

机械行业

开山股份 (300257)

公司季报点评报告

评级: 买入

维持

目标价: 69.2 元

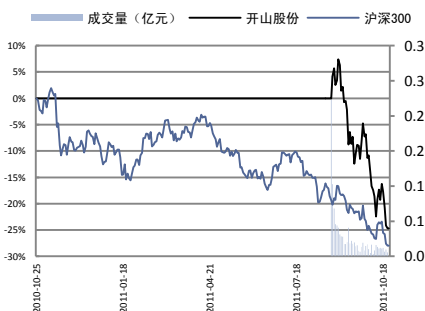
收盘价 57.29

目标价 69.20

基本数据

52 周最低/最高(元)	57.28-84.5
市盈率(x) ttm	33.28
市净率(x) mrq	3.0
EV/EBITDA(x) 1yr	19.81
总股本(亿)	1.43
流通 A 股(亿)	0.29
流通 B 股/H 股(亿)	0.00
总市值(亿元)	83
流通 A 股市值(亿元)	17

相对股价表现



相关研究

《开山股份: 技术领先、高速成长的空气压缩机生产商》2011-08-05

《机械行业 4 季度策略: 布局绿色制造 把握未来 20 年发展机遇》2011-10-10

机械行业研究小组

李项峰

S0120511030002

联系人

蔡奕

8621-68761616-8563

caiyi@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

估值已经具备优势

投资要点:

- 开山股份三季报表现基本符合预期。公司第三季度销售收入4.81亿元, 同比增加10.76%, 净利润6500万元, 同比增长55%。毛利率由去年第三季度的24%提升到今年的24.5%, 营业利润率由16%提升到18%, 显示出公司上市后运营情况良好。公司前三季度销售收入合计15.9亿元, 净利润2.15亿元, 基本符合我们的预期。
- 压缩机节能性能明显, 我们重申其产品良好的竞争优势。我们对开山及阿特拉斯在中国能效标识网的产品备案进行了分析。我们认为开山的产品系列中, 节能型产品占比已经基本赶上甚至超过阿特拉斯, 显示出开山的产品节能性能已经接近或达到世界先进水平, 突显出较强的竞争实力。
- 管理层战略布局具备前瞻性, 未来发展前景可观。在过去的数年中, 开山压缩机一直是内资气体压缩机的领跑者, 其市场占有率排名连续多年排内资气体压缩机生产企业第一。我们认为, 开山过去的快速发展得益于其率先在螺杆压缩机上的战略布局, 通过良好的性价比和优良的性能, 打开了国产气体压缩机市场。未来公司管理层在全球化战略上的布局以及冷媒压缩机的推出将有助于公司未来保持持续高速发展。
- 4季度销售收入预计将环比上升。气体压缩机行业季节性主要体现在2季度和4季度。受气体压缩机行业季节性因素, 公司销售收入有望在4季度环比提升。
- 估值已经具备明显优势。受市场系统性风险影响以及3季度行业销售下滑的忧虑, 市场广泛抛售开山股份已经使公司具备明显的投资价值。我们调整开山股份2011年, 2012年和2013年期末EPS为2.24元, 3.46元和4.76元, 维持“买入”评级, 给予2012年20倍的PE, 对应的目标价为69.2元。
- 风险: 1)、行业景气度继续下滑的风险; 2)、核心人员流失的风险。

主要财务指标	百万元					
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	725	953	1626	2173	3003	4105
收入增幅(%)	0%	31%	71%	34%	38%	37%
净利润	62	114	204	321	495	681
净利增幅(%)	0%	84%	79%	58%	54%	38%
毛利率(%)	18%	24%	23%	24%	26%	26%
ROE(%)	31.5%	43.2%	56.0%	19.0%	16.9%	22.7%
摊薄 EPS(元)	0.62	1.14	1.90	2.24	3.46	4.76
PE(x)				26.0	16.8	12.2
PB(x)				2.8	2.9	2.7
EV/EBITDA(x)				13.7	9.2	6.7

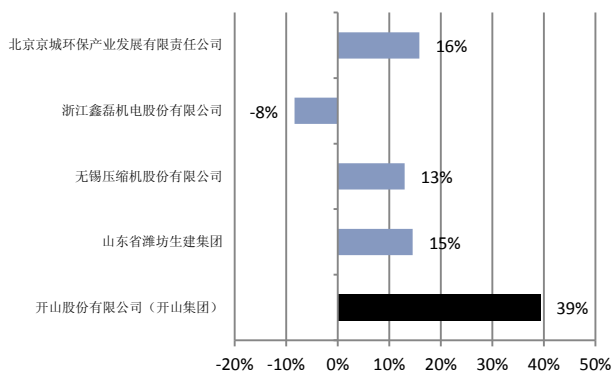
重申开山优良的产品节能性能，有助于公司保持良好的竞争能力

我们重申开山股份优良的产品优势。在节能性方面，公司产品以及同世界最大的空气压缩机生产商阿特拉斯并行。我们对开山及阿特拉斯在中国能效标识网的产品备案进行了分析。我们认为开山的产品系列中，节能型产品占比已经基本赶上，甚至超过阿特拉斯，显示出开山的产品节能性能已经接近或达到世界先进水平，突显出较强的竞争实力。

图 1：2005 年至 2008 年，开山股份销售收入年均复合增速远高于主要竞争对手

2005 年~2008 年开山股份主要竞争对手销售收入增速情况

2005~2008年主要竞争对手销售收入年均增速

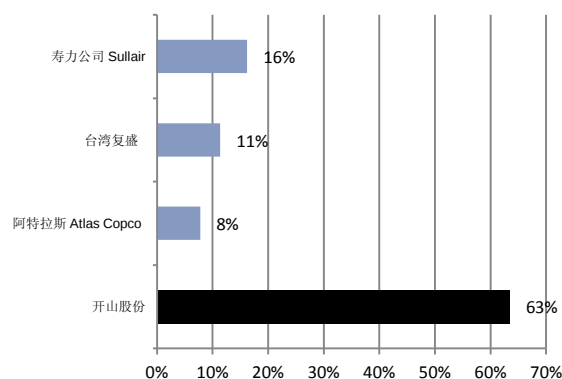


资料来源：德邦证券研究所

图 2：2008 年至 2010 年，开山螺杆压缩机销量增速远高于外资主要竞争对手

08~10 年螺杆压缩机年均复合销量增速比较

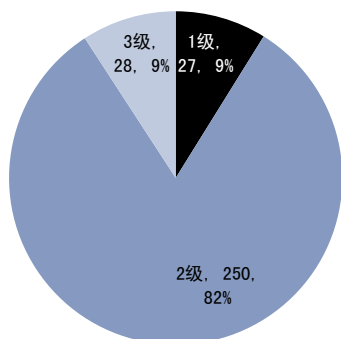
08~10年螺杆压缩机和主要外资品牌销量年均复合增速比较



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 3：开山股份注册备案的空气压缩机共约 305 个产品，其中一级能效产品达 27 中，占比约 10%

开山股份在中国能效标识网注册备案的产品数量及能效等级



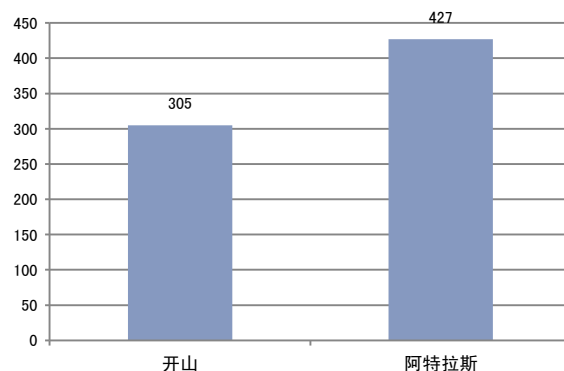
资料来源：德邦证券研究所，中国能效标识网

图 4：开山股份不断扩充产品链，预计未来产品种类将与世界最大的空气压缩机生产商阿特拉斯相当

开山及阿特拉斯注册备案的产品数量

单位：种

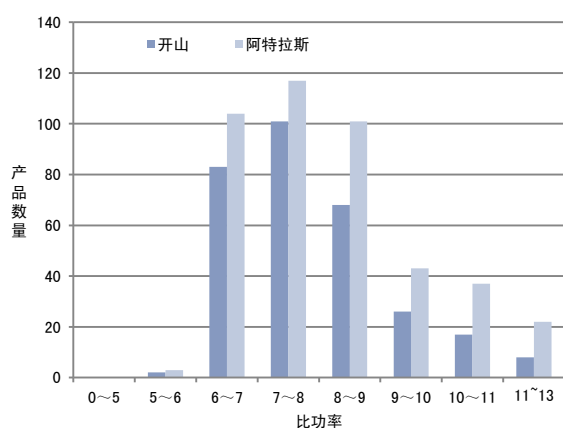
能效注册备案产品数量



资料来源：德邦证券研究所，中国能效标识网

图 5：在产品功率比的布局上，开山股份已经与阿特拉斯相当，显示较好的产品质量水平

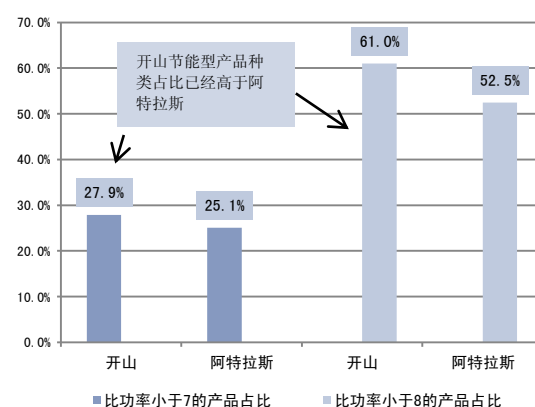
开山与阿特拉斯产品比功率分布情况 单位：KW/m³/min, 种



资料来源：德邦证券研究所

图 6：开山节能型产品占比已经超过阿特拉斯

比功率小于 7 及小于 8 的产品种类占比



资料来源：德邦证券研究所

前三季度主要财务情况

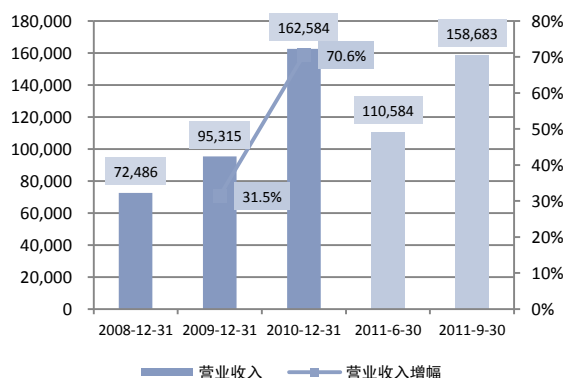
公司前三季度销售收入及净利润均保持良好增速。受行业景气度影响，三季度销售收入增速有所下滑，但净利润依然保持 33% 的较快增速。由于空气压缩机行业具备一定季节性，我们预计公司四季度销售收入及净利润将环比增长，预计 4 季度销售收入 5.8 亿元，同比增长 55%。

从存货及应收账款来看，3 季度存货以及应收款均有一定程度的增加。增长幅度略大于销售收入增速。我们认为主要有两个因素：1）、气体压缩机行业的季节性影响。气体压缩机行业一般具备季节性影响，其中 2 季度和 4 季度行业销售要好于 1 季度和 3 季度；3）、行业受国家宏观调控紧缩的影响。预计将使气体压缩机的增速略有下滑，气体压缩机行业景气度较今年上半年要差。

从长远投资价值和发展趋势来看，我们认为开山压缩机积极的战略布局以及不断拓宽的产品线有助于降低公司盈利的景气波动性。

图 7：公司前三季度销售收入同比增长 27.2%

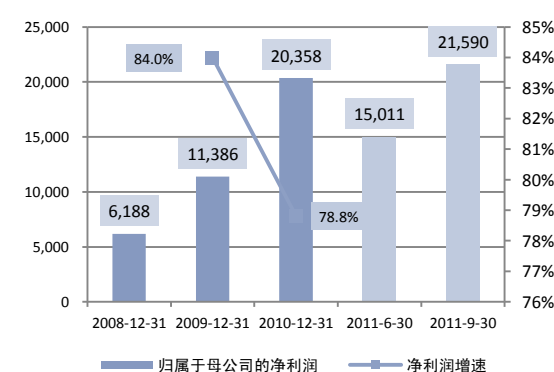
公司销售收入情况 单位：万元



资料来源：德邦证券研究所

图 8：公司前三季度净利润 2.15 亿元，同比增长 41.6%

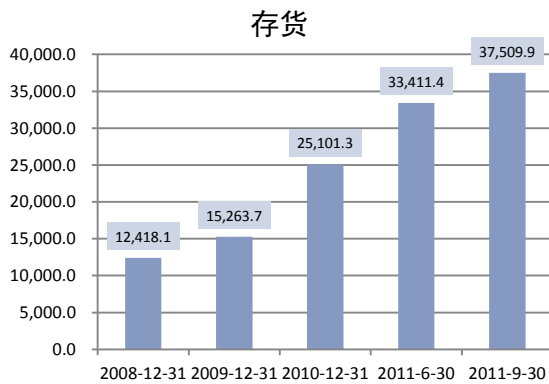
公司净利润及增速情况



资料来源：德邦证券研究所

图 9：三季度存货大幅上升，我们认为主要是 4 季度季节性的备货影响

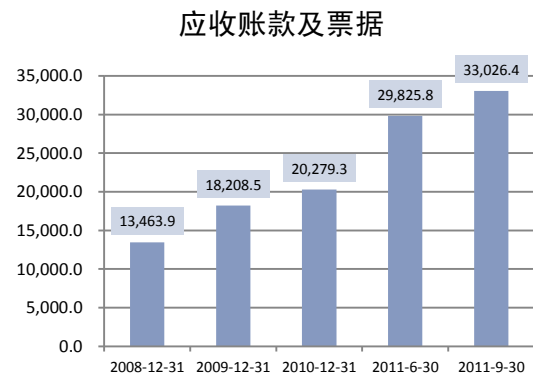
单位：万元



资料来源：德邦证券研究所

图 10：应收款大幅增长可能受 3 季度行业景气季度性下滑的影响

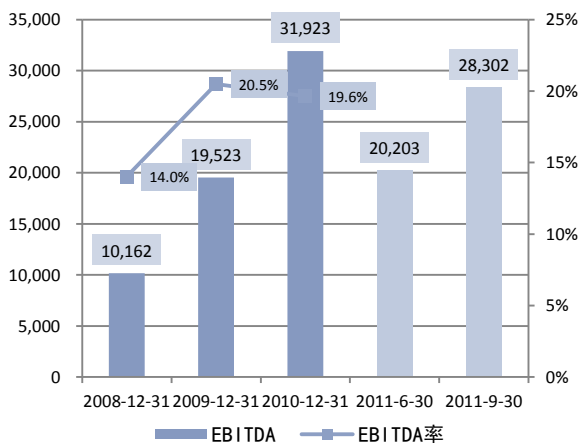
单位：万元



资料来源：德邦证券研究所

图 11：EBITDA 及 EBITDA 情况

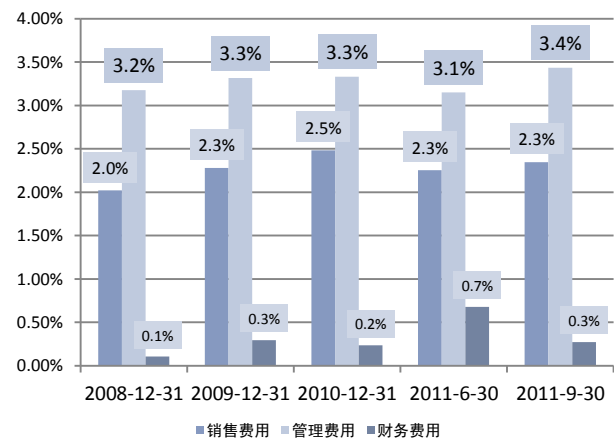
单位：万元



资料来源：德邦证券研究所

图 12：公司前三季度三项费用率保持稳定

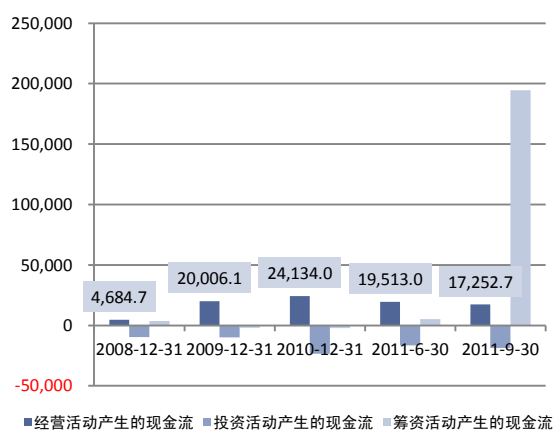
公司三项费用率情况



资料来源：德邦证券研究所

图 13： 公司前三季度现金流情况

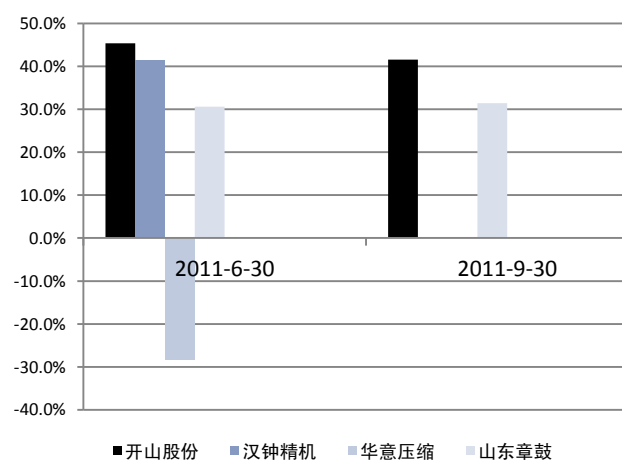
单位：万元



资料来源：德邦证券研究所

图 14： 公司前三季度净利润增速均快于主要类比公司

公司上半年净利润增速（左）及前三季度净利润增速（右）



资料来源：德邦证券研究所

估值已经具备优势

我们调整开山股份2011年至2013年期末EPS分别为2.24元，3.46和4.76元。我们选取了三家业务同开山股份最为接近的上市公司。对比同类上市公司，我们认为目前公司估值已经具备明显优势。按照类比公司2012年的PE水平，我们开山股份2012年20倍的PE，对应的目标价为69.2元。

表格 1： 相对估值表

	2011-10-24	Mkt Cap (亿)	PE				PB				EV/EBITDA (LYR)
			PE (ttm)	2011	2012	2013	PB 最新	2011	2012	2013	
开山股份	83.4		33.28	25.98	16.83	12.24	3.02	2.81	2.87	2.69	19.81
开山股份 wind 一致	83.4		33.28	25.73	17.37	12.59	3.02	3.03	2.64	2.19	19.81
汉钟精机	40.1		25.21	21.80	16.31	12.40	5.85	4.59	3.77	3.07	22.64
华意压缩	19.3		148.46	61.79	23.10	10.64	3.43	2.22	1.90	1.45	15.96
山东章鼓	21.1		23.40	24.58	20.37	16.21	3.27	2.79	2.48	2.18	16.97
平均			65.69	36.05	19.92	13.08	4.18	3.20	2.72	2.23	18.52

资料来源：Wind，德邦证券研究所

对应 2011 年，我们认为开山股份有 38.7% 的上涨空间，
对应 2012 年，我们认为开山股份至少有 19% 的上涨空间

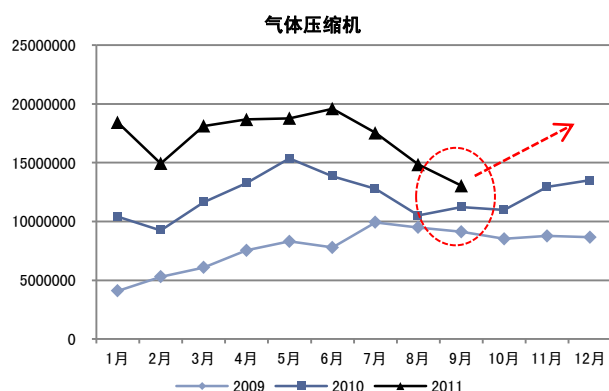
风险因素

1)、行业景气继续下滑的风险

截止今年9月，我国气体压缩机保持了较快的销量增速。但9月份气体压缩机产量环比继续下滑，并未出现去年同期的止跌现象。随着国家调控的继续紧缩，全国压缩机销量4季度增速可能会放缓。同时，不排除宏观紧缩将持续到明年，并对气体压缩机行业继续产生影响。

图 15： 我们预计 4 季度，全国气体压缩机销量将提升，但不排除景气继续下滑的风险

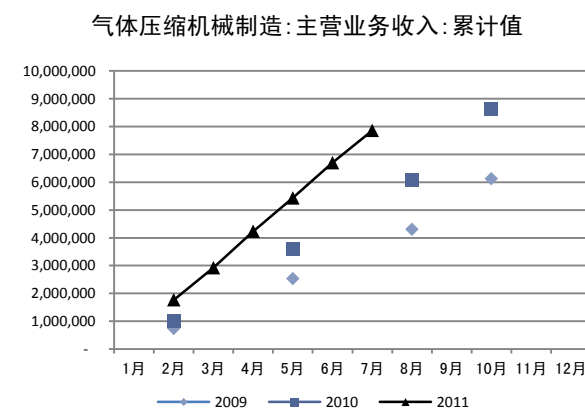
单位：台



资料来源：德邦证券研究所

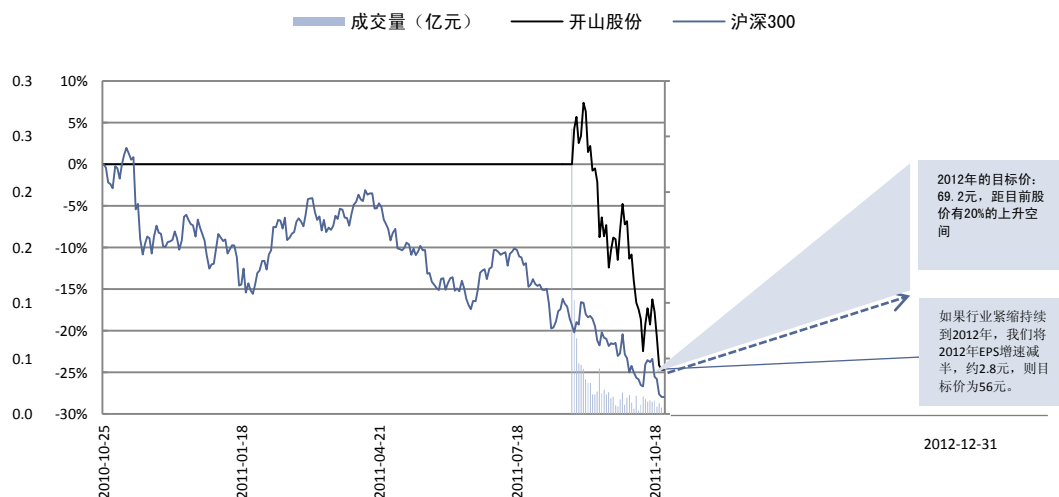
图 16： 截止今年前 7 个月，全国气体压缩机销售收入保持了较快增速

单位：万元



资料来源：德邦证券研究所

图 17： 如果 2012 年，行业继续紧缩，我们预计开山 2012 年 EPS 增速为 25%，目标价下移至 56 元



资料来源：德邦证券研究所

2)、核心技术人员流失的风险

2009 年度,公司引进了国际知名压缩机设计专家汤炎博士,任命其为公司总经理,主要负责公司的产品研发、生产管理和海外市场开发运营,并组建了以汤炎博士为核心的研发团队。未来 3 至 5 年内,汤炎博士及汤炎团队等核心技术人员对公司的经营将产生重大影响,公司存在对汤炎博士及汤炎团队等核心技术人员的依赖风险。

盈利预测表

表格 2: 盈利预测表 1

收入	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
螺杆机	42,347	62,628	106,665	154,665	208,798	250,557	300,668	360,802
活塞机	5,005	10,621	35,686	35,686	35,686	35,686	35,686	35,686
压力容器	11,998	8,162	7,555	7,555	7,555	7,555	7,555	7,555
其他	2,653	4,623	7,157	7,157	7,157	7,157	7,157	7,157
铸件	10,032	8,749	4,440	6,215	8,080	10,504	13,655	17,752
新业务	-	-	-	6,000	33,000	99,000	198,000	257,400
主营业务收入合计	72,035	94,784	161,504	217,279	300,276	410,460	562,723	686,353
增速	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
螺杆机		47.9%	70.3%	45%	35%	20%	20%	20%
活塞机		112.2%	236.0%	0%	0%	0%	0%	0%
压力容器		-32.0%	-7.4%	0%	0%	0%	0%	0%
其他		74.2%	54.8%	0%	0%	0%	0%	0%
铸件		-12.8%	-49.3%	40%	30%	30%	30%	30%
新业务					450%	200%	100%	30%
综合增速		31.6%	70.4%	34.5%	38.2%	36.7%	37.1%	22.0%
毛利率	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
螺杆机	24.9%	30.2%	27.6%	28.0%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
活塞机	10.4%	12.7%	12.1%	12.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
压力容器	5.2%	4.2%	8.1%	8.0%	8.0%	7.5%	7.5%	7.5%
其他	13.9%	24.5%	38.6%	39.0%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%
铸件	4.4%	8.0%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
新业务				24.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
综合毛利润率	17.4%	23.6%	23.3%	24.4%	25.7%	26.0%	26.2%	26.3%
毛利润	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
螺杆机	10,563	18,892	29,473	43,306	60,551	72,662	87,194	104,633
活塞机	523	1,349	4,301	4,282	3,925	3,925	3,925	3,925
压力容器	622	342	612	604	604	567	567	567
其他	368	1,131	2,762	2,791	2,720	2,720	2,720	2,720
铸件	443	702	433	606	788	1,024	1,332	1,731
新业务				1,440	8,580	25,740	51,480	66,924
毛利润合计	12,519	22,416	37,581	53,030	77,169	106,638	147,217	180,500

表格 3：盈利预测表 2

损益表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1626	2173	3003	4105	现金以及等价物	95	1774	1735	1829
营业成本	1246	1642	2231	3038	应收账款及票据	203	354	505	782
毛利润	380	530	772	1066	存货	251	495	520	583
毛利润率	23.4%	24.4%	25.7%	26.0%	其他流动资产	0	0	0	0
营业税金及附加	3	4	6	8	流动资产合计	532	2624	2760	3194
销售费用	40	50	69	94	长期投资	0	15	15	15
管理费用	54	74	99	131	固定资产	407	712	1207	1477
财务费用	4	(5)	(32)	(34)	其他非流动资产	141	216	357	383
资产减值损失	1	0	0	0	资产总计	1080	3568	3704	4138
公允价值变动净收益	0	0	0	0	流动负债合计	653	570	768	1001
投资净收益	0	0	0	0	非流动负债合计	0	0	0	0
EBIT	281	403	598	833	负债合计	653	570	768	1001
EBITDA	319	463	684	949	少数股东权益	30.4	30.0	32.3	34.5
营业利润	278	408	630	867	归属母公司权益	396	2968	2903	3103
营业利润率	17%	17%	17%	17%	权益合计	427	2998	2936	3137
营业内外收支	(0.1)	1.4	1.4	1.4	负债及股东权益合计	1080	3568	3704	4138
利润总额	278	409	632	869	总股本（百万）	114	143	143	143
减：所得税	55	68	105	144	每股净资产 BPS(元)	3.47	20.75	20.80	21.70
净利润	223	341	527	725	其它				
减：少数股东损益	19	20	32	43	净资产回报率（%）	55.99%	19.08%	16.88%	22.69%
归属于母公司的净利润	204	321	495	681	总资产回报率（%）	23.81%	13.81%	13.63%	17.38%
每股收益 EPS-期末（元）	1.90	2.24	3.46	4.76	ROIC（%）	41.26%	8.46%	12.11%	15.10%
现金流量表（百万元）					存货周转天数	59	82	69	57
净利润	223	341	527	725	应收账款周转天数	33	31	36	37
折旧及摊销	38	60	86	116	EBIT 利息保障倍数(X)	79.30	(81)	(19)	(24)
运营资本增减	(25)	(297)	(1)	(110)	流动比率	0.81	4.60	3.59	3.19
其它经营活动产生的现金流	5	(3)	(30)	(32)	速动比率	0.43	3.73	2.92	2.61
经营活动产生的现金流	241	166	683	839	所得税率	25.00	25.00	25.00	25.00
投资收到的现金	40	0	0	0	估值				
资本开支	(231)	(220)	(429)	(344)	市盈率	0	26	17	12
其它投资活动支付的现金	43	0	0	0	市净率	0.00	2.8	2.8	2.7
投资活动产生的现金流	(235)	(220)	(429)	(344)	EV/EBITDA	0.00	13.7	9.2	6.7
筹资活动产生的现金流	(23)	5	7	10					

投资评级

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\%+10\%$

减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。