

公司研究/深度研究

2017年04月10日

机械设备/通用机械 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 8.
合理价格区间(元): 9.2~10.6

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

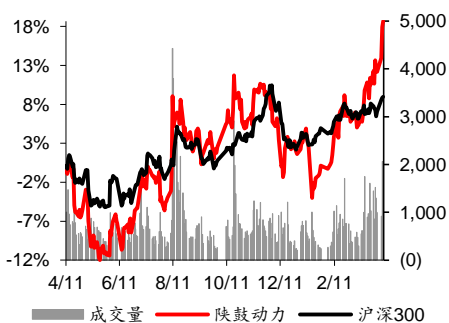
王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

金榜 021-28972092
联系人 jinbang@htsc.com

相关研究

- 1 《陕鼓动力(601369):主业低迷, 关注国企改革和外延扩张》2015.03
- 2 《陕鼓动力(601369):节能业务增长, 转型持续进行》2013.08
- 3 《陕鼓动力(601369):积极开拓新领域, 新产品》2013.04

股价走势图



资料来源: Wind

订单触底回暖, 二次转型成效初现

陕鼓动力(601369)

二次重大转型, 全面布局分布式能源产业

公司是提供能量转换系统问题解决方案的制造商、集成商及系统服务商, 在压缩机产品优势遥遥领先的基础上, 公司先后推动了两次产业转型: 1) 2010年初次转型以透平产品为起点, 向服务板块(EPC、设备全生命周期健康管理、投资业务、金融服务等)和运营板块(气体运营、污水处理、智能一体化园区等)等业务方向延伸; 2) 2016年二次转型公司依托制造+服务+运营模式全面进军天然气分布式能源领域。二次转型分布式能源恰逢下游行业回暖带动订单回升, 叠加国企改革东风, 公司有望实现新的飞跃。

受益下游产业复苏 2016年订单大幅回升, 2017年有望成为业绩拐点

2015年公司订货量降至历史低点50.6亿元, 仅为2011年的一半, 2016年公司订货量大幅恢复至73.6亿元, 同比增长达45.53%。2016年是分布式能源市场培育元年, 新领域在全年新增订单中约占30%, 后续还有更大空间。此外考虑到公司坏账计提充分, 下游占比90%以上的石化、冶金行业盈利能力已经显著改善, 后续设备更新需求有望持续释放, 以及“一带一路”推进带来的潜在海外市场机遇, 我们认为2017~2018年订单规模有望继续扩张, 成为业绩增长有力保障。

分布式能源孕育两千亿市场蓝海, 自主研发+外延并购抢占产业高地

“分布式能源”是指分布在用户端的能源综合利用系统, 其中透平机械投资成本占到总成本60-70%。根据《关于发展天然气分布式能源的指导意见》估计, 2020年分布式能源装机规模有望达5000万千瓦, 至2020年天然气分布式能源总投资有望达1600~2000亿元。自主研发方面, 公司大力发展以分布式能源技术为代表的新型节能环保工业技术, 重点开拓园区一体化分布式能源、水务一体化、热电联产/冷热电联供、流程工业升级改造、生物质/垃圾发电等业务; 外延并购方面, 捷克EKOL公司在燃气轮机设备和分布式清洁能源技术方面为母公司抢占产业高地给与了双重支持。

作为西安国资委旗下最大上市平台, 有望充分受益国企改革

西安国资委旗下共有四家上市平台, 分别是陕鼓动力, 西安饮食、标准股份、西安旅游。其中在目前市值规模、国资委持股比例、2015年营收利润等方面, 公司均位列第一。考虑到公司的领先地位, 我们认为公司有望在西安国企改革进程中成为最受益龙头标的。

下游行业回暖叠加分布式能源新市场放量, 维持“增持”评级

预计公司2016~2018年分别实现营业收入37、45、53亿元, 净利润2.25、4.54、6.55亿元, 对应EPS分别为0.14、0.28、0.40元, PE为58、29、20倍, 2016年PB为2.18倍。结合2016年订单复苏及分布式能源市场放量可预测2017~2018年将是公司盈利拐点, 参考行业平均PE水平, 我们认为公司2017年合理PE为33~38倍, 对应合理股价为9.2~10.6元。

风险提示: 下游行业复苏不及预期, 分布式能源业务拓展不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,639
流通A股(百万股)	1,639
52周内股价区间(元)	6.02-8.00
总市值(百万元)	13,110
总资产(百万元)	14,755
每股净资产(元)	3.66

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,861	4,221	3,650	4,493	5,325
+/-%	(22.70)	(13.15)	(13.54)	23.10	18.52
净利润(百万元)	523.70	358.57	225.01	453.50	655.37
+/-%	(42.80)	(31.53)	(37.25)	101.55	44.52
EPS(元, 最新摊薄)	0.32	0.22	0.14	0.28	0.40
PE(倍)	25.03	36.56	58.27	28.91	20.00

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

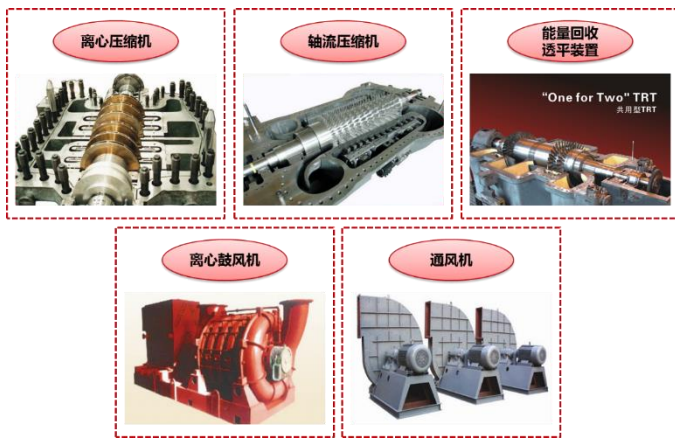
陕鼓动力：两次重大转型，强悍产业龙头.....	3
2017年业绩拐点将至：订单大幅回暖，下游产业复苏.....	7
订单触底反弹预示业绩拐点到来.....	7
坏账准备计提充分，业绩增长具备稳固基础.....	9
石化、冶金两大行业盈利复苏，订单需求有望持续释放.....	10
战略布局分布式能源，推进企业二次转型.....	13
分布式能源：两千亿空间的能源综合利用新产业.....	13
自主研发+外延并购，抢占分布式能源产业高地.....	15
国企改革前沿标的：西安国资委旗下最大上市平台.....	16
盈利预测与投资评级.....	17
PE/PB - Bands.....	18

陕鼓动力：两次重大转型，强悍产业龙头

陕鼓动力是提供能量转换系统问题解决方案的制造商、集成商及系统服务商，主要服务于能源、空分、冶金、化工、环保和国防等国民经济的支柱产业。公司成立于1999年6月，是以陕西鼓风机（集团）有限公司生产经营主体和精良资产为依托发起设立的股份公司。2007年11月公司通过增资扩股引进了联想控股、复星高科等7家战略投资人。2010年4月，公司正式于上交所挂牌上市。

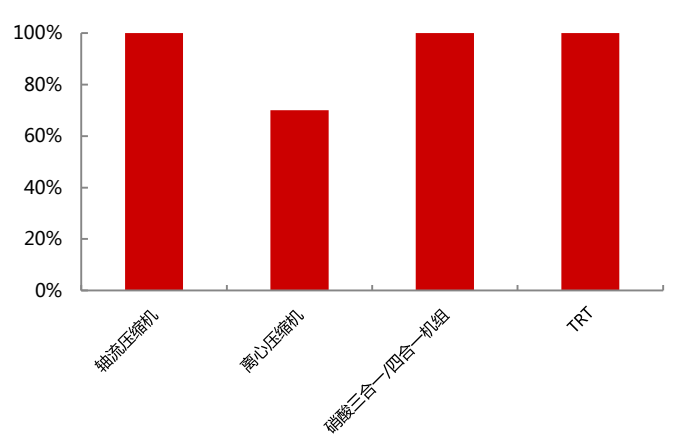
在传统产品设计制造领域，公司是国内最大的压缩机生产企业。公司发展至今具备五大类、八十多个系列近2000个规格的产品核心设计制造能力，涵盖了离心压缩机（含空分压缩机）、轴流压缩机、能量回收透平装置、离心鼓风机、通风机等系列。此外，2015年公司收购了捷克EKOL spol.s r.o.公司75%的股权，通过外延并购结合多项研发围绕压缩机与汽轮机产品全面整合完善产业链布局，进一步提升在透平机械业务领域的全产业链核心竞争力。在优势装备中，公司设计制造的轴流压缩机、硝酸三合一或四合一机组、TRT装置等稳居行业唯一龙头地位，以空分压缩机组为代表的离心压缩机系列的市占率也达70%（2014年）。

图表1：陕鼓动力传统透平机械产品一览



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表2：陕鼓动力优势产品的市占率情况（截至2014年报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

在装备制造优势基础上，公司先后推动了两次产业转型：

✓ 2010年初次转型：

以透平机械产品为起点，向服务板块（EPC、设备全生命周期健康管理、投资业务、金融服务等）和运营板块（气体运营、污水处理、智能一体化园区等）等业务方向延伸。近年来公司坚持“两个转变”发展战略：1) 从单一产品供应商向能量转换系统解决方案商和服务商转变；2) 从产品经营向品牌经营、资本运营转变。“能量转换设备制造+工业服务+能源基础设施运营”的三大业务板块的全套解决方案已成为公司目前的主要商业模式。

图表3：陕鼓动力初次转型后的业务布局

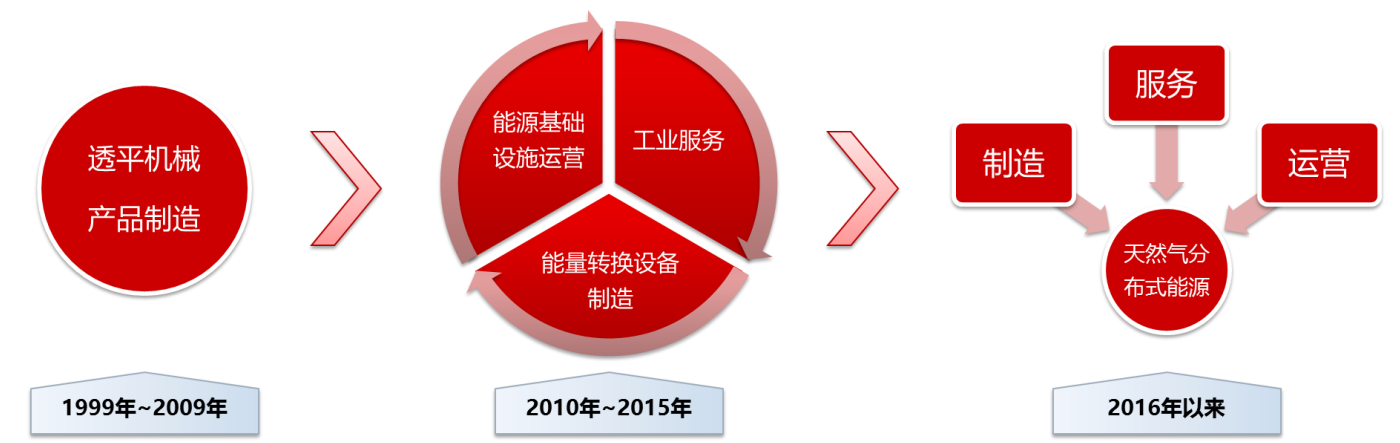
能量转换装备制造	工业服务	能源基础设施运营
<ul style="list-style-type: none"> 离心压缩机 轴流压缩机 高炉煤气能量回收系统 汽轮机 BPRT机组 PTA机组 硝酸四合一/三合一机组 烧结机 通风机 	<ul style="list-style-type: none"> EPC 产品全生命周期服务 售后、维修、升级、备件服务 透平设备系统服务 节能项目合同能源管理 融资服务 	<ul style="list-style-type: none"> 水处理 气体运营 园区一体化运营

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

✓ **2016年二次转型：**

依托**制造+服务+运营模式**全面进军**天然气分布式能源领域**。在国内能源消费结构优化步伐加快的新形势下，公司聚焦分布式能源产业，进行能源供给侧结构创新，提升分布式能源系统解决方案能力，在**流程工业升级改造、综合能源智能一体化园区建设、垃圾固废处理及生物质发电等分布式能源市场领域**进行产业布局。

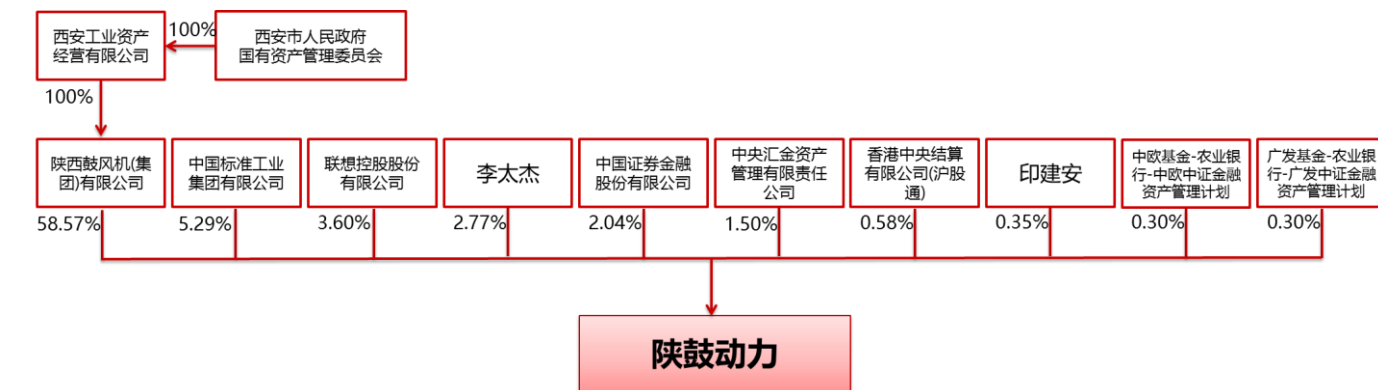
图表4： 陕鼓动力先后两次转型进程示意图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

控股股东**陕西鼓风机（集团）有限公司**持股**58.57%**。陕鼓集团是上市公司的控股股东，西安市国资委通过子公司**西安工业资产经营有限公司**间接持有陕鼓集团**100%**的股份，为上市公司陕鼓动力的实际控制人。

图表5： 陕鼓动力前十大股东一览（截至2016年三季度报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：陕鼓动力主要控股及参股公司一览（截至2015年年报）

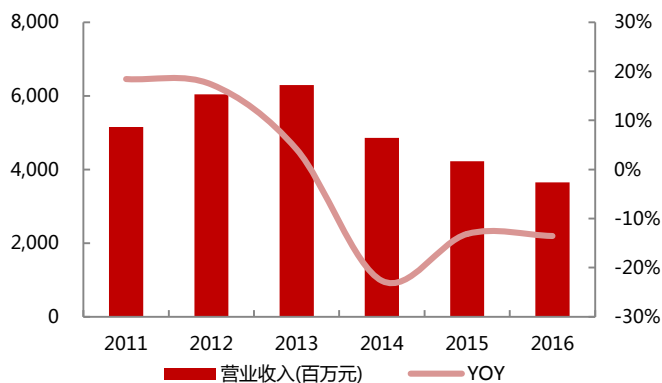
被参控公司	参控关系	持股比例 (%)	净利润 (万元)	主营业务
西安陕鼓通风设备有限公司	子公司	100.00	127.32	设备制造
西安陕鼓节能服务科技有限公司	子公司	100.00	266.29	节能技术推广服务
西安陕鼓工程技术有限公司	子公司	100.00	2,488.84	工程总承包技术开发
石家庄陕鼓气体有限公司	子公司	100.00	2,883.17	工业气体生产
陕鼓动力(香港)有限公司	子公司	100.00	-30.44	贸易及投资蒸汽轮机生产销售
陕鼓动力(卢森堡)有限公司	孙公司	100.00	260.79	贸易及投资
陕西秦风气体股份有限公司	子公司	60.00	-2,809.36	工业气体项目的开发建设
扬州秦风气体有限公司	孙公司	60.00	-373.75	工业气体生产
徐州陕鼓工业气体有限公司	孙公司	60.00	543.37	工业气体生产
渭南陕鼓气体有限公司	孙公司	60.00	3,812.33	工业气体生产
开封陕鼓气体有限公司	孙公司	60.00	863.98	工业气体生产
准格尔旗鼎承气体有限责任公司	孙公司	60.00	-8.40	工业气体生产
唐山陕鼓气体有限公司	孙公司	60.00	-6,699.50	工业气体生产
章丘秦风气体有限公司	孙公司	60.00	-19.82	工业气体生产
EKOL, spol. sr.o.	孙公司	75.00	781.34	电力工程设备的制造与供应
西安陕鼓汽轮机有限公司	联营企业	40.00	191.67	汽轮机及其辅助设备,备品,配件设计,生产;批发,零售,中小型发电设备成套销售;技术服务
宝信国际融资租赁有限公司	联营企业	27.60	13,053.50	融资租赁(金融租赁除外),租赁业务,向国内外购买租赁财产等

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

下游市场需求减弱，近三年业绩呈下滑趋势。2002~2012年是公司发展最快的10年，收入规模从3亿增长到63亿，2012年净利润超过10亿达到峰值。2013年以来公司传统设备业务所处市场中存在下游需求减弱、产能过剩和新增重大装备投资增速放缓等情况，公司业绩受此影响而不断下滑，2014~2016年归母净利润下滑幅度分别为42.80%、31.53%、36.81%。

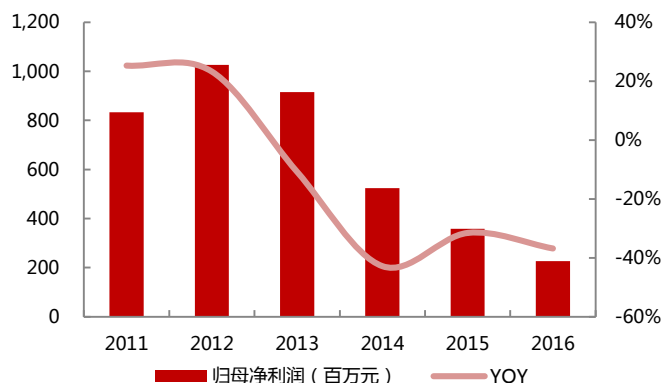
2016年收入、利润规模分别仅为2012年的60%和22%，业绩反弹潜力较大。2016年公司实现营业收入36.49亿元，同比下降13.55%，归母净利润2.27亿元，同比下降36.81%。2016年业绩继续下滑的原因包括：1) 2015年宏观经济、下游行业和固定资产投资等方面负面影响无明显改善，公司2015年订货量同比减少21.61%，2016年收入受到了直接影响，同时部分下游客户项目进程延期也使原应确认的收入和利润被迫推迟确认；2) 公司积极布局分布式能源领域市场，转型升级后的新业务仍处于市场拓展初期，在业务规模和盈利能力方面对公司业绩拉动作用有限。考虑到2016年下游部分行业回暖和分布式能源业务逐步放量背景下订单回升幅度达45.53%，2017年公司业绩回升的空间较大。

图表7：陕鼓动力历年营业收入及增速（2016年数据来自业绩快报）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

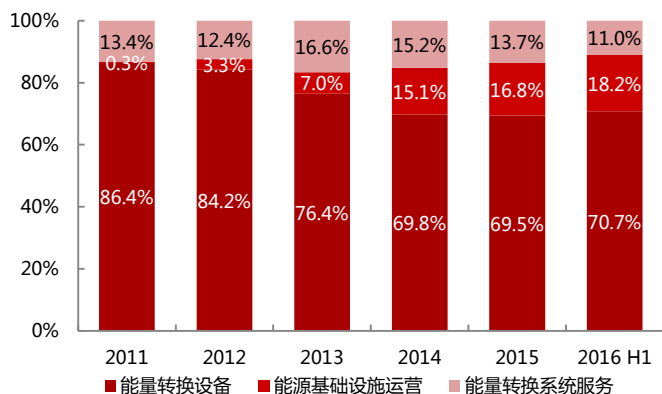
图表8：陕鼓动力历年归母净利润及增速（2016年数据来自业绩快报）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

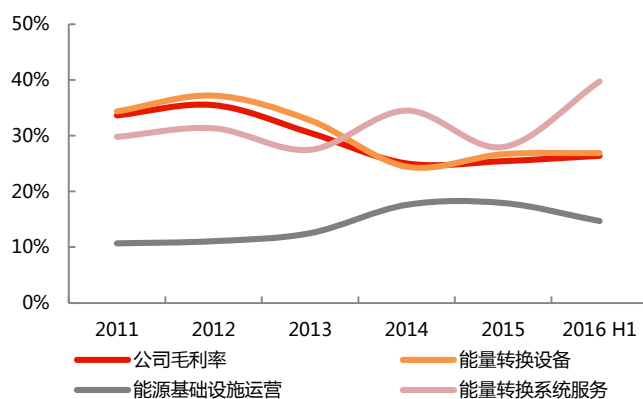
运营板块业务占比不断上升，近三年公司毛利率水平处于历史低位。作为公司传统业务，设备板块收入占比在2013、2014年开始显著下滑，但近两年稳定在70%左右。与之相对，能源基础设施运营业务（16年含分布式能源运营）收入占比逐年扩张，由2011年的0.3%扩大到2016年的18.2%。受行业影响公司设备板块毛利率自2014年明显下滑后处于较低水平，虽然服务、运营板块业务近三年的毛利率比2011~2013年有了小幅提升，但由于能量转换设备占比仍然较高，公司毛利率与设备板块的毛利率变化趋势接近，2014年以来一直处于25%~27%的相对低位。

图表9： 陕鼓动力历年分业务营收占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 陕鼓动力历年公司及分业务毛利率



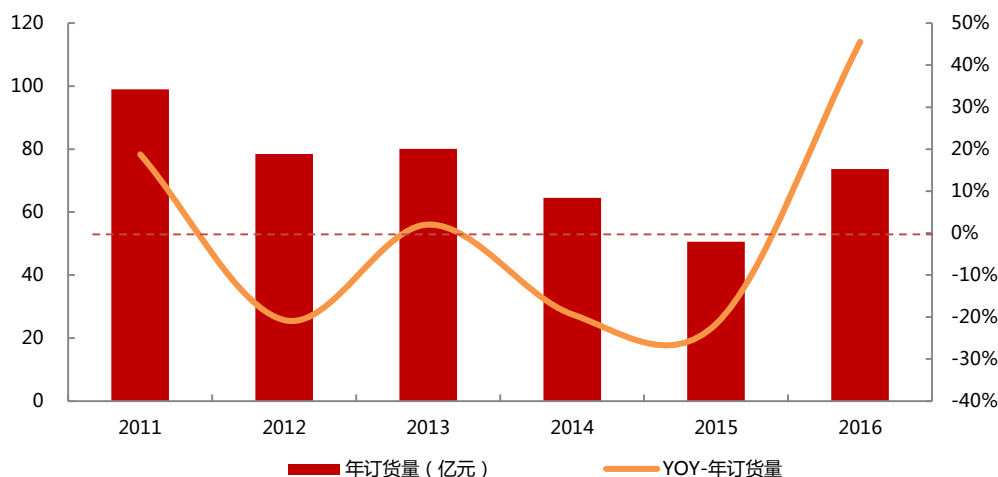
资料来源：Wind，华泰证券研究所

2017年业绩拐点将至：订单大幅回暖，下游产业复苏

订单触底反弹预示业绩拐点到来

2016公司订货量触底反弹，业绩回升可期。自2012年以来公司订货量处于下滑趋势，2015年降至历史低点50.6亿元，仅为2011年的一半，与之相应，2013年以来公司收入规模也不断下滑。2016年公司订货量大幅恢复至73.6亿元规模，同比增长45.53%，考虑到公司订货量是反映未来收入规模的重要指标，在充足订单下公司2017年业绩有望实现大幅提升。

图表11：陕鼓动力历年年度订货量及增速

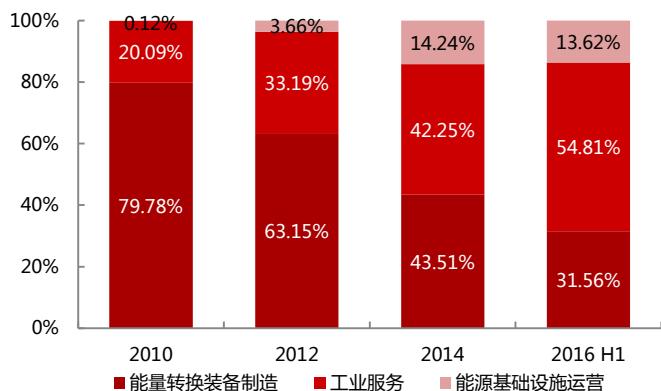


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

服务、运营板块持续发力，订单结构渐趋均衡。为应对市场新环境，公司积极调整业务结构，从工业经济向服务经济转变，从产品制造向系统服务和基础设施运营转变，大力发展第二板块工业服务和第三板块能源基础设施运营业务，2014年开始二、三板块订单合计占比首次突破50%，2016年上半年占比更是达到了68%，二、三板块连续第三年超过传统第一板块。

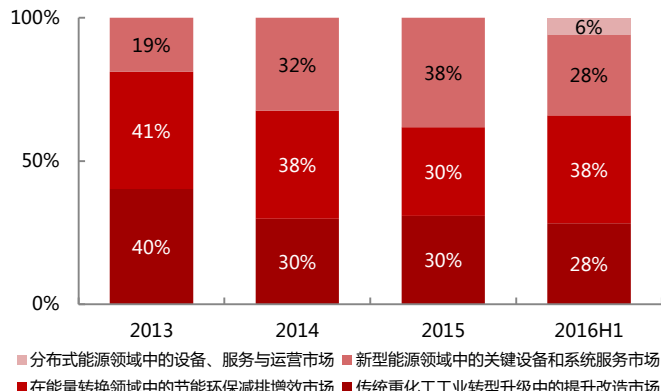
以市场为导向，培育和发展新的业务增长点——分布式能源、新能源领域。进军分布式能源之前，公司主要涉足三类市场：1) 在传统重化工工业转型升级的过程中，公司将关注点投在重大装备先进性升级、设备系统运营效率提升、系统装备的专业服务等领域；2) 在能量转换领域中的节能环保减排增效市场中，围绕节能环保、减排增效的综合能源利用和服务的战略性需求市场规模正在持续扩大；3) 在新型能源领域中的关键设备和系统服务市场中，多元化能源技术尤其是在来源、采集、转换、储存、传输、耗用等诸多环节的各类新型能源技术的快速发展和推广，改变了传统能源粗放的利用形式，显著的提高了能源利用效率，也带来了新的市场机会。2016年是公司布局天然气分布式能源元年，上半年公司在传统重化工提升改造市场订货占同期订货总额的28%，在节能环保减排增效市场订货占比38%，在新型能源设备和服务市场订货占比28%，分布式能源市场上半年占比已达到6%，新的业务增长点已然崛起。

图表12: 陕鼓动力历年订单所属业务板块占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 陕鼓动力历年订单所属细分领域占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2016年公司在分布式能源等新市场、新领域接连斩获里程碑式订单。公司践行智能制造和绿色发展理念, 聚焦分布式能源产业进行能源供给侧结构创新, 以“专业化+一体化”的综合能力为核心, 积极为客户提供节能、环保、高效的“绿色解决方案”和“绿色产品”, 推进分布式能源战略落地实施, 并取得了良好的效果。

图表 14： 2016 年前三季度公司新市场、新领域里程碑项目一览

项目名称	项目概况及意义
大连派思新能源发展有限公司山西嘉生分布式能源工程总承包项目	公司通过该项目进一步打开天然气分布式能源领域市场，体现了公司在分布式能源领域的技术优势与工程领域的成熟经验
永洋特钢 1260m ³ 高炉机前富氧项目	为公司在机前富氧市场上的首台套项目，不仅可以使前期的机前富氧立项研发成果得以应用实践，也标志着公司迈出开拓机前富氧市场的第一步
盐城市联鑫钢铁有限公司石灰窑导热油 ORC 余热利用项目	该项目采用先进的有机工质朗肯循环（ORC）技术，利用 ORC 机组回收石灰窑导热油、烟气余热并进行发电，帮助客户进行能量的回收再利用
河北鑫海化工集团有限公司高品质清洁燃油质量升级项目 120 万吨/年航煤加氢装置循环氢压缩机机组项目	该项目是公司循环氢压缩机首次应用在蜡油加氢装置中，也是公司产品在高压循环氢压缩机领域的重要应用
鄂尔多斯市派思能源有限公司天然气液化化工厂项目	该项目引入海外专家参与方案核心环节设计，是公司压缩机产品在天然气制 LNG 领域的重要应用
阳煤丰喜肥业（集团）有限公司临猗分公司 30 万吨/年合成氨升级优化改造项目配套 4 万等级空分装置 EPC 项目	该项目为客户量身定做了最佳的系统解决方案，同时也实现了氮肥改造市场策划、空分流程优化市场策划的项目落地
七台河市隆鹏煤炭发展有限责任公司焦化升级改造生产清洁化学品项目三期供热（热电站）装置设备采购及安装工程施工项目（北京三聚环保新材料股份有限公司总包）	该项目为陕鼓进入分布式能源—热电联产装置领域打下了良好的基础，并可以帮助用户减少燃煤排放，对传统能源产业进一步向新型煤化工、新能源产业延伸，形成以煤焦为基础原料的清洁能源和清洁化工产业新格局有重要意义
内蒙古聚实能源有限公司（北京三聚环保新材料股份有限公司总包）焦化升级改造年产 20 万吨/年合成蜡清洁化学品项目	该项目是采用中科院大连化物所费托合成蜡工艺包技术的在建国内首套工业装置，其中的循环及合成气离心机是费托合成蜡工艺中非常重要的关键设备，是公司承接的国内首台套高温固定床费托合成蜡工艺循环及合成气离心机压缩机
中海石油炼化有限责任公司惠州炼化分公司 480 万吨/年催化裂化装置烟气脱硫系统氧化风机项目	该项目采取了有别于传统布置方式的“压缩机+高速电机直联”新布置方式，省去中间联接的齿轮箱，效率高，长期运行成本低，更适合高效节能的高速电机直连的单级压缩机，发挥出了公司在压缩机行业的技术优势
陕西延长石油榆林煤化有限公司 4.5 万空分项目	该项目中公司自行设计、制造的 EG50-4 多轴增压机是首次应用于空分领域，也是首次应用在空分装置内压缩流程领域
新签订山东西王特钢有限公司 TRT 阻垢剂项目	该项目是公司首次将 TRT 干式阻垢剂及煤气管道防腐技术及设备应用于高炉煤气管道防腐中，为公司树立了新的案例，并为后续市场开拓工作打下了基础
山东钢铁集团日照精品基地 5100m ³ 高炉鼓风机项目	该项目的成功签约是陕鼓动力在为宝钢湛江 5000m ³ 高炉鼓风机项目提供国产化首台套 5050m ³ 高炉鼓风机组后又一重大市场突破，标志着公司在进一步推进重大装备国产化工作中发挥了积极作用
上海蓝滨石化设备有限公司水蒸汽压缩机项目	本项目是公司水蒸汽压缩机在明胶行业的首次应用，也是 MVR 工艺在明胶行业的首次应用，对公司在水蒸汽压缩机领域的持续开拓具有非常重要的示范性和影响力
中盐安徽红四方股份有限公司 CO 循环气压缩机组、硝酸还原反应气增压机组、甲醇循环气压缩机组、DMC 循环气压缩机组项目	其中硝酸还原反应气压缩机和 DMC 循环气压缩机均是首次在乙二醇大流程下的硝酸还原反应气和 DMC 循环气两种工艺流程中使用，拓展了公司产品应用领域。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

坏账准备计提充分，业绩增长具备稳固基础

坏账准备计提比例由 2011 年的 12.2% 上升至 2016 上半年的 27.3%。公司执行着严格谨慎的坏账准备制度，对三年以上的应收账款 100% 全部计提，行业低谷期产生的长期账款计提较为充分，整体计提比例不断提高。

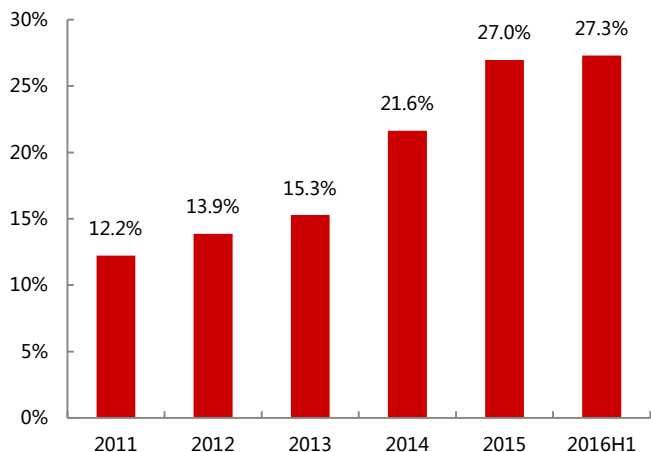
应收账款以 2 年内账龄为主，结构较为健康。在最近一次披露（2016 年半年报）的应收账款账龄结构中，以账面价值计，公司 1 年内应收账款占比约为 72%，而 2 年以内应收账款占比则达到 87%，2 年以上长期应收账款和单独计提的其他组合合计占比约为 13%。因此公司应收账款结构以短期为主，资产负债表中的应收账款质量有较好的保证。

图表15： 应收款项中信用风险特征组合账龄分析法坏账准备计提比例

账龄	计提比例 (%)
1年以内 (含1年)	5
1-2年	10
2-3年	30
3年及以上	100

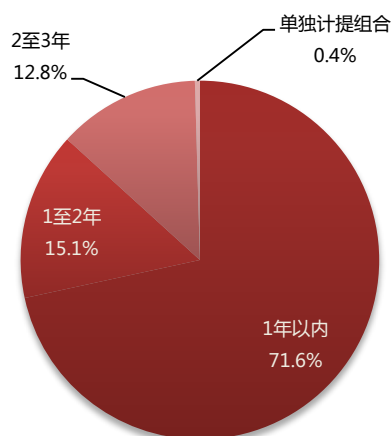
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表16： 陕鼓动力历年年末应收账款的坏账准备计提比例



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表17： 陕鼓动力应收账款账面价值账龄结构 (截至2016年半年报)

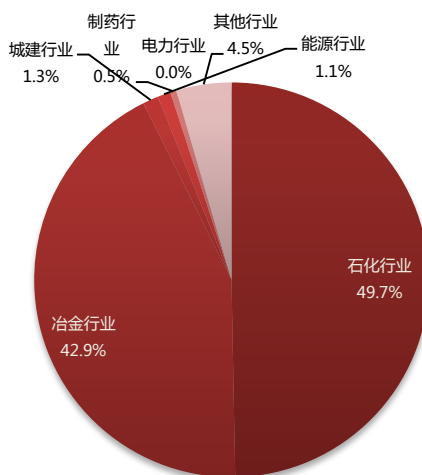


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

石化、冶金两大行业盈利复苏，订单需求有望持续释放

石化、冶金是公司主要下游行业，2016年上半年合计营收占比超过90%。公司的主要客户包括石化企业、大型冶金企业、环保企业、新能源企业、煤化工企业、设计院、制药企业等，其中公司的离心压缩机技术和离心鼓风机技术在石油化工、冶金、煤化工等领域应用最为普遍。公司首创的“冶金余热余压能量回收同轴机组应用技术”也已广泛适用于冶金、煤化工等行业，因此石化、冶金行业的景气度对公司订单需求的持续性有着非常重要的影响。

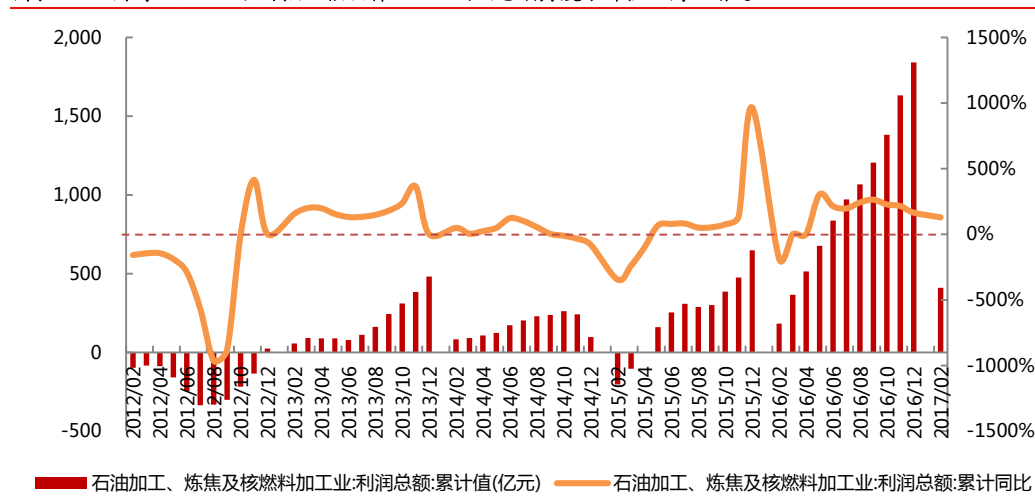
图表18： 2016年上半年陕鼓动力各下游行业的营业收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2016年石化行业利润增长显著。通过石油加工、炼焦及核燃料加工业利润总额累计值变化可以间接判断石化行业的盈利情况。2012年石油加工、炼焦及核燃料加工业出现了全年亏损，2013~2014年行业景气度仍然低迷，2015年下半年以来行业利润出现了强势增长，2016年利润总额达到1842亿元，同比增长184%。

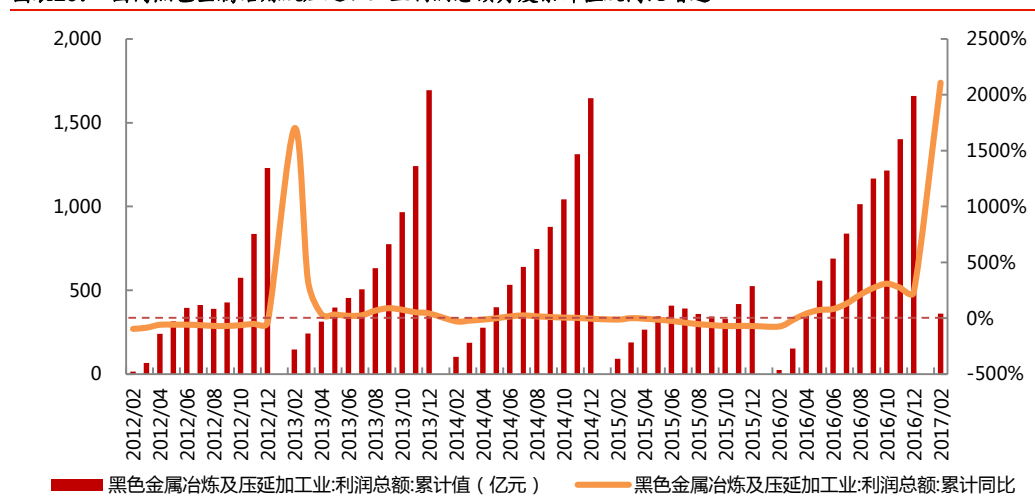
图表19：国内石油加工、炼焦及核燃料加工业利润总额月度累计值及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

冶金行业渡过低谷，2016年利润总额恢复前期水平。由于公司在冶金行业主要客户均为钢铁企业，我们采用黑色金属冶炼及压延加工业利润总额来分析公司的冶金行业下游端盈利能力。2015年黑色金属冶炼行业业绩一路下滑，全年利润跌幅达68%，2016年4月后行业利润水平进入回升通道，增幅不断加大，2016年全年利润总额达1659亿元，与前期2013、2014的利润规模接近。

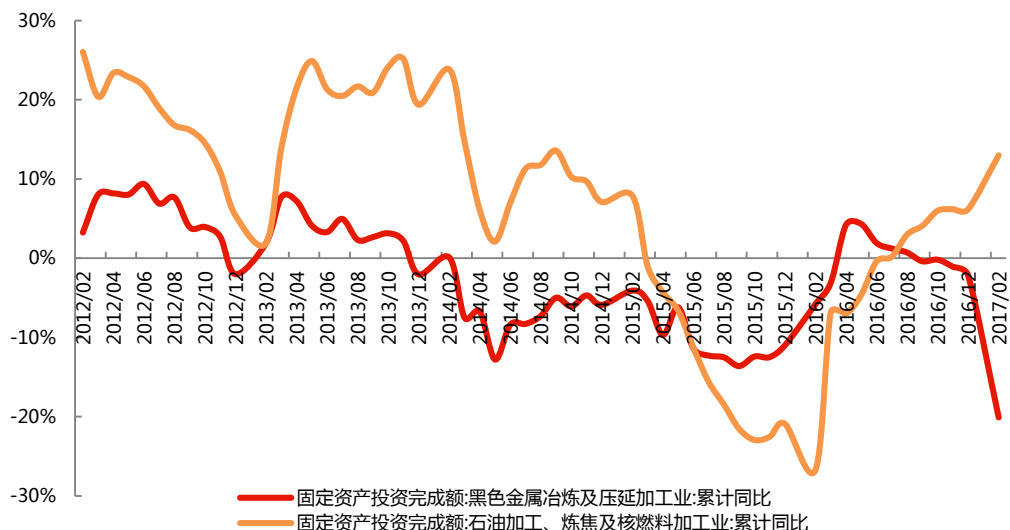
图表20：国内黑色金属冶炼及压延加工业利润总额月度累计值及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

石化行业已成为下游需求增长的主力，冶金行业尚未走出设备投资低谷。石化行业和冶金行业的固定资产投资规模均在2015年经历了大幅下滑，但由于石化行业利润改善较冶金行业提前约1年，目前石化行业的固定资产投资规模已然进入回升通道，成为公司下游主要产业中订单增长的重要来源。冶金行业的固定资产投资规模则仍未改善，但考虑到行业利润总额已经恢复，未来驱动技改、搬迁、优质产能淘汰劣势产能等方面的空间可观，冶金行业的下游需求扩张是大概率事件。

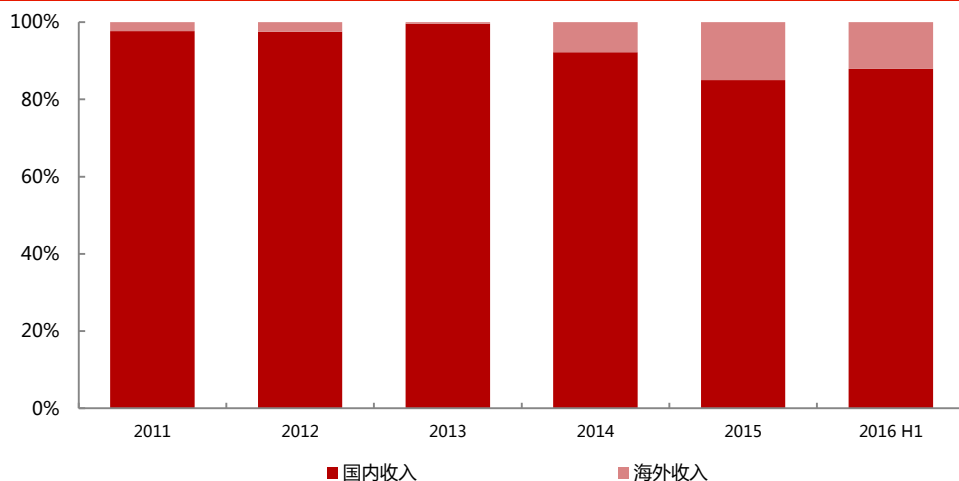
图表21: 国内黑色金属冶炼及压延加工业和石油加工、炼焦及核燃料加工业固定资产投资完成额累计同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

“一带一路”推进有望打开海外冶金、化工等行业的潜在市场。公司自2014年开始海外业务占比有所提高，但始终仅处于10%左右。目前公司积极寻求国外市场支撑，已形成了以印度、越南、土耳其、印尼等新兴市场为主，以现有主导产品为突破口的多重市场体系。随着“一带一路”战略的推进，中亚、中东沿线油气能源出产国市场空间也正在扩大，同时也将带动国内其他方面产能的向外转移。根据公司年报的展望，在“一带一路”沿线国家，公司将与国内的设计院及重点冶金、化工企业合作，共同出海开拓“一带一路”市场，有望探索空间庞大的海外收入增长极。

图表22: 陕鼓动力历年分区域营业收入占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

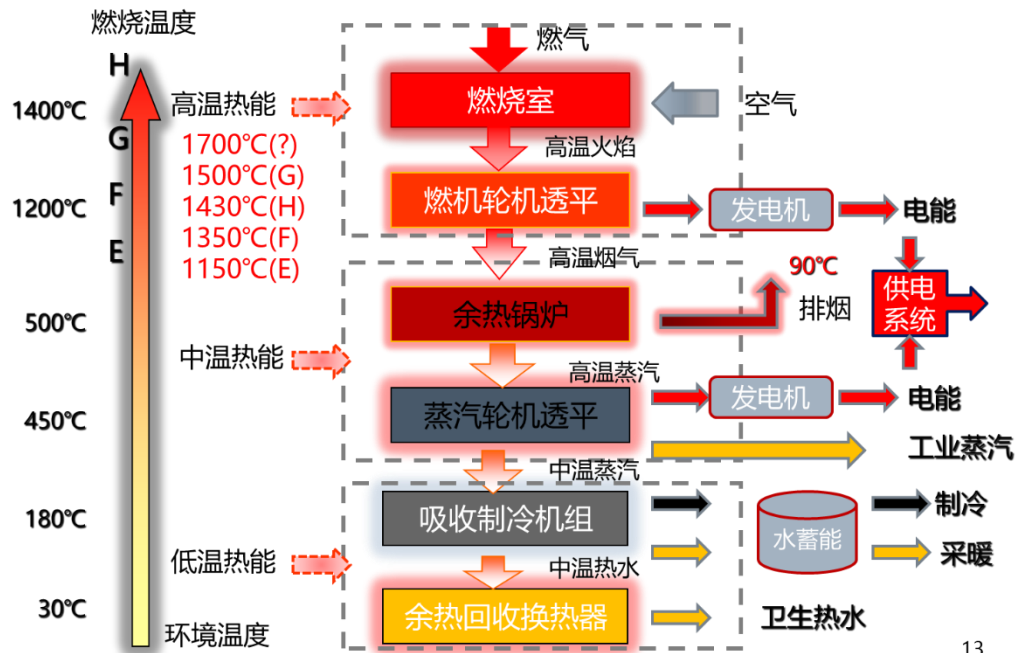
考虑到公司在国内透平机械制造的龙头地位以及“制造+服务+运营”的高效商业模式，我们认为公司在2016年订单回升的基础上，将于未来持续受益于国内下游行业回暖和海外“一带一路”推进，2017~2018年业绩仍有较大增长空间。

战略布局分布式能源，推进企业二次转型

分布式能源：两千亿空间的能源综合利用新产业

“分布式能源”是指分布在用户端的能源综合利用系统。该系统根据区域能源物料的供给特点，通过能源规划及综合利用，提供从供给端能源（供水、暖、冷、电、燃气、工业气体、蒸汽）到排放端（污水、垃圾等）全生命周期一体化综合能源解决方案，集中管理、充分利用当地的太阳能、风能、地热能、生物质能等可再生清洁能源。

图表23： 分布式能源基本原理示意图



资料来源：分布式能源网，华泰证券研究所

相比于传统供能系统，分布式能源具备四大突出优势：

- ✓ **能源转换效率高：**大型集中式发电效率为 35%~55%，分布式能源靠近用户、冷热电联供，一次能源利用率达到 70% 以上，能源无远距离输送，损耗小。
- ✓ **负荷削峰填谷：**可以作为电网调峰电源；天然气用户是冬季多、夏季少，正好与电力负荷相补充。
- ✓ **供电安全可靠：**分布式能源系统相互独立，不会发生大规模停电事故，受自然灾害的影响较小，发电的安全性较高。
- ✓ **可为偏远地区供能：**不受即时自然条件、输电线路建设的限制，解决偏远农牧区和海岛用能。

图表24： 分布式能源适用场合及目标群

	热负荷	冷负荷	热电波动小	稳定符合期长	需节能减排	需备用发电
医院	★★★	★★★	★★	★★★	★★	★★★
交通枢纽	★★	★★★	★★★	★★★	★★	★★★
工业园区	★★★	★★	★★★	★★★	★★★	★★
工厂	★★★	★	★★★	★★★	★★★	★★
数据中心	-	★★★	★★★★	★★★	★	★★★
宾馆	★★★	★★★	★★	★★	★	★★
区域能源中心	★★	★★★	★★	★★	★	★★
办公楼	★	★★★	★	★	★	★★
商业	★	★★★	★	★★	★	★
社区住宅	★★	★★	★	★	★	★

资料来源：中国燃气网，华泰证券研究所

透平机械是天然气分布式能源系统的核心组成，其投资成本占到总成本 60-70%。天然气分布式能源行业的产业链主要包括设备制造、工程总承包 EPC、投资运营。对于设备制造环节，最核心的部件为燃气轮机或者内燃机（属于透平机械），目前天然气分布式能源能够使用的动力装置——燃气机组分为微燃机、内燃机、小型燃气轮机三种，单机功率一般不超过 10MW，分别适用于不同的工作场景。

图表25： 分布式能源系统中的主要透平机械

透平机械（原动机）类型	余热利用形式	能源产出种类	目标用户
微燃机	微燃机+换热器	电+热	负荷需求相对较小或机房地有限的楼宇型用户
	微燃机+热水型溴化锂机组	电+冷	
燃气内燃机	内燃机+溴化锂机组	电+空调冷/热	有较大且稳定电力、空调冷、热、生活热水需求的楼宇型用户及区域型用户
	内燃机+换热器	电+热	
	内燃机+溴化锂机组+换热器	电+冷+热	
燃气轮机	燃气轮机+余热锅炉	电+蒸气	有较大用热（蒸汽）需求的工业用户或工业园区 大型游艺园区或工业园区
	燃气轮机+余热锅炉+溴化锂机组	电+蒸气+冷	

资料来源：讯腾博燃资讯，华泰证券研究所

分布式能源的发展已经迫在眉睫。一方面，我国的单位 GDP 能耗高于世界平均水平，是欧美发达国家的 2.5 倍，节能降耗空间巨大；另一方面，随着工业化和城镇化进程的加快，我国能源消费需求也在持续增加。根据《中美气候变化联合声明》，到 2030 年，我国非化石能源占一次能源比重将提高到 20%，而分布式能源正是非化石能源的重要应用方式。目前，中国分布式能源发展刚刚起步，根据中国电力企业联合会的数据显示，2015 年天然气分布式发电装机 1000 万千瓦，尚且不到全国总装机容量的 1%。分布式能源的利用和发展已成为落实国家能源结构调整、推进供给侧改革的着力点，势不容缓。

2020 年分布式能源装机规模有望达 5000 万千瓦，孕育 2000 亿元规模的设备市场。根据国家发展和改革委员会、财政部、住房城乡建设部、国家能源局共同发布的《关于发展天然气分布式能源的指导意见》，2020 年我国将建设 1000 个左右天然气分布式能源项目，拟建设 10 个左右各类典型特征的分布式能源示范区域，国内装机规模将力争达到 5000 万千瓦规模，初步实现分布式能源装备产业化。当前全国天然气分布式能源项目总装机容量约 1000 万千瓦，根据国家规划目前到 2020 年缺口尚有 4000 万千瓦，参考前瞻产业研究的预测，估计天然气分布式能源项目投资单价约为 4000-5000 万元/万千瓦，因此至 2020 年天然气分布式能源项目总投资规模有望达 1600~2000 亿元。

自主研发+外延并购，抢占分布式能源产业高地

自主研发：大力发展以分布式能源技术为代表的新型节能环保工业技术

立足 EPC 项目服务，公司目前已全面布局分布式能源领域的市场。通过整合技术资源，公司在园区一体化分布式能源解决方案、水务一体化、热电联产/冷热电联供、流程工业升级改造、生物质/垃圾发电等领域重点开展业务。公司目前储备的分布式能源技术还包括超临界混合工质布雷顿循环发电技术、有机工质朗肯循环 ORC 技术、一体化机技术、高参数中小汽轮机以及生物质能气化技术等，其目标在于为客户提供“量体裁衣”定制化的分布式（可再生）能源系统解决方案。

公司以工业余热余压和生物质资源高效利用为主要创新方向。按照“智能制造”的理念，对前沿技术、先进技术和成熟技术进行组合，构建新一代高效能量转换技术体系，在关键核心领域建立自主创新能力和竞争优势并实现产业化，带动公司转型升级。未来分布式能源技术将广泛应用在围绕节能减排、优化环境和城市的可持续发展而设计建造的“智慧城市”基础设施建设和公共服务工程等领域，以满足未来流程工业、新型城镇化等国内市场和以“一带一路”沿线国家为代表的海外市场能源需求。

外延并购：捷克 EKOL 公司助力分布式能源产业布局

2015 年 7 月公司收购捷克 EKOL spol.s r.o. 公司 75% 股权交割完成后，公司通过全面整合完善产业链布局，围绕压缩机与汽轮机产品，形成具有核心知识产权和关键技术体系的系统解决方案，进一步提升公司在透平业务领域的全产业链核心竞争力。

并购标的从设备与技术层面与公司形成了有效互补。在分布式能源系统核心设备方面，EKOL 公司从燃气轮机升级改造开始，在过去的 20 多年里积累了丰富的燃气轮机服务经验，未来将与公司共同开拓燃气轮机维修、服务市场。在以分布式（可再生）能源技术为代表的新型节能环保工业领域，捷克 EKOL 公司在生物质发电系统的设计与建设方面已经积累了较为丰富的经验，后续为公司在分布式清洁能源等新兴市场的拓展及综合能源一体化设施的建设提供支持保障。

依托捷克 EKOL 公司设立欧洲研发中心，创建分布式能源技术装备创新中心。公司通过对共性关键技术的研究和突破，实现能源高效利用技术装备的产业化发展。通过国际并购完善透平全产业链布局，促进了“压缩机+工业汽轮机”、垃圾处理、园区综合能源一体化等分布式能源系统解决方案和服务方案能力的提升。

国企改革前沿标的：西安国资委旗下最大上市平台

2016年5月中共西安市委、西安市人民政府印发了《关于进一步深化市属国有企业改革的实施意见》，就进一步深化市属国有企业改革提出了实施意见。《意见》指出，到2020年，西安市属国有企业改革在七个重要领域和关键环节取得突破性进展：

- ✓ 一是在国有资产监管上，构建以管资本为主的市属经营性国有资产集中统一监管体系和分类管理体制机制；
- ✓ 二是在产权管理制度上，完善归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅的现代产权制度，形成统一制度规范的全市国有产权管理体系；
- ✓ 三是在优化国有经济布局上，国有资本配置和运行效率得到较大幅度提高，建立以西安五大主导产业和城市现代服务业为主体的特色产业体系；
- ✓ 四是在发展混合所有制经济上，规范推进市属国有企业股权多元化改革和上市工作，国有资产资本化、国有资本证券化取得积极成果；
- ✓ 五是在完善现代企业制度上，市属国有企业公司制改革基本完成，法人治理结构更加健全，市场化机制更加完善，基本形成与市属国有企业功能定位相适应的现代企业制度；
- ✓ 六是在做优做强做大市属国有企业上，打造一批技术先进、品牌知名、竞争力强、市场占有率高的市属国有企业，着力培育3—5户过百亿元、8—10户过五十亿元的市属国有企业集团；造就一批德才兼备、善于经营、充满活力的优秀企业家；
- ✓ 七是在市属国有企业党建上，市属国有企业党的建设全面加强，反腐倡廉制度体系和工作体系更加完善，市属国有企业党组织在公司治理中法定地位更加明确，政治核心作用得到充分发挥。

公司是西安国资委旗下的规模最大的优秀上市平台，有望充分受益国企改革。西安国资委旗下共有四家上市平台，分别是陕鼓动力、西安饮食、标准股份、西安旅游。其中在目前市值规模、国资委持股比例、2015年营收利润等方面，公司均位列第一。考虑到公司的领先地位，我们认为公司有望在西安国企改革进程中成为最受益龙头标的。

图表26：西安市国资委旗下上市公司一览

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	2015年 营业收入 (亿元)	2015年 归母净利润 (亿元)	实际控制人	持股比例	公司简介
601369	陕鼓动力	131.10	36.49	2.27	西安国资委	58.57%	公司是我国重大装备制造企业，是为能源、空分、冶金、化工、环保和国防等国民经济的支柱产业提供能量转换系统问题解决方案的制造商、集成商及系统服务商。
000721	西安饮食	46.41	5.01	0.12	西安国资委	21.04%	公司是以餐饮服务为主业，广泛涉足酒店宾馆、旅游休闲、食品加工、种植养殖、教学培训、医疗卫生、建筑装潢等多个经营领域的大型上市公司。所属西安饭庄、老孙家、白云章、德发长、同盛祥、西安烤鸭店、东亚饭店等11家特色品牌名店均为由国家商务部认定的“中华老字号”。
600302	标准股份	34.60	0.00	0.00	西安国资委	42.77%	公司专注于工业缝纫机研发、生产。TYPICAL作为影响广泛的缝制设备品牌，同样长期服务于中国和亚洲、欧洲、美洲、非洲地区。作为国内综合实力最强的缝制设备生产基地，公司在布局调整和资源整合的过程中，形成了西安、临潼、苑坪三大生产基地。
000610	西安旅游	34.33	8.00	0.11	西安国资委	27.29%	公司的是西北地区唯一一家旅游类国有控股上市公司，主导产业是旅游及旅游服务业，主营饭店经营与管理，餐饮服务，旅游产品开发、销售；旅游景区、景点开发；房地产开发与经营等相关业务。

资料来源：Wind，华泰证券研究所；市值数据日期：2017年4月7日

盈利预测与投资评级

考虑到 2016 年订单复苏且下游行业回暖有望持续释放设备需求，以及分布式能源市场逐步放量，我们预测 2017~2018 年将是公司的盈利拐点，预计公司 2016~2018 年分别实现营业收入 37、45、53 亿元，分别实现净利润 2.25、4.54、6.55 亿元，对应 EPS 分别为 0.14、0.28、0.40 元，PE 为 58、29、20 倍。2016 年 PB 为 2.18 倍。

图表27： 陕鼓动力业务板块收入假设（单位：亿元）

		2015A	2016E	2017E	2018E
能量转换设备	收入	29	25	30	35
	YOY	-14%	-14%	20%	15%
	毛利率	25.40%	25.0%	26.0%	27.0%
能源基础设施运营	收入	7	7	8	11
	YOY	-3%	-8%	30%	30%
	毛利率	17.9%	15.0%	16.0%	18.0%
能量转换系统服务	收入	6	5	6	7
	YOY	-22%	-17%	30%	20%
	毛利率	27.9%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	42	36.50	45	53
	YOY	-13%	-13.3%	23.1%	18.5%
	毛利率	25.4%	23.9%	24.7%	25.6%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

维持“增持”评级。目前 A 股可比上市公司主要包括东华科技、杭氧股份、天沃科技、中南文化、海陆重工等，根据 Wind 一致预期估算的可比上市公司成长性、估值水平等对比情况如下。参考行业平均 PE 水平，我们认为公司 2017 年合理 PE 为 33~38 倍，对应合理股价为 9.2~10.6 元。

图表28： 可比上市公司估值一览表（可比公司估值参考 Wind 一致预测）

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS				P/E			PB 当前	
			2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E		2018E
002140.SZ	东华科技	14.83	0.40	0.31	0.39	0.44	37	47	38	34	3.24
002430.SZ	杭氧股份	10.88	0.17	0.22	0.51	0.64	63	50	21	17	2.68
002564.SZ	天沃科技	11.55	0.02	0.50	0.62	0.88	555	23	18	13	3.42
002445.SZ	中南文化	15.79	0.19	0.36	0.60	0.75	84	43	26	21	3.58
002255.SZ	海陆重工	10.06	0.14	0.18	0.24	0.24	74	55	42	42	2.70
	平均值						162	44	29	25	3.12
601369.SH	陕鼓动力	8.00	0.22	0.14	0.28	0.40	37	58	29	20	2.18

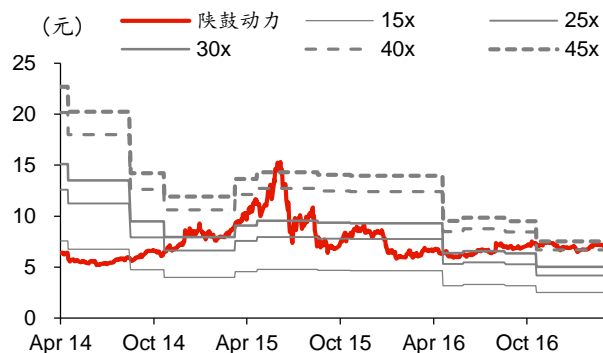
资料来源：Wind，华泰证券研究所；数据日期：2017年4月7日

风险提示

下游行业复苏不及预期，分布式能源业务拓展不及预期。

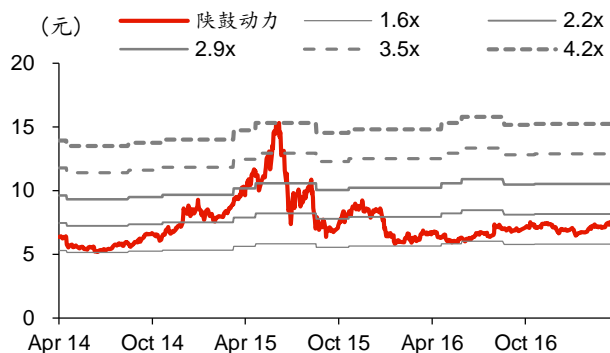
PE/PB - Bands

图表29: 陕鼓动力历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表30: 陕鼓动力历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	11,740	11,382	10,535	12,424	14,196
现金	1,388	1,098	1,298	2,061	2,819
应收账款	2,170	2,468	1,808	2,310	2,776
其他应收账款	10.51	32.68	21.45	29.19	33.49
预付账款	976.72	864.17	748.33	916.55	1,074
存货	1,492	1,636	1,342	1,677	1,947
其他流动资产	5,702	5,283	5,317	5,430	5,546
非流动资产	2,671	3,126	2,989	2,827	2,659
长期投资	172.23	200.84	191.30	194.48	193.42
固定投资	1,501	1,455	1,485	1,397	1,249
无形资产	183.87	223.43	252.74	281.75	310.85
其他非流动资产	813.20	1,247	1,061	954.00	905.21
资产总计	14,411	14,508	13,525	15,250	16,854
流动负债	7,774	7,810	6,673	8,113	9,399
短期借款	150.00	419.72	419.72	419.72	419.72
应付账款	3,171	3,320	2,759	3,430	3,990
其他流动负债	4,452	4,071	3,494	4,263	4,990
非流动负债	310.78	322.37	581.68	579.15	575.94
长期借款	0.00	0.00	247.93	247.93	247.93
其他非流动负债	310.78	322.37	333.75	331.22	328.01
负债合计	8,084	8,133	7,254	8,692	9,975
少数股东权益	211.89	262.64	260.71	255.99	247.82
股本	1,639	1,639	1,639	1,639	1,639
资本公积	1,799	1,835	1,835	1,835	1,835
留存公积	2,649	2,598	2,536	2,828	3,158
归属母公司股	6,114	6,112	6,010	6,302	6,632
负债和股东权益	14,411	14,508	13,525	15,250	16,854

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	496.24	(263.00)	61.35	641.53	774.74
净利润	531.58	337.26	223.07	448.78	647.20
折旧摊销	193.50	216.62	183.01	200.04	208.29
财务费用	(77.17)	(29.84)	(8.51)	(18.74)	(50.24)
投资损失	(244.64)	(293.41)	(259.76)	(300.00)	(300.00)
营运资金变动	(188.59)	(749.11)	213.11	117.34	115.52
其他经营现金	281.56	255.47	(289.58)	194.11	153.97
投资活动现金	(1,267)	65.24	210.08	263.81	259.31
资本支出	55.38	161.81	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,521	(196.14)	10.12	(3.37)	1.12
其他投资现金	309.30	30.91	220.20	260.44	260.44
筹资活动现金	(432.76)	(141.44)	(71.40)	(141.94)	(275.88)
短期借款	120.50	269.72	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	247.93	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	74.46	35.80	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(627.71)	(446.96)	(319.33)	(141.94)	(275.88)
现金净增加额	(1,209)	(345.31)	200.02	763.40	758.17

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,861	4,221	3,650	4,493	5,325
营业成本	3,645	3,148	2,779	3,384	3,964
营业税金及附加	35.20	32.51	28.11	34.60	41.00
营业费用	171.87	170.82	182.50	202.19	223.65
管理费用	560.39	478.74	467.20	494.23	575.09
财务费用	(77.17)	(29.84)	(8.51)	(18.74)	(50.24)
资产减值损失	192.45	334.05	228.81	195.48	135.05
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	244.64	293.41	259.76	300.00	300.00
营业利润	577.68	380.23	233.15	500.89	736.78
营业外收入	38.66	37.99	36.76	37.48	37.32
营业外支出	2.56	13.98	7.51	8.84	9.25
利润总额	613.78	404.24	262.40	529.53	764.85
所得税	82.20	66.98	39.33	80.75	117.65
净利润	531.58	337.26	223.07	448.78	647.20
少数股东损益	7.88	(21.31)	(1.94)	(4.71)	(8.17)
归属母公司净利润	523.70	358.57	225.01	453.50	655.37
EBITDA	694.00	567.02	407.65	682.18	894.83
EPS (元)	0.32	0.22	0.14	0.28	0.40

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	(22.70)	(13.15)	(13.54)	23.10	18.52
营业利润	(43.91)	(34.18)	(38.68)	114.83	47.09
归属母公司净利润	(42.80)	(31.53)	(37.25)	101.55	44.52
获利能力 (%)					
毛利率	25.01	25.42	23.88	24.67	25.57
净利率	10.77	8.49	6.16	10.09	12.31
ROE	8.57	5.87	3.74	7.20	9.88
ROIC	9.54	5.73	3.78	8.92	14.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.10	56.06	53.64	57.00	59.18
净负债比率 (%)	1.86	5.16	9.20	7.68	6.69
流动比率	1.51	1.46	1.58	1.53	1.51
速动比率	1.32	1.24	1.37	1.32	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.29	0.26	0.31	0.33
应收账款周转率	1.77	1.37	1.26	1.63	1.56
应付账款周转率	1.15	0.97	0.91	1.09	1.07
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.22	0.14	0.28	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	(0.16)	0.04	0.39	0.47
每股净资产(最新摊薄)	3.73	3.73	3.67	3.85	4.05
估值比率					
PE (倍)	25.03	36.56	58.27	28.91	20.00
PB (倍)	2.14	2.14	2.18	2.08	1.98
EV_EBITDA (倍)	17.50	21.42	29.79	17.80	13.57

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com