



未予评级

李璇 证券分析师

SAC 执业证书编号:

S0150513050001

Lixuan@shhxzq.com

(86) 21 38784818

感谢:

杨雨桐

Yangyutong@shhxzq.com

(86)21 38784818

2015 年 6 月 4 日

中国

工业机械

股票代码 002598.SZ

12 个月最高/最低股价 (元)

16.89/7.25

发行股份 3.12 亿股

流通股 84.62%

总市值 56.19 亿人民币

3 个月日均成交量 734.91 万

主要股东

章丘市国有资产经营有限公司

29.81%

方润刚

10.90%

股票表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	49.9	94.0	143.4
相对	41.2	49.48	4.0
绝对(人 民币)	5.9	8.56	10.17



来源: 上海华信证券, 万得资讯

www.shhxzq.com

转型环保与高端精密制造

山东章鼓是一家国内鼓风机行业的龙头企业, 成立于 1968 年, 拥有 40 多年的罗茨鼓风机设计、制造经验, 风机及配件收入占总收入近 70%, 罗茨鼓风机销售收入在国内一直保持行业第一。近几年受制造业疲软与经济转型的影响, 传统行业与环保等新兴行业对风机的需求此消彼长, 公司逐步向环保等新兴行业扩展外延, 产品在环保行业的销售快速增长。另外, 公司将进一步向高端精密制造领域扩张, 目前已经在核电、军工方面取得了实质性进展, 成长空间值得期待。

国内鼓风机行业龙头, 市场占有率超过 40%

- 自 2000 年开始, 山东章鼓罗茨鼓风机销售收入在国内一直保持行业第一。公司及其全资子公司山东章晃 (山东章鼓 40% 股权, 日本大晃机械 60% 股权) 在罗茨鼓风机市场占比超 4 成。
- 公司去年风机及配件净利润 4297.8 万元, 其中配件及售后仅 200 余万元, 随着售后及配件市场逐步加大, 后续公司将加大力度发展该业务, 预计未来该项营收增速将保持在 15%-20%。
- 山东章鼓在不断完善罗茨鼓风机技术工艺的同时, 还利用其在鼓风机行业多年的研发优势及影响力, 或自主研发, 或与国际大型企业合作, 开发了一系列离心鼓风机用于不同环境的污水处理及传统工业。预计今年公司离心鼓风机营收将大幅增长, 达 1 亿元左右。

“水十条”助推环保领域销售高速增长

- 我国仍存在百亿吨以上的污水处理缺口。近年国家持续加大环保产业投入, 鼓风机作为空气、水处理不可或缺的机械, 市场空间持续加大。公司凭借其强大的鼓风机市场影响力与多年积累的品牌声誉, 在环保领域将保持近 50% 的增长速度, 以弥补鼓风机下游传统行业需求的低迷。
- 为了加快抢占环保领域风机市场份额, 公司将转变原有单纯依靠销售人员拓展策略, 改为与各大设计院及工程公司合作, 提升自身产品优势的同时, 利用设计院与工程公司的客户群, 快速加大环保风机市场份额。公司还计划参与地方政府 PPP 项目, 以求得到更多环保风机订单。

高端精密制造领域扩张进行时

- 2015 年初山东章鼓拟并购山东联诚, 希望通过并购进入精密制造行业, 利用联诚的高端工艺、技术生产线提升章鼓的产品等级, 并通过其成熟的海外业务网拓展鼓风机的海外销售。但最终因双方未达成一致而终止。预计公司未来还将通过并购方式继续向精密制造业进军。
- 2014 年, 公司为俄罗斯某核电站除盐系统提供了六台高规格不锈钢鼓风机, 该订单对产品工艺提出了相当高的要求, 符合公司向精密制造领域拓展的预期。
- 公司近日获得武器装备质量管理体系认证, 表明公司 ZG 系列罗茨鼓风机的设计开发、生产和服务的管理体系具备相关领域军品研发生产的能力, 将有利于公司拓展军工领域相关市场。

转型提升盈利与估值预期

- 目前山东章鼓股价 18.01 元对应 73.9x14PE 与 7.56xPB, 低于机械行业平均估值的 123x14PE 与 7.4xPB。我们预计 2015-2016 年鼓风机在环保行业的收入增速分别为 50% 与 40%, 并在传统行业保持平稳增长, 公司净利润增速分别为 17% 与 14%。公司资产负债率仅为 23%, 考虑到公司的稳健经营与转型预期, 目前估值具有较大吸引力。

一致预测

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	567.42	554.63	592.63	666.80
增长率 (%)	(10.18)	(2.25)	6.85	12.52
归属母公司股东净利润 (百万元)	81.41	76.05	89.46	102.04
增长率 (%)	(6.82)	(6.59)	17.64	14.06
每股收益 (EPS)	0.26	0.24	0.29	0.33
净资产收益率 (ROE) (%)	11.34	10.40	11.80	12.79
市盈率 (倍)	61.55	65.89	56.01	49.10
市净率 (倍)	6.98	6.85	6.61	6.28
销售毛利率 (%)	32.19	33.60	37.90	38.50
资产负债率 (%)	26.24	23.18	26.12	26.14
每股净资产 (BPS)	2.30	2.34	2.43	2.56

来源: 上海华信证券, 万得资讯

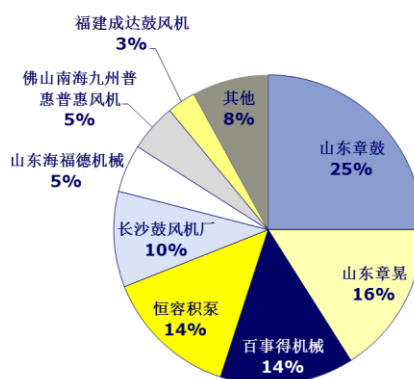
国内鼓风机行业龙头市场占有率超过 40%

山东章鼓是一家专业从事研发、制造、销售罗茨鼓风机及其他工业机械的制造商，拥有 40 多年的罗茨鼓风机设计、制造经验，鼓风机收入占公司总收入近 70%。章鼓是国内知名品牌，品牌知名度和产品质量均处于行业前列。公司产品涵盖了从 SSR 到 ZG 等 12 个系列产品，在大流量罗茨鼓风机品种中具备明显的竞争优势。自 2000 年始，公司罗茨鼓风机销售收入在国内一直保持行业第一。公司及其全资子公司山东章晃（山东章鼓 40% 股权，日本大晃机械工业株式会 60% 股权）在国内生产罗茨鼓风机份额占比超 4 成。

罗茨鼓风机广泛应用于化工、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，积极拓展产品外延，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。公司研发的 16 项新技术填补了国内空白，在维尼纶、煤化工行业的市场占有率达 90% 以上，在污水处理、空分、精细化工市场的占有率超过 50%。

图 1

国内罗茨鼓风机市场分布



来源：上海华信证券

传统行业与环保等新兴行业对罗茨鼓风机的需求此消彼长，因此罗茨风机及其配件国内市场总容量变化不大，约为 20 亿/年。

因为鼓风机没有明确的更换周期，除非新建工厂或扩大产能，一般不会更换整机，只会更换配件，所以鼓风机替换市场不大。鼓风机销售业绩主要来自增量市场，但是，从往年增量市场看，中大型工业罗茨风机市场已趋于饱和，加之二手鼓风机市场也比较活跃，上升空间有限。不过，近年售后及配件市场发展迅速，且该市场没有具有领导性的企业存在，凭借公司在鼓风机市场几十年的良好市场印象与影响力，抢占售后及配件市场优势巨大。公司去年风机及配件净利润 4297.8 万元，其中配件及售后仅 200 余万元，后续公司将加大力度发掘配件及售后市场，预计未来该项营收增速将保持在 15%-20%。

山东章鼓在不断完善罗茨鼓风机技术工艺的同时，还利用自身在鼓风机行业多年的研发优势，或自主研发，或与国际大型企业合作，开发了一系列离心鼓风机用于不同环境的污水处理厂及传统工业。预计今年公司离心鼓风机营收将大幅增长，达 1 亿元左右。

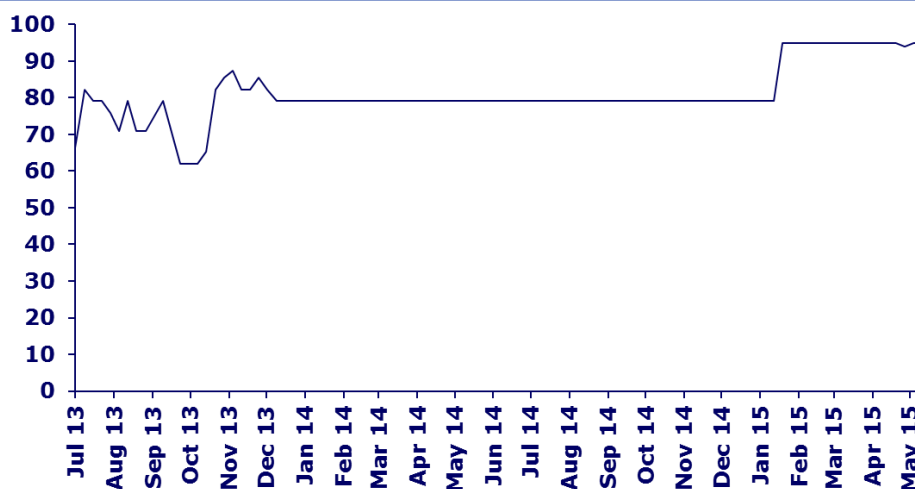
山东章晃除生产鼓风机外，其业务还包括代销其大股东日本大晃机械的产品

鼓风机价格的稳步提升为公司营业收入与利润提供了保障

经济结构调整使得鼓风机市场规模一度低迷，随着环保投入的加大，鼓风机市场规模有望平稳回升

图 2

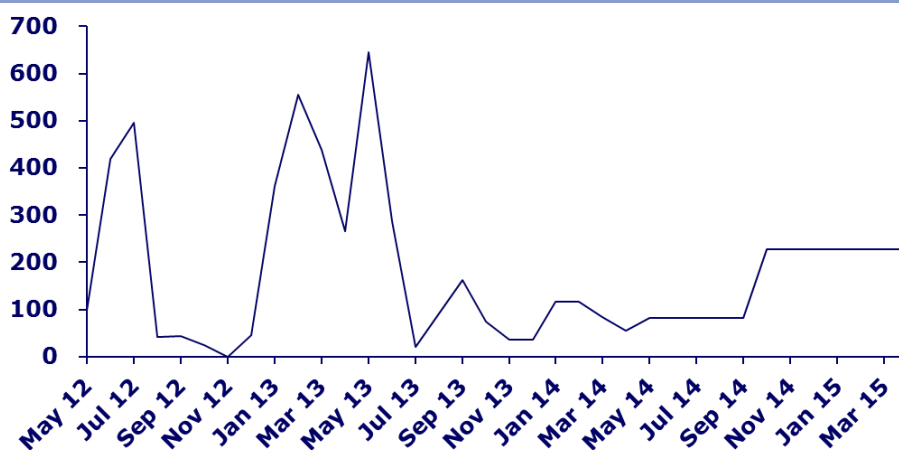
国内鼓风机价格指数



来源：上海华信证券，万得资讯

图 3

国内鼓风机规模指数



来源：上海华信证券，万得资讯

鼓风机上游原料主要是铸锻件、板材和圆钢，原材料成本占总成本 30%-40%，占比较高。原材料收国际大宗商品市场影响较大，议价空间较小，不过近年来上述原材料处于价格低谷，有利于公司毛利率的提高。山东章鼓技术实力、产品开发能力、制作工艺领先行业，所处罗茨鼓风机中高端市场，进入壁垒高，相对低端鼓风机市场，竞争不算激烈。下游传统行业的低迷导致鼓风机销售额增长乏力，不过，需求结构的变化使得环保等新兴产业对鼓风机的需求连年攀升。罗茨鼓风机以其稳定性而著称，可以应用于各种工况，具有不可替代性，离心鼓风机正处于上升期，短时间内也无需担忧替代品风险。

“水十条”助推环保领域销售高速增长

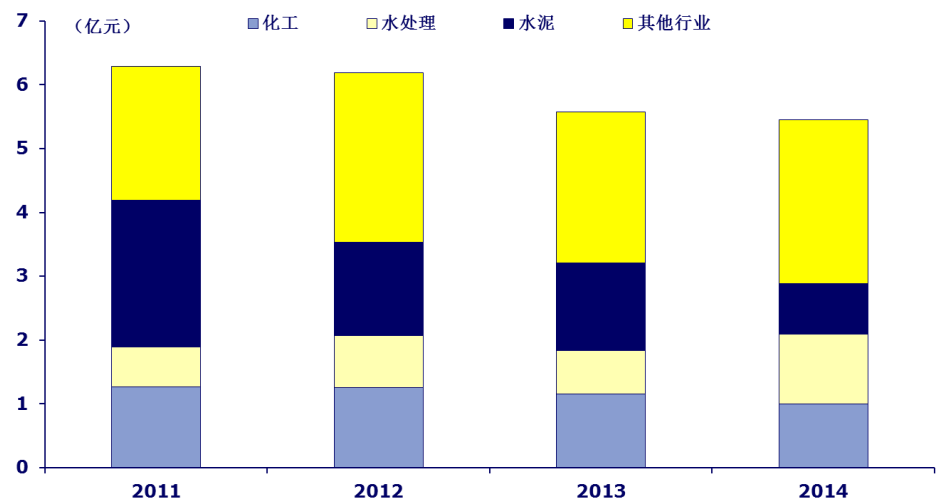
近年来，受宏观经济调控与转型的影响，传统行业持续低迷，国内经济形势严峻，诸多不利因素影响各行各业，对鼓风机市场景气度也形成了明显的压制。

2013 年，公司实现营业收入 5.67 亿元，同比减少 10.18%；实现净利润 0.81 亿元，同比减少 6.82%。

2014 年，公司实现营业收入 5.55 亿元，与上年同比下降 2.25%。2014 年营业收入比上年同期减少主要原因是受水泥行业不景气拖累，致公司磨粉产品业绩大幅下降（同比下降 43.36%，2013 年营收占比 20%，2014 年占比 12%）影响全年业绩。不过水处理业务增长迅猛，实现收入 1.09 亿，同比上升 59.21%。

图 4

主营业务构成—分行业



来源：上海华信证券，公司历年年报

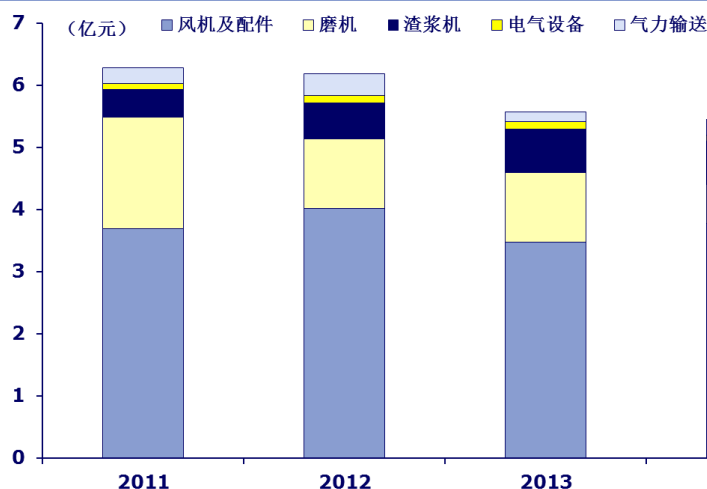
传统行业的持续低迷迫使公司寻找新的业绩增长点。产业结构调整扩大了鼓风机在环保等新兴行业的应用。鼓风机广泛应用于污水处理和电厂脱硫，一个 2 万吨/日级别的污水处理厂，购买及后续维护鼓风机需要 100 万元左右。预计 2015 年国家污水处理、脱硫脱硝总投资额将超过 8000 亿元。环保行业的需求增长将直接拉动风机行业销售规模的增长。

当前，我国仍存在百亿吨以上的污水处理缺口。今年 4 月，“水十条”千呼万唤始出来，这是继 2013 年大气污染防治计划后又一项环保行业重磅利好。污水防治的加速将快速拉动风机采购需求。得益于高市场份额和自身的竞争实力，公司将直接受益于此项政策。近年来，山东章鼓水处理业务收入的快速增长为公司风机业务贡献了越来越多的订单。

公司水处理业务发展势头良好，对低迷的传统业务形成一定补足

图 5

主营业务构成—分产品



来源：上海华信证券，公司历年年报

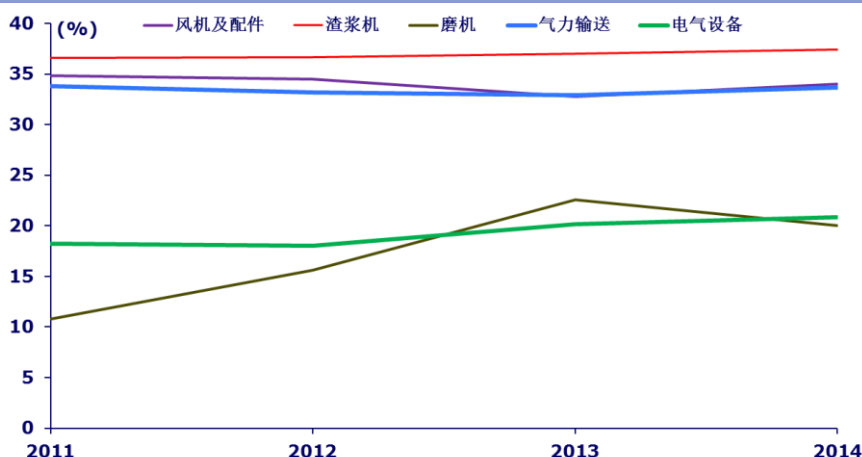
罗茨鼓风机下游应用广阔，近年来化工、水泥、钢铁等传统行业受宏观经济转型影响，持续低迷，进而对鼓风机的需求持续下滑，导致公司整体的风机销量和收入水平出现下滑，但是环保等新兴领域风机收入的增长速度十分抢眼。未来公司将加速向环保产业的推进，还陆续开发一系列离心鼓风机用于不同环境的污水处理厂及传统工业。预计今年公司离心鼓风机营收将大幅增长，达 1 亿元左右。

渣浆泵主要应用于选矿厂、炼钢厂等的矿浆、磨蚀性料浆的输送，内部的零部件属于易耗件，通常使用两三个月便需要更换，且通常向设备商进行采购，因而具有较强的用户粘性。尽管下游行业景气度不高，但公司的渣浆泵总体需求比较稳定，销售收入稳中有升。

磨机主要应用于水泥行业，但受制于水泥行业淘汰落后产能的影响，近年来业务收入下滑明显，已成为拖累公司整体业绩的主要原因之一。水泥行业的持续低迷已成定势，公司打算逐步放弃传统行业的卧式磨机生产，改为生产立式磨机，立式磨机主要运用在选矿、陶瓷等领域，发展空间巨大，但该产业转型至少需要 2-3 年，市场开拓也要从零做起，短时间内无法形成业绩贡献。

图 6

主营分产品毛利率



来源：上海华信证券，公司历年年报

公司一直致力于技术的创新与成本的控制，产品毛利率稳中有升

高端精密制造领域扩张进行时

今年年初，公司计划并购山东联诚，但因为双方未能达成一致意见，山东章鼓终止了此次并购。山东联诚是一家致力于出口为主的机械加工类企业，拥有完整的开发、铸造、机械加工产业链，主营汽车零部件和其它机械零件，还在农用机械和混合动力车方面有所建树。山东联诚与山东章鼓在产业方面具有一定协同效应，其高端铸件与高端机加工技术与产业链有助于提高山东章鼓整体工艺与技术含量。双方并购虽然无疾而终，但山东联诚依旧是山东章鼓的上游客户，为章鼓提供高端铸锻件，推进章鼓产品工艺的升级。

就目前公司传统业务增长乏力的情况来看，预计未来公司还将在并购重组方面再做尝试，尝试方向将和上次一样，着眼于精密制造，在环保、高端工业机械方面寻求发展。

山东章鼓去年为俄罗斯某核电站提供 6 台核电用不锈钢鼓风机，用于核电站除盐水系统，总价值 120 万元。虽然该订单的到手具有一定偶然性，公司短时间内也没有向核用风机领域进军的具体打算。但是该订单对产品工艺提出了相当高的要求，符合公司向精密制造领域拓展的预期。

山东章鼓复牌前夕发布公告称，公司近日获得武器装备质量管理体系认证，表明公司 ZG 系列罗茨鼓风机的设计开发、生产和服务的管理体系具备相关领域军品研发生产的能力，将有利于公司拓展军工领域相关市场。据公司高管称，公司生产的高端大功率罗茨鼓风机在技术上已经可以满足飞机及军舰的降温要求，公司未来将利用这一优势继续扩张高端工业精密制造。

业务拓展更加灵活、发散

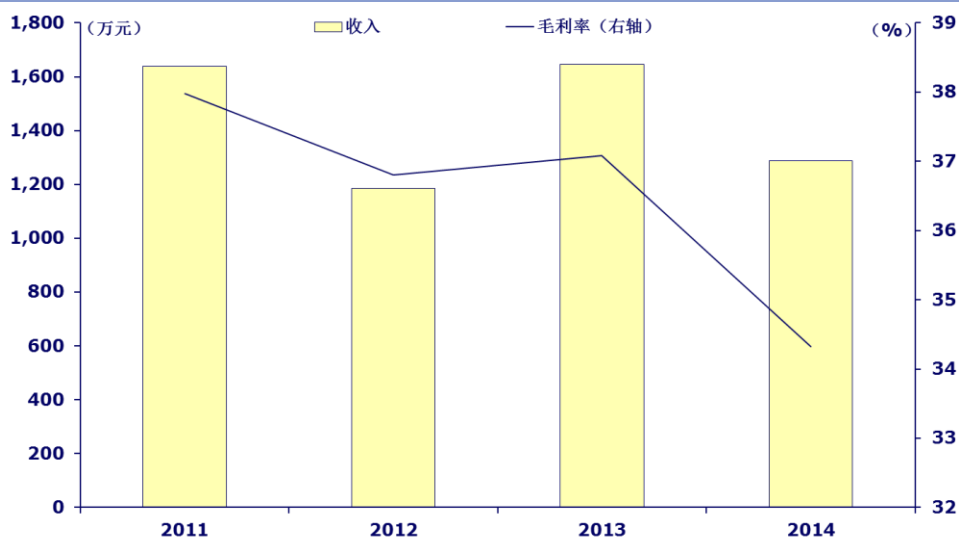
目前公司主要以直销模式开展业务，当前在全国下设 50 多个办事处，业务人员能够针对客户需求提供包括安装、调试以及维修等服务。不过，山东章鼓在传统下游行业的影响力却未继承在环保领域，其在环保行业鼓风机市场份额远不及传统行业。国家加大环保投资并非近一两年才兴起的，章鼓的鼓风机在环保领域的推进却有些滞后，直到去年才开始发力，这也和环保领域壁垒较高，竞争激烈等因素有关。

为了进一步加快抢占环保领域风机市场，公司去年开始转变原有销售人员拓展策略，改为与各大设计院及工程公司合作，提升自身产品优势的同时，利用设计院与工程公司的原有客户群，快速加大环保风机市场份额。另外，公司还计划参与地方政府 PPP 项目，以求得到更多风机订单。

另外，公司年初并购山东联诚计划，不仅要扩大业务范围，提升产品工艺，也要利用山东联诚成熟的海外业务网拓展自身主营产品海外市场。未来公司还将通过加强售后与销售渠道等方式进一步尝试拓展海外业务。公司未来将寻找更多海外代理商，派遣技术人员常驻国外，以期提升海外市场营收。

图 7

近年公司海外业务状况



来源：上海华信证券，公司历年年报

国际市场竞争激烈，公司在国际市场的售后，渠道都是短板，未来将在此方面加强

估值与涨幅皆低于行业平均，提升空间较大

山东章鼓 PE 为 76.93，PB 为 7.42，在行业中处于较低水平。毛利率 37.92%，负债率 24.27%，均优于同行。机械行业年初至今涨幅超 163%，山东章鼓涨幅只有 107%，上涨空间大。

图 8

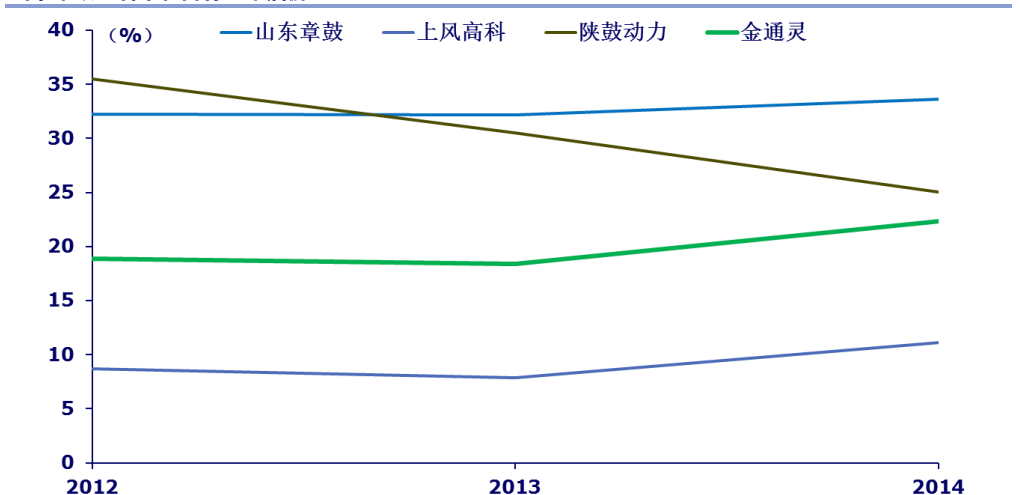
同行业对比

代码	简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	PE			EPS			PB
				TTM	15E	16E	TTM	15E	16E	
	行业均值	36.63	172.83	199.37	84.15	56.94	0.20	0.34	0.45	14.88
	行业中值	27.27	89.17	132.25	87.09	61.20	0.17	0.41	0.56	7.85
601369.SH	陕鼓动力	13.73	225.00	41.84	41.63	35.92	0.33	0.33	0.38	3.87
002598.SZ	山东章鼓	18.01	56.19	78.41	105.94	85.76	0.23	0.17	0.21	7.82
000967.SZ	上风高科	30.88	94.70	153.13	—	—	0.20	—	—	6.42
300091.SZ	金通灵	52.45	109.62	518.45	456.88	281.08	0.10	0.11	0.19	13.35

来源：上海华信证券，万得资讯

图 9

山东章鼓毛利率在同行业中居前



来源：上海华信证券，万得资讯

今年公司在环保领域的业绩还将保持高速增长，预计增长幅度 50%左右，达到 1.62 亿元。受益于环保市场持续加大、公司调整市场开拓战略等因素，近几年章鼓的环保业绩将保持 40-50% 的高速增长态势，逐步取代钢铁、煤炭等传统行业成为公司主要营收点。

今年传统行业基本见底，但回升乏力，预计与去年持平或小幅下降。尤其受到水泥行业疲软拖累的磨机，其生产线从卧式转型至立式之前，恐怕难有起色，营收还将下降，考虑到水泥行业也基本见底，下降幅度将小于 2014 年，约 10% 左右。乐观估计，2015 年公司营业总收入将微增 6.85%，达 5.93 亿元，毛利率继续维持较高水平。

风险提示

环保业务拓展不达预期；上游原料价格大幅攀升。

© 2015 上海华信证券有限责任公司(“上海华信证券”)。

本报告/信息受 www.shhxzq.com 网站上公布的使用条款所约束。

本报告由上海华信证券有限责任公司(以下简称“上海华信证券”或“本公司”)向其机构或个人客户提供, 但不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。上海华信证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。

本报告的版权归本公司所有, 属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 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、复印件或复制品, 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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本报告所载的全部内容均基于上海华信证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。其中的所有内容、意见或预估仅反映上海华信证券在发表本报告当日所做的判断, 我们可随时对其进行更改, 且不承诺提供任何有关更新或变更本报告内容的通知。

上海华信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。上海华信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, 除非法律法规另有规定。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 也不作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。市场有风险, 投资需谨慎。

上海华信证券特别提示, 本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

汇编本报告的分析师特此声明并确认: 本报告的内容真实反映他/她/他们对相关主题的观点和意见, 分析师在汇编报告的过程中, 未受到任何人士施加的任何不当影响、干预或压力。

上海华信证券投资评级说明: 买入=预计总回报(包括股息)超过 20%; 优于大市=预计总回报低于 20%, 但高于市场; 落后大市=预计总回报为正值, 但低于市场; 卖出=预计总回报为负值。关于相对表现, 我们以股票 12 个月预期总回报(包括股息)相对同期当地市场 12 个月预期回报(包括股息)为基准。特殊市场情况下允许个别例外。