

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751765 liujun12@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 刘 军 (8621) 68751765 liujun12@cjsc.com.cn

章 诚 (8621) 68751829 zhangcheng1@cjsc.com.cn

“绿色”装备，前景广阔

事件描述

近日，我们前往海源机械，与公司管理层就产品市场需求、募投项目建设等内容进行了详细沟通。

事件评论

第一，HF 压机（墙材压机）是公司的主要增长极，成长空间较大

“禁实限粘”政策推动新型墙材替代粘土砖，激发 HF 压机市场需求。国家出台“禁实限粘”政策禁止使用粘土砖，HF 压机生产的墙材具有环保和收缩比小等优点，是理想的替代粘土的建筑材料。而且目前其每年用量仅占全部墙材的 10%左右，未来存在较大的增长空间。按全国每年粘土砖总用量为 4500 亿块估算，墙体压机总需求量约 9000 台（4500 亿/0.5 亿，按一台 HF1100 压机理论产能为 5000 万块/年计算）。

公司 HF 压机的下游客户主要来自两个方面：（1）生产墙材的企业。这些企业使用 HF 压机制造的粉煤灰砖、灰砂砖等墙体材料能替代粘土砖，用于中小城市及农村地区的砖混结构、框架结构房屋建设和高层建筑物的地基等建设；（2）火电企业。火电企业基于环保压力而购买 HF 压机，以消耗自身发电产生的大量粉煤灰、降低环保成本、并可取得一定的投资收益。

下游客户盈利能力强，对压机需求强劲。假设企业购买一台 HF 设备（价格约 200 万），及配套设备、土地、厂房等进行墙材生产，初始投资共约 1000 万（折旧年限为 10 年）。目前每块砖售价约 0.4 元，按一年产能 5000 万块砖计算，每年利润约 500 万（已考虑每年折旧成本 100 万元），投资回收期为 2 年左右。电厂由于可以免费获得粉煤灰，因此其投资回收期较短，为 1 年半左右。

公司是国内墙材压机市场的绝对龙头，可充分受益行业成长。公司 HF 压机的累计销量约 500 台，市占率达 80%。竞争对手主要有七家：德国拉斯科（累计销售约 10 台）、德国莱斯（累计销售约 6 台）、天津龙腾（累计销售约 50 台）、洛阳中冶（累计销售约 50 台）、科达机电（累计销售约 5 台）、郑州德亿（累计销售约 10 台），其市占率与公司存在明显差距。公司拥有该细分行业的绝对优势，未来将充分受益行业的发展。

第二、HC 压机（耐材压机）尚处导入期，提供业绩超预期可能

公司是目前国内唯一一家生产耐火材料成型设备的企业，累计实现销售 9 台。竞争对手为德国莱斯公司（累计销售约 50 台）、意大利萨克米集团（累计销售约 5 台）。公司 HC 压机性能和质量与国外产品接近，但价格仅为国外同类产品价格的一半，性价比优势较强。

公司 HC 耐材压机的下游客户一般为民营企业，主要为钢铁、化工、水泥等行业提供耐火材料。耐材压机需求的增长主要来自于两个方面：（1）大型耐材企业的设备更新换代需求。大型耐材企业需要更新设备以获得行业的竞争优势。举例来说，目前钢铁企业一般与耐材企业以签订承包协议：按熔炉的总使用次数付费（熔炉每工作 10 次付一定费用）。耐材的质量越高，耐材商更换耐材的次数越少，则成本越低、利润越高，因此耐材商对耐火材料质量的要求已大大提高，形成对耐材压机的更新换代需求；（2）中小型耐材企业对高性价比的耐材压机需求的增加。耐材压机的运营成本远低于摩擦压机，中小型耐材企业对此类压机的需求较大，但受制于中小企业的资金不足和其高性价比要求，目前该部分需求仍未释放。公司已准备推出价格和质量合适的中小吨位 HC 压机，开拓需求广阔的中小吨位耐材压机市场。

我们认为，目前 HC 压机对公司来说尚处于导入期，对业绩的贡献不明显，但凭借其质量和性价比，该业务未来 1-2 年有望实现高速增长。

第三、HP 压机（陶瓷砖压机）瞄准大吨位市场，销量有望稳定增长

目前，国内的陶瓷砖成型设备已完全替代了摩擦压机，市场成长空间不大，且市场竞争充分、集中度较高，前三大企业（公司列第三名）占据 80% 以上市场份额。

HP 陶瓷压机是公司的传统产品，公司未来的规划是向大吨位陶瓷砖机方向发展，抢夺大尺寸陶瓷砖细分市场的份额。我们预计，公司 HP 压机业务未来在产能瓶颈解除后将实现稳定增长，毛利率有望因产品结构优化而获得一定提升。

第四，竞争优势明显，竞争者短期难以超越

公司的主要竞争优势主要为：（1）设备集成能力强。液压成型装备是机、电、液一体化的现代高技术设备，特别是墙材压机和耐材压机，强调压机与下游产品生产工艺的结合。公司凭借十多年的技术经验和专业的设备技术人员，具备较强的设备集成能力；（2）性价比高。目前公司产品的价格约为国外同类产品的 30%-50% 水平，性价比优势突出；（3）品牌优势。由于液压成型设备是下游生产线上的核心设备，其质量、性能直接影响下游制品的质量。因为一旦液压成型设备出现故障将导致整条生产线停工，造成较大经济损失，因此客户一般会选择具备一定市场口碑和高质量品牌的产品，一般品牌或新进入者很难在短期内抢占市场份额。

第五，公司定价政策清晰，有利于保持行业龙头地位

以 HF 压机为例，公司在中短期会保持产品价格平稳，长期对售价进行有计划、有步骤的降低。主要原因为，在产能瓶颈解除后，公司有能力将盈利模式由产品周期初期的“低量、高毛利”逐步调整为“高量、稳定毛利”。通过规模经济压低成本，削弱竞争对手的盈利能力，以维持行业一定的壁垒。

同时公司自身技术驱动能力强，可通过开发新产品进入新的高毛利率产品，维持公司整理的盈利能力。

第六，募投项目建设稳步推进，11 年底释放部分产能

公司募投项目一期工程的土建部分已基本建成，设备将于下半年到位，11 年末到 12 年初可正式生产，预计该部分产能为全部募投产能的 60% 左右。此外，二期工程即将开工建设，预计 2013 年完工并达产。整体来看，募投项目建设正稳步推进，进度符合市场预期。

第七，给予“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 4.58 亿、6.15 亿，每股收益分别为 0.53 元、0.75 元，对应 5 月 16 日收盘价的 PE 分别为 33、23 倍，给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	348	460	619	836	货币资金	776	361	282	352
营业成本	214	287	386	524	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	134	173	234	312	应收账款	92	120	164	223
% 营业收入	38.5%	37.6%	37.7%	37.3%	存货	184	246	331	450
营业税金及附加	0	1	1	1	预付账款	32	43	4	5
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	23	30	40	53	流动资产合计	1094	785	800	1057
% 营业收入	6.5%	6.5%	6.4%	6.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	27	36	48	65	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	10	2	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.8%	0.5%	-0.2%	-0.1%	固定资产合计	250	472	620	592
资产减值损失	4	4	5	6	无形资产	34	32	31	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	1	1	1
营业利润	70	100	141	189	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	20.1%	21.7%	22.8%	22.6%	资产总计	1381	1290	1452	1679
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	201	0	0	0
利润总额	72	100	141	189	应付款项	115	154	207	281
% 营业收入	20.8%	21.7%	22.8%	22.6%	预收账款	19	25	33	45
所得税费用	10	15	21	28	应付职工薪酬	2	3	4	5
净利润	62	85	120	161	应交税费	11	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	10	13	9	13
的净利润	62.0	84.8	120.0	160.5	流动负债合计	357	194	253	344
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.39	0.53	0.75	1.00	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	4	4	4	4
经营活动现金流净额	15	49	124	112	负债合计	361	198	258	348
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1020	1092	1194	1330
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1020	1092	1194	1330
固定资产投资	-32	-248	-187	-19	负债及股东权益	1381	1290	1452	1679
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-32	-248	-187	-19		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.388	0.530	0.750	1.003
股权融资	694	0	0	0	BVPS	6.37	6.82	7.46	8.31
银行贷款增加 (减少)	61	-201	0	0	PE	44.95	32.91	23.25	17.38
筹资成本	53	-15	-17	-23	PEG	1.21	0.88	0.62	0.47
其他	-106	0	0	0	PB	2.73	2.55	2.34	2.10
筹资活动现金流净额	703	-216	-17	-23	EV/EBITDA	22.76	18.71	13.91	10.30
现金净流量	685	-415	-79	70	ROE	6.1%	7.8%	10.0%	12.1%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。