

机械行业研究小组

分析师: 徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

装备制造业助力循环经济

——华宏科技 (002645.SZ) 分析报告

研究报告-分析报告

观望 (首次)

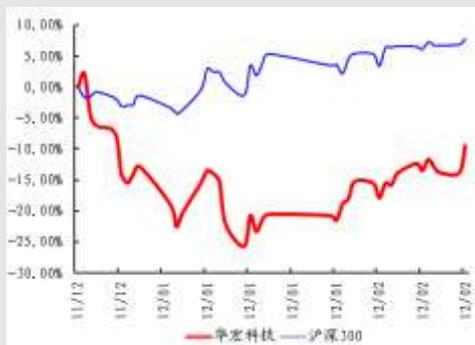
发布日期: 2012年2月22日

市场数据 (2012年2月21日)

收盘价 (元)	23.01
一年内最高/最低 (元)	27.00/18.70
沪深300 指数	2562.45
市净率 (倍)	7.75
流通市值 (亿元)	3.08

基础数据 (2011-09-30)

每股净资产 (元)	3.96
每股经营现金流 (元)	-0.94
毛利率 (%)	26.65
净资产收益率 (%)	22.57
资产负债率 (%)	49.78
总股本/流通股 (万股)	6667/1337
B股/H股 (万股)	—



联系人: 张宇

电话: 021-50588666-8035

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

公司是金属再生资源加工设备行业龙头, 在中小板成功上市有利于产能扩张以满足市场对于资源回收设备需求的高速增长, 预计2012年和2013年, 营业收入和净利润复合增长率均会维持在20%以上。

投资要点:

- **公司是再生资源回收设备龙头企业。**公司致力于成为世界级品牌的金属再生资源回收加工设备专业制造商和综合服务提供商。现阶段公司大型废钢破碎生产线市场占有率达到50%以上。
- **循环经济发展需要资源回收设备。**我国处在经济转型期, 现有资源利用效率低, 其中钢铁、有色金属、报废汽车回收等方面较发达国家差距显著。提升资源利用效率发展循环经济, 我国环保回收设备市场需求空间巨大。
- **公司竞争优势:**公司与国内对手相比产品种类齐全, 较国外产品价格优势显著; 公司服务网络分布全国, 在业内具有显著的售后服务优势; 公司具备综合技术实力, 在产品开发方面具有丰富经验, 创新优势显著。
- **募集项目分析:**募集资金将主要用于公司现有产能扩建和新产品研发。募集项目总投资额2.9亿元, 预计项目全面达产后, 可以分别提升公司中小型金属再生资源回收设备生产能力130%, 大型设备生产能力200%。
- **盈利预测与公司估值:**预计公司11、12年每股收益分别为0.83元和0.96元, 按照2月21日收盘价23.01元计算, 公司11年和12年对应的市盈率分别为27.72倍和23.96倍, 给予“观望”评级。
- **风险提示:**材料价格波动导致毛利率下降风险; 小型产品竞争加剧造成市场竞争风险; 宏观经济波动的系统性风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	339.72	454.54	570.45	727.66	914.46
增长比率 (%)	-28.03%	33.80%	25.50%	27.56%	25.61%
净利润 (百万元)	36.23	44.92	55.64	63.73	81.25
增长比率 (%)	23.27%	23.98%	23.86%	14.53%	27.10%
全面摊薄每股收益 (元)	0.54	0.67	0.83	0.96	1.22

目录

1、公司介绍	4
1.1 公司简介.....	4
1.2 公司产品.....	4
2、行业前景	6
2.1 社会发展需要循环经济	6
2.2 政策制定倾斜循环经济	7
2.3 资源回收设备市场空间大	7
2.3.1 废钢铁回收	7
2.3.2 有色金属回收	9
2.3.3 报废汽车回收	9
3、经营分析	11
4、公司竞争优势	12
4.1 与国内比种类齐全，与国外比价格实惠	12
4.2 服务网点覆盖广，用户响应速度快	13
4.3 产品覆盖轿车回收	14
4.4 具备技术优势和创新能力	14
5、募投项目分析	15
6、盈利预测与投资建议	16
7、风险提示	17

图表目录

图 1: 公司的股权结构	4
图 2: 公司部分产品图片	5
图 3: 2011 年上半年公司收入构成	5
图 4: 2011 年上半年公司利润构成	5
图 5: 2006A-2010A 我国主要再生资源分类别回收利用表	6
表 1: 发达国家与我国再生资源回收利用效率对比	6
表 2: 2010 年之后国家发布关于支持资源循环利用相关政策和指导意见	7
图 6: 2006A-2010A 我国粗钢产量及废钢铁消耗总量	8
图 7: 2009A-2011H1 公司废钢破碎生产线产销统计	9
图 8: 2006A-2010A 主要再生资源回收价值表	9
表 3: 我国报废汽车市场增长预测	10
图 9: 我国报废汽车市场增长预测	10
图 10: 2008A-2011H1 公司营业收入、净利润及同比增速	11
图 11: 2008A-2011H1 公司毛利率	11
图 12: 2009A-2011H1 分产品销售额	12
图 13: 2009A-2011H1 分产品毛利率	12
图 14: 2011H 公司营运能力分析	12
图 15: 2011H 公司偿债能力分析	12
表 4: 竞争对手分析	13
表 5: 下游客户设备投资回报估计	14
表 6: 公司研发投入	14
图 16: 2011Q3 设备制造公司毛利水平比较 (%)	15
表 7: 募投项目列表	15
表 8: 分项目盈利预测表 (收入: 万元)	16
表 9: 盈利预测简表	17
表 10: 可比上市公司估值	17

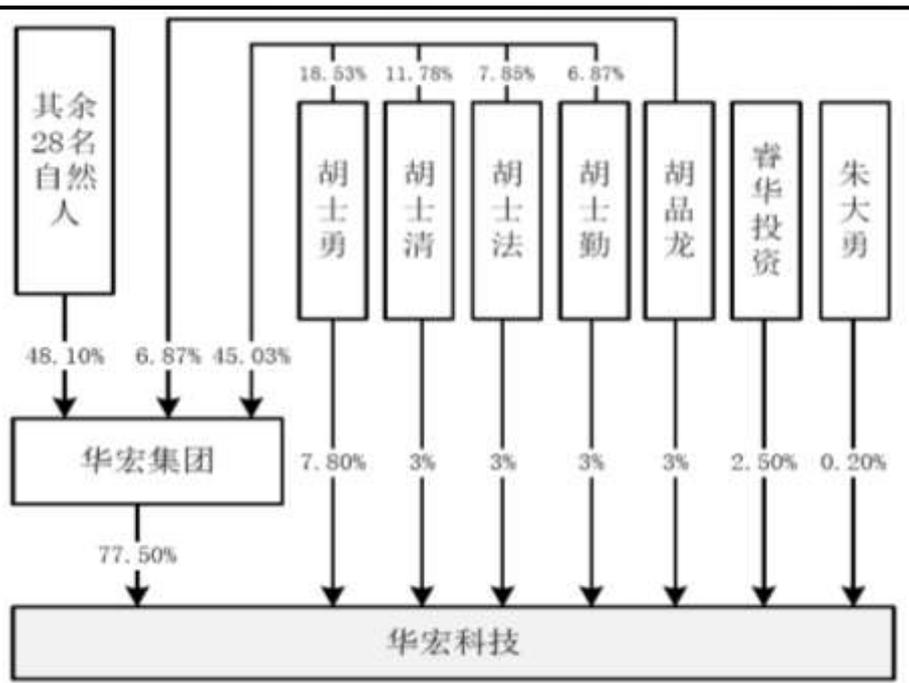
1、公司介绍

1.1 公司简介

江苏华宏科技股份有限公司成立于2004年8月，是一家以再生资源加工设备的研发、生产和销售为主营业务的高新技术企业。公司目前是该领域的主要企业之一，具有较强的新技术和新产品开发实力，先后被认定为国家高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业、江苏省星火龙头企业、江苏省创新型企业，拥有省级技术中心，并参与制订了5项行业标准。公司主要产品之一大型废钢破碎生产线市场占有率达到50%以上。

目前公司实际控制人是胡士勇、胡士清、胡士法、胡士勤四兄弟，该四人直接持有公司16.80%股权，持有公司控股股东华宏集团45.03%股权，通过华宏集团间接持有公司77.05%股权。

图 1: 公司的股权结构



资料来源：中原证券研究所 招股说明书

1.2 公司产品

公司产品包括金属打包设备、金属剪切设备、废钢破碎生产线和非金属打包压缩设备等多系列产品，涵盖常规的Y81系列中小型液压金属打包机、Q43系列液压废金属剪断机、HPM系列手动卧式液压打包机、Y63系列生活垃圾压缩机等中小型再生资源加工设备和Q91系列大型龙门式废钢剪断机、PSX系列废钢破碎生产线等大型高端加工设备。

图 2: 公司部分产品图片



资料来源：中原证券研究所 招股说明书

公司现有产品序列涵盖金属和非金属回收，其中金属回收包括门槛较低的金属剪切及打包产品，以及具备一定科技含量的大型金属破碎回收生产线。非金属回收方面，公司现有产品主要以实现压实打包功能为主。公司现有收入中86%来自金属剪切及打包设备，大型破碎生产线只占到收入的13%，但是废钢破碎机械的利润构成达到26%。从行业发展情况来看，未来公司的利润增长点将主要来源于附加值较高的废钢破碎设备，其收入和利润占比会逐年增长。

图 3: 2011 年上半年公司收入构成

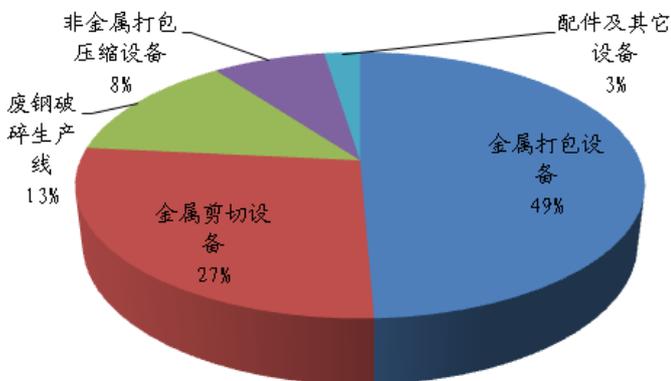
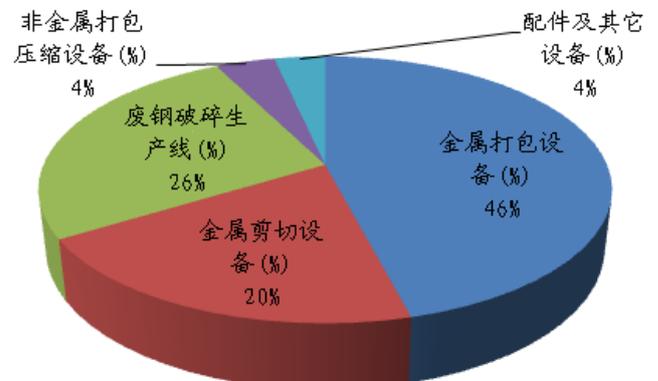


图 4: 2011 年上半年公司利润构成



资料来源：中原证券研究所 WIND

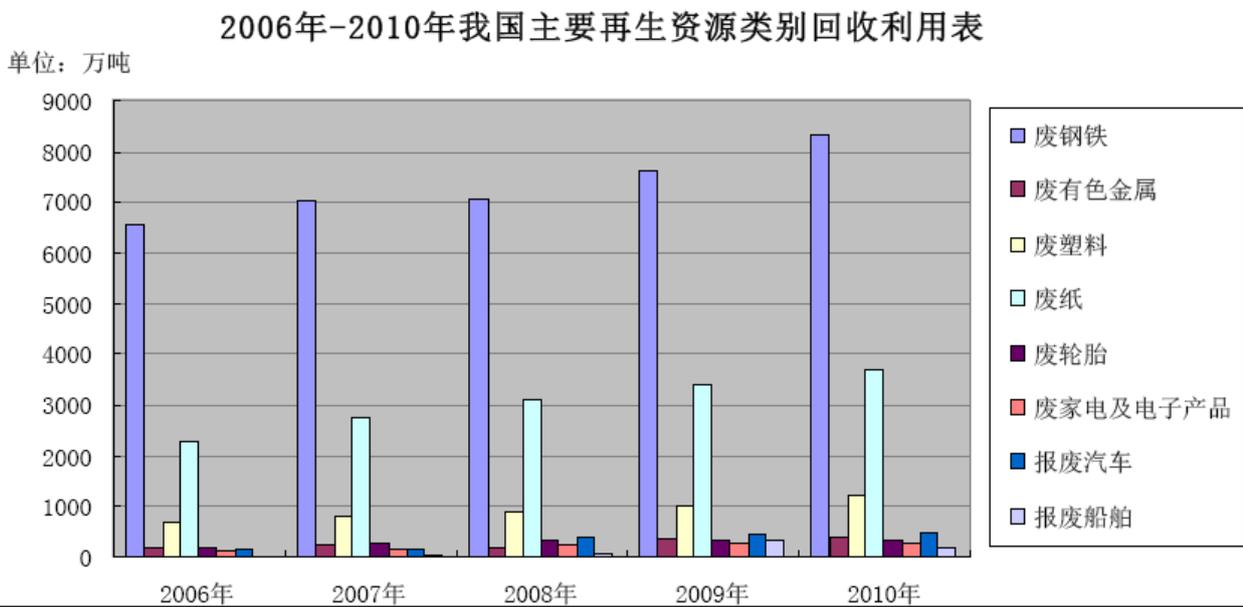
资料来源：中原证券研究所 WIND

2、行业前景

2.1 社会发展需要循环经济

循环经济是实现可持续发展的一种新的经济发展模式，是指把传统依赖资源消耗寻求线性增长的经济模式，转变为依靠生态资源循环利用从而达到可持续发展的经济模式，他强调的是资源利用的减量化、产品的再利用、废弃物的再循环原则，表现形式为“资源—产品—再生资源”。

图 5：2006A-2010A 我国主要再生资源分类别回收利用表



资料来源：中原证券研究所 招股说明书

我国经济亟需转型，改变长期以来依靠能源消耗发展经济的思路。举例来看，我国钢铁消耗量占全球46%，而回收总量不足全球15%，差距显著。铜、铝等金属的回收比率同样较发达国家差距显著。这说明我国资源回收产业发展仍处在初级阶段，未来有望高速增长。作为产业上游的回收设备行业发展空间巨大。据有关部门预测，2015年环保产业总产值有望超过2万亿元人民币，较2010年翻一倍，年复合增长率接近15%。“十二五”期间，中国环保投资将达到3.1万亿元人民币，较过去5年翻一番，年均投资6000亿元，增速同样达到15%。

表 1：发达国家与我国再生资源回收利用效率对比

	再生资源回收比例	钢铁回收比例	铜回收比例	铝回收比例
发达国家	40%-50%	45%-50%	50%-65%	45%
中国	-	14.6%	48.7%	21.3%

资料来源：公司招股说明书 中原证券研究所

2.2 政策制定倾斜循环经济

再生资源加工设备行业是再生资源回收利用产业的上游行业，也属于环保产业的大范畴。作为发展循环经济不可或缺的重要构成，再生资源加工设备行业得到了国家产业政策的重点鼓励和扶持。

表 2: 2010 年之后国家发布关于支持资源循环利用相关政策和指导意见

序号	发布时间	名称	政府部门
1	2010.04	《关于支持循环经济发展的投融资政策意见的通知》	国家发改委、中国人民银行、中国银监会、中国证监会
2	2010.04	《当前国家鼓励发展的环保产业设备(产品)目录(2010版)》	国家发改委和环保部
3	2010.05	《关于进一步推进再生资源回收行业发展的指导意见》	商务部
4	2010.07	《中国资源综合利用技术政策大纲》	国家发改委、科技部、工业和信息化部、国土资源部、住房城乡建设部、商务部
5	2010.10	《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》	国务院
6	2011.01	《关于2011年开展再生资源回收利用体系建设的有关问题》	财政部办公厅、商务部办公厅
7	2011.03	《中华人民共和国经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	第十一届全国人民代表大会第四次会议
8	2011.03	《产业结构调整指导目录(2011年本)》	国家发改委

资料来源：中原证券研究所

2.3 资源回收设备市场空间大

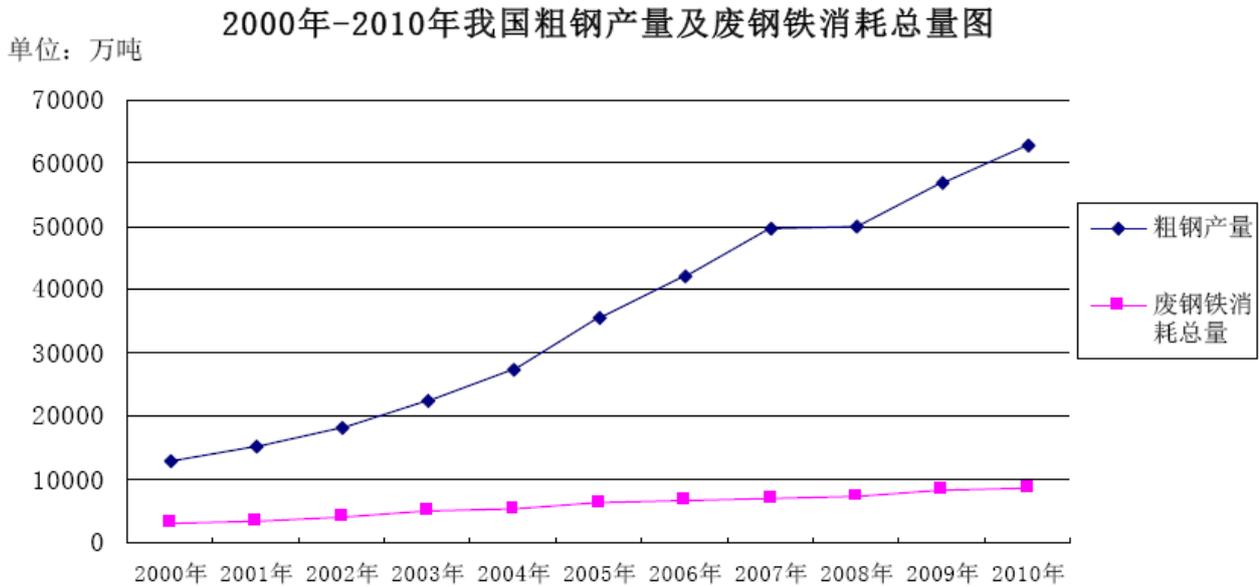
再生资源回收具有广阔的市场空间，发达国家2010年再生资源年产值达到1.8万亿美元。例如，美国再生资源产业有企业5.6万个，从业人员130万左右，年产值2360亿美元，与美国汽车业相当；日本再生资源产业的从业人员1400万，年产值约3500亿美元。预计2015年，我国再生资源回收行业总产值将达到6000亿人民币，较2010年2051.43亿元，增长接近200%。大规模资源回收需要用到自动化回收设备，资源回收设备需求市场旺盛。

2.3.1 废钢铁回收

废钢铁是最重要的金属再生资源，增加废钢铁回收应用可以有效替代部分原矿的开采

使用，增加资源储备。据有关资料统计，由于炼钢过程的能耗60%集中在烧结、焦化等工序，因此应用废钢直接炼钢可节约能源60%、节约用水40%，减少排放废气86%、废水76%、废渣72%。据统计，我国钢铁回收量约为138.4千克/吨钢，远远低于全球376千克/吨钢的平均水平，回收效率亟待提升。

图 6: 2006A-2010A 我国粗钢产量及废钢铁消耗总量

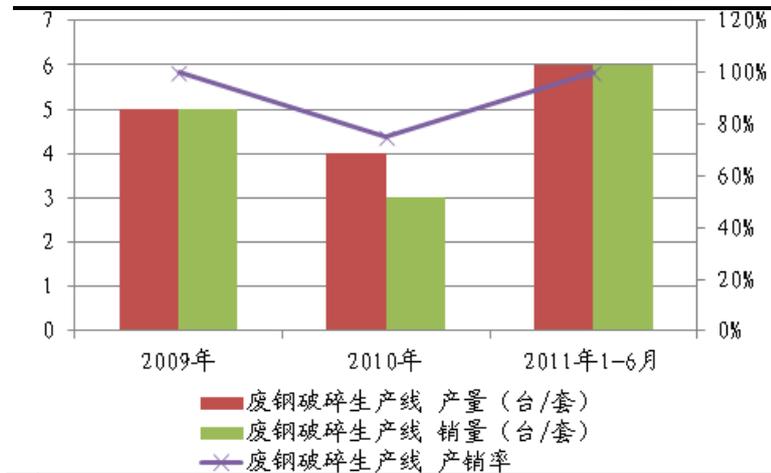


资料来源：中原证券研究所 招股说明书

我国再生资源政策重点鼓励废钢铁回收。如果保持其现有回收总量稳定增长态势，未来废钢资源再生处理需求将会保持稳定增长。同时，我国正在计划加快建设专业化废钢加工配送中心，根据《废钢铁产业“十二五”发展规划建议》数据，目前年加工配送能力20-100万吨的大型废钢加工配送中心约有20家左右，到2015年大型废钢加工配送中心可达到100家，设备需求市场将以约40%的年复合增长率拉动行业发展。而这些专业化废钢加工配送中心在装备上会普遍采用先进的加工工艺和设备。以上因素共同促进了对于废钢铁回收加工设备的需求。

公司产品废钢破碎机是大型废钢加工配送中心的核心设备，设备处理能力约8万吨/年，按照每个配送中心年处理废钢量56万吨，“十二五”期间我国新增设备需求市场约560台，（以主流550马力设备作为参考依据。当设备功率增加时，单台设备年处理能力上升，设备需求数量会有一定下降）年需求量将达到120台。华宏科技市场占有率达到50%以上，2011年上半年公司仅生产了6台设备，产能仅为市场需求的十分之一，需求缺口巨大。

图 7：2009A-2011H1 公司废钢破碎生产线产销统计

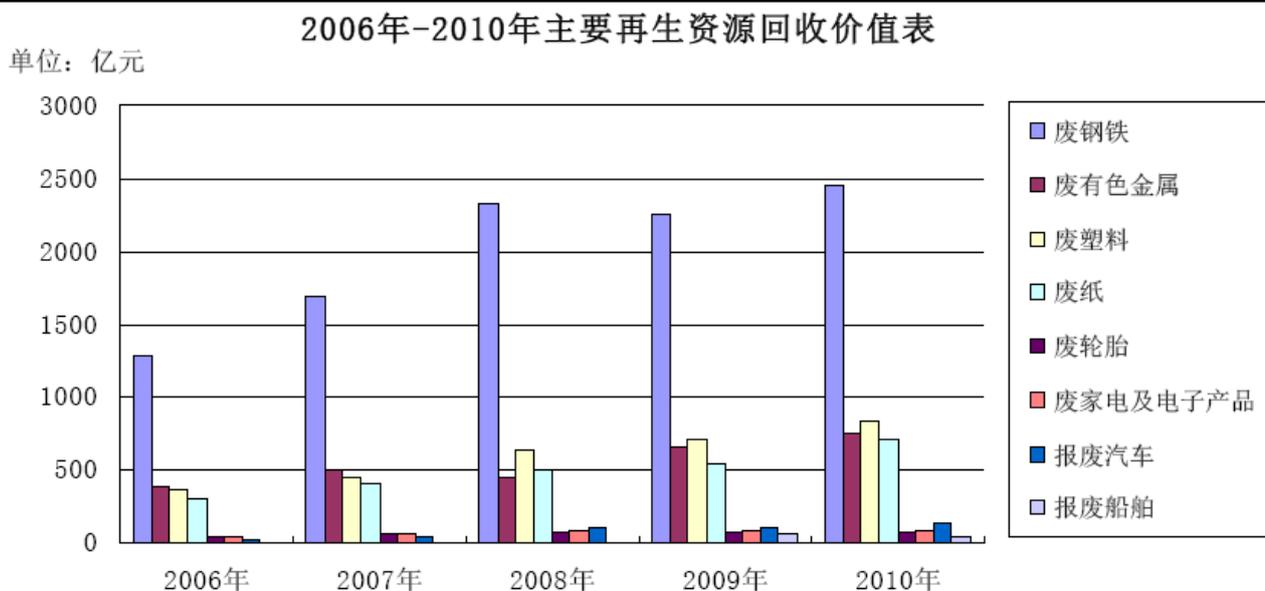


资料来源：中原证券研究所 招股说明书

2.3.2 有色金属回收

废有色金属是指生产与消费过程中已完成使用寿命的器件中所含有的有色金属部件及材料。例如，通常用到的旧家电、旧电池、报废的汽车等等，都含有一定数量的有色金属。2010年，我国废有色金属回收总量为405万吨，回收价值740亿元。由于有色金属工业节能减排和循环经济发展等工作的深入，不但使得废有色金属回收利用产业获得了快速发展的机遇，也将间接推动废有色金属回收利用加工设备的需求和生产。

图 8：2006A-2010A 主要再生资源回收价值表



资料来源：中原证券研究所 招股说明书

2.3.3 报废汽车回收

2010年中国汽车产销量分别为1826.47万辆和1806.19万辆，同比分别增长32.44%和32.37%，创下历史新高。此外，2010年我国汽车整车进口量为81.3万辆，同比增长94%，

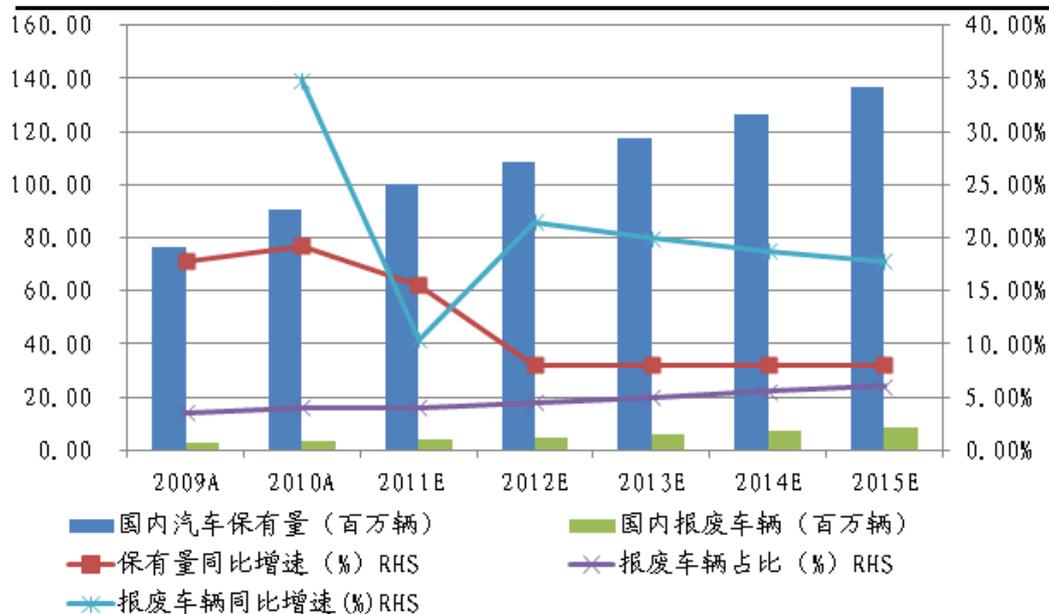
出口量为56.6万辆，同比增长70%。即2010年全年汽车消费量达1831万辆，同比增长33.34%。我国汽车保有量从1978年的136万辆到2010年底上升为9086万辆，33年间净增66.8倍。2010年我国汽车注销登记364.2万辆，同比增长64.77%，汽车注销登记量占汽车保有量的4%，而2010年全国报废汽车回收拆解资质企业回收的车辆为147.87万辆，仅占汽车注销量的40.6%。报废汽车回收产业潜力巨大。

表 3: 我国报废汽车市场增长预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
国内汽车保有量(百万辆)	76.19	90.86	100.50	108.54	117.22	126.60	136.73
保有量同比增速(%)	17.81%	19.25%	15.56%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
国内报废车辆(百万辆)	2.70	3.64	4.02	4.88	5.86	6.96	8.20
报废车辆占比(%)	3.54%	4.01%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%
报废车辆同比增速(%)		34.81%	10.44%	21.50%	20.00%	18.80%	17.82%

资料来源： 中原证券研究所

图 9: 我国报废汽车市场增长预测



资料来源： 中原证券研究所

日本汽车保有量约7500万辆，而其汽车拆解公司达到5000家，约五分之一月拆解量大于50台的，其中破碎公司140多家、粉碎机180多台。美国汽车保有量2.85亿辆，报废汽车拆解企业超过一万家，零部件再制造企业超过两万家，还有200多家拆后粉碎企业。根据中国物资再生协会的数据，截至2010年年底，全国报废汽车回收拆解资质企业516家，回收网点3000余个。但是，我国汽车回收拆解企业普遍规模小、技术水平低。2010年回收汽车量在万辆以上的企业不足10家，回收量不到千辆的近60%，不到500辆的近40%。很多回收企业仍依靠手工拆解和手工气割，回收拆解作业不规范，拆解的零部件利用率不足10%（国外高达35%）。

考虑到国家商务部和财政部联合发布的《关于开展报废汽车回收拆解企业升级改造示范工程试点的通知》以及国家质量监督检验检疫总局和国家标准化管理委员会颁布的《报废汽车回收拆解企业技术规范》，国内报废汽车的专有设备的研发和生产将逐步加快。按照现有汽车保有量估算，我国至少需要与日本相当的汽车车身破碎生产线，仅此一项我国大功率（1300马力-2000马力）废钢破碎机的需求缺口就达到150台以上。

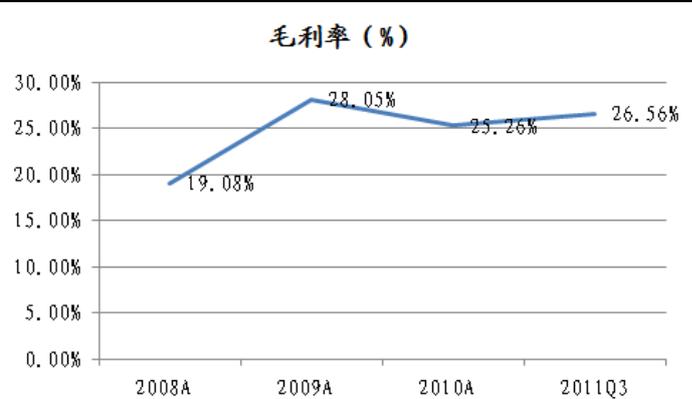
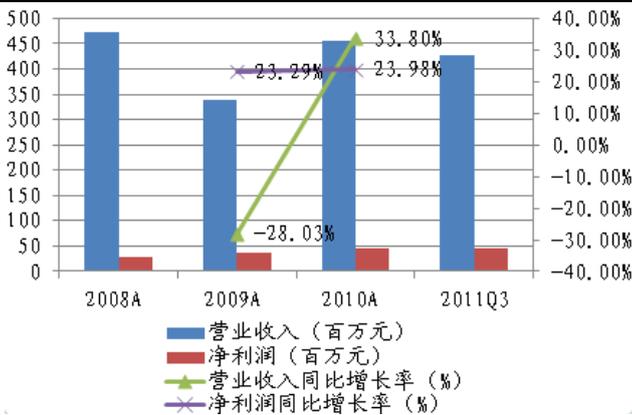
3、经营分析

2010年公司销售收入和净利润分别为4.55亿元和0.45亿元，分别同比增长33.80%和23.98%。截至2011年9月30日，公司累计实现营业收入和净利润分别为4.28亿元和0.45亿元。

2008年公司毛利率仅为19%，2009年大幅提升至28%，同比增长9个百分点。2010年公司毛利率同比下降2.79个百分点，2011年上半年公司毛利率较2010年提升近1个百分点，主要系原材料成本变动和公司销售的产品结构变动造成。

图 10: 2008A-2011H1 公司营业收入、净利润及同比增速

图 11: 2008A-2011H1 公司毛利率



资料来源：中原证券研究所 WIND

资料来源：中原证券研究所 WIND

公司现有产品除配件外，主要有四大类，其中毛利率最高的是废钢破碎生产线，达到50%以上。其他产品市场竞争激烈，属于中低端回收设备，毛利率水平基本维持在10%至25%的区间内。

公司经营状况良好，存货周转率1.98。如果不考虑桑德环境对平均值的影响，公司与可比上市公司存货周转情况相当。应收账款周转率9.95，远高于可比上市公司平均水平3.98，系公司采用直接销售的经营模式，压缩了货物周转的时间。另外，公司对客户的信用评级和尾款催收方式有严格的管理制度。固定资产周转率3.08小于可比上市公司平均水平4.31，可见公司在资产运营效率方面还有待提升，募集项目投产有望使公司经营情况继续改善。

图 12: 2009A-2011H1 分产品销售额

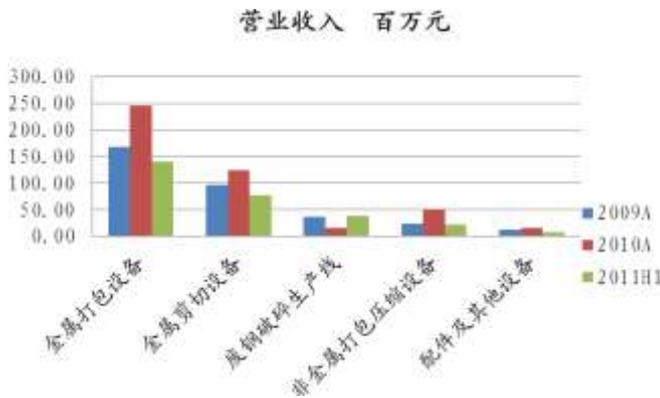
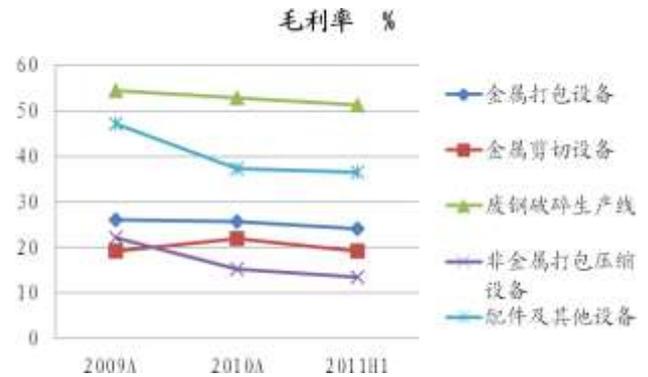


图 13: 2009A-2011H1 分产品毛利率



资料来源: 中原证券研究所 WIND

资料来源: 中原证券研究所 WIND

图 14: 2011H 公司营运能力分析

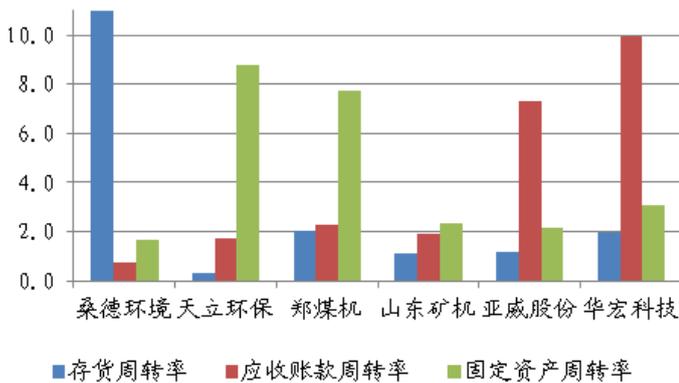
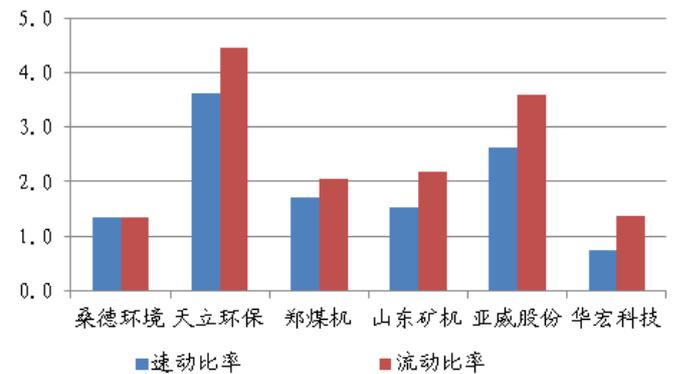


图 15: 2011H 公司偿债能力分析



资料来源: 中原证券研究所 WIND

资料来源: 中原证券研究所 WIND

2011年上半年流动比率和速动比率分别为1.37和0.73, 均小于可比上市公司平均水平, 但这一状况在成功募集资金后得到了有效改善。

4、公司竞争优势

4.1与国内比种类齐全, 与国外比价格实惠

公司主要竞争对手有国内企业北方重工、湖北力帝机床、安阳锻压、常熟锻压、江苏东方液压等公司。国内竞争对手当中湖北力帝在产品结构和技术上与公司相似。北方重工主要从事工业设备及采煤相关设备生产与销售, 其产品整体技术水平优于公司, 但涉足的中小型回收设备品种较少。其余企业不具备公司同等的规模和技术实力。要特别强调的是, 北方重工、湖北力帝与公司是国内能生产1000马力级废钢破碎生产线仅有的几家企业。不过综合来看, 在环保回收设备领域, 公司与湖北力帝均系国内专业回收设备领域产品线最丰富的企业。

国外主要竞争对手美国美卓公司和美国纽维尔公司都是国际回收设备行业的龙头企

业。但是，由于其产品售价高昂，在国内其废钢破碎生产线安装台数仅占设备保有量的10%左右。

表 4: 竞争对手分析

公司名称	主营产品	竞争实力
北方重工	废钢破碎生产线、液压机、锻压机、煤机等	实力雄厚，主要产品涉足煤矿综采设备和重工设备。废钢破碎生产线产品设计能力达到 100 万吨/年
湖北力帝	主导产品为金属打包液压机系列、非金属打包液压机系列、PS 系列切碎机、液压剪断机系列、金属屑压块液压机系列、废钢破碎生产线等。	是公司在国内最大的竞争对手，金属回收设备门类齐全，废钢破碎生产线功率达到 2000 马力。
安阳锻压	生产的产品有大型热锻液压机、数控全液压模锻锤、电液锤整机、电液锤动力头、空气锤、锻造操作机、闭式单点压力机、铆接机、金属屑压块机、金属打包机、棒料精密剪断机等十三个系列，五十六个规格产品。	基本产品为锻压类产品，兼有金属打包机
常熟锻压	主要产品有Y81系列金属打包机、Q43Y系列鳄鱼式液压剪断机、Q91系列剪板机、Y83系列金属屑压块机、Y31系列金属压机、Y32系列四柱液压机、Y82系列非金属轻泡物料打包机等液压加工设备。	小型回收设备产品丰富，兼有非金属打包设备，但是没有废钢破碎生产线等大型设备
东方液压	主导产品包括Y81系列金属液压打包机、Y82系列非金属液压打包机、Y83系列金属屑并机、Y32系列四柱液压机、YZJ系列纵剪机、Q43系列鳄鱼式剪切机、Q15龙门式剪板机、Y63系列生活垃圾压缩机等八大系列五十多个品种。	小型回收设备产品丰富，兼有非金属打包设备，但是没有废钢破碎生产线等大型设备
美卓	美卓公司已成为金属回收解决方案的市场领导者，提供破碎、剪切、分选、打包和生产线优化的最新技术和解决方案，旗下林德曼品牌的再生资源加工设备具有世界范围的市场影响力。	国际巨头，产品价格偏高，国内竞争力弱
纽维尔	其产品曾是废钢破碎处理业务的变革技术。纽维尔不仅设计与制造废钢破碎机，而且拥有自己的废钢破碎场站，给不同规模废钢破碎需求客户提供个性化解决方案。	国际巨头，产品价格偏高，国内竞争力弱

资料来源：中原证券研究所 中国废钢铁应用协会 招股说明书

4.2 服务网点覆盖广，用户响应速度快

重型设备故障会导致下游生产企业停产，并造成经济损失。设备供应商设立的服务网点覆盖越多，越有利于下游企业连续开工。回收行业也是如此，采购设备对服务有很高的要求，供应商服务网点覆盖率高往往有利于设备在竞争中胜出。

公司现有产品的营销和服务网络已经覆盖了国内除西藏、台湾外的其他省、直辖市和自治区，设立19家区域销售网点，分属于华东、华南、华北、西北、广东、华中、西南、

东北八个片区。公司在各片区依据销售规模和区域管理幅度配备了相应的销售代表和售后服务技术人员，共计108人，占公司人员总数的10.72%。通过一线销售代表保持了对市场各种动态信息及时把握和应对，同时建立了一支专业的售后服务队伍，对客户需求做到了快速响应、及时解决，提高了客户满意度。

4.3 产品覆盖轿车回收

再生资源回收领域行业分布较分散，以个体和小作坊式的经营模式为主，部分大型钢铁回收企业对钢厂的依赖性强，受钢铁价格波动影响较大。设备成本回收期短有利于提高客户使用机械设备的积极性。从回收企业规模来看，我国回收企业大规模发展3000马力及以上级别破碎线动力不足的原因是受迫于成本压力和市场空间有限。1000马力以下废钢破碎线无法完成电机主轴及6mm以上厚度钢板的破碎任务，既无法完成小轿车回收。而发展1300-2000马力金属破碎回收设备，能够达到通常回收报废小轿车的功率要求，未来该级别将成为汽车回收设备发展的主力军，

表 5: 下游客户设备投资回报估计

设备类型	设备名称	售价	处理能力	处理后废钢售价	年利润
小型设备	金属剪切, 打包机	20-30 万元/套	2000-3000 吨/年	-	每吨金属利润通常为 50 至 80 元, 年利润 10 万元至 24 万元
大型设备	废钢破碎生产线(1300 马力)	600-800 万元	每小时处理金属 20 吨至 30 吨, 年处理能力为 6 万吨至 8 万吨	提纯至 90% 以上含钢量钢坯售价约为 5000 元至 6000 元	利润为 400 元至 500 元/吨, 年利润 2400 万元至 4000 万元

资料来源: 中原证券研究所

4.4 具备技术优势和创新能力的

公司目前在产品设计、工艺流程等方面拥有49项专利，其中发明专利8项、实用新型专利40项、外观设计专利1项。公司2005年被江苏省科技厅认定为“江苏省星火龙头企业”，2008年被江苏省科技厅、财政厅、国税局和地税局认定为“高新技术企业”，2006年和2010年连续被科技部火炬高技术产业开发中心认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”，2009年被江苏省科技厅评为首批“江苏省创新型企业”。这些专利和证书说明公司在产品创新方面具备竞争优势。

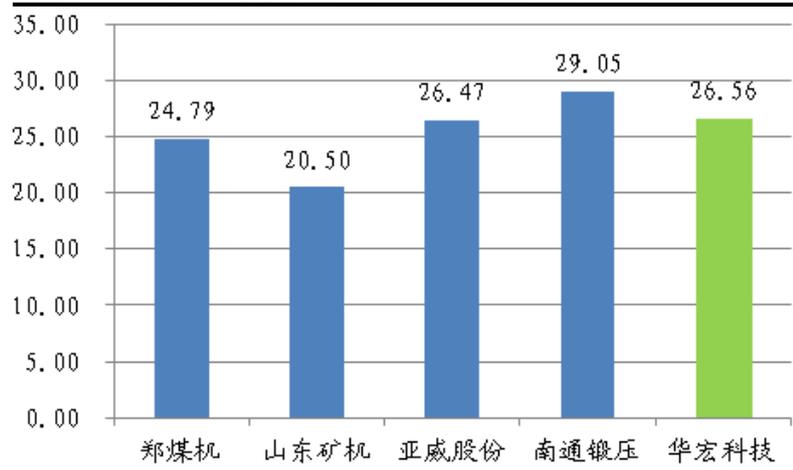
表 6: 公司研发投入

	2008A	2009A	2010A	2011Q2
研发费用 (万元)	1497.52	1050.16	1456.66	888.59
占同期营业收入比例 (%)	3.17%	3.09%	3.20%	3.10%

资料来源: 公司招股说明书 中原证券研究所

公司研发费用投入约为营业收入3.10%左右，与传统机械设备相关上市公司比较，研发投入较高。体现在公司毛利率水平上，据最近一期公布的财报显示，公司毛利率26.56%，在5个相关液压类设备制造企业排名第二，具备一定优势。

图 16: 2011Q3 设备制造公司毛利水平比较 (%)



资料来源: WIND 中原证券研究所

5、募投项目分析

公司本次拟公开发行1667万股，募集资金用于“废旧金属再生处理中心小型设备技术改造项目”，“废旧金属再生处理大型装备产业化项目”，“非金属打包、压缩设备技术改造项目”和“工程技术中心建设项目”。项目总投资2.9亿元。

表 7: 募投项目列表

序号	项目	总投资 (万元)	建设 周期	达产后可实现营业收 入(万元)	达产后净利润 (万元)	内部收益率 (%)
1	废旧金属再生处理中心小型设备技术改造项目	12,858.7	2年	41,723.0	5,458.3	40.2%
2	废旧金属再生处理大型装备产业化项目	10,704.9	2年	16,750.0	4,136.5	35.0%
3	非金属打包、压缩设备技术改造项目	3,683.4	2年	10,030.0	1,180.1	30.73%
4	工程技术中心建设项目	2,096.0	1年	-	-	-
合计	-	29,343.0	-	68,503.0	10,775.0	-

资料来源: 中原证券研究所 招股说明书

公司中小型金属再生资源加工设备2011年上半年和2010年整体产销率分别达

103.84%、100.47%。小型设备技改项目达产后中小型金属再生资源加工设备将由原来的4500台左右的年生产能力提升至10500台，有效解决产能不足的问题。

公司废旧金属再生处理大型装备现有产能18套，项目达产后可新增53台大型设备的年生产能力，包括PSX系列废钢破碎生产线15套，Q91Y系列龙门式废钢剪断机18台，Y81系列大型液压金属打包机20台。项目达产后，公司将继续巩固在这部分市场的竞争优势，缩小与美卓、美国纽维尔等知名企业的技术差距。

非金属打包、压缩设备现有生产能力约290套，技术改造项目达产后，公司将新增非金属打包、压缩设备400台的年生产能力，包括HPM系列手动卧式液压打包机200台，Y63系列生活垃圾压缩机200台，满足未来城市环卫体系建设需求。这部分产品门槛较低，但是2010年我国城市化率仅为49.6%，2015年我国城市化率达到70%，设备需求会成倍增长。

6、盈利预测与投资建议

金属打包、金属剪切和非金属打包产品门槛较低，竞争相对激烈。预计这部分产品未来几年毛利率会呈现逐年下降的趋势。但是，鉴于行业处于发展初期，而且龙头公司凭借销售和服务网络在市场拓展上具备优势，销量会有保证。

废钢破碎生产线是支持公司未来营业收入快速增长的主要产品，预计2011年至2013年可以确认收入10台、15台、21台，单价和毛利率将分别稳定在800万元和50%。

表 8: 分项目盈利预测表 (收入: 万元)

金属打包设备	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	28225.78	16824.75	24670.14	29604.16	35525.00	44406.24
YOY	-	-40.39%	46.63%	20.00%	20.00%	25.00%
毛利率	19.46%	26.18%	25.59%	24.00%	23.00%	22.00%
金属剪切设备	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13414	9678.089	12435.35	13678.89	17782.55	21339.06
YOY	-	-28.00%	28.49%	10.00%	30.00%	20.00%
毛利率	14.14%	19.29%	21.98%	19.00%	18.00%	17.00%
非金属打包压缩设备	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4091.066	2426.47	4938.636	5926.363	7704.272	9245.127
YOY	-	-40.69%	103.53%	20.00%	30.00%	20.00%
毛利率	22.30%	22.20%	15.32%	13.00%	12.00%	12.00%
废钢破碎生产线	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入		3588.034	1632.479	7835.897	11753.85	16455.38
YOY		-	-54.50%	380.00%	50.00%	40.00%
毛利率		54.40%	52.75%	50.00%	50.00%	50.00%
配件及其他设备	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1005.596	1301.683	1527.455	1909.318	2386.648	2983.31
YOY	-	29.44%	17.34%	25.00%	25.00%	0.25

毛利率	23.58%	47.16%	37.25%	35.00%	35.00%	35.00%
-----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：中原证券研究所（估算）

预测结果显示，公司2011年至2013年将分别实现营业收入5.70亿元、7.28亿元和9.14亿元，实现净利润分别为0.56亿元，0.64亿元和0.81亿元，实现每股收益分别为0.83元，0.96元和1.22元。

表 9：盈利预测简表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	339.72	454.54	570.45	727.66	914.46
增长比率 (%)	-28.03%	33.80%	25.50%	27.56%	25.61%
净利润(百万元)	36.23	44.92	55.64	63.73	81.25
增长比率 (%)	23.27%	23.98%	23.86%	14.53%	27.10%
全面摊薄每股收益(元)	0.54	0.67	0.83	0.96	1.22

资料来源：中原证券研究所（估算）

公司产品主要应用于环境保护和再生资源利用领域。但是，从公司产品运行原理判断，公司属于液压机械和专用设备制造领域。公司2012年合理估值应介于环保产业和液压专用设备制造业之间，即16-23倍市盈率。

表 10：可比上市公司估值

股票代码	股票名称	总市值(亿元)	每股收益(元)			股票价格(元)	市盈率 PE		
			TTM	11E	12E		TTM	11E	12E
000826.SZ	桑德环境	97.92	0.62	0.71	1.02	23.34	37.49	32.98	23.00
300156.SZ	天立环保	33.14	0.61	0.72	1.20	19.76	32.60	27.54	16.45
002499.SZ	科林环保	17.44	0.51	0.53	0.73	23.25	45.38	43.64	31.87
601717.SH	郑煤机	204.96	1.71	1.71	1.94	29.28	17.16	17.11	15.09
002526.SZ	山东矿机	42.03	0.55	0.64	1.05	15.74	28.44	24.73	15.01
002559.SZ	亚威股份	23.58	1.05	1.16	1.59	26.80	25.50	23.05	16.81
300280.SZ	南通锻压	12.75	0.42	0.50	0.67	9.82	23.36	19.51	14.76
均值		69.84	0.84	0.91	1.25	23.03	31.10	28.17	19.70

资料来源：中原证券研究所 WIND

按照2月21日收盘价23.01元计算，公司11年和12年对应的市盈率分别为27.72倍和23.96倍，给予公司“观望”评级。

7、风险提示

1. 原材料价格波动导致毛利率下降风险；
2. 中小型产品竞争加剧造成市场竞争风险；
3. 宏观经济波动的系统性风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。