快速发展，市场容量巨大，前景广阔。

根据最新数据，2010 年上半年全国累计销售额为 1746.87 亿元，同比增速为 19.8%，高于 09 年全年 11.34% 的增速，表明国内起重运输机械市场已逐步摆脱金融危机影响，重新回到快速增长的轨道上。

图 10: 国内起重运输机械市场容量 (亿元)



资料来源：招股说明书，中国重型机械工业协会，国信证券经济研究所

注：2009 年全年数据为根据 2009 年 1-11 月数据按比例推算。

国际起重机制造业已有上百年的发展历史，主要生产国为德国、美国、日本、法国、意大利等，世界顶级公司有 10 多家，世界市场主要集中在北美、欧洲和亚洲。

随着国民经济的快速发展，中国起重机行业成长迅速，在国际上的影响力不断提高，以振华重工为代表的一些公司的主要产品已开始在全球市场中占据了主导地位。与国外同行相比，中国起重机在技术水平、性能、可靠性水平上有所差距，但性价比优势明显，随着亚洲、南美、非洲等发展中国家的基础建设工程的不断兴起，国际市场大有可为，市场前景广阔。

公司与多个产业巨人深度合作，同时发展自有品牌，具备巨大发展潜力

麦基嘉：全球舱口盖和甲板克令吊行业领导者，公司是其最大的舱口盖供应商和战略合作者

20 世纪 30 年代，罗伯特·麦基嘉发明了第一套铁制舱口盖。在此后舱口盖市场 70 多年的发展历程中，麦基嘉公司始终是行业标准的主要制订者，一直引领舱口盖行业的发展，其舱口盖市场份额处于全球领先地位，拥有全球品牌资源优势。

近几年，公司舱口盖订单占麦基嘉在中国分配的订单比例最大，并且作为战略合作伙伴，麦基嘉优先保证公司的订单量。在 2008 年全球金融危机爆发前，麦基嘉舱口盖业务仅在华东地区就拥有本公司、中远钢结构、蛟龙重工为主的 6-8 家供应商。2010 年以后麦基嘉只保留公司、蛟龙重工等为主的少数几家供应商。

麦基嘉于上世纪 60 年代开始从事甲板克令吊业务，通过几十年的发展，其研制出了很多种类的新型产品并成功运用于市场，成为全球领先的甲板克令吊提供商。基于与公司良好的长期合作关系，麦基嘉已将越来越多的新产品及高难度产品交付公司完成。2009 年麦基嘉将首批 24 台“全电驱”的克令吊产品订单交由公司进行生产。甲板克令吊方面，目前麦基嘉在中国主要保留了南京绿洲及本公司为主的供应商。

2004 年 2 月，公司与麦基嘉签订战略合作协议，协议期限至 2010 年 12 月 31 日，在未发生任何一方提前一年书面通知解除协议的情况下自动顺延两年至 2012 年 12 月 31 日。协议约定 2004 年当年双方确定的订单量为 1,500 吨，之后逐步递增至 15,000 吨/年。实际上公司获得的订单远远超过协议约定。2010 年 3 月，双方已将合作协议延长至 2015 年。2009 年麦基嘉公司向公司颁发了“MACGREGOR 2009 年度最具价值供应商”证书。

卡尔玛：全球起重设备行业领导者，公司是其集装箱桥吊唯一供应商

卡尔玛是世界知名的集装箱和重载物资搬运设备提供商，其主要产品为轮胎吊、集装箱桥吊等。卡尔玛集装箱桥吊属行业高端产品，2009 年以前其集装箱桥吊整机装配业务由卡尔玛位于荷兰鹿特丹的装配基地自行完成。

2007 年及 2008 年，公司向卡尔玛交付了 10 套集装箱吊机产品构件，并发运到客户在欧洲的装配基地完成最后的整机装配和调试。2009 年卡尔玛首次将集装箱桥吊整机交给公司生产制造。同年卡尔玛关闭了自己的装配基地并首次将集装箱桥吊的生产制造及整机的装配业务转移到中国，交付公司完成，公司为卡尔玛集装箱桥吊的全球唯一供应商。

易赛尔：全球铝工业特种起重设备供应领导者，公司是其中国最大的电解铝吊机产品供应商

易赛尔公司是铝工业设备（主要是特种起重机）供应的全球领导者，自 2008 年公司与易赛尔公司合作以来，双方合作深度逐渐加强。根据易赛尔（上海）铝业机械有限公司出具的《证明》，目前，公司已经成为易赛尔公司在中国地区最大的电解铝吊机产品供应商，2009 年公司向易赛尔公司提供的用于铝工业特种起重机的设备结构产品达 2,451 吨，共计 35 台套，较 2008 年增长 11 倍。

凯雷投资集团战略入股，帮助公司拓展全球市场

凯雷投资集团是国际知名私人股权投资公司，管理资产超过 906 亿美元。其旗下的凯雷亚洲增长基金所控制的 China Crane 是公司的股东之一。凯雷亚洲增长基金已与公司签订了战略合作伙伴关系协议，同意尽其所能帮助公司完善公司治理结构、招募管理及技术人才和拓展国内外市场，尤其是业务发展方面，凯雷承诺将利用其深厚的行业背景和全球资源，帮助公司在全球范围内寻找业务合作伙伴。

凯雷对重工行业具有深刻的理解，其投资组合中对该类型企业有较多投资，目前其投资组合中具有 10 多家世界知名的重工企业，且绝大部分分布于美国、荷兰、挪威等西方发达国家，随着重型装备制造业全球产业转移的进一步加速，上述企业已逐步将其制造环节转移至更具有优势的国家。因此，上述公司很有可能成为公司的客户。目前公司已与凯雷全球工业网络中的日本 KITO 公司进行了深入的接触，预计随着了解的加深，公司相关产品的订单将会增多。日本 KITO 公司成立于 1932 年，KITO 从创业开始一直从事电动葫芦，手动葫芦及起重机的生产销售，至今近

80 年，在日本及全世界都享有声誉，其制造和销售的子公司遍布全世界。

同时，凯雷承诺愿意为公司自主品牌产品进行全球宣传推广并在其全球投资的企业中推荐使用，为公司将自主品牌产品打造成为国内、国际的知名品牌，提供所有的帮助和努力。

发展自有品牌“杰马”、“普腾”，增强核心竞争力

公司自 2008 年下半年起陆续推出自主品牌产品——“杰马”品牌起重装备及“普腾”品牌智能型立体停车系统。自主品牌产品是公司未来重点发展的业务方向，公司立志推进自主品牌国际化。

“杰马”品牌起重装备为公司自主品牌，产品目前主要面向包括国内工矿、港口、特种船舶及海洋工程相关行业客户。公司自 2008 年 6 月份推出自主品牌以来，截至 2010 年 6 月 30 日，已累计获得 22,526.08 万元订单，其中 2010 年 1-6 月份获得 14,234.74 万元订单，呈现快速上升势头。

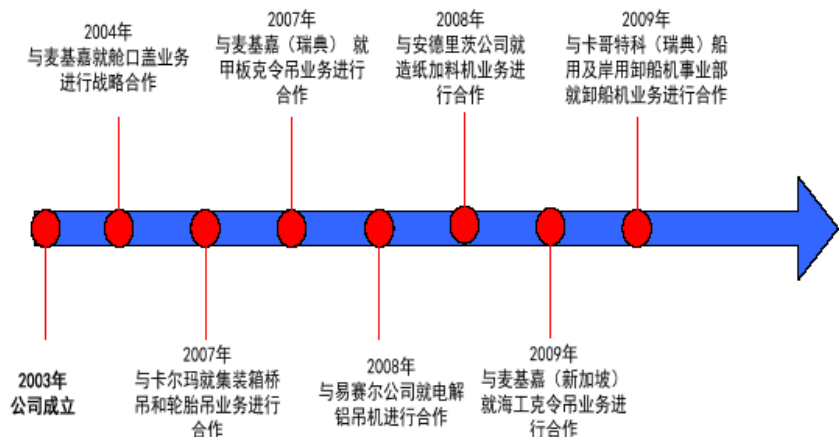
学习型、执行力强的优秀管理团队

公司成立以来一直坚持在发展中学习，在学习中发展，公司通过与世界知名企业建立长期合作关系，学习其先进经验，掌握行业国际规则。公司从成立之初就非常重视团队的学习和培训，通过持续培训，不断将团队打造为一支优秀的国际化的团队。公司先后安排了多次到芬兰、日本、韩国同行企业学习先进的生产制造和管理经验，通过学习和消化，逐渐形成了自身独特的生产制造和管理模式。

通过公司多年的培训实施，团队各方面的能力、员工的技能和个人素质素养也都得到提升。在学习和消化的基础上，公司推出自主品牌并取得快速发展，逐步实现由“中国制造”向“中国创造”的转变，并努力将团队打造为国际化团队。

通过多年的磨合打拼，目前公司拥有了一支年轻、充满朝气、富有激情、不断开拓进取、拥有信念、勇于打拼的优秀管理团队，这是公司在激烈的市场竞争中取胜的关键所在。公司从 2003 年成立至今，迅速与多个行业巨头形成深度合作，开发多个新产品，主要依靠的就是公司管理团队的学习能力和执行能力。

图 11：公司合作拓展新业务历程



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

募投资金重点发展自有品牌起重设备，提升核心竞争力

为扩大公司的生产能力，进一步拓展公司的业务，优化现有生产流水线，提高生产效率，同时增强公司的研发能力和市场营销能力，本次募集资金将运用于“起重装备产业化项目”、“海洋工程装备项目”及“舱口盖生产综合技术改造项目”。通过本次募集资金的运用，将进一步增强公司的市场竞争力及盈利能力，将对公司实现从“中国制造”到“中国创造”的战略实施起到重要的推动作用。

图 12：现有业务及募集资金投入后新增产能情况

产品类型	现有主要业务及年产能水平		现有客户及潜在客户情况		募投项目	募集资金投入	达成后新增产能及销售收入		
船舶装备	舱口盖45,000 吨		卡哥特科（芬兰） 麦基嘉（日本） 麦基嘉（上海）		舱口盖生产 综合技术改造	7,011 万元	不增加产能， 提升舱口盖生产效率，巩固 舱口盖细分市场的领先地位		
海洋工程 装备	非自主 品牌	桩柱系统、系泊装置0 吨		南通蓝岛来福士海洋工程有限公司 等		海洋工程装 备项目	25,197 万元	新增产能 10,000 吨， 达产后新增销售收入约 41,680 万元	
		海工克令吊		麦基嘉（新加坡）					
起重装备		非自主 品牌 起重 装备	甲板克令吊		卡哥特科（瑞典）		起重装备产 业化项目	62,727 万元	新增产能 15,000 吨， 达产后新增销售收入约 33,340 万元
			集装箱桥吊		卡哥特科（荷兰）				
			轮胎吊		卡哥特科（中国）				
			卸船机等输送设备		卡哥特科（瑞典）				
			电解铝吊机		易赛尔（上海）铝业机械有限公司				
			港口机械		南通东鑫船舶重工有限公司等				
			海工起重机		南通中集罐式储运设备制造有限公司、 中兴能源装备股份有限公司、 舟山增洲船舶修造有限公司等				
			海上风电工程起重机		江苏南通船舶重工有限公司等				
自主 品牌	特种船舶起重机		江苏华夏重工有限公司、南通港闸船 舶制造有限公司等						
	“普腾”品牌智能型立体停 车系统-		南通天宇置业有限公司、无锡锦江大 酒店有限公司		非募投项目				
合 计			65,000 吨		合计	94,935 万元	达产后新增产能 75,000 吨， 新增销售收入 147,520 万元		

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

发展自主品牌，切入国内起重设备中高端市场

项目实施的主要内容是建设年 6.5 万吨起重装备生产基地。

目前国内起重装备市场的基本竞争格局是：高端市场主要由国外企业占据，国内少数大型企业也在某些特定领域获得了一些市场；绝大部分的国内起重装备厂商处于行业低端市场，这些企业普遍技术薄弱、管理不善、缺乏技术创新、产品质量不高、附加值低，经济效益差，竞争非常激烈。而快速崛起的中端市场参与者则较少，主要包括国内几家大型企业及少数几家制造工艺优良、管理水平较高的中小企业，但总体来看，仍缺乏领先的企业。

在与麦基嘉、卡尔玛等世界知名企业合作过程中，公司汲取世界知名企业数十年在制造领域的管理经验和制造经验，在此基础上不断消化吸收并逐步形成自己的管理制造体系。2008 年 6 月份，基于对市场的充分调研，公司自主研发并推出了自主品牌产品——“杰马”品牌起重装备，定位于中高端市场，目标是以有竞争力的价格，快速的服务响应能力，向市场提供高品质的产品。“杰马”品牌起重装备一经推出便迅速获得了市场的认可。

公司计划未来“杰马”品牌的重点发展方向是港口机械、工矿起重机、海上风电工程起重机和特种船舶起重机，预计新产能达产的第五年可形成自主品牌年 7.25 亿元的销售规模，非自主品牌 3.33 亿元。

表 6：募投项目达产情况及销售收入预测

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5-10 年
“杰马”品牌起重装备预计达产情况及销售收入状况					
按吨位	6,500	16,000	32,000	43,000	50,000
按台套	60	140	280	380	460
销售收入（万元）	8,450	21,600	46,400	62,350	72,500
非自主品牌产品预计达产情况及销售收入状况					
按吨位计算（单位：吨）					
甲板克令吊、集装箱桥吊等起重装备	3,250	6,750	10,250	12,250	15,000
海工克令吊、系泊、桩柱系统等海洋工程装备	2,075	3,575	6,575	7,850	10,000
合计	5,325	10,325	16,825	20,100	25,000
新增销售收入（单位：万元）					
甲板克令吊、集装箱桥吊等起重装备	7,725	15,750	22,828	28,538	33,340
海工克令吊、系泊、桩柱系统等海洋工程装备	8,752	14,960	27,376	32,160	41,680
合计	16,477	30,710	50,204	60,698	75,020

资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所

发展海洋工程装备项目，优化舱口盖生产工艺

公司还将建设年产 1 万吨海洋工程装备生产基地，以及对舱口盖生产的焊接机器人技术、油漆生产和数控切割设备技术实施改造。

上述两个项目能提升公司海工装备和舱口盖产品的生产能力，预计到第五年海工装备年销售收入将达到 4.2 亿元。

盈利将进步快速增长轨道，10~12 年净利润复合年增速 26%

我们预测公司 10、11、12 年公司净利润分别为 1.86、2.36 和 3.02 亿元，相比于 09 年的 1.5 亿，年增速分别达到 24.4%、27.1%和 27.6%，对应的 EPS 分别为 0.93、1.18 和 1.51 元/股。

表 7：公司盈利预测

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1112	1430	1980	2441
营业成本	826	1039	1461	1796
营业税金及附加	1	0	1	1
销售费用	31	36	49	61
管理费用	62	74	102	125
财务费用	16	16	30	29
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	6	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	181	265	337	430
营业外净收支	3	0	0	0
利润总额	184	265	337	430
所得税费用	26	66	84	107
少数股东损益	9	13	16	21
归属于母公司净利润	150	186	236	302
增长率	77.8%	24.4%	27.1%	27.6%
摊薄后 EPS（元）	1.00	0.93	1.18	1.51

资料来源：国信证券经济研究所

核心判断的主要风险

- 1、 航运市场的波动会影响到对船舶舱口盖的需求，进而影响公司业绩；
- 2、 钢材价格的变化会影响公司盈利能力；
- 3、 所得税率、出口退税率的变化将对公司短期业绩产生较大影响。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	133	171	237	292
应收款项	17	22	30	38
存货净额	283	303	404	472
其他流动资产	25	32	44	54
流动资产合计	457	528	715	855
固定资产	211	621	1002	958
无形资产及其他	73	70	67	64
投资性房地产	3	3	3	3
长期股权投资	0	10	20	30
资产总计	744	1232	1807	1911
短期借款及交易性金融负债	147	414	643	387
应付款项	115	143	199	244
其他流动负债	230	284	396	485
流动负债合计	491	840	1238	1116
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	491	840	1238	1116
少数股东权益	0	9	20	34
股东权益	253	383	549	760
负债和股东权益总计	744	1232	1807	1911

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	1.00	0.93	1.18	1.51
每股红利	1.62	0.28	0.35	0.45
每股净资产	1.69	1.92	2.74	3.80
ROIC	44%	35%	28%	30%
ROE	59%	49%	43%	40%
毛利率	26%	27%	26%	26%
EBIT Margin	17%	20%	19%	19%
EBITDA Margin	19%	22%	22%	22%
收入增长	49%	29%	38%	23%
净利润增长率	78%	24%	27%	28%
资产负债率	66%	69%	70%	60%
息率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	2.3	2.6	2.9	2.1

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1112	1430	1980	2441
营业成本	826	1039	1461	1796
营业税金及附加	1	0	1	1
销售费用	31	36	49	61
管理费用	62	74	102	125
财务费用	16	16	30	29
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	6	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	181	265	337	430
营业外净收支	3	0	0	0
利润总额	184	265	337	430
所得税费用	26	66	84	107
少数股东损益	9	13	16	21
归属于母公司净利润	150	186	236	302

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	150	186	236	302
资产减值准备	1	(2)	0	0
折旧摊销	19	37	61	78
公允价值变动损失	(6)	0	0	0
财务费用	16	16	30	29
营运资本变动	23	48	47	50
其它	(6)	11	11	14
经营活动现金流	181	279	356	443
资本开支	(18)	(442)	(439)	(31)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(18)	(452)	(449)	(41)
权益性融资	200	0	0	0
负债净变化	(27)	0	0	0
支付股利、利息	(243)	(56)	(71)	(91)
其它融资现金流	208	267	230	(257)
融资活动现金流	(132)	211	159	(347)
现金净变动	31	38	66	55
货币资金的期初余额	102	133	171	237
货币资金的期末余额	133	171	237	292
企业自由现金流	189	(148)	(56)	440
权益自由现金流	370	108	152	162

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		新兴产业	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339
高 宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337
张 旭	010-66026340	阳 瑾	0755-82133538	刘 洋	
蔺晚熠	021-60933146	周 琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑 云	021-60875163				
毛 甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	