

利君股份(002651)新股定价报告

从水泥建材向矿山市场进军的辊压机领先生产商

机械设备/专用设备

定价区间
29.40—36.75 元

发布时间: 2012 年 1 月 5 日

投资要点:

- 公司是国内领先的辊压机专业生产厂商。公司的辊压机产品在国内具有较强的竞争优势,最近几年的综合毛利率保持在 50%以上。2010 年,水泥与矿山辊压机的销售占比分别为 75.6%、10.5%,水泥辊压机是目前的主导产品,而矿山辊压机的销售占比呈现快速上升趋势。
- 水泥行业的需求保持平稳态势,矿山辊压机市场即将进入快速成长期。“十二五”期间,我国水泥与矿山行业对辊压机的年市场规模分别约为 20 多亿元、43 亿元,水泥行业的需求总体保持稳定,矿山行业的需求有望即将进入爆发期。
- 辊压机行业竞争格局较为稳定,公司在水泥、矿山等领域处于国内领先地位。辊压机行业的主要竞争者有合肥肥西、中信重工等少数公司,行业竞争格局较为稳定。2010 年,公司在水泥熟料市场的份额为 48%,在矿山辊压机市场是国内首批进入者,处于行业领先地位。
- 募投项目将大幅提升矿山辊压机的产能。公司现有年产能为 80 套,项目达产后,将年新增产能 181 套,主要投产矿山辊压机,预计年新增营业收入与净利润 15.5 亿元、3.9 亿元。
- 盈利预测与估值: 预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.47、1.76、2.18 元,给予 2011 年 20-25 倍的市盈率,合理价值区间为 29.40-36.75 元。
- 主要风险因素: 矿山与水泥辊压机市场的需求低于预期等。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	144,829	90.2%	57,655	109.6%	1.44			
2011E	160,036	10.5%	58,805	2.0%	1.47			
2012E	193,644	21.0%	70,752	20.3%	1.76			
2013E	242,055	25.0%	87,453	23.6%	2.18			

发行数据	2010 年
发行前股本 (万股)	36,000
发行数量 (万股)	4,100
发行价格 (元)	25.00
发行前 EPS (元)	1.60
发行后 EPS (元)	1.44
发行前每股净资产 (元)	2.53
发行日期	2011-12-26
上市日期	2012-1-6
主承销商	广发证券

分析师:黄海培; 联系人: 黎焜
执业证书编号: S0550511080004
TEL: (8621)6336 7000-231
FAX: (8621)6337 3209
Email: lik@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

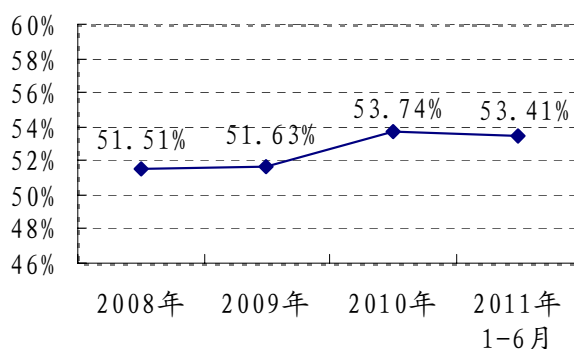
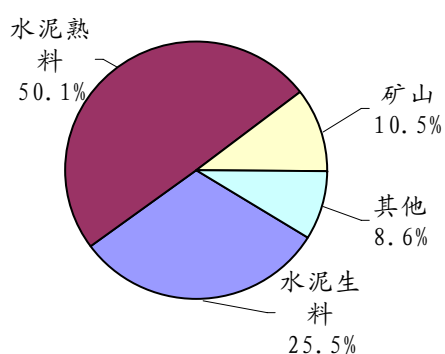
一、公司是国内领先的辊压机专业生产厂商

公司是辊压机的专业生产厂商,辊压机是粉磨系统的关键设备,主要用于水泥、矿山等行业物料的粉磨。2010年,公司水泥与矿山辊压机的销售占比分别为75.6%、10.5%。公司目前销售占比最大的市场为水泥行业,于2009年开始进入矿山辊压机市场,矿山市场的销售占比开始呈现快速上升趋势。

近年来,公司的综合毛利率保持在50%以上,毛利率较高的原因有:(1)公司辊压机的技术与产品性能等方面具有竞争优势,在水泥生料、矿山辊压机细分市场是行业先期进入者。(2)与竞争者相比,产品具有原材料成本优势。

图 1: 2011 年上半年公司主要下游行业与销售占比

图 2: 2008 年-2011 年上半年公司综合毛利率

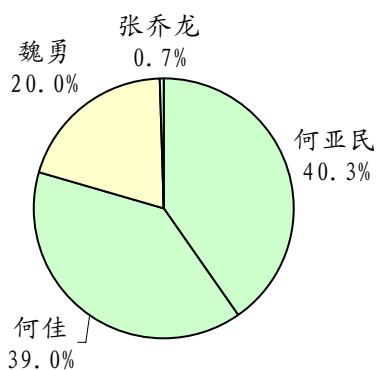


资料来源: 公司招股说明书, 东北证券

辊压机在水泥、矿山行业的应用中,与传统粉碎设备相比,节能降耗等优势显著,符合国家节能减排的产业政策,对传统粉碎设备具有替代效应。

何亚民为公司的实际控制人,公开发行人前,何亚民与何佳(父女关系)合计持有公司79.33%的股份。

图 3: 公开发行人前的股权结构



资料来源: 公司招股说明书, 东北证券

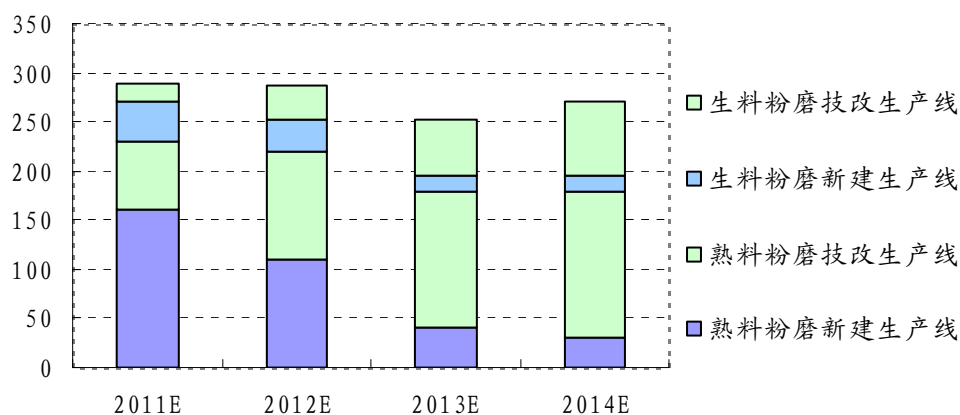
二、矿山辊压机市场是公司未来发展的重要驱动力

(1) 水泥行业的需求总体保持稳定

在水泥行业，用辊压机粉磨物料，与传统粉磨方式相比可节能 20%-40%，并可增加水泥产量与提高生产效率。在水泥熟料与水泥生料粉磨两道工艺中，辊压机在水泥熟料的粉磨中已广泛获得应用，在水泥生料粉磨中的应用占比也已从 2007 年的 5.6% 上升到 2010 年的 20%。

今后国家将严格限制新建水泥生产线，新建水泥生产线的市场需求将降低，水泥行业的需求主要来自于落后产能的生产线技改项目。

图 4:2011 年-2014 年水泥行业对的辊压机的需求量预测(单位:套)



资料来源：公司招股说明书，东北证券

“十二五”期间，我国水泥行业对辊压机的年市场规模预计为 20 多亿元，总体需求保持稳定。

表 1:2010—2014 年我国水泥行业辊压机市场规模预估

项目	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
市场规模(亿元)	27.05	23.58	23.45	20.66	22.14
增速(%)	10.89%	-12.83%	-0.52%	-11.89%	7.14%

资料来源：公司招股说明书，东北证券

(2) 矿山行业的需求有望即将进入爆发期

近几年，辊压机开始应用于矿山行业。与水泥行业类似，由于辊压机具有节能降耗与提高生产效率等优势。随着矿山行业逐步使用辊压机替代传统粉碎设备，未来几年矿山辊压机将处于快速成长期。

矿山辊压机的需求即将进入爆发期，行业市场容量远大于水泥行业。2010 年，矿山辊压机的市场规模约为 1.7 亿元；预计 2011-2015 年，矿山行业对辊压机的年均市场需求将达到 43 亿元左右。

表 2: 矿山辊压机的产品类别与市场需求预估

产品类别	市场需求估算	客户类别
大型辊压机	预计每年的市场需求为 326 套，市场规模达到 32 亿元左右	大型矿山
小型系统集成辊压机	预计每年的需求量为 1150 套，每年的市场规模约为 11 亿元	小型矿山

资料来源：公司招股说明书，东北证券

三、行业竞争结构稳定,公司在辊压机领域处于领先地位

国内辊压机行业主要有利君股份、合肥肥西、中信重工等十多家生产企业，竞争格局较为稳定，外资企业的市场份额相对较小。

在水泥市场，公司 2009 年、2010 年在水泥熟料的市场份额分别为 33%和 48%，公司与合肥肥西的合计市场份额为 70%以上，处于行业主导地位。在矿山市场，根据公司招标等资料的不完全统计，2010 年的市场份额约为 60%左右。

表 3: 辊压机行业主要公司

类别	企业名称	主要产品	竞争优势
国内企业	利君股份	辊压机、选粉机	辊压机的研发、生产和销售
	合肥肥西	辊压机、立磨机、打散机、选粉机	水泥生产线的设计，建设
	中信重工	采掘、提升机械、粉磨机械、水泥机械等	成套重大技术装备研发、生产
	鹏飞海安	水泥窑、球磨机、辊压机	水泥生产线工艺设计、设备制造
国外企业	德国洪堡	建材、煤炭、矿山机械	水泥生产设备研发制造
	魁珀恩	各类粉磨设备	各种破磨设备研发制造
	伯利休斯	水泥、矿山领域设备	工程设备制造商

资料来源：公司招股说明书，东北证券

四、募投项目主要针对矿山辊压机市场

公司计划募集资金 7.44 亿元，用于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基地建设等项目，项目预计 3 年后完全达产，产品主要应用于矿山行业。

公司现有年产能为 80 套，项目达产后，将新增产能 181 套，预计年新增营业收入与净利润分别为 15.5 亿、3.9 亿元。

表 4: 公司募投项目与主要内容

项目名称	项目总投资(万元)	年新增销售收入(万元)	年新增净利润(万元)	新增产能(套)	项目建设期
大型辊压机（高压辊磨）建设项目	49,660	110,000	30,355	125	2.5 年
小型辊压机(高压辊磨)建设项目	13,780	45,000	8,701	56	2 年
辊压机粉磨技术中心	10,965				1.5 年
合计	74,405	155,000	39,056	181	

资料来源：公司招股说明书，东北证券

五、盈利预测与估值

预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.47、1.76、2.18 元，参考同类公司的估值，给予 2011 年 20-25 倍的市盈率，合理价值区间为 29.40-36.75 元。

表 5：可比公司盈利预测与估值

公司名称	股价	EPS			PE		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
海源机械	13.38	0.51	0.66	0.87	26.4	20.2	15.3
北方股份	14.97	0.74	0.74	0.81	20.3	20.2	18.5

资料来源：wind，东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。