

陕鼓动力 (601369)

增持/维持评级

股价: RMB11.01

分析师

王轶铭

SAC 执业证书编号:S1000511060003

(0755) 8212 5086

wangyiming@mail.htlthsc.com.cn

肖群稀

SAC 执业证书编号:s1000511090010

(0755) 8212 5086

xiaoqunxi@sina.com

设备定单略有下滑, 二三板块稳定成长

陕鼓动力 (601369) 公司研究报告

- **一季度业绩符合预期。**公司实现营业收入 14.5 亿元, 同比增长 28.1%, 环比增长 11.8%; 归属于母公司所有者的净利润 2.48 亿元, 同比增长 29.6%, 环比增长 85%。扣除非经常性损益后的 EPS 为 0.13 元, 同比增长 17%。
- **一季度综合毛利率回升至 35%以上。**2011 年第四季度公司的毛利率一度下降至 27.4%, 原因在于: 1) 第四季度毛利率水平较低的小型产品销售占比增加; 2) 毛利率较低的机组总承包确认收入较多; 3) 福利、研发费等费用在第四季度集中结转。预计短期内公司的毛利率将维持在 35%左右。
- **现金流状况改善。**公司加强了应收帐款的回收力度, 销售回款同比增加, 增幅高于采购付款同比增幅, 经营活动现金流量净额同比大幅改善。
- **在冶金行业余热回收领域、离心机新产品领域取得突破。**公司在冶金行业及其衍生行业余热利用市场上主推烧结余热能量回收机组 (SHRT), 2011 年已经签订了 2 个项目合同, 一季度公司又与江苏盐城某钢铁公司新签 SHRT 合同; 公司与大连某燃气公司签订了 E28-5、E35-5 项目, 这是国产离心压缩机首次使用在国内天然气发电装置中。
- **全生命周期服务的再创新, 服务业务延伸至中石油领域。**继去年签订了 3 个全生命周期服务合同后, 今年一季度再签 2 个。其中与国内某石化公司签订的 1000 万吨炼油装置备件零库存及全托式专业化维保服务框架协议, 实现了在中石油领域由产品供应商向专业化系统服务商的延伸, 为今后在石化、硝酸、空分、冶金等领域提供专业化的服务销售奠定了基础。
- **公司服务和运营板块收入占比有望逐步提升, 成长确定性加强。**受冶金行业景气下滑的影响, 公司一季度新增订单量略有下滑, 全年计划新增定单与去年持平。服务业务持续成长, 5 个气体项目在 2011~2013 年陆续投产, 未来将给公司带来稳定的现金流。
- **维持“增持”的评级:** 预计 2012~2014 年 EPS 分别为 0.61、0.71、0.82 元, 同比增长 20%、17%和 15%, 对应 PE 为 18、16 和 13 倍, 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。

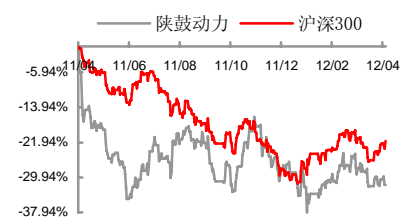
相关研究

陕鼓动力 (601369): 服务型制造企业现雏形, 二次转型平稳过渡

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)	18,043

最近 52 周股价走势图

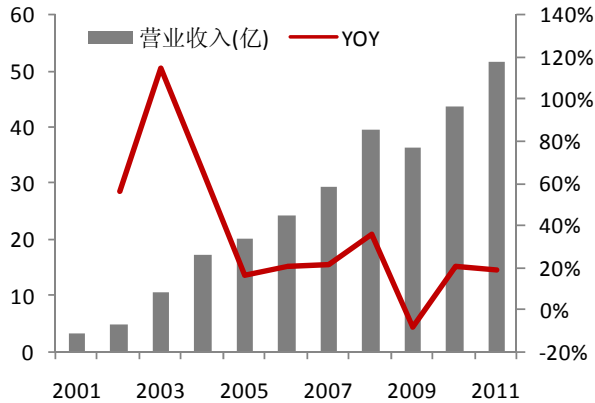


资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

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	18.04	15.5	13.42

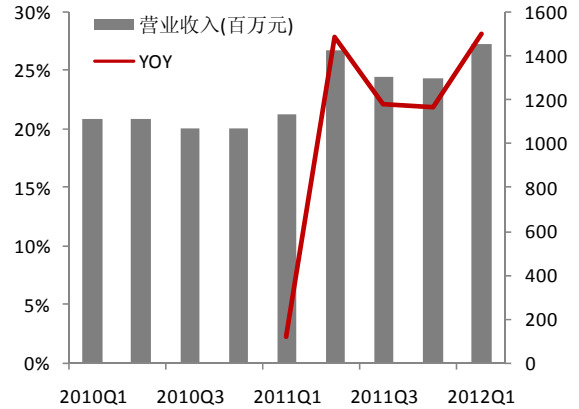
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1: 公司营业收入及增速



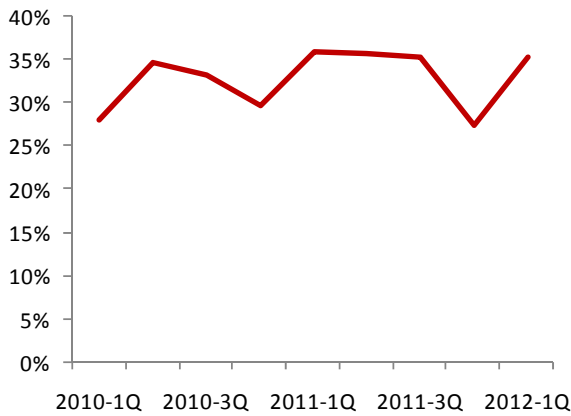
资料来源: 同花顺、华泰联合证券研究所

图 2: 单季度营业收入及增速



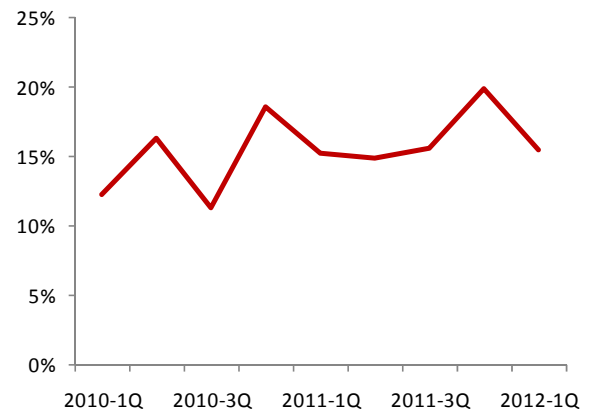
资料来源: 同花顺、华泰联合证券研究所

图 3: 单季度毛利率水平



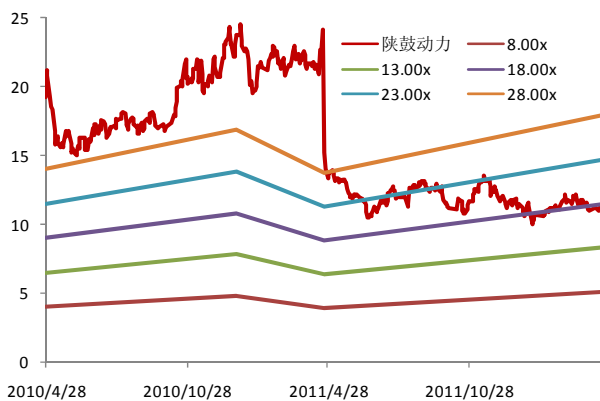
资料来源: 同花顺、华泰联合证券研究所

图 4: 单季度三项费用率水平



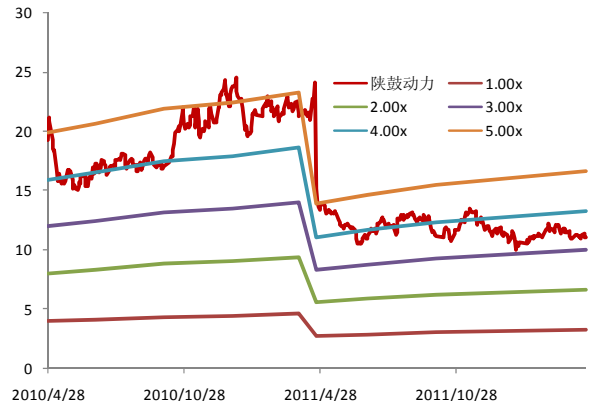
资料来源: 同花顺、华泰联合证券研究所

图 5: 陕鼓动力 PE BAND



资料来源: 同花顺、华泰联合证券研究所

图 6: 陕鼓动力 PB BAND



资料来源: 同花顺、华泰联合证券研究所

**表格 15: 主营业务收入预测**

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

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013	2014E
<b>流动资产</b>	12577	14341	17635	21295	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	933	1126	1321	1519
无形资产	197	190	182	175	营业外收入	33	33	33	33
其他非流动资产	654	367	237	172	营业外支出	6	5	5	5
<b>资产总计</b>	14352	16422	19584	23037	<b>利润总额</b>	961	1154	1349	1547
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	9175	10244	12237	14350					
少数股东权益	1	1	1	2	<b>主要财务比率</b>				
股本	1639	1639	1639	1639	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>
资本公积	1633	1633	1633	1633	<b>成长能力</b>				
留存收益	1905	2904	4073	5413	营业收入	18.4%	18.5%	19.4%	16.6%
归属母公司股	5177	6176	7345	8685	营业利润	43.5%	20.7%	17.3%	15.0%
<b>负债和股东</b>	14352	16422	19584	23037	归属母公司净利	25.3%	20.0%	16.9%	14.7%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	33.6%	33.5%	32.5%	31.8%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	16.2%
					ROE(%)	16.1%	16.2%	15.9%	15.4%
					ROIC(%)	47.8%	42.2%	76.7%	230.2
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	63.9%	62.4%	62.5%	62.3%
					净负债比率(%)	0.00%	0.59%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.39	1.41	1.45	1.50
					速动比率	1.22	1.26	1.29	1.33
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.39	0.40	0.40	0.40
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	1.66	1.68	1.75	1.71
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊	0.51	0.61	0.71	0.82
					每股经营现金流	0.73	0.43	1.00	1.06
					每股净资产(最新	3.16	3.77	4.48	5.30
					<b>估值比率</b>				
					P/E	22.24	18.53	15.85	13.82
					P/B	3.58	3.00	2.52	2.13
					EV/EBITDA	16	13	11	10

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了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。