



## 罗茨风机龙头，受益下游需求复苏 ——山东章鼓（002598）2017 年报点评

2018 年 04 月 01 日

推荐/首次推荐

山东章鼓 财报点评

### 投资要点：

- **事件：**公司发布 2017 年年度报告，2017 年公司实现营业收入 7.01 亿元，同比增长 45.65%；实现归属于母公司股东的净利润 6051.04 万元，同比增长 23.43%。
- **公司为国内罗茨风机龙头。**公司近十余年来罗茨鼓风机市场市占率稳居首位，罗茨风机以其性能稳定及成本优势，广泛应用于污水处理系统工程、脱硫脱硝系统工程、工业智能控制、市政、园区工业照明等领域。2017 年，受水处理、水泥等下游行业带动，公司风机产品销量大增。其中，罗茨风机销售 8457 台，同比增长 36.49%；渣浆泵销售 2022 台，同比增长 71.65%。分行业来看，公司水处理领域实现收入 1.60 亿元，同比增长 44.95%；水泥领域实现收入 7948 万元，同比增长 74.26%。
- **原料成本及销售费用一定程度压制公司利润表现。**公司 2017 年营业成本 4.68 亿元，同比增加 51.77%。分拆来看，直接材料费用达到 2.56 亿元，同比增加 56.74%；人工费用 1898 万元，同比增加 39.01%；制造费用 3390 万元，同比增加 21.35%。费用方面，公司 2017 年销售费用达到 6209.81 万元，同比增加 58.91%，主要由于职工薪酬、差旅费、招标费、运输费等增加所致；管理费用 9243.23 万元，同比增加 24.28%。受材料成本上涨和费用增加影响，公司 2017 年销售毛利率 33.20%，较上年减少 2.69 个百分点。公司销售净利率为 9.86%，较上年减少 1.68 个百分点。
- **环保政策趋严助力公司未来发展。**在水和气治理的生产工艺中，公司主营产品罗茨风机、离心鼓风机、单级高速离心鼓风机、通风机等产品发挥着重要作用。近年来，国家推出了强有力的大气治理政策，影响着电力烟气脱硫、所有工矿企业锅炉烟气治理（石油化工、化工、煤化工等）、钢铁窑炉烟气治理、焦化烟气治理、水泥窑炉烟气治理等行业。电厂锅炉的超低排放标准，有望助力公司在 2020 年前快速发展，为国家 SO<sub>2</sub> 及烟（粉）尘排放贡献力量。水处理方面，公司在市政水处理发展迅猛，ZW 系列和 ZG 系列风机均实现翻倍增长，客户数量明显增加。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018 年-2020 年实现营业收入分别为 8.62 亿元、10.26 亿元和 11.50 亿元；归母净利润分别为 0.87 亿元、1.03 亿元和 1.24 亿元；EPS 分别为 0.28 元、0.33 元和 0.40 元，对应 PE 分别为 30X、25X 和 20X。公司作为国内罗茨风机龙头，给予 2018 年 36 倍合理估值，目标价 10.08 元。首次推荐给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、下游行业环保政策执行力度不及预期；2、原材料价格大幅波动；3、融资成本大幅提升。

### 财务指标预测

| 指标        | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E    | 2020E    |
|-----------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 481.28 | 701.01 | 862.94 | 1,026.90 | 1,150.13 |
| 增长率（%）    | 7.88%  | 45.65% | 23.10% | 19.00%   | 12.00%   |
| 净利润（百万元）  | 55.55  | 69.11  | 86.78  | 103.56   | 124.60   |
| 增长率（%）    | 1.59%  | 24.41% | 25.57% | 19.34%   | 20.32%   |
| 净资产收益率（%） | 7.46%  | 9.20%  | 10.54% | 11.55%   | 12.68%   |
| 每股收益(元)   | 0.18   | 0.22   | 0.28   | 0.33     | 0.40     |
| PE        | 46.37  | 37.25  | 30.08  | 25.25    | 20.95    |
| PB        | 3.46   | 3.43   | 3.17   | 2.92     | 2.66     |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 任天辉

010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

执业证书编号：

S1480517090003

### 研究助理：樊艳阳

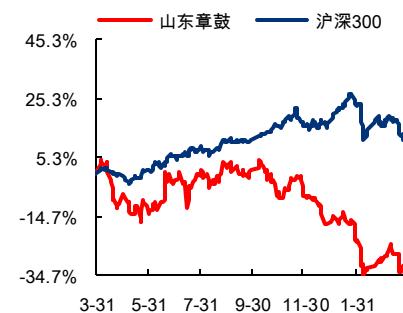
010-66554089

fanyanyang1990@126.com

### 交易数据

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 52 周股价区间（元）     | 8.3-11.82   |
| 总市值（亿元）         | 25.9        |
| 流通市值（亿元）        | 22.17       |
| 总股本/流通 A 股(万股)  | 31200/26707 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | /           |
| 52 周日均换手率       | 0.58        |

### 52 周股价走势图



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 公司盈利预测表

| 资产负债表         |              |              |              |              | 利润表           |                  |               |               |                | 单位:百万元        |               |  |  |  |  |  |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|--|--|--|--|--|
|               | 2016A        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E         |                  | 2016A         | 2017A         | 2018E          | 2019E         | 2020E         |  |  |  |  |  |
| <b>流动资产合计</b> | 709          | 788          | 692          | 836          | 976           | <b>营业收入</b>      | 481           | 701           | 863            | 1027          | 1150          |  |  |  |  |  |
| 货币资金          | 28           | 39           | 94           | 154          | 231           | <b>营业成本</b>      | 309           | 468           | 570            | 678           | 759           |  |  |  |  |  |
| 应收账款          | 196          | 239          | 331          | 394          | 441           | <b>营业税金及附加</b>   | 6             | 9             | 13             | 15            | 17            |  |  |  |  |  |
| 其他应收款         | 7            | 11           | 14           | 16           | 18            | <b>营业费用</b>      | 39            | 62            | 82             | 92            | 92            |  |  |  |  |  |
| 预付款项          | 43           | 66           | 66           | 66           | 66            | <b>管理费用</b>      | 74            | 92            | 147            | 133           | 150           |  |  |  |  |  |
| 存货            | 263          | 315          | 80           | 95           | 106           | <b>财务费用</b>      | -1            | 0             | 5              | 40            | 39            |  |  |  |  |  |
| 其他流动资产        | 140          | 88           | 88           | 88           | 88            | <b>资产减值损失</b>    | 6.70          | 2.32          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |  |  |  |  |  |
| <b>非流动资产合</b> | <b>321</b>   | <b>316</b>   | <b>327</b>   | <b>345</b>   | <b>360</b>    | <b>公允价值变动收益</b>  | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   |  |  |  |  |  |
| 长期股权投资        | 69           | 70           | 0            | 0            | 0             | <b>投资净收益</b>     | 10.19         | 9.09          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |  |  |  |  |  |
| 固定资产          | 205.79       | 190.99       | 203.21       | 229.33       | 253.59        | <b>营业利润</b>      | 58            | 79            | 47             | 67            | 93            |  |  |  |  |  |
| 无形资产          | 31           | 30           | 103          | 100          | 97            | <b>营业外收入</b>     | 4.98          | 0.56          | 60.00          | 60.00         | 60.00         |  |  |  |  |  |
| 其他非流动资        | 0            | 10           | 0            | 0            | 0             | <b>营业外支出</b>     | 0.09          | 0.01          | 0.30           | 0.40          | 0.50          |  |  |  |  |  |
| <b>资产总计</b>   | <b>1030</b>  | <b>1103</b>  | <b>1002</b>  | <b>1164</b>  | <b>1319</b>   | <b>利润总额</b>      | <b>63</b>     | <b>79</b>     | <b>106</b>     | <b>127</b>    | <b>153</b>    |  |  |  |  |  |
| <b>流动负债合计</b> | <b>254</b>   | <b>323</b>   | <b>183</b>   | <b>272</b>   | <b>340</b>    | <b>所得税</b>       | <b>7</b>      | <b>10</b>     | <b>20</b>      | <b>24</b>     | <b>28</b>     |  |  |  |  |  |
| 短期借款          | 0            | 0            | 26           | 109          | 0             | <b>净利润</b>       | 56            | 69            | 87             | 104           | 125           |  |  |  |  |  |
| 应付账款          | 166          | 196          | 33           | 39           | 44            | <b>少数股东损益</b>    | 0             | 0             | 1              | 1             | 1             |  |  |  |  |  |
| 预收款项          | 75           | 101          | 101          | 101          | 274           | <b>归属母公司净利润</b>  | 56            | 70            | 86             | 103           | 124           |  |  |  |  |  |
| 一年内到期的        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>EBITDA</b>    | 109           | 129           | 77             | 140           | 168           |  |  |  |  |  |
| <b>非流动负债合</b> | <b>24</b>    | <b>22</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>      | <b>EPS(元)</b>    | <b>0.18</b>   | <b>0.22</b>   | <b>0.28</b>    | <b>0.33</b>   | <b>0.40</b>   |  |  |  |  |  |
| 长期借款          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>主要财务比率</b>    |               |               |                |               |               |  |  |  |  |  |
| 应付债券          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>2016A</b>     | <b>2017A</b>  | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>  |               |  |  |  |  |  |
| <b>负债合计</b>   | <b>279</b>   | <b>345</b>   | <b>183</b>   | <b>272</b>   | <b>340</b>    | <b>成长能力</b>      |               |               |                |               |               |  |  |  |  |  |
| 少数股东权益        | 3            | 2            | 3            | 4            | 5             | <b>营业收入增长</b>    | <b>7.88%</b>  | <b>45.65%</b> | <b>23.10%</b>  | <b>19.00%</b> | <b>12.00%</b> |  |  |  |  |  |
| 实收资本(或股       | 312          | 312          | 312          | 312          | 312           | <b>营业利润增长</b>    | <b>2.86%</b>  | <b>35.39%</b> | <b>-40.54%</b> | <b>44.23%</b> | <b>38.42%</b> |  |  |  |  |  |
| 资本公积          | 212          | 212          | 212          | 212          | 212           | <b>归属于母公司净利</b>  | <b>23.84%</b> | <b>19.15%</b> | <b>23.84%</b>  | <b>19.15%</b> | <b>20.52%</b> |  |  |  |  |  |
| 未分配利润         | 167          | 167          | 190          | 216          | 248           | <b>获利能力</b>      |               |               |                |               |               |  |  |  |  |  |
| 归属母公司股        | 749          | 756          | 816          | 888          | 975           | <b>毛利率(%)</b>    | <b>35.89%</b> | <b>33.20%</b> | <b>34.00%</b>  | <b>34.00%</b> | <b>34.00%</b> |  |  |  |  |  |
| <b>负债和所有者</b> | <b>1030</b>  | <b>1103</b>  | <b>1002</b>  | <b>1164</b>  | <b>1319</b>   | <b>净利率(%)</b>    | <b>11.54%</b> | <b>9.86%</b>  | <b>10.06%</b>  | <b>10.08%</b> | <b>10.83%</b> |  |  |  |  |  |
| <b>现金流量表</b>  |              |              |              |              | <b>单位:百万元</b> |                  |               |               |                | <b>主要财务比率</b> |               |  |  |  |  |  |
|               | <b>2016A</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b>  |                  | <b>2016A</b>  | <b>2017A</b>  | <b>2018E</b>   | <b>2019E</b>  | <b>2020E</b>  |  |  |  |  |  |
| <b>经营活动现金</b> | <b>32</b>    | <b>38</b>    | <b>101</b>   | <b>98</b>    | <b>313</b>    | <b>偿债能力</b>      |               |               |                |               |               |  |  |  |  |  |
| 净利润           | 56           | 69           | 87           | 104          | 125           | <b>资产负债率(%)</b>  | <b>27%</b>    | <b>31%</b>    | <b>18%</b>     | <b>23%</b>    | <b>26%</b>    |  |  |  |  |  |
| 折旧摊销          | 51.83        | 50.45        | 0.00         | 31.90        | 35.29         | <b>流动比率</b>      | <b>2.79</b>   | <b>2.44</b>   | <b>3.79</b>    | <b>3.07</b>   | <b>2.87</b>   |  |  |  |  |  |
| 财务费用          | -1           | 0            | 5            | 40           | 39            | <b>速动比率</b>      | <b>1.75</b>   | <b>1.46</b>   | <b>3.35</b>    | <b>2.73</b>   | <b>2.56</b>   |  |  |  |  |  |
| 应收账款减少        | 0            | 0            | -92          | -63          | -47           | <b>营运能力</b>      |               |               |                |               |               |  |  |  |  |  |
| 预收帐款增加        | 0            | 0            | 0            | 0            | 173           | <b>总资产周转率</b>    | <b>0.48</b>   | <b>0.66</b>   | <b>0.82</b>    | <b>0.95</b>   | <b>0.93</b>   |  |  |  |  |  |
| <b>投资活动现金</b> | <b>-34</b>   | <b>-66</b>   | <b>40</b>    | <b>-50</b>   | <b>-50</b>    | <b>应收账款周转率</b>   | <b>2</b>      | <b>3</b>      | <b>3</b>       | <b>3</b>      | <b>3</b>      |  |  |  |  |  |
| 公允价值变动        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>应付账款周转率</b>   | <b>3.19</b>   | <b>3.87</b>   | <b>7.53</b>    | <b>28.62</b>  | <b>27.83</b>  |  |  |  |  |  |
| 长期股权投资        | 0            | 0            | 75           | 0            | 0             | <b>每股指标(元)</b>   |               |               |                |               |               |  |  |  |  |  |
| 投资收益          | 10           | 9            | 0            | 0            | 0             | <b>每股收益(最新摊</b>  | <b>0.18</b>   | <b>0.22</b>   | <b>0.28</b>    | <b>0.33</b>   | <b>0.40</b>   |  |  |  |  |  |
| <b>筹资活动现金</b> | <b>-62</b>   | <b>-62</b>   | <b>-31</b>   | <b>12</b>    | <b>-185</b>   | <b>每股净现金流(最</b>  | <b>-0.21</b>  | <b>-0.29</b>  | <b>0.35</b>    | <b>0.19</b>   | <b>0.25</b>   |  |  |  |  |  |
| 应付债券增加        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>每股净资产(最新</b>  | <b>2.40</b>   | <b>2.42</b>   | <b>2.62</b>    | <b>2.85</b>   | <b>3.12</b>   |  |  |  |  |  |
| 长期借款增加        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>估值比率</b>      |               |               |                |               |               |  |  |  |  |  |
| 普通股增加         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>P/E</b>       | <b>46.37</b>  | <b>37.25</b>  | <b>30.08</b>   | <b>25.25</b>  | <b>20.95</b>  |  |  |  |  |  |
| 资本公积增加        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>P/B</b>       | <b>3.46</b>   | <b>3.43</b>   | <b>3.17</b>    | <b>2.92</b>   | <b>2.66</b>   |  |  |  |  |  |
| <b>现金净增加额</b> | <b>-65</b>   | <b>-90</b>   | <b>110</b>   | <b>60</b>    | <b>77</b>     | <b>EV/EBITDA</b> | <b>23.57</b>  | <b>19.73</b>  | <b>32.71</b>   | <b>18.21</b>  | <b>14.07</b>  |  |  |  |  |  |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015年加入东兴证券，从事机械行业研究。

## 研究助理简介

### 樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券，2017年加入东兴证券。

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。