

陕鼓动力 (601369.SH)

其它通用设备行业

评级: 买入 维持评级

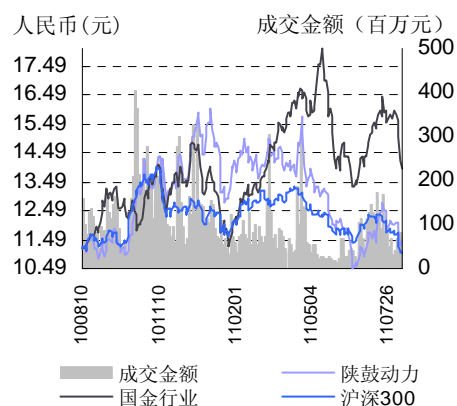
业绩点评

市价(人民币): 11.48元  
目标(人民币): 14.64-15.34元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	553.10
总市值(百万元)	18,813.08
年内股价最高最低(元)	16.02/10.49
沪深300指数	2798.19
上证指数	2526.07



## 相关报告

1. 《锐意进取的风机行业龙头》, 2011.6.27

**董亚光** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005  
(8621)61038289  
dongyaguang@gjzq.com.cn

**罗立波** 联系人  
(8621)61038326  
luolib@gjzq.com.cn

## 订单增长快, 新业务可期待

## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.471	0.608	0.488	0.639	0.817
每股净资产(元)	2.64	4.48	5.01	5.77	6.79
每股经营性现金流(元)	0.71	1.45	1.34	1.79	2.07
市盈率(倍)	N/A	39.12	23.52	17.96	14.06
行业优化市盈率(倍)	67.85	77.82	70.05	70.05	70.05
净利润增长率(%)	1.30%	43.62%	20.35%	30.96%	27.74%
净资产收益率(%)	17.82%	13.59%	14.62%	16.63%	18.03%
总股本(百万股)	983.26	1,092.51	1,638.77	1,638.77	1,638.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

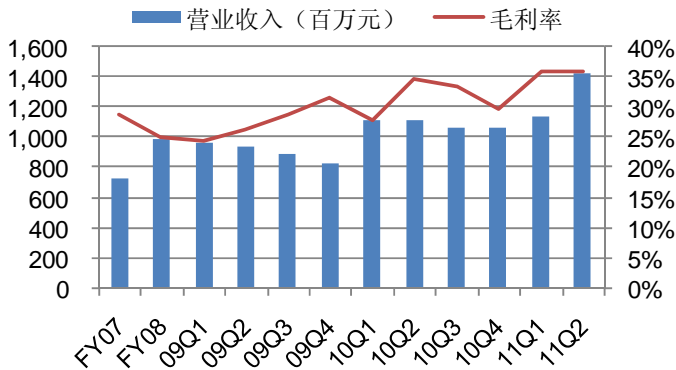
## 业绩简评

■ 公司上半报实现营业收入 2,552 百万元, 同比增长 15.00%; 归属母公司股东的净利润 447 百万元, 同比增长 52.60%, EPS 为 0.27 元; 扣除非经常性损益的净利润同比增长 40.86%, EPS 为 0.25 元。

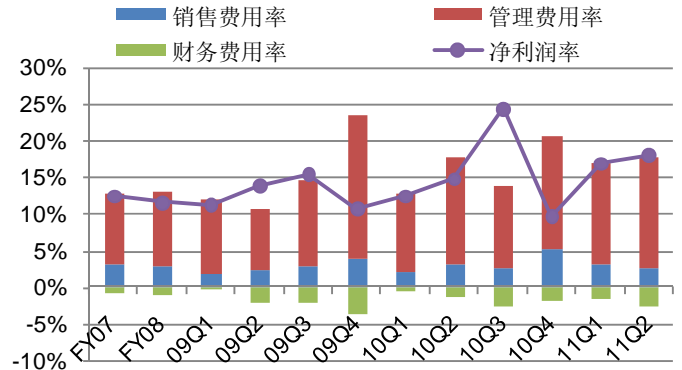
## 经营分析

- **投资复苏, 收入跃升:** 10 年 1 季度到 11 年 1 季度, 公司单季度的营业收入规模保持在 10-11 亿元, 而今年 2 季度营业收入达到 14.21 亿元, 同比增长 27.8%, 收入增速有明显提升。这主要是去年承接的订单逐渐进入交付期, 下游行业的投资增速加快所致。今年 1-7 月, 国内钢铁行业完成投资增速达到 17.5%, 比 10 年同期加快了 15.9 个百分点。今年 1-6 月, 化学原料及制品工业、石油加工业上半年的投资增速分别达到 23.7% 和 9.8%, 比 10 年同期分别提升了 6.4 和 0.8 个百分点。
- **新签订单大幅增长:** 上半年公司订货量为 58.64 亿元, 比去年同期 (42.45 亿元) 增长 38.14%。考虑到 10 年公司订货量达到 83.34 亿元, 公司目前在手订单应为 100 亿元以上, 今年下半年和明年收入将实现快速增长。公司设备订单的平均交付周期在 10 个月左右, 而目前工程总包和服务合同比重有所提升, 使平均交付周期有所增加。公司上半年末的预收款项为 3,895 百万元, 比年初增加了 464 百万元。
- **上半年交付产品的利润率较高:** 公司上半年的综合毛利率为 35.90%, 比 10 年全年高 4.4 个百分点。这与公司利润率较低的透平鼓风机组占销售收入比重减少有关, 也与各项业务上半年交付的部分产品利润率较高有关。考虑到交付结构, 预计下半年的毛利率会略有下降, 但仍处于较高水平。公司各项费用率保持平稳, 上半年净利润率达到了 17.51%。
- **现金流状况:** 上半年公司经营活动现金流净额为 124 百万元, 比去年同期的 639 百万元减少较多, 这主要是公司减少了 358 百万元的应付票据所致, 而公司销售商品、提供劳务收到的现金保持了与营业收入匹配的增长速度, 收款情况良好。

图表1: 公司各季度的销售收入和毛利率

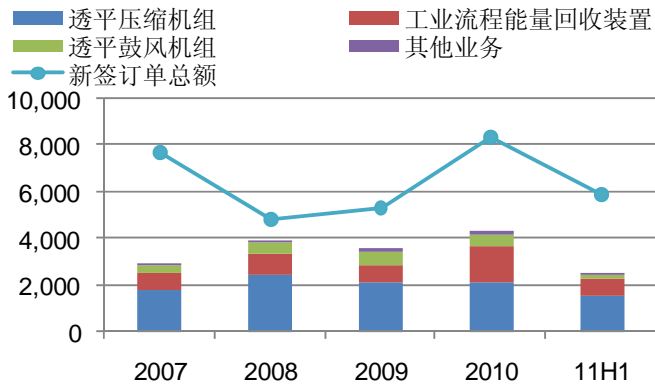


图表2: 公司各季度的三项费用率

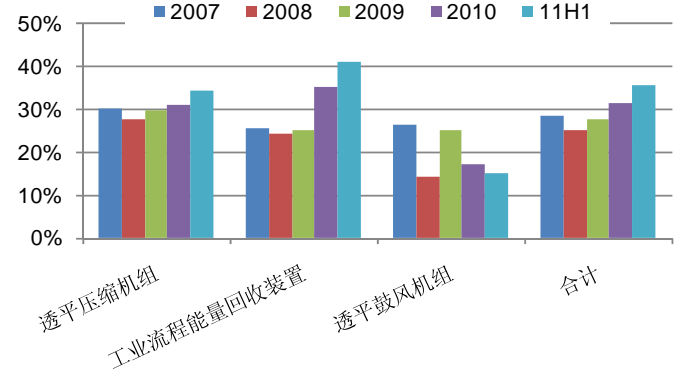


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 公司分项业务收入和新签订单 (百万元)



图表4: 公司分项业务的毛利率



来源: 国金证券研究所

- 工业气体新业务进展值得期待:** 公司目前共有 4 个工业气体在建项目, 合计 22 万方/小时的制氧规模。其中, 徐州项目已进入试生产阶段, 唐山项目进展也比较顺利, 预计分别在今年 3 季度、4 季度投产。而石家庄、渭南项目今年下半年进入设备安装阶段, 计划在明年年中达产。徐州、唐山等项目如果实现顺利达产, 将确立公司作为工业气体市场的重要参与力量, 并为公司争取后续新项目打下良好基础。上半年末, 公司的“其他流动资产”合计达到 2,067 百万元, 这主要是公司目前暂将富余的大量资金购买了信托和理财产品等。一旦有新的合适项目, 公司完全有足够的资金支持气体业务的快速发展。

图表5: 公司现有工业气体项目

子公司	合作客户	空分设备	销售收入测算
石家庄陕鼓	金石公司隶属于晋煤集团, 在石家庄建设氨及硝酸铵搬迁项目(年产合成氨18万吨、甲醇12万吨、硝酸铵35万吨, 投资9.6亿元)和制氢及尿素搬迁项目(年产尿素30万吨、氢气6万吨, 投资9.5亿元)。	配合金石公司搬迁项目, 陕鼓出资总投资4.22亿元, 建成两套4万方空分设备, 其中设备购置费为3.2亿元。	分两期建设, 2011年底首期设备进入安装阶段, 预计2012年中投产。合同制定的每年最低供气为7200小时。两期全部达产后, 预计年销售收入3.37亿元(含税), 利润总额0.59亿元。
渭南陕鼓	陕化公司隶属于陕煤化集团, 投资45.8亿元在陕西华县建设节能减排技改项目, 其规模为(均为新建)年产60万吨合成氨、52万吨尿素。	配合陕化公司的技改项目, 陕鼓出资共5.11亿元建设两套4万方空分设备, 其中设备购置费为3.99亿元。	2011年底, 进入设备安装阶段, 预计2012年中投产。最低供气合同为氧7.2万方, 氮8.1万方; 每年最低供气7200小时; 项目全部达产后预计年销售收入2.47亿元(含税), 年利润总额0.62亿元。
唐山陕鼓	唐山松汀钢铁公司, 为国企买断后组建的民营企业, 现有铁生产能力350万吨, 钢320万吨, 技改工程计划实现2010年500万吨产能。	为技改项目配套建设4万空分制氧项目。	2010.09开始土建, 计划2011年下半年实现供气。
徐州陕鼓	徐州东南钢铁公司, 民营企业, 拥有2座550立方米炼铁高炉及配套的转炉、制氧等设施, 年产螺纹钢和线材150万吨。	为1080立方米高炉配套建设的2万空分项目。	已进入土建阶段, 计划2011年下半年开始供气。

来源: 国金证券研究所

### 盈利预测和投资建议

- 基于公司订单情况, 我们上调公司的盈利预测, 2011-2013年营业收入分别为5,210, 7,053和8,914百万元, 净利润分别为800, 1,048和1,338百万元; EPS分别为0.488, 0.639和0.817元, 2011-2012年上调幅度分别为6.4%和15.0%。
- 公司的设备业务增长加快, 气体业务可期待, 我们上调公司的目标价至14.64-15.34元, 相当于2011年的30倍PE和2012年的24倍PE, 给予公司“买入”评级。

### 风险提示

- 公司透平机械设备下游集中于钢铁、化工等行业, 如果相关行业受到宏观调控影响而导致投资下滑, 将对公司设备业务产生不利影响。

图表6: 分项业务预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>透平压缩机组</b>						
销售收入 (百万元)	2,478.30	2,119.53	2,128.72	2,937.63	4,112.69	5,346.49
增长率 (YOY)	37.03%	-14.48%	0.43%	38.00%	40.00%	30.00%
毛利率	27.81%	29.79%	31.08%	32.00%	31.80%	31.60%
销售成本 (百万元)	1,789.17	1,488.02	1,467.13	1,997.59	2,804.85	3,657.00
增长率 (YOY)	42.11%	-16.83%	-1.40%	36.16%	40.41%	30.38%
毛利 (百万元)	689.13	631.51	661.59	940.04	1,307.83	1,689.49
增长率 (YOY)	25.39%	-8.36%	4.76%	42.09%	39.13%	29.18%
占总销售额比重	62.85%	58.73%	48.94%	56.38%	58.31%	59.98%
占主营业务利润比重	69.81%	63.25%	48.34%	56.39%	59.90%	61.68%
<b>工业流程能量回收装置</b>						
销售收入 (百万元)	844.38	783.95	1,556.06	1,478.26	1,626.08	1,788.69
增长率 (YOY)	21.53%	-7.16%	98.49%	-5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	24.57%	25.16%	35.35%	36.00%	35.50%	35.00%
销售成本 (百万元)	636.93	586.72	1,005.92	946.08	1,048.82	1,162.65
增长率 (YOY)	23.28%	-7.88%	71.45%	-5.95%	10.86%	10.85%
毛利 (百万元)	207.45	197.23	550.14	532.17	577.26	626.04
增长率 (YOY)	16.45%	-4.93%	178.93%	-3.27%	8.47%	8.45%
占总销售额比重	21.41%	21.72%	35.77%	28.37%	23.06%	20.07%
占主营业务利润比重	21.02%	19.75%	40.20%	31.92%	26.44%	22.86%
<b>透平鼓风机组</b>						
销售收入 (百万元)	553.59	533.38	457.12	571.40	759.96	873.96
增长率 (YOY)	53.99%	-3.65%	-14.30%	25.00%	33.00%	15.00%
毛利率	14.25%	25.05%	17.06%	15.50%	16.00%	16.00%
销售成本 (百万元)	474.69	399.79	379.15	482.83	638.37	734.12
增长率 (YOY)	79.73%	-15.78%	-5.16%	27.35%	32.21%	15.00%
毛利 (百万元)	78.90	133.59	77.97	88.57	121.59	139.83
增长率 (YOY)	-17.29%	69.32%	-41.63%	13.59%	37.29%	15.00%
占总销售额比重	14.04%	14.78%	10.51%	10.97%	10.78%	9.80%
占主营业务利润比重	7.99%	13.38%	5.70%	5.31%	5.57%	5.10%
<b>工业气体</b>						
销售收入 (百万元)				15.00	300.00	600.00
增长率 (YOY)					1900.00%	100.00%
毛利率				15.00%	25.00%	28.00%
销售成本 (百万元)				12.75	225.00	432.00
增长率 (YOY)					1664.71%	92.00%
毛利 (百万元)				2.25	75.00	168.00
增长率 (YOY)					3233.33%	124.00%
占总销售额比重				0.29%	4.25%	6.73%
占主营业务利润比重				0.13%	3.44%	6.13%
<b>其他(含工业气体)</b>						
销售收入 (百万元)	66.80	172.29	208.16	208.16	253.96	304.75
增长率 (YOY)	36.30%	157.91%	20.82%	0.00%	22.00%	20.00%
毛利率	17.38%	20.94%	37.86%	50.00%	40.00%	38.00%
销售成本 (百万元)	55.19	136.21	129.35	104.08	152.37	188.94
增长率 (YOY)	48.03%	146.81%	-5.04%	-19.54%	46.40%	24.00%
毛利 (百万元)	11.61	36.08	78.81	104.08	101.58	115.80
增长率 (YOY)	-0.99%	210.65%	118.46%	32.06%	-2.40%	14.00%
占总销售额比重	1.69%	4.77%	4.79%	4.00%	3.60%	3.42%
占主营业务利润比重	1.18%	3.61%	5.76%	6.24%	4.65%	4.23%
销售总收入 (百万元)	3943.07	3609.15	4350.06	5210.45	7052.69	8913.89
销售总成本 (百万元)	2955.98	2610.74	2981.55	3543.34	4869.42	6174.72
毛利 (百万元)	987.09	998.41	1368.51	1667.11	2183.27	2739.17
平均毛利率	25.03%	27.66%	31.46%	32.00%	30.96%	30.73%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	3
买入	1	1	2	2	7
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	1.86	1.89

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-06-27	买入	11.28	11.47 ~ 12.39

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 921 室