

恒大高新(002591)新股定价

防腐抗蚀喷涂材料行业的先行者

投资品 / 设备制造

定价区间
21.75—24.26 元

发布时间: 2011 年 6 月 20 日

投资要点:

- 磨损和腐蚀是工程材料功能失效的主要形式,它的危害遍及几乎所有的行业。目前我国工程材料的防腐抗磨技术的推广不尽如人意,处在起步阶段各,仍有很大发展潜力。
- 公司是国内最大,综合实力最强的工业设备防腐抗蚀新材料研发、生产、销售及技术工程服务的企业。公司的营销网络也已由国内延伸到东南亚等海外市场。作为国内防腐抗蚀行业的先行者,公司先发优势明显。
- 由于喷涂材料多为合金和陶瓷等硬质粉末,应用时需要特殊作业方式和设备,需要专业的操作技巧和施工经验,因此材料的需求方不仅需要供方提供材料,同时也需要提供施工服务。公司的材料销售加配套施工这一模式使公司的综合毛利率高达 40%。这一毛利率是其他一般金属新材料生产企业难以相比的。
- 本次发行后,公司的募集资金将分别投向“金属系列防腐抗蚀材料生产及防护、再造建设项目”、“非金属系列防腐抗蚀材料生产及防护、再造建设项目”、“技术研发中心技改扩建工程项目”、“营销网络及物流配送中心扩建项目”等项目。募投项目预计在 2012 年投产,在 2013 年达产。届时公司的总产能将从现在的 20 万平米增长到 50 万平米,产能增长 150%,幅度巨大。
- 目前整个中小板和创业板的 2011 年预测市盈率分别为 24.5 倍和 28.69 倍。虽然金属新材料板块的估值偏高,我们认为公司 A 股的合理价格在 21.75-24.26 元之间,对应 2011 年的动态市盈率在 25-28 倍之间。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	25,597	13.40	5,941	21.13	0.74			
2011E	32,535	27.10	6,979	17.47	0.87			
2012E	49,198	51.21	10,907	56.28	1.36			
2013E	62,930	27.91	13,434	23.17	1.68			

发行数据

2011 年

发行前股本(万股)	6,000
发行数量(万股)	2,000
发行价格(元)	20.00
发行前 EPS(元)	0.99
发行后 EPS(元)	0.74
发行前每股净资产(元)	4.68
发行日期	2011-6-10
上市日期	2011-6-21
主承销商	国信证券

分析师: 潘喜峰

执业证书编号: S0550511020005

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: panxf@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼楼

邮 编: 200002

一、喷涂防腐抗蚀业务在国内属于朝阳产业

磨损和腐蚀是工程材料功能失效的主要形式，它的危害遍及几乎所有的行业，包括电力、钢铁、水泥、石油、化工、矿业、交通、机械、航空航天、信息、农业、海洋开发和基础设施等。由此造成巨大的资源、能源浪费和经济损失。根据2007年10月结束的中国工程院咨询项目《摩擦学科学及工程应用现状与发展战略研究》的调研结果表明：2006年我国因摩擦、磨损而导致的损失约高达9,500亿元，约占当年我国国民生产总值的5%。应用摩擦学的知识和研究成果至少可节约3,270亿元。如果把磨损和腐蚀所造成的停工、停产和引起的各种事故等损失统计在内，其数字会更加惊人。因此，设备防护近年来一直是各国工业领域倍受关注的课题。

喷涂防腐抗蚀行业是在近些年才在国内兴起的新兴行业。行业所处的产业链上游涉及金属及非金属原材料、喷涂设备制造等相关领域，下游涉及电力、钢铁、水泥、石油、化工、矿业、交通、机械、航空航天、信息、农业、海洋开发和基础设施等众多行业和领域。随着国内对防腐抗蚀的日益重视，喷涂防腐抗蚀行业的发展前景很好。

图 1 公司所处产业链示意图



资料来源：公司招股说明书、东北证券

以电力为例：电力企业中特别是火电企业，以及化工企业自备的火力发电厂，从锅炉、汽轮机、电机的主机系统到制粉、输灰等辅助部分，常常由于系统中的某一零件的局部磨损或高温腐蚀而失效，不但影响电厂的安全运行，而且为修复和更换已损坏的部件、恢复运行，不仅需要投入大量人力、物力、财力，而且在修理和更换期间，必定影响发电，造成巨大的经济损失。根据市场调研，目前我国65%火电企业中对锅炉“四管”仍使用传统方法进行防护（即采用厚重的金属护瓦、防护罩等措施）或处于未防护状态，而采用喷涂涂层进行防腐抗蚀的比例仅有35%。喷涂（包括热喷涂和冷喷涂）防护具有施工周期短、防护性能好且成本较低等特点，正逐步成为火电企业的“四管”防护首选。除四管外，火电锅炉制粉系统、输灰系统、循环流化床锅炉等领域也均是喷涂防护的潜在市场。

表 1 火电企业需要进行防磨抗蚀的部位及适用的主要产品如下表

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

资料来源：公司招股说明书、东北证券

钢铁工业生产环节的主体设备大多处于高磨损、高负荷和腐蚀等极其恶劣的工况下，上述因素导致钢铁工业每年耗用大量的备品备件，成为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在其他行业成功地解决了磨损和腐蚀问题，钢铁企业也逐步开始采用这种技术进行防护和再造。根据市场调研，2009年钢铁企业仅有35%的设备使用新材料进行防磨抗蚀防护，因此防腐抗蚀行业在钢铁领域的增长潜力仍然较大。

表 3 钢铁企业需用防磨抗蚀材料防护的主要设备及适用产品如下表

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、东北证券

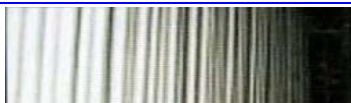
水泥生产过程和余热发电过程中伴随着物料及余热气体粉尘的流转，每一个过程都有设备的磨损和腐蚀。水泥企业因磨损、腐蚀而引起的停机时间占总停机时间的一半以上，设备磨损已严重影响水泥行业的正常生产并因此导致生产成本和维护费用的增加。因此，找到一种经济可行的设备防磨方法，大幅度地延长耐磨件的使用寿命，显得非常有必要。这些措施对提高设备生产效率、降低生产成本、节约资源方面具有重大意义。水泥企业防磨抗蚀防护在新型干法生产线的余热发电系统有着广泛的应用。从篦冷机开口部位到沉降室，沉降室到余热锅炉之间的管道以及余热锅炉炉体都要用到高温抗蚀耐磨衬里材料防护。

随着防磨抗蚀新材料在电力、钢铁、水泥等行业的运用，其产生的经济效益逐渐显现并逐步受到其他行业的关注。目前，在化工、造纸、矿业、交通、机械、航空航天、信息、农业、海洋开发和基础设施等行业中已逐步开始使用防磨抗蚀新材料对设备进行防护处理。如在化工行业化工反应罐、储罐、搅拌装置和管道、蒸馏塔以及各种化工容器等设备进行防磨抗蚀防护；在造纸行业对造纸机械上的烘缸和辊类零部件的防磨；此外，桥梁钢构防腐、机械设备零部件防腐等各个领域也有着广阔的市场发展空间。

二、公司国内防腐抗蚀喷涂材料行业的绝对龙头

公司是国内综合性工业设备防腐抗蚀新材料研发、生产、销售及技术工程服务的企业，在行业内处于领先地位。公司拥有企业技术研发中心，并设立了国内首家“防腐抗蚀博士后科研工作站”，产品研发水平在行业内处于领先地位，拥有防腐抗蚀新材料生产和技术工程服务相关的多项核心技术。公司拥有金属热喷涂行业企业从业一级资质，防腐保温工程专业承包二级资质，具有承装（修、试）电力设施许可资质。公司技术工程服务涉足于电力、钢铁、水泥、石油、化工、造纸等领域，营销网络已由国内延伸到东南亚等海外市场。作为国内防腐抗蚀行业的先行者，公司已经有了一定的先发优势。上市后，公司的实力将进一步增强，行业龙头地位更加巩固。

表 2 公司主营业务情况简表

主营业务	内 容	在线技术工程服务
HDS防护	运用自主研发生产的HDS金属喷涂丝（粉）系列材料，采用热喷涂防护技术。	
KM防护	运用自主研发生产的KM高温抗蚀耐磨涂料，采用特定的施工工艺。	
MC防护	运用自主研发生产的MC高温抗蚀耐磨衬里材料，采用特定的施工工艺。	
MT防护	运用自主研发生产的MT耐磨抗蚀陶瓷片材料，采用特定的施工工艺。	
MHC防护	运用自主研发生产的MHU高耐磨合金衬板等堆焊材料，采用特定的施工工艺。	
JHU防护	运用自主研发生产的JHU高温远红外节能涂料，采用特定的施工工艺。	

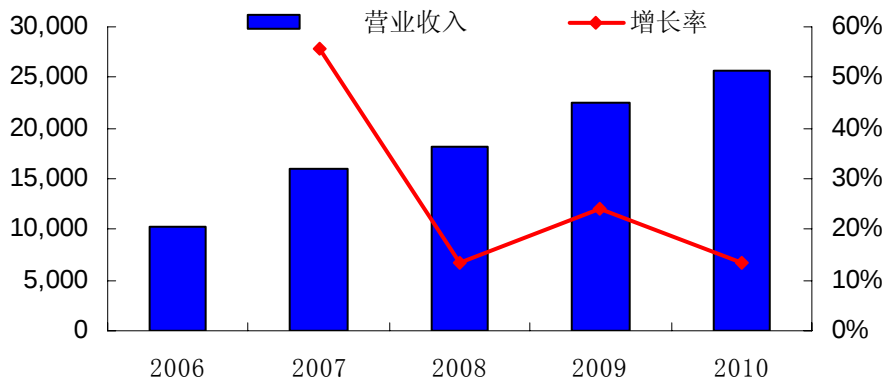
资料来源：公司招股说明书、东北证券

三、营收稳步增长

但是从近五年的增长情况看，公司的经营仍算稳健，在5年时间内实现营收翻番。2010年，公司实现营收2.56亿元，同比增长13.40%。从单年度看，公司的增速不尽如人意。但是考虑到公司受限于产能和场地搬迁造成的影响，一旦募投资金到位后，公司有望重回快速增长通道。

图2 公司营收增长情况

单位：万元



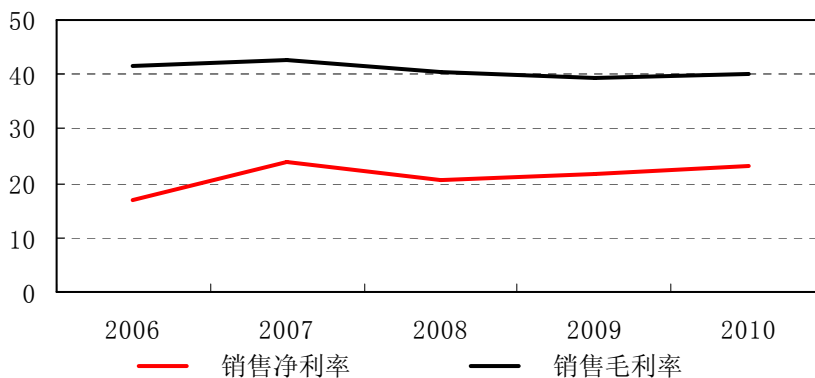
资料来源：公司招股说明书、东北证券

四、材料销售加施工的模式提升公司的盈利能力

由于喷涂材料多为合金和陶瓷等硬质粉末，应用时需要热喷涂、火焰喷涂、电弧喷涂和等离子体喷涂等特殊方式和设备，需要专业的操作技巧和施工经验，因此材料的需求方不仅仅需要供方提供材料，同时也需要供方提供施工服务，即一条龙服务。这是喷涂材料行业与其他新材料行业的最大不同。这一服务模式使公司在和客户议价的时候话语权增加，增加了盈利空间，同时也增加了与客户的粘性。因此公司的材料销售加配套施工这一模式使公司的综合毛利率高达40%左右。这一毛利率是其他金属新材料公司难以相比的。

图3 公司毛利率和净利率变化情况

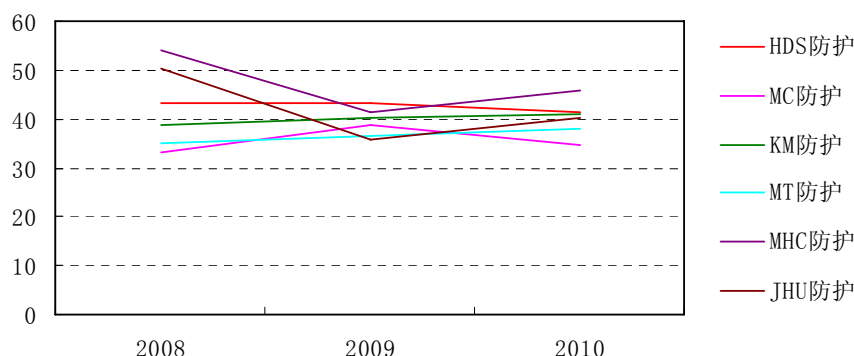
单位：%



资料来源：公司招股说明书、东北证券

图4 公司分产品毛利率情况

单位：%



资料来源：公司招股说明书、东北证券

五、公司的综合竞争实力超群

1、技术和人才优势

公司依靠技术创新起家，长期致力于新材料和技术工程服务设备及手段的研究与开发，取得多项国内领先的技术成果。目前公司拥有十余项专有技术，已获得7项发明专利，11项实用新型专利，正在申请的发明专利有5项。公司于2006年经国家人事部批准设立博士后科研工作站，成为本行业国内第一家设有博士后科研工作站的企业。目前公司组建了一支国内领先、具有国际先进水平的防磨抗蚀研发团队，有研发人员49人，其中教授2人，博士4名，硕士以上人员占40.82%；公司的市场营销团队占公司总人数的26.77%，均具有丰富实践经验和客户基础；技术应用团队具备根据工程现场特殊状况提供面向客户的解决方案的能力。上述技术和人才的优势是公司核心竞争力的重要保证。

表3 公司自主研发的新材料产品表

防磨抗蚀新材料	类型	主要特点
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。
KM高温抗蚀耐磨涂料	非金属	在常温下可快速固化，高温下可形成坚硬的金属陶瓷体，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。
MC高温抗蚀耐磨衬里材料	非金属	采用多种强硬金属与非金属合理配合，以复合高温胶结剂作胶联材料，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。
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，又具有非常高强的硬度。
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和规则的外观，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。
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、提高工效、降低炉渣含碳量、高温防腐等特点。

资料来源：公司招股说明书、东北证券

2、综合防护解决方案优势

公司具有现场评估、材料的选择和供应、施工工艺的确定、现场施工方案及后续技术服务支持等综合防护方案的解决能力。公司依托于为数千家企业提供专业防磨抗蚀服务的经验和技术积累，逐步建立了完善的针对不同客户、不同防护类型的技术服务数据库；营销人员在承揽业务和设计投标书、现场技术工程人员在设计防护方案和施工过程中，均能得到公司数据库的强有力支持。

由于客户需要进行防磨抗蚀的工业设备条件差别较大，公司外购设备多数属于通用类型，在有些工况条件下并不适用，为此公司组织专业技术力量，有针对性地对外购设备尤其是超音速火焰喷涂设备进行了几十项技术改进，形成了自身在设备技改方面的专有技术，使得公司的综合防护能力大大增强，从表面处理、涂层设计及材料选型、施工装备、喷后处理和操作技能体现出公司优势。

3、服务网络优势

公司目前已建立较为完善的覆盖全国范围的服务网络，目前网络的覆盖面、服务的响应时间、服务技术水准与行业内其他企业相比，具有非常明显的优势。公司拥有90余人的营销团队，把全国销售区域划分为十四大片区，并在北京、上海、西安等12个大中城市设立了办事处，分别负责各自区域的服务工作。公司通过采取直销为主的策略，对终端市场有较强的掌控能力。

公司服务网络布局还综合考虑了物流管理因素，先后在北京、西安、郑州、淄博、贵阳、包头等地建立了6个仓储中心，配备了专业的物流管理人员，配合工程技术部共同完成项目物资的调运和储存工作，将服务网络的优势提升为公司整体项目运营能力的优势。

由于公司拥有本行业相对齐全的服务网络体系，使得公司面对客户的不同需求，具备快速响应能力，可以就近调动工程技术人员、现场服务设备、防护材料等赶到施工现场，缩短人流、物流和设备在途调动时间，能大量节约物流运输成本，在客户遇到突发情况停机检修，迫切需要快速做防护处理时，公司的网络务快速响应优势尤为突出。

4、规模优势

防磨抗蚀新材料制品种类较多，行业内的大多数企业专营某一种防磨抗蚀制品的生产，且规模较小。公司作为行业内的龙头企业，能从事多种防护材料的生产，提供各种防护服务，具备面向终端用户提供全方位服务的能力，具有一定的规模优势。2010年公司提供防磨抗蚀服务的防护面积接近20万平方米，销售收入和利润逐年稳步增长，在国内同行业中无论规模还是整体竞争优势都位居第一。规模上的优势提高了公司在原材料采购中的谈判地位，有利于控制和降低生产成本；从销售环节分析，较大的规模使公司具备建立营销和服务网络的经济基础和承接大型项目的能力，而营销和服务网络的建设缩短了公司对客户需求快速反应的时间，进一步增强了公司的竞争力，公司的自主定价能力明显增强。

图 4 公司主要产品的市场长有率情况

主要防护业务	2008 年	2009 年	2010 年	行业排名	主要竞争对手
HDS 防护	18.75%	17.98%	20.10%	第一	上海康阜实业有限公司、温州科得力新特材料有限公司、山东鲁腾表面工程有限公司、北京廊桥表面技术发展有限公司等
KM 防护	17.00%	13.76%	13.60%	前列	合肥科德电力表面技术有限公司、温州科得力新特材料有限公司等
MC 防护	10.34%	9.59%	8.54%	前列	江苏金久电力工程有限公司、山西恒久实业发展有限公司、宜兴新世纪耐磨材料有限公司等

资料来源：公司招股说明书、东北证券

六、募投项目大幅提升产能

本次发行后，公司的募集资金将按照轻重缓急顺序投入“金属系列防磨抗蚀材料生产及防护、再造建设项目”、“非金属系列防磨抗蚀材料生产及防护、再造建设项目”、“技术研发中心技改扩建工程项目”、“营销网络及物流配送中心扩建项目”。募投项目预计在2012年投产，在2013年达产。届时公司的总产能将从现在的20万平米增长到50万平米，产能增长幅度巨大。

表 5 募投项目产能增长表

项目	产品	2010 年产能	新增产能	2013 年产能
金属防护项目	HDS 防护	6.50	7.80	14.30
非金属防护项目	KM 防护	4.80	9.00	13.80
	MC 防护	6.70	12.00	18.70

资料来源：公司招股说明书、东北证券

项目实施后，2013年公司总产能能够巩固HDS防护市场占有率，并扩大KM、MC防护业务市场占有率。作为目前国内提供综合性工业设备防磨抗蚀业务的龙头企业，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，防磨抗蚀产业市场需求将持续快速增长，公司完全能够消化新增产能。

表 6 募投项目但产后的预测市场占有率

产品名称	2013 年需求量(万平方米)	市场份额(%)
HDS 防护	63.61	22.34
KM 防护	71.57	19.27
MC 防护	139.61	13.36

资料来源：公司招股说明书、东北证券

七、盈利预测和定价

根据我们的预测，公司2011、2012和2013年的每股收益分别为0.87、1.36和1.68元。目前整个中小板和创业板的2011年预测市盈率分别为24.5倍和28.69倍。我们认为公司A股的合理价格在21.75-24.26元之间，对应2011年的动态市盈率在25-28倍之间。

表 7 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2010	2011E	2012E	2013E
一、主营业务收入	25,597	32,535	49,198	62,930
减：主营业务成本	15,311	19,639	29,822	38,378
减：主营业务税金及附加	415	521	787	1,007
营业费用	1,329	1,627	2,460	3,147
管理费用	2,082	2,603	3,690	4,405
财务费用	132	-65	-394	189
资产减值损失	149	0	0	0
加：公允价值变动收益		0	0	0
投资收益		0	0	0
二、营业利润	6,179	8,211	12,832	15,804
加：营业外收入	1,388	0	0	0
减：营业外支出	619	0	0	0
三、利润总额	6,948	8,211	12,832	15,804
减：所得税费用	1,007	1,232	1,925	2,371
四、净利润	5,941	6,979	10,907	13,434
归属于母公司所有者的净利润	5,941	6,979	10,907	13,434
少数股东损益	0	0	0	0
六、每股收益（元）	0.74	0.87	1.36	1.68

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。