

海源机械（002529）

2010 年 12 月 9 日

液压成型设备龙头，节能环保优势明显

建议询价区间 16.20 元-18.00 元

机械行业首席分析师：龙华
SAC 执业证书编号：S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411
机械行业分析师：舒灏
SAC 执业证书编号：S0850210070005
shuh@htsec.com
021-23219171

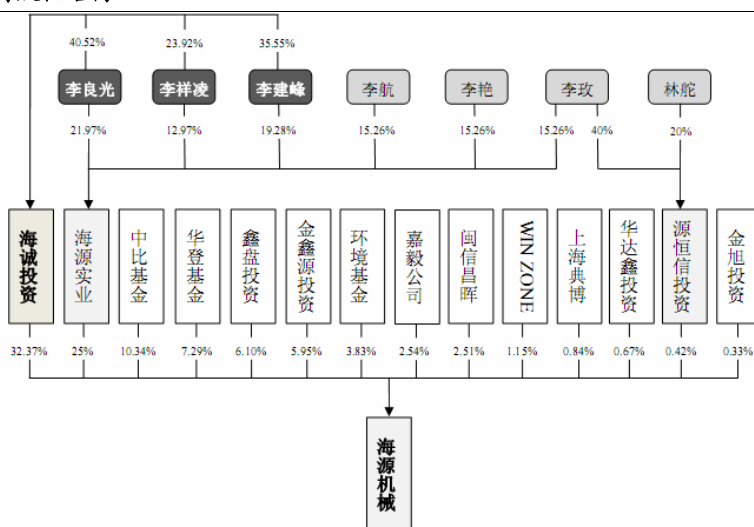
投资建议：公司主营业务是液压成型装备及配套设备的研发、设计、生产和销售。产品包括 HF 压机、HP 压机、HC 压机等，产品主要用来生产粉煤灰蒸压砖等墙体材料，耐火材料等。1999 年以来，我国多次出台政策，限制实心粘土砖的使用，代替粘土砖的新型墙体材料中，发展固体废弃物制砖预计将成为替代粘土砖的最佳解决方案，公司生产的全自动液压压砖机，可以生产以粉煤灰等固体废弃物以及河砂、海砂为原材料的蒸压砖，市场前景广阔，此外，公司公司的 HC 系列耐火材料全自动液压压砖机有效克服了手动双盘摩擦压机的耐火砖品质波动稳定，能够生产性能良好、质量稳定、使用效果优异的耐火砖产品，是公司长期的利润增长点。公司研发实力雄厚，技术处于国内领先水平，毛利率水平在 40% 左右。

我们预计公司 2010 年到 2012 年 EPS 为 0.43 元、0.60 元、0.75 元。综合考虑公司未来成长空间及最近创业板新股的发行情况，我们认为海源机械二级市场相对 2011 年的合理动态市盈率为 30 倍，即合理股价为 18.00 元，考虑到中小板一级市场的市盈率情况，我们认为相对 2011 年 27-30 倍动态市盈率是较为合理的估值区间，建议询价区间为 16.20 元-18.00 元。

1. 公司股权结构分析

海源机械是一家民营企业，公司实际控制人是福建海城投资有限公司。实际控制公司股份 32.37%。本次发行前，公司总股本为 1.2 亿股，本次公司拟发行 4000 万股，占发行后股本的 25%，发行后总股本为 1.60 亿股。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

2. 公司主营液压成型设备, 技术国内领先

公司主营业务是液压成型装备及配套设备的研发、设计、生产和销售。产品包括 HF 压机、HP 压机、HC 压机等, 产品主要用来生产粉煤灰蒸压砖等墙体材料, 耐火材料等。

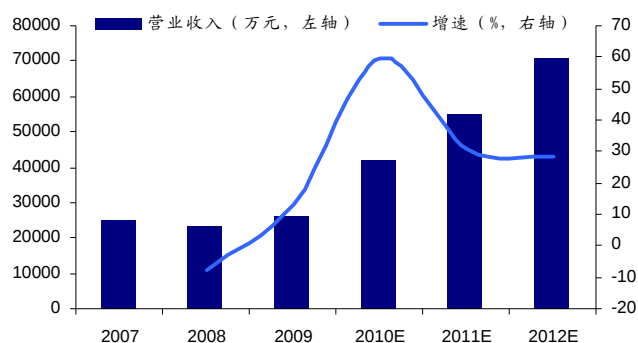
表 1 公司产品介绍

序号	主要产品	应用领域
1	HF 压机	生产粉煤灰蒸压砖、灰砂蒸压砖等新型墙体材料
2	HP 压机	生产釉面砖、玻化砖等陶瓷内外墙地砖及瓦片
3	HC 压机	生产硅砖、高铝砖、镁钙砖、镁碳砖、镁砖等耐火材料

资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

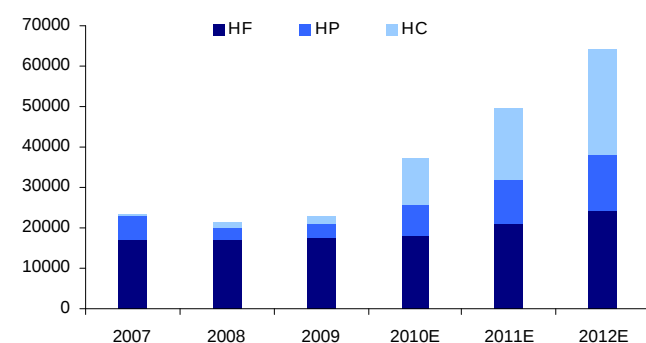
公司 2009 年营业收入 2.63 亿元, 受金融危机影响, 公司 2008 年收入增长较慢, 目前公司已完全走出金融危机影响, 未来 HC 等新产品将迎来快速增长, 公司有望维持较快发展。

图 2 公司营业收入及增速预测



资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

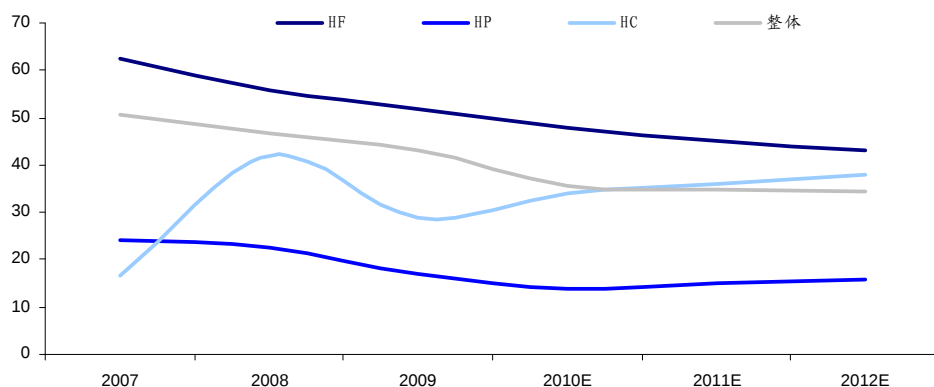
图 3 公司营业收入构成情况 (万元)



资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

毛利率较高: 公司技术水平处于国内领先, 目前毛利率维持在 40% 左右, 公司采用订单制生产, 产品结构对毛利率有一定影响, 原材料价格波动也会影响毛利率。公司有较强的研发能力, 产品技术在国内处于领先, 我们预计未来行业竞争将逐步趋于激烈, 公司毛利率将略有下降。

图 4 公司各产品毛利率情况 (%)



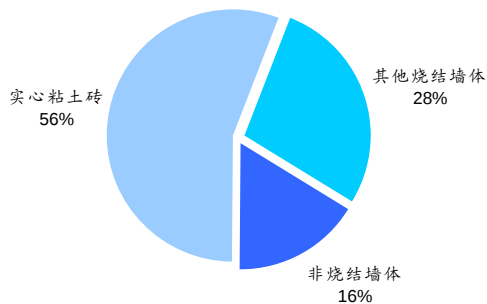
资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

3. 墙体材料面临更新换代, 公司产品符合产业发展趋势

近年来, 随着我国建筑业快速发展, 墙体材料实现飞跃性发展, 2005 年我国国内墙体材料市场总量约为 1.2 万亿块标准砖, 市场总额达 3000 亿元, 其中砌筑墙体作为墙体材料的主要构成部分, 约占全部墙体材料的 2/3, 市场总额约为 2000

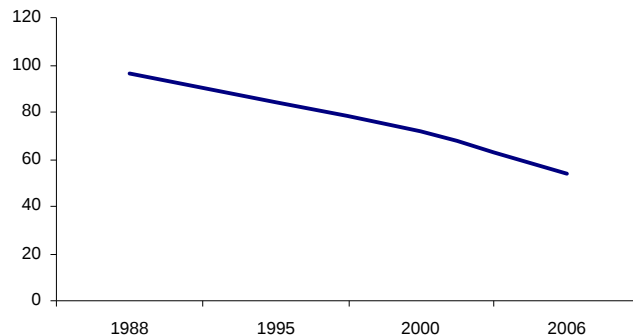
亿元。砌筑墙体中,实心粘土砖市场容量占 56.25%。实心粘土砖是我国沿用数千年的传统建筑材料,主要是采用粘土为原材料进行焙烧成砖,因此要大量损坏耕地并且耗用能源。目前我国约有 10 万家实心粘土砖生产企业,每年消耗能源近 6000 多万吨标准煤,破坏耕地超过 30 万亩。

图 5 砌筑墙体市场构成



资料来源:公司招股说明书、海通证券研究所

图 6 实心粘土砖占砌筑墙体比重变化(%)



资料来源:公司招股说明书、海通证券研究所

1999 年以来,我国多次出台政策,限制实心粘土砖的使用,其中江苏、浙江、安徽等省已率先出台地方性法规开始在全国范围内禁止和限制使用实心粘土砖、空心粘土砖等粘土类墙体材料。截止 2006 年底,全国关闭、转产粘土砖瓦企业 35000 多家,淘汰落后生产能力 1000 多亿块标准砖,累计节约土地 70 多万亩,节约能源 1000 多万吨标准煤,实心粘土砖市场占有率从 1988 年的 95.68%,下降到 2006 年的 53.9%,虽然取得明显成效,但改革形势依然严峻。

代替粘土砖的新型墙体材料中,发展固体废弃物制砖预计将成为替代粘土砖的最佳解决方案。我国是世界上燃煤发电的第一大国,排除的粉煤灰也居世界之冠,每年发电厂排放的粉煤灰在 25000 万吨以上,我国约有 50 亿吨历年积累的粉煤灰填埋在地下和山沟里。因此,粉煤灰成了我国年排放量和累计存量最大、综合治理难度最高的工业废弃物之一。而生产墙体材料已经成为粉煤灰综合利用中,最有附加值的途径之一,市场空间巨大。

公司生产的全自动液压压砖机,可以生产以粉煤灰等固体废弃物以及河砂、海砂为原材料的蒸压砖,相比其他设备,全自动液压压砖机具备制砖成本低、质量稳定、机械化程度高、生产速度快、养护周期短等优点。由于该设备一次性投资较大、生产工艺较为复杂,因此早期推广较为缓慢。随着用户增加、覆盖地区扩大,其生产过程中产量大、能耗低、自动化程度高、使用工人少、工人劳动强度低的优点将逐渐显现,目前处于持续增长阶段。

4. 新产品层出不穷,是公司长期利润增长点

公司的 HC 系列耐火材料全自动液压压砖机是一种生产耐火材料的专业机械设备,用于硅砖、高铝砖、镁砖等各类耐火砖的液压压制成型,耐火材料是钢铁、建材、有色金属、化工等高温工业窑炉所必须的建筑材料。我国用于耐火砖压制的成型机械主要是传统的手动双盘摩擦压机和近期进入市场的全自动液压压砖机两种,目前国内市场仍以手动双盘摩擦压机为主,由于全自动液压压砖机有效克服了手动双盘摩擦压机的耐火砖品质波动稳定,能够生产性能良好、质量稳定、使用效果优异的耐火砖产品,国外的耐火材料公司在中国设立的公司往往采用全自动液压压砖机。公司 2005 年成功研制出中国第一台耐材压机,现已占据传统大吨位耐材压机新增市场份额的 50%左右。全自动液压压砖机依靠其卓越的性能及多方面优势,替代摩擦压机成为国内耐火材料成型机械的市场主流是必然趋势。

公司注重研发投入,还有许多处于研发阶段的新产品,如用于复合材料生产的新型液压设备等,未来将成为公司长期的利润增长点。

5. 公司产品国内竞争优势明显

公司产品在国内处于市场领先地位,在液压成型装备业中公司是产品门类最广、规格最多的全球领先企业。公司 HF 压机产品占据墙体压机市场保有量的 75-80%份额,而目前我国墙体压机的市场开发度仅 3-5%。

表2 墙体材料全自动液压压砖机行业格局

序号	公司名称	产品名称	市场情况
1	德国拉斯科公司	KSE1250、800、400 型压砖机	2000 年开始在中国累计实现销售 10 台以内,均为 600、800 吨机型
2	德国莱斯公司	SIGMA、MEGA 系列 600、1200、1500 吨压机	2004 年开始在中国销售 5 台以内
3	天津龙腾	HDP1200、600、400 型压砖机	累计销售 600、400 吨压机约为 50 台以内
4	郑州德亿	DY1100、850 型多功能液压压砖机	2005 年开始实现销售,累计销售约为 10 台以内
5	洛阳中冶	ZY1200 系列全自动新型墙体砖液压成型机	2006 年开始实现销售,累计销售约为 50 台以内
6	科达机电	KDQ1300 型墙体砖全自动液压机	2008 年开始销售,累计销售 5 台以内
7	海源机械	HF1380、1280、1100、600、300 系列墙体材料全自动液压压砖机	2005 年开始实现销售,截至 2009 年年底,累计销售 329 台(套)

资料来源:公司招股说明书、海通证券研究所

耐火材料压机市场包括以大型耐火材料公司为主要客户的 2000 吨以上大吨位产品传统市场和以中小型耐材企业为主要客户的中小吨位产品新兴市场,20 世纪 80 年代以来。国际上仅有德国莱斯、意大利萨克米集团等少数企业能提供此类设备,国内市场处于垄断格局,随着公司 HC 压机投入市场,突破了国际生产商对国内市场垄断,凭借性价比和售后服务便捷等优势,已形成良好的进口替代能力。公司已占据大吨位耐材压机新增市场份额 50%份额,针对中小吨位耐材压机市场,公司已成功研制 HC1250 压机产品,近期将推出。我国耐材压机市场尚处于起步阶段,销售总量不大,保有量在 60 台左右。

表3 耐火材料压机市场格局

序号	公司名称	产品名称	市场情况
1	德国莱斯公司	HPF II、HPF III、HPF IV 系列	在中国国内销售约在 50 台以内,其中 2008 年销售 5 台以内
2	意大利萨克米集团	PHR 系列	在中国国内销售约 5 台以内,其中 2008 年未实现销售
3	海源机械	HC 系列	在中国国内销售 9 台,其中 2009 年销售 3 台

资料来源:公司招股说明书、海通证券研究所

6. 募投项目将解决公司产能瓶颈

公司拟发行 4000 万股,拟投资“全自动液压压砖机生产及研发基地建设”项目。共计投资 6.89 亿元,项目建成后,公司将新增年产 HF 压机 320 台(套)、HP 压机 50 台(套)、HC 压机 50 台(套)的生产能力。截止 2010 年 6 月,公司已投资 2.46 亿元。募投项目完成后,有助于公司提高产品技术水平,优化产品结构,巩固公司在市场的竞争力。

7. 盈利预测与估值

我们基于以下假设,对公司未来业绩进行预测:

- 未来三年公司费用率和所得税率保持稳定;
- 募投项目进展顺利;
- 宏观经济保持平稳,下游需求保持稳定。

表4 营业收入及毛利率分项预测

	2007	2008	2009	2010H1	2010E	2011E	2012E
HF 压机 (万元)	17284.44	17037.67	17651.54	6533.76	17974.00	21001.20	24151.38
增速 (%)		-1.43	3.60		1.83	16.84	15.00
毛利率 (%)	62.55	55.63	51.84	44.23	48.00	45.00	43.00
HP 压机 (万元)	5774.79	2770.09	3493.85	3239.14	7844.00	10774.40	14006.72
增速 (%)		-52.03	26.13		124.51	37.36	30.00
毛利率 (%)	24.22	22.70	16.96	12.77	14.00	15.00	16.00
HC 压机 (万元)	262.02	1688.61	1557.69	3065.81	11500.00	17664.00	25944.00
增速 (%)		544.46	-7.75		638.27	53.60	46.88
毛利率 (%)	16.80	41.81	28.94	33.87	34.00	36.00	38.00
营业收入 (万元)	25130.95	23255.03	26343.61	15224.57	42003.62	55044.30	70806.99
增速 (%)		-7.46	13.28		59.45	31.05	28.64
毛利率 (%)	50.64	46.48	42.99	32.44	35.72	34.62	34.49

资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

表5 2010-2012 年公司利润表预测 (万元)

	2007	2008	2009	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业总收入	25130.95	23255.02	26343.61	15224.57	42003.62	55044.30	70806.99
增速 (%)		-7.46	13.28		59.45	31.05	28.64
营业成本	12404.70	12446.44	15018.70	10142.18	26998.06	35989.14	46383.40
营业税金及附加	19.10	11.62	16.50	3.87	16.80	22.02	28.32
销售费用	1969.29	1945.60	1643.56	1094.30	3024.26	3963.19	5098.10
管理费用	1531.57	1705.31	1869.44	1255.59	3024.26	3963.19	5098.10
财务费用	59.89	248.77	632.44	421.00	840.07	-275.22	-70.81
资产减值损失	233.20	325.49	408.96	146.63	200.00	200.00	200.00
投资收益							
营业外收入	166.65	313.36	65.16	184.50	250.00	200.00	200.00
营业外支出	3.82	119.06	11.20	50.10	100.00	100.00	100.00
所得税	901.21	856.97	793.67	290.66	1207.52	1692.30	2125.48
净利润	8174.83	5909.12	6014.28	2004.77	6842.64	9589.69	12044.39
归属于母公司所有者的净利润	8174.83	5909.12	6014.28	2004.77	6842.64	9589.69	12044.39
增速 (%)		-27.72	1.78		13.77	40.15	25.60
完全摊薄每股收益 (元)	0.33	0.25	0.23	0.13	0.43	0.60	0.75

资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

我们预计公司 2010 年到 2012 年 EPS 为 0.43 元、0.60 元、0.75 元。上市公司中, 我们选择业务相近的科达机电进行比较。科达机电 2010 年的动态市盈率为 48 倍, 2011 年动态市盈率为 33 倍。综合考虑公司未来成长空间及最近中小板新股的发行情况, 我们认为海源机械二级市场相对 2011 年的合理动态市盈率为 30 倍, 即合理股价为 18.00 元, 考虑到中小板一级市场的市盈率情况, 我们认为相对 2011 年 27-30 倍动态市盈率是较为合理的估值区间, 建议询价区间为 16.20 元-18.00 元。

表 6 同行业上市公司估值情况

股票代码	股票简称	股价(元, 2010-12-9)	EPS (元)		PE (X)	
			2010E	2011E	2010E	2011E
600499	科达机电	26.06	0.54	0.79	48.26	32.99

资料来源: Wind、海通证券研究所

8. 风险提示

公司新产品开发及推广进度的不确定;

原材料价格波动对公司毛利率的影响;

募投项目实施进度的不确定。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙华：机械行业首席分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业、三一重工、中联重科。

舒灏：机械行业分析师

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。