

新材料研究小组 分析师：李琳琳

执业证书编号：S0730511010010

lilil12345@sina.com

研究支持：牟国洪 mough@ccnew.com

防磨抗蚀龙头受益行业快速发展

——恒大高新（002591）新股分析报告

研究报告-新股分析报告

合理价值区间：23.25-27.90 元

发布日期：2011 年 06 月 07 日

发行数据

发行价(元)	-
发行数量(万股)	2000
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2011 年 06 月 07 日
上市日期	-

基础数据(2010-12-31)

每股净资产(元)	4.68
每股经营现金流(元)	0.53
毛利率(%)	40.19
净资产收益率-摊薄(%)	21.16
资产负债率	24.63
发行后总股本(万股)	8000
B 股/H 股(万股)	—

联系人：周楷翔

电话：021-50588666-8031

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

报告关键要素：

恒大高新(002591)在中小板发行上市。募集资金投向金属防护项目、非金属防护项目、技术研发中心项目和网络服务体系建设项目，项目投资总额为23099.20万元。公司在防磨抗蚀领域综合竞争力国内第一。

投资要点：

- **公司是国内防磨抗蚀龙头企业。**公司致力于防磨抗蚀新材料的研制以及工业系统设备的防磨、抗蚀、节能等技术工程服务，为电力、水泥、钢铁等企业提供综合防护解决方案。
- **防磨抗蚀行业下游覆盖行业广。**防磨抗蚀行业属于国家政策重点培育的新兴产业，主要为电力、钢铁、水泥等企业的工业系统设备提供防磨抗蚀综合防护方案；随着国家节约、环保、低碳政策的推进及企业防护意识的不断增强，该行业未来市场空间巨大。
- **公司竞争优势：**公司在防磨抗蚀行业具备较为完整的产品系列，综合竞争力国内第一；在 HDS 防护业务细分领域市场占有率国内第一，KM 和 MC 防护位居前列。公司定位于综合防护解决方案提供商，且具备服务网络优势。
- **募集项目分析：**公司本次公开发行股票 2000 万股，募集资金投向金属防护项目、非金属防护项目、技术研发中心项目和网络服务体系建设项目，项目投资总额为 23099.20 万元，项目实施将进一步提升公司的自主创新能力和综合竞争力。
- **盈利预测与公司估值：**预测公司 2011、2012 年每股收益分别为 0.93 元和 1.19 元，建议给予公司 2011 年 25-30 倍的市盈率，对应合理股价区间为 23.25-27.90 元。
- **风险提示：**公司主要风险包括专利与专有技术流失和防磨抗蚀行业市场发展及需求低于预期。

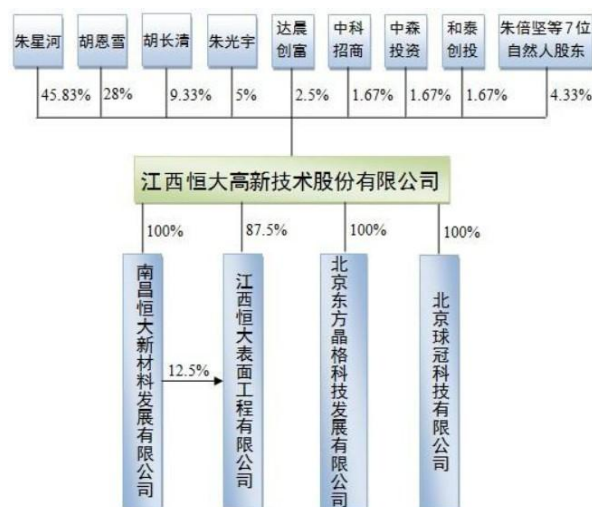
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	225.72	255.97	315.12	416.15	566.30
增长比率(%)	24.20	13.40	23.11	32.06	36.08
净利润(百万元)	49.05	59.41	74.75	95.51	126.61
增长比率(%)	31.18	21.12	25.83	27.77	32.56
每股收益(元)	0.61	0.74	0.93	1.19	1.58

1. 国内防磨抗蚀龙头企业

公司前身江西恒大高新技术实业有限公司成立于1993年1月，于2007年10月变更为股份有限公司，注册资本为6000万元。公司目前是国内综合性工业设备防磨抗蚀新材料产品生产和技术工程服务的龙头企业，一直致力于防磨抗蚀新材料的研制以及工业系统设备的防磨、抗蚀、节能等技术工程服务，目前总产能为19.85万平方米。防磨抗蚀新材料结合相关防护技术，目前主要为电力、钢铁、水泥、化工等企业工业系统设备防磨抗蚀综合防护方案。2005-2009年，公司在国内电力等企业燃煤锅炉“四管”等设备的金属热喷涂耐磨抗蚀防护市场中占有率第一。2010年，公司实现营业收入25597万元，同比增长13.40%；实现净利润5941万元，同比增长21.13%。

上市前，朱星河持有公司45.83%的股权，为公司实际控制人。本次发行前公司总股本为6000万股，本次发行人民币普通股2000万股，发行后总股本为8000万股，占发行后股本总额的25.00%。

图表1：上市前公司股权结构及控股子公司



资料来源：公司招股说明书，中原证券

2. 行业分析

2.1 防磨抗蚀行业：政策导向性新兴行业

在电力、钢铁、水泥、石油、化工、航空航天等行业中，由于工业介质和应用环境的存在通常会使工程材料发生功能失效，其中磨损和腐蚀是其主要的失效形式。行业统计数据显示，因磨损和腐蚀引起的功能失效造成了巨大的资源浪费和经济损失。

图表2: 世界主要国家腐蚀损失

序号	国家	时间	损失统计
1	美国	1998 年	腐蚀总损失 2757 亿美元, 约占 GDP 的 2.76%
2	日本	1997 年	腐蚀总损失 52580 亿日元, 约占 GDP 的 1.02%
3	英、德等发达国家	每年	摩擦、磨损造成的损失约占 GDP 的 2-7%
4	中国	2000 年	腐蚀损失 5000 亿元, 约占 GDP 的 6%
		2006 年	摩擦、磨损造成损失约 9500 亿元, 约占 GDP 的 5%

资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

防磨抗蚀产业涉及材料学、表面工程、摩擦学、材料失效与防护等多学科, 从应用技术及产品功能看, 属于表面工程行业的细分产业。通过应用摩擦学可降低损失, 如2006年我国腐蚀损失约9500亿元, 合理利用摩擦学知识至少可节约3270亿元。而我国目前防磨抗蚀行业仅有20-30亿的规模, 未来发展空间巨大。为减少磨损和腐蚀造成的损失, 发展循环经济、增强节能意识, 我国自2004年一直将防磨抗蚀材料列为新材料领域, 通过2008年的《循环经济促进法》、2010年的《国务院关于加强培育和发展战略新兴产业的决定》等系列政策对该新兴行业进行培育。

图表3: 公司所属行业产业链



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

从产业链看: 防磨抗蚀上游包括喷涂设备、金属/非金属原材料, 下游为电力、钢铁、水泥等行业。我国防磨抗蚀产业尚处于成长期, 市场需求也正处于培育成长阶段。而在磨损腐蚀中, 金属材料表面性能的破坏是造成金属材料失效和过早报废的主要原因, 为此我国防磨抗蚀最先应用于电力、钢铁、水泥等传统行业中, 对应地金属类防磨抗蚀材料得以优先发展。随着企业对设备安全稳定运行及节能降耗要求的提高, 防磨抗蚀产品延伸至非金属抗蚀耐磨新材料、耐磨陶瓷片等, 下游应用也拓展至造纸、矿石等行业。

防磨抗蚀行业的核心是新材料、新技术在相关下游产业中的应用, 其发展前景取决于下游市场以及新材料和新技术的运用。

2.2 防护领域市场分析

随着企业对工业设备防护意识的加强, 防护工程产生经济效益和社会效应逐渐体现, 导致电力、钢铁、水泥等企业对象防磨抗蚀业务需求持续增加。2008年, 电力、钢铁、水

泥等企业相关设备防磨抗蚀防护比例约为30%，2009、2010年防护比例增至35%。

2.2.1 电力企业

电力企业中特别是火电企业，以及化工企业的自备火力发电厂，从锅炉、汽轮机、电机主机系统到制粉、输灰等辅助部分，常常由于某一局部零件磨损或高温腐蚀而失效，造成巨大损失。特别地，火电锅炉“四管”因高温含硫气流、磨损及高温腐蚀引起事故造成停机时间约占整个机组非计划强迫停用时间的50%，占锅炉本身非计划停用时间的70%以上。

图表4：火电企业防磨抗蚀部位及适用产品

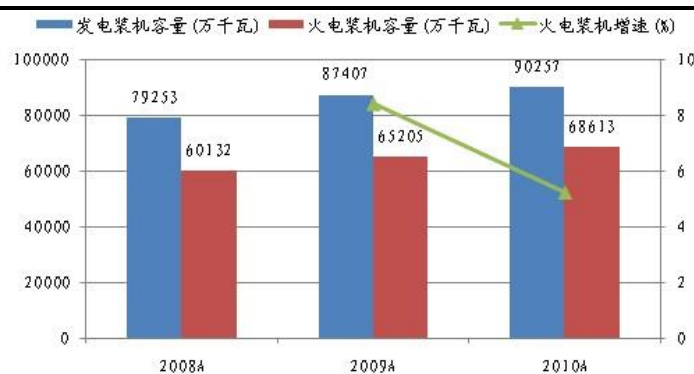
防磨抗蚀部位	主要适用产品
火电锅炉“四管”表层管	金属热喷涂防护
火电锅炉“四管”深层管排	高温抗蚀耐磨涂料防护
火电锅炉制粉系统、输灰系统	高温抗蚀耐磨衬里材料防护
循环流化床锅炉	高温抗蚀耐磨衬里材料防护

注：四管-高温、高压锅炉的水冷壁管、过热器管、再热器管、省煤气管

资料来源：公司招股说明书，中原证券

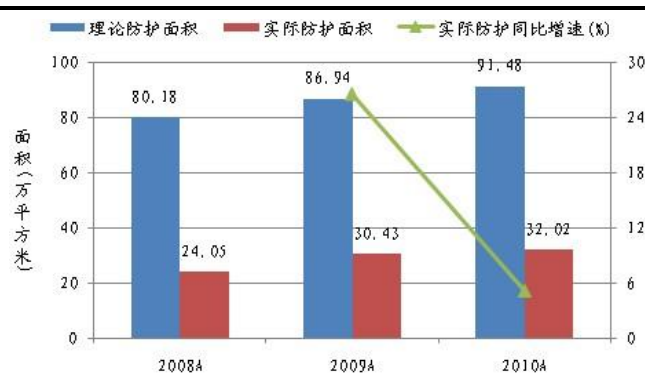
2010年，我国火电装机总容量为68613万千瓦，其中每万千瓦产生的火电企业锅炉“四管”表层管所需金属热喷涂防护面积约为40平方米，防护寿命周期为3年；对应地，2010年“四管”所需金属热喷涂实际防护面积为32.02万平方米，同比增长5.26%。

图表5：2008-2010年我国发电/火电装机容量



资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表6：火电锅炉“四管”金属热喷涂防护面积



资料来源：公司招股说明书，中原证券

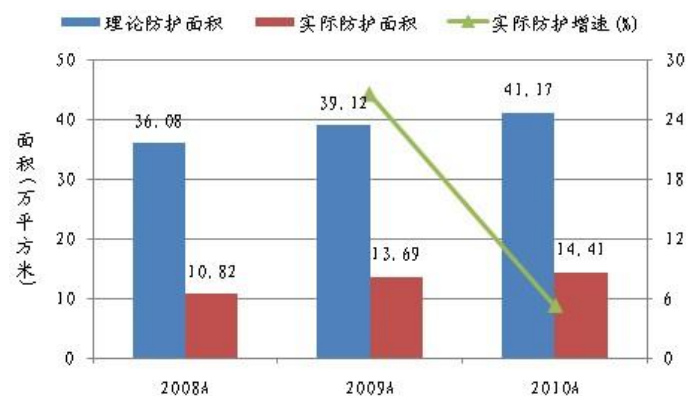
相应地，每万千瓦装机容量产生的火电企业锅炉“四管”深层管所需高温抗蚀耐磨涂料防护面积约为30平方米，防护寿命周期为2年，2010年实际防护面积需求为36.02万平方米。对火电锅炉制粉系统输煤管道需衬里材料防护面积约6平方米，输灰系统的尾部烟道、除尘器所需衬里材料防护面积约12平方米，且衬里材料平均寿命为3年，故2010年制粉系统与输灰系统所需高温抗蚀耐磨衬里材料防护总面积为14.41万平方米。

图表7: 火电锅炉“四管”高温抗蚀耐磨涂料防护面积



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

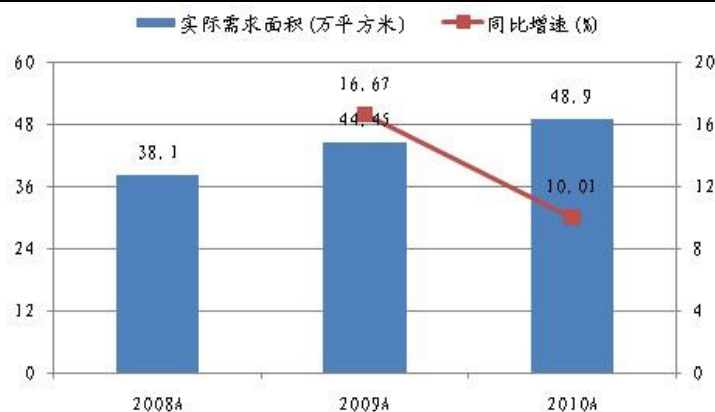
图表8: 制粉系统、输灰系统高温抗蚀耐磨衬里材料防护面积



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

2007年,我国循环流化床锅炉装机数量近3000台,后续年增数量约100台。每台新增锅炉用量为200吨,已有锅炉每台需50吨,寿命周期为3年。按平均防护层厚度20毫米测算,2010年该细分领域所需高温抗蚀耐磨衬里材料为48.9万平方米。

图表9: 循环流化床锅炉高温抗蚀耐磨衬里材料防护面积



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

2.2.2 钢铁企业

钢铁行业中的主体设备大部分处于高磨损、高负荷和腐蚀等恶劣工况下,是国民经济的耗材耗能大户。随着热喷涂防磨防护、再造技术和非金属防磨抗蚀材料成功解决其它行业的磨损和腐蚀问题,钢铁企业也逐步采用此技术。2009年,钢铁企业中有35%的设备使用新材料进行防磨抗蚀防护。

图表10: 钢铁企业防磨抗蚀部位及适用产品

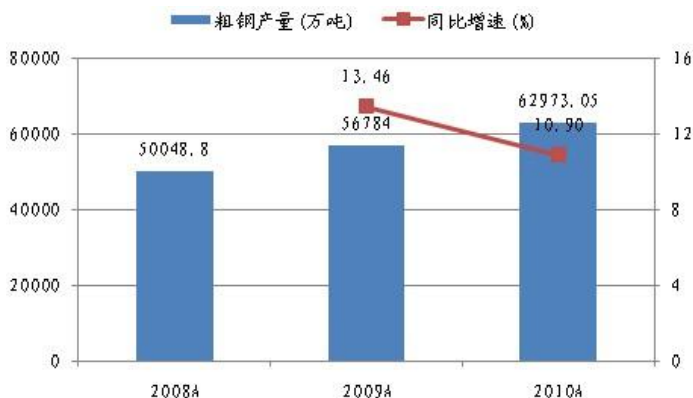
防磨抗蚀部位	主要适用产品
烧结机大烟道、风箱	高温抗蚀耐磨衬里材料防护
球团除尘管道	高温抗蚀耐磨衬里材料防护、陶瓷片防护
高炉煤气管道	高温抗蚀耐磨衬里材料防护、陶瓷片防护

辊类 高耐磨合金衬板防护、金属热喷涂、堆焊防护
板、溜槽 高耐磨合金衬板防护、堆焊防护

资料来源：公司招股说明书，中原证券

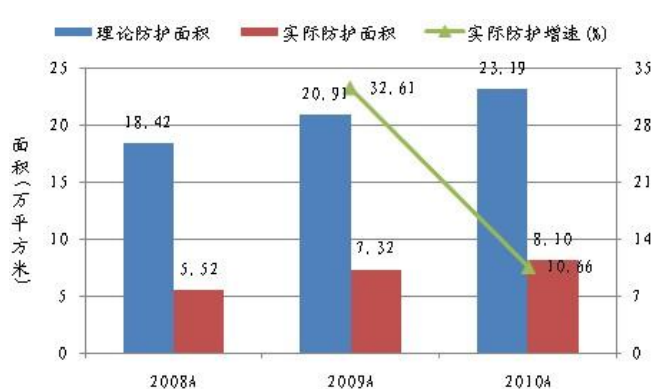
2010年，全国粗钢产量为62973.05万吨。在钢铁行业中，1平方米烧结机年产粗钢1.63万吨，而每平方米烧结机需要防护的大烟道、风箱等面积约为6平方米，衬里材料的使用寿命为3年。为此，2010年钢铁企业所需高温抗蚀耐磨衬里材料理论防护总面积为23.19万平方米，实际防护总面积为8.10万平方米，同比增长10.66%。

图表11：2008-2010年我国粗钢产量及增速



资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表12：钢铁企业高温抗蚀耐磨材料防护面积



资料来源：公司招股说明书，中原证券

国内各类轧钢机轧制辊耗的粗略统计：轧制1万吨钢材消耗13吨轧辊，每吨轧辊防护面积约为0.6平方米。2010年，钢铁企业所需高耐磨合金衬板的实际防护面积为10.90万平方米。

图表13：钢铁企业高耐磨合金衬板防护面积



资料来源：公司招股说明书，中原证券

2.2.3 水泥企业防护领域

水泥企业中因磨损、腐蚀而引起的停机时间占总停机时间的一半以上，导致生产成

本和维护费用的增加。目前，防腐抗蚀主要用于新型干法水泥生产线的余热发电系统中。2010年，全国新型干法水泥生产线余热发电系统有577条，同比增长47.95%；每条余热发电系统需要维护的面积为1600-1700平方米，防护周期为3年，每条线以500平方米计算，2010年水泥企业余热发电系统对高温抗蚀耐磨衬里材料的实际需求总面积为9.52万平方米，同比增长26.76%。

图表14：2008-2010年我国水泥企业余热发电系统



资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表15：水泥企业高温抗蚀耐磨衬里材料防护面积

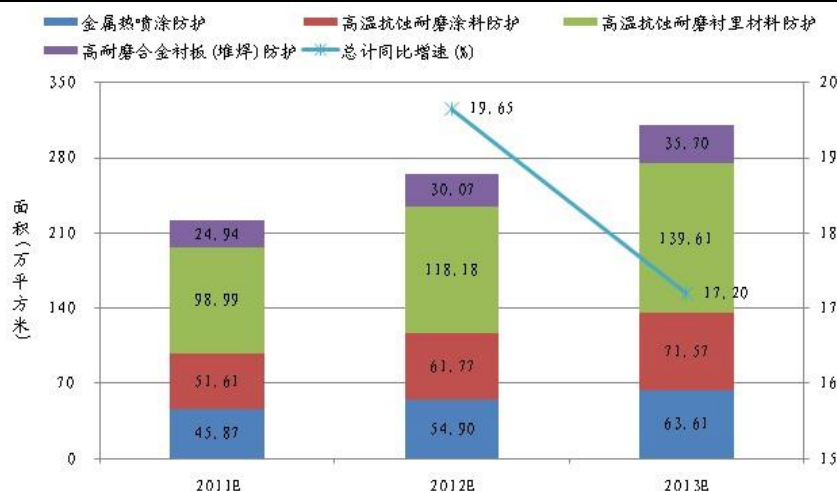


资料来源：公司招股说明书，中原证券

2.2.4 防腐抗蚀市场前景广阔

随着下游电力、钢铁及水泥等重化工企业防护意识的提高，未来预期我国工业设备防护面积将快速增长。预计2011-2013年我国工业设备进行防腐抗蚀的防护比例每年会递增5个百分点，同时火电装机容量、粗钢产量和新型干法水泥生产线余热发电系统也将保持一定增长，预计2011年总防护面积为221.41万平方米，2011-2013年之间的年均复合增长率为9.39%。

图表16：电力、钢铁、水泥企业设备防腐抗蚀防护面积市场预测



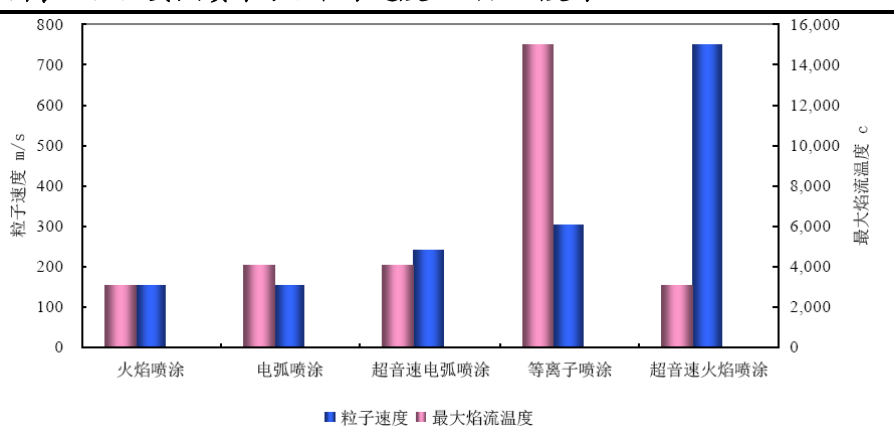
资料来源：公司招股说明书，中原证券

2.3 防磨抗蚀应用技术及新材料

防磨抗蚀技术主要包括热喷涂技术、堆焊技术、激光熔覆技术等。

热喷涂技术应用最广且前景广阔，主要包括火焰喷涂、电弧喷涂、等离子喷涂、超音速火焰喷涂等。喷涂技术核心在于喷涂温度、熔滴对基体表面的冲击速度及形成涂层材料的性能。一般而言，温度越高、速度越快将有利于形成优异的涂层。就速度而言，等离子和超音速火焰喷涂具有优势，且等离子喷涂在难熔金属及陶瓷喷涂材料方面更具优势；随着计算机控制技术的发展，机器人持枪的热喷涂技术得以逐步应用。目前，我国防磨抗蚀领域主要以火焰与电弧喷涂技术为主。

图表17：主要热喷涂方法粒子速度及焰流温度对比



资料来源：公司招股说明书，中原证券

对防磨抗蚀材料而言，我国已接近或达到国家先进水平，已形成金属喷涂丝、非金属(不定型)抗蚀耐磨新材料以及耐磨陶瓷片完整的产品系列。

3. 公司经营分析

3.1 自主创新铸就完整产品系列

公司自创立以来一直发展具有自主知识产权的核心技术，目前已获得7项发明专利，11项实用新型专利。自主研发的多个产品和技术列入了国家级项目计划并多次在国内获奖：如KM高温抗蚀耐磨涂料列入了国家火炬计划项目、国家科技部科技型中小企业技术创新基金项目和重点新产品，并荣获十二届全国发明博览会金奖；MC高温抗蚀耐磨衬里材料、KR高温隔热防超温涂料列入了国家重点新产品；循环流化床综合防护产品于2010年5月取得了国家火炬计划项目证书。

目前，公司防磨抗蚀材料已具备较为完整的产品系列，已形成金属、非金属及陶瓷片在内的六大产品系列，产品下游覆盖电力、钢铁、水泥、化工等行业。

图表 18: 公司六大系列产品主要特点、应用领域及主要特点

防磨抗蚀产品	类型	主要特点	应用领域	主要用途
HDS 防磨抗蚀喷涂丝	金属	具有极高的硬度和耐磨性, 高温稳定性, 结合强度高, 涂层结合强度大, 孔隙率低, 硬度高, 涂层厚度薄, 导热性好, 对腐蚀介质有着极好的屏蔽作用。 在常温下可快速固化, 高温下可形成坚硬的金属陶瓷	电力、钢铁等企业	用于电站及工业锅炉各受热面表层管、风机叶轮等设备的防磨抗蚀
KM 高温抗蚀耐磨涂料	非金属	体, 具有高温耐磨性好, 导热系数大, 抗蚀性强, 与金属表面粘结具有极强的吸附性和热震稳定性, 不易脱落和出现裂纹。	电力、化工等企业	用于电站及工业锅炉“四管”深层管排的防磨抗蚀
MC 高温抗蚀耐磨衬里材料	非金属	采用多层强硬金属与非金属合理配合, 以复合高温胶结剂作胶粘材料, 骨架材料由龟甲网或钢丝网组成。在常温下以化学固化, 加温下形成坚硬的陶瓷体。因此, 具有耐高温(最高可达 1790℃)、耐强冲刷、不易脱落, 不发生裂纹, 并可耐各种介质腐蚀等热点。	电力、钢铁、水泥、化工等企业	用于磨煤机进出口管道、粗细分离器, 水泥窑系统; 烧结机大烟道、风箱管、除尘烟道、余热锅炉热风管以及各行业输煤、输料、输灰、除尘等系统的防磨抗蚀
MT 耐磨抗蚀陶瓷片	非金属	以三氧化二铝为主要原料, 辅以稀有金属氧化物等溶剂, 经高压成型, 高温烧结而成的刚玉质陶瓷。既能耐酸碱腐蚀, 又具有非常高的硬度。	电力、钢铁、水泥等企业	用于输煤、输料、输灰、除尘等系统的防磨抗蚀
MHC 高耐磨合金衬板	金属	基板采用普通碳钢, 耐磨层采用高级耐磨合金, 堆焊层具有独特的一致性规则的外观, 具有高耐磨、抗冲击、易于加工的特点, 是一种性能优良、性价比高的复合材料。	电力、钢铁、水泥等企业	用于输煤、输料、输灰、除尘等系统的防磨抗蚀
JHU 高温远红外节能涂料	非金属	具有节约能源、提高炉温、改善燃烧、防止结焦、延长炉体寿命、提高功效、降低炉渣含碳量、高温防腐等特点。	电力、钢铁、机械等企业	用于电站及工业锅炉卫燃带、水冷壁, 热处理炉窑内壁等, 达到节能、防护作用

资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

同时, 在工程设备领域, 自主研发的新型超音速火焰喷涂设备解决了该技术进行在线服务的世界性难题, 并在国内首次使用机器人进行在线喷涂作业, 有利于保证涂层质量的稳定性。

3.2 经营分析

公司 2009 年和 2010 年营业收入同比增长分别为 24.20% 和 13.40%, 净利润同比增长分别为 31.18% 和 21.13%。公司营收稳定增长是由于电力、钢铁等企业对于工业设备防磨抗蚀防护业务需求持续上升和公司业务规模扩张所致。公司毛利率基本稳定在 40%, 处于较高水平, 这是由于公司拥有良好的业务模式、领先的技术水平, 具有较强的议价能力, 采用成本加成法定价。公司采取“以销定产”的生产模式, 存货周转率逐步降低。

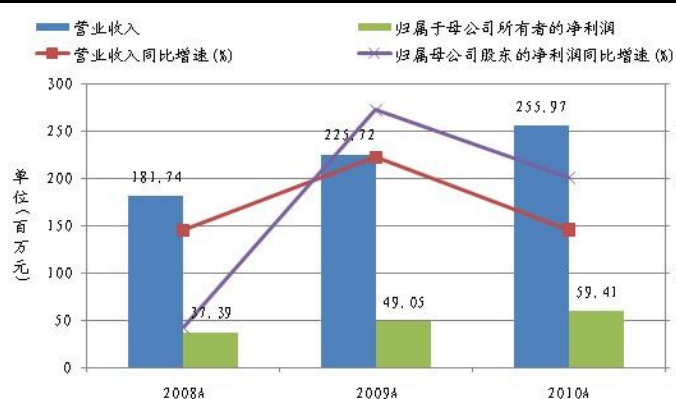
图表 19: 公司近三年盈利、经营情况及同类公司对比

	2008A	2009A	2010A	濮耐股份(2010A)
营业收入(百万元)	181.74	225.72	255.97	1592.14

净利润(百万元)	37.39	49.05	59.41	141.33
净资产收益率-摊薄(%)	25.54	25.62	21.16	11.85
资产负债率(%)	35.67	29.80	24.63	43.91
综合毛利率(%)	40.45	39.36	40.19	34.54
销售净利率(%)	20.56	21.73	23.21	9.68
期间费用率(%)	15.13	13.96	13.84	22.47
存货周转率(次)	17.18	14.77	9.80	3.02
应收账款周转率(次)	1.80	2.13	2.00	3.00

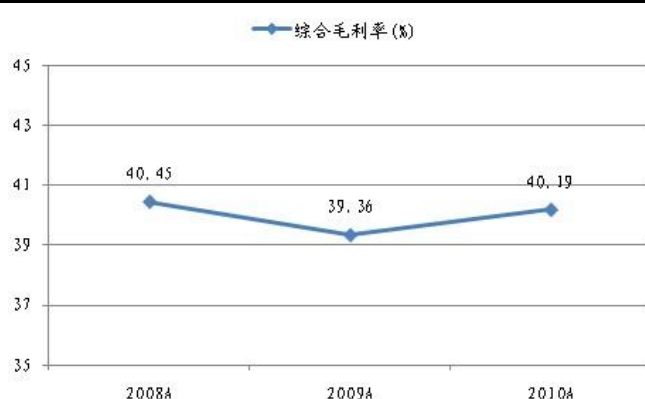
资料来源: Wind, 中原证券

图表20: 2008-2010年公司营业收入、利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

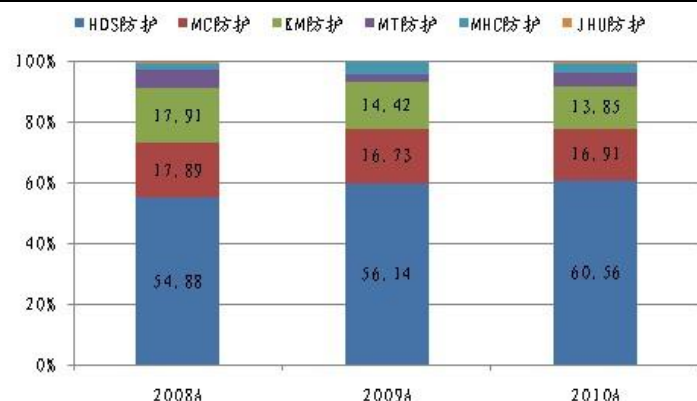
图表21: 2008-2010年公司综合毛利率



资料来源: Wind, 中原证券

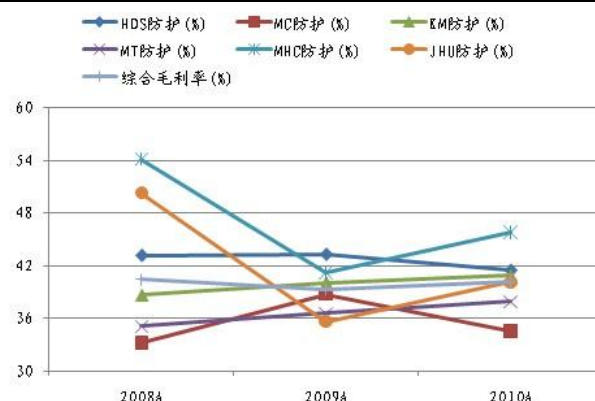
公司主营业务为HDS防护、MC防护和KM防护, 2010年三者主营业务营收占比为91.32%, 其中HDS占比达60.56%, 对应毛利率也位于较高水平。MC防护业务2010年毛利率下降是其主要原材料金属网和耐磨骨架同比分别上升8.91%和6.30%所致; MHC防护业务毛利率维持高位是由于该产品属于新型耐磨材料, 对工矿企业的轧辊、磨盘、磨辊等设备的防磨损效果好, 市场前景广阔。

图表22: 2008-2010年公司不同领域收入构成



资料来源: Wind, 中原证券

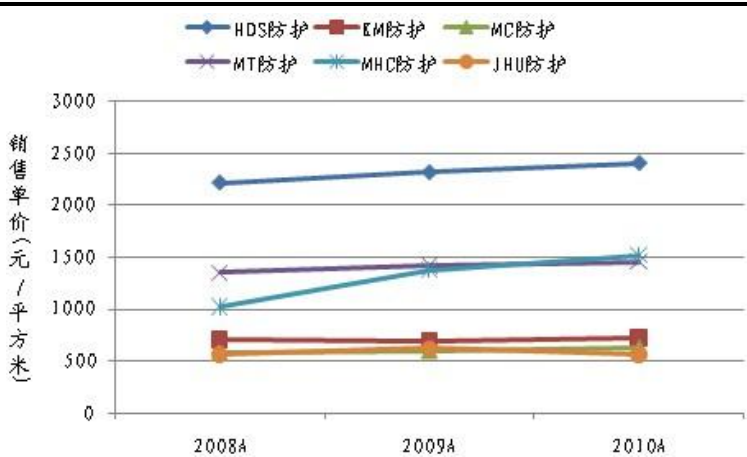
图表23: 2008-2010年不同领域产品毛利率



资料来源: Wind, 中原证券

公司各类产品销售单价在报告期内均较为稳定,间接反映出公司盈利水平较为稳定。

图表24: 公司不同产品销售价格



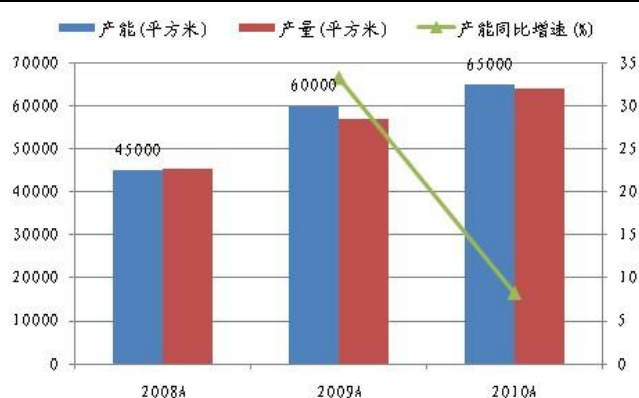
资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表25: 2008-2010年公司总产能与产量



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

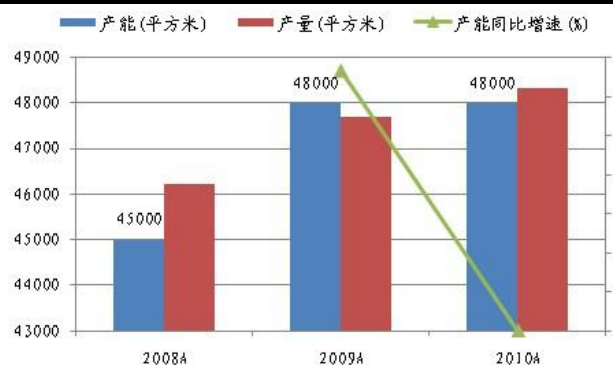
图表26: 2008-2010年HDS防护产品产能与产量



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

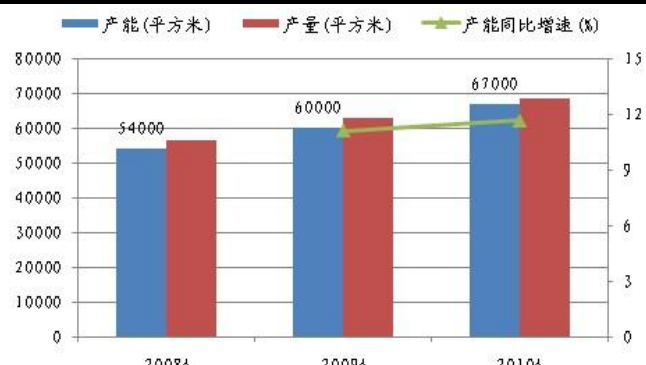
2010年,公司总产能为19.85万平方米。从不同产品产能与产量看,公司既有产能不能满足市场需求,特别是MC防护产品产能利用率均超过100%。

图表27: 2008-2010年KM防护产品产能与产量



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表28: 2008-2010年MC防护产品产能与产量

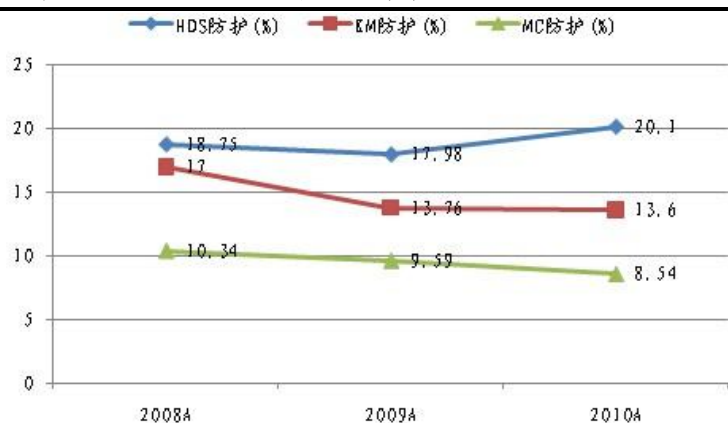


资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

3.3 行业地位显著

2010年，公司提供的防腐抗蚀服务的防护总面积近20万平方米，在国内同行业中无论规模还是整体竞争优势都位居第一。细分领域看，公司主营业务为HDS、KM和MC防护，其中HDS防护业务近三年市场占有率国内第一，KM和MC防护位于前列。同时，本公司是“锅炉“四管”高速电弧喷涂技术规范”行业标准的主要起草单位，参与国际标准ISO17384:2003《热喷涂-抗高温腐蚀和氧化保护涂层》转换为国家标准的工作，在耐磨抗蚀行业具有一定行业地位。

图表29：公司主营业务市场占有率

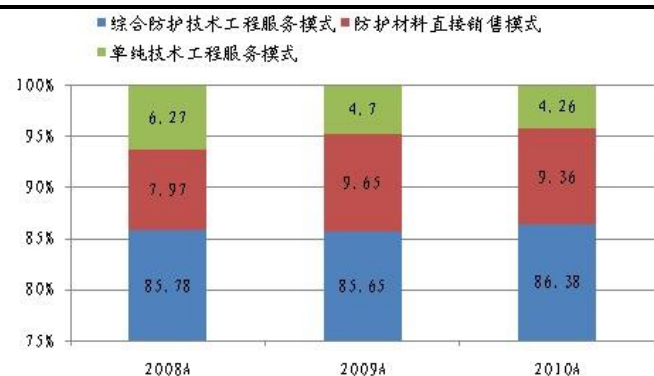


资料来源：公司招股说明书，中原证券

3.4 定位于综合防护解决方案提供商

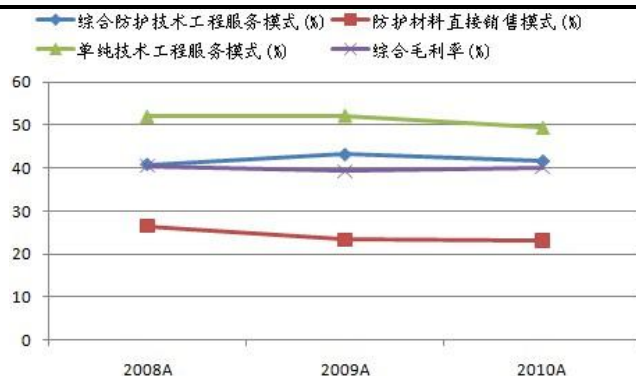
公司整体经营模式是“产品+技术工程服务”，具体根据需求采取三种销售模式：综合防护技术工程服务销售模式、防护材料直接销售模式以及单纯提供技术工程服务销售模式，其中综合防护技术工程服务模式营收占比在85%以上，且毛利率较为稳定。防护材料直销模式毛利率波动主要受原材料价格波动影响。

图表30：公司不同经营模式营收构成



资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表31：公司不同经营模式毛利率



资料来源：公司招股说明书，中原证券

针对综合防护技术工程服务为主的销售模式，公司已在全国建立齐全的服务网络体

系，全国建立6个仓储中心，面对客户需求具备快速响应能力。在技术工程服务方面，公司具备了针对不同行业、不同设备、不同部位、不同工况提供防磨抗蚀系统解决方案的能力。

4. 募集资金项目分析

公司募集资金投向金属防护项目、非金属防护项目、技术研发中心项目和网络服务体系建设项目，项目投资总额分别为8795.70万元、7236.50万元、3465.00万元和3602.00万元。HDS、KM和MC均为公司主营业务，报告期内三类产品销量平均复合增长率为11.28%，产能利用率基本饱和。通过实施金属防护和非金属防护项目，HDS防护、KM防护、MC防护新增产能分别为7.80万平方米、9.00万平方米和12.00万平方米，对应产能分别增加120%、188%和179%。随着国家节约、环保、低碳政策的推进及企业防护意识的不断增强，预计2013年HDS防护、KM防护和MC防护市场需求量分别为63.61万平方米、71.57万平方米和139.61万平方米。考虑公司的行业地位与竞争优势，募投项目增加产能有望完全得以消化，将进一步加强公司主营业务的竞争优势和行业地位。

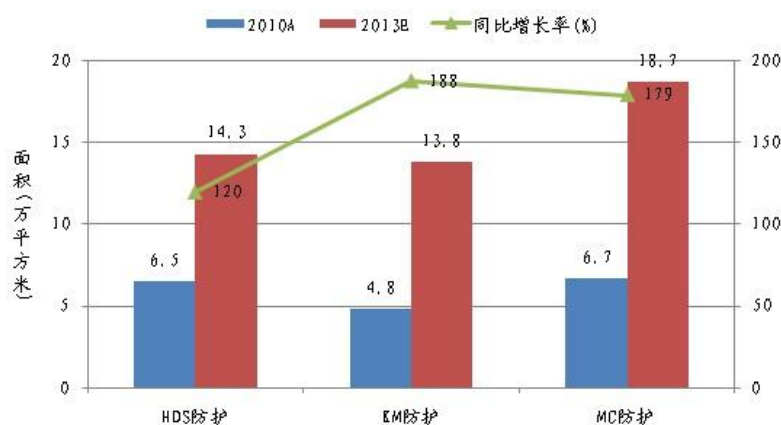
图表 32：募集资金运用计划

单位：万元

序号	项目名称	投资总额	募投项目投资计划		
			第一年	第二年	第三年
1	金属防护项目：HDS 新增产能 7.80 万平方米	8795.70	6291.10	1803.60	701.00
2	非金属防护项目	7236.50	5485.00	1280.60	470.90
	KM 防护：9.00 万平方米 MC 防护：12.00 万平方米				
3	技术研发中心项目	3465.50	3465.00	-	-
4	网络服务体系建设项目	3602.00	1646.90	1410.40	544.70
合 计		23099.20	16888.00	4494.60	1716.60

资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表33：公司主营业务产品募投前后产能对比



资料来源：公司招股说明书，中原证券

防腐抗蚀产业属于技术导向型新兴行业，防护新材料和工程技术对本行业的发展起到关键作用，技术研发中心项目将进一步提高公司自主创新能力和公司核心竞争力。网络服务体系建设项目为公司长远发展提供支持，同时拟在印度建立2个海外营销与技术服务办事处，积极拓展海外市场。

5. 盈利预测

按发行后总股本8000万股计算，预计公司2011年每股收益为0.93元，2012年每股收益1.19元。由于A股市场没有与公司业务相同的公司，考虑业务相近公司平均估值水平以及公司在行业中的地位，建议给予公司2011年25-30倍PE，合理股价区间为23.25-27.90元。

图表 34：可比公司估值

公 司	代 码	股价(元) (06/03)	EPS (元)			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
濮耐股份	002225.SZ	12.11	0.26	0.33	0.67	46.58	36.69	18.09
东方雨虹	002271.SZ	30.48	0.66	1.19	1.85	46.18	25.55	16.49
鲁阳股份	002088.SZ	14.21	0.52	0.67	0.81	27.33	21.21	17.54
瑞泰科技	002066.SZ	15.40	0.42	0.61	0.81	36.80	25.45	18.96
行业平均						39.22	27.22	17.77

资料来源：Wind，中原证券

图表 35：公司盈利预测

单位(百万元)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	181.74	225.72	255.97	315.12	416.15	566.30
减：营业成本	108.23	136.88	153.11	189.14	249.78	339.84
营业税金及附加	3.46	3.53	4.15	5.11	6.70	9.00
销售费用	11.18	11.53	13.29	16.39	21.64	29.33
管理费用	13.96	18.27	20.82	25.53	33.54	45.59
财务费用	2.36	1.71	1.32	1.64	2.08	2.77
资产减值损失	-0.07	0.86	1.49	1.89	2.70	3.68
加：投资净收益	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	42.64	52.93	61.79	75.44	99.71	136.08
加：营业外收入	2.22	5.82	13.88	20.00	20.00	20.00
减：营业外支出	0.91	1.05	6.19	8.00	8.00	8.00
五、利润总额	43.94	57.69	69.48	87.44	111.71	148.08
减：所得税	6.58	8.65	10.07	12.69	16.20	21.47
六、净利润	37.37	49.05	59.41	74.75	95.51	126.61
减：少数股东损益	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	37.39	49.05	59.41	74.75	95.51	126.61
基本每股收益(元)	0.47	0.61	0.74	0.93	1.19	1.58

注：基本每股收益按发行后的总股本计算

资料来源：中原证券

6. 风险提示

公司面临的主要风险是：(1)技术流失风险。防磨抗蚀属于技术导向型行业，其防磨抗蚀新材料和工程服务均具有较高技术含量，现有专利和专有技术是公司发展的根本，如发生技术流失，对公司发展产生重大影响。(2)防磨抗蚀行业市场的不确定性。该行业属于新兴产业，市场正处于培育期。募投项目完成后，公司主营产品HDS防护、KM防护、MC防护产能分别增加120%、188%和179%，如防磨抗蚀行业市场需求低于预期，将对公司未来盈利产生重大不利。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。