

细分行业龙头 持续创新引领行业发展 ——山东章鼓 (002598) 投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

一、公司简介:国内罗茨鼓风机生产龙头企业

1.1 公司简介

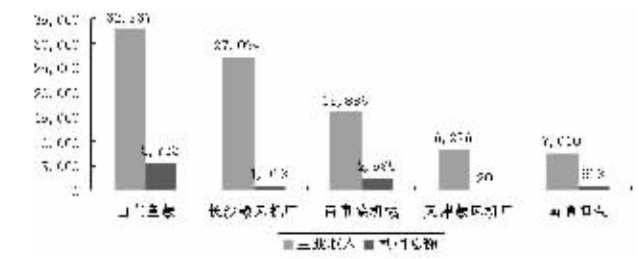
山东省章鼓鼓风机股份有限公司始建于1968年，主要从事罗茨鼓风机的研发、生产和销售业务。目前，公司已发展成为中国罗茨鼓风机行业生产规模最大、技术手段最先进的生产厂家，是国内最大的罗茨鼓风机生产制造基地。除了罗茨鼓风机外，公司还大力开发新产品，目前的产品已经涵盖鼓风机、气力输送成套系统、工业泵、电气设备、水泥机械设备等多个领域。

表1: 公司生产的主要产品及应用领域

产品类别	产品用途
鼓风机	罗茨鼓风机具有硬排气特性、压力自适应、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。
	离心鼓风机流量易调节、噪音低，广泛应用于水处理曝气、矿山选矿、洗煤厂洗煤、高炉鼓风机、炭焦生产、电厂、炼油厂尾气脱硫及其它工艺气体的加压输送。
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，炼油厂废石油油的磨细等。
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、矿业等行业的气力输送设备及系统工程。

作为一家“高新技术企业”，山东章鼓拥有世界一流的风机技术研发和生产制造能力。公司成功自行研制了“齐鲁”、“章鼓”牌ZMR环保密集型风机机组、ZSR6-N型石化用大流量高效节能风机、3H型三叶高效低噪音罗茨鼓风机、亚洲最大的ZR大流量罗茨鼓风机、ZSH单级高压罗茨鼓风机(罗茨真空泵)等，均采用自有的专利技术，整机技术水平达到甚至超过国际先进水平，曾为山东石横发电厂、中国石化四川维尼纶厂等多家企业生产了替代进口的高真空罗茨真空泵和罗茨鼓风机，在性能、功效、质量方面均超过了国外进口产品。自2000年始至今，公司的主要产品罗茨鼓风机在市场份额、产值、销售收入、利润、产量等多个方面均排名行业第一，远超过国内其他同行，是名副其实行业龙头企业，在维尼纶、煤化工行业的市场占有率90%以上，污水处理市场占有率50%以上。

图1: 2009年行业排名前5位企业营业收入及利润情况 (单位: 万元)



资料来源:《2009年风机行业统计年鉴》

我们认为，风机行业集中度还将进一步提高，未来必然会呈现强者恒强，弱者更弱的竞争格局，尽管目前已经排名第一，山东章鼓的市场占有率还有较大的提升空间。

1.2 核心优势确保龙头地位

1.2.1 技术研发优势

一流的技术研发平台是公司持续创新的基础。经过40多年的积累，山东章鼓拥有各种高素质专业研发和技术人员近400名和一流的研发和设计中心，拥有国际一流的气力输送专家、中高级专业技术人员组成的强大的科研队伍，聘用了一批技术骨干，为公司的技术创新工作注入了新鲜血液。为吸引和留住人才，公司还建立了行之有效的激励机制，鼓励支持技术人员和企业员工进行技术创新，为科技人才搭建起了施展才华的广阔舞台。

不仅如此，公司还先后与中国矿业大学、西安交通大学、上海交通大学、山东大学、郑州工程学院等国内知名高校开展产、学、研合作，并成功开发了高效TZJ系列无泄漏渣浆泵、多级离心鼓风机等多个达到国际先进水平的产品和技术。高水平的研发平台对新产品的开发、新产品的成果转化起到了积极的推动作用，使公司所开发的新产品始终处于国际先进水平。

技术研发成果显著，为公司注入了源源不断的活力。依靠强大的研发平台，山东章鼓取得了众多重大研发成果，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，承担并完成了多项国家重大技术装备科技攻关项目，研发的16项新技术填补国内空白，大大提升了我国罗茨鼓风机行业的技术水平。例如，针对国内市场，公司曾自主开发的新一代ZG新型高效节能风机整机技术完全达到国际领先水平，国内市场受到了广泛欢迎，取得了良好的市场效果；同时针对国际市场，公司曾成功引进、消化并吸收了美国HIBAR公司当代世界领先技术的高速高效罗茨鼓风机技术，目前该风机已在设立的美国公司进行销售，并取得了较好的销售业绩。此2项产品的成功开发，对提升整个国内罗茨鼓风机行业的技术水平具有重要的作用和深远的影响。

不仅如此，公司还多次成功地承担过国家、省、市级技术创新计划，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。研发的高真空罗茨真空泵获国家机械工业部科技进步三等奖、山东省优秀新产品一等奖、山东省星火二等奖；RRE-190罗茨鼓风机荣获国家火炬计划项目、重点国家火炬计划，RRE、ZMR、ZSR6-N、ZSH等罗茨鼓风机(罗茨真空泵)获山东省科技进步三等奖。

1.2.2 客户资源和销售渠道优势

直销为主的营销模式为公司积累了雄厚的客户资源和自有销售渠道。在“渠道为王”的市场环境下，掌握了渠道就等于掌握了市场主动权，而直销为主的营销模式则有利于公司与最终用户建立长期战略合作关系，建立自己的销售渠道和稳定的客户关系。目前，公司已经在全国各地合理设置了50多个直销办事处，直销网点遍布全国。公司和众多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

- 公司主要从事罗茨鼓风机的研发、生产和销售。目前，公司已经发展成为中国罗茨鼓风机行业生产规模最大、技术手段最先进的生产企业，也是国内最大的罗茨鼓风机生产制造基地。公司生产的罗茨鼓风机在市场份额、产值、销售收入、利润、产量等多个方面均连续10年排名行业第一，远超过国内其他同行，属于名副其实细分行业龙头企业；
- 依靠强大的研发平台，山东章鼓取得了众多重大研发成果，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，承担并完成了多项国家重大技术装备科技攻关项目，研发的16项新技术填补国内空白，大大提升了我国罗茨鼓风机行业的技术水平；
- 借助直销为主的营销模式，公司和众多终端用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，掌握了重要的自有销售渠道，销售收入连续10年保持行业第一；
- 公司旗下的“章鼓”和“齐鲁”两大品牌已经成为国内最具影响力的罗茨鼓风机品牌，代表了国内罗茨鼓风机行业最先进技术、高品质产品和优质售后服务，早在2007年1月，“齐鲁及图”商标就被国家商务部评定为“最具市场竞争力品牌”；
- 罗茨鼓风机下游市场空间广阔，广泛应用于化工、水泥、水处理、钢铁、电力、冶金、煤矿、气力输送、造纸、纺织等多个行业，几乎涉及国民经济各个领域。传统应用中化工、水泥、钢铁等行业的固定资产投资有效的拉动了其市场需求，而随着新兴行业迅速发展，水处理、气力输送等行业对罗茨鼓风机产品的需求呈迅速扩大态势，将进一步带动罗茨鼓风机行业的发展。
- 我们看好鼓风机行业未来发展的广阔前景，公司在行业内凭借深厚的研发技术积累，已建立了较大的竞争优势，此次IPO项目有助于公司突破产能瓶颈，夯实研发基础，这将更进一步推动公司竞争力的提升和市场份额的提高。我们预计2011-2013年公司收入为6.5亿元、8.45亿元和10.99亿元，2010-2012年每股收益(摊薄)分别为:0.61、0.79和1.03元。
- 因此综合PE和PEG两种估值方法，我们给予公司合理股价为15.25元/股-18.30元/股，从基本面来看，鼓风机行业空间巨大，公司已形成良好的品牌效应，其强大的核心运营能力能保证公司未来的高速发展，本次IPO将是公司成长的新起点，公司具有较好的中长期投资价值。

连续10年保持行业第一。除了直销外，公司也与广东广州、江苏宜兴、山东临沂的经销商建立了合作关系，以作为直销的补充，进一步扩大公司的市场占有率。

完善的售后服务体系是公司保持和扩大市场份额的保证。公司已经在全国范围内建立了较为完善的售后服务体系，服务网点遍布全国。公司精选出一批经验丰富，技术过硬的售后人员，将他们安排在各个办事处，进行风机的售后服务工作。

1.2.3 高端品牌优势

依托强大的技术和质量优势，经过多年的经营，公司旗下的“章鼓”和“齐鲁”两大品牌已经成为国内最具影响力的罗茨鼓风机品牌，代表了国内罗茨鼓风机行业最先进技术、高品质产品和优质售后服务，性能参数覆盖了流量0.45-1258m³/min，单级压力达到147kPa、双级压力达到196kPa，广泛应用于水泥、石油化工、煤炭、矿山、化肥、钢铁、电力、铸造、污水处理等行业。早在2007年1月，“齐鲁及图”商标就被国家商务部评定为“最具市场竞争力品牌”；2009年1月，山东省质量技术监督局、山东省名牌战略推进委员会复审通过“齐鲁”、“章鼓”牌罗茨鼓风机为山东名牌产品；2009年11月，“章鼓及图”商标又被山东省工商行政管理局认定为山东省著名商标，“齐鲁及图”商标续展认定认定为山东省著名商标；2010年10月，“章鼓”商标被认定为中国驰名商标。

1.2.4 产品质量和品种优势

精良的装备和优秀的质量控制能力是公司产品质量的保证。山东章鼓非常重视产品和服务的质量控制，拥有丰富的行业经验，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。

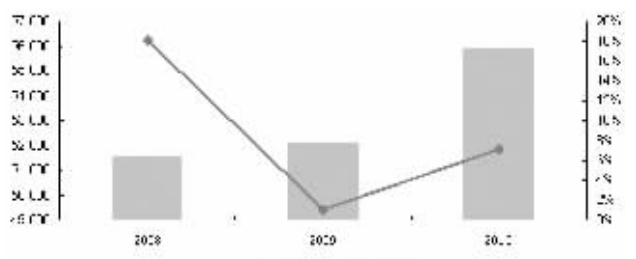
丰富的产品品种是公司重要的竞争优势之一。公司能够生产包括L系列、RR系列、3H系列、ZR系列大型罗茨鼓风机(罗茨真空泵)、ZG系列新型节能鼓风机等8大系列、140多个规格的产品，并形成了具有特色的维尼纶专用、矿山专用鼓风机的不同要求，用户能够根据需要在公司选定型号购买或者按照要求量身定制。公司为山东石横发电厂、广东珠江电厂、江苏徐州发电厂、中国石化四川维尼纶厂等生产了替代进口的高真空罗茨真空泵和罗茨鼓风机，性能、功效均超过了国外进口产品。

1.3 经营稳健具有可持续成长性

1.3.1 业绩逐年攀升，收入、利润持续增长

从近3年的财务报表来看，公司的业绩表现出较好的年年增长的趋势。2010年的营业收入为55,876.50万元，较2008年增长了8.27%；2009年尽管受到全球经济危机影响，我国经济在2009年上半年处于触底阶段，公司营业收入仍微幅上涨1.09%，随着我国在2010年经济逐步回暖，下游行业相关项目建设逐渐活跃，公司的营业收入开始迅速恢复，2010年的增长幅度达到了7%以上。

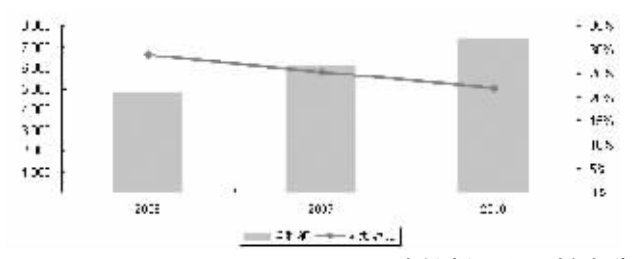
图2: 公司2008年—2010年收入增长情况



资料来源:公司财务报告

受益于产品结构的调整和良好的成本控制能力，公司的净利润实现了远高于销售收入的增长，2008年—2010年的净利润分别为4,857.22万元、6,084.99万元和7,418.98万元，相应的增长幅度分别为28.77%、25.28%和21.92%。公司的净利润的增速之所以远高于同期销售收入的增速，主要得益于公司产品销售结构的调整，高附加值产品销售价格提高及其销售量增加，导致公司2010年毛利率较上年有所提升。

图3: 公司2008年—2010年净利润增长情况



资料来源:公司财务报告

1.3.2 主要产品市场稳定，新产品业绩贡献逐年增加

公司目前的产品主要有鼓风机、磨机、渣浆泵、电气设备和气体输送业务五大类。其中，鼓风机业务是公司最主要的收入和利润来源，占公司主营业务收入的比重在65%以上，在公司鼓风机产品收入中，97%以上是罗茨鼓风机收入，罗茨鼓风机是公司盈利能力最强的核心产品。此外，公司罗茨鼓风机业务具有较高毛利率水平，一般维持在29.14%-36.13%之间，是公司毛利率最高的产品系列，其毛利占报告期各期毛利比例在79.04%-86.53%之间。公司的鼓风机业务近三年的销售情况较为稳定，2008年、2009年和2010年实现的收入分别为3.52亿元、3.29亿元和3.58亿元。

为增加公司的业绩来源，山东章鼓已经开始大力发展附加值较高的渣浆泵、电气设备和气体输送业务，并取得了较好的销售业绩。这些产品毛利率24.32%-36.26%之间，其销售收入占主营业务收入的比例从2008年的2.32%提高到2010年的11.29%，构成公司主业的有力补充，未来有望成为公司新的主要利润来源。

二、行业篇:市场需求空间广阔,行业景气持续提升

2.1 罗茨鼓风机特点明显,行业应用范围广阔

风机是依靠输入的机械能，提高气体压力并排送气体的一种从动的流体机械，是对气体压缩和气体输送机械的习惯简称。风机按出口压力(或升压)大小分为通风机、鼓风机和压缩机。其中鼓风机是使用最广泛的鼓风设备，在污水处理行业、气力输送领域，化工行业、钢铁行业、水泥等行业都有广泛使用，根据结构和工作原理的不同，可分为罗茨鼓风机、离心鼓风机、叶氏鼓风机。

罗茨鼓风机是一种容积式风机，由两个相互啮合的转子推移气缸容积内的气体排气，腔内达到升压目的。罗茨鼓风机起初只用于正压鼓风，当罗茨鼓风机在吸入侧工作时，称为罗茨真空泵。以罗茨鼓风机作为系统或某个局部系统的气体动力源，根据其要求与影响进行工艺布置、管路的铺设及附件的配套，形成完整的罗茨鼓风机系统。

罗茨鼓风机属于恒流量风机，输出的压力随管道和负载的变化而变化，风量变化很小，并具有流量稳定、自适应性、维护简单等特点。罗茨鼓风机因其良好的经济性、稳定性，具有很强的竞争力，广泛应用于化工、水泥、水处理、钢铁、电力、冶金、煤矿、气力输送、造纸、纺织等多个行业，几乎涉及国民经济各个领域。

2.2 市场容量快速增长,行业景气持续提升

经过150多年的发展，我国罗茨鼓风机在国民经济中发挥着越来越重要的作用，随着国民经济的高速增长，罗茨鼓风机的市场容量持续稳定增长，行业发展迅速。据行业协会统计，2002年我国罗茨鼓风机产量为9,440台，2009年我国罗茨鼓风机产量为38,768台，年复合增长率达到22.36%；2002年行业产值为26,922.00万元，2009年行业产值已达到91,506.00万元，年复合增长率为19.09%。

目前我国工业化仍处于中期阶段，国民经济稳定增长及向新型工业化转型带来的产业升级、节能降耗、环境保护等使罗茨鼓风机产品的需求旺盛，其市场规模将在目前的基础上不断扩大，预计2010年行业景气度还将大幅提高。

图4: 罗茨鼓风机行业2002-2009年产量情况

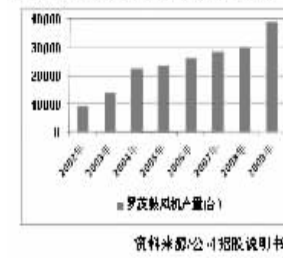
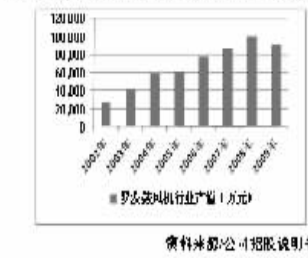


图5: 罗茨鼓风机行业2002-2009年行业产值情况



2.3 传统应用行业市场需求稳步增长

罗茨鼓风机作为一种通用的气源设备，在国民经济各个行业的生产工艺流程中都有着广泛的应用。其中化工、水泥、钢铁行业是罗茨鼓风机最重要的三个应用行业，其销售额一直位居行业前5名。

● 化工行业

罗茨鼓风机广泛应用于化工行业，不仅可以输送空气，通过更换不同形式的密封后，还可以输送天然气、氢气、煤气、甲烷、乙炔、二氧化碳、二氧化硫等易燃易爆、有毒有害的特殊气体。

● 水泥行业

罗茨鼓风机在水泥行业中主要用作库顶生料器风机、库底充气及卸料风机、窑头风机、煤粉输送风机等通风、增压风机，是水泥行业中的主要气源设备。

● 钢铁行业

罗茨鼓风机是钢铁冶炼系统的重要设备之一，广泛应用于各工艺流程，主要用作煤气输送风机、石灰窑助燃空气风机、冷却空气风机、喷枪冷却风机、悬挂缸冷却风机等。

2.4 新兴市场发展空间巨大

近年来，新兴行业迅速发展，水处理、气力输送、气体分离等新兴行业对罗茨鼓风机产品的需求呈迅速扩大态势，为罗茨鼓风机行业提供良好的发展平台，此外，罗茨鼓风机作为一种通用气源设备，还有许多潜在的应用领域，一旦潜在市场发展成熟，市场容量将快速增长。

● 水处理行业

水处理行业近年来发展最为迅速，罗茨鼓风机作为污水处理曝气关键设备，在污水处理行业中得到大量应用，广泛应用于各种规模城市污水处理厂曝气沉砂工艺过程以及小城市污水处理厂生化反应过程的鼓风曝气。

● 气力输送行业

气力输送是集单机产品和工程项目为一体的系统工程，由于技术含量高、涉及领域广，产品及系统复杂多变。气力输送相比于输送机、运输车等传统粉体输送方法，具有系统密封性好、管道易于布置、除尘效率高及保护环境、易于对整个系统实现控制和自动化等优点，被广泛用于国民经济建设的各行各业，包括石化、化工、轻工、粮食、医药、电力、建材、交通、冶金、矿山、物流、邮政、食品、养殖、脱硫脱硝、垃圾处理以及环境工程等。

除上述领域，罗茨鼓风机产品潜在或有待于进一步拓展的领域有核电通风工程、煤矸石综合利用、垃圾焚烧热电联产、洁净型煤示范工程、高炉喷煤改造、温室用风机等。众多的潜在应用领域将进一步带动罗茨鼓风机的市场需求，为罗茨鼓风机行业的发展提供动力。

三、募投篇:募投项目与盈利预测

3.1 募投扩大产能

公司目前受到产能不足的影响，随着近几年来订货量的逐年增长，虽然公司采取了各种措施，但产能却仍无法满足旺盛的市场要求，迫使公司不得不放弃部分订单。公司本次拟公开发行4,000万股，募集资金按照由重到轻、由急到缓顺序具体用于以下投资项目：

序号	项目名称	总投资(万元)	建设期	项目登记备案号
1	新型节能罗茨鼓风机项目	14,415	1年	章发改投资备(2010)5号
2	离心鼓风机项目	12,032	1年	章发改投资备(2010)4号
3	气力输送生产(工程)基地建设	7,001	1年	章发改投资备(2010)3号

资料来源:招股说明书

其中新型节能罗茨鼓风机项目总投资14415万元，建设期1年，第二年达产4000台，第三年达产5600台，完全达产后年产新型节能罗茨鼓风机7000台，完全达产后年销售收入22400万元，利润总额5159万元。

离心鼓风机项目投资12032万元，建设期1年，第二年达产720台，第三年完全达产后年产1200台离心鼓风机。预计可实现年收入23080万元，利润总额4735万元。

气力输送生产(工程)基地建设项目总投资7001万元，项目建设期1年，第三年完全达产，达产后预计可以实现年收入12000万元，利润总额2643万元。

3.2 盈利预测与估值分析

我们看好鼓风机行业未来发展的广阔前景，公司在行业内凭借深厚的研发技术积累，已建立了较大的竞争优势，此次IPO项目有助于公司突破产能瓶颈，夯实研发基础，这将更进一步推动公司竞争力的提升和市场份额的提高。我们预计2011-2013年公司收入为6.5亿元、8.45亿元和10.99亿元，2010-2012年每股收益(摊薄)分别为:0.61、0.79和1.03元。

表2: 山东章鼓业绩预测表(亿元)

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5.6	6.5	8.45	10.99
同比增长	7.10%	16.07%	11.77%	30.06%
净利润	0.74	0.95	1.24	1.61
同比增长	21.92%	28.38%	30.53%	29.84%
每股收益(元)	0.47(摊薄)	0.61(摊薄)	0.79(摊薄)	1.03(摊薄)

▷ PE估值法

在A股上市公司中，我们认为与章鼓动力较为类似的有金通灵、陕鼓动力、南风股份。其中以金通灵与公司业务结构最为相近，陕鼓动力主营为透平机械，南风股份主要生产核电通风设备。参考可比公司，综合考虑近期的A股发行行情给予公司2011年25-30倍的市盈率估值，对应股价为15.25-18.3。

表3: 同行业上市公司估值比较

股票名称	EPS			PE		
	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
金通灵	0.31	0.48	0.58	44.40	25.75	17.08
南风股份	0.36	0.53	0.48	63.90	43.41	29.41
陕鼓动力	0.47	0.61	0.79	35.69	27.25	21.23
平均				48.00	32.14	22.57

资料来源:Wind (2011-06-21)

▷ PEG估值法

另外，公司未来3年每股收益为0.61、0.79和1.03元，净利润复合增长率29.94%。按照PEG为0.9-1.0合理估值，合理的市场价格区间为16.44元股-28.26元股。

因此综合两种估值方法，我们给予公司合理股价为15.25元股-18.30元股，从基本面来看，鼓风机行业空间巨大，公司已形成良好的品牌效应，其强大的核心运营能力能保证公司未来的高速发展，本次IPO将是公司成长的新起点，公司具有较好的中长期投资价值。

(CIS)