

鼓风机行业的龙头企业

——山东章鼓新股询价报告

撰写日期：2011年6月23日 发布日期：2011年6月24日

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

公司简介：公司专业从事研发、制造、销售罗茨鼓风机，拥有40多年的罗茨鼓风机设计、制造经验。自2000年始，公司罗茨鼓风机销售收入在国内连续十年保持行业第一，公司产品广泛应用于化工、水泥、污水处理、钢铁、电力、冶金、煤炭、粮油等行业。目前公司以罗茨鼓风机业务为核心，积极拓展产品线，已发展成为集离心鼓风机、气力输送成套系统、工业泵、磨机等机械产品研发、设计、加工、制造于一体的高新技术企业。

投资要点：

- 公司2008年、2009年和2010年的营业收入分别为51,607.07万元、52,170.03万元和55,876.50万元，实现净利润分别为4,857.22万元、6,084.99万元和7,418.98万元，呈现出良好的发展态势。
- 就整个罗茨鼓风机行业来看，目前国内公司的产能主要集中在低端产品上，公司的产品主要是以中高端为主，在中高端市场上，由于进入壁垒相对较高，目前行业格局相对稳定，随着领先企业的不断壮大，行业现有的集中度相对较高且趋于稳定，根据中国通用机械工业协会风机分会的统计数据，2007、2008和2009年行业产值前5名的企业占行业总产值占比分别为78.9%、79.78%和82.99%，行业具有一定的寡头垄断属性。
- 公司作为连续10年行业产值第一的企业，技术研发优势，产品质量及品牌优势及市场优势明显。
- 我们结合公司目前情况及其未来募投的产能情况，对公司进行了盈利预测，我们估计公司今年EPS0.53元，12年EPS0.57元。结合目前市场上与公司业务具有相关性的公司的估值情况来看，我们认为20倍左右的PE对于公司来说是合理的，按此计算公司股价的合理价格区间为9.54元-11.66元，建议询价区间为8.59元-10.49元。

风险提示：

1. 行业增长出现较明显下滑
2. 下游需求结构出现较大变化
3. 公司募投项目进展不及预期
4. 原材料上涨的风险
5. 行业竞争加剧，导致公司毛利率下降

盈利预测及估值：

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入（百万元）	521.70	558.76	655.31	715.90
增长率	(-)	7%	17%	9%
归属母公司股东净利润（百万元）	60.85	74.19	82.01	89.01
增长率	(-)	22%	11%	9%
每股收益（EPS）（元）	0.39	0.48	0.53	0.57
PE	27	22	20	19

山东章鼓 002598**发行基础数据：**

总股本：1.56 亿
 流通股本：4000 万
 每股收益（摊薄 10 年）：0.48
 每股净资产：2.06
 询价区间：8.59-10.49
 发行市盈率（10 年 EPS 测算）：22
 主承销商：齐鲁证券

分析师：张欣

执业证书编号：S0820209120024

联系人：孙霁光

联系电话：021-32229888-3507

Email: sunjiguang@ajzq.com

目录

1. 发行公告.....	3
2. 公司概况.....	3
3. 公司经营状况.....	4
4. 行业分析.....	5
5. 公司主要竞争优势.....	5
6. 募集资金投向.....	6
7. 风险提示.....	7
8. 盈利预测与估值.....	7

图表

图 1：公司发行前股权结构.....	3
图 2：公司经营状况.....	4
图 3：公司主营构成.....	4

表格

表 1：公司产品及用途.....	4
表 2：公司产品在不同细分领域的市场占有率.....	6
表 3：募投项目投资简介.....	6
表 4：募投项目预计达产时间及预期效益.....	7
表 5：公司分项目营业收入预测.....	8
表 6：公司盈利预测.....	8

发行公告:

山东省章丘鼓风机有限公司（以下简称：山东章鼓）将于近期在深圳证券交易所中小企业板首次公开上市（股票代码：002598）。

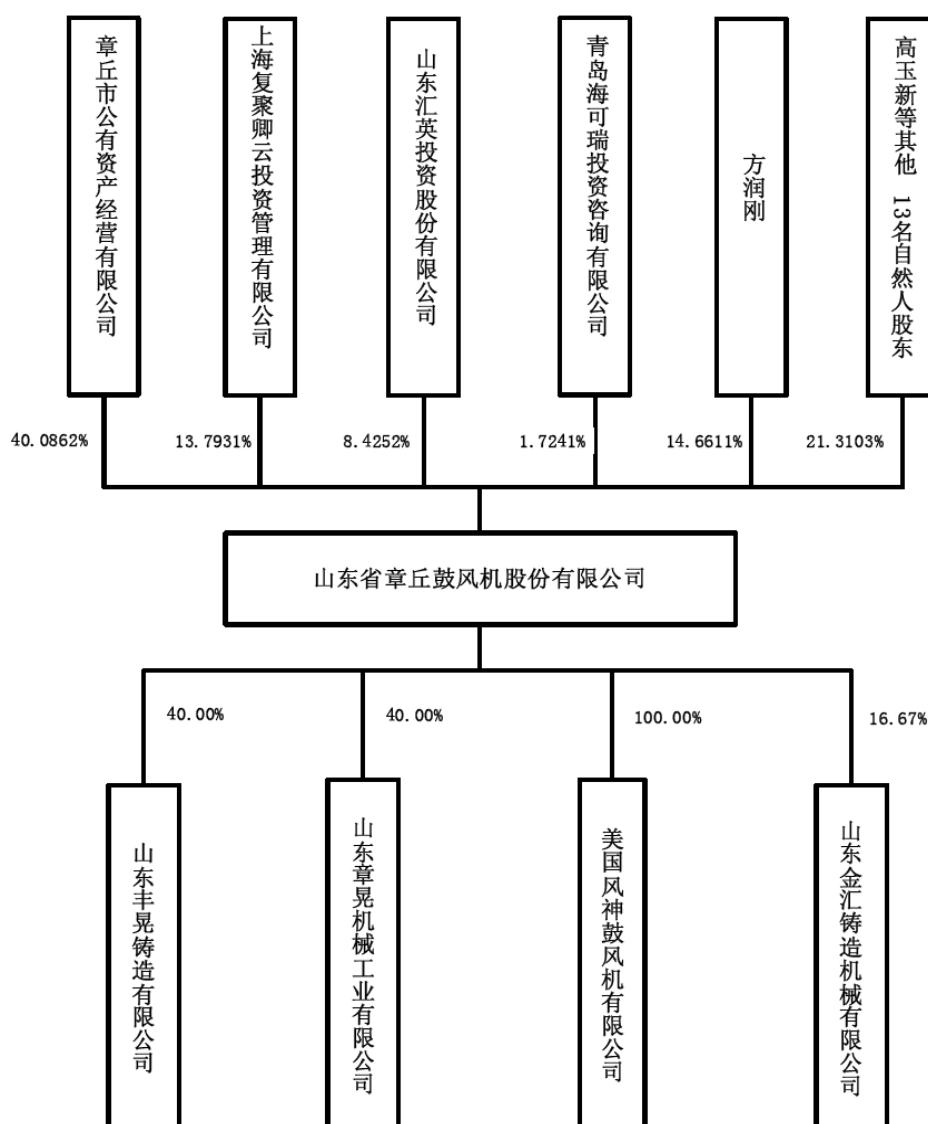
山东章鼓采用网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式公开发行4000万股人民币普通股（A股），发行后总股本为1.56亿股，本次发行占发行后总股本的比例25.64%。

公司概况:

1. 股权结构:

公司发行前股权结构如下:

图1 公司发行前股权结构



资料来源：招股说明书，爱建证券

2. 经营范围:

公司专业从事研发、制造、销售罗茨鼓风机,拥有 40 多年的罗茨鼓风机设计、制造经验。自 2000 年始,公司罗茨鼓风机销售收入在国内连续十年保持行业第一,公司产品广泛应用于化工、水泥、污水处理、钢铁、电力、冶金、煤炭、粮油等行业。目前公司以罗茨鼓风机业务为核心,积极拓展产品线,已发展成为集离心鼓风机、气力输送成套系统、工业泵、磨机等机械产品研发、设计、加工、制造于一体的高新技术企业。

公司产品分为 4 类,产品分类及产品用途如下:

表 1 公司产品及用途

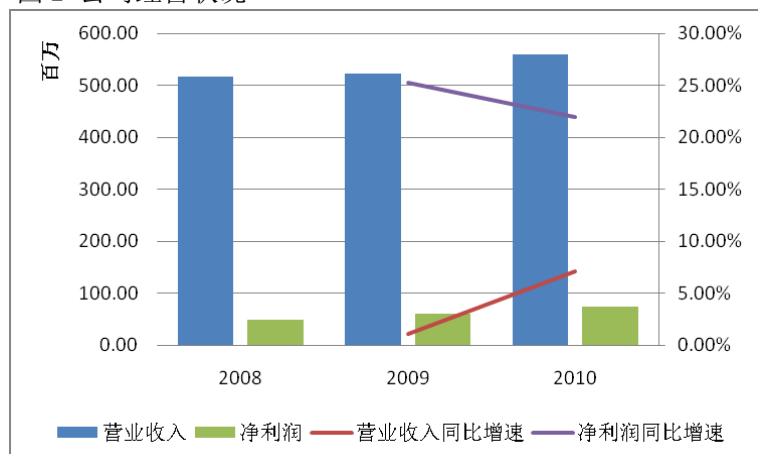
产品种类		产品用途
鼓风机	罗茨鼓风机	罗茨鼓风机具有硬排气特性、压力自适应性、输送介质不含油、维护方便等特性,被广泛应用于水泥、化工、水处理、煤矿、电力、冶金、制氧、食品、纺织、造纸、除尘反吹、水产养殖、气力输送等行业。输送鼓风机介质为清洁空气、清洁煤气、二氧化碳、瓦斯及其它工业气体。
	离心鼓风机	离心鼓风机流量易调节、噪音低,广泛应用在水处理曝气、矿山浮选、洗煤厂洗煤、高炉鼓风、炭黑生产、电厂、炼油厂尾气脱硫及其它工艺气体的加压输送行业。
磨机		粉磨水泥熟料,钢铁厂冶炼生铁时产生的废渣磨细,电厂粉煤灰磨细,洁净能源水煤浆的制作,炼油厂废石油焦的磨细等。
渣浆泵		用于煤炭、冶金、有色金属、电力、矿山开采、市政工程、管道输送、石油化工等行业,输送含有固体颗粒的浆体。
气力输送成套工程		石化、电力、医药、食品、建材、港口、矿业等多行业的气力输送设备及系统工程。

资料来源:招股说明书,爱建证券

公司经营状况:

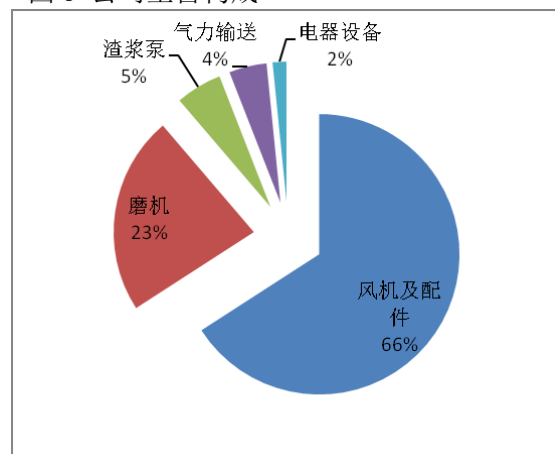
以技术创新为动力,公司实现了营业收入和净利润的持续稳步增长。2008 年、2009 年和 2010 年,公司营业收入分别为 51,607.07 万元、52,170.03 万元和 55,876.50 万元,实现净利润分别为 4,857.22 万元、6,084.99 万元和 7,418.98 万元,呈现出良好的发展态势。

图 2 公司经营状况



请务必阅读正文之后的重要声明

图 3 公司主营构成



资料来源：招股说明书，爱建证券

行业分析：

通用机械行业是机械工业重要的基础性行业，在国民经济建设中起着十分重要的作用。通用机械制造业的技术水平和实力直接影响并决定着其他产业和产品的竞争力，是一个国家综合国力的重要体现。

通用机械行业包括泵、风机、压缩机、阀门、气体分离及液化设备、真空获得及应用设备、过滤及分离机械、减变速机、干燥设备、气体净化设备和溶解乙炔设备11个分行业，是装备制造业的重要组成部分，产品广泛应用于电力、石化、冶金、煤炭及矿产开发等国民经济各领域和基础设施及国防建设。

从产品用户角度来看，公司罗茨鼓风机产品所满足的客户需求与鼓风机行业中其他类型风机所满足的客户需求不同，具有较强的独立性。根据风机行业协会统计的数据，2005-2009年罗茨鼓风机的年产量分别是：23,660台、25,939台、28,845台、30,088台、38,768台，行业增长较为稳定。

罗茨鼓风机具有下游市场空间广阔的特点。化工、水泥、煤炭等传统运用行业的固定资产投资能够有效的拉动其市场需求，而且随着新兴行业的迅速发展，未来水处理、气力输送等新兴行业对罗茨鼓风机产品的需求将呈迅速扩大态势。

就整个罗茨鼓风机行业来看，目前国内公司的产能主要集中在低端产品上，公司的产品主要是以中高端为主，在中高端市场上，由于进入壁垒相对较高，目前行业格局相对稳定，随着领先企业的不断壮大，行业现有的集中度相对较高且趋于稳定，根据中国通用机械工业协会风机分会的统计数据，2007、2008和2009年行业产值前5名的企业占行业总产值占比分别为78.9%，79.78%和82.99%，行业具有一定的寡头垄断属性。

公司主要竞争优势：

1. 技术研发优势

技术研发优势是公司的核心竞争力之一。公司2009年重新被认定为高新技术企业。公司不但具有雄厚的科技研发力量，还具有针对用户需求开发产品的强大研发设计能力。公司拥有省级技术中心，承担并完成2项国家重大技术装备科技攻关项目，完成国家、省、市级技术创新计划共计35项，研发的16项新技术填补国内空白，提升了我国罗茨鼓风机行业的技术水平。历年来，公司共计有12项新产品被列入国家级重点新产品、国家级重点火炬计划等重点项目，获得国家级、省（部）级、市级奖项共计100多项。2006年11月，被国家统计局和中国行业企业信息发布中心评为全国风机、衡器、包装设备等通用设备制造业“自主创新能力十强”。2009年6月，被中国科学技术协会授予“技术创新方法试点企业”。公司目前拥有已授权的专利24项，另有4项专利申请已经被国家知识产权局受理。目前公司技术研发实力在国内罗茨鼓风机行业处于领先地位，随着企业不断增加研发投入，技术研发优势将不断增强。

2. 产品质量和品种优势

公司具有四十多年罗茨鼓风机设计与制造经验，拥有经验丰富的研发设计、生产加工、检验检测

和售后服务人员及精良的装备，可以从人员、机器设备、原材料、工艺方法、产品性能参数、工艺流程、质量控制检验、生产周期等各方面规划、控制，制定最优的生产工艺流程，确保生产出高品质的产品。

公司能够生产包括L系列、RR系列、3H系列、ZR系列大型罗茨鼓风机（罗茨真空泵）、ZG系列新型节能鼓风机等8大系列、140多个规格的产品，并形成了具有特色的维尼纶专用、矿山专用鼓风机，能够满足不同行业、不同工况、不同用途用户对罗茨鼓风机的不同要求，用户能够根据需要在公司选定型号购买或者按照要求量身定制。ZG系列产品与PLC控制系统构成智能机组，能实时监测机组运行状态，保证机组运行安全，并获得国家实用新型专利。ZR8型罗茨鼓风机单机流量可达1258m³/min，是目前亚洲流量最大的罗茨鼓风机型号之一。公司为山东石横发电厂、广东珠江电厂、江苏徐州发电厂、中国石化四川维尼纶厂等生产了替代进口的高真空罗茨真空泵和罗茨鼓风机，性能、功效均超过了国外进口产品。

3. 市场和售后服务优势

公司市场优势体现在销售模式、销售网点、市场开拓能力等多个方面。公司采用市场细化策略，根据地区经济发展情况，以直销模式在全国各地合理设置了50多个销售办事处。另外，公司还与广东广州、江苏宜兴、山东临沂的经销商建立了合作关系，作为直销的补充。

经多年辛勤耕耘，公司和客户建立了牢固的合作关系，并和部分大客户建立了战略合作关系，销售收入连续10年保持行业第一。

从区域竞争优势方面看，公司在华北、华东、华中地区多个发达省市具有较为明显的市场优势，产品中标率多年来一直保持较高水平。从行业上看，公司在水处理、化工、水泥等罗茨鼓风机主要下游行业有较为明显的市场优势，在个别细分行业（如维尼纶行业）的市场占有率超过90%。公司罗茨鼓风机产品在细分领域的市场占有率如下：

表2 公司产品在不同细分领域的市场占有率

产品系列	使用行业	市场占有率
RR、3H 系列	石油化工行业	25%
L、ZR 系列	煤化工	90%
RR 系列	精细化工	60%
ZSR6 系列	维尼纶行业	95%
RR、ZR 系列	空分	60%
SSR 系列	污水处理	55%
RR、L 系列	钢铁行业	35%
ZG 系列	水泥行业	30%
RR 系列	电力行业	40%

资料来源：招股说明书，爱建证券

募集资金投向：

公司此次募投项目情况如下：

表 3 募投项目投资简介

序号	项目名称	总投资（万元）	建设期
----	------	---------	-----

1	新型节能罗茨鼓风机项目	14,415	1 年
2	离心鼓风机项目	12,032	1 年
3	气力输送生产（工程）基地建设项目	7,001	1 年

资料来源：招股说明书，爱建证券

表 4 募投项目预计达产时间及预期效益

序号	项目名称	项目达产期	达产后预期效益
1	新型节能罗茨鼓风机项目	第 4 年	营业收入：22,400 万元/年 利润：5,159 万元/年
2	离心鼓风机项目	第 4 年	营业收入：23,080 万元/年 利润：4,735 万元/年
3	气力输送生产（工程）基地建设项目	第 3 年	营业收入：12,000 万元/年 利润：2,643 万元/年

公司此次募投项目主要是对现有产品链的补充以及开发新的盈利增长点，新型节能罗茨鼓风机是在国家大力倡导节能减排的大环境下，公司在引进吸收国外最先进的 M 系列罗茨鼓风机的设计技术后，通过自主研发设计的鼓风机。此产品环保节能特点突出，目前市场对于此产品的需求快速增长，公司近 3 年产能利用率都接近 100%，未来市场前景良好。

离心鼓风机项目作为公司现有罗茨鼓风机的补充将使公司未来业绩增长更为稳定。罗茨鼓风机和离心鼓风机在实际工业运用中具有互补作用，罗茨型更注重风量的恒定而离心型更注重风压的恒定。公司在拥有罗茨型及离心型鼓风机产品后能够更好的根据客户要求为客户进行定制服务。

气力输送工程是公司新进入的业务，气力输送系统主要由气源机械、供料装置、输送管道、分离器及电控系统等组成。公司的核心产品为罗茨鼓风机（罗茨真空泵），罗茨鼓风机（罗茨真空泵）由于具有优良的供气特性曲线，成为气力输送系统气源机械的首选。因此，通过建设气力输送生产（工程）基地拓展公司气力输送业务可以带动罗茨鼓风机（罗茨真空泵）及离心鼓风机的生产和销售，实现公司从单纯产品生产向成套设备、系统集成服务的转变。

风险提示：

1. 行业增长出现较明显下滑
2. 下游需求结构出现较大变化
3. 公司募投项目进展不及预期
4. 原材料上涨的风险
5. 行业竞争加剧，导致公司毛利率下降

盈利预测与估值：

我们结合公司目前情况及其未来募投的产能情况，对公司进行了盈利预测，我们估计公司今年 EPS0.53 元，12 年 EPS0.57 元。结合目前市场上与公司业务具有相关性的公司的估值情况来看，我们认为 20 倍左右的 PE 对于公司来说是合理的，按此计算公司股价的合理价格区间为 9.54 元-11.66 元，建议询价区间为 8.59 元-10.49 元。

表 5 公司分项目营业收入预测

主营业务(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
风机及配件	351.83	329.37	357.76	422.20	464.42
增速	(-)	-6%	9%	18%	10%
磨机	135.29	134.95	123.8	120.00	120.00
增速	(-)	0%	-8%	-3%	0%
渣浆泵	11.58	17.91	28.97	43.45	50
增速	(-)	55%	62%	50%	15%
气力输送	(-)	17.09	23.6	40	50
增速	(-)	(-)	38%	69%	25%
电器设备	(-)	6.84	8.71	10	10
增速	(-)	(-)	27%	15%	0%
总计	498.7	506.16	542.84	635.65	694.42

资料来源：招股说明书，爱建证券

表 6 公司盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入（百万元）	521.70	558.76	655.31	715.90
增长率	(-)	7%	17%	9%
归属母公司股东净利润（百万元）	60.85	74.19	82.01	89.01
增长率	(-)	22%	11%	9%
每股收益（EPS）（元）	0.39	0.48	0.53	0.57
PE	27	22	20	19

资料来源：招股说明书，爱建证券

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

● 公司评级

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出：相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。