

陕鼓动力 (601369)

增持/首次评级

股价: RMB11.32

分析师

王轶铭

SAC 执业证书编号:S1000511060003

(0755) 8212 5086

wangyiming@mail.htlshc.com.cn

肖群稀

SAC 执业证书编号:s1000511090010

(0755) 8212 5086

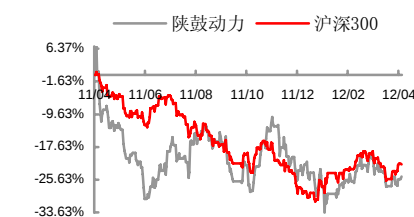
xiaoqunxi@sina.com

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1,639
流通 A 股 (百万股)	1,639
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	18,551

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

服务型制造企业现雏形, 二次转型平稳过渡

----陕鼓动力 (601369) 深度报告

- **从设备制造到系统集成和服务提供商的华丽转身。**陕鼓是国内透平设备系统制造和服务龙头企业, 公司通过两次转型, 逐步从设备销售转变为透平机械的系统集成商和服务商, 由提供空分用压缩机的企业转变为提供工业气体的服务商。2011 年, 公司明确了能量转换设备、能量转换系统服务、能源基础设施运营三大板块, 目前设备板块收入占比 80%, 规划到 2015 年三大业务实现“三足鼎立”的局面。
- **设备总体需求回落, 大型化设备和节能装置需求相对稳定。**“十二五”期间, 冶金、石化行业实行总量控制, 淘汰落后产能的产业政策, 对设备的需求将减少; 煤化工快速发展, 对设备需求有所增加。结构上, 大型化项目、节能设备得到推广, 大型化设备和 TRT 装置的需求有一定支撑。
- **服务业务将成为未来主要的增长点。**公司服务板块业务亮点频出: 工程承包项目进一步拓展到大型空分、余热利用、水处理等项目; 全生命周期服务业务的单比订单量成倍增长; 签订了首个“再制造”项目, 扩展了服务业务的业务范围; 远程在线服务持续为公司带来增值业务。服务板块有望成为公司未来业绩的主要增长点。
- **工业气体运营项目稳步推进。**气体项目是基础能源运营业务的主要来源, 公司的 5 个工业气体项目 2011~2013 年陆续投产, 将成为公司稳定的收入来源。作为一个新进入者, 在气体运营领域经验还需要时间积累, 公司对气体项目的投资将采取稳健的原则, 计划每年 5~8 亿投资建设工业气体项目, 对应产能为 8-10 万 Nm³/h。
- **在手订单充足, 稳定增长可期。**2011 年订单近 100 亿元, 2012 年一季度订单与去年基本持平。订单充足, 可保 2012 稳定增长。
- **给予“增持”的投资评级:**预计公司 2012~2014 年 EPS 分别为 0.61、0.71、0.82 元, 同比增长 20%、17%和 15%, 对应当前 PE 为 18、16 和 14 倍。给予 2012 年 20~22 倍的估值水平, 合理估值区间为 12.2~13.4 元。
- **风险提示:** 1、下游行业淘汰落后产能带来不确定性。2、气体项目用户的经营情况会给公司气体项目收入带来不确定性。3、信托产品违约风险。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	5150	6102	7283	8491
(+/-%)	18.4%	18.5%	19.4%	16.6%
归属母公司净利润(百万元)	833	999	1169	1340
(+/-%)	25.3%	20.0%	16.9%	14.7%
EPS(元)	0.51	0.61	0.71	0.82
P/E(倍)	22.24	18.53	15.85	13.82

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

一、服务型制造企业现雏形	4
二、成长的秘诀：战略创新和转型	7
2.1 轻资产的运营模式	7
2.2 “制造+服务”的商业模式	7
2.3 布局高价值领域，技术领先	7
三、风机行业：转型期的阵痛	8
3.1 风机行业景气程度与下游固定资产投资密切相关	10
3.2 下游行业结构调整，大型设备和节能环保设备受益	11
3.3 自主化目标保证国内企业享受产业升级的机会	14
3.4 新兴制造服务业务的需求带来重大机遇	16
四、在手订单充足，公司业务稳定成长	17
4.1 能量转换设备总体需求回落，大型化和节能产品需求相对稳定	17
4.2 能量转换服务：公司未来业绩的增长源泉	18
4.3 能源基础设施运营：气体项目稳步推进	19
五、盈利预测和投资评级	20
5.1 盈利预测	20
5.2 估值	22
风险提示	22

图表目录

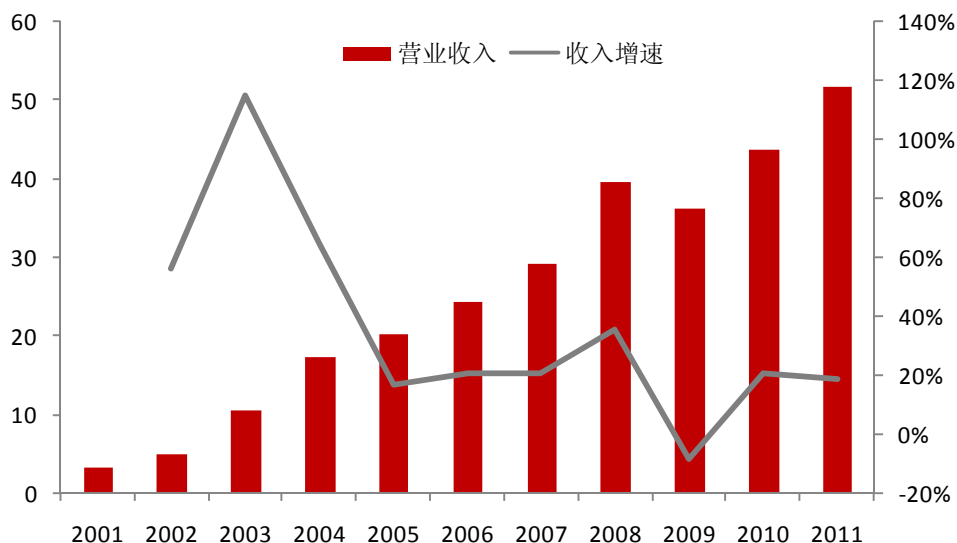
图 1:	十年间, 陕鼓动力营业收入增长了 15 倍	4
图 2:	陕鼓动力逐步实现了由单纯的“制造”向“制造+服务”的转变	5
图 3:	陕鼓动力三大业务板块内容	5
图 4:	2015 年规划, 公司三大业务收入将实现“三足鼎立”	5
图 5:	陕鼓动力的资产质量优异	7
图 6:	陕鼓动力净利润率高于行业平均水平	7
图 7:	风机行业分类	9
图 8:	重大技术装备类风机产量小	9
图 9:	重大技术装备类风机产值占比大	9
图 10:	重要下游行业固定资产投资增速持续回落	10
图 11:	风机行业收入与下游行业设备投资增速密切相关	10
图 12:	风机行业收入及增速	10
图 13:	2006~2010Q3, 1000m ³ 以上的高炉增加了一倍	12
图 14:	我国高炉容积结构 (2009 年)	12
图 15:	炼油行业增新产能: 低点已经过去	12
图 16:	乙烯产能: 2011 是低点, 未来将稳定增长	12
图 17:	PTA 产能稳定增长	13
图 18:	国内风机企业 2010 年收入及增速情况	14
图 19:	工业气体项目运营模式	16
图 20:	能量转换设备收入预测	18
图 21:	能量转换服务业务收入预测	19
图 22:	能源基础设施运营业务收入预测	20
图 23:	公司订单结构变化	21
表格 1:	主要产品市场占有率	6
表格 2:	公司主要产品功能、用途、技术水平介绍	6
表格 3:	布局高价值领域, 技术国内领先水平, 与国际同步	8
表格 4:	风机子行业技术指标对比	9
表格 5:	重点行业落后产能淘汰规划	11
表格 6:	节能减排相关政策	13
表格 7:	国家将 TRT 设备作为典型的余热回收技术进行推广	14
表格 8:	陕鼓动力在大型设备技术水平上与国际竞争者还有差距	15
表格 9:	轴流压缩机 VS 离心压缩机	15
表格 10:	陕鼓主要产品 VS 沈鼓主要产品	15
表格 11:	向工业气体行业的延伸是空分设备制造企业未来发展的重要趋势之一	17
表格 12:	2011 年, 公司能量转换设备业务里程碑项目	17
表格 13:	2011 年, 公司能量转换服务业务里程碑项目	19
表格 14:	公司的工业气体项目 2012~2013 年将陆续投产	20
表格 15:	主营业务收入预测	21
表格 16:	估值比较	22

一、服务型制造企业现雏形

陕鼓动力源于 1968 年成立陕西鼓风机厂，为冶金、石化、空分、环保和国防等多个产业提供透平机械系统问题解决方案和系统服务。公司的产品有：轴流压缩机、能量回收透平装置、离心压缩机、离心鼓风机、通风机五大类，主导产品轴流压缩机和能量回收透平装置属高效节能环保产品。

2001~2011 年，公司营业收入从 3.12 亿元增长到 51.2 亿元，十年增长了 15 倍，复合增长率为 32%；净利润从 0.22 亿元增长到 6.22 亿元，复合增长率为 41%。

图 1： 十年间，陕鼓动力营业收入增长了 15 倍



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

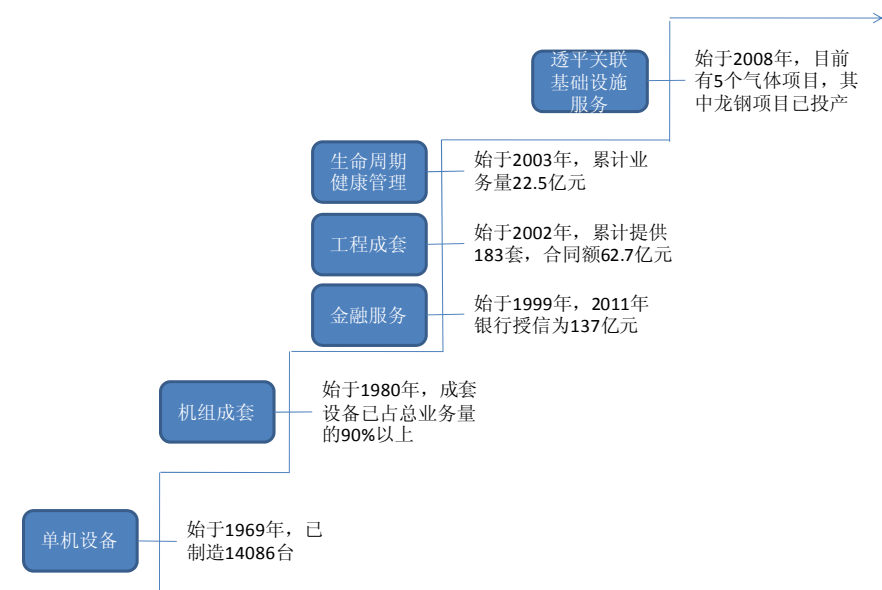
陕鼓动力的管理层将公司规模的增长归因于公司多年来进行的战略转型和变革：

第一次转型：从设备销售转变为系统集成商和服务商。2002 年，公司提出轻资产的运营模式，从机组销售转型成成套设备销售服务商；2006 年，公司提出了以“两个转变”发展战略为方向，逐渐从以风机产品销售为主营的企业逐步转变为透平机械的系统集成商和服务商；

第二次转型：由空分用压缩机销售转变为提供工业气体的服务商。2008 年，公司开始进入工业气体服务领域，由提供空分用压缩机的企业转变为提供工业气体的服务商。公司逐渐实现了从单纯的设备制造企业向先进的服务型制造企业的转变。

服务型制造企业现雏形。2011 年，公司确定了能量转换设备、能量转换系统服务、能源基础设施运营三大板块。从各板块的收入结构来看，能量转换设备收入占比超过 85%，服务和运营板块收入占比合计 15%。公司规划到 2015 年，服务和运营的收入占比要实现大幅提升，三大业务将基本实现“三足鼎立”的局面。

图 2： 陕鼓动力逐步实现了由单纯的“制造”向“制造+服务”的转变



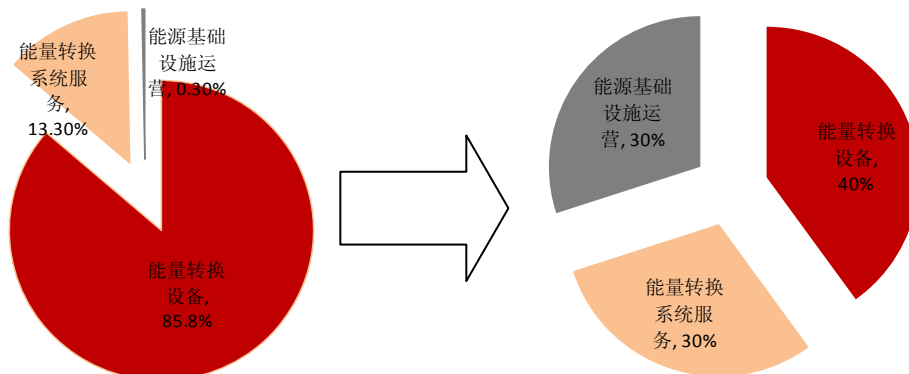
资料来源：根据公司公告整理、华泰联合证券研究所

图 3： 陕鼓动力三大业务板块内容



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

图 4： 2015 年规划，公司三大业务收入将实现“三足鼎立”



资料来源：根据公司公告整理、华泰联合证券研究所

通过转型，公司产业链及产品的内涵得到延伸，市场份额不断扩大，为公司带来了增值利润。公司的主导产品：轴流压缩机、工业流程能量回收装置、空分压缩机，2008年的国内市场份额分别为 90%、80%和 65%以上。

表格 1：主要产品市场占有率

产品	名称		2006	2007	2008
透平压缩机组	AV90 及以上轴流压缩机	订货量（套）	5	18	4
	机	市场占有率	50%	90%	80%
	AV80 及以上轴流压缩机	订货量（套）	103	162	53
	机	市场占有率	98%	96%	96%
	空分用压缩机	订货量（套）	10	24	13
		市场占有率	32%	70%	65%
工业流程能量回收装置	TRT	订货量（套）	86	116	53
		市场占有率	78%	70%	82%
	三合一、四合一机组	订货量（套）	8	8	9
		市场占有率	100%	80%	90%

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

表格 2：公司主要产品功能、用途、技术水平介绍

产品	产品功能、用途、技术水平
轴流压缩机 	产品功能：把机械能转化为气体能量的一种透平机械，其内部的气流基本沿压缩机轴向流动。 应用领域：主要应用于冶金行业的高炉鼓风机站、炼油厂的催化裂化装置、发酵行业的压缩机组、化肥硝酸装置、大型空分装置、大型风源风洞试验、液化天然气、污水处理及电站等。 技术水平：中国最早从瑞士苏尔寿引进轴流压缩机设计制造技术，经消化、吸收、创新发展完善了 AV40-AV100、A40-A90 等 10 多个规格、100 多个产品。目前已具备为 4000-5800m³ 高炉配套轴流压缩机的国产化设计能力，正在进行 4000m³ 高炉配套轴流压缩机设计制造。与国外技术同步发展，价格只有国外的 2/3，
能量回收透平装置（TRT） 	产品功能：利用工业流程中的气体所具有的压力能、热能做功来进行能量回收的一种节能装置。 应用领域：用于冶金行业高炉煤气余压能量回收、石油化工行业烟气能量回收及硝酸尾气能量回收。 技术水平：公司先后开发出“共用型”及“同轴型”能量回收装置。已形成 4000-5800m³ 高炉 TRT 全国产化设计制造能力，准备进行 4300m³、5046m³、5250m³ 高炉 TRT 产业化生产，技术达到国内先进水平。
离心压缩机 	产品功能：把原动机的机械能转化为气体能量的一种透平机械，其内部的气流沿垂直于压缩机轴的径向进行的。空分压缩机属于离心压缩机的一种，主要用于提高气体的压力，通过其他空分装置，将所需要的气体从空气中分离。 应用领域：主要应用于炼油厂的催化裂化装置、石化、煤化工、冶金、空分装置、动力、制药、污水处理等领域。空分压缩机主要用于冶金、化肥、化工、石化领域。
离心鼓风机 	产品功能：依靠输入的机械能，提高气体压力（15-200kPa）并排送气体的透平机械，其内部的气流沿垂直于鼓风机轴的径向进行。 应用领域：主要用于石化、冶金、制药、化肥、环保、水泥、电站等行业。 技术水平：普通的鼓风机技术含量较低，市场较分散。公司生产的大型鼓风机叶轮采用三元流技术，使风机效率提高 3%-5%，达到了节能效果。该技术达到国内先进水平。

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

二、成长的秘诀：战略创新和转型

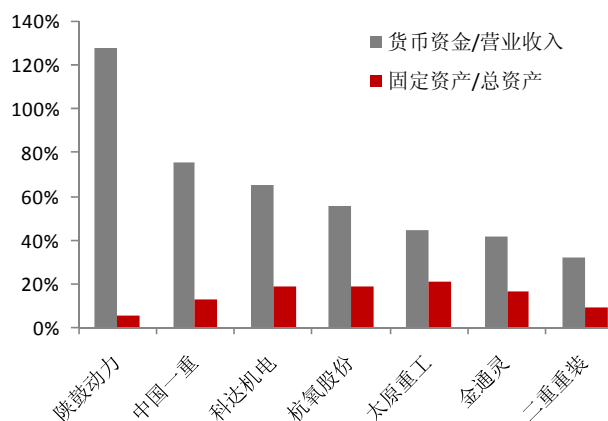
外包型制造模式和服务型制造模式是传统制造业转型的主要方向。公司是业内较早提出战略转型的企业，将两种先进制造模式相结合，实施轻资产的运营模式和“制造+服务”的商业模式，这是公司取得成功的关键所在。

2.1 轻资产的运营模式

2002 年，公司开始实施轻资产的运营模式，降低固定资产的比例，除了保留核心部件叶片的生产能力，投资 8000 万从德国引进设备和技术，建设 32 吨高速动平衡转子的试验台外，公司将铸造业务、运输业务和普通的机加业务外包。由于公司保留了核心的制造和检验能力，公司的产品质量可以得到控制。

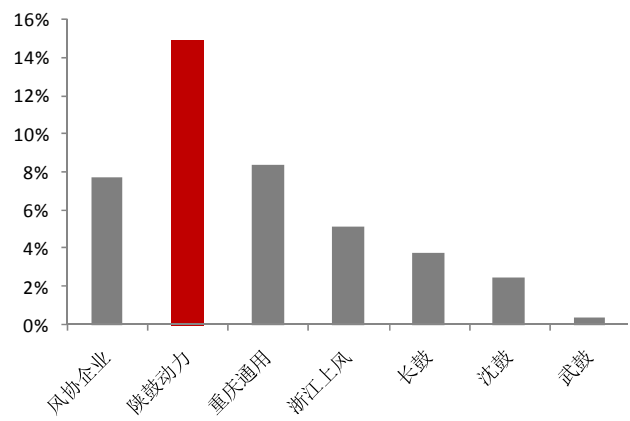
2011 年，公司的固定资产占总资产的比例仅为 5.7%，远低于同行业其它上市公司；货币资金占营业收入的比例高达 69.2%，充足的现金流为企业后续的发展提供了保证。公司的资产质量和盈利能力在行业内遥遥领先。

图 5： 陕鼓动力的资产质量优异



资料来源：同花顺、华泰联合证券研究所

图 6： 陕鼓动力净利润率高于行业平均水平



资料来源：《2009 年中国风机行业统计年鉴》、华泰联合证券研究所

2.2 “制造+服务”的商业模式

公司是在行业中较早提出商业模式转型，努力实现由单纯的制造向“制造+服务”的盈利模式转变。2006 年公司提出了以“两个转变”发展战略为方向：一是“从单一产品供应商向动力成套装备系统解决方案商和系统服务商转变”，二是“从产品经营向品牌经营转变”，使公司从以风机产品销售为主营的企业逐步转变为透平机械的系统集成商和服务商，由提供空分用压缩机的企业转变为提供工业气体的服务商。

2.3 布局高价值领域，技术领先

公司避开竞争激烈、技术含量低的一般功能性风机领域，专注于技术含量较高的重大装备技术类风机领域；公司的产品在系统技术、工业流程关联技术、主机技术方面具有优势，主要的技术处国际国内领先水平：

表格 3：布局高价值领域，技术国内领先水平，与国际同步

领先技术	技术说明	技术来源	技术水平
主机技术：			
轴流压缩机	包括AV 型全静叶可调轴流压缩机和A 型静叶固定轴流压缩机。具有效率高、噪音低、节能等特点，比离心压缩机效率高近10%。	引进国外技术，消化吸收再创新	国际先进水平
工业流程能量回收装置	包括高炉煤气余压回收透平发电装置、硝酸尾气能量回收透平、催化裂化装置烟气能量回收透平。利用废气发电或拖动其它机械，既节能又环保，具有效率高、回收功率大等特点。	自行研制	国际先进水平
离心鼓风机	包括低速鼓风机（小于3,000 转/分）和高速鼓风机（大于3,000 转/分）。大型鼓风机叶轮采用三元流技术，使风机效率提高3%-5%，达到了节能效果。	自行研制	国内先进水平
离心压缩机	风机进出口压力比一般在3.5倍以上。产品基本上形成了系列化，叶轮多数采用三元流技术，具有效率高、节能的特点，整机效率提高3%-5%。	自行研制	国内先进水平
成套技术：			
3H-TRT 系统技术	在保持和优化传统 TRT 系统的高炉煤气余压余热能量回收发电功能的基础上，对高炉顶压进行高精度的智能控制。3H-TRT 系统具有三“高”（3H）特点，即：高精度顶压稳定性控制；提高高炉顶压设定值；提高高炉利用系数降低焦比。	自主创新	国际领先水平
硝酸装置透平成套机组	为适应硝酸产品市场需求，公司自主开发研制了硝酸装置“三合一”机组（即原动机+空气压缩机+尾气膨胀机）和“四合一”机组（即原动机+氧化氮压缩机+空气压缩机+尾气膨胀机），具有节能环保等特点。公司已为 5 万吨/年、10 万吨/年、15 万吨/年、27 万吨/年装置提供近 40 套机组。	自行研制	达到国际同类机组技术水平
工程成套技术	以用户需求为出发点，以透平机械为核心，以成套技术为基础，开发工程设计技术，发挥成套设计、供货、施工、安装调试的整体优势，向用户提供完善的工程项目总承包（EPC）服务——交钥匙工程。	自主创新	达到国内领先水平
BPRT 同轴机组	将鼓风机系统和能量回收机组合并为同一系统，使能量回收机组原有系统简化，取消发电机及发电系统，合并自控系统、润滑油系统、动力油系统等，将能量回收机组回收的能量直接驱动鼓风机。	自行研制	公司独创，达到国际领先水平
共用型能量回收装置	利用两座以上高炉各自的阀门系统，把煤气导入同一透平机组，驱动一台发电机发电，该机组可满足两座以上高炉同时运行发电和单座高炉运行发电的要求。	自行研制	国内首创，达到国际领先水平

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

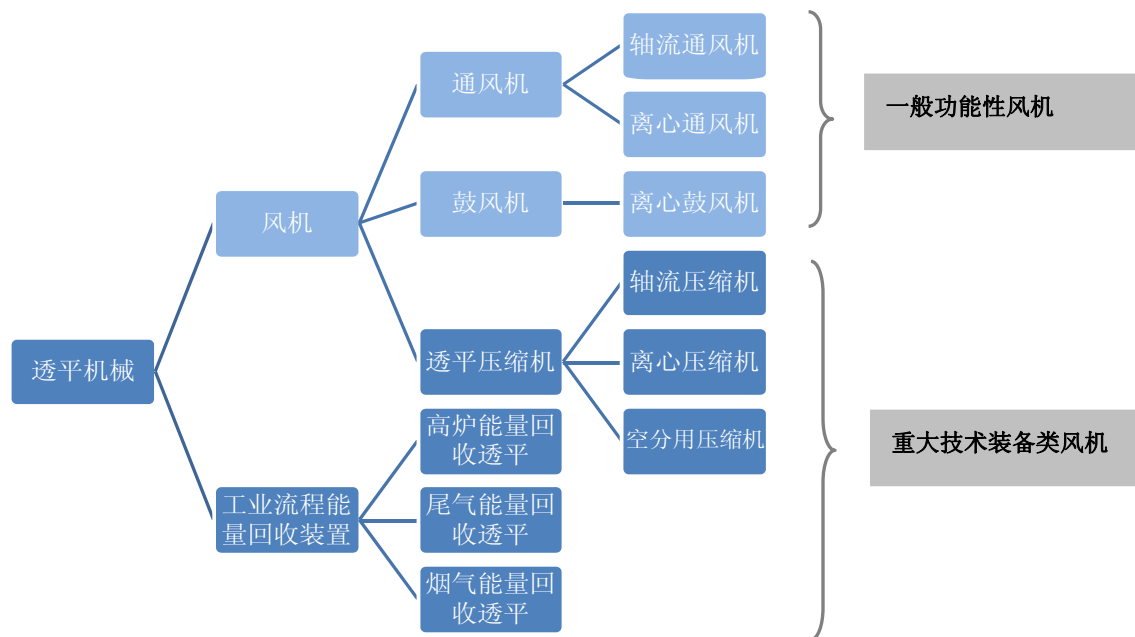
三、风机行业：转型期的阵痛

风机是用于输送气体并改变气体能量的一种通用机械，主要用于气体增压、循环、通风换气、排尘。按照技术含量的高低和对工业的重要程度，分为重大技术装备类风机与一般功能性风机。

重大技术装备类风机的制造水平是国家工业化程度的重要体现。重大技术装备类风机是指风机产品中技术含量高、成套性强，对国民经济具有重要意义的重大技术装备，主要包括透平压缩机组和工业流程能量回收装置。透平压缩机组用于各种工艺过程中输送空气和各种气体，并提高其压力；工业流程能量回收装置用来回收工业流程中余压、余热能量的装置。应用于冶金、石化、煤化工等行业的工业流程中，对所在行业工业流程的安全性、稳定性、经济性和节能减排有着重大影响。

一般功能性风机指产品技术含量相对较低、成套性相对不强的风机产品。包括中小型鼓风机、通风机等。这类风机广泛应用于工业生产的各个领域、市场需求量大。

图 7： 风机行业分类



资料来源：根据《风机行业统计年鉴》整理、华泰联合证券研究所

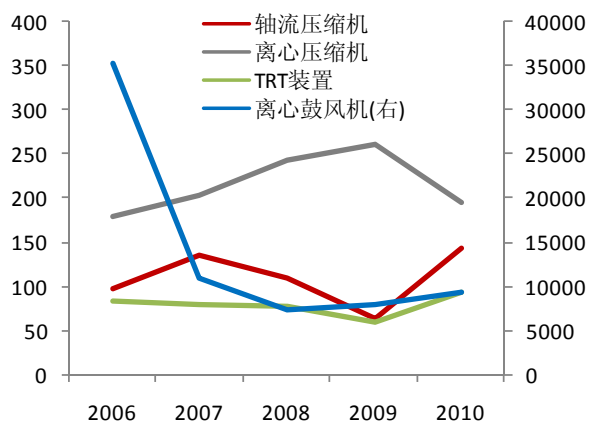
表格 4：风机子行业技术指标对比

分类	技术指标
透平压缩机	出口压力（表压）高于 200kPa，或压力比大于 3。
透平鼓风机	出口压力（表压）高于 15kPa，但不超过 200kPa
透平通风机	出口压力（表压）不高于 15kPa

资料来源：根据《风机行业统计年鉴》整理、华泰联合证券研究所

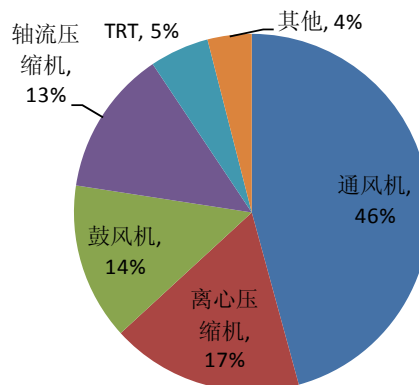
重大技术装备类风机产量小，产品单位价值量大。离心压缩机、轴流压缩机和能量回收透平机组的产量占全部风机产量的 0.06%，产值占比达 36%；一般功能性风机产量大，产品单位价值量小。

图 8： 重大技术装备类风机产量小



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图 9： 重大技术装备类风机产值占比大



资料来源：《风机行业统计年鉴》、华泰联合证券研究所

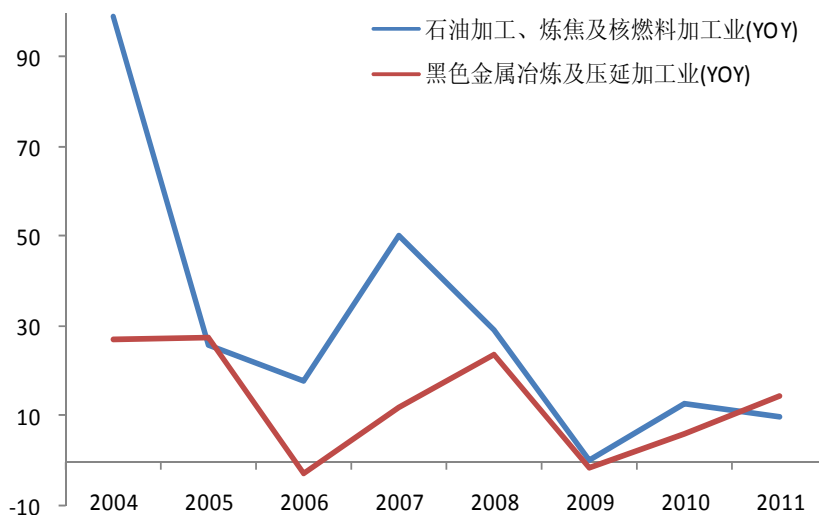
3.1 风机行业景气程度与下游固定资产投资密切相关

风机行业主要应用于冶金、石化、煤化工、环保、电力、水泥及制药等行业，下游行业经济周期、固定资产投资、投资建设周期对风机市场需求有很大影响。

“十五”期间，我国冶金、石化、煤炭、污水处理、水泥等行业的固定资产投资增长迅速，国内对风机的需求快速增长。鼓风机、通风机等一般功能性风机的市场需求量快速增长。

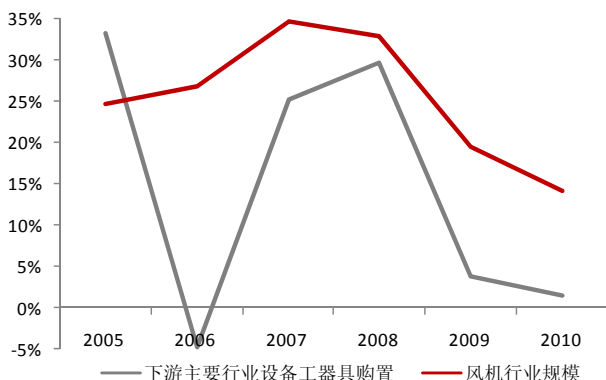
随着经济增长方式的转变，重大技术装备类风机得到发展。“十一五”期间，国家将加快经济增长方式的转变，倡导循环经济的政策，加大节能、减排和促进环保产业发展，为以开发生产节能环保产品和提供节能改造服务为重点发展目标的重大技术装备制造企业带来发展机遇，一般功能性风机的增速放缓。

图 10： 重要下游行业固定资产投资增速持续回落



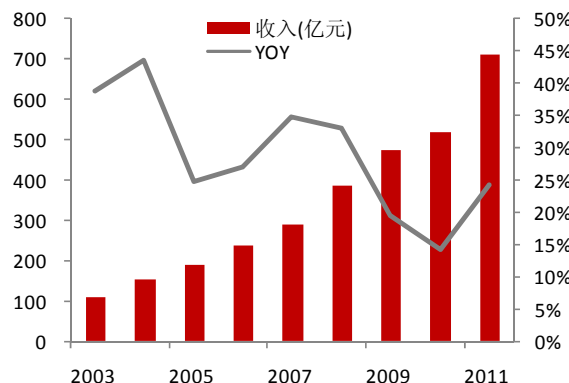
资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图 11： 风机行业收入与下游行业设备投资增速密切相关



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图 12： 风机行业收入及增速



资料来源：《风机行业统计年鉴》、华泰联合证券研究所

“十二五”期间，中国经济将从以依赖投资为主的增长方式逐步转换为依靠内需，我们判断风机下游各子行业未来投资增速将回落，由此造成风机行业景气程度的下滑。结构上，由于国家实行“淘汰落后产能、压小上大”的产业政策，一般功能性风机的增速将继续放缓，重大装备技术类风机将会平稳增长。

表格 5：重点行业落后产能淘汰规划

行业	淘汰落后产能
钢铁	重点淘汰 90 平方米以下烧结机、8 平方米以下球团竖炉、400 立方米及以下高炉、30 吨及以下电炉、转炉。
焦炭	重点淘汰炭化室 4.3 米（捣固焦炉 3.8 米）以下常规机焦炉、未达到焦化行业准入条件要求的热回收焦炉等产能。
有色金属	铜冶炼重点淘汰密闭鼓风炉、电炉、反射炉等落后产能。电解铝重点淘汰 100 千安及以下小预焙槽等产能。铅冶炼重点淘汰采用烧结机、烧结锅、烧结盘、简易高炉等工艺设备。淘汰落后的再生铜、再生铝、再生铅生产工艺及设备。
铁合金	重点淘汰 6300KVA 及以下普通铁合金矿热炉等产能。
电石	重点淘汰开放式电石炉，单台炉变压器容量小于 12500 千伏安的电石炉等落后设备。逐步淘汰高汞触媒电石法聚氯乙烯生产工艺。
水泥	重点淘汰 3.0 米以下水泥机械化立窑，小型水泥回转窑，水泥粉磨站直径 3.0 米以下的球磨机等产能，淘汰落后生产能力 2.5 亿吨。
平板玻璃	全部淘汰平拉（含格法）普通玻璃生产线。
造纸	重点淘汰单条年生产能力 3.4 万吨以下的非木浆生产线，年生产能力 5.1 万吨以下的化学木浆生产线，年生产能力 1 万吨以下的废纸制浆生产线等产能。
制革	重点淘汰年加工生皮能力 5 万标张牛皮以下的生产线，年加工蓝湿皮能力 3 万标张牛皮以下的生产线等产能。
印染	重点淘汰 74 型染整设备、浴比大于 1:10 的棉及化纤间歇式染色设备等落后设备。化纤。重点淘汰湿法氨纶生产工艺，硝酸法腈纶常规纤维生产工艺，年产 2 万吨以下常规粘胶短纤维生产线等产能。

资料来源：华泰联合证券研究所、注：*落后产能淘汰重点将根据国家产业政策和有关规定进行动态调整。

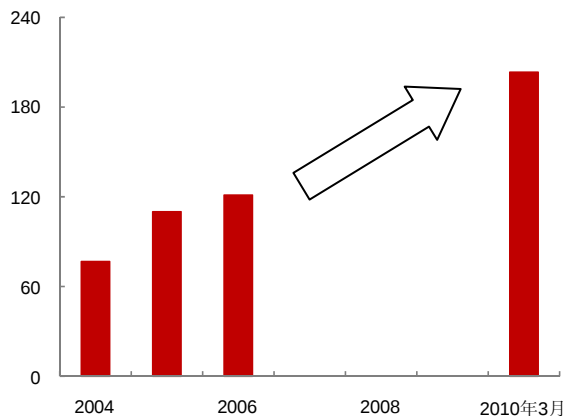
随着我国风机企业产品设计与制造水平的提升，风机产品的出口呈现显著的增长趋势，大型风机产品已经出口到美洲、欧洲、非洲、亚洲等国家和地区，中小风机已出口至世界各地。在国家支持装备制造业政策的扶持下，国内大型风机制造企业进一步加大国际市场开拓，大型风机产品的出口将持续增长。

3.2 下游行业结构调整，大型设备和节能环保设备受益

3.2.1 鼓励发展大型项目，大型化透平设备需求增加

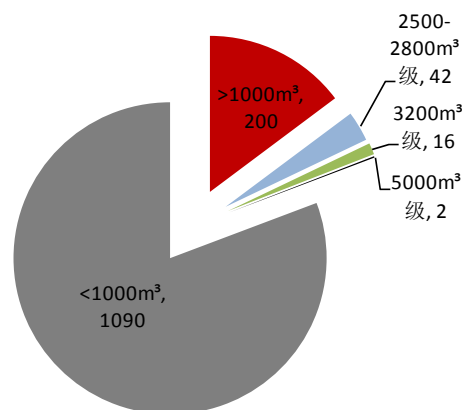
冶金行业“十二五”规划提出“压小上大”的产业政策，鼓励发展大型高炉。照“十二五”规划，淘汰 400 立方米及以下高炉（不含铸造铁）、30 吨及以下转炉和电炉高炉，大型高炉建设提速，高炉设备大型化趋势明显。2000 年，我国重点大中型企业拥有 1000m³ 以上的高炉 47 座，截至 2009 年，我国拥有 1350 座高炉，1000m³ 以上容积的 200 座。仅仅 2009 年一年，我国就新建 500m³ 以上容积高炉 55 座。由于对提高效率和节约能源的要求日益迫切，冶金工艺技术逐步改进，设备更新需求开始启动。近几年我国中型高炉为了提高利用系数，纷纷采用了高压操作技术，随着冶炼强度和炉顶压力提高，一般都更换较大的透平压缩机组，这将有力带动大型透平压缩机组的需求。

图 13: 2006~2010Q3, 1000m³ 以上的高炉增加了一倍



资料来源:《近年来中国高炉大型化进展情况》、华泰联合证券研究所

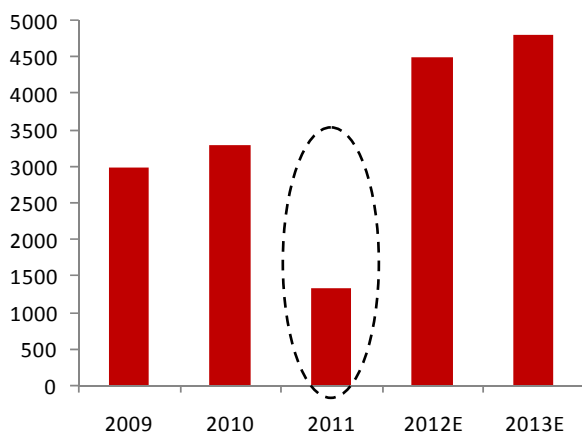
图 14: 我国高炉容积结构 (2009 年)



资料来源:《炼铁技术通讯》、华泰联合证券研究所

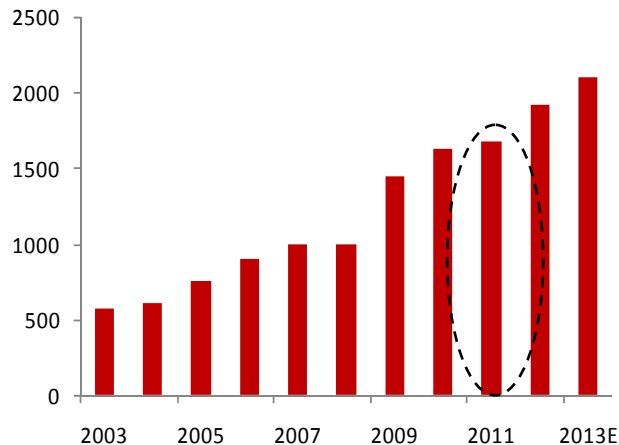
石化行业“十二五”规划, 将大力发展大型化肥、大型炼油等大型石化项目。将加大对年产 30 万吨及以上合成氨、48 万吨及以上尿素等的技术改造以促进需求的平稳增长。

图 15: 炼油行业增新产能: 低点已经过去



资料来源: 中国石化工业协会、华泰联合证券研究所

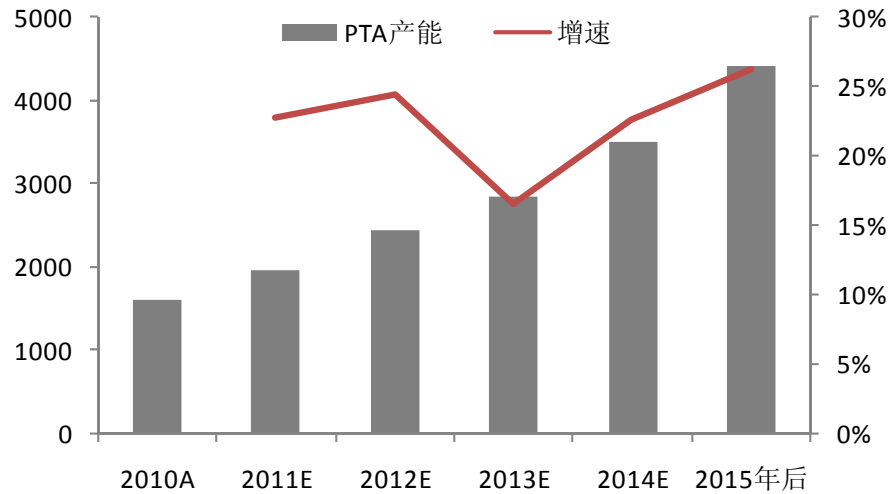
图 16: 乙烯产能: 2011 是低点, 未来将稳定增长



资料来源: 中国石化工业协会、华泰联合证券研究所

煤化工快速发展。随着国际原油价格的持续攀长, 煤制油为主要内容的煤化工得到了快速发展, 随着其工艺研究方面的突破, 装置的规模将大型化, 预计 2020 年前将新建和改造建设大型 PTA 装置 10 余套。

图 17: PTA 产能稳定增长



资料来源：中国石油化工学会协会、华泰联合证券研究所

3.2.2 TRT 装置受益于节能环保政策

冶金和石化行业是我国最大的能源用户，其能源消耗分别约占我国能源消耗总量的 22% 和 15%。推行节能减排，冶金和石化行业首当其冲。冶金、石化“十二五”规划，明确提出了提高能源使用效率、淘汰落后产能、节能减排的具体目标和要求：钢铁行业单位能耗降低 18%，石化行业万元增加值能耗和二氧化碳排放定为下降 15%，COD 和氨氮排放量分别下降 10% 和 12%，这些目标均高于“十一五”规划的相关指标。

表格 6: 节能减排相关政策

时间	发布单位	政策名称	政策内容
200507	国家发改委	《钢铁产业发展政策》	要实现能量高效转化，发展余热、余能回收发电，规模 500 万吨以上钢铁联合企业要努力做到电力基本自供；推广各类成熟的节能技术，加强企业技术创新体系建设，强化余能余热回收和系统节能等重大关键技术研发
200607	发改委、证监会等八部委	《关于钢铁工业控制总量淘汰落后加快结构调整的通知》	明确了加快产业结构的调整速度与力度，淘汰落后中小钢铁，提升钢铁行业产业集中度，钢铁产能向大型化发展的趋势
2007	国家发改委	《国家发改委关于印发加快推进大型冶金装备自主化实施方案的通知》	提高了对关键大型设备自主化的要求，要求 5000m ³ 及以下高炉鼓风机及高炉煤气余压余热发电设备自主化率达到 80%
200706	国务院	《节能减排综合性工作方案》	要重点实施钢铁、有色、石油石化、化工、建材等重点耗能行业余热余压利用、节约和替代石油、电机系统节能、能量系统优化工业项目，将实施工业锅炉（窑炉）改造项目 745 个。
200903	国务院	《钢铁产业调整和振兴规划》	进一步要求钢铁产业转变发展方式，淘汰落后产能，促进联合重组，加快技术进步，增强自主创新能力，达到节能减排要求
2010	国家发改委	《当前国家鼓励发展的环保产业设备（产品）目录（2010 年版）》	发展节能与可再生能源利用设备，其中包括水泥窑余热回收、钢厂余热回收
201002	国务院	发布《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》	要求 2011 年底前，淘汰 400 立方米及以下炼铁高炉，淘汰 30 吨及以下炼钢转炉、电炉。

201103 工信部

“十二五”我国工业节能减排四大
约束性指标

2015 年我国单位工业增加值能耗、二氧化碳排放量和用水量分别要比“十一
五”末降低 18%、18%以上和 30%，工业固体废物综合利用率要提高到
72%左右。将采取发展节能减排技术装备、实施示范工程、支持节能服务
型企业和建设低碳产业基地等四项措施来促进节能减排目标的实现。

资料来源：华泰联合证券研究所整理

国家将高炉煤气余压发电透平装置（TRT）作为典型的余热回收技术进行推广。余热
回收利用是冶金和石化行业节能减排的重要措施。例如在冶金行业，安装高炉煤气余
压透平能量回收利用装置（TRT），是冶金企业节能降耗的重要途径，可为钢铁企业
减少外购电量的 6%-8%。据日本 1987 年资料统计，1500m³ 以上的高炉共 47 座，
安装了 38 套 TRT 装置；2000m³ 以上的高炉共 38 座，安装了 35 套 TRT 装置。日
本 85%以上的大型高炉都要安装了透平能量回收利用装置。

表格 7：国家将 TRT 设备作为典型的余热回收技术进行推广

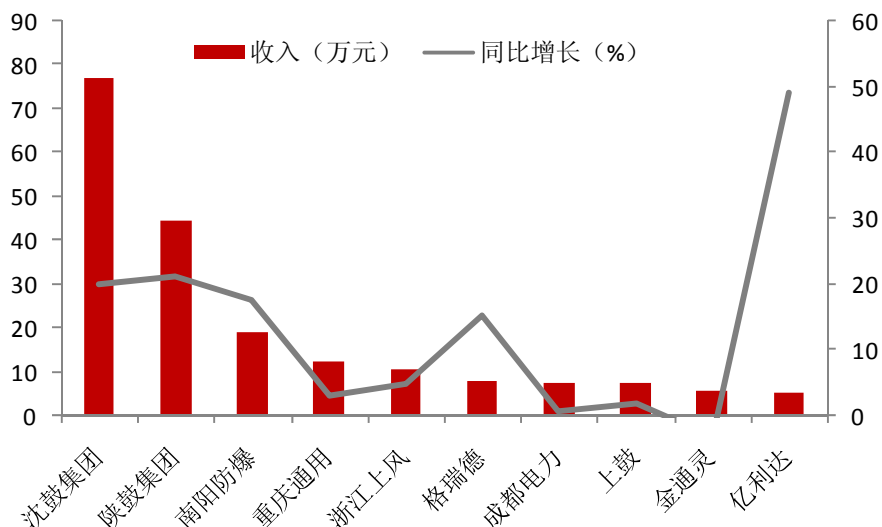
年份	发布单位	政策内容
2000年	环保总局	把高炉煤气余压发电透平装置列入国家重点环境保护实用技术进行推广
2003年	国家发改委	将高炉煤气余压发电透平装置列入国家重点推广节能技术
2004年	国家发改委	又将高炉煤气余压发电透平装置列入《“十一五”节能中长期专项规划》， 并作为其中的十项国家重点节能工程。
2007年	《节能减排综 合性工作方案》	规定重点实施钢铁、有色、石油石化、化工、建材等重点耗能行业余热余 压利用。

资料来源：华泰联合证券研究所整理

3.3 自主化目标保证国内企业享受产业升级的机会

重大技术装备类风机市场是风机产品的高端市场，重大技术装备类风机技术含量高，
结构复杂，制造精度要求高，设计制造的难度大。我国重大技术装备类风机骨干制造
企业沈鼓和沈鼓，国内其他企业在该市场所占的份额很小。

图 18：国内风机企业 2010 年收入及增速情况



资料来源：《通用机械工业年鉴》，华泰联合证券研究所

两家龙头的主要竞争对手是德国 MAN、日本三井、美国 GE、德国西门子等国外企业，在中国市场销售的主要产品为大型轴流压缩机和离心压缩机。沈鼓和陕鼓的国内市场占有率处于行业领先地位，但在大型、高端产品的市场占有率相对较低，与国际竞争者还有一定差距。

表格 8：陕鼓动力在大型设备技术水平上与国际竞争者还有差距

产品	陕鼓的市场占有率
轴流压缩机	90%
其中：AV100 以上的轴流压缩机	43%
空分压缩机	65%
其中：5 万 m ³ 以上的空分压缩机	11%
三合一、四合一机组	90%
其中：年产硝酸 27 万吨以上的三合一、四合一机组	33%

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

对于新增设备投资，“十二五”规划提出了关于大型冶金、石化装备的自主化目标，在冶金行业，国家规定 5000m³ 及以下高炉鼓风机及高炉煤气余压余热发电设备自主化率达到 80%；在石油化工行业，国家规定百万吨乙烯及深加工成套设备、60-100 万吨级 PTA 成套装备、天然气长输管线成套设备的自主化率达到 75%以上；《能源科技十二五规划》也提出要实现重大透平压缩机组的国产化，保证了国内的装备制造商能够享受到产业升级的机会。

陕鼓和沈鼓产品侧重点不同，服务不同市场，可分享政策红利。沈鼓侧重于离心压缩机，陕鼓侧重于轴流式压缩机；沈鼓主要服务石化行业，陕鼓主要服务冶金行业。

表格 9：轴流压缩机 VS 离心压缩机

比较项目	轴流压缩机	离心压缩机
流量范围	800-20000Nm ³ /min	200-10000Nm ³ /min
单缸压力比	2.7-9，中低压比	3.5-10，中高压比
排气压力	<3.89Mpa	<90Mpa
多变效率	87-91%	76-83%
等温性能	较差	较好
调节范围	较宽	较低
能耗	较低	较高
适用范围	冶金高炉装置、炼油厂催化裂化装置	石化、冶金气体动力装置，空分装置

资料来源：《通用机械工业年鉴》、华泰联合证券研究所

表格 10：陕鼓主要产品 VS 沈股主要产品

沈股主要产品	市场占有率	陕鼓主要产品	市场占有率
离心压缩机	73%	离心压缩机	26%
大型鼓风机	40%	轴流压缩机	90%
石化行业往复压缩机	80%	空分压缩机	65%
化肥往复压缩机	60%	TRT	82%
军工行业往复式压缩机	70%	三合一、四合一机组	90%
锅炉给水泵	30%		

冷凝泵	85%
高压注水泵	50%
输油管线泵、加氢、除焦泵	80%

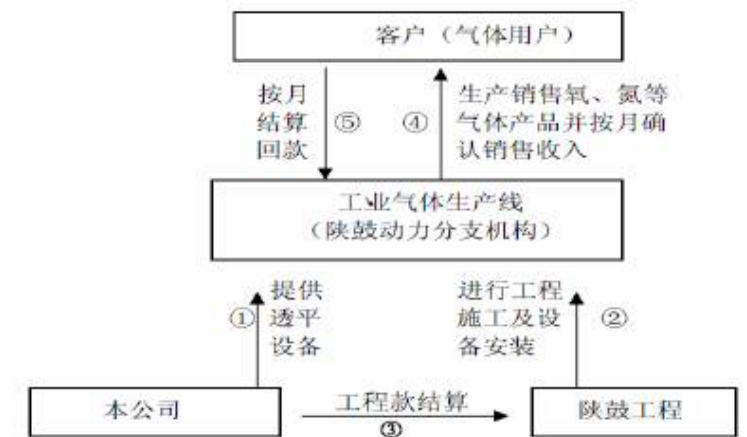
资料来源：《通用机械工业年鉴》、招股说明书、公司网站、华泰联合证券研究所

3.4 新兴制造服务业务的需求带来重大机遇

制造服务化和服务产业化将成为装备制造企业转型的主要途径。随着我国钢铁、石化行业重大技术类装备类风机产品保有量的增加，企业越来越注重通过对工业流程改造，减少能量转换次数，提高能量利用效率，降低生产成本，不再仅仅关注产品的生产，而是向研发、设计、供应链管理、品牌营销、维修检修等工业服务领域发展。提供以核心产品为主的专业化外包服务（提供工业气体服务等）是制造服务化和服务产业的主要方向之一。

工业气体运营呈现专业化外包的特点：工业气体行业的经营模式主要包括由工业气体下游行业企业自建工业气体生产和供应设施和由第三方提供工业气体两种方式。自建系统通常装备水平和运营水平不高，导致单位能耗过高，很多自建供气系统实际在“亏损”经营。由气体供应商建设并运营空气分离装置，可以有效的集中一定区域内的工业气体需求，利用各种工业气体用户对工业气体的需求差异，实现全部空气分离产品的有效利用，降低气体产品的平均成本，实现社会资源的有效利用。越来越多企业选择供气外包，在保证稳定供气的前提下，既可以降低成本，又减轻企业投资和管理压力。

图 19： 工业气体项目运营模式



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

空分设备制造商在设备设计、维护、销售及客户方面具有协同优势，越来越多的参与到工业气体服务中去。从国际空分设备制造厂商的发展历程来看，林德、法液空等均为从空分设备制造商进入工业气体行业的成功企业，向工业气体行业的延伸发展是空分设备制造企业未来发展的重要趋势之一。

表格 11：向工业气体行业的延伸是空分设备制造企业未来发展的重要趋势之一

	国内企业	跨国企业
专业第三方供气企业	盈德、上海加力	法液空、林德、普莱克
由设备制造转向供气	杭氧股份、陕鼓动力、四川空分	斯、空气化工产品、.....
从用户剥离出来的供气企业	武钢氧气公司	

资料来源：华泰联合证券研究所

四、在手订单充足，公司业务稳定成长

4.1 能量转换设备总体需求回落，大型化和节能产品需求相对稳定

公司产品定位高端的重大技术装备类风机产品，主要包括 4 大产品：透平压缩机组、工业流程能量回收装置、离心机组、透平鼓风机组。2011 年，能量转换设备收入占公司总收入的 85%，其中，透平压缩机组贡献了 40%以上的收入，工业流程能量回收装置贡献 30%以上，低端产品透平鼓风机组收入占比不到 10%。

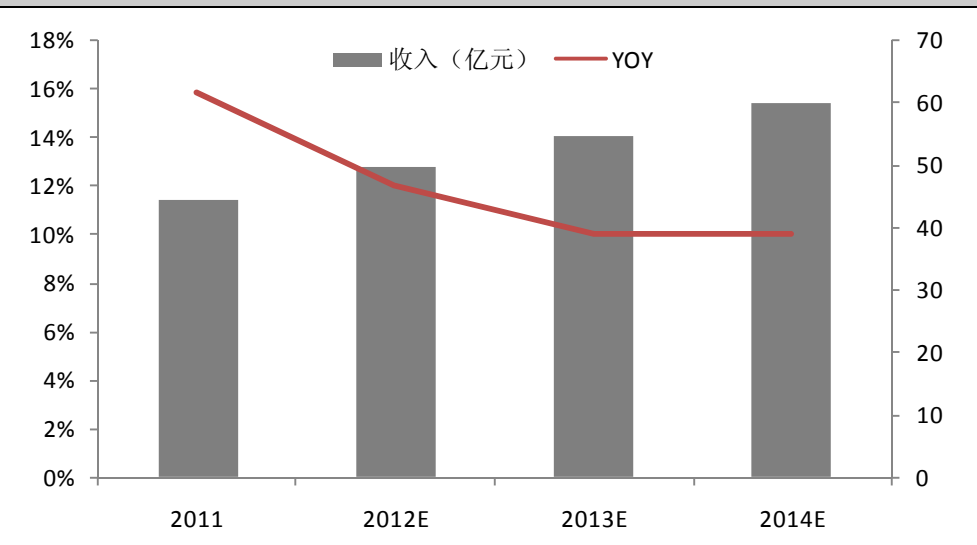
2011 年，能量转换设备业务新增订单为 80 个亿，占 2011 年新增订单的 75%。由于下游行业淘汰落后产能，固定资产投资增速放缓，能量转换设备收入增速将有所回落，大型化产品的需求将保持稳定；受益于国家对节能环保设备的推广，工业流程能量回收装置的需求前景相对乐观，预计未来将成为公司业绩的主要增长点之一。

表格 12：2011 年，公司能量转换设备业务里程碑项目

序号	项目
1	签订 36 万吨/年硝酸四合一机组 ，是国大最大的订单。硝酸四合一机组是双加压法硝酸生产工艺中的核心设备，陕鼓进入双加压法之前，国内全部用国外的二手设备。
2	签订 150万吨/年对苯二甲酸机组 ，是目前国产化最大机组，也是公司首台套大型多轴空压机及向心式尾气膨胀机。自此，公司掌握了单轴及多轴空压机技术，对超大型空分（8-10 万）市场开拓打下基础。
3	一次性签约多套介质为 丙烷的离心压缩机 ，开创了真实气体机组在石化领域出口的先河，对持续进入国际石油、化工市场具有里程碑意义。
4	签订 高炉脱湿鼓风装置 ，是公司首台首套高炉脱湿鼓风装置项目。高炉脱湿鼓风技术是工信部《钢铁工业“十二五”发展规划》中重点推广的节能减排技术，该项目是公司在冶金行业高炉拖湿流程的新突破。
5	签订 20亿立方煤制气3×5.1万空分机组 ，标志着公司进入超大型煤制天然气领域，为煤化工市场持续开拓打下良好基础。
6	与某公司签订 焦化废气制烯烃3×5.2万空分机组 ，其中增压机是本公司目前最大单轴离心式筒形增压机。自此，公司掌握了6-8 万等级增压机单轴和多轴两种方案。该项目的签订对大型煤化工领域节能减排打下基础。
7	签订 烧结余热能量回收机组（SHRT） 合同，实现了冶金行业烧结流程余热回收新突破。SHRT技术是国内首创的烧结余热回收技术，即烧结余热回收汽轮机与电动机同时驱动烧结主抽风机机组，实现“发电改拖动”，降低投资，提高能量转换效率，是冶金行业节能减排的又一新突破。

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

图 20： 能量转换设备收入预测



资料来源：华泰联合证券研究所

4.2 能量转换服务：公司未来业绩的增长源泉

能量转换系统服务业务包括：工业成套服务、透平设备全生命周期服务、透平关联业务金融服务、透平关联系统关联物流服务。2011 年，能量转换系统服务业务收入为 6.8 亿，其中，工程承包收入 3.2 亿，服务承包收入 3.6 亿。2011 年，能量转换服务业务的新增订单达到 20 多个亿，占 2011 年新增订单的 25%，将成为 2012 年业绩的主要增长点。

工业成套服务（EPC）：2011 年，公司进一步拓展能量转换系统服务的业务范围，成立了工程设计研究院，工程承包项目进一步拓展到大型空分、余热利用、水处理等项目，由于上述业务属公司能量转换系统服务板块的新兴业务，其经营初期毛利率较低。水处理和空气业务还处于打基础的阶段，公司将稳定推进这块业务。

透平设备全生命周期服务业务：2011 年，公司与宁钢签订“全托式维修保运服务”合同，是公司首个保运服务项目，标志着公司在专业维修保养指标承包的合作模式上跨出重要一步。备件联盟也属于全生命周期服务的内容，可以使下游客户在备件上实现零库存。陕鼓自开展全生命周期服务业务以来，在冶金、石化行业的订单量从百万级提升到千万级，未来将是公司主要的增长点之一。

再制造项目：2011 年，陕鼓与某公司签订透平装置再制造项目，是陕鼓的首个“再制造”服务项目。该项服务内容包括三个方面：1）废旧产品的维修再制造业务；2）为客户提供商务方案，将不需要的产品卖出去；3）帮助客户寻找买家。

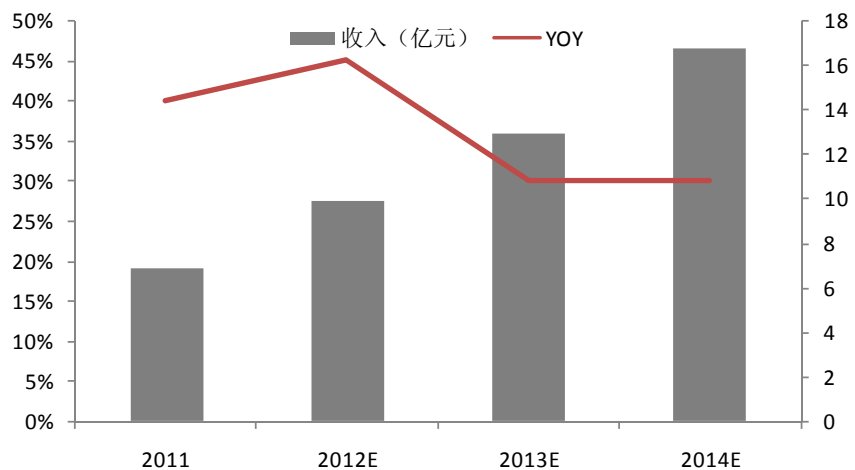
远程在线服务：目前连线 88 家企业，覆盖机组 200 多套，有陕鼓自己的机组，也有其他品牌的机组。目前远程在线服务的收入在千万级，公司不希望通过此项业务赚钱，而是希望由此带来增值服务，比如：配件销售、维修服务等。

表格 13: 2011 年, 公司能量转换服务业务里程碑项目

序号	项目
1	公司成功中标某公司 1750m3高炉炼铁工程配套BPRT机组EPC总承包项目 。该项目中的机组是目前世界上最大型号的BPRT机组, 对冶金行业节能减排具有战略意义。
2	在污水处理领域, 与某公司签订 中水回用总承包项目 , 是本公司第二套水处理项目, 同时也是本公司首套中水处理领域工程总承包项目。该项目是典型的废水处理资源化项目, 在冶金行业水处理中规模、技术均有所创新, 为后续市场开拓提供了支持。
3	与某公司签订“ 全托式维修保养服务 ”合同, 是公司首个运维服务项目, 是公司推行的全生命周期服务的又一创新, 开拓了服务经济新的增长点。
4	与某公司签订 透平装置再制造项目 , 是本公司首个“再制造”服务项目。再制造是一种对废旧产品实施高技术修复和改造的产业, 它是以产品全寿命周期理论为指导, 实现装置再利用, 符合国家循环经济发展政策。

资料来源: 公司公告、华泰联合证券研究所

图 21: 能量转换服务业务收入预测



资料来源: 华泰联合证券研究所

4.3 能源基础设施运营: 气体项目稳步推进

公司的能源基础设施运营板块包括: 工业气体、污水处理、工业小区能源基础设施服务、民用及城镇能源基础设施服务。“十二五”期间, 公司能源基础设施运营业务收入主要来自于工业气体项目, 其它项目仍处于技术储备和实验阶段。公司已经掌握了6-8万等级增压机单轴和多轴两种方案, 8万等级以上目前只有国外公司能做, 陕鼓已经开始进行8万等级以上的技术储备。

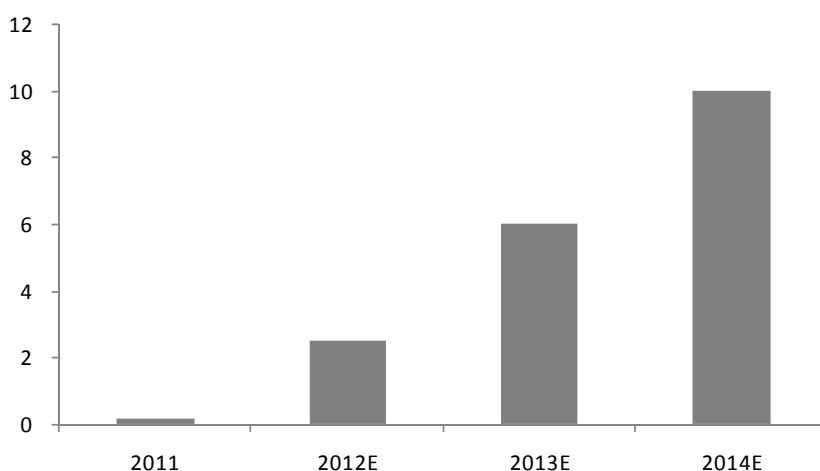
2011年, 公司的能源基础设施运营业务实现收入0.14亿元, 占公司总收入的0.3%。公司目前已经投资了5个工业气体项目, 其中徐州空分项目已经投产, 其余4个项目分别将于2012~2013年陆续投产。预计2012年气体项目的收入为2个亿, 毛利率为10~15%。目前公司的气体项目都是自由资金投入, 因此ROE低于盈德等同类公司。

作为一个新进入者, 公司目前在气体运营领域经验还需要时间积累, 公司对气体项目的投资将采取稳健的原则, 控制气体项目投资的节奏, 计划每年投资5~8亿进行工业气体项目建设, 对应产能为8-10万Nm³/h。未来不排除会采取一定的杠杆进行投入。

表格 14：公司的气体项目 2012~2013 年将陆续投产

项目名称	预算数 (亿元)	预期收入 (亿元)	预期利润 (万元)	制氧规模 (Nm ³ /h)	预计投产时间
陕化项目	5.03	2.47	6189	80000	2012年Q2~Q3
金石项目	4.09	3.37	5916	80000	一期项目2012Q4投产，二期项目2013Q3投产
唐山项目	2.30	1.47	----	40000	2012年上半年
徐州项目	1.05	0.88	----	40000	2011年11月
晋开项目	3.15	0.66	1945	64000	2012年9月

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

图 22：能源基础设施运营业务收入预测


资料来源：华泰联合证券研究所

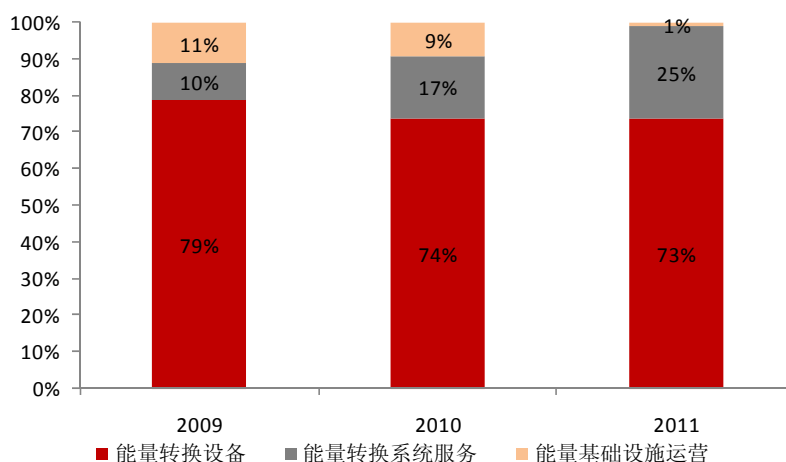
五、盈利预测和投资评级

5.1 盈利预测

关键假设：

- 1、公司产品的生产周期约为 8-18 个月，2011 年订单为 98.95 亿元，其中能量回收设备订单占比 73%，服务板块占比约为 25%。一季度订单与去年基本持平。
- 2、能量回收设备板块：未来 2 年增速将保持平稳或略有回落，毛利率维持平稳。
- 3、能量回收服务板块：2012~2013 年有望增长 23%、18%，毛利率保持在 30%左右。
- 4、工业气体业务：2012 年徐州、唐山项目达产，陕化、金石项目一期 2013 年达产，金石二期 2013 年三季度投入使用，2014 年达产。预计 2012 年气体业务收入为 2 亿元。毛利率有望从 2011 年的 10%逐步提升至 15%左右。

图 23: 公司订单结构变化



资料来源: 华泰联合证券研究所

5、2012-2014 年期间费用率平均值为 15.3%，略高于前三年 14.6%的水平。

6、每年的固定资产投资规模为 5-8 亿元。

7、公司为高新技术企业，所得税率假定为 15%。

基于上述假设，我们预测 2012-2014 年公司主营收入分别为 61.0、72.8、84.9 亿元，同比分别增长 18.5%、19.4%和 16.6%，净利润为 10.2、11.2、12.8 亿元，每股收益分别为 0.61、0.72、0.82 元。

表格 15: 主营业务收入预测

主营业务		2011A	2012E	2013E	2014E
能量转换设备	收入	44.2	49.5	54.4	58.8
	YOY	15.8%	12.0%	10.0%	8.0%
	毛利	34.4%	35.0%	35.5%	35.2%
能量转换系统服务	收入	6.8	9.6	12.4	16.2
	YOY	39.9%	40.0%	30.0%	30.0%
	毛利	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%
能源基础设施运营	收入	0.14	2.0	6.0	10.0
	YOY	----	1308%	200%	66.7%
	毛利	10.7%	12.0%	13.5%	15.0%
其他	收入	0.4	0.0	0.0	0.0
	YOY	-23.1%	----	----	----
	毛利	23.1%	----	----	----
合计	收入	51.5	61.0	72.8	84.9
	YOY	18.9%	18.5%	19.4%	16.6%
	毛利	33.6%	33.5%	32.7%	31.8%

资料来源: 华泰联合证券研究所

5.2 估值

我们选择了业务或行业属性相近的 7 家上市公司作为参照样本，这 7 家公司 2012 年的平均 PE 为 22.5 倍，陕鼓动力 2012~2013 年的估值水平分别为 18.6、16.4 倍，低于行业平均水平。公司作为透平设备行业的龙头企业，公司战略领先，收入稳定增长，应享受行业平均甚至是略高的估值水平，基于审慎的原则，我们给予公司 2012 年 20~22 倍的估值水平，合理估值区间为 12.2~13.6 元。

表格 16：估值比较

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS 2010	EPS 2011	EPS 2012	EPS 2013	PE (TTM)	PE 2012	PE 2013
601106	中国一重	220	0.12	0.08	0.12	0.15	51.9	28.00	22.40
601268	二重重装	115	0.17	-0.08	0.18	0.34	-82.3	38.97	20.06
600169	太原重工	92	0.40	0.24	0.29	0.33	23.5	19.89	17.03
600499	科达机电	63	0.38	0.56	0.63	0.88	17.7	15.80	11.36
002430	杭氧股份	134	0.59	0.83	1.10	1.44	27.0	20.32	15.52
300257	开山股份	85	1.42	2.05	2.78	3.78	28.9	21.34	15.74
300091	金通灵	18	0.29	0.29	0.56	0.79	30.5	15.75	11.24
	合计	728	0.23	0.17	0.27	0.37	30.0	23.34	17.24
601369	陕鼓动力	186	0.41	0.51	0.61	0.71	22.3	18.56	16.41

资料来源：同花顺、华泰联合证券研究所

风险提示

1. “十二五”规划，国家对钢铁和煤化工行业进行落后产能淘汰的政策，对公司的透平机械设备市场需求带来不确定性的因素。
2. 工业气体项目受制于其主要气体用户的经营情况，如果气体用户经营形势恶化，可能将导致公司气体项目的经营风险。面对杭氧股份、盈德气体和国际气体巨头的竞争压力，公司未来的气体业务开拓效果存在不确定性。
3. 大型化透平设备技术存在技术研发不顺利的风险。
4. 铝材及钢材等原材料价格波动造成公司盈利水平下降的风险。
5. 信托产品违约风险。

盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013	2014E
流动资产	12577	14341	17635	21295	营业收入	5150	6102	7283	8491
现金	3563	4145	5981	8116	营业成本	3418	4060	4914	5788
应收账款	1576	1940	2292	2669	营业税金及附加	38	44	53	61
其他应收款	14	17	21	24	营业费用	183	207	233	263
预付账款	1588	1793	2188	2589	管理费用	776	915	1056	1240
存货	1501	1614	1966	2348	财务费用	-115	-157	-207	-292
其他流动资产	4336	4832	5187	5549	资产减值损失	33	27	34	31
非流动资产	1775	2081	1948	1742	公允价值变动收	1	0	0	0
长期投资	112	112	112	112	投资净收益	116	120	120	119
固定资产	812	1412	1417	1283	营业利润	933	1126	1321	1519
无形资产	197	190	182	175	营业外收入	33	33	33	33
其他非流动资	654	367	237	172	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	14352	16422	19584	23037	利润总额	961	1154	1349	1547
流动负债	9050	10136	12128	14242	所得税	128	155	180	206
短期借款	0	61	0	0	净利润	833	1000	1169	1340
应付账款	2295	2541	3084	3668	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	6754	7534	9045	10574	归属母公司净利	833	999	1169	1340
非流动负债	125	109	109	109	EBITDA	919	1113	1311	1440
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.51	0.61	0.71	0.82
其他非流动负	125	109	109	109					
负债合计	9175	10244	12237	14350	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	1	2	会计年度	2011	2012E	2013	2014E
股本	1639	1639	1639	1639	成长能力				
资本公积	1633	1633	1633	1633	营业收入	18.4%	18.5%	19.4%	16.6%
留存收益	1905	2904	4073	5413	营业利润	43.5%	20.7%	17.3%	15.0%
归属母公司股	5177	6176	7345	8685	归属母公司净利	25.3%	20.0%	16.9%	14.7%
负债和股东	14352	16422	19584	23037	获利能力				
					毛利率(%)	33.6%	33.5%	32.5%	31.8%
现金流量表					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	16.2%
单位:百万元					ROE(%)	16.1%	16.2%	15.9%	15.4%
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	ROIC(%)	47.8%	42.2%	76.7%	230.2
经营活动现	1201	705	1632	1730	偿债能力				
净利润	833	1000	1169	1340	资产负债率(%)	63.9%	62.4%	62.5%	62.3%
折旧摊销	100	144	198	213	净负债比率(%)	0.00%	0.59%	0.00%	0.00%
财务费用	-115	-157	-207	-292	流动比率	1.39	1.41	1.45	1.50
投资损失	-116	-120	-120	-119	速动比率	1.22	1.26	1.29	1.33
营运资金变动	426	-221	543	536	营运能力				
其他经营现金	72	59	49	51	总资产周转率	0.39	0.40	0.40	0.40
投资活动现	-2541	-342	57	113	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	446	474	63	6	应付账款周转率	1.66	1.68	1.75	1.71
长期投资	-2317	-13	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金	-4412	119	120	119	每股收益(最新摊	0.51	0.61	0.71	0.82
筹资活动现	-607	219	147	292	每股经营现金流	0.73	0.43	1.00	1.06
短期借款	-63	61	-61	0	每股净资产(最新	3.16	3.77	4.48	5.30
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	546	0	0	0	P/E	22.24	18.53	15.85	13.82
资本公积增加	-546	0	0	0	P/B	3.58	3.00	2.52	2.13
其他筹资现金	-544	158	207	292	EV/EBITDA	16	13	11	10
现金净增加额	-1955	582	1836	2135					

数据来源：华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10% 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

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

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。