

## 民营锻压设备小巨人 机械压力机为未来增长亮点

### 投资要点:

- **主营液压机，机械压力机是未来战略重点**  
公司是国内金属成形机床行业骨干企业，液压机产销量国内排名第1；但机械压力机市场空间相对更大，是未来发展重点。
- **金属成形机床行业：“十二五”期间保持10-15%增长**  
2002-2010年，中国金属成形机床行业工业总产值年均增长26%。2011年1-11月行业产值增长38%，但下半年增速明显回落。  
我们认为随着航空航天、汽车、船舶、电力设备等下游需求平稳增长，预计“十二五”金属成形机床行业有望保持10-15%增长。
- **下游需求：汽车船舶需求大，航天军工增长快**  
公司汽车行业领域销售收入占比超过30%，其次为船舶行业。航空航天、兵器工业是未来几年有望获得快速增长的下游领域。
- **竞争格局：进口替代与抢占济二机床、齐二机床市场空间**  
目前我国每年进口近100亿元金属成形机床，进口替代空间大。  
公司主要竞争对手为日本天田、德国舒勒等外资企业和济二机床、齐二机床等老牌国企。公司在普通液压机已占优势。  
由于济南二机床通常交货时间较长，使得反应灵敏的南通锻压得以抢占济南二机床等龙头企业的市场份额。
- **产品结构调整：机械压力机是增长亮点**  
未来公司将大力发展机械压力机业务。预计2015年中国液压机市场规模有望从2009年的45亿元增长到71亿元，2015年压力机市场规模有望从2009年的163亿元增长到259亿元。
- **募投项目：扩产能调结构，液压机、压力机两大产品协同发展**
- **合理估值区间：11-14元**  
我们预测公司2011-2013年EPS分别为0.51元、0.69元、0.93元，对于当前股价PE分别为20倍、15倍、11倍。暂不评级。
- **主要风险因素：下游需求增长、压力机市场开拓低于预期**

### 主要财务指标

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	242.67	301.76	435.64	588.90	806.63
净利润(百万元)	35.24	52.34	65.42	88.32	119.23
EPS(元)	0.28	0.41	0.51	0.69	0.93
P/E	37	25	20	15	11

资料来源：中国银河证券研究部

## 南通锻压 (300280.SZ)

暂不评级

合理估值区间 11-14 元

### 分析师

邱世梁 机械行业首席分析师

☎: (8621) 2025 2602

✉: qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080004

邹润芳 机械行业分析师

☎: (8621) 2025 2629

✉: zourunfang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080003

鞠厚林 机械行业分析师

☎: (8610) 6656 8946

✉: juhoulin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010007

特此鸣谢

王华君 ☎: (8610) 6656 8477

✉: wanghua jun@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

### 市场数据 时间 2011.12.30

A股收盘价(元)	10.28
A股一年内最高价(元)	10.79
A股一年内最低价(元)	9.73
上证指数	2170.01
市净率	4.63
总股本(万股)	12800.00
实际流通A股(万股)	2560.00
限售的流通A股(万股)	102.40
流通A股市值(亿元)	2.63

### 相关研究

## 一、成长中的民营锻压设备小巨人

### (一) 主营液压机，机械压力机是未来战略重点

公司是国内金属成形机床行业骨干企业，收入规模位居行业前列，其中液压机产品在业内具有较好地位。2008-2010年，公司液压机产销量国内排名第1，其销售收入排名第3。

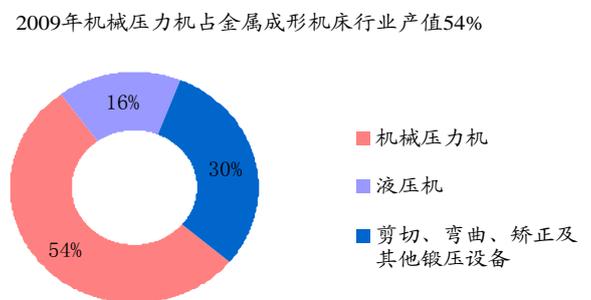
公司主业为锻压设备（即：金属成形机床），主要产品为液压机和机械压力机。其中目前液压机占比较大，2010年占收入比例的89%；机械压力机2010年占7%，其市场空间相对液压机更大，是公司未来发展战略重点。

图1：2010年公司液压机占收入89%，机械压力机是未来重点



资料来源：公司招股书、公司网站，中国银河证券研究部

图2：市场空间更大的机械压力机是公司未来战略发展重点

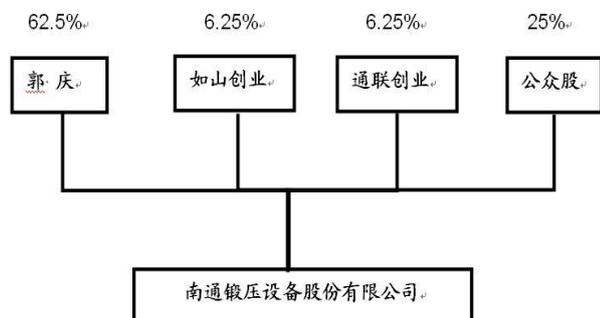


资料来源：2010年机床工具行业年鉴，中国银河证券研究部

### (二) 典型民营机床企业，定制型液压机（占75%）盈利能力较强

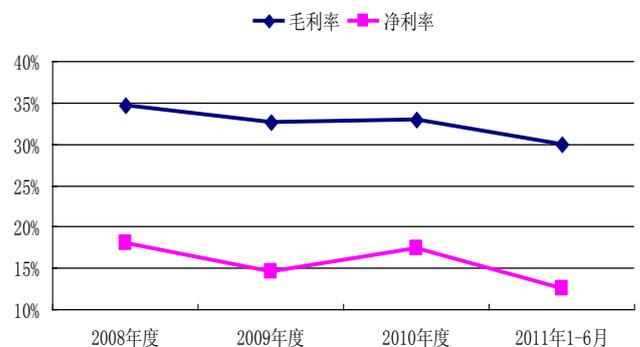
公司是一家典型的民营机床企业，股权结构清晰。得益于公司灵活的体制和较好的管理，公司成立仅12年，即从无到有迅速成长壮大，并在行业内形成了较好的形象和品牌。

图3：公司股权结构清晰，为典型的民营企业



资料来源：公司招股书、公司网站，中国银河证券研究部

图4：公司毛利率约30%，主要得益于定制型液压机（占75%）



资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部

公司盈利能力较强。在较为传统的锻压设备（金属成形机床）行业内，保持30%以上的

毛利率水平实属不易。这主要由于公司液压机产品以定制为主，2010 年定制型液压机占全部液压机业务收入的 75%。

## 二、金属成形机床行业：“十二五”期间保持 10-15%增长

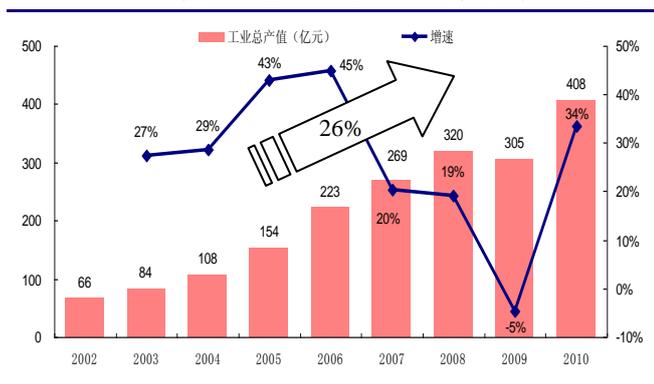
金属成形机床是机床行业中的重要分支，是指以锻压、锤击和模压方式加工金属的机床，或以弯曲、折叠、矫直、剪切、冲压、开槽、拉丝等方式加工金属的机床。

### （一）2011 年 1-11 月行业产值增长 38%，但下半年增速明显回落

据统计，2002-2010 年，中国金属成形机床行业工业总产值年均增长 26%。2011 年 1-11 月中国金属成形机床行业工业总产值达到 530 亿元，同比增长 38%。但是我们从当月产值同比增长增速中看出，2011 年下半年月度产值增速出现明显下滑。

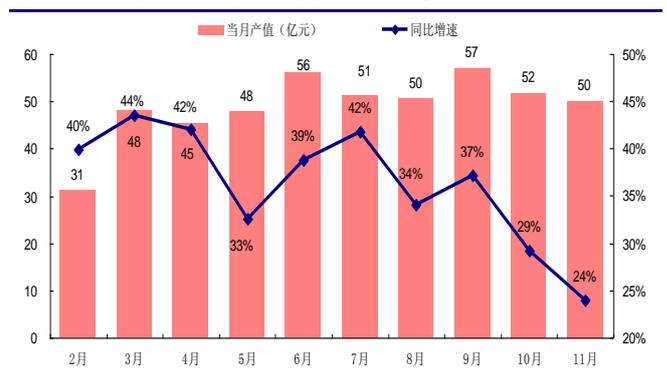
由于金属成形机床从订单到交货通常需要半年以上，我们可以粗略判断行业订单其实从 2011 年年初就出现了增速下滑的势头，估计 2011 年下半年行业订单情况不容乐观。我们预计 2012 年行业增速出现下滑。

图 5: 2002-2010 年金属成形机床行业工业总产值年均增长 26%



资料来源：中国机械工业联合会，中国银河证券研究部

图 6: 2011 年 2-11 月金属成形机床月度产值同比增长



资料来源：中国机械工业联合会，中国银河证券研究部

### （二）预计“十二五”期间金属成形机床行业有望保持 10-15%增长

根据中国机床工具行业协会《机床工具行业“十二五”发展规划》，2010 年整个大机床行业完成工业总产值 5536.8 亿元，2015 年规划目标是实现工业总产值 8000 亿元，即整个大机床行业工业总产值年均增长 8% 左右。

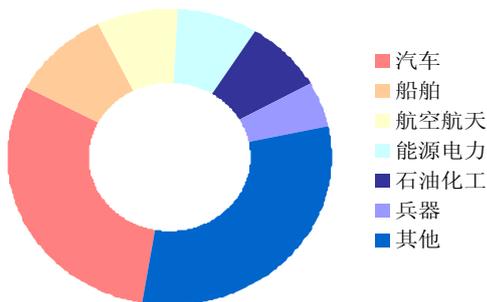
我们认为，机床协会的预测通常为保守预测，根据下游行业的需求增长情况判断，我们预计大机床行业“十二五”增速在 10% 左右。金属成形机床行业作为机床行业中的重要分支，由于产值基数仍然较低，未来随着航空航天、汽车、船舶、电力设备等下游行业需求平稳增长，发展空间较大，预计“十二五”期间仍然有望保持 10-15% 的增速增长。

### 三、公司增长源泉：需求增长、企业竞争与产品结构调整

#### (一) 下游需求：汽车船舶需求大，航天军工增长快

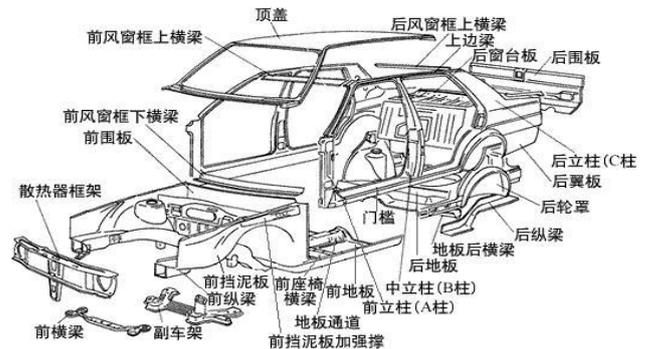
公司锻压设备主要应用于汽车、船舶、航空航天、电力设备等行业。在公司目前的客户结构中，汽车行业领域的销售收入占比超过 30%，其次为船舶行业。航空航天、兵器工业是公司未来几年有望获得快速增长的下游领域。

图 7：汽车、船舶行业是公司产品最主要的下游需求



资料来源：中国银河证券研究部

图 8：一辆汽车超过 80% 的零部件需由金属成形机床加工



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

我们预计未来几年公司在汽车、船舶行业的订单有望获得平稳增长，而在航空航天、兵器工业、科研院所等领域的订单有望获得快速增长。

表 1：公司主要下游客户：汽车、船舶、家电、石化、电力、航天军工、科研院所

行业	客户名称
汽车制造	上海大众汽车配件、长春一汽富维汽车零部件、一汽解放青岛汽车厂、长春一汽四环天利机械、东风友联（十堰）汽车饰件、比亚迪汽车、佩尔哲汽车内饰件系统（太仓）、陕西重汽汽车零部件、保定长城华北汽车、江苏神舟车业、广州帕卡汽车零部件等
船舶制造	中国长江航运集团青山船厂、江苏新世纪造船、辽宁五一八内燃机配件、江苏东方重工、南通明德重工、蓬莱巨涛海洋工程重工等
家电行业	美的集团、海信集团、上海双鹿电器公司、哈尔滨光宇集团、可利科技（苏州）公司等
石油化工	大港油田集团中成机械、天津钢管、江阴德玛斯特钻具、江苏曙光集团、常州市武进化工设备配件、盘锦辽河油田派普钻具等
能源电力	国核宝钛钻业、国核维科钻业、山东桑乐太阳能支架、江苏太阳雨新能源集团、山东龙马重工集团、杭州联源重工等
航空航天	中国航空工业北京航空材料研究所、贵州航天新力铸锻、中航三林铝业、贵州西南钛业、铁姆肯（成都）航空及精密产品等
兵器工业	山西北方机械、中国兵器晋西工业集团、西安北方华山机电等
科研院所	清华大学、国防科技大学、哈尔滨工业大学、中南大学、北京有色金属研究总院、中科院山西煤炭化学研究所等

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

#### (二) 竞争格局：进口替代与抢占济二机床、齐二机床市场空间

公司锻压设备主要竞争对手为日本天田（AMADA）、德国通快（TRUMPF）、德国舒勒（SCHULER）等外资企业，和济南二机床、齐齐哈尔二机床等老牌国企。在普通液压机和中小型机械压力机领域，公司已经占据一定的竞争优势。

**表 2: 公司主要竞争对手**

产品	国内竞争对手	国外竞争对手
液压机	天津天锻压力机、合肥合锻机床、徐州压力机械、湖州机床厂、重庆江东机械、佛山康思达液压机械	德国舒勒 (SCHULER)、台湾迪斯
压力机 (中、小型)	江苏扬力、沃得精机、徐州锻压机床、扬州锻压机床	-
压力机 (大、重型)	济南二机床、齐齐哈尔二机床	日本天田 (AMADA)、德国通快 (TRUMPF)、德国舒勒

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

目前我国每年进口近 100 亿元金属成形机床, 进口替代仍然具有较大的市场空间。

**表 3: 中国每年进口近 100 亿元金属成形机床**

名称	2009 年度 (亿美元)	比上年 增长	2008 年度 (亿美元)	比上年 增长	2007 年度 (亿美元)	比上年 增长
金属成形机床	13.38	-30%	19.11	4%	18.32	4%

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

济南二机床、齐齐哈尔二机床是我国金属成形机床行业中的老牌国企, 具有 50 多年的历史积淀, 技术实力较为雄厚。这两家企业在**大型、重型**锻压设备上占据优势。

其中, 济南二机床始建于 1937 年, 是中国机床工业史上“十八罗汉厂”之一, 中国第一台大型闭式机械压力机诞生于此。是目前中国规模最大的重型数控锻压设备和大型数控金切机床研发制造基地, 中国机械工业百强, 锻压行业领军企业, 被誉为“世界三大冲压设备制造商之一”。目前在汽车锻压设备行业中, 济南二机床是国内名副其实的业界龙头企业, 为国内汽车工业及其它行业提供了数百条大型冲压生产线和上千台重型机械压力机。

但由于济南二机床通常交货时间较长, 通常为 8-12 月甚至 12-18 月, 这为南通锻压这样反应灵敏的民营企业留出了市场空间。目前南通锻压正在努力抢占济南二机床等老牌国企的市场份额。

### (三) 产品结构调整: 机械压力机是增长亮点

机械压力机与液压机有着共同应用领域, 存在一定的互补性。其不同之处在于液压机在压力等级、成本方面具有一定的优势, 而机械压力机在生产效率、相对精度方面具有优势。

**表 4: 液压机、机械压力机性能对比**

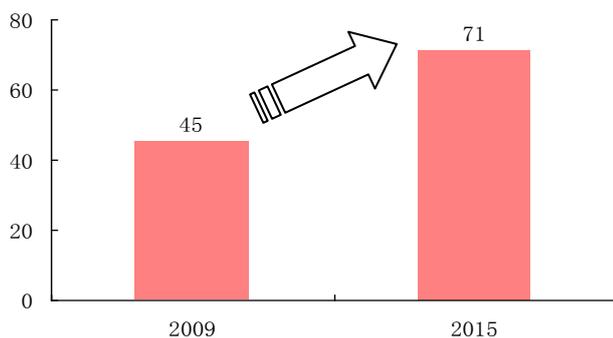
项目	机械压力机	液压机
公称压力	100-2000 吨	100-10000 吨以上, 最大可达数万吨
生产效率	生产效率高	压力大, 工作速度慢
精度、位置	精度相对较高	滑块可任意设定行程内任意点
保压	无保压功能	长时间恒定保压, 最长 24 小时以上
特殊工艺要求	压制力、滑块行程、位置固定, 不可调节, 无法适应复杂工艺要求	压制力、速度、滑块行程范围内可调节, 满足多种复杂成形工艺要求
投资经济性	传动结构复杂、生产成本低	功能同等情况下, 可降低初始投资成本

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

但是从市场空间角度来看，机械压力机的市场规模远大于液压机，几乎是液压机的3倍以上。预计2015年中国液压机市场规模有望从2009年的45亿元增长到71亿元，2015年压力机市场规模有望从2009年的163亿元增长到259亿元。

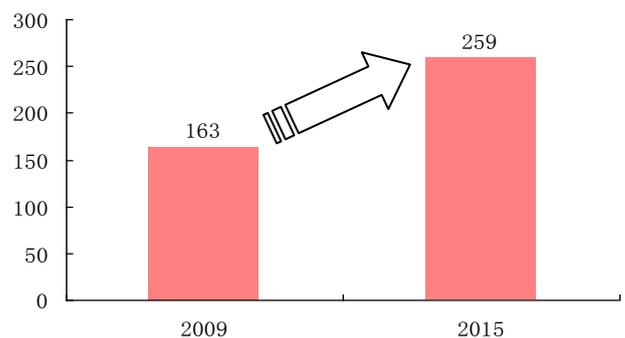
目前南通锻压在液压机领域已经在国内占据市场领先的地位，但在机械压力机领域规模和济南二机床、齐齐哈尔二机床等老牌国企相比还具有一定的差距。未来南通锻压将大力发展机械压力机业务，成为企业自身最快的增长来源。

图 9: 预计 2015 年中国液压机市场规模有望达到 71 亿元



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

图 10: 预计 2015 年中国压力机市场规模有望达到 259 亿元



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

#### 四、募投项目：扩产能调结构，两大主导产品协同发展

为扩大产能，满足市场需求，提高行业地位，同时优化产品结构，实现两大主导产品协同发展，公司募投项目主要投向大型精密成型液压机扩产改造项目和数控重型机械压力机生产项目。项目建设周期均为 1.5 年，预计到 2013 年达产。

表 5: 公司募投项目情况

项目名称	投资额 (万元)	年新增销售 (万元)	年新增净利润 (万元)	先期投入 (万元) 截止 2011 年上半年
大型精密成型液压机扩产改造项目	18,242.12	27,521	4,050	2,133
数控重型机械压力机生产项目	12,528.23	19,265	2,836	3,273

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

## 五、盈利预测与估值

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.51 元、0.69 元、0.93 元，对于当前股价 PE 分别为 20 倍、15 倍、11 倍，合理估值区间为 11-14 元。

表 6: 盈利预测

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	233.60	242.67	301.76	435.64	588.90	806.63
增长率	-	3.88%	24.35%	44%	35%	37%
净利润 (百万元)	42.04	35.24	52.34	65.42	88.32	119.23
增长率	-	-16.35%	48.83%	25%	35%	35%
EPS (元)	-	0.28	0.41	0.51	0.69	0.93

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

表 7: 公司分业务板块收入预测

主营业务收入 (百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
液压机	225.05	232.00	268.83	376	489	636
机械压力机	0.04	3.69	22.41	45	81	145
其他	2.17	2.00	1.66	2	2	2
合计	227.26	237.69	292.90	423	572	783

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

表 8: 公司分业务板块收入增速预测

主营业务收入增速	2009	2010	2011E	2012E	2013E
液压机	3.09%	15.87%	40%	30%	30%
机械压力机	9637.73%	507.27%	100%	80%	80%
其他	-7.72%	-17.08%	0%	0%	0%
合计	4.59%	23.23%	44%	35%	37%

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

表 9: 公司各业务板块毛利率预测

毛利率	2008 年	2009	2010	2011E	2012E	2013E
液压机	35.03%	32.43%	33.42%	33%	32%	31%
机械压力机	22.16%	29.99%	29.63%	30%	30%	30%
其他	38.98%	47.43%	44.95%	40%	35%	30%
合计	35.06%	32.52%	33.20%	33%	32%	31%

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**邱世梁、邹润芳、鞠厚林，机械与军工行业证券分析师。** 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

**港股：**中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（01766.SH）

**A 股：**三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金钻石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、张化机（002564.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、天马股份（002111.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）等

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼	上海地区：于淼	021-20257811	yumiao_jg@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层	深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn