

绿色墙材压机设备，引领建筑新材料潮流

海源机械（002529）

询价区间：15.75 -17.55 元

新股定价报告

2010年12月14日 星期二

东海证券机械行业小组

牛纪刚

执业证书编号：S0630209060131

021-50586660-8636

niujg@longone.com.cn

机械行业 高级分析师

联系人：谢凯

021-50586660-8613

xie.kai.nuaa.nju@gmail.com

机械行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股) 1.60

流通股本(亿股) 0.40

总市值(亿元)

流通市值(亿元)

投资要点

- ◆ **HF 墙材压机，将继续维持高毛利率。**2009 年主营收入 2.6 亿元，净利润 60.14 百万元。主要经营 HF 墙材压机、HP 陶瓷压机、HC 耐火材料压机和配件等四块主营业务，其对应收入占比为 68%、13%、6%和 13%，对应的毛利率分别为 51.84%、16.96%、28.94%和 25.91%。
- ◆ **HF 墙材压机市场容量巨大，其长期成长空间值得期待。**根据国际环保组织绿色和平的数据，2009 年中国粉煤灰产量达到了 3.75 亿吨，考虑充分利用的情况下，则需要 8000 多台 HF 墙材压机。根据 2008 年我国 9000 亿块砖块需求数据，其需要 18000 台。
- ◆ **HC 耐火材料压机，公司是国内独家生产企业。**HC 耐火材料压机由于产能限制，且工艺水平正在提升，随着公司工艺改进结束，预计公司将会出现爆发式增长，并且毛利率将维持在正常水平上。预计今年将实现 600%的增长，2011 年增长速度为 50%，2012 年增长速度为 45%。
- ◆ **HP。**2009 年 HP 压机的销售规模比 2008 年增长 26.13%。2010 年 1-6 月，公司 HP 压机的销售规模比 2009 年同期增长 353.32%。预计公司将在今年实现 80%的增长，明年 60%，2012 年实现 45%的高速增长。
- ◆ **我们预计公司 10、11 和 12 年 EPS 为 0.45、0.60 和 0.78。**我们给予公司 2010 年 30-35 倍市盈率，建议询价区间 15.75-17.55 元。

财务和估值摘要

利润表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	263.44	402.51	544.73	704.57
增长率	13.28%	52.79%	35.33%	29.34%
营业利润	67.54	79.50	107.09	141.17
增长率	2.77%	17.70%	34.59%	31.67%
归属于母公司净利润	60.14	71.40	95.54	125.49
增长率	1.78%	18.72%	33.68%	31.21%
每股收益	0.38	0.45	0.60	0.78
每股净资产	2.65	5.43	6.03	6.81

目录

1	公司主营业务构成及竞争性分析	4
1.1	主营业务收入构成	4
1.2	公司的竞争力分析	4
2	HF 墙材压机，市场的绝对垄断者	5
2.1	HF 墙材压机，固体排放物中的节能减排机械	5
2.2	HF 墙材压机市场分析	6
2.3	HF 墙材压机经营分析	7
3	HC 耐火材料压机，国内独家生产企业	8
3.1	HC 耐火材料压机介绍	8
3.2	HC 耐火材料压机市场分析	9
3.3	HC 耐火材料压机经营分析	9
4	HP 陶瓷压机，努力拓宽市场	10
4.1	HP 陶瓷压机介绍	10
4.2	HP 陶瓷压机市场分析	11
4.3	HP 陶瓷压机经营分析	11
5	配件产品分析	12
6	盈利预测与估值	13
6.1	盈利预测	13
6.2	合理估值	15

图目录

图 1.	2009 年公司主营收入构成	4
图 2.	2009 年公司主营业务毛利率	4
图 3.	硅铝质固体废弃物制备承重墙体材料生产过程.....	6
图 4.	2004-2008 年我国规模以上企业生产砖的产量（亿块、%）	7
图 5.	HF 墙材压机收入预测（百万、%）	8
图 6.	2002-2009 我国规模以上企业耐火材料产出情况	9
图 7.	HC 耐火材料压机收入预测（百万、%）	10
图 8.	2004-2008 年我国规模以上陶瓷砖企业产量（万平方米、%）	11
图 9.	HP 陶瓷压机收入预测（百万、%）	12
图 10.	配件收入预测（百万、%）	12

表目录

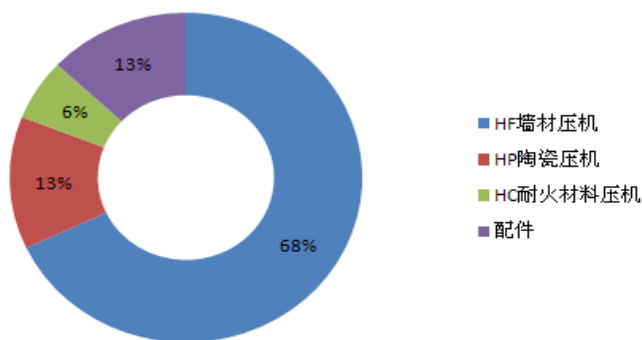
表 1.	公司各类产业的市场地位	5
表 2.	有影响力的墙材成型机械	6
表 3.	我国国内市场存在公开销售记录的墙材压机市场情况.....	8
表 4.	在我国国内市场存在公开销售记录的耐火材料压机.....	10
表 5.	在我国国内市场存在公开销售记录的陶瓷压机.....	11
表 6.	产品分项假定与预测	13
表 7.	财务报表估计	13
表 8.	相关公司上市估计值	15

1 公司主营业务构成及竞争性分析

1.1 主营业务收入构成

公司主要经营 HF 墙材压机、HP 陶瓷压机、HC 耐火材料压机和配件等四块主营业务，其对应收入占比为 68%、13%、6%和 13%，2009 年主营收入 2.6 亿元，净利润 60.14 百万元。

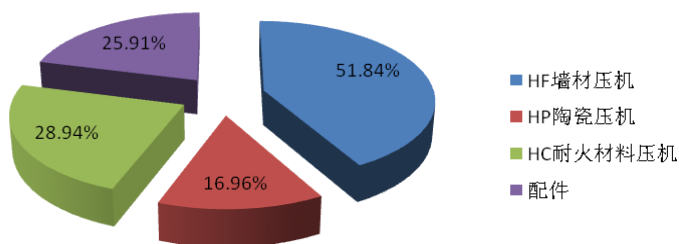
图1. 2009 年公司主营收入构成



数据来源：招股说明书 东海证券研究所

2009 年 HF 墙材压机、HP 陶瓷压机、HC 耐火材料压机和配件对应的毛利率分别为 51.84%、16.96%、28.94%和 25.91%。

图2. 2009 年公司主营业务毛利率



数据来源：招股说明书 东海证券研究所

1.2 公司的竞争力分析

在液压成型装备制造制造业中，公司是产品门类最广、规格最多的全球领先企业。公司拥有一系列以液压成型工艺为纽带、以固废环保领域为目标市场

的多样化产品以及在研新产品，通过不断的技术创新和产品升级，公司拥有着明显领先于竞争对手的综合技术优势和品牌优势。

表1. 公司各类产业的市场地位

产品类别	墙材压机	陶瓷压机	耐火材料压机
国内主要竞争对手	天津龙腾、郑州德亿、 洛阳中冶、科达机电	恒力泰、科达机电	-
国际主要竞争对手	德国拉斯科公司、德国莱斯公司	意大利萨克米集团	德国莱斯公司、 意大利萨克米集团
行业地位	国内第一，已基本替代进口	国内第一，行业前三位 占据国内市场 80%以上	国内唯一一家生产厂商，替代进口

数据来源：招股说明书 东海证券研究所

在国内 HF 墙材压机行业，公司是绝对的龙头企业。公司从 2005 年推出 HF 压机以来，推动国内墙材压机市场保有量以近 30 倍的增长。目前，我国墙材压机的市场开发度仅为 3-5%。

公司的 HP 压机源于海源建材，于 1992 年开始研发陶瓷压机，公司主要提供中小吨位的陶瓷压机，在相似规格的产品中，公司产品与恒力泰、科达机电以及萨克米集团的产品均无明显差异。

对 HC 耐火材料压机市场的广阔前景，公司率先研发成功中国第一台耐材压机，占据耐火砖液压成型设备国产化、现代化的先机。

2 HF 墙材压机，市场的绝对垄断者

2.1 HF 墙材压机，固体排放物中的节能减排机械

HF 墙材压机可利用粉煤灰、煤矸石、尾矿、建筑垃圾、江河淤泥、污泥、脱硫石膏、磷石膏、农作物秸秆及锯末，用于生产墙体新材料，该材料具有以下优点：

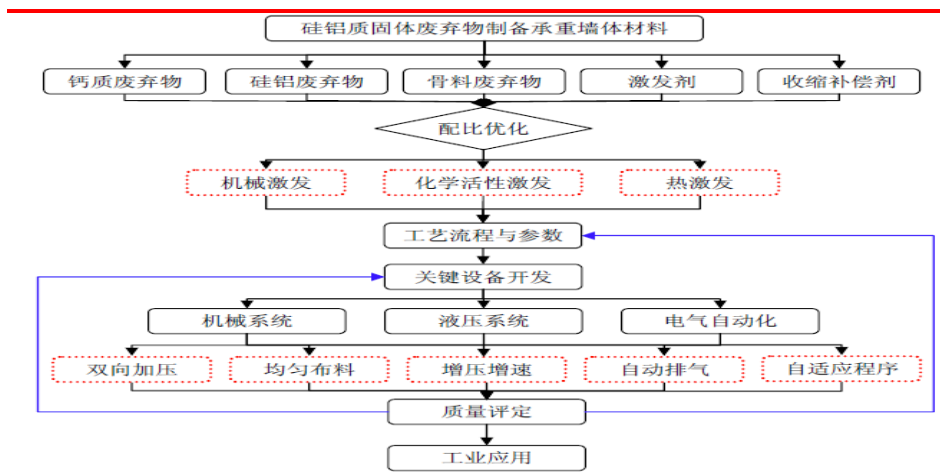
(1) 相对于粘土砖，以粉煤灰制造成的建筑材料，通常具有更低的干容重、导热率，具有轻质、保温、绝热等优良性能。

(2) 粉煤灰中含有一定的残留碳，用其烧制建筑材料可节约能量。当粉煤灰热值为 $500 \times 4.19\text{kJ/kg}$ ，掺用量为 40% 时，可节约烧砖用煤 50%。生产粉煤灰墙材的能耗仅为同体积粘土砖的 60% 左右。

(3) 利用粉煤灰生产墙体材料可以节约大量粘土。对粉煤灰蒸压砖，粉煤灰掺加量一般为 50%-70%，最高灰渣量可以掺到 90%，相应节约用土 50%-90%。

(4) 利用粉煤灰生产墙体材料免除了粉煤灰的填埋成本和环保治理成本。

图3. 硅铝质固体废弃物制备承重墙体材料生产过程



资料来源：东海证券研究所

2.2 HF 墙材压机市场分析

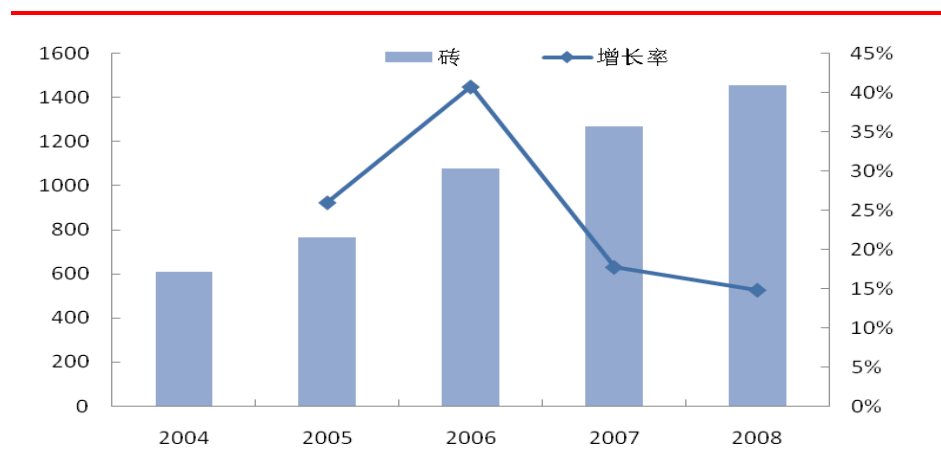
目前，由于新型墙材行业尤其是墙材机械行业发展的时间较短，我国存在多种型号不一、功能各异的墙体成型机械。

表2. 有影响力的墙材成型机械

砖机类型/名称	基本情况
真空挤出机；双级真空挤出机	利用粘土、页岩、煤矸石、粉煤灰等原料，挤出成型后进行烧结，主要产品为含粘土的烧结砖等。
盘转式压砖机，又称盘转式免烧砖机，分为：八孔砖机、十六孔砖机两种	利用粉煤灰、煤渣、尾砂、河砂、矿渣、石硝、水泥（石灰）等作为原料，压制成型后进行养护，主要产品为蒸养、蒸压实心砖。
振动式压砖机，又称混凝土砌块成型机，分为模振、台振两种	利用粉煤灰、水泥等作为原料，振动加压成型后进行自养或蒸养，主要产品为以水泥为胶结料的各类非烧结砖、混凝土砌块。
加气混凝土设备	以硅质材料和钙质材料为主要原料，以铝粉为发泡剂，浇注成型后进行机械切割成需要的制品形状、再进行蒸压养护。主要产品为蒸压加气混凝土。
全自动液压压砖机	利用粉煤灰等固体废弃物作为主要原材料，以高压压制成型后进行蒸压养护，主要产品为各类蒸压实心砖、空心砖和砌块。

数据来源：招股说明书 东海证券研究所

图4. 2004-2008 年我国规模以上企业生产砖的产量（亿块、%）



数据来源：中国建筑业统计年鉴 东海证券研究所

2008 年砖瓦行业总量与上年持平，达到 1 万亿块（折普通砖），其中烧结制品 9000 多亿块，非烧结制品 1000 亿块。黏土实心砖约 4400 亿块，烧结空心砖约 2000 亿块，利废产品 1800 亿块，产品市场分布在中小城市，大城市多以多空砖，空心砖为主。

全年淘汰年产 1000 万以下的黏土实心砖厂约 6000 家，黏土实心砖减少近 400 亿块，积极推广资源综合利用和技术进步，利用页岩、煤矸石、粉煤灰、江河淤泥为原材料，生产烧结制品，新建产能 3000 万块以上的砖瓦生产线 800 余条，其中单线年产能力 6000 万-1.2 亿块的生产线约 300 条（数据来源于 2009 年中国建筑业统计年鉴）。

根据国际环保组织绿色和平在北京发布《煤炭的真实成本——2010 中国粉煤灰调查报告》的数据，2009 年，中国粉煤灰产量达到了 3.75 亿吨，相当于当年中国城市生活垃圾总量的两倍多，其体积可达到 4.24 亿立方米。考虑充分利用的情况下，则需要 8000 多台 HF 墙材压机。根据 2008 年我国 9000 亿块砖块需求数据，其需要 18000 台。同时 2008 年其新增 HF 类墙材压机至少有 400 台左右，因此，HF 墙材压机市场前景乐观。

2.3 HF 墙材压机经营分析

公司核心产品 HF 压机的下游客户可以分两类，第一类是基于下游墙材市场的产业机会目的而购买公司 HF 压机的客户。公司 HF 压机所生产的粉煤灰砖、灰砂砖等墙体材料属于砌筑墙材，用以替代红砖，主要适用于中小城市和农村的砖混结构、框架结构房产建设和建筑物基础、围护建设等，细分市场与我国房地产行业所集中的城市高层建筑有较大差异，房地产行业的

景气周期对该类型客户的效益影响比较小。第二类是基于环保压力而购买公司 HF 压机的客户。公司 HF 压机产品可以大规模的消耗固体废弃物并节约土地，减少相关企业的环保成本并形成一定收益，因此获得了大量的火力发电厂以及围绕火力发电厂进行产业配套的相关公司的青睐。

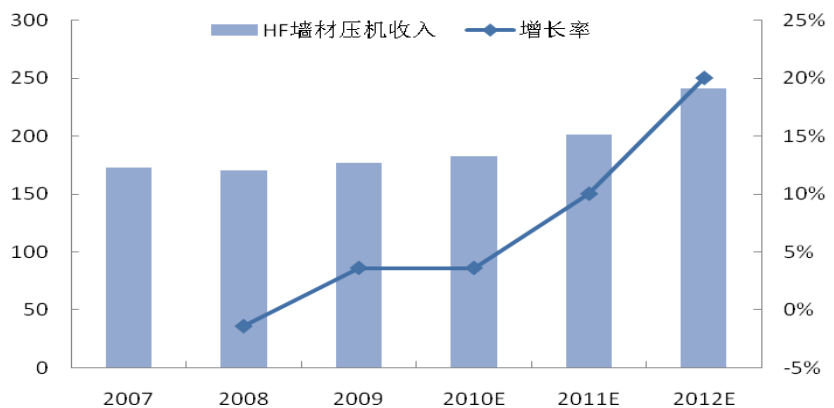
表3. 我国国内市场存在公开销售记录的墙材压机市场情况

公司名称	产品名称	市场情况
德国拉斯科公司	KSE1250、800、400 型压砖机	2000 年在中国累计实现销售 10 台以内，均为 600、800 吨机型
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
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
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
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
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
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）

数据来源：招股说明书 东海证券研究所

公司收入在金融危机的冲击下，**HF 墙材压机收入在 2007 年之后陷入小幅度下滑，随着经济的复苏，公司 HF 将出现小幅的增长，预计 2010 年增长 3%左右，2011 年增长 10%，2012 年增长 20%。**

图5. HF 墙材压机收入预测（百万、%）



数据来源：东海证券研究所

3 HC 耐火材料压机，国内独家生产企业

3.1 HC 耐火材料压机介绍

我国用于耐火砖压制的耐火材料成型机械主要有传统的手动双盘摩擦压机与近期进入市场的全自动液压压砖机两种工艺和设备路线。公司的 HC 压机

产品是一种生产耐火材料的专业机械设备，主要用于硅砖、高铝砖、镁砖等各类耐火砖的液压压制成型。

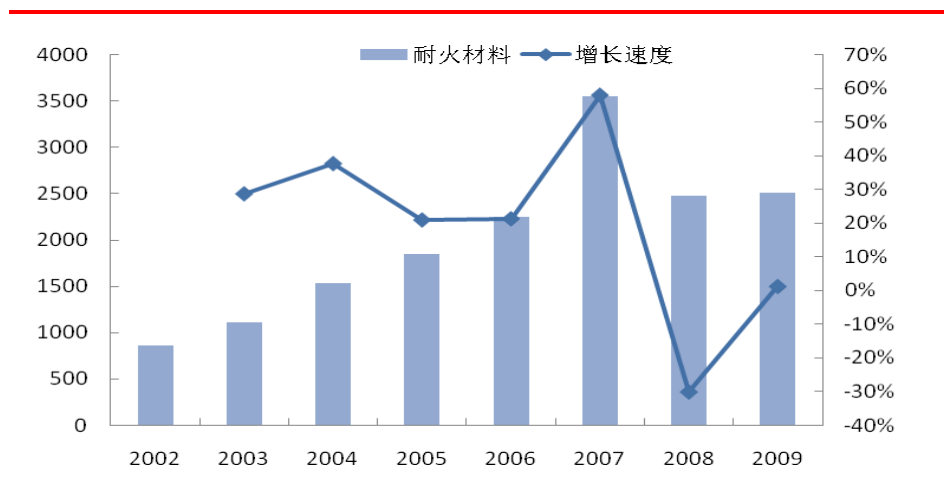
手动双盘摩擦压机是压制耐火砖的传统设备；而全自动液压压砖机是机、电、液一体化，计算机控制技术和耐火砖生产工艺相结合的现代高技术设备。全自动液压压砖机有效克服了手动双盘摩擦压机所压制的耐火砖的品质波动问题，能够生产性能良好、质量稳定、使用效果优异的耐火砖产品。

3.2 HC 耐火材料压机市场分析

耐火材料主要应用于钢铁、建材（水泥、玻璃）、有色金属、化工等高温工业。钢铁工业是耐火材料行业的最大用户，占耐火材料消耗量的 50%以上。2006 年，我国耐火材料消耗量为 1,800 万吨。其中，钢铁工业消耗约 1,000 万吨，其他工业消耗约 800 万吨。

根据中国建筑业统计年鉴数据，2002-2009 年间，在下游市场需求的强劲拉动下，我国耐火材料的产量为 2002 年 862 万吨，而到 2007 年则达到 3,549 万吨，六年间增加产量 2,687 万吨，增 3.12 倍。我国耐火材料产量占到世界总产量的 3/4，我国已经是全球耐火材料生产的聚集地。

图6. 2002-2009 我国规模以上企业耐火材料产出情况



数据来源：中国建筑业统计年鉴 东海证券研究所

下游行业的繁荣将带来公司 HC 耐火材料压机繁荣，预计公司耐火材料将会继续出现高增长。

3.3 HC 耐火材料压机经营分析

我国耐材压机市场尚处于起步阶段，虽逐年增长，但销售总量还不大。截至 2008 年 12 月 31 日，我国耐材压机的保有量在 60 台左右。

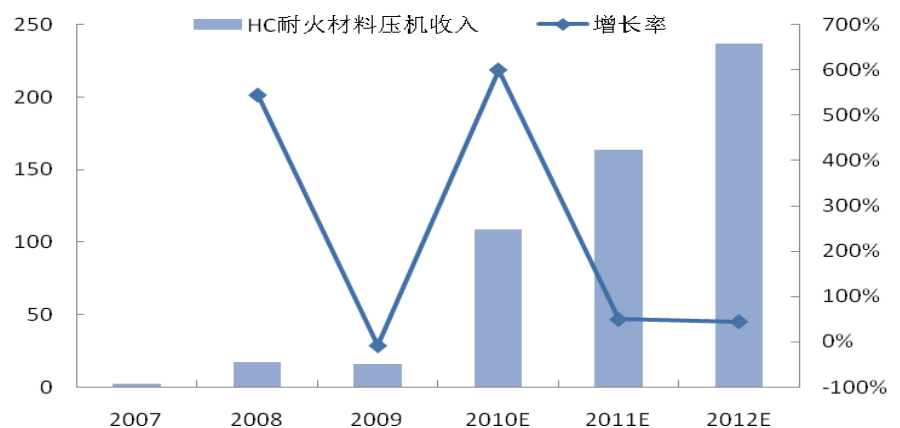
表4. 在我国国内市场存在公开销售记录的耐火材料压机

公司名称	产品名称	市场情况
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
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
海源机械	HC 系列	在中国国内销售 9 台，其中 2009 年销售 3 台

数据来源：招股说明书 东海证券研究所

公司新开发的产品 HC 压机是 2005 年开始投入研究开发并实现销售的，报告期内销售规模较小且波动较大，2008 年销售收入较 2007 年上升 544.46%，2009 年销售收入较 2008 年下滑 7.75%。2009 年，公司对 HC 压机做了小型化的研发，以满足市场替代原摩擦压机的需求。2010 年 1-6 月，公司 HC 压机的销售规模比 2009 年同期增长 523.28%。

图7. HC 耐火材料压机收入预测（百万、%）



数据来源：东海证券研究所

过去三年，公司 HC 耐火材料压机由于产能限制，且工艺水平正在提升，随着公司工艺改进结束，预计公司将会出现爆发式增长，并且毛利率将维持在正常水平上。预计今年将实现 600% 的增长，2011 年增长速度为 50%，2012 年的增长速度为 45%。

4 HP 陶瓷压机，努力拓宽市场

4.1 HP 陶瓷压机介绍

公司的 HP 压机产品是一种用于生产陶瓷砖的专业建材机械设备，主要用于陶瓷砖生产过程中粉料的压制成型。

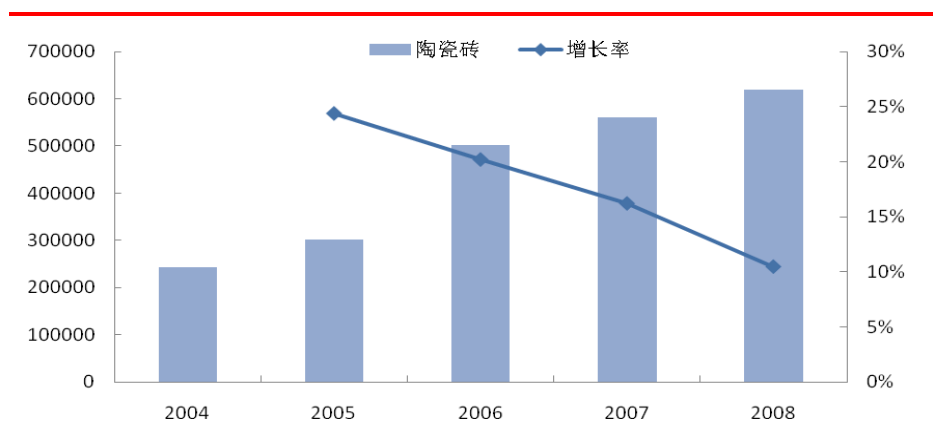
经过二十多年的发展，我国陶瓷砖生产的成型工艺已相当成熟，粉料压

制成型法已成为最主流的成型方法，全自动液压压砖机也已完全替代摩擦压机而成为陶瓷砖生产线上的必须设备。伴随着建筑陶瓷业在全球范围内的产业转移和产业升级，作为上游装备制造业的陶瓷压机行业也将迎来新一轮发展热潮。

4.2 HP 陶瓷压机市场分析

根据中国建筑卫生陶瓷协会统计，2006 年我国建筑陶瓷的总产量已达 42 亿平方米左右，约占世界总产量 1/2，产量已连续 14 年位居世界第一。根据海关统计，2006 年我国建筑陶瓷出口数量为 5.44 亿平方米，同比增长 29.2%；出口金额 17.64 亿美元，同比增长 41.05%，出口数量已超过建筑陶瓷传统强国西班牙和意大利，成为世界建筑陶瓷出口第一大国。

图8. 2004-2008 年我国规模以上的陶瓷砖企业产量（万平方米、%）



数据来源：中国建筑业统计年鉴 东海证券研究所

上图是我国 2004-2008 年陶瓷砖产量数据图，根据数据分析，我国陶瓷砖的增长速度从 25%下降到 10%左右，陶瓷砖的增速下降将带来陶瓷设备的需求，但陶瓷压机其整体市场相对数量大，其增速下降影响相对有限。

4.3 HP 陶瓷压机经营分析

表5. 在我国国内市场存在公开销售记录的陶瓷压机

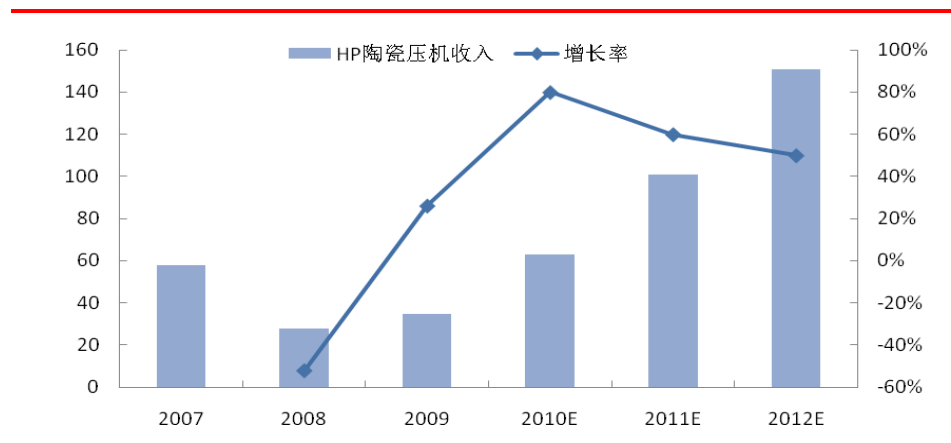
公司名称	产品名称	市场情况
萨克米集团	主要为 PH2890、PH3590	2007-2009 年年均在中国市场销售 30 台左右
恒力泰	YP 系列	2007-2009 年年均销售 200-400 台左右，主要为大吨位压机
科达机电	KD 系列	2007-2009 年年均销售 200 台左右，主要为大吨位压机
海源机械	HP 系列	2007-2009 年分别销售 67、29、37 台，主要为中小吨位压机
其他国内企业	压机	2007-2009 年年均合计销售 100 台左右，主要为小吨位压机

数据来源：招股说明书 东海证券研究所

公司的传统产品为 HP 压机，该设备在 2006 年之前由公司的关联方海源

建材生产，为规避同业竞争，2006 年海源建材将其 HP 压机业务全部转让给公司，公司自 2006 年 10 月开始生产 HP 压机。2008 年，受全球性经济危机的影响，公司 HP 压机销售收入较 2007 年下滑 52.03%。

图9. HP 陶瓷压机收入预测（百万、%）



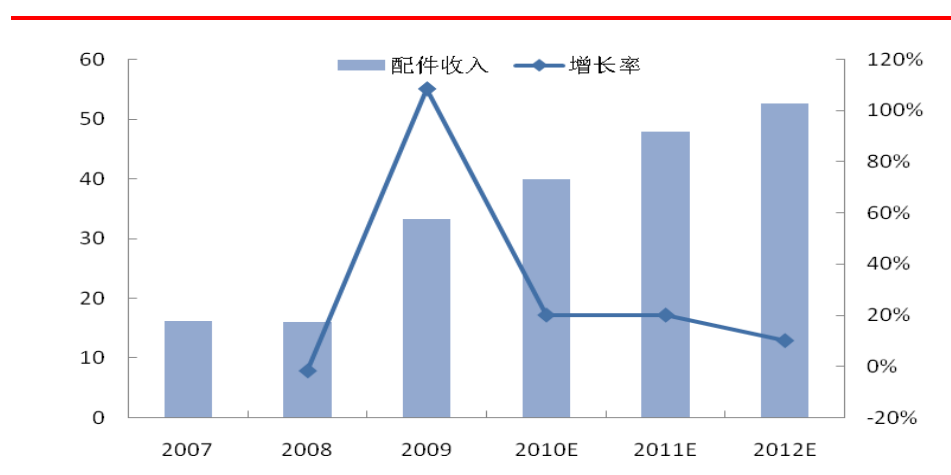
数据来源：东海证券研究所

2009 年，公司 HP 压机的销售规模比 2008 年增长 26.13%。2010 年 1-6 月，公司 HP 压机的销售规模比 2009 年同期增长 353.32%。预计公司将在今年实现 80% 的增长，明年 60%，2012 年实现 45% 的高速增长。

5 配件产品分析

公司的配件主要是面对 HP、HF、HC 压机而言，其市场前景受制于公司主营产品销售情况，对于公司配件市场，我们给予保守估计，预计今年增长速度在 20% 左右，2011 年的增速为 20%，2012 年的增速为 10%。

图10. 配件收入预测（百万、%）



数据来源：东海证券研究所

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

基本假定为公司新发行股本 4000 万股，总股本达到 16000 万股，其经营分析及假定如下表：

表6. 产品分项假定与预测

年份	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
HF 墙材压机收入	172.84	170.38	176.52	182.87	201.16	241.39
增长率		-1.43%	3.60%	3.60%	10%	20%
毛利率	62.54%	55.62%	51.84%	48%	46%	45%
HC 耐火材料压机收入	2.62	16.89	15.58	109.04	163.56	237.16
增长率		544.46%	-7.75%	600%	50%	45%
毛利率	16.79%	41.80%	28.94%	34%	37%	42%
HP 陶瓷压机收入	57.75	27.70	34.94	62.89	100.62	150.93
增长率		-52.03%	26.13%	80%	60%	50%
毛利率	24.21%	22.69%	16.95%	14%	16%	17%
配件收入	16.25	15.95	33.27	39.92	47.91	52.70
增长率		-1.84%	108.55%	20%	20%	10%
毛利率	20.37%	-8.93%	22.89%	31%	27%	27%

数据来源：东海证券研究所

表7. 财务报表估计

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	312.51	777.27	1390.00	1375.83	营业收入	263.44	402.51	544.73	704.57
现金	91.81	577.19	843.77	995.30	营业成本	150.19	257.16	351.67	457.19
应收账款	66.78	69.89	161.56	125.27	营业税金及附加	0.17	0.25	0.32	0.43
其它应收款	3.31	1.08	7.83	3.10	营业费用	16.44	30.11	40.10	49.51
预付账款	45.72	29.94	94.98	63.38	管理费用	18.69	27.54	38.62	49.39
存货	100.29	95.19	274.49	182.22	财务费用	6.32	2.75	-0.78	-3.13
其他	4.61	3.98	7.36	6.54	资产减值损失	4.09	5.21	7.71	10.01
非流动资产	252.98	403.57	547.24	699.37	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	219.82	289.28	363.22	447.44	营业利润	67.54	79.50	107.09	141.17
无形资产	31.37	46.40	61.08	76.54	营业外收入	0.65	1.82	1.87	1.45
其他	1.78	67.89	122.94	175.39	营业外支出	0.11	0.45	0.58	0.38
资产总计	565.48	1180.84	1937.24	2075.20	利润总额	68.08	80.87	108.38	142.23
流动负债	183.61	260.54	314.39	323.81	所得税	7.94	9.47	12.84	16.74
短期借款	80.00	33.33	44.44	52.59	净利润	60.14	71.40	95.54	125.49
应付账款	41.90	64.88	128.37	108.39	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	61.71	162.33	141.57	162.83	归属母公司净利润	60.14	71.40	95.54	125.49
非流动负债	64.20	51.22	19.66	22.96	EBITDA	75.56	116.05	145.14	182.54

长期借款	60.00	48.42	15.92	19.38
其他	4.20	2.80	3.73	3.58
负债合计	120.00	311.77	334.05	346.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	317.67	869.07	964.52	1089.76
负债和股东权益	565.48	1180.84	1298.57	1436.53

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	69.45	203.72	459.11	377.88
净利润	60.14	71.40	95.45	125.24
折旧摊销	0.00	33.16	45.18	59.55
财务费用	6.32	2.75	-0.69	-2.84
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	3.70	95.79	319.34	196.02
其它	-0.72	0.61	-0.17	-0.09
投资活动现金流	-13.50	-184.36	-188.68	-211.60
资本支出	13.50	152.60	142.57	152.20
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-31.76	-46.11	-59.40
筹资活动现金流	13.12	466.03	-3.85	-14.75
短期借款	60.00	-46.67	11.11	8.15
长期借款	20.00	-11.58	-32.50	3.46
其他	-66.88	524.27	17.54	-26.35
现金净增加额	69.08	485.38	266.58	151.54

重要财务指标				
单位:百万元				
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	263.44	402.51	544.73	704.57
同比(%)	13.28%	52.79%	35.33%	29.34%
归属母公司净利润	60.14	71.40	95.45	125.24
同比(%)	1.78%	18.72%	33.68%	31.21%
毛利率(%)	42.99%	36.11%	35.44%	35.11%
ROE(%)	18.93%	8.22%	9.90%	11.49%
每股收益(元)	0.38	0.45	0.60	0.78
P/E	7.48	35.29	26.40	20.12
P/B	1.42	2.90	2.61	2.31
EV/EBITDA	6.65	33.81	24.22	17.77

数据来源: 东海证券研究所

EPS (摊薄)	0.38	0.45	0.60	0.78
----------	------	------	------	------

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	13.28%	52.79%	35.33%	29.34%
营业利润	2.77%	17.70%	34.59%	31.67%
归属于母公司净利润	1.78%	18.72%	33.68%	31.21%
获利能力				
毛利率	42.99%	36.11%	35.44%	35.11%
净利率	22.83%	17.74%	17.52%	17.78%
ROE	18.93%	8.22%	9.90%	11.49%
ROIC	14.45%	7.60%	8.89%	10.49%
偿债能力				
资产负债率	471.24%	378.76%	579.93%	598.44%
净负债比率	116.67%	41.76%	37.33%	30.94%
流动比率	1.70	2.98	4.42	4.25
速动比率	1.16	2.62	3.55	3.69
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.46	0.35	0.35
应收账款周转率	4.14	5.89	4.71	4.91
应付账款周转率	3.13	4.82	3.64	3.86
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.45	0.60	0.78
每股经营现金流(摊薄)	0.58	1.27	2.87	2.36
每股净资产(最新摊薄)	2.65	5.43	6.03	6.81
估值比率				
P/E	7.48	35.29	26.40	20.12
P/B	1.42	2.90	2.61	2.31
EV/EBITDA	6.65	33.81	24.22	17.77

永续增长率	2.00%	WACC	9.82%
终值	2179.08	Ke	10.60%
企业价值	2134.37	Kd	5.31%
非核心资产价值	577.19	t	11.71%
债务价值	132.98	Rf	4.00%
股权价值	2578.58	Rm	10.00%
股本	160.00	Rm-Rf	6.00%
每股价值	16.12	Beta	1.10

6.2 合理估计

公司产品主要是建筑材料用的机械设备,我们把该公司归类为建筑材料机械设备之中,其同类的有精工科技、科达机电和方圆支承。2010 年的 PE 分别为 122、49、51 倍,均值为 74 倍。

2011 年这 3 家的平均 PE 为 35 倍,考虑到跟这些公司具有很高的可比性,考虑到公司产品属于建筑新材料压机设备,具有高成长性。给予 2010 年 35-39 倍的市盈率,其对应的股价区间为 17.75-17.55 元。

表8. 相关公司上市估计值

证券简称	市盈率				PEG	市净率	收盘价
	2009	2010E	2011E	2012E	2010E	当前	当前
精工科技	179.65	122.62	37.98	23.51	0.90	42.50	47.20
科达机电	103.98	49.08	32.80	21.85	0.63	26.30	27.57
方圆支承	93.45	51.03	35.53	27.14	0.47	14.98	15.94

数据来源: wind 数据库 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚: 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 3 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 海油工程、巨星科技、天地科技、威海广泰、科达机电、三一重工、中联重科等。

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122