

山东章鼓 (002598)

增持 (首次)

环保领域订单平稳增长，期待公司外延式发展

市场数据

报告日期	2014-03-03
收盘价 (元)	7.24
总股本 (百万股)	312.00
流通股本(百万股)	143.26
总市值 (百万元)	2258.88
流通市值(百万元)	1037.18
净资产 (百万元)	694.12
总资产 (百万元)	948.28
每股净资产	2.22

主要财务指标

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	632	567	675	805
同比增长	-2.4%	-10.2%	19.0%	19.4%
净利润(百万元)	87	82	97	114
同比增长	-8.9%	-6.3%	18.3%	17.3%
毛利率	32.3%	30.2%	31.1%	31.4%
净利润率	13.8%	14.4%	14.4%	14.1%
净资产收益率 (%)	12.5%	11.4%	12.9%	14.1%
每股收益(元)	0.28	0.26	0.31	0.36
每股经营现金流(元)	0.37	0.39	0.22	0.29

相关报告

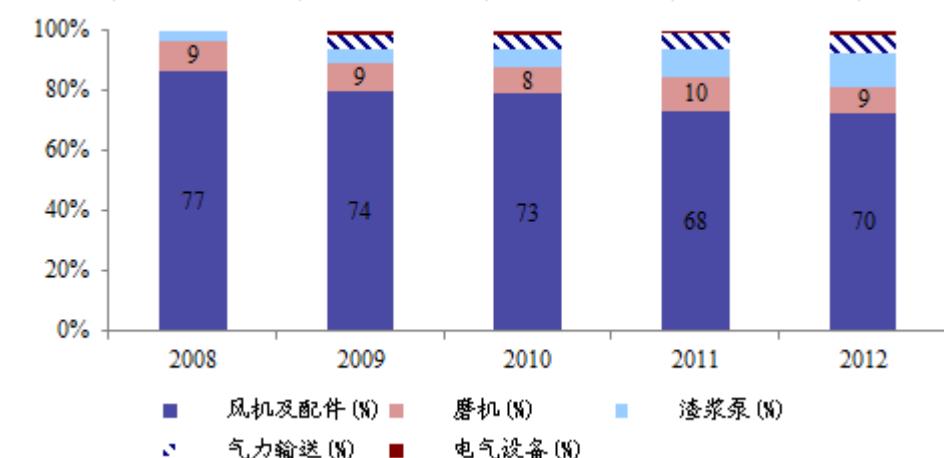
分析师:
王俊
wangjyjs@xyzq.com.cn
S0190513080001

吴华
wuhua@xyzq.com.cn
S0190511040001

投资要点

- 公司是国内罗茨鼓风机龙头企业。公司主要产品为风机及配件、磨机、渣浆泵、气力输送和电气设备，风机贡献公司利润的70%上下，各业务板块利润占比见图1。磨机主要用于建材行业，渣浆泵主要用于煤炭行业，气力输送产品主要用于气力输送行业，电气设备为风机、磨机配套产品。公司主导产品罗茨鼓风机、罗茨真空泵及配套产品，其广泛应用于污水处理、电厂脱硫、变压吸附、水产养殖、冶金、钢铁、水泥、煤化工、电力等多种行业。

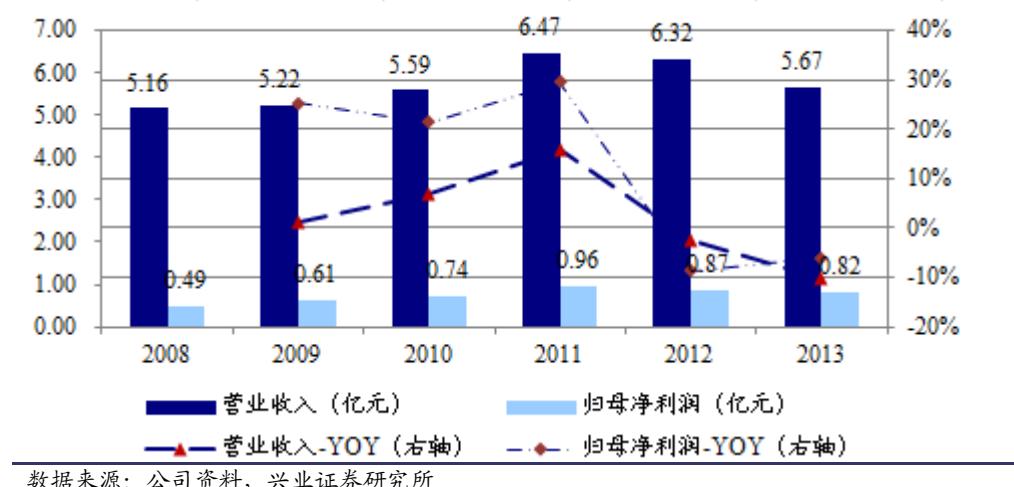
图1、公司各业务板块利润占比



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

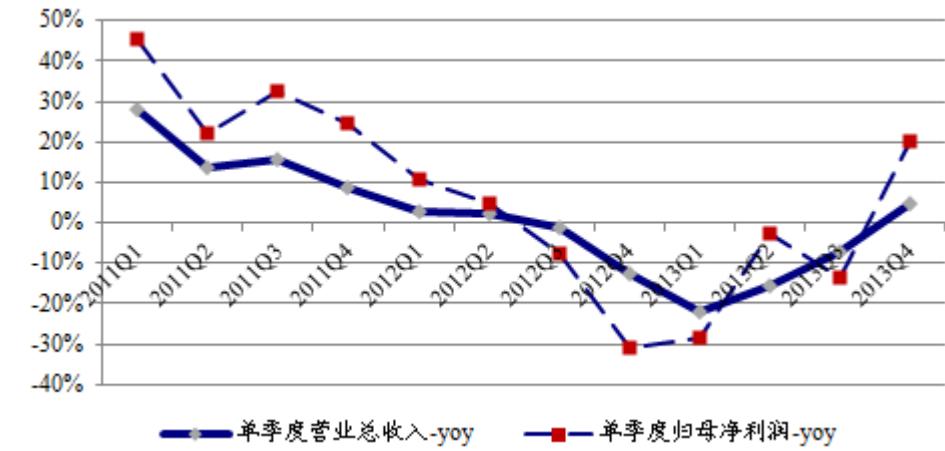
- 受下游行业需求萎缩影响，公司近2年业绩出现下滑；但受益于环保领域需求增加，公司2014年1~2月份订单同比实现正增长。公司披露2013年业绩快报，预计2013年公司实现营业收入5.67亿元，同比下降10%，原因为公司主要下游行业钢铁、水泥、煤炭等行业需求下滑；实现归属于母公司净利润8177万元，同比下降6%。公司近几年业绩变化如图2所示，公司2012年和2013年业绩都出现一定下滑，但如图3所示，公司单季度业绩同比增速正逐步改善，2013年四季度营收和净利润同比增速自2012年以来首次实现正增长。受益于下游污水处理和脱硫对风机需求的增长，我们预计，公司2014年1~2月份订单实现20%左右的增速。

图2、公司年度业绩变化



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图3、公司单季度业绩增速变化



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

- 政府加强污水处理管制，公司风机产品需求平稳增长。公司产品罗茨鼓风机和离心鼓风机在水处理工艺中的生化反应和反冲洗过程中是鼓风传氧曝气的基本设备，主要适用于化工、建材、食品等点源污水治理，也适用于小城市污水处理厂。目前，金通灵的核心产品单级高速离心鼓风机更适用于市政污

水处理，而公司的核心产品罗茨鼓风机更适用于处理能力较小的点源污水处理。为进一步开拓市政污水领域市场，公司已与韩国企业签订其离心鼓风机中国代理合同，为市政项目提供稳定性更高、节能效果更强的空气悬浮离心风机，公司未来将通过加大与设计院、工程公司的合作逐步开拓市政污水处理市场。另外，公司未来可通过承接污水处理 EPC 项目、根据市场需求重新生产移动污水处理设备（公司子公司曾经生产过，但当时市场需求不好，后来生产停止）等方式进一步做大公司营收。

- **电厂脱硫管理趋严，脱硫塔改造增加罗茨鼓风机需求。**电厂脱硫管理越来越严，电厂通过对已建成的脱硫塔改造，进一步缩减硫化物排放量。脱硫塔改造主要通过加高脱硫塔、加深药液池的方式进行，这就使得气体从脱硫塔底部鼓入脱硫塔需要更大的压力，即需要升压压力更大的罗茨鼓风机，催生公司产品的需求。升压压力越大，对罗茨鼓风机的技术要求越高，作为罗茨鼓风机行业龙头企业公司的受益程度更大。随着政府加大对雾霾的治理力度，电力、钢铁、有色和化工等行业对脱硫装置的改造和新建需求有望持续，支撑公司鼓风机产品的业绩增长。
- **外延式发展提供公司高成长可能性。**相比于公司核心产品鼓风机 20 亿的市场空间，离心鼓风机百亿的市场空间更加广阔。虽然公司已经在离心鼓风机领域从事研发和生产 10 年有余，但其技术与国内先进水平仍有一定差距。公司未来有望通过对污水和脱硫相关领域用离心风机标的的收购实现公司的外延高速增长。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 13-15 年的 EPS 分别为 0.26、0.31 和 0.36 元，净利润增长率分别为-6%、18% 和 17%，对应 13、14 年 PE 分别为 28 倍和 23 倍。

公司是国内罗茨鼓风机行业的龙头企业，目前市场占有率为 20% 上下，在近两年传统下游行业冶金和化工等对鼓风机需求萎缩的背景下，公司业绩出现负增长。公司未来有望通过三方面来提升业绩：1) 2013 年开始下游环保行业（污水处理和脱硫）用鼓风机订单平稳快速增长，2013 年此部分营收约在 1 亿元左右（贡献公司 20% 左右的毛利），随着政府对污水和大气污染治理的强度逐步增加，环保领域需求对公司业绩的提升过程将持续；2) 公司有望通过外延式发展，进一步抢占离心鼓风机市场，或开拓新的压缩机市场，这将有效拉动公司业绩的迅速提升；3) 公司正研发低成本罗茨鼓风机产品，将在未来投放市场的过程中收回公司近 2 年失去的部分市场，对业绩增长起正面影响。我们首次覆盖公司，给予公司“增持”评级。

- **风险提示：**冶金和化工等行业对鼓风机需求大幅下降、国家政策对污水和大气污染的治理不达预期

附表

资产负债表

会计年度	单位:百万元			
	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	646	773	848	959
货币资金	310	422	435	470
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	121	128	152	181
其他应收款	5	5	5	6
存货	163	158	186	221
非流动资产	293	262	252	252
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	48	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	186	195	198	197
在建工程	25	17	14	12
油气资产	0	0	0	0
无形资产	32	32	32	32
资产总计	939	1034	1100	1211
流动负债	208	293	321	381
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	152	178	209	249
其他	56	115	112	132
非流动负债	32	23	26	26
长期借款	0	0	0	0
其他	32	23	26	26
负债合计	240	316	347	407
股本	312	312	312	312
资本公积	212	212	212	212
未分配利润	145	156	180	220
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	699	719	753	804
负债及权益合计	939	1034	1100	1211

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	632	567	675	805
营业成本	428	396	465	553
营业税金及附加	5	4	4	4
销售费用	57	51	61	72
管理费用	64	57	67	81
财务费用	-11	-15	-18	-19
资产减值损失	3	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	9	9	9	9
营业利润	95	81	102	120
营业外收入	6	13	10	10
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	100	93	110	129
所得税	12	11	13	16
净利润	87	82	97	114
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	87	82	97	114
EPS(元)	0.28	0.26	0.31	0.36

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长性				
营业收入增长率	-2.4%	-10.2%	19.0%	19.4%
营业利润增长率	-4.5%	-14.8%	25.4%	18.6%
净利润增长率	-8.9%	-6.3%	18.3%	17.3%
盈利能力				
毛利率	32.3%	30.2%	31.1%	31.4%
净利率	13.8%	14.4%	14.4%	14.1%
ROE	12.5%	11.4%	12.9%	14.1%

现金流量表

会计年度	单位:百万元			
	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	87	82	97	114
折旧和摊销	17	18	21	23
资产减值准备	3	0	3	3
无形资产摊销	1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-15	-18	-19
投资损失	-9	-9	-9	-9
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	11	67	-36	-20
经营活动产生现金流量	117	121	69	90
投资活动产生现金流量	-55	39	-12	-11
融资活动产生现金流量	-72	-47	-45	-44
现金净变动	-10	112	13	35
现金的期初余额	97	310	422	435
现金的期末余额	87	422	435	470
偿债能力				
资产负债率	25.6%	30.5%	31.5%	33.6%
流动比率	3.11	2.64	2.64	2.52
速动比率	2.33	2.10	2.06	1.94
营运能力				
资产周转率	0.68	0.57	0.63	0.70
应收账款周转率	5.12	4.09	4.35	4.35
每股资料(元)				
每股收益	0.28	0.26	0.31	0.36
每股经营现金	0.37	0.39	0.22	0.29
每股净资产	2.24	2.30	2.41	2.58
估值比率(倍)				
PE	25.85	27.59	23.33	19.89
PB	3.23	3.14	3.00	2.81

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			姓名	办公电话	邮箱
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 翱	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。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形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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。