

12 Oct 2011 | 26 pages

海源机械 (002529)

海阔成长前景 源于“蓝海”扬帆

- - 独享液压成型行业成长

史海昇

执业证书编号：S1230511010006

86-21-64718888-1737

Shihaisheng@stocke.com.cn

本报告导读：➤

投资要点：

- 公司是国内液压成型设备领军企业。公司的主要产品是 HF 墙材压机、HP 陶瓷压机和 HC 耐材压机，拥有较为全面的产品线以及梯队完整的产品结构。市场份额分别占据国内厂商第 1、第 3 和第 1 位。
- HF 墙材压机为细分行业绝对龙头，充分享受行业蛋糕。HF 墙材压机理论市场空间为 16800 台，为目前市场保有量约 600 台，未来增长空间巨大。“禁实限粘”政策和产品应用墙材所占比例提高保证 HF 墙材压机销售增长。公司是该细分市场的绝对龙头，存量市场份额约占 80%，将充分受益需求释放。
- 技术升级带来行业扩张，进口替代成就公司成长。公司是国内唯一进入 HC 耐材压机领域的企业，独享超过 2000 台的市场容量。下游耐火材料生产与金属冶炼产量关联度高，我国的重工业化重启以及下游应用保持高产量将拉动耐火材料维持在 15% 的增长。成本优势、客户导向战略和“以点带面”助推公司业绩增长，将成为公司的业绩爆发点。
- 募投项目解决产能瓶颈，巩固公司龙头地位，打开业绩增长空间。产能扩张进展顺利，完全达产后 HF 墙材压机、HP 陶瓷压机和 HC 耐材压机产能分别增加 320、50 和 50 台，进一步巩固公司龙头地位。
- 盈利预测和投资建议。我们预计公司 2011-2013 年的营业收入为 4.30 亿、5.67 亿和 7.27 亿元，同比增长分别为 23.6%、31.8% 和 28.3%，对应 EPS 为 0.54、0.67 和 0.82 元，PE 分别为 30、24 和 20 倍。业绩增长确定，给予“买入”评级。

财务摘要 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	347.93	430.21	566.87	727.3
(+/-)		23.6%	31.8%	28.3%
净利润	62.04	86.94	107.26	131.78
(+/-)		40.15%	23.37%	22.87%
每股收益 (元)	0.39	0.54	0.67	0.82

评级：买入

上次评级：首次评级

当前价格：15.65

单季度业绩	元/股
1Q/2011	0.03
2Q/2011	0.14
3Q/2010	0.09
4Q/2010	0.20



公司简介

相关报告

报告撰写人：史海昇

数据支持人：朱旭光





正文目录

1.国内液压成型设备龙头	4
1.1 公司概况	4
1.2 公司的主要产品	4
1.3 主营收入和产品成本	6
1.4 行业地位	7
2. 节能环保和产业升级保证公司持续成长	9
2.1 公司成长驱动因素	9
2.2HF 墙材压机：政策驱动 持续增长	9
2.2.1 “禁实限粘”政策	9
2.2.2 粉煤灰蒸压砖是理想替代墙材	11
2.2.3 HF 墙材压机市场空间巨大	12
2.3 HC 耐材压机：独享技术升级和进口替代盛宴	13
2.3.1 我国已成为全球耐火材料生产基地	13
2.3.2 HC 耐材压机面临需求爆发	15
2.4 HP 陶瓷压机：产能转移带来需求增长	18
3.公司的竞争优势	21
3.1 技术创新能力，完整的公司产品线	21
3.2 专注细分市场和规模经济优势	21
3.3 较高的性价比和品牌认知度	21
3.4 高度的服务精神，旨在提供整套的解决方案	22
4.盈利预测与估值	23
4.1 核心假设	23
4.2 估值及投资建议	24

图表目录

图 1：公司实际控制人示意图	4
图 2：HF 系列墙材压机	5
图 3：HC 系列耐材压机	5
图 4：HP 系列陶瓷压机	5
图 5：公司营业收入增长及预测(百万)	6
图 6：三项费用率情况	6
图 7：公司综合毛利率下降趋势减缓	6
图 8：公司产品成本结构分解	7
图 9：HF 压机市场份额（存量）	8





图 10：HP 压机市场份额（存量）	8
图 11：公司未来发展动力	9
图 12：新型墙材所占比例不断提高	11
图 13：粉煤灰蒸压砖具有节土节能综合优势	11
图 14：我国耐火材料产量保持增长	14
图 15：我国重工业化进程再提速	14
图 16：耐火材料下游应用领域	14
图 17：我国钢铁产量迅猛增长	15
图 18：我国水泥产量增长迅速（亿吨）	15
图 19：陶瓷砖产量和生产企业个数均快速增长	18
图 20：房地产投资增速趋缓	18
图 21：建筑陶瓷销售利润增速下降	18
图 22：日本城市化进程	19
图 23：我国城市化仍处于加速阶段	19
表 1：粉煤灰蒸压砖相较实心粘土砖变废为宝、节能减排	12
表 2：HF 墙材压机与同类产品技术指标对比	12
表 3：5000 万块粉煤灰蒸压砖生产线投资回收期为两年	13
表 4：公司 HC 耐材压机性价比较高	16
表 5：HC 液压压机生产效率高、运行稳定、自动化程度高	16





1.国内液压成型设备龙头

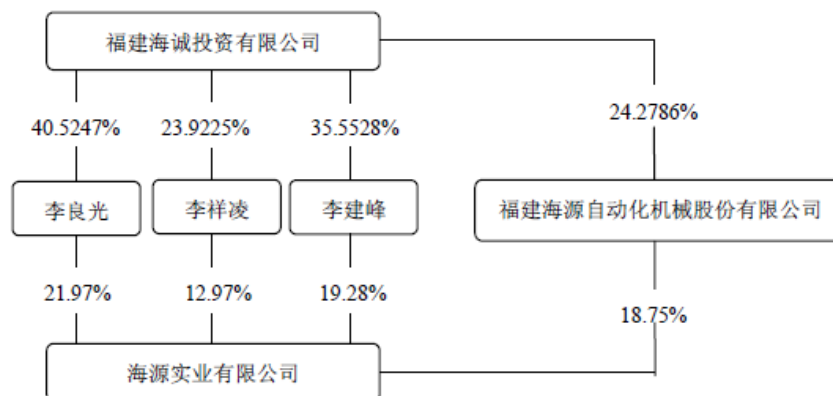
海源机械全称福建海源自动化机械股份有限公司，是机、电、液一体化装备领域唯一拥有成熟“相关多元化”核心竞争力的企业。公司作为国内领先的液压成型设备专业制造商和“绿色”建材方案的提供者，为下游建材厂商提供核心设备和技术方案。主要产品为 HF 系列墙体材料全自动液压压砖机（以下简称 HF 墙材压机）、HP 系列陶瓷全自动液压压砖机（以下简称 HP 陶瓷压机）、HC 系列耐火材料全自动液压压砖机（以下简称 HC 耐材压机），分别位居国内市场份额的第一位、第三位、第一位。公司今年还推出了 HE 系列复合材料液压压砖机，目前已经实现了销售。

1.1 公司概况

公司前身为成立于 2003 年 7 月的福建海源自动化机械设备股份有限公司，专注于液压成型设备领域。2007 年 6 月，公司引入中国-比利时直接股权投资基金，其后又引入多家战略投资者增资扩股。2007 年 12 月经商务部批准变更为外商投资股份有限公司，同时公司名称更改为福建海源自动化机械股份有限公司。随着公司不断发展壮大，2010 年 12 月，公司赴深交所上市。

公司的实际控制人为李良光先生、李祥凌先生和李建峰先生三兄弟，通过福建海诚投资有限公司和海源实业有限公司合计持有公司 34.44% 的股份。

图 1：公司实际控制人示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2 公司的主要产品

公司主要产品均为建材液压成型设备，分别为墙材液压成型设备（HF 墙材压机）、陶瓷液压成型设备（HP 陶瓷压机）和耐火材料液压成型设备（HC 耐材压机），另外公司还在上半年推出了 HE 复合材料压机，还有型煤压机和脱硫石膏生产线等正在研发，形成了品类齐全的液





压成型设备生产线。

图 2：HF 系列墙材压机



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

图 3：HC 系列耐材压机



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

HF 墙材压机是公司的核心产品，公司也是生产该设备绝对龙头企业，市场份额在 80%左右。公司在技术积累、创新以及产品技术水平上都远高于国内竞争对手。HF 墙材压机主要用来生产粉煤灰蒸压砖，随着生产设备的市场推广，粉煤灰蒸压砖开发度由 3%-5%上升到目前的 10%以上，仍拥有拥有广阔的市场空间。不排除随着未来更多企业进入该领域呆滞竞争会变的更加激烈的可能，但这并不影响公司 HF 墙材压机绝对销量的增加，其销售将保持持续的稳定增长。

图 4：HP 系列陶瓷压机



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

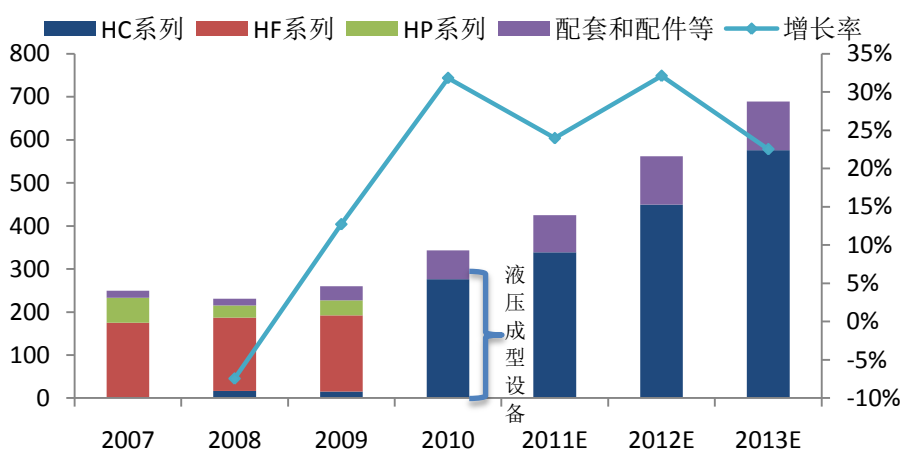
HC 耐材压机是生产定型耐火材料，主要是耐火砖如硅砖、高铝砖、镁碳砖和镁砖等生产线中压制成型的核心设备。公司是自 2005 年第一台耐材压机研发成功后，就填补了国内空白，成为国内唯一进入该领域的企业。目前大吨位 HC 耐材压机拥有约 90%的市场占有率，依靠高性价比实现进口替代，引领该设备国产化的突破。国内市场的主要竞争对手是德国的莱斯公司和意大利的萨克米集团。目前 HC 耐材压机已经开始贡献业绩，将成为公司成长的另一驾马车。





1.3 主营收入和产品成本

图 5：公司营业收入增长及预测(百万)



资料来源：wind，浙商证券研究所

公司产品形成以 HF 墙材压机为核心，包括 HC 耐材压机和 HP 陶瓷压机的综合性液压成型梯队。凭借多年的积累，公司已经奠定在细分市场的垄断地位，HF 墙材压机占据国内存量市场 80% 的市场份额，竞争优势明显，品牌认知度较高。HC 耐材压机将进入需求爆发期，目前公司的产品以大吨位为主，但也针对中小客户开发了千吨级的中小吨位产品，目前占总体 HC 耐材压机 1/3-1/2 左右，公司已经通过“以点带面”的销售模式打开市场，目前国内主要的耐火材料生产企业如濮耐股份、北京利尔等都已成为公司的客户。从产品构成来看，公司的主要营业收入来自于 HF 墙材压机的销售，其在 2007 年-2009 年占同期营业收入比例分别为 69%、73% 和 67%。其他产品如 HC 耐材压机和 HP 陶瓷压机销售收入也在快速提高，2010 年 HC 耐材压机销售成倍增长，HP 陶瓷压机也增长较快。公司同时还积极研发开拓新的产品线，已成功研发 HE 系列复合材料压机，目前已经实现了销售。公司专注于建材液压成型设备 20 多年，凭借持续的技术领先和敏锐的市场反应能力，已经成长为国内该细分市场的领军者。

图 6：三项费用率情况

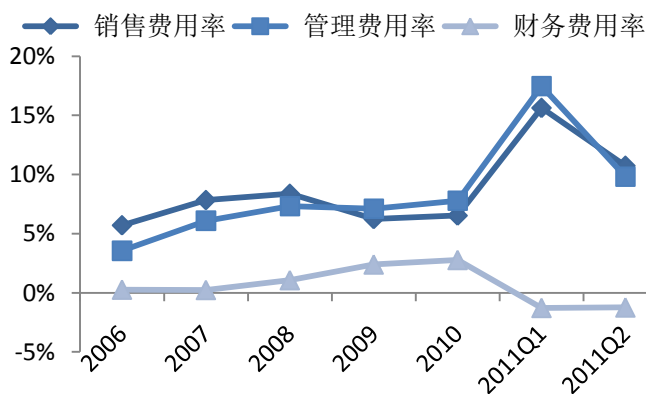
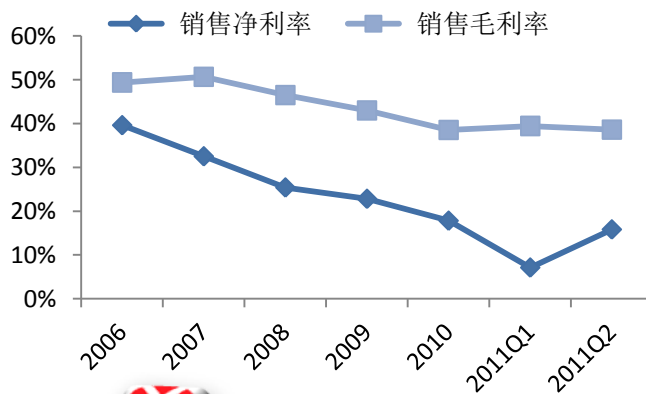


图 7：公司综合毛利率下降趋势减缓





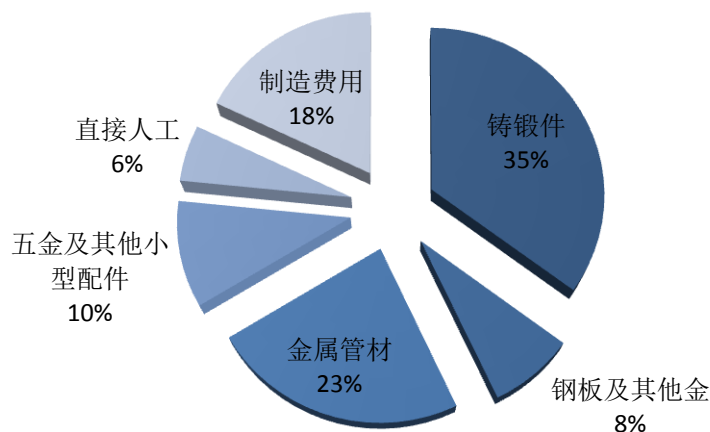
资料来源：wind，浙商证券研究所

资料来源：wind，浙商证券研究所

公司技术水平国内领先，毛利率维持在 40%左右，产品结构对综合毛利率水平有所影响。随着原有产品日趋成熟，市场参与者增加，近几年公司的综合毛利率不断下降，但仍处于高位。2010 年以来，公司及时调整产品结构，通过长协价缓解原材料价格的快速上涨，公司毛利率停止下滑。但技术逐渐成熟必然带来竞争的加剧，预计未来总体毛利率还会略有下滑。

今年一季报和半年报显示，年初扩大销售队伍和调整销售人员薪酬以及管理人员的薪酬导致一季度的销售费用率和管理费用率的上升，半年报中管理费用率和财务费用率双双大幅降低，随着市场的开拓以及销售规模的增加，前期高比例费用支出会进一步被消化，预计全年费用率与往年持平。公司利用首发募集资金偿还了长期贷款使得财务费用为负。

图 8：公司产品成本结构分解



资料来源：浙商证券研究所

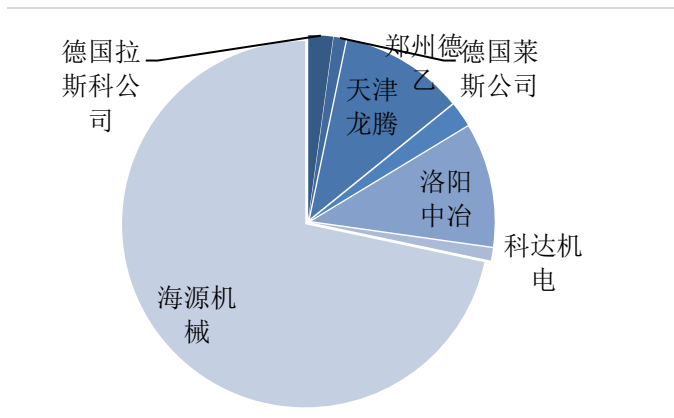
公司产品原材料的主要构成是铸锻件，金属管材，钢板等，合计占比高达 75%，原材料与热轧板材价格联系紧密。

1.4 行业地位



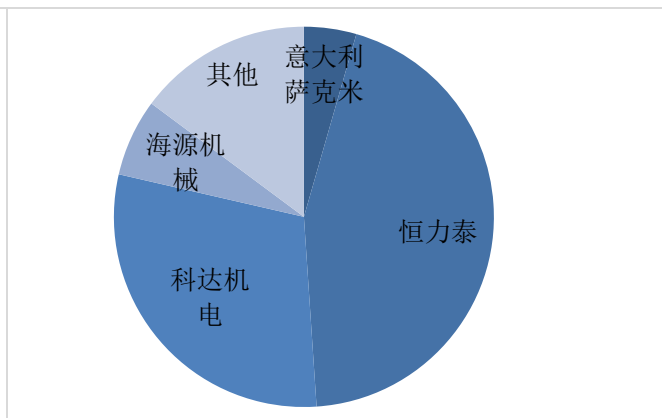


图 9：HF 压机市场份额（存量）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：HP 压机市场份额（存量）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

HF 墙材压机公司目前的主力产品，市场存量占据了约为 80%的市场份额，是当之无愧的行业领军者。公司首发上市募集资金，增加产能，预计该占有率短期内会进一步提高。由于国外的粉煤灰产生量较少且利用率较高，可以用做墙材原料的粉煤灰很少，德国的拉斯科(LASCO)公司和莱斯(LAEIS)公司的墙材压机产品主要用来制作灰砂蒸压砖，在国内不具备市场基础，近来已鲜有销售。随着未来市场竞争更加激烈，公司的市场份额会有所下降，但公司行业龙头地位短期不可动摇，将充分享受行业增长的蛋糕。

公司是国内唯一一家 HC 耐材压机生产并实现销售的企业，自 2007 年销售第一台 HC 耐材压机以来，凭借较为接近的性能和 1/2 的价格开始从外商手中夺取市场份额，目前公司占据国内大吨位新增量绝大部分市场份额。随着“以点带面”的示范效应和小吨位市场打开，预计公司市场份额会进一步上升，成为这一细分市场的绝对龙头。

HP 陶瓷压机是公司最早涉足的液压成型设备品类，在此领域公司拥有多年的技术积淀和良好的品牌声誉。目前公司市场份额位居第三位，前三位公司市场份额合计占到 80%。



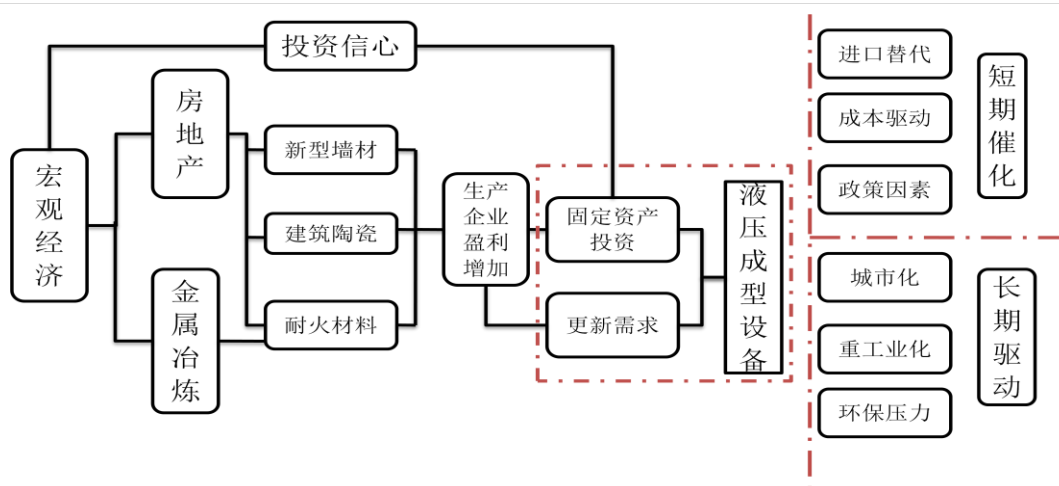


2. 节能环保和产业升级保证公司持续成长

2.1 公司成长驱动因素

公司的产品与下游产业新型墙材、建筑陶瓷和耐火材料的生产紧密相关。宏观经济平稳运行是房地产投资和金属冶炼业景气的前提条件，这将进一步拉动对建筑建材的需求。短期公司产品受益于“禁实限粘”政策、成本优势助推的进口替代等不断扩大销售规模，长期还要看人们环保意识增强给企业带来的环保压力以及城市化进程后劲较足的背景。公司作为“绿色”建材方案提供者，无疑精准地把握住了未来产业发展的脉搏，随着未来行业需求的增长，公司的综合优势将得以全面展现。

图 11：公司未来发展动力



资料来源：浙商证券研究所

公司的产品主要用来生产新型墙材（目前主要是粉煤灰蒸压砖）、建筑陶瓷、耐火材料，与宏观经济有较大的关联性。从细分行业来说，HF 墙材压机短期主要受“禁实限粘”驱动、粉煤灰性价比提高，长期主要受社会环保意识的增强影响；HC 耐材压机短期内得益于高性价比带来的进口替代，长期内看城市化进程和重工业化的重启；HP 陶瓷压机短期内受到房地产调控影响较大，长期我国城市化进程路漫漫，前景依然可期。

2.2 HF 墙材压机：政策驱动 持续增长

2.2.1“禁实限粘”政策

我国是农业大国，用全世界 7%的耕地养育了 22%的人口，耕地是农业生产的基础。全国耕地面积必须确保不低于 18 亿亩，这是一条直接关系到 13 亿中国人吃饭问题的底线。然而，2010 年末中国耕地总面积仅剩 18.26 亿亩，比 1997 年减少了 1.23 亿亩，人均耕地不足世界平





均的 40%。保护压力越来越大，形势非常严峻。

而传统的实心粘土砖是一种需要耗费大量耕地资源的落后产品，根据我国砖瓦工业协会统计，我国目前约有 10 万家实心粘土砖生产企业，每年生产约 4500 亿块标准砖，需要破坏耕地 30 万亩，这相当于一个小型县城的耕地总和。因此，从上个世纪 90 年代，我国颁布了一系列的“禁实限粘”政策，并于 1998 年成立了专门管理机构——国家墙体材料改革办公室，以统一协调并促进墙体材料的改革推进与落实。

“禁实限粘”政策一览

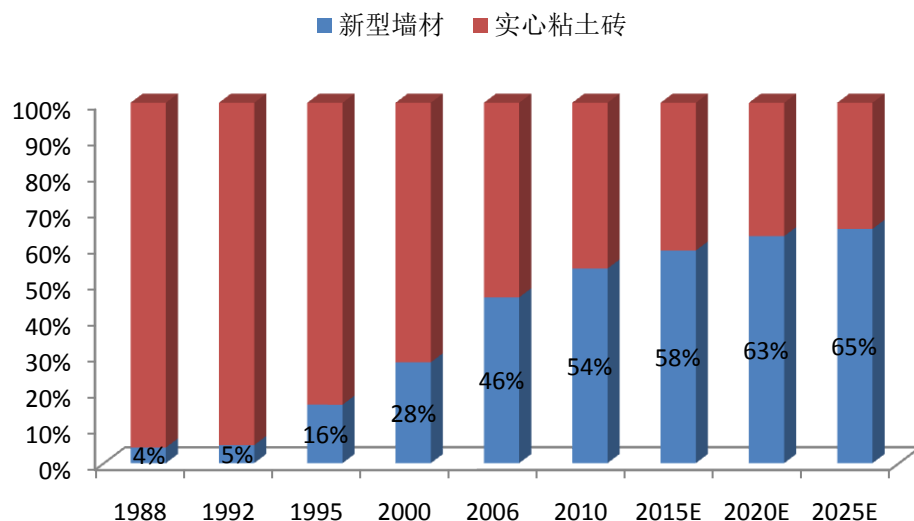
- 2000 年 6 月 1 日起，沿海城市以及其他土地资源稀缺的城市，限制使用实心粘土砖。国务院办公厅。
- 2003 年 6 月 30 日起，人均耕地不到 0.8 亩的 170 个城市禁用实心粘土砖。国家经贸委办公厅
- 限制年产 3000 吨以下的煤矸石烧结实心砖生产线，淘汰 100 吨以下的盘转压砖机。国家发改委
- 2008 年底，全国 256 个城市列入第二批禁止使用实心粘土砖城市名单。国家发改委，住建部，国土资源局和农业部。
- 2010 年底，全国 151 个城市列入第三批禁止使用实心粘土砖城市名单。国家发改委，住建部，国土资源局和农业部。
- 多个省市也颁布了更为严厉的行政法规和部门规章，以确保实现 2008 年底以来的“禁实限粘”的调控目标。江苏、浙江、安徽分别发布了《发展新型墙体材料条例》，在全省范围内禁止生产实心粘土砖，城镇范围内禁止生产空心粘土砖。预计后续其他省市也将发布类似政策指引。
- 相关部门还颁布一系列针对新型墙材生产企业的优惠政策，包括限制排渣企业向墙材生产企业收费、所得税减免、增值税减免等直接补贴政策，还规定未使用新型墙材的建筑按照建筑面积缴纳新型墙材专项基金，进一步降低新型墙材的相对成本，促进新型墙材的普及。

“禁实限粘”政策助推新型墙材对传统粘土砖的替代，实心粘土砖所占全部砌筑墙材的比例不断下降，至 2010 年实心粘土砖所占比例首次低于 50%，政策效果明显，未来还将进一步促进新型墙材对粘土砖的替代，任重而道远。这意味着新型墙材还有很大的替代空间，预计未来十年新型墙材所占比例将快速提升。相对于其他类型的墙材来说，实心粘土砖具有一定的技术性能，成本优势和更广泛的市场基础和民众认知度，新型墙材在短期内不可能对实心粘土砖进行完全的替代，预计未来实心粘土砖所占比例仍将占据一定比例。





图 12：新型墙材所占比例不断提高

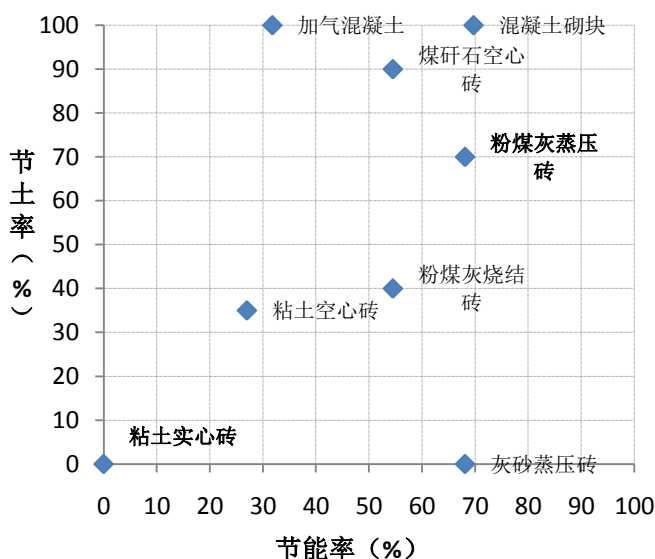


资料来源：中国玻璃网，浙商证券研究所

2.2.2 粉煤灰蒸压砖是理想替代墙材

在代替实心粘土砖的新型墙体材料中，利用固体废弃物制砖已经成为最佳解决方案。我国是世界上火力发电大国，粉煤灰排放量也位居世界第一。我国目前粉煤灰存量约有 50 亿吨，每年还新增约 2.5 亿吨。这些巨量的粉煤灰占据了大量的空间已成为最难治理的工业固体废弃物之一。利用粉煤灰制砖，不仅节省耕地，还能起到处理固体垃圾的附加功能，已成为最为有效的处理途径之一。

图 13：粉煤灰蒸压砖具有节土节能综合优势



资料来源：《建筑材料标准汇编》，浙商证券研究所





粉煤灰蒸压砖的性能优异,它是以粉煤灰,石灰为主要原料(也可以掺加适量石膏和骨料)经坯料制备,压制成型。经蒸压釜蒸压,高压蒸汽养护而成的墙体材料,颜色呈黑灰色。

在所有新型墙材中,节能节土效果最显著的是混凝土砌块和粉煤灰蒸压砖,前者完全不用粘土,节能比例也高达 70%,鉴于原材料成本因素,混凝土砌块不具备大规模普及条件。粉煤灰烧结砖和粘土空心砖在节能和节土两个指标上都远不及粉煤灰蒸压砖。

除了节能节土的综合优势外,作为实心粘土砖的最佳替代,粉煤灰蒸压砖还有如下优势:1,粉煤灰蒸压砖原材料易得,火电厂每年都要产生巨量的粉煤灰;2,作为处理废弃物的一种形式,原材料采购成本极为低廉,甚至反向收取发电厂的処理费用,目前粉煤灰蒸压砖的单位制造成本正逐步逼近实心粘土砖。3,在特别是公司 HF 墙材压机投放市场以后,大幅改善了粉煤灰蒸压砖的综合性能,在其他新型墙材中脱颖而出,核心指标都已十分接近实心粘土砖,个别指标甚至超过了实心粘土砖。

表 1: 粉煤灰蒸压砖相较实心粘土砖变废为宝、节能减排

5000 万块	坯体耗费原料	坯体(烧结/蒸压)耗能	产生 CO2	产生 SO2	产生粉煤灰	备注
实心粘土砖	36 亩土地	0.66 万吨标准煤	1.76 万吨	105 吨	0.18 万吨	
粉煤灰蒸压砖	粉煤灰等废弃 固体 7.7 万吨	0.21 万吨标准煤	0.56 万吨	33 吨	0.06 万吨	
两者比较	节省 36 亩土地	节省 0.45 万吨标准煤	减排 1.2 万吨	减排 72 吨	减少 7.82 万吨	减处理粉煤灰 费用 115 万元

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

相关部门还颁布了针对粉煤灰原料制砖的优惠政策,如凡企业利用本企业的大宗煤矸石、粉煤灰、炉渣作主要原料,生产建材产品所得,自生产经营之日起,免征所得税 5 年。2008 年财政部、发改委和国税总局联合发文,规定粉煤灰蒸压砖生产企业的应纳所得税收入额按相关收入 90%计入;粉煤灰蒸压砖销售企业,增值税即征即退 50%。

2.2.3 HF 墙材压机市场空间巨大

市场保有量小,市场潜在需求极大。我国 2009 年和 2010 年的电力行业耗煤量分别为 13.4 亿吨和 14.7 亿吨,按照每吨煤产生 250-300 千克的粉煤灰,每年要产生约 3.8 亿吨粉煤灰,不考虑存量因素,处理每年新增粉煤灰就需要墙材压机 4940 台。从需求角度来讲,2008 年我国墙材市场容量约为 8400 亿块,按照公司 HF1100 年产月 0.5 亿块的理论产能,墙材压机容量为 16800 台,市场空间广阔。

表 2: HF 墙材压机与同类产品技术指标对比

比较项目	海源机械	莱斯公司	拉斯科公司
机型	HF1100	LAEIS1200	KSE800*2





加压压力 (吨)	1000	1000	1000
压制周期 (秒)	16	27	18
一次压制块数	32	22	22
码垛机一次码坯量	64	44	44
设备运转率 (%)	98	65	50 和 90
装机容量 (KW)	90	135	75
台时产量 (块)	7200	2933	4400

资料来源：浙商证券研究所

现在墙材压机设备已经完成进口替代，公司在作为该领域的旗帜企业，其产品在技术指标上已经与国外产品相同甚至超过国外同类产品。公司的主要产品 HF 墙材压机主要用于生产粉煤灰蒸压砖和灰砂蒸压砖生产线（其中用于生产粉煤灰蒸压砖的客户占到 95%），具有制砖成本低、自动化程度高、生产效率高和养护周期短的优点。该设备前期投入大、操作复杂，经过多年的市场培育，目前无论是用户数量还是覆盖地区都已初具规模，设备的产量大、能耗低、用工数量少等优点得到广泛认同，预计未来还将持续增长。下游客户分两类：一是**砌筑墙材生产企业**，主要用于中小城市和农村，公司墙材压机产品下游与房地产联系并不十分紧密，因为大城市高层建筑大多使用混凝土框架剪力墙，而中小城市以及农村广泛采用砌块墙材，故房地产景气周期对公司下游影响有限；二是**火电企业及其配套客户**，出于环保压力和经济效益两方面综合考虑，在达到环保目标的同时创造一定的收益。

表 3：5000 万块粉煤灰蒸压砖生产线投资回收期仅为两年

	产品方案	建设用地区和原料	装机容量	项目投资	销售额和利润	回收期
5000 万块	标准砖	1 万 m ²			2000 万/年	
生产线	孔洞率 0	粉煤灰 7.7 万吨/年	250KW	1200 万	年利润 600 万	2 年
	强度 20MP	2 万吨炉底渣				

资料来源：浙商证券研究所

根据我们的草根调研，目前绝大部分火电厂已经配套了粉煤灰制砖生产线，但粉煤灰利用率却不算太高，以青岛火电厂为例，只有约一半的新增粉煤灰用来制砖。由于原材料易得且水电均有电厂提供，成本较低，电厂有足够的动力和空间去新建生产线和更新原有落后设备，提高生产量和生产效率。根据相关负责人的说法，在原有的基础上新建一条生产线的初始投资成本约为 600 万元，回收期大约在 2 年左右。该火电厂使用的设备购置于 2000 年以前，预计未来几年将进入更新周期。

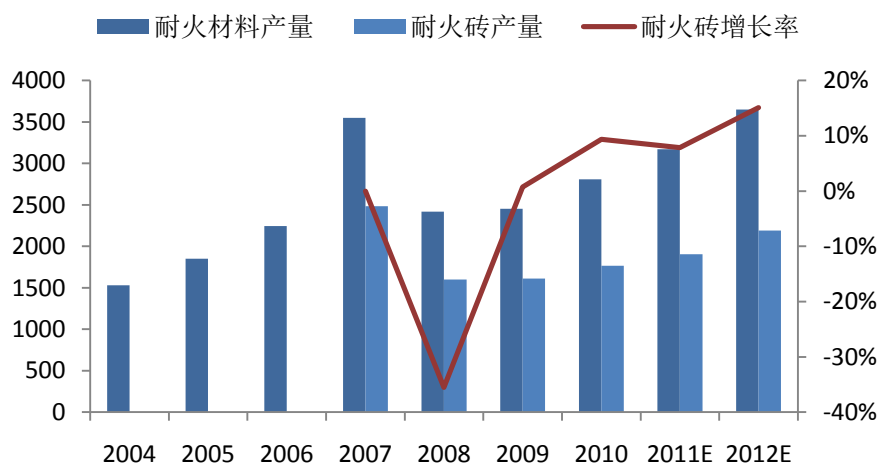
2.3 HC 耐材压机：独享技术升级和进口替代盛宴

2.3.1 我国已成为全球耐火材料生产基地





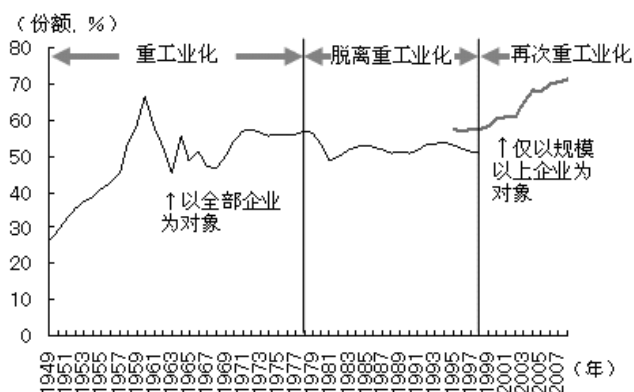
图 14：我国耐火材料产量保持增长



资料来源：中国耐火材料行业协会，中国钢铁年鉴，浙商证券研究所

耐火材料是指耐火度在 1580 摄氏度以上的无机非金属材料，是钢铁、建材有色金属和化工等高温工业窑炉的必须建筑材料。我国已成为全球耐火材料的生产基地，产量大约占到全球 62%。耐火材料主要应用于钢铁、水泥、玻璃和有色金属等宏观经济相关紧密的行业，其中 70% 用于钢铁冶炼。

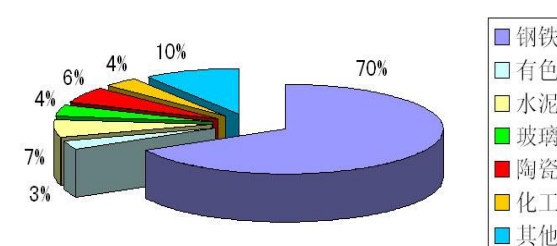
图 15：我国重工业化进程再提速



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 16：耐火材料下游应用领域

耐火材料在高温工业的应用比例



资料来源：中钢集团，浙商证券研究所

由于 2008 年全球性金融危机的影响，下游耐火材料需求萎缩严重，但从 2009 年开始随着宏观经济的复苏而恢复性增长。2010 年，全国耐火制品产量 2808.06 万吨，其中致密定型耐火制品 1698.92 万吨，隔热耐火制品 64.40 万吨，不定形耐火制品 1044.74 万吨，总量比“十五”末翻了一倍。我国目前城市化仍处于加速的阶段，重工业化重启，下游行业如金属冶炼、水泥、玻璃等产量随之提高，对耐火材料形成旺盛需求，预计今明两年将有 10%-15% 的增长。

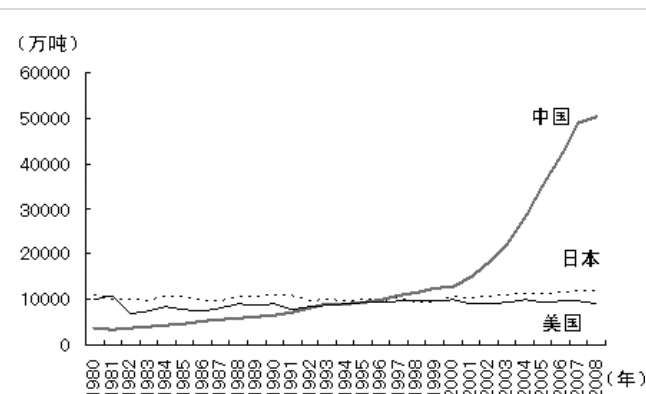
我国重工业化重启，钢铁产量增长迅猛。工业化过程的一般规律是先轻工业化(初期)，再重工业化(中期)，最后进入全面发达工业化(后期)。这种趋势被称为工业化过程中的重工业化规





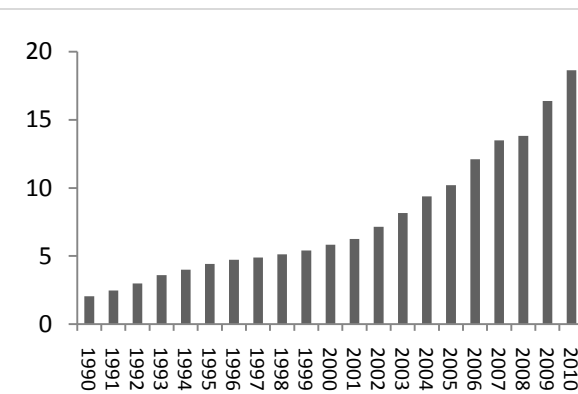
律。我国作为一个后发国家，走了一条特殊的工业化道路，大致经历了三个阶段：重工业化（建国初期-改革开放前），脱离重工业化，轻工业发展（改革开放-20 世纪末），重新重工业化（新世纪以来）。目前，我国已经进入一个新的重工业发展阶段，规模以上企业重工业比值又一次开始上升。钢铁产量也在这一阶段迅猛增长，2010 年我国粗钢产量达到 6.2 亿吨，占全球粗钢产量 45%，远超美国和日本成为世界第一钢铁大国；2010 年水泥产量达到 18.6 亿吨，较去年增加 15.5%，占全球产量的一半以上；十种有色产量约占全球的 25%，玻璃产量约占全球的 40%，给耐火材料工业发展带来了更为广阔的发展空间。

图 17：我国钢铁产量迅猛增长



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 18：我国水泥产量增长迅速 (亿吨)



资料来源：wind，浙商证券研究所

耐火材料行业需求与钢铁产量紧密相关。钢铁冶炼是耐火材料最大的应用领域，占总量的 70%。由于我国目前的耐火材料产品在产品结构、产品质量、产品应用方面都与国外有较大的差距，我国高温流程耐火材料单位消耗偏高，生产每吨粗钢大约要耗费耐火材料 19-22 公斤，而日本和欧洲大约为 8-10 公斤/吨，北美 12 公斤/吨，这会严重影响高温流程的效率。耐材协会计划在 2020 年我国吨钢消耗为 10 公斤。这要求我国耐材产品具有更高的产品品质，采用更先进的、自动化程度更高的液压成型设备。随着我国成为世界第一钢铁生产国，在资源优势和市场优势的驱动下，耐火材料的生产也快速增长，去年我国耐火材料产量占到世界总产量比例高达 65%，成为全球耐材生产基地。

2.3.2 HC 耐材压机面临需求爆发

公司国内唯一的生产并销售 HC 耐材压机的企业主要用来生产定型耐火材料，主要是耐火砖如硅砖、高铝砖、镁碳砖和镁砖等。作为公司下一步重点推广的产品，HC 耐材压机也迎来了需求的爆发期。耐材压机行业机会主要体现在以下几个方面：

进口替代不可逆转。公司 HC 耐材压机与国外同类产品性能差别不大，核心指标都比较接近，只是一些细节上的性能有待完善。但产品价格仅为国外同类产品的一半，极具有价格优势，使耐材生产企业更多转向公司提供的 HC 耐材压机。耐材压机价格较为昂贵，下游耐材生产企业在设备选购过程中较为谨慎，市场新进者必须在保持性价比和售后服务便捷的优势，对已销





售产品形成样板效应非常重要。耐火材料生产具有明显的区域集中性特征，产业聚集地主要是辽宁、河南和山东等地，容易产生“以点带面”的品牌效应。

公司自 2009 年开始布局耐材生产聚集地，至去年迅速增长显示公司的产品已经得到了广泛认可，许多知名大企业成为公司的客户，这有望带动更多的中小企业使用性价比更高的公司 HC 耐材压机。

表 4：公司 HC 耐材压机性价比较高

对比指标	海源机械		德国莱斯
	HC2100	HC3600	HPF2000
最大压制力 (KN)	21000	36000	36000
最大模脱力 (KN)	2100	4500	4500
最大填料深度 (mm)	500	600	500-800
压制次数 (c/min)	2—4	2—4	2.5-7
最大模具周长(mm)	1420*1700	1850*1200	1200*1800
价格	620 万	1200 万	1000 万

资料来源：浙商证券研究所

液压压机替代摩擦压机成为主流设备已成定局。目前我国耐火材料行业技术装备总体水平较低，主流设备是双盘摩擦压机（630 吨）质量、使用性能、使用过程维护、生产效率及节能等方面亟需改进。

我国耐火材料行业协会指出，自主开发研制行业关键设备及其制造技术，全面提升行业的装备水平及自动化水平，是未来我国耐火材料行业发展的一项紧迫任务。今后要重点研究开发耐火材料生产自动化技术及装备、特种耐火材料成型技术和装备、耐火材料窑炉节能技术和装备、不定形耐火材料施工装备及技术、新型耐火材料检测技术及装备等。耐火材料行业的不断发展，对生产、检测、现场施工等装备技术以及生产线自动化程度的要求越来越高，液压压机替代摩擦压机趋势势在必行。

目前我国耐材压机存量市场大多数为手动双盘摩擦压机，以 630 吨摩擦压机为主，存量大约有 5000 台，而液压压机凭借其强大性能和相对成本优势对手动摩擦压机进行加速替代，并有望最终占据 70% 的市场份额。按照 2007 年我国耐火砖产量 2484 万吨，这样利用液压压机生产耐火材料为 1739 万吨。按照公司代表产品 HC2100 的年产量（8550 吨/台）来估算，市场容量约为 2000 台。考虑到对摩擦压机存量替代效应，依照公司产品 HC1250 生产效率约为 630 吨摩擦压机生产效率两倍，仅替代市场空间应大于 1000 台。

表 5：HC 耐材压机生产效率高、运行稳定、自动化程度高

项目	生产效率	成品率	安全性	人工投入	维修费用	初始成本
摩擦压机	1	80%	较差	>3	部件消耗大，较高	630 万吨，60 万左右
HC 压机	6	95%	较好	1-2	较低	HC2100，450 万





资料来源：公司公告，浙商证券研究所

行业整合集中度提高，优势企业引领设备升级。“十一五”期间是耐材行业联合重组最快的5年，跨省市的联合重组取得了突破性进展。继营口青花集团与上海二耐，山西西小坪与上海泰山，北京通达与巩义中原联合重组之后，濮耐股份与上海宝明、昆钢耐火，北京利尔与包钢耐火，北京瑞泰与河南火宝，新密荣耀实现了跨省市联合重组，通过联合重组，优势企业规模迅速扩大，竞争能力明显增强，行业集中度也明显提升。随着耐火材料工业的快速发展和行业整合，重点耐材企业拥有更强的资金实力，采购先进设备的意愿强烈。目前，濮耐股份，瑞泰科技和北京利尔都已成为公司的重要客户。这表明公司的产品已经得到了耐火材料生产企业的广泛认可和应用。耐火材料属于纯工业用品，不存在终端消费习惯的问题，生产企业一旦获得下游应用厂商认可，就可迅速打开市场。

外包模式提供激励。目前耐火材料生产企业与下游钢铁行业一般都是采取类似“外包”协议，由耐材生产企业负责更换。一般以熔炉工作次数为计费单位（每10次付一笔固定费用），这意味着耐火材料的需求与钢铁产量具有较大的相关性，这样耐材生产企业就有足够动力去更新设备，提高产品质量和使用寿命，而同时耐火材料产品质量高，更换频率低的耐材生产企业将凭借良好信誉获得更大的利润空间，还会降低单位钢产量耐火材料耗用量，减少资源的浪费。

开发细分市场，针对中小企业推出千吨级设备。目前我国耐火材料行业集中度较低，生产企业大部分是中小民营企业，资金实力有限，更新设备动力不足。公司针对中小耐材公司推出了以HC1250为代表的千吨级“中小型化”产品，价格约为大吨位的一半320万左右，开发中小企业的潜在需求，占据细分市场的先机，已成为公司新的利润增长点。

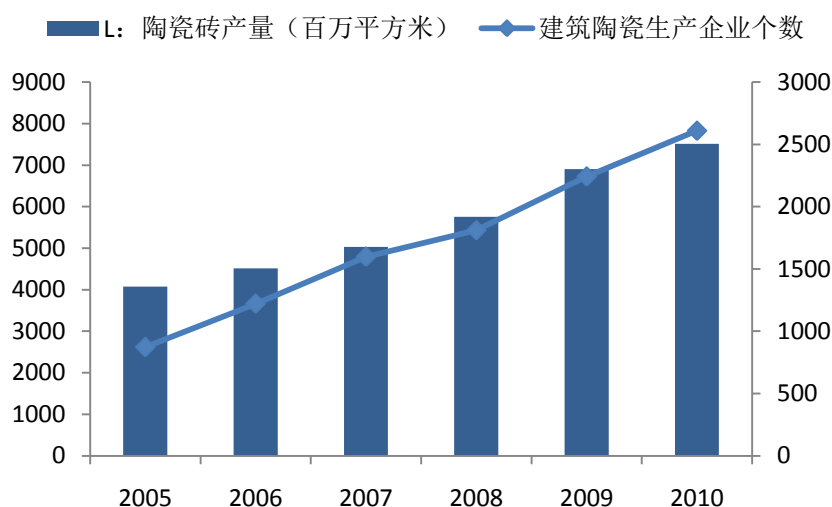
环保压力和用工之困。“开胸验肺”事件对耐火材料生产企业影响较大，在企业形象、招工用工方面给行业带来负面影响，提高了企业的用工成本。液压全自动成型设备可以改善企业的高污染、高能耗、低效率的企业形象，在节省人力的同时，安全的生产环境也能降低用工成本。





2.4 HP 陶瓷压机：产能转移带来需求增长

图 19：陶瓷砖产量和生产企业个数均快速增长



资料来源：wind，中国产业信息网，浙商证券研究所

建筑陶瓷即陶瓷砖，是用于建筑物饰面与建筑构件的建筑装饰材料，是世界上应用最为广泛的建筑材料之一。按照制作工艺的不同，大致分为瓷质砖、炻瓷砖、细炻砖、炻质砖、陶质砖等。我国房地产的繁荣带动建筑陶瓷的快速增长，2005 年至 2010 年 5 年间产量翻了一番，达到 80 亿平方米。生产企业数也增长了一倍多。

建筑陶瓷与房地产行业息息相关。建筑陶瓷行业的销售利润与房地产投资有很大的关联度。2008 年下半年由于全球性金融危机的爆发，我国房地产投资增速急剧下滑，下游的陶瓷砖生产盈利能力受到了很大影响。但随着宏观经济的复苏，我国房地产投资增速和下游陶瓷砖利润总额增速双双攀新高。

图 20：房地产投资增速趋缓

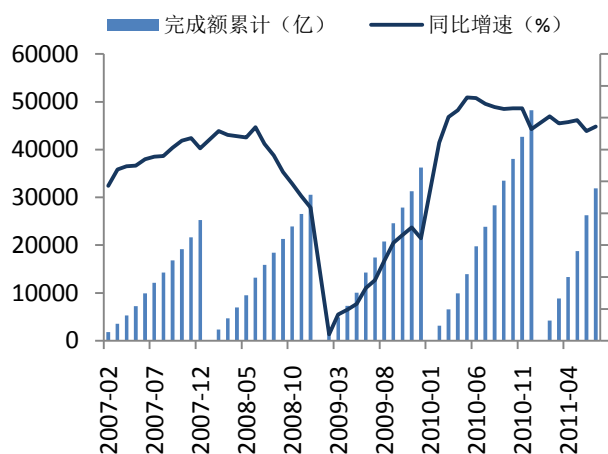
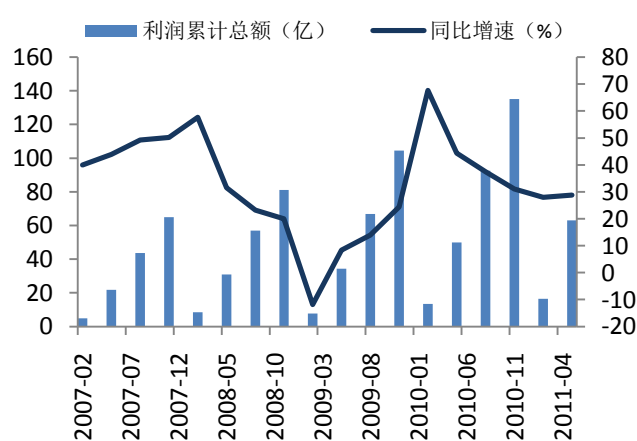


图 21：建筑陶瓷销售利润增速下降



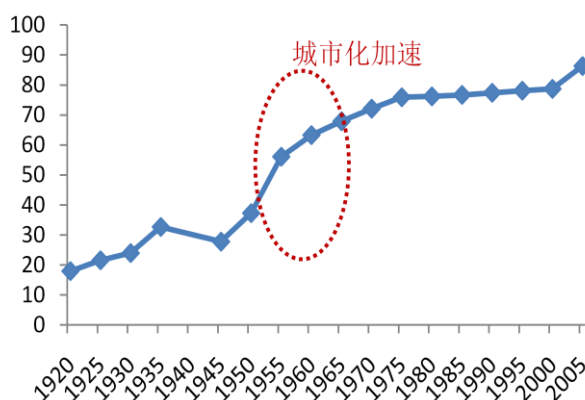


资料来源：wind，浙商证券研究所

资料来源：wind，浙商证券研究所

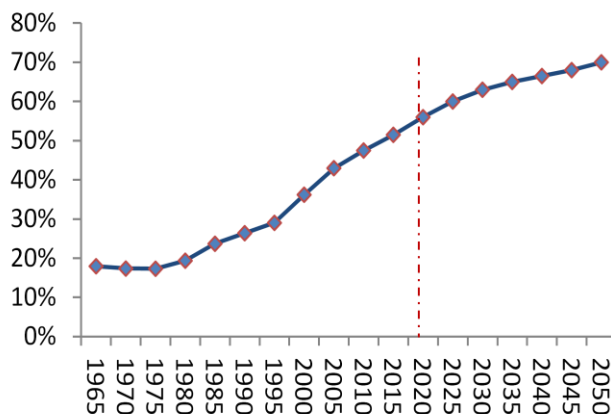
短期调控不改长期前景。过去几年我国房地产的繁荣带来建筑陶瓷的快速增长，目前我国房地产调控政策在一定程度上使房地产投资增速放缓，但是随着宏观经济的持续高增长以及保障房建设的陆续推进，短期影响瓷砖生产企业经营的不利因素将逐步被消化。我国目前的城市化率不到 50%，根据国际经验来讲正处于城市化加速的阶段，在这一前提下，我国建筑陶瓷在未来仍将保持较高的增速。另外，未来“新农村”建设的宏伟计划将启动农村市场对建筑陶瓷的需求，这将持续拉动陶瓷砖市场扩张并促进生产企业加大对固定资产的投资。

图 22：日本城市化进程



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 23：我国城市化仍处于加速阶段



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

公司及时调整产品结构，紧抓大吨位市场发展契机。陶瓷压机也经历了摩擦压机——液压压机的升级过程，全自动液压陶瓷压机已经成为国内主流设备，技术较为成熟。随着下游陶瓷砖向大、轻、薄发展，陶瓷压机也向单位电耗节省 20% 的大吨位不断升级。基于成本因素驱动，大中型企业利用大吨位压机来淘汰低效率高能耗的小吨位压机，从而给大吨位压机市场带来了很大机会。公司募投项目中新增 50 台 HP 陶瓷压机产能全部是大吨位（3000 吨以上），最高可达 6500 吨，更好的满足潜在客户产业升级和产能转移带来的设备需求。

产能转移保持对陶瓷压机需求的增长。我国陶瓷压机市场的大吨位发展趋势不可逆转，建筑陶瓷对大吨位机型的需求依然旺盛。行业产能有沿海向内陆的转移态势持续，“在扩张中转移、在转移中扩张”，“做大做精做强”依然是我国建筑陶瓷业的发展主旋律。目前我国陶瓷压机行业主要是科达机电（整合恒力泰）和海源机械两家，总计占到市场约 80%。由于对手主要销售整条生产线，而公司只是提供核心设备，行业的整合使垄断度提高，这给公司带来挑战的同时也带来机遇。





表 6：HP 陶瓷压机与竞争对手核心指标比较

指标	海源 HP3290	恒力泰 YP3280	科达 KD3200	萨克米 PH3590
最大压制力 (KN)	32900	32800	32000	35000
净空距 (mm)	1750	1720	1750	1750
最大顶出力 (KN)	240	243	220	150
最大填料深度 (mm)	60	60	60	74
活动梁行程 (mm)	160	160	90	98
主机功率 (KW)	90	90	90	98
空循环次数 (C/min)	18	20	22	19
系统装油量 (L)	1200	1600	1000	1200
冷却水量 (立方米)	18	18	8-12	3

资料来源：浙商证券研究所

公司大吨位 HP 系列陶瓷压机与国内其他同类产品相比，核心指标上非常接近，不存在明显差异，主要是公司在陶瓷压机领域积淀多年，有望依靠大吨位产品提高市场份额，重拾往日辉煌。





3.公司的竞争优势

公司首发募集资金投资新增产能项目已经开始稳步建设推进，分别增加 HF 墙材压机、HP 陶瓷压机和 HC 耐材压机 320 台、50 台（3000 吨以上大吨位）和 50 台的新增产能。目前一期工程已经基本建设完毕，业已投入生产，占全部计划产能的 60%。产能扩张后，公司龙头地位进一步得到巩固，有望进入新一轮的增长轨道。

3.1 技术创新能力，完整的公司产品线

公司在液压成型技术方面具有综合性的领先优势，是该领域的开拓者和领导者。

HF 墙材压机：相对于国内和国际竞争对手均具有明显的技术领先。

HC 耐材压机：国内是唯一一家取得技术突破的企业，并迅速缩小与国际竞争对手的差距。

HP 墙材压机：位居国内前三位，技术水平与国际竞争对手一致，领先于国内多数中小企业。

公司依靠在该领域多年的技术沉淀，全面掌握集机、电、液一体的液压成型设备专有技术，1994 年公司推出第一台 1000 吨陶瓷压机以来，技术团队积累了丰富的液压装备专业技术。公司凭借敏锐的市场把握，将技术应用有陶瓷领域向陶瓷领域、耐材领域、复合材料领域以及将来的脱硫石膏、型煤领域的拓展，成为国内液压成型装备行业中唯一一家具有多门类、多规格产品体系的综合领军企业。

3.2 专注细分市场和规模经济优势

公司专注于建材液压成型设备这一细分市场，不断研发新产品引领整个行业成长：公司首先研发陶瓷压机填补国内空白，助推建筑陶瓷行业的成长，目前陶瓷压机处于成熟阶段。尔后审时度势，切入墙材压机领域，目前仍处于成长期，未来市场空间巨大。耐材压机目前刚处于起步阶段，成长前景广阔。公司还储备了新的产品如复合材料压机，研发一代推广一代，产品已经形成梯队。

大型液压成型装备行业是资金、技术密集型行业，具有明显的规模经济特征。公司目前是全国最大的规模化生产液压成型设备的供应商，考虑到公司 HF、HP、HC 压机还具有较高的协同一致性，产品产能之间可以互相转化，目前公司全部压机的年产量居于行业领先地位，显现了一定的规模优势。在实现规模化生产之后，公司在制造成本、单机售后服务成本方面均获得大幅降低。公司募投项目产能扩大后，此优势将更加显著。

3.3 较高的性价比和品牌认知度

与公司的国际竞争对手相比，公司在人力资源成本，制造成本，采购、生产、产品销售等方面的规模经济，以及公司运营的效率等方面具有比较优势，从而有效地降低了公司的产品生





产成本，增强了公司产品定价的灵活性。目前，公司同类产品和技术性能上已接近或达到国外竞争对手水平，但是在价格上却保持在 30%-50%的水平，具有很强的性价比优势。

作为最早的全自动液压压砖机的商标之一，公司所拥有的“海源”品牌自 1993 年开始使用于全自动液压压砖机领域，此后，公司始终注重技术创新和诚信经营，获得了客户和主管单位的广泛认同，在全国全自动液压压砖机行业中具有良好的市场口碑因为技术复杂、单价高昂，公司的客户或潜在客户、尤其是具有国有经济成分的客户在选择大型液压成型装备的供应商时，品牌的影响力是重要的选择标准之一。公司已经在客户心中赢得了市场开拓者、技术领先者和行业领导者的品牌形象，拥有良好的知名度和美誉度，具有显著高于竞争对手的市场影响力。

3.4 高度的服务精神，旨在提供整套的解决方案

液压成型装备行业的客户对售后服务要求很高，不及时或低效率的售后服务会严重影响下游客户的开工率，从而影响客户的经济效益。由于液压成型装备产品的专业化程度较高，一个合格的专业售后服务人才需要 2-3 年的培养与锻炼，因此建立一支高效的售后服务系统需要长时间的积累与培养。公司设有专门的售前服务和售后服务部门，广泛分布于全国 26 个省。公司拟在河南漯河成立子公司，负责生产和销售公司产品，旨在更加贴近 HF 墙机和 HC 耐机的原材料产地和产品市场，更好的服务客户。

公司未来目标不止于只是提供设备，而是一个完整的解决方案。公司在提供传统的售前和售后服务的同时，拟在相关领域为客户开展市场建议，操作人员培训，维修人员培训等更加贴近客户的服务。





4.盈利预测与估值

4.1 核心假设

一，HC 耐材压机市场开拓顺利，客户广泛认可

二，新型墙材占比不断提升

表 12：新型墙材产量增加带来的新增设备需求

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
总量 亿块	8400	8518	8620	8723	8828	8934	9041
(+/-)		1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
新型墙材比例	54.0%	54.8%	55.6%	56.4%	57.2%	58.0%	58.8%
新型墙材总量	4536	4668	4793	4920	5050	5182	5316
其中非烧结墙材	16%	17%	18%	18%	19%	20%	21%
非烧结墙材 亿块	1344.0	1413.9	1508.5	1605.1	1703.8	1804.6	1907.7
占新型墙材比例	30%	30%	31%	33%	34%	35%	36%
每年新增量 亿块		69.9	94.5	96.6	98.7	100.9	103.0
HF1100 年产量 亿块	0.5						
理论新增需求量 台		140	189	193	197	202	206

资料来源：浙商证券研究所

三，市场竞争格局无剧烈变动，公司募投项目进展顺利。公司综合毛利率下降趋势减缓，2011-2012 年分别为 38.7%、37.8%和 37.1%。目前公司的产能一期已基本建设完成，业已投入生产，实现预计产能 60%，符合市场预期。

表 8：分产品营业收入粗算（百万）

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	347.9	430.2	566.9	727.3
	32.1%	23.6%	31.8%	28.3%
液压成型设备	276.6	338.9	449.6	576.3
(+/-)	21.8%	22.5%	32.7%	28.2%
HC 系列	61.50	86.10	125.28	182.28
(+/-)	294.8%	40.0%	45.5%	45.5%
HF 系列	152.10	175.68	235.23	294.04
(+/-)	-13.8%	15.5%	33.9%	25.0%
HP 系列	63.74	77.12	89.08	99.95
(+/-)	82.4%	21.0%	15.5%	12.2%
代购代销配套	66.59	86.56	112.53	146.29
(+/-)	100.2%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务收入	4.75	4.75	4.75	4.75





资料来源：浙商证券研究所

4.2 估值及投资建议

我们预计公司 2011-2013 年的营业收入为 4.30 亿、5.66 亿和 7.35 亿元，同比增长分别为 23.7%、31.8%和 28.3%，对应 EPS 为 0.54、0.67 和 0.82 元，PE 分别为 30、24 和 20 倍。在政策因素以及宏观经济持续增长的前提下，下游需求强劲、相应生产厂商的盈利能力恢复，对生产机械设备投入也将开始增加。公司精准的把握住市场脉搏，引领行业技术革新。公司募投项目解决产能瓶颈，将充分享受行业的高增长。业绩增长确定，给予“买入”评级。

表 9：相关上市公司估值比较

	收 盘 价	EPS 预测			PE			EV/EBITDA			PB
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
科达	14.14	0.44	0.64	0.84	54	22	17	14	8	7	5.54
机电	16.28	0.39	0.54	0.71	46	30	24	21	17	13	2.65
海源					50	26	20	18	12	9	4.10
机械											
平均											

资料来源：wind，浙商证券研究所





附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1094.35	794.60	826.33	974.60	营业收入	347.93	430.21	566.87	727.30
现金	776.22	455.31	295.48	390.29	营业成本	213.86	263.41	352.34	456.88
应收账款	87.65	115.01	148.81	185.61	营业税金及附加	0.40	0.33	0.48	0.67
其它应收款	3.86	5.35	7.17	8.36	营业费用	22.71	36.57	46.48	54.55
预付账款	32.05	73.43	65.74	107.07	管理费用	27.08	35.71	47.05	58.18
存货	183.77	145.50	294.92	276.18	财务费用	9.68	-8.31	-5.76	2.30
其他	10.79	0.00	14.21	7.09	资产减值损失	4.08	4.30	4.53	4.36
非流动资产	286.49	447.08	583.93	702.26	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	241.96	357.53	489.27	607.93	营业利润	70.11	98.21	121.74	150.35
无形资产	34.03	42.69	56.55	72.26	营业外收入	2.81	2.20	1.89	2.30
其他	10.50	46.86	38.11	22.07	营业外支出	0.52	0.61	0.41	0.51
资产总计	1380.84	1241.68	1410.27	1676.86	利润总额	72.39	99.80	123.21	152.14
流动负债	356.72	179.97	273.76	469.52	所得税	10.36	12.85	15.95	20.35
短期借款	141.00	0.00	50.09	158.62	净利润	62.04	86.94	107.26	131.78
应付账款	69.85	89.32	116.57	143.03	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	145.86	90.65	107.10	167.86	归属母公司净利润	62.04	86.94	107.26	131.78
非流动负债	4.20	4.84	7.42	11.30	EBITDA	71.94	112.40	154.43	202.97
长期借款	0.00	0.64	3.22	7.10	EPS (摊薄)	0.39	0.54	0.67	0.82
其他	4.20	4.20	4.20	4.20	主要财务比率				
负债合计	360.92	184.82	281.18	480.82	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
归属母公司股东权益	1019.92	1056.86	1129.09	1196.03	营业收入增长率	32.07%	23.65%	31.76%	28.30%
负债和股东权益	1380.84	1241.68	1410.27	1676.86	营业利润增长率	3.80%	40.08%	23.97%	23.50%
					归属于母公司净利润增长率	3.15%	40.15%	23.37%	22.87%
现金流量表					毛利率	38.53%	38.77%	37.84%	37.18%
单位:百万元					净利率	17.83%	20.21%	18.92%	18.12%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	6.08%	8.23%	9.50%	11.02%
经营活动现金流	43.33	111.67	-4.61	222.43	ROIC	3.82%	6.83%	8.22%	9.35%
净利润	62.04	86.94	107.26	131.78	偿债能力				
折旧摊销	17.46	29.52	42.65	55.81	资产负债率	26.14%	14.88%	19.94%	28.67%
财务费用	9.68	-8.31	-5.76	2.30	净负债比率	19.71%	0.08%	4.80%	14.03%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.07	4.42	3.02	2.08
营运资金变动	-45.32	2.93	-148.54	32.59	速动比率	2.55	3.61	1.94	1.49
其它	-0.52	0.59	-0.22	-0.05	营运能力				
投资活动现金流	-50.45	-190.70	-179.28	-174.08	总资产周转率	0.36	0.33	0.43	0.47
资本支出	32.99	161.18	136.63	118.27	应收账款周转率	4.51	4.25	4.30	4.35
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	3.83	3.31	3.42	3.52
其他	-17.46	-29.52	-42.65	-55.81	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	691.53	-241.88	-26.02	-62.07	每股收益 (最新摊薄)	0.39	0.54	0.67	0.82
短期借款	61.00	-141.00	0.00	0.00	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.27	0.70	-0.03	1.39
长期借款	-60.00	0.64	2.57	3.89	每股净资产 (最新摊薄)	6.37	6.61	7.06	7.48
其他	690.53	-101.53	-28.60	-65.95					
现金净增加额	684.41	-320.92	-209.92	-13.72					

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

