

方正证券研究所

总监/机械行业资深研究员：李俭俭

执业证书编号：S1220208100112

TEL: 010-68584863

E-mail: lijianjian@foundersc.com

机械行业分析师：彭民

执业证书编号：S1220110100006

TEL: 010-68584886

E-mail: pengmin@foundersc.com

机械行业助理研究员：周娅

TEL: 010-68584820

E-mail: zhouya@foundersc.com

联系人：杨玢

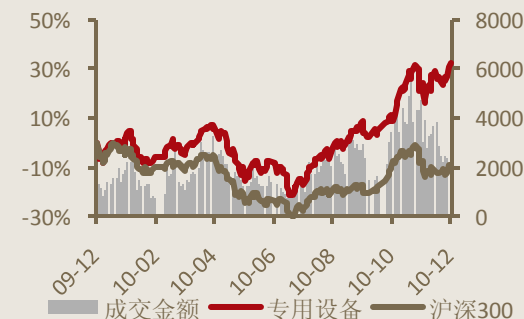
TEL: (86731) 85832449

Email: yangbin0@foundersc.com

发行上市资料

A 股发行股数(万股)	4000
发行前总股本(万股)	12000
发行后总股本(万股)	16000
发行日期	2010-12-15
发行方式	网上发行, 网下配售
主承销商	兴业证券
预计上市日期	-

专用设备行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

“绿色”液压成型设备领航者 ——替代空间广阔

海源机械(002529)

公司新股申购报告
2010.12.14

专用设备行业

投资要点

※专注于利废减排、节能环保领域液压成型设备，引领行业未来发展

公司是国内领先的液压成型设备专业制造商，提供利废减排、节能环保技术解决方案和核心装备。目前，投向市场的主营产品有 HF 墙材压机、HP 陶瓷压机、HC 耐火材料压机，国内行业排名分别为第一位、第三位和第一位。公司通过 20 余年的技术积累，能敏锐捕捉国家的行业导向，墙材压机市场占有率超过 80%，引领“绿色”液压成型设备的未来发展。

※节能环保政策大力支持，主营产品替代空间广阔

受益国内固废减排、“禁实限粘”政策，市场占比 54% 的实心粘土砖将逐渐被新型墙材替代，而公司墙材压机相比其他同类机械具有明显的技术、工艺、品牌、规模优势，替代空间广阔。另外，耐火材料压机生产效率是摩擦压机的 6 倍，成产率提高 15 个百分点，制品性能、生产安全等方面优势明显，随着钢铁、水泥等行业节能减排政策的推进，替代摩擦压机将成为必然，2012 年市场容量有望达到 2500 台，并保持快速增长态势。

※创新能力卓越、原材料配方优势凸显

公司秉持持续就市场需求热点装备进行前瞻性技术研发的核心战略，依托强大的技术创新平台，首创的高掺量墙材压机被列为国家重点鼓励发展的环保设备，研制的耐火材料压机、复合材料压机等多项产品填补国内空白。液压压机的核心壁垒在于配方、工艺和设备稳定性。而公司通过数十年对国内大部分地区原材料环境的研究，积累了广泛的第一手数据，培养了一批原料配方专业技术人才，业内大部分企业短期内无法模仿。

※储备项目丰富，复合材料压机、型煤型焦压机成未来新增长点

公司积极拓展液压成型技术的应用领域，已研制成功或正在开发的新产品有 15 种。其中，复合材料压机受益复合材料对钢材替代的加速，未来几年年均需求量将超过 200 台；型煤是国家大力推行的清洁煤技术之一、型焦有利于废物利用和节能减排，未来型煤型焦压机市场容量将超过 11000 台，空间非常广阔。公司产品填补国内空白、定位高端，增长可期。

※募投项目突破产能瓶颈、助力二次腾飞，合理价值区间 19.5-21.96 元

募集资金主要用于扩大 HF 压机、大吨位 HP 压机、HC 压机的产能，达产后将分别新增产能 8 倍、2 倍、7 倍，预计 2013 年建成达产，届时将新增年收入 10.18 亿元、毛利 4.78 亿元。预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 4.15、5.61、7.33 亿元，摊薄后 EPS 分别为 0.45、0.61 和 0.86 元。相近上市公司 2011 年 PE 为 35 倍左右，考虑到公司的增长潜力，给予公司 2011 年 32-36 倍 PE，合理价值区间为 19.5-21.96 元。

※风险提示

宏观经济周期波动风险；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险；

一、专注于利废减排、节能环保领域液压成型设备

公司专注于利废减排、节能环保领域的液压成型设备，竞争优势明显。公司是国内领先的液压成型设备专业制造商，提供利废减排、节能环保技术解决方案和核心装备。目前，投向市场的主营产品有 HF 系列墙体材料全自动液压压砖机、HP 系列陶瓷砖全自动液压压砖机、HC 系列耐火材料全自动液压压砖机，国内行业排名分别为第一位、第三位和第一位，其中墙材压机市场占有率超过 80%。

图表 1 主营产品特性及竞争地位

产品名称	特征	竞争地位
HF 压机	墙体材料全自动液压压砖机呈现了对落后工艺的明显和加速的替代。政策环境大力支持，市场前景良好，未来将有持续的增长；	技术国际先进，领先国内厂商至少 3 年；
HP 压机	陶瓷压机已经完全替代了摩擦压机。经过充分的竞争，市场集中度较高，已形成 3 大厂商占领市场份额 80%以上的市场格局；	国内市场份额第 3 位，是最早打破国外产品垄断的企业之一；
HC 压机	耐火材料全自动液压压砖机刚进入市场，预计将加速对手动双盘摩擦压机的替代。该市场目前基本被公司和国外厂商占据；	公司是第一家也是目前唯一一家进入该行业的国内企业；

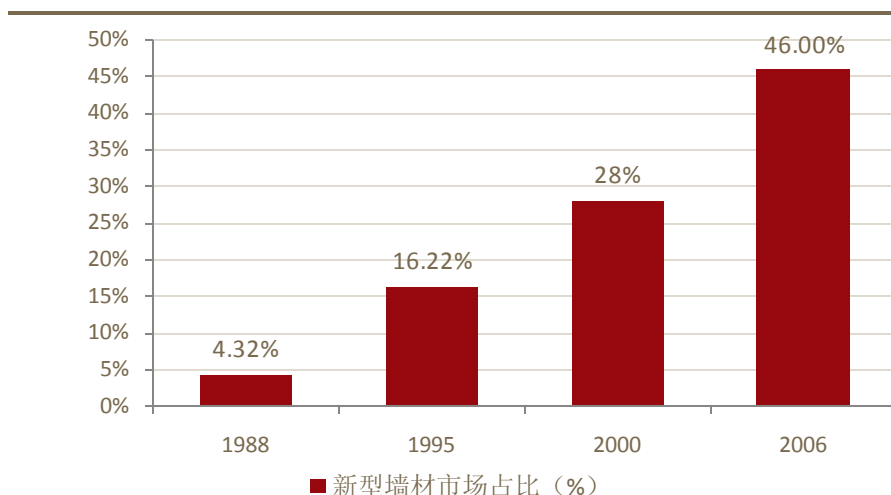
数据来源：公司招股说明书 方正证券研究所

敏锐捕捉国家的行业导向，引领“绿色”液压成型设备未来发展。公司通过 20 余年的技术和经验积累，能敏锐捕捉国家的行业导向，领先竞争对手持续开发出国内空白的创新性产品，以满足市场设备升级的需要。目前，公司即将推向市场的新产品包括透水广场砖压机、复合材料压机、型煤压机、脱硫石膏生产线、脱硫灰制砖生产线等。

二、节能环保政策大力支持，主营产品替代空间广阔

受益国内固废减排、“禁实限粘”政策，新型墙材替代实心粘土砖已成必然趋势，公司的 HF 系列墙体材料全自动液压压砖机性能价格优势突出、替代空间广阔。国内市场占比 54%的实心粘土砖是一种要耗费大量耕地资源和能源、污染大、低效益的落后产品，近几年国家陆续颁布了一系列“禁实限粘”政策，实心粘土砖逐渐被新型墙材替代。近几年，新型墙材的普及速度不断加快，市场占有率已从 1986 年的 4.32%，提高至 46%左右。

图表 2 新型墙材市场占比情况



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

而公司 HF 墙材压机生产的粉煤灰及灰沙蒸压砖在节能、利废等方面竞争优势突出，符合国家政策鼓励发展的方向，且价格和性能最接近于实心粘土砖。公司的 HF 墙材压机被列为国家鼓励发展的环保设备，相比其他同类机械具有明显的技术、工艺、品牌、规模优势，将充分受益于新型墙材对实心粘土砖的替代，市场空间广阔。

图表 3 各种墙材比较分析

墙材品种	生产能耗 (吨标煤/万块)	节能率	节土率	利废率
实心粘土砖	1.32	0%	0%	0%
粉煤灰蒸压砖	0.42	68.18%	70%	70%
灰砂蒸压砖	0.42	68.18%	0%	0%
粘土空心砖	0.69-0.96	27-48%	35%	0%
煤矸石空心砖	0.60	54.55%	90%	90%
粉煤灰烧结砖	0.60	54.55%	40%	40%
混凝土砌块	0.40	69.70%	100%	0%
加气混凝土	0.90	31.82%	100%	30%

数据来源：公司招股说明书 方正证券研究所

随着钢铁、水泥等行业节能减排政策的推进，HC 耐火材料压机替代摩擦压机将成为必然，2012 年市场容量有望达到 2500 台，并保持快速增长态势，HC 耐火材料压机将成为公司未来几年最主要的增长驱动力。公司生产的 HC 耐火材料压机其生产效率是摩擦压机的 6 倍，成品率提高 15 个百分点，制品性能、生产安全等方面优势明显，随着钢铁、水泥等行业节能减排政策的推进，替代摩擦压机将成为必然，2012 年市场容量有望达到 2500 台，并保持快速增长态势。HC 耐火材料压机是公司未来几年最大的亮点，经过 3 年的市场导入期，各项性能达到国外同类机型的水平，

而价格便宜 50%左右，随着生产工艺改进的完成和产能的提升，HC 耐火材料压机将进入爆发式增长阶段。

图表 4 HC 耐火材料压机与传统摩擦压机比较分析

项目	全自动液压压砖机成型	摩擦压机成型
生产效率	全自动液压压砖机的效率为摩擦压机的 6 倍；	
成品率	约为 95%；	约为 80%；
安全性	安全性好；	安全性差，生产中经常发生安全事故造成工人伤亡；
人工投入	全自动液压机为 1-2 人/台；摩擦压机至少 3 人/台；考虑单机生产效率，同等生产能力的人工配备为 1-2 人:18 人；工人仅需自动化操作技术培训即可上岗；	工人必须熟练掌握压制技巧，具备丰富的经验；
维修费用	年维修费用相对较低；	使用时会对主要部件产生巨大的消耗，年维修费用高；

数据来源：公司招股说明书 方正证券研究所

另外，国内淘汰落后产能政策、大吨位化的产业升级以及建筑陶瓷产业区域转移将带来大量 HP 陶瓷压机设备的更新需求，随着公司募投项目大吨位 HP 陶瓷压机的投产，HP 陶瓷压机业务将重新进入较快的增长阶段。

三、创新能力卓越、原材料配方优势凸显

创新能力卓越，多项产品填补国内空白。公司秉持持续就市场需求热点装备进行前瞻性技术研发的核心战略，依托强大的技术创新平台，首创的高掺量墙材压机被列为国家重点鼓励发展的环保设备，研制的耐火材料压机、复合材料压机等多项产品填补国内空白。

液压压机的核心壁垒在于配方、工艺和设备稳定性，公司通过数十年的沉淀，积累了广泛的第一手数据，培养了一批原料配方专业技术人才，业内大部分企业短期内无法模仿。公司的主营产品 HF 墙材压机在生产制品时，采用的主要原材料是粉煤灰。粉煤灰生产墙材的技术难点在于合理的原料配比、重点混合碾练、控制好成型含水率。由于我国各个地区的煤炭构成不完全一致，各大地区的电厂、甚至是同一电厂不同时期产生的粉煤灰构成也不一致，厂商需要根据当地的粉煤灰构成和其他原料资源进行合理搭配，从而保证制品质量。公司从 2003 年开始，即对全国绝大多数地区的原料环境进行了配方研究，同时通过已实现销售的客户获得第一手数据资料，在解决原料配方、原料含水率、原料含碳率等方面取得了独有的市场数据和经验，并培养了一批原料配方方面的专有技术人才，业内大部分企业短期内无法模仿。

四、储备项目丰富，复合材料及型煤型焦压机成新增长点

积极拓展液压成型技术应用领域，储备项目达 15 种。公司充分利用现有的技术优势，依托强大的技术创新平台，在全自动液压成型设备下游应用领域持续深入研究，不断地研发新产品延伸产品链，拓宽全自动液压

成型设备的应用领域，培育新的利润增长点。目前，已研制成功或正在开发的新产品有加气混凝土制品生产线、脱硫石膏新型墙材生产线、磷石膏制砖生产线、脱硫灰制砖生产线、陶瓷透水广场砖全自动液压压砖机、型煤全自动液压压机、复合材料全自动液压压机等 15 种。其中，脱硫石膏生产线、加气混凝土制品生产线、透水广场砖压机、复合材料压机、型煤压机等新产品已研发成功；加气混凝土制品生产线、复合材料压机等新产品已开始进行市场推广。公司未来的增长有保障。

复合材料压机、型煤型焦压机成新增长点。复合材料压机受益复合材料对钢材替代的加速，未来几年年均需求量将超过 200 台。型煤是国家大力推行的清洁煤技术之一，预计型煤压机的市场容量将超过 10000 台。而型焦有利于废物利用和节能减排，未来型焦压机的市场容量预计将在 800-1200 台。公司的复合材料压机、型煤型焦压机产品填补国内空白、定位高端，随着下游需求的逐渐释放，将成为公司未来长期的增长点。

五、募投项目突破产能瓶颈、助力二次腾飞

本次募集资金主要用于扩大 HF 压机、大吨位 HP 压机、HC 压机的产能，项目建成后将新增年产 HF 压机 320 台（套）、HP 压机 50 台（套）（3,000 吨以上的大吨位机型）、HC 压机 50 台（套）的生产能力，新增产能分别为现有产能的 8 倍、2 倍、7 倍。预计募投项目 2013 年建成达产，届时将新增年收入 10.18 亿元、毛利 4.78 亿元。

图表 5 募投项目分析

募投项目	现有产能 (台/套)	新增产能 (台/套)
HF 墙材压机项目	39	320
HP 陶瓷压机项目	25	50
HC 耐火材料压机项目	7	50

数据来源：公司招股说明书 方正证券研究所

六、盈利预测与估值，合理价值区间 19.5-21.96 元

预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 4.15、5.61、7.33 亿元，摊薄后 EPS 分别为 0.45、0.61 和 0.86 元。相近上市公司 2011 年 PE 为 35 倍左右，考虑到公司的增长潜力，给予公司 2011 年 32-36 倍 PE，合理价值区间为 19.5-21.96 元。

七、风险提示

宏观经济周期波动风险；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险；

图表 6 可比上市公司估值情况

代码	简称	股价	PE			PB
			09A	10E	11E	
600499.SH	科达机电	13.5	69.5	51.45	34.39	5.60
002272.SZ	川润股份	29.3	49	48.32	35.55	5.05
平均			59.25	49.89	34.97	5.33

数据来源:方正证券研究所

图表 7 2010-2012 年分项业务预测

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
HF 墙材压机	172.84	170.38	176.52	185.35	213.15	245.12
增长率		-1.42%	3.60%	5.00%	15.00%	15.00%
毛利率	62.55%	55.63%	51.84%	50.00%	50.00%	50.00%
HP 陶瓷压机	57.75	27.70	34.94	66.39	112.86	169.28
增长率		-52.03%	26.14%	90.00%	70.00%	50.00%
毛利率	24.23%	22.71%	16.94%	17.00%	17.50%	18.00%
HC 耐火材料压机	2.62	16.89	15.58	112.18	168.26	235.57
增长率		544.66%	-7.76%	620.00%	50.00%	40.00%
毛利率	16.79%	41.80%	28.95%	29.00%	30.00%	31.00%
配件及其他	18.10	17.58	36.40	50.96	66.25	82.81
增长率		-2.87%	107.05%	40.00%	30.00%	25.00%
毛利率	26.08%	-0.23%	31.07%	30.00%	35.00%	35.00%
营业收入合计	251.31	232.55	263.44	414.87	560.52	732.78
增长率		-7.46%	13.28%	57.48%	35.11%	30.73%
综合毛利率	50.64%	46.48%	42.99%	36.58%	35.68%	34.80%

数据来源:方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	312.51	1193.45	1295.25	1478.48	经营活动现金流	81.21	2.98	145.05	79.69
现金	91.81	735.55	843.57	864.31	净利润	60.14	72.41	96.83	137.12
应收账款	66.78	133.64	133.27	110.99	折旧摊销	11.76	16.50	19.20	21.95
其它应收款	3.31	5.76	7.23	9.25	财务费用	6.32	3.37	2.07	1.58
预付账款	45.72	72.82	67.31	95.53	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	100.29	241.77	237.20	390.65	营运资金变动	3.70	-89.92	27.12	-80.87
其他	4.61	3.92	6.68	7.76	其它	-0.72	0.61	-0.17	-0.09
非流动资产	252.98	313.65	351.29	398.19	投资活动现金流	-25.26	-77.79	-56.67	-68.76
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	13.50	65.49	37.47	46.81
固定资产	219.82	239.45	260.13	278.64	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	31.37	49.52	66.77	86.52	其他	-11.76	-12.30	-19.20	-21.95
其他	1.78	24.69	24.38	33.02	筹资活动现金流	13.12	718.56	19.64	9.81
资产总计	565.48	1507.10	1646.54	1876.67	短期借款	60.00	0.00	40.00	30.00
流动负债	183.61	352.94	415.09	528.27	长期借款	20.00	-15.91	-19.54	-20.17
短期借款	80.00	80.00	120.00	150.00	其他	-66.88	734.47	-0.82	-0.02
应付账款	41.90	63.33	80.88	110.22	现金净增加额	69.08	643.74	108.02	20.74
其他	61.71	209.61	214.21	268.05					
非流动负债	64.20	44.09	24.54	4.37	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	60.00	44.09	24.54	4.37	成长能力				
其他	4.20	0.00	0.00	0.00	营业收入	13.28%	57.48%	35.11%	30.73%
负债合计	247.81	397.03	439.63	532.64	营业利润	2.77%	20.02%	34.02%	42.51%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	1.78%	20.39%	33.74%	41.61%
归属母公司股东权益	317.67	1110.08	1206.91	1344.03	获利能力				
负债和股东权益	565.48	1507.10	1646.54	1876.67	毛利率	42.99%	36.58%	35.68%	34.80%
					净利率	22.83%	17.45%	17.28%	18.71%
利润表	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	18.93%	6.52%	8.02%	10.20%
营业收入	263.44	414.86	560.51	732.77	ROIC	14.45%	6.17%	7.34%	9.30%
营业成本	150.19	263.09	360.52	477.74	偿债能力				
营业税金及附加	0.17	0.26	0.33	0.45	资产负债率	43.82%	26.34%	26.70%	28.38%
营业费用	16.44	31.03	41.25	47.63	净负债比率	56.49%	36.81%	38.18%	33.65%
管理费用	18.69	29.91	39.24	44.70	流动比率	1.70	3.38	3.12	2.80
财务费用	6.32	3.37	2.07	1.58	速动比率	1.16	2.70	2.55	2.06
资产减值损失	4.09	6.14	8.46	5.86	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.52	0.40	0.36	0.42
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	4.14	4.14	4.20	6.00
营业利润	67.54	81.06	108.64	154.82	应付帐款周转率	3.13	5.00	5.00	5.00
营业外收入	0.65	1.82	1.87	1.45	每股指标(元)				
营业外支出	0.11	0.45	0.58	0.38	每股收益	0.38	0.45	0.61	0.86
利润总额	68.08	82.43	109.92	155.88	每股经营现金	0.68	0.02	0.91	0.50
所得税	7.94	10.03	13.09	18.76	每股净资产	2.65	6.94	7.54	8.40
净利润	60.14	72.41	96.83	137.12	估值比率				
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	60.14	72.41	96.83	137.12	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	87.32	104.81	133.76	183.08	EV/EBITDA				
EPS (元)	0.38	0.45	0.61	0.86					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com