

分析师：	刘元瑞	(8621) 68751829	zhangcheng1@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		

产品结构优化，上半年业绩稳定增长——海源机械中报点评

事件描述

海源机械今日发布 2011 年中报，主要经营业绩如下：2011 年上半年公司实现营业收入 1.75 亿元，同比增长 14.71%；实现归属于母公司净利润 0.28 亿元，同比增长 37.97%，摊薄后每股收益为 0.17 元。

主要观点如下：

1. 上半年营业收入上升 14.71%，盈收符合预期；
2. 产品结构优化，上半年毛利率同比上升 5.21 个百分点，预计下半年毛利率维持高位；
3. 期间费用增加，净利润率上升 2.67 个百分点，预计下半年净利率保持稳定；
4. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 4.52 亿、5.82 亿，每股收益分别为 0.50 元、0.64 元，对应 8 月 22 日收盘价的 PE 分别为 36、28 倍，维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一、上半年营业收入上升 14.71%，盈收符合预期

2011 年上半年公司实现营业收入 1.75 亿元，同比增长 14.71%，实现归属母公司净利润 0.28 亿元，同比增长 37.97%，摊薄后每股收益为 0.17 元，收入及净利润符合预期。

上半年销售收入上升的主要原因是：（1）墙体材料自动液压机（HF 系列）销售上升，带动液压成型设备业务，上半年实现收入 1.47 亿元，较去年同期上升 14.34%，此外，配套及配件业务实现收入 0.26 亿元，较去年同期上升 24.99%；（2）出口增长迅速，上半年公司出口业务收入 0.03 亿元，较去年同期大幅上升 96.18%，出口收入基数较小，未来若保持快速增长趋势，或对公司业绩提升作用更加明显。

我们认为，公司墙材压机销售受房地产调控影响较小，下半年收入增速将保持稳定。长期来看，推动公司业绩增长
的有利因素如下：

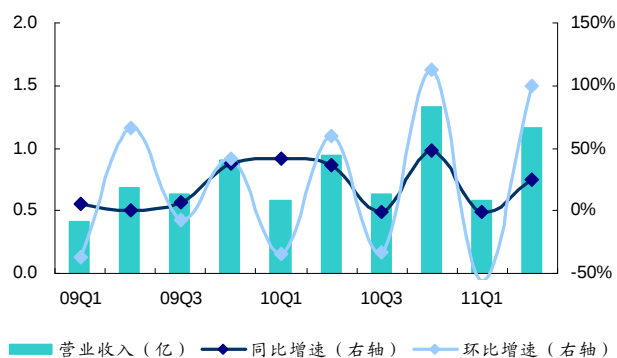
（1）产品结构形成梯队，未来增长值得期待。公司主营产品包括 HF 系列墙体材料全自动液压压砖机、HP 系列陶瓷砖全自动液压压砖机、HC 系列耐火材料全自动液压压砖机及 HE 系列复合材料全自动液压压砖机，其中，墙材液压压砖机行业处于成长期，行业发展受益于国家“禁实限粘”和发展新型墙材的墙材革新政策；耐火材料液压压砖机处于导入期，行业发展受益于对手动双盘摩擦压机的产品替代；陶瓷砖液压压砖机行业虽然已经处于成熟期，但仍受益

于下游建筑陶瓷业产业结构调整稳定增长；复合材料液压压机今年刚完成第一台交付并投入使用，继续丰富产品梯队，良好的产品结构和持续的研发能力将确保公司未来的成长。

（2）环保、节能是大势所趋、政策所向。近年来国家不仅在产业调整规划上着重环保、节能领域，同时颁布的一些政策亦已对公司形成实际利好，从 2000 年起至 2010 年国家一系列“禁实限粘”政策，极大地促进了对墙材液压压机的需求。公司始终围绕环保、节能、利废等绿色使用领域开发产品，未来将充分受益于这一趋势。

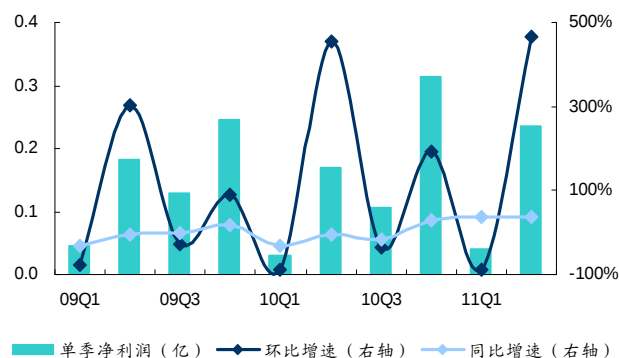
（3）募投项目蓄势待发，产能释放助推公司业绩。公司募投项目“全自动液压压砖机生产及研发基地建设项目”预计将于 2013 年底建成，项目达产后，公司 HF 压机新增产能 320 台/年、HP 压机 50 台/年（3,000 吨以上的大吨位机型）、HC 压机 50 台/年。目前公司 HF 系列产品呈现供不应求的局面，产能瓶颈的打破有助于公司进入新一轮的增长轨道。

图 1：2009Q1-2011H1 单季度收入及同比、环比增速



资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 2：2009Q1-2011H1 单季度净利润及同比、环比增速



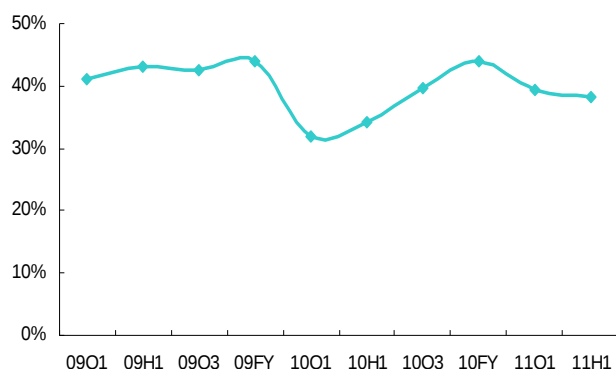
资料来源：公司报告，长江证券研究部

第二、产品结构优化，上半年毛利率同比上升 5.21 个百分点，预计下半年毛利率维持高位

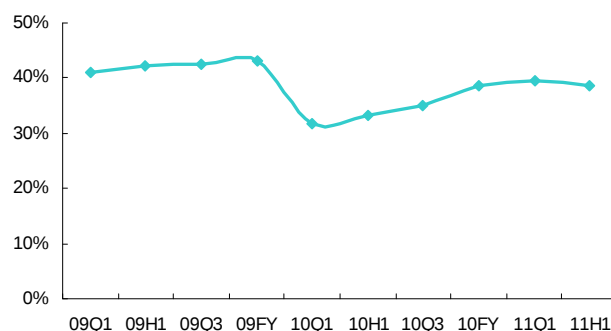
2011 年上半年公司综合毛利率为 38.60%，较去年同期上升 5.21 个百分点，主营业务毛利率 38.25%，较去年同期大幅上升 5.81 个百分点，主要原因系上半年产品销售结构优化，相对高毛利产品如 HF 压机销量上升导致影响权重上升所致。其中液压成型设备业务毛利率为 40.80%，较去年同期上升 6.98 个百分点；配套及配件业务毛利率为 24.06%，较去年同期略微下降 0.04 个百分点。下半年公司在手订单充足且制造成本基本可控，预计下半年毛利率将与上半年持平。长期来看，随着产能释放，规模效应显现，公司整体毛利率呈稳步上升态势。

图 3：2009Q1-2011H1 公司单季度毛利率

图 4：2009Q1-2011H1 公司累计毛利率



资料来源：公司报告，长江证券研究部



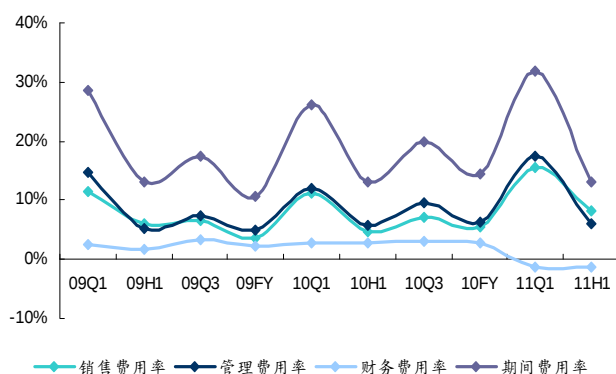
资料来源：公司报告，长江证券研究部

第三、期间费用增加，净利润率上升 2.67 个百分点，预计下半年净利率保持稳定

上半年公司期间费用率为 19.32%，较去年同期上升 1.12 个百分点，其中，（1）销售费用率为 10.74%，同比上升 3.55 个百分点，系公司积极扩大销售业务人员和售后队伍，同时伴随销售收入增加，运费增长较快所致；（2）管理费用率为 9.82%，同比上升 1.57 个百分点，系员工薪资增加，开征教育费附加使得税费增加以及上市后聘请中介机构费用增加所致；（3）财务费用大幅下降，财务费用率为-1.24%，同比下降 4.00 个百分点，系公司利用上市超募资金偿还了全部银行贷款使得利息支出大幅减少所致。

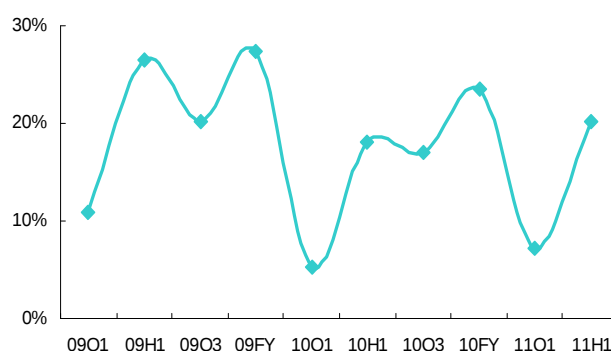
由于毛利率同比上升 5.21 个百分点，致公司上半年净利率 15.84%，上升 2.67 个百分点。预计下半年公司净利率或将稳定。

图 5：2009Q1-2011H1 公司单季度期间费用率



资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 6：2009Q1-2011H1 公司单季度净利率



资料来源：公司报告，长江证券研究部

第四、维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 4.52 亿、5.82 亿，每股收益分别为 0.50 元、0.64 元，对应 8 月 22 日收盘价的 PE 分别为 36、28 倍，维持“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	452	582	760	货币资金	776	361	278	341
营业成本	214	283	370	488	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	134	169	212	272	应收账款	92	118	154	203
% 营业收入	38.5%	37.4%	36.4%	35.8%	存货	184	243	318	419
营业税金及附加	0	1	1	1	预付账款	32	42	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	32	41	53	流动资产合计	1094	779	772	991
% 营业收入	6.5%	7.0%	7.0%	7.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	27	36	47	61	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%	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	619	589
资产减值损失	4	4	4	4	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	94	121	154	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	20.1%	20.8%	20.8%	20.3%	资产总计	1381	1284	1422	1610
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	201	0	0	0
利润总额	72	94	121	154	应付款项	115	152	199	261
% 营业收入	20.8%	20.8%	20.8%	20.3%	预收账款	19	24	31	41
所得税费用	10	14	18	23	应付职工薪酬	2	3	4	5
净利润	62	80	103	131	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	12
的净利润	62.0	79.9	102.9	130.8	流动负债合计	357	192	243	319
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.39	0.50	0.64	0.82	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	48	118	98	负债合计	361	196	247	323
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1020	1088	1175	1286
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	1088	1175	1286
固定资产投资	-32	-247	-186	-17	负债及股东权益	1381	1284	1422	1610
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-32	-247	-186	-17		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.388	0.499	0.643	0.818
股权融资	694	0	0	0	BVPS	6.37	6.80	7.35	8.04
银行贷款增加 (减少)	61	-201	0	0	PE	46.42	36.04	28.00	22.02
筹资成本	53	-14	-14	-19	PEG	1.64	1.28	0.99	0.78
其他	-106	0	0	0	PB	2.82	2.65	2.45	2.24
筹资活动现金流净额	703	-215	-14	-19	EV/EBITDA	23.70	20.31	16.26	12.59
现金净流量	685	-415	-83	62	ROE	6.1%	7.3%	8.8%	10.2%

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。