

# 气体业务继续拓展之中

## 陕鼓动力动态点评

**评级: 增持-A**

上次评级: 增持-A

**目标价格: 16.25 元**

期限: 6 个月 上次预测: 14.60 元

现价(2011年11月14日): 13.29 元

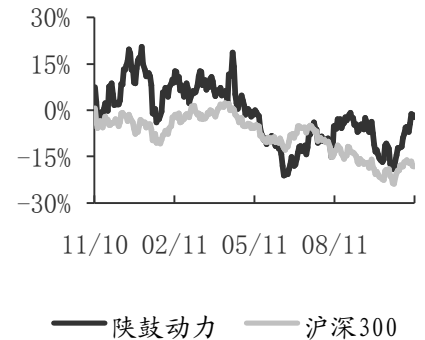
**报告日期: 2011-11-14**
**报告关键点:**

- 📖 公司气体业务取得新进展
- 📖 三季度业绩略超预期, 提高盈利预测值
- 📖 合理股价16.25元, 维持“增持-A”的投资评级

**报告摘要:**

- 11月10日陕鼓动力公告, 由公司负责投资、建设及运行, 以供气模式向晋开集团提供工业气体, 项目所包括的2套32000Nm<sup>3</sup>/h 空分装置预计2012年6月完成安装, 2012年9月建成投产。经营期限20年, 投资总额为31500万元。该项目建成投产后, 预计年销售收入为6592万元, 年净利润1945万元。
- 该项目投资构成: 两套装置压缩机组合2台空压机、2台增压机、2台氮压机、4台汽轮机合计1.33亿元, 占比42%。两套装置静设备含冷箱、储槽等合计1.29亿元, 占比41%。安装费1800万元, 土建及公辅工程3500万元, 合计占比17%。压缩机是空分成套设备的关键部件, 由公司自制, 静设备公司可以外购, 估计今后气体业务模式基本如此发展。
- 我们认为公司拥有空分装置核心部件空分压缩机的技术与制造能力, 以及冶金、石化行业丰富的客户资源, 加之上市后资金充裕, 可以凭借这三要素获得气体业务后发优势, 实现快速增长。公司现在的4个气体项目将在今明两年陆续投产供气, 我们预计气体业务2012年可以实现收入约6亿元。目前在谈的几个气体项目进展良好, 2013年这一业务可望达到9亿元的收入规模。
- 1-9月份公司整体运行情况良好, 主营业务收入同比增长17.3%, 净利润增长26.36%。毛利率为35.74%, 比去年同期高3.71个百分点。净利润率18.13%, 同比提高1.02个百分点。每股收益0.43元, 略高于市场预期。
- 作为一家传统意义上的制造企业, 公司从增长方式、行业边界和对资源的组合已经做了颠覆式的转变, 开始从单一产品供应商, 向能量转换领域系统解决方案商和系统服务商转变, 从产品经营向品牌经营、资本运作转变。公司这一战略转变在装备制造业内有着典型意义。
- 我们预测2011-2013年公司主营业务收入分别为51.3、63.5、72.2亿元, 我们适当调高了公司2011、2012年的毛利率水平, 净利润分别为8.9、10.7、12.4亿元, 每股收益分别为0.55、0.65、0.76元。较之先前预测值分别提高0.07、0.02、0.01元。11月11日公司收盘价13元, 按照2012年25倍PE, 合理股价16.25元, 维持“增持-A”的投资评级。
- 风险提示: 行业和公司基本面因素变化导致业绩偏离预期。

总市值(百万元)	21,304.01
流通市值(百万元)	7,190.33
总股本(百万股)	1,638.77
流通股本(百万股)	553.10
12个月最低/最高	10.32/24.95 元
十大流通股东(%)	57.89%
股东户数	31,203

**12个月股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.06	10.18	15.97
绝对收益	10.61	3.91	(2.16)

**张仲杰**

 021-68767839  
执业证书编号

**高级行业分析师**

 zhangzj@essence.com.cn  
S1450511020002

**财务和估值数据摘要**

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,609.1	4,350.1	5,128.1	6,348.3	7,222.3
Growth(%)	-8.5%	20.5%	17.9%	23.8%	13.8%
净利润	462.8	664.7	896.8	1,066.2	1,244.8
Growth(%)	1.3%	43.6%	34.9%	18.9%	16.8%
毛利率(%)	27.7%	31.5%	35.3%	34.1%	34.1%
净利润率(%)	12.8%	15.3%	17.5%	16.8%	17.2%
每股收益(元)	0.28	0.41	0.55	0.65	0.76
每股净资产(元)	1.58	2.98	3.42	3.94	4.55
市盈率	46.0	32.1	23.8	20.0	17.1
市净率	8.2	4.4	3.8	3.3	2.9
净资产收益率(%)	17.8%	13.6%	16.0%	16.5%	16.7%
ROIC(%)	-136.6%	-161.7%	-140.1%	164.0%	70.2%
EV/EBITDA	19.1	13.2	15.8	13.0	10.6
股息收益率	2.1%	0.0%	0.8%	1.0%	1.2%

**前期研究成果**
**陕鼓动力: 转型服务, 曙光初现**

2011-08-22

## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-11-14
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>利润表</b>											
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	3,609.1	4,350.1	5,128.1	6,348.3	7,222.3	营业收入增长率	-8.5%	20.5%	17.9%	23.8%	13.8%
减: 营业成本	2,610.7	2,981.6	3,318.1	4,184.4	4,757.6	营业利润增长率	2.0%	26.8%	60.2%	19.1%	16.9%
营业税费	16.0	28.6	28.2	34.9	39.7	净利润增长率	1.3%	43.6%	34.9%	18.9%	16.8%
销售费用	95.8	138.7	141.0	171.4	187.8	EBITDA 增长率	1.0%	28.2%	56.5%	22.9%	19.1%
管理费用	439.4	565.7	692.3	825.3	902.8	EBIT 增长率	-4.3%	31.0%	66.5%	21.1%	17.7%
财务费用	-70.7	-70.8	-76.7	-72.2	-75.1	NOPLAT 增长率	-5.8%	51.5%	40.0%	20.8%	17.5%
资产减值损失	26.7	57.2	46.1	24.0	18.8	投资资本增长率	28.0%	61.5%	-203.2%	174.6%	26.1%
加: 公允价值变动收益	-	-0.7	0.1	-	-	净资产增长率	0.4%	88.3%	14.7%	15.2%	15.4%
投资和汇兑收益	21.7	1.7	62.0	60.0	60.0						
<b>营业利润</b>	<b>512.8</b>	<b>650.1</b>	<b>1,041.2</b>	<b>1,240.6</b>	<b>1,450.8</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	25.3	116.3	14.0	14.0	14.0	毛利率	27.7%	31.5%	35.3%	34.1%	34.1%
<b>利润总额</b>	<b>538.0</b>	<b>766.5</b>	<b>1,055.2</b>	<b>1,254.6</b>	<b>1,464.8</b>	营业利润率	14.2%	14.9%	20.3%	19.5%	20.1%
减: 所得税	75.2	101.6	158.3	188.2	219.7	净利润率	12.8%	15.3%	17.5%	16.8%	17.2%
<b>净利润</b>	<b>462.8</b>	<b>664.7</b>	<b>896.8</b>	<b>1,066.2</b>	<b>1,244.8</b>	EBITDA/营业收入	14.3%	15.2%	20.1%	20.0%	20.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	EBIT/营业收入	12.2%	13.3%	18.8%	18.4%	19.0%
货币资金	3,098.5	5,540.2	5,018.5	4,771.0	5,321.2	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	61.0	3.1	3.0	3.0	3.0	固定资产周转天数	55	55	58	67	81
应收账款	1,274.0	1,419.0	1,594.5	1,973.9	2,245.6	流动营业资本周转天数	-126	-122	-81	-16	7
应收票据	874.1	1,077.8	1,264.5	1,565.3	1,780.8	流动资产周转天数	730	758	804	753	779
预付账款	1,094.1	1,247.4	1,413.3	1,622.6	1,860.4	应收帐款周转天数	136	116	106	103	107
存货	1,065.2	983.3	1,069.1	1,348.2	1,532.9	存货周转天数	110	87	74	70	73
其他流动资产	7.4	566.8	1,717.0	3,181.3	4,055.3	总资产周转天数	828	848	897	847	882
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-33	-40	1	65	95
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	6.5	5.2	6.0	6.0	6.0	ROE	17.8%	13.6%	16.0%	16.5%	16.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	5.5%	6.6%	6.5%	6.5%
固定资产	649.0	687.8	968.9	1,398.9	1,833.2	ROIC	-136.6%	-161.7%	-140.1%	164.0%	70.2%
在建工程	89.7	209.6	211.0	186.6	172.0	<b>费用率</b>					
无形资产	200.8	201.7	188.4	175.9	164.3	销售费用率	2.7%	3.2%	2.8%	2.7%	2.6%
其他非流动资产	52.2	73.8	80.9	87.0	91.4	管理费用率	12.2%	13.0%	13.5%	13.0%	12.5%
<b>资产总额</b>	<b>8,472.7</b>	<b>12,015.8</b>	<b>13,535.1</b>	<b>16,319.6</b>	<b>19,066.1</b>	财务费用率	-2.0%	-1.6%	-1.5%	-1.1%	-1.0%
短期债务	177.2	62.7	36.7	11.9	10.0	三费/营业收入	12.9%	14.6%	14.8%	14.6%	14.1%
应付账款	1,690.5	1,874.9	2,063.6	2,602.3	2,958.8	<b>偿债能力</b>					
应付票据	955.7	1,368.0	1,454.5	1,834.2	2,085.5	资产负债率	69.3%	59.3%	58.6%	60.4%	60.9%
其他流动负债	2,976.3	3,685.4	4,433.5	5,385.7	6,469.1	负债权益比	226.2%	145.7%	141.3%	152.6%	155.7%
长期借款	20.0	-	-	-	-	流动比率	1.29	1.55	1.56	1.51	1.49
其他非流动负债	55.5	113.9	168.4	253.8	315.0	速动比率	1.10	1.40	1.42	1.36	1.35
<b>负债总额</b>	<b>5,875.2</b>	<b>7,125.0</b>	<b>7,926.7</b>	<b>9,858.1</b>	<b>11,608.4</b>	利息保障倍数	-6.26	-8.18	-12.57	-16.18	-18.31
<b>少数股东权益</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>分红指标</b>					
股本	983.3	1,092.5	1,638.8	1,638.8	1,638.8	DPS(元)	0.28	-	0.11	0.13	0.15
留存收益	1,613.8	3,797.7	3,968.9	4,821.8	5,817.7	分红比率	97.9%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>2,597.4</b>	<b>4,890.8</b>	<b>5,608.4</b>	<b>6,461.6</b>	<b>7,457.7</b>	股息收益率	2.1%	0.0%	0.8%	1.0%	1.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
净利润	462.9	664.9	896.8	1,066.2	1,244.8	EPS(元)	0.28	0.41	0.55	0.65	0.76
加: 折旧和摊销	78.9	87.3	68.2	100.5	135.4	BVPS(元)	1.58	2.98	3.42	3.94	4.55
资产减值准备	26.7	57.2	46.1	24.0	18.8	PE(X)	46.0	32.1	23.8	20.0	17.1
公允价值变动损失	-	0.7	0.1	-	-	PB(X)	8.2	4.4	3.8	3.3	2.9
财务费用	-41.7	-76.1	-75.4	-76.7	-72.2	P/FCF	34.2	27.4	-59.9	-751.6	26.5
投资收益	-21.7	-1.7	-62.0	-60.0	-60.0	P/S	5.9	4.9	4.2	3.4	2.9
少数股东损益	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	EV/EBITDA	19.1	13.2	15.8	13.0	10.6
营运资金的变动	222.9	256.1	-750.7	-700.2	-48.1	CAGR(%)	32.1%	23.3%	18.2%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>694.0</b>	<b>1,587.7</b>	<b>121.9</b>	<b>358.4</b>	<b>1,216.0</b>	PEG	1.4	1.4	1.3	0.2	-0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>379.9</b>	<b>-593.9</b>	<b>-264.8</b>	<b>-440.1</b>	<b>-490.1</b>	ROIC/WACC	-13.7	-16.2	-14.0	16.4	7.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-341.7</b>	<b>1,577.0</b>	<b>-148.7</b>	<b>-165.8</b>	<b>-175.8</b>	REP	2.0	0.9	-1.9	0.6	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

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

张仲杰声明，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

### 黄方祥

021-68765913

### 凌洁

021-68765237

### 梁涛

021-68766067

### 潘冬亮

010-59113590

### 马正南

010-59113593

### 李国瑞

0755-82558084

### 上海联系人

huangfc@essence.com.cn

### 上海联系人

lingjie@essence.com.cn

### 上海联系人

liangtao@essence.com.cn

### 北京联系人

pandl@essence.com.cn

### 北京联系人

mazn@essence.com.cn

### 深圳联系人

ligr@essence.com.cn

### 朱贤

021-68765293

### 张勤

021-68763879

### 周蓉

010-59113563

### 李昕

010-59113565

### 胡珍

0755-82558073

### 上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

### 上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

### 北京联系人

zhourong@essence.com.cn

### 北京联系人

lixin@essence.com.cn

### 深圳联系人

huzhen@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