

国内辊压机行业龙头，期待新领域突破

利君股份（002651）新股报告

报告关键点：

- 在水泥熟料粉磨系统细分领域公司市场占有率达48%，未来需求较为平稳
- 2015年矿山领域用辊压机市场规模将近300亿元，市场开拓相对较晚
- 上市首日定价区间为31.24-39.20元

报告摘要：

- 公司为国际领先的专业粉磨系统整体解决方案提供商。公司主营业务为向水泥粉磨系统提供配套设备选粉机，2011年上半年，公司的水泥、矿山辊压机产品销售占主营收入的比重达到95.95%。是公司主要业务来源。近年来，公司大力开拓辊压机在水泥生料及矿山等领域的应用，2010年，水泥生料及矿山用辊压机业务收入同比增长177.3%、1555%。公司一直专注于高效、节能、环保的辊压机及其配套设备的研发、制造和销售，致力于为水泥、矿山等生产领域提供粉磨系统的最佳解决方案。
- 优于传统生产工艺，辊压机在节能降耗、提升效率等方面优势明显。与传统的破碎机相比，辊压机可以节能20%-40%，节电效益明显；增加产量达50%-100%，提高了整个系统的生产效率；可以节省土建投资，便于对原有粉磨系统进行改造；易于向大型化发展。
- 矿山行业对辊压机的市场需求空间值得期待。在矿山领域，辊压机可以代替圆锥破碎机或球磨机，主要应用于铁矿及有色金属选矿领域，随着行业产能逐步提升，预计2011-2015年，铁矿石及有色金属行业对辊压机的新增需求约有75亿元-256亿元；同时，选矿行业技改带来需求规模约43亿元。截止2011年9月30日，公司尚未执行的矿山行业订单约1.8亿元，约占2010年该业务收入的1.64倍。
- 水泥熟料粉磨领域保持平稳，生料粉磨系统具有潜力。目前我国水泥行业产能严重过剩，业务增长主要来自已批项目建设及旧有项目的技改需求。水泥熟料粉磨市场中辊压机应用较为成熟。但在水泥生料粉磨系统应用较晚，2007年，辊压机终粉磨系统在新建水泥生料粉磨系统中占比仅为5.6%，到2011年上半年，提高至28%。截止2011年9月30日，公司尚未执行的水泥辊压机合同金额为14.5亿元。约占2010年该业务收入的1.2倍。
- 募投项目：突破产能发展瓶颈，聚焦高端产品市场开拓。此次公司募集资金主要投向大型辊压机系统产业化基地建设、小型系统集成辊压机产业化建设项目以及辊压机粉磨技术研发中心等项目，项目达产后将新增各类辊压机产能181台套，新增销售收入15.5亿元，新增利润3.9亿元。
- 上市首日定价区间为31.24-39.20元。我们预计2011-2013年公司收入增长率为10%、20%、25%，未来三年EPS分别为1.42、1.70、2.14元。我们选取天地科技、山东矿机、太原重工、川润股份作为可比公司，参照可比公司估值水平，给予公司2011年动态PE为20-24倍较为合理，上市首日定价区间为31.24-39.20元。
- 风险提示。水泥辊压机市场规模下降的风险；矿山辊压机市场开拓的风险；技术外泄的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	761.3	1,448.3	1,594.1	1,914.8	2,394.9
Growth(%)	50.0%	90.2%	10.1%	20.1%	25.1%
净利润	275.1	576.5	570.5	682.6	857.1
Growth(%)	61.6%	109.6%	-1.0%	19.7%	25.5%
毛利率(%)	51.6%	53.7%	52.6%	51.7%	51.2%
净利润率(%)	36.1%	39.8%	35.8%	35.7%	35.8%
每股收益(元)	0.76	1.60	1.42	1.70	2.14
每股净资产(元)	0.82	1.38	5.18	6.71	8.64
净资产收益率(%)	92.8%	115.8%	27.5%	25.4%	24.7%

敬请阅读本报告正文后各项声明

上市首日定价区间：

31.24 - 39.20 元

报告日期：2011-12-21

发行数据

总股本(万股)	36,000
发行数量(万股)	4,100
网下发行(万股)	800
网上发行(万股)	3,300
保荐机构	广发证券股份有限公司
发行日期	2011-12-26
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

何亚民	40.33%
何佳	39.00%
魏勇	20.00%
张乔龙	.67%

王书伟

021-68763578
执业证书编号

张仲杰

021-68767839
执业证书编号

行业分析师

wangsw@essence.com.cn
S1450511090004

高级行业分析师

zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

目 录

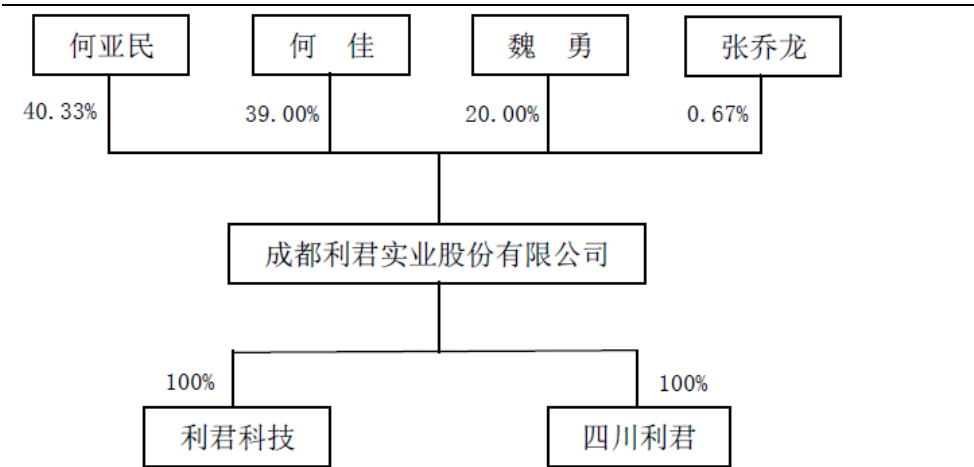
1. 国际领先的专业粉磨系统整体解决方案提供商	3
1.1. 公司概况及股权结构	3
1.2. 公司主业快速增长，产品结构不断优化	3
2. 辊压机行业未来发展聚焦新领域的拓展	4
2.1. 矿山用辊压机市场新增需求、技改需求潜力大	5
2.1.1. 矿山领域，相较传统工艺，辊压机具备节能降耗、降本增效优势	5
2.1.2. 铁矿石粉磨领域：未来五年新增需求总计 42 亿元-124 亿元	6
2.1.3. 有色金属矿选粉磨领域：未来五年新增需求总计 33 亿元-132 亿元	6
2.1.4. 产业结构调整、节能降耗政策力推旧有设备的更新改造	7
2.1.5. 高技术壁垒，国内行业竞争者寡	7
2.2. 水泥行业辊压机需求总量平稳，生料粉磨领域具开拓潜力	8
2.2.1. 水泥行业产能过剩，需求源于已批项目新建进程	8
2.2.2. 节能降耗政策驱动原有项目技改加快	9
3. 募投项目：破局产能发展瓶颈，抢占高端市场领域	10
4. 风险提示	10
5. 盈利预测及估值分析	11

1. 国际领先的专业粉磨系统整体解决方案提供商

1.1. 公司概况及股权结构

- 公司由成都市利君实业有限责任公司整体变更设立，注册资本 3.6 亿元，是一家专业从事水泥、矿山行业粉磨工艺及核心设备研发、制造、销售和服务的高新技术企业。主营业务为向水泥粉磨系统提供配套设备选粉机，公司在 2003 年自主研发并成功生产出第一台辊压机。其后，公司一直专注于高效、节能、环保的辊压机及其配套设备的研发、制造和销售，致力于为水泥、矿山等生产领域提供粉磨系统的最佳解决方案。
- 公司主导产品——CLF 系列辊压机及配套的 V 型选粉机已广泛应用于水泥生料、熟料粉磨、冶金矿山等领域。在水泥辊压机市场，公司 2008 年、2009 年来一直稳居第一位，是世界最大水泥制造企业法国 Lafarge 公司、墨西哥 Cemex 公司的合格供应商。
- 公司一直致力于研究开发高效、节能、环保的辊压机及其配套设备。公司拥有 27 项核心技术获得了国家专利技术，其中，国家发明专利 5 项。多项专利和技术成果获四川省和成都市科技进步奖。技术处于国内领先、国际先进水平，强大的自主研发能力使公司成为国内最大、创新能力最强的辊压机研发与生产基地。
- 公司控股股东、实际控制人为何亚民。何亚民先生持有公司 145.2 百万股，占发行前总股份的 40.33%，作为公司实际控制人，何亚民直接持有、并联合其女何佳共控制公司合计 79.33% 的股份；此次股票发行后，何亚民、何佳父女合计持有公司 71.22% 的股份。

图 1 公司此次发行前股权结构图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 1 公司发行前后股东持股变动情况

序号	股东名称	此次发行前持股		此次发行后持股	
		数量（百万股）	比例（%）	数量（百万股）	比例（%）
1	何亚民	145	40.33%	145	36.21%
2	何佳	140	39.00%	140	35.01%
3	魏勇	72	20.00%	72	17.96%
4	张乔龙	2	0.67%	2	0.60%
5	社会公众股	-	-	41	10.22%
合计		360	100%	401	100%

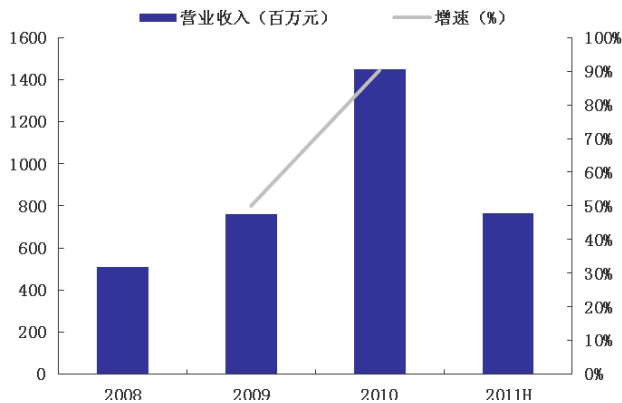
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 公司主业快速增长，产品结构不断优化

- 2008-2010 年，公司营业收入分别为 507.5 百万元、761.3 百万元、1,448.3 百万元，营业收入年复合增长率为 69.8%；净利润分别为 170.2 百万元、275.08 百万元和 576.5 百万元，净利润年复合增长率为 84%。2011 年 1-6 月，公司营业收入

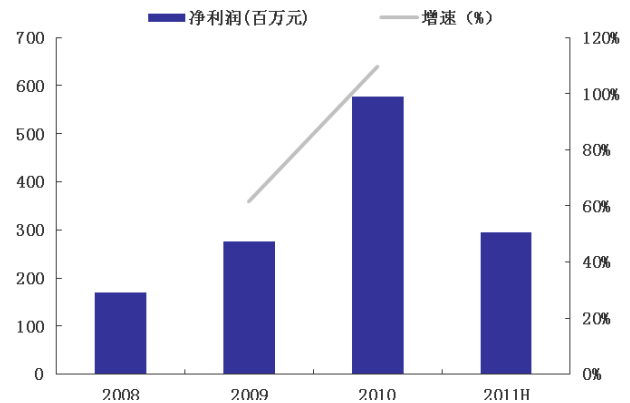
为 765.9 百万元，净利润为 295.4 百万元，公司业务规模和盈利水平均保持高速增长，经营状况稳定，体现了良好的成长性。

图 2 近三年公司营业收入 CAGR 为 68.9%



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

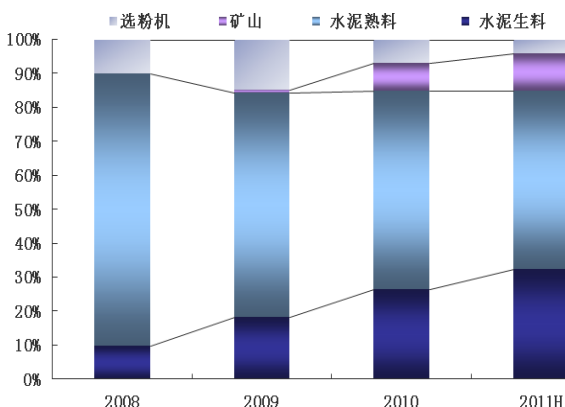
图 3 近三年公司净利润 CAGR 为 84%



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

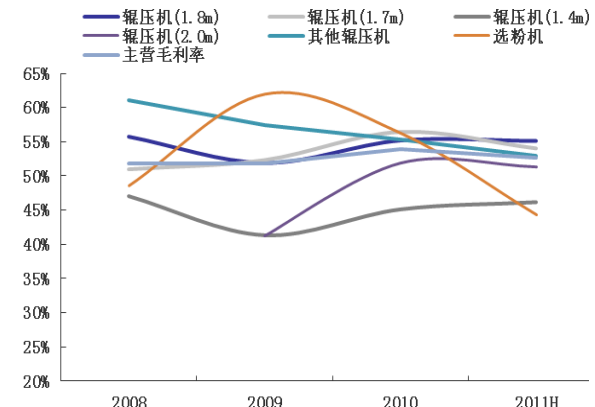
- 公司收入主要来源于水泥、矿山辊压机产品的销售。近三年一期，二者占主营业务收入的比例分别为 90.06%、85.34%、93.22%和 95.95%。近年来，公司大力开拓辊压机在水泥生料及矿山等领域的应用，2009-2010 年，公司水泥生料用辊压机业务收入同比增长 187.2%、177.3%。
- 公司 2009 年自主研发符合辊面材料，使得辊压机成功应用于矿山行业，由于基数较低，公司 2010 年矿山用辊压机收入增长 15.5 倍。近三年一期，公司各种类型的辊压机业务毛利率均处于 45%以上的较高水平，主营业务毛利率分别达到 52%+1%，盈利能力十分突出。

图 4 公司主营业务主要以水泥、矿山领域为主



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 5 各类产品毛利率均维持在 45%以上的较高水平



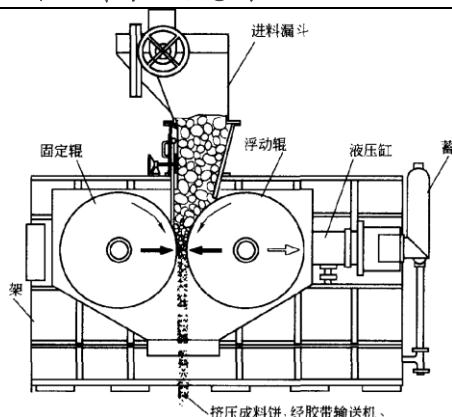
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 辊压机行业未来发展聚焦新领域的拓展

- 粉磨技术的应用起源于人类的食物粉碎装置，随着蒸汽引擎的广泛应用，1790 年出现了第一套辊式磨，1858 年后又陆续出现了用于硬质原料破碎的鄂式破碎机、锤式破碎机及球磨机。1977 年，德国人 Schonert 发明了辊压机，开启了高效节能粉磨技术的新时代。
- 与传统的破碎机相比，辊压机由液压系统提供的挤压力使固定辊与活动辊之间的压力达到几百吨甚至上千吨，物料在该封闭的空间内相互挤压形成高压料层粉碎，从而达到高效节能。
- 根据辊压机在水泥行业多年实践应用，其具有以下特点：
 - ◆ 降低电耗：用辊压机粉磨物料，可以使粉磨系统的总电耗显著降低，比传统粉磨方式节能 20%-40%，节电效益明显。
 - ◆ 提高产量：在粉磨系统中安装辊压机，可以使粉磨设备的潜在能力得以充分发挥，增加产量达 50%-100%，提高了整个系统的生产效率。

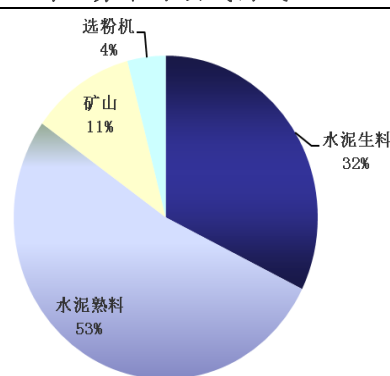
- ◆ 节省投资：对于同样生产能力要求的辊压机与传统的球磨机相比，辊压机占用厂房空间小，可以节省土建投资，同时也便于对原有粉磨系统进行改造。
- ◆ 更环保：物料在挤压辊罩内，被连续稳定地挤压粉碎，有害粉尘不易扩散，同时，由于近乎无冲击发生，故辊压机的噪音比管磨机小得多。
- ◆ 易于向大型化发展：传统球磨机受到加工、运输、热处理、装配等条件的限制，其向大型化的发展受到很大的制约。配置辊压机的粉磨系统很好地解决了此类问题，使粉磨系统向大型化发展变成了现实。

图 6 辊压机工作原理示意图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 7 2011 年 H 公司业务下游领域构成



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 辊压机为目前最高效、最节能的粉碎设备之一，不仅适用于水泥行业，而且适用于矿山、冶金、化工等行业脆性物料的粉磨，在这些行业均可达到节能降耗的效果。

2.1. 矿山用辊压机市场新增需求、技改需求潜力大

2.1.1. 矿山领域，相较传统工艺，辊压机具备节能降耗、降本增效优势

- 在矿山行业，目前广泛采用“三段破碎加两段磨矿”、“自磨机”、“辊压机”等三种生产工艺流程，辊压机工艺是最新、最高效、最节能的生产工艺，属于市场开拓阶段。
- 我国选矿厂一般采用“三段破碎加两段磨矿”工艺，其中破碎环节的粗破多用颚式破碎机，中破使用标准型圆锥式破碎机，细破采用短头型圆锥式破碎机。两段磨矿环节一般采用球磨机或棒磨机。

表 2 传统“三段破碎加两段磨矿”生产工艺流程性能指标

工艺阶段名称	产品粒级 (mm)	能效比 (%)	特点
碎矿	粗破	200-300	该工艺流程能耗高,处理能力较小
	中破	60-80	
	细破	30-40	
磨矿	粗磨	1.0-0.3	
	细磨	更细	

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 对于矿石品位较低，处理能力要求更大的选矿企业，一般采用自磨机。即原矿经颚式破碎机粗破后，进入自磨机，自磨机的产品粒级可达到 3mm，后续经球磨机细磨后即为成品。选用自磨机的工艺流程具有处理量大的特点，比较适合品位低的有色金属选矿，但自磨机能效比更低，属于高能耗的粉磨设备。

表 3 自磨机生产工艺流程性能指标

工艺阶段名称	产品粒级 (mm)	能效比 (%)	特点
碎矿	粗破	300-400	该工艺流程能耗更高,但处理能力非常大,适用于处理品位较低的有色、稀贵金属矿石
磨矿	自磨机	小于 3	
	球磨	更细	

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 辊压机作为目前能效较高的粉磨设备，从传统工艺流程中细破的产品粒级来看，

完全可取代圆锥破碎机或球磨机用于细破及部分磨矿工艺。辊压机的处理能力较大,最大给料粒度可达 60mm-80mm,成品的粒度可达 1.0mm 以下。应用辊压机的工艺流程,能够充分发挥辊压机的高生产能力、高能量转化率、高破碎比和充分的选择性破碎等优势,简化磨矿作业,从而达到节能降耗、提高产量、简化工艺流程、降低成本的目的。

表 4 辊压机生产工艺流程性能指标

工艺阶段名称	产品粒级 (mm)	能效比 (%)	特点
碎矿	粗破	200-300	节能降耗、处理量大、还提高矿石解离度、缩短工艺流程、节省投资
	中破	60-80	
	辊压机	1.0 或更细	
磨矿	粗磨	0.1-0.075	
	细磨	更细	

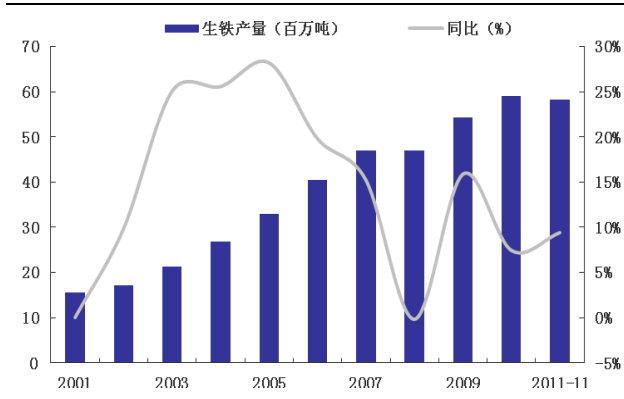
数据来源:招股说明书,安信证券研究中心

- 金属矿石的破碎和粉磨在选矿工艺系统中占有重要地位,破磨工艺电耗占选矿工艺总电耗的 50%-60%,其设备和基建费占总投资的一半以上。

2.1.2. 铁矿石粉磨领域:未来五年新增需求总计 42 亿元-124 亿元

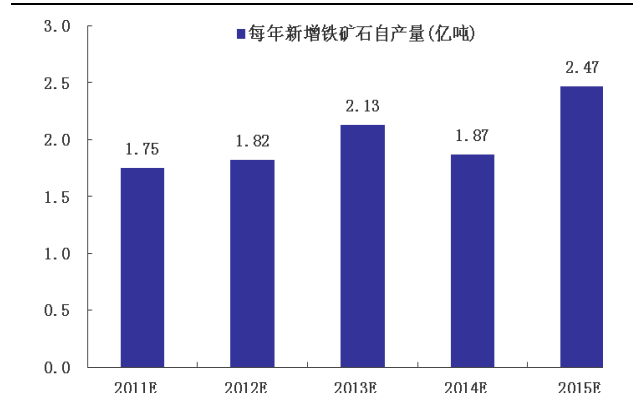
- 矿山开采中,非煤矿主要包括黑色金属及有色金属,其中黑色金属最主要的部分是铁矿的开采。
- 未来中国经济持续较快的增长将对钢材产生旺盛的需求,但增速将稳步放缓。2001 年,中国生铁产量为 1.56 亿吨,至 2010 年达到 5.90 亿吨,10 年来复合增长率 16%。预计到 2015 年,我国生铁产量将达到 7.67 亿吨。按 1 吨生铁需 1.6 吨铁精矿,铁矿石自给率 52%计算,则 2015 年铁精矿需求量将达 12.28 亿吨。
- 由于国内铁矿石储量不足,大多需要进口,2009 年铁矿石的自给率仅为 27%。随着新建矿山的投产,未来 3 至 5 年国产铁矿自给率将逐步提升,预计 2015 年铁矿石自给率将提至 52%左右。
- 但我国铁矿石资源品位相对不高,据冶金矿山协会统计,我国现已查明的铁矿石资源储量为 613 亿吨,其中富矿仅占 1.6%。2009 年铁矿石平均品位仅为 30.95%,预计未来铁矿石的平均品位将持续下降,至 2015 年平均品位将下降到 28%左右。

图 8 10 年来我国生铁产量 CAGR 达到 16%



数据来源:招股说明书,安信证券研究中心

图 9 未来五年新增铁矿石总量达 10.04 亿吨



数据来源:招股说明书,安信证券研究中心

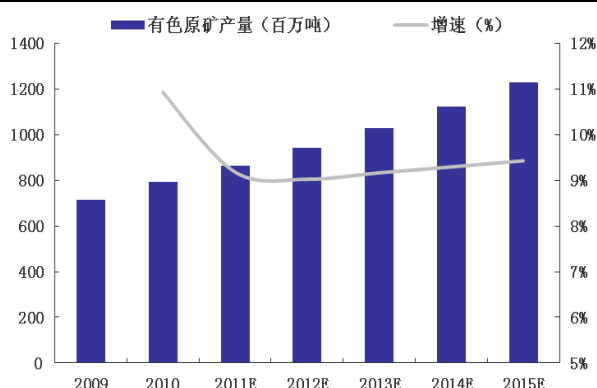
- 根据如上预测,未来 5 年铁矿石共计新增产量将达到 10.04 亿吨。根据公司过往合同业绩及经验,新建 200 万吨铁矿石生产线,辊压机的投资额约为 1,000 万元-3,000 万元,因此,2011 年-2015 年铁矿石新增产量对辊压机的需求总计将达到 42 亿元-124 亿元。

2.1.3. 有色金属矿选粉磨领域:未来五年新增需求总计 33 亿元-132 亿元

- 2009 年,我国主要有色金属产量约为 3,113.05 万吨,根据各有色金属平均品位测算的原矿产量约为 71,400 万吨。预计随国民经济的发展,我国对有色金属的

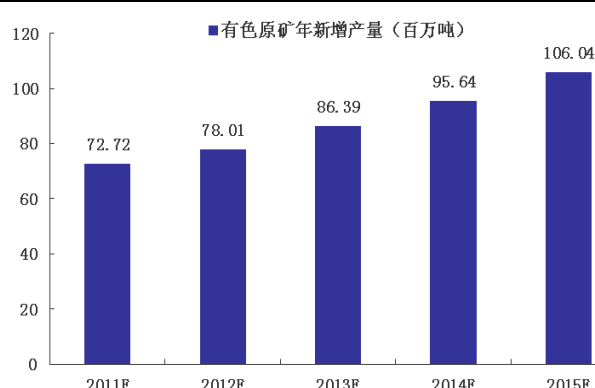
需求量将保持平稳增长。2010 年主要有色金属原矿产量约为 79,204 万吨，预计至 2015 年将达到 123,084 万吨。

图 10 未来五年我国有色原矿产量年均增长 9.2%



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 11 未来五年新增有色金属原矿总量达 4.39 亿吨



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 根据以上预测，未来 5 年有色金属原生矿新增产量共计 43,880 万吨。根据签订的合同订单及经验数据，新建一条年处理 100 万吨有色金属生产线，辊压机的投资额约为 750 万元-3,000 万元，因此，2011 年-2015 年有色金属新增产量对辊压机的需求总计将达到 33 亿元-132 亿元。

2.1.4. 产业结构调整、节能降耗政策力推旧有设备的更新改造

- 矿山行业属于高能耗产业，选矿工艺中破磨流程的设备投资占整个选矿工艺设备总投资的 70%，能耗占比高达 60-70%，在国家大力推进节能减排政策的背景下，预计现有的选矿企业会逐步选择技改，大比例的采用辊压机替代传统粉磨设备，截止 2008 年我国大中型选矿企业 3984 家，有色金属选矿企业 2539 家，假设每家选矿企业拥有一条生产线，则市场规模估计有 6523 条生产线。
- 由于大中型矿山企业担负起矿山企业环保和节能减排示范效应，在国家产业结构调整、节能降耗大背景下，保守估计，未来几年大型矿山企业落后粉磨设备更新率以年均 5% 的速度进行，则该细分市场每年的市场规模将达到 32 亿元左右。
- 截止 2007 年，我国小矿山企业 11.5 万家，占全国矿山企业总数的 92.18%，保守预计小型矿山设备更新率每年 1%，小型系统集成辊压机年需求量至少 1150 套，每年的市场规模将达到 11 亿元左右。

随着行业内企业产能的逐步提升，预计 2011 年-2015 年，铁矿石及有色金属新增产量对辊压机的需求总量将达到 75 亿元-256 亿元；同时，预计铁矿石及有色金属选矿行业技改对辊压机的需求将达到 43 亿元。可见，未来几年矿山行业对辊压机的市场需求空间非常广阔。

2.1.5. 高技术壁垒，国内行业竞争者寡

- 在矿山粉磨市场，我国辊压机在矿山领域的应用要晚于国外，2007 年，我国引进德国辊压机应用于马鞍山凹山矿，开启了国内矿山行业应用辊压机的历史，但其后并未大规模推广，其原因在于进口设备价格高，辊压机在矿山应用的配套系统及工艺设备未及时跟上。
- 由于金属矿石对辊压机的稳定性、耐磨性要求更高，多数企业在关键技术（如辊面材料、液压、电控及传动系统等）方面尚未突破，成功进入矿山辊压机市场的企业较少。公司经过多年的研发和试验，2009 年在突破矿山矿石粉磨的关键技术后，打开了国产辊压机应用于矿山的大门，也为矿山辊压机未来发展带来了巨大的成长空间，当年销售 3 套，2010 年达到 16 套，截止 2011 年 9 月 30 日，公司尚未执行的矿山行业订单约 1.8 亿元，由于其在节能降耗同时可提升产量与质量，国内矿山企业开始迅速接受辊压机的粉磨方案，需求呈现高速增长势头，国内市

场占有率已领先于国内与国际竞争对手。

- 目前国内主要有公司、合肥肥西和中信重工三家企业能够进入矿山辊压机粉磨设备市场。国外企业如德国洪堡、伯利休斯、魁伯恩以及美卓、山特维克等规模也较大，产品系列丰富，已成为知名的跨国企业，可提供部分粉磨设备，但基于成本高、服务难等因素，在与国内企业竞争中处于劣势。
- 由于技术水平要求较高，使进入者数量较少，并且企业现有生产能力不足，预计在未来一定时期内，矿山辊压机市场仍将呈现供不应求的状况。

2.2. 水泥行业辊压机需求总量平稳，生料粉磨领域具开拓潜力

- 在水泥粉磨市场，辊压机已广泛应用于水泥生料、熟料的粉磨中。
- 水泥熟料粉磨市场，辊压机的应用较为成熟，目前应用的粉磨设备主要有球磨机、立磨、辊压机：
 - ◆ 由于球磨机能耗较高，目前已基本不会将其作为单独的粉磨设备，而是与辊压机或立磨组成联合粉磨系统。
 - ◆ 立磨终粉磨系统、辊压机终粉磨系统虽然电耗低，但由于其所生产的水泥产品质量不达标而未得到广泛推广。
 - ◆ 目前技术最为成熟、产品质量较高、系统产量较为稳定的是辊压机联合粉磨系统，其电耗较单独使用球磨机降低约 30%，目前已广泛应用于水泥熟料粉磨中。因此，在水泥熟料粉磨设备市场，目前主要为各辊压机制造企业之间的竞争。
- 水泥生料粉磨市场未来应用潜力较大
 - ◆ 水泥生料粉磨原有的方式为立磨终粉磨系统与球磨机系统。
 - ◆ 但在节能减排政策的推动下，单独的球磨机系统逐步被淘汰，立磨终粉磨系统逐步垄断该市场。2007 年，在新建水泥生料粉磨系统中，辊压机终粉磨系统占比仅为 5.6%，到 2011 年上半年，辊压机在水泥生料粉磨市场的应用比例提高到 28%。
- 据中国水泥协会统计数据显示，截止 2009 年底，已有近 1,000 套国产辊压机应用在全国水泥生产线上，辊压机国产化比例达到 90%以上。随着我国辊压机技术的不断成熟，凭借性价比优势和国家政策支持的大力推动，未来国产化比例将进一步提高。

2.2.1. 水泥行业产能过剩，需求源于已批项目新建进程

- 目前我国水泥行业产能严重过剩，属于国家限制发展的产业。根据发改委公布的统计数据，2008 年我国水泥产能 18.7 亿吨，2009 年水泥新增产能 1.95 亿吨，达到 20.65 亿吨，产能利用率分别为 74.28%和 78.83%。由于产能利用率低，发国家将严格控制新建水泥生产线的审批。
- 依据国家工业和信息化部对水泥行业落后产能淘汰的要求，预计 2011 年新型干法产能增长 15.8%，淘汰落后产能 13,000 万吨，新增产能 2 亿吨；2012 年新型干法产能增长 6.85%，淘汰落后产能 1 亿吨，新增产能 1 亿吨。同时，再动态考虑水泥市场需求，预计“十二五”期间水泥产能以每年 1.5%的速度增长，则 2013 年将淘汰落后产能 1,000 万吨，新增产能 4,000 万吨；2014 年将新增产能 3,000 万吨。按照每条生产线日产 2,500 吨，年产 100 万吨计算，预计 2011 年-2014 年新建水泥生产线分别为 160 条、110 条、40 条、30 条。
- 新建水泥生产线中，水泥熟料粉磨将全部使用辊压机；水泥生料粉磨中辊压机的应用比例将逐年提高，2007 年为 6%，2010 年上升到 20%，预计 2014 年将达到 50%左右。则 2011 年-2014 年新建水泥生产线对辊压机的需求为 200 套、143 套、56 套、45 套。

表 5 水泥新建生产线新增需求

项 目	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E
新建生产线（条）	160	110	40	30
熟料粉磨对辊压机的需求（套）	160	110	40	30
辊压机在水泥生料粉磨系统的应用比例（%）	25	30	40	50
生料粉磨对辊压机的需求（套）	40	33	16	15
新建生产线对辊压机总需求（套）	200	143	56	45

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2.2. 节能降耗政策驱动原有项目技改加快

- 辊压机联合粉磨系统为目前最成熟的水泥熟料粉磨工艺系统，其电耗较传统球磨机系统降低约 30%，且所生产的水泥质量较好，已成为各水泥生产线的必选系统。在国家大力推进水泥行业节能减排、淘汰落后产能的背景下，2004 年以前建成投产的新型干法水泥生产线的生料粉磨系统和熟料粉磨系统基本上采用球磨机，能耗较高，均会进行技术改造。
- 截止 2004 年末，全国共有新型干法水泥生产线 499 条，因此未来需要技改的生产线为 499 条。
- 在需要技改的水泥生产线中，水泥熟料粉磨将全部使用辊压机；水泥生料粉磨中，辊压机的应用比例将逐年提高，预计 2014 年将达到 50% 左右。则 2011 年-2014 年技改水泥生产线对辊压机的需求为 88 套、143 套、196 套、225 套。

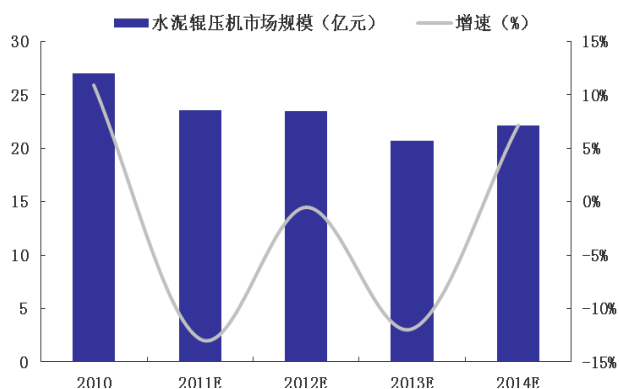
表 6 水泥原有项目技改带来的需求

项 目	2011E	2012E	2013E	2014E
技改生产线（条）	70	110	140	150
熟料粉磨对辊压机的需求（套）	70	110	140	150
辊压机在水泥生料粉磨系统的应用比例（%）	25	30	40	50
生料粉磨对辊压机的需求（套）	18	33	56	75
技改生产线对辊压机总需求（套）	88	143	196	225

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

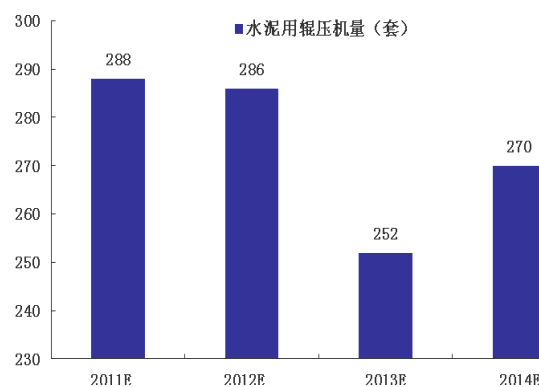
- 基于以上分析和预测，2011 年-2014 年，我国水泥行业辊压机市场需求量分别为 288 套、286 套、252 套、270 套。目前年产 100 万吨的辊压机主流型号为 1.7m 和 1.8m，销售均价约为 820 万元，以此价格测算，2011 年-2014 年我国水泥行业辊压机市场规模分别为 23.58 亿元、23.45 亿元、20.66 亿元、22.14 亿元。

图 12 未来五年水泥行业辊压机市场规模



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 13 未来五年水泥行业辊压机使用量



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 公司在水泥熟料粉磨系统领域已经占据了较大的市场份额，营业收入由 53% 来自于该领域，目前在该领域市场份额约 48%。
- 未来公司在水泥生料粉磨领域积极开拓市场，是其重大发展的领域之一。2007 年，公司研发的辊压机终粉磨系统开始应用于水泥生料的粉磨，其节能降耗效果较立磨终粉磨系统更好、系统产量更高。自此，立磨终粉磨系统垄断水泥生料粉

磨市场的局面被打破。2010 年公司水泥生料领域辊压机业务收入同比大幅增长 15.5 倍。截止 2011 年 9 月 30 日, 公司尚未执行的水泥辊压机合同金额为 14.5 亿元。

3. 募投项目：破局产能发展瓶颈，抢占高端市场领域

- 按照公司 1.7m×1.0m 的标准工时折算的折合台套数, 公司辊压机现有产能为 80 套, 只能满足水泥辊压机市场的需求, 随着矿山辊压机市场快速发展, 公司产能呈现严重不足。
- 此次公司募集资金主要投向大型辊压机系统产业化基地建设、小型系统集成辊压机产业化建设项目以及辊压机粉磨技术研发中心等项目, 主要为了满足矿山辊压机的市场需求, 公司致力于为矿山粉磨系统方案提供最佳解决方案。

表 7 募集资金项目情况

单位: 万元	募集资金投入	第一年	第二年	第三年	已投资额	占比 (%)
大型辊压机系统产业化基地建设项目	49,660	19,482	15,667	14,511	10,213.79	20.57
小型系统集成辊压机产业化基地建设项目	13,780	2,265	7,400	4,115	3,284.64	23.84
辊压机粉磨技术中心	10,965	630	6,800	3,535	82.53	0.75
合 计	74,405	22,377	29,867	22,161	13,580.96	18.25

数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

- 大型辊压机系统产业化基地建设项目: 募集资金投资项目达产后, 大型辊压机生产基地将新增产能 100 套(型号为 2.0m×1.2m 的折合台套), 折算成型号为 1.7m×1.0m 的辊压机约 125 套, 项目建设期 2.5 年, 达产期 2.5 年, 建成达产后, 项目每年将新增销售收入 110,000 万元, 新增净利润 30,355 万元, 将很大程度满足公司发展的需要, 产品结构更加优化, 公司的盈利能力将得到进一步提升。
- 小型辊压机(高压辊磨)系统产业化基地建设项目: 项目主要生产小型系统集成辊压机, 其结构紧凑、体积较小、易于搬运, 几乎无需额外的土建施工, 可以根据矿山的实际情况来配置使用。项目建成后, 主要生产辊径为 1.4m 以下的小型系统集成辊压机, 折算成型号为 1.7m×1.0m 的辊压机约 56 套。项目建设期 2 年, 达产期 2 年, 项目达产后, 项目每年将新增销售收入 45,000 万元, 新增净利润 8,701 万元。

表 8 募集资金项目达产后新增业绩情况

单位: 万元、套	现有产能	新增产能	达产期	新增销售收入	新增净利润
大型辊压机系统产业化基地建设项目	80	125	2.5 年	110,000	30,355
小型系统集成辊压机产业化基地建设项目		56	2 年	45,000	8,701
辊压机粉磨技术中心					
合 计	80	181	0	155,000	39,056

数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

- 募投项目完成后, 将有助于公司突破产能不足的瓶颈, 利用市场空间广阔的机遇, 拓展业务范围, 增强盈利能力。

4. 风险提示

公司主要风险主要有以下几点:

- 水泥辊压机市场规模下降的风险
为应对 2008 年金融危机, 我国推出 4 万亿投资计划, 国内大规模投资新建水泥生产线, 对辊压机产生了较大的市场需求, 2009 年公司新签订单总额约 18 亿元, 较 2008 年增加 6 亿元。随着政策的逐步实施, 辊压机的市场需求逐渐回到金融

危机前的水平，2010 年公司新签订单总额约 12 亿元，较 2009 年减少 6 亿元，截止 2011 年 9 月 30 日公司已签订尚未执行完毕的订单金额约 16.3 亿元。因此，2009 年新建水泥生产线大规模投资所带来的辊压机整体市场需求呈现爆发式增长具有一定的特殊性。

■ 技术外泄的风险

作为一种粉磨方式，辊压机高效节能的特点是由辊压机本身的结构和粉磨工艺系统所决定。公司在辊压机设备及粉磨系统工艺方面拥有多项技术，如粉磨工艺系统的设计、液压系统和电控系统的集成、辊压机耐磨层的生产和装配等。由于受生产场地及设备等因素制约，公司辊压机的轴芯、轴套、液压系统部件、电气控制系统部件等均采取外协定制或外购等方式生产，因此，若部分外协加工企业将公司零部件的设计图纸或加工诀窍等泄露给竞争对手，则公司存在技术外泄的风险。

■ 矿山辊压机市场开拓的风险

由于辊压机近年来刚开始应用于矿山行业，目前还未得到广泛的应用，如果矿山企业不愿意承担粉磨工艺变革的风险，仍然坚持使用传统的粉磨设备，如圆锥破碎机或球磨机，则辊压机在矿山行业的推广情况将不及公司的预期。此外，国际、国内竞争对手的有可能进入滚压辊压机市场，将导致公司在拓展矿山辊压机市场时面临的竞争加剧。

5. 盈利预测及估值分析

- 我们预计 2011-2013 年公司收入增长率为 10%、20%、25%，净利润分别增长-1.0%、19.7%、25.5%，2011-2013 年 EPS 分别为 1.42、1.70、2.14 元。
- 公司是国内辊压机行业的龙头企业，下游服务于水泥与矿山领域，在 A 股上市公司中，我们选取重型装备的相关上市公司天地科技、山东矿机、太原重工、川润股份作为可比公司，目前 A 股上述可比公司以目前股价对应于 2011 年平均市盈率为 22 倍，给予公司 2011 年动态 PE 为 20-24 倍较为合理，对应 2012 年动态 PE 区间为 16.7-20.05 倍，上市首日定价区间为 31.24-39.20 元。

表 9 可比公司估值表

公司代码	公司名称	股价	EPS			PE		
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
002272.SZ	川润股份	8.66	0.26	0.35	0.43	33	25	20
002526.SZ	山东矿机	14.99	0.47	0.60	1.05	32	25	14
600169.SH	太原重工	5.34	0.41	0.28	0.34	13	19	16
600582.SH	天地科技	18.88	0.67	0.98	1.24	28	19	15
均值		11.97	0.45	0.55	0.76	27	22	16

数据来源：Wind, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-12-19		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	50.0%	90.2%	10.1%	20.1%	25.1%
减: 营业成本	761.3	1,448.3	1,594.1	1,914.8	2,394.9	营业利润增长率	61.9%	108.8%	0.2%	20.0%	25.3%
营业税费	368.2	669.9	754.8	924.7	1,169.3	净利润增长率	61.6%	109.6%	-1.0%	19.7%	25.5%
销售费用	9.1	15.8	15.9	21.0	25.4	EBITDA 增长率	64.8%	113.3%	2.9%	20.8%	25.6%
管理费用	31.4	48.7	64.3	77.0	91.2	EBIT 增长率	64.6%	115.4%	1.1%	19.5%	25.3%
财务费用	47.9	54.2	90.9	100.5	117.3	NOPLAT 增长率	64.8%	117.4%	0.2%	19.2%	25.6%
资产减值损失	-15.7	-12.6	-6.6	-10.9	-13.6	投资资本增长率	220.5%	-53.9%	-197.8%	144.9%	11.2%
加: 公允价值变动收益	4.1	3.9	-	-	-	净资产增长率	-31.6%	68.0%	317.1%	29.6%	28.7%
投资和汇兑收益	3.9	-2.1	-6.4	-	-						
营业利润	0.1	2.5	1.8	1.5	1.9						
加: 营业外净收支	320.3	668.8	670.2	804.1	1,007.3	利润率					
利润总额	5.2	7.2	1.0	-1.0	1.0	毛利率	51.6%	53.7%	52.6%	51.7%	51.2%
减: 所得税	325.4	676.0	671.2	803.1	1,008.3	营业利润率	42.1%	46.2%	42.0%	42.0%	42.1%
净利润	50.4	99.4	100.7	120.5	151.2	净利润率	36.1%	39.8%	35.8%	35.7%	35.8%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	40.8%	45.7%	42.7%	43.0%	43.1%
货币资金	716.6	646.7	1,997.8	2,353.4	3,103.8	EBIT/营业收入	40.0%	45.3%	41.6%	41.4%	41.5%
交易性金融资产	8.5	6.4	-	-	-	运营效率					
应收账款	92.2	160.9	185.1	217.5	275.0	固定资产周转天数	20	9	28	56	67
应收票据	53.7	73.4	96.6	106.6	139.3	流动营业资本周转天数	-169	-107	-80	-58	-40
预付帐款	36.1	14.6	-16.5	-50.5	-96.0	流动资产周转天数	502	289	412	510	504
存货	271.3	193.7	227.5	273.0	348.8	应收帐款周转天数	31	27	34	33	32
其他流动资产	5.4	45.6	15.5	17.7	19.1	存货周转天数	105	58	48	47	47
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	540	319	492	631	619
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-133	-78	0	63	75
长期股权投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROE	92.8%	115.8%	27.5%	25.4%	24.7%
固定资产	35.2	33.7	214.4	381.3	509.4	ROA	21.5%	44.8%	18.6%	18.8%	18.7%
在建工程	7.9	59.1	299.4	289.1	246.5	ROIC	-194.0%	-131.6%	-286.2%	348.7%	178.8%
无形资产	47.0	46.0	43.0	40.2	37.6	费用率					
其他非流动资产	3.5	6.5	10.1	10.8	11.4	销售费用率	4.1%	3.4%	4.0%	4.0%	3.8%
资产总额	1,277.4	1,286.6	3,072.9	3,639.2	4,595.0	管理费用率	6.3%	3.7%	5.7%	5.2%	4.9%
短期债务	-	-	-	-	-	财务费用率	-2.1%	-0.9%	-0.4%	-0.6%	-0.6%
应付帐款	111.2	149.9	176.9	211.8	271.0	三费/营业收入	8.4%	6.2%	9.3%	8.7%	8.1%
应付票据	-	42.8	43.4	56.2	69.1	偿债能力					
其他流动负债	868.5	592.1	780.2	691.8	823.5	资产负债率	76.8%	61.3%	32.4%	26.1%	24.7%
长期借款	-	-	-	-	-	负债权益比	330.8%	158.3%	48.0%	35.3%	32.9%
其他非流动负债	1.2	3.7	3.2	4.2	5.4	流动比率	1.21	1.45	2.52	3.09	3.35
负债总额	980.8	788.5	996.9	949.5	1,137.7	速动比率	0.93	1.21	2.29	2.80	3.04
少数股东权益	-	-	-	-	-	利息保障倍数	19.45	51.93	100.37	72.92	72.83
股本	100.0	360.0	401.0	401.0	401.0	分红指标					
留存收益	196.5	138.1	1,676.5	2,290.9	3,062.3	DPS(元)	-	1.04	0.14	0.17	0.21
股东权益	296.5	498.1	2,077.5	2,691.9	3,463.3	分红比率	0.0%	65.0%	10.0%	10.0%	10.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	股息收益率					
净利润	275.1	576.5	570.5	682.6	857.1	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	5.7	5.7	17.3	29.4	39.7	EPS(元)	0.76	1.60	1.42	1.70	2.14
资产减值准备	4.1	3.9	-	-	-	BVPS(元)	0.82	1.38	5.18	6.71	8.64
公允价值变动损失	-3.9	2.1	-6.4	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	0.1	0.1	-6.6	-10.9	-13.6	PB(X)	-	-	-	-	-
投资收益	-0.1	-2.5	-1.8	-1.5	-1.9	P/FCF	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
营运资金的变动	325.1	-266.3	162.2	-99.2	72.2	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
经营活动产生现金流量	625.8	314.4	735.3	600.5	953.4	CAGR(%)	35.4%	14.1%	23.3%	25.1%	24.6%
投资活动产生现金流量	-34.8	-74.2	-404.6	-186.8	-127.1	PEG	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	-444.5	-347.5	1,015.6	-57.4	-72.1	ROIC/WACC					
						REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

王书伟，机械行业分析师，主要负责工程机械、基础件、及工业制冷与空调设备等行业的分析研究；华东师范大学经济学硕士，3年证券行业研究经验，2011年加入安信证券研究中心。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获2008年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9年机械行业工作经验，10年证券从业经历，2009年8月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

王书伟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅

021-68765913

张勤

021-68763879

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034