



**买入** **18% ↑**

目标价格: 人民币 12.80

601369.SS

先前价格: 人民币 13.30

价格: 人民币 10.87

目标价格基础: 21 倍 2012 年市盈率

板块评级: 中立

## 陕鼓动力

### 转型关键期, 业绩增速稳定

公司 2011 年实现营业收入 51.5 亿元, 同比增长 18.4%, 实现归属于母公司所有者净利润 8.33 亿元, 对应每股收益 0.51 元, 较去年增长 25.28%。2011 年公司毛利率为 33.64%, 较 2010 年上涨 2.18 个百分点, 同时净利润率提高 0.89 个百分点, 至 16.17%。2012 年 1 季度延续高速增长, 实现营业收入 14.50 亿元, 同比增长 28.09%, 实现归属于母公司所有者净利润 2.48 亿元, 比去年同期上涨 29.64%。毛利率和净利润率分别提高至 35.38% 和 17.10%。尽管下游冶金行业面临下行压力, 公司在手订单依然能满足今年业绩增长需求。根据 20 倍 2012 年市盈率, 我们小幅下调目标价至 12.80 元, 重申买入评级。

#### 支撑评级的要点

- 公司 2011 年实现营业收入 51.5 亿元, 同比增长 18.4%, 实现归属于母公司所有者净利润 8.33 亿元, 对应每股收益 0.51 元, 较去年增长 25.28%。2011 年公司毛利率为 33.64%, 较 2010 年上涨 2.18 个百分点, 同时净利润率提高 0.89 个百分点, 至 16.17%。
- 2012 年 1 季度延续高速增长, 实现营业收入 14.50 亿元, 同比增长 28.09%, 实现归属于母公司所有者净利润 2.48 亿元, 比去年同期上涨 29.64%。毛利率和净利润率分别提高至 35.38% 和 17.10%。
- 公司正处于转型关键时期, 管理层制定了清晰的发展思路, 重点发展第二三板块, 即能量转换系统服务和能源基础设施运营业务。规划“十二五”末期第二、三板块收入占总收入的 50%。2011 年第二三板块新接订单 26.4 亿元, 占 26.69%, 收入同比增长 42.82%, 为转型迈出第一步。
- 公司 1 季度新增订单大约在 20 亿元左右, 较去年同期有 20% 左右的下降, 但由于去年公司新接订单超过 100 亿元, 2012-2013 年业绩增长有保证。

#### 评级面临的主要风险

- 冶金行业产能过剩带来的投资放缓。

#### 估值

- 公司在手订单充足, 能够满足今年及明年部分的业绩增长需求, 下游行业投资放缓并没有给公司带来明显的影响。我们预测公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.61 元、0.75 元和 0.90 元。根据 21 倍 2012 年市盈率, 我们将目标价由 13.30 元小幅下调至 12.80 元, 重申买入评级。

#### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	4,350	5,150	6,114	7,205	8,532
变动(%)	21	18	19	18	18
净利润(人民币 百万)	665	833	1,005	1,235	1,474
全面摊薄每股收益(人民币)	0.406	0.508	0.613	0.754	0.899
变动(%)	29.2	25.3	20.7	22.9	19.3
核心每股收益(人民币)	0.375	0.511	0.615	0.755	0.901
变动(%)	19.1	36.3	20.4	22.8	19.3
全面摊薄市盈率(倍)	26.8	21.4	17.7	14.4	12.1
核心市盈率(倍)	29.0	21.3	17.7	14.4	12.1
每股现金流量(人民币)	0.97	0.73	0.72	0.89	1.07
价格/每股现金流量(倍)	11.2	14.8	15.0	12.2	10.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.3	17.1	13.1	9.2	6.6
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.153	0.188	0.225
股息率(%)	0.0	0.0	1.4	1.7	2.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

#### 股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(3)	(3)	(3)	(18)
相对新华富时 A50 指数	(14)	(4)	(5)	(5)

发行股数(百万)	1,639
流通股(%)	34
流通股市值(人民币 百万)	6,057
3 个月日均交易额(人民币 百万)	84
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
陕西鼓风机集团有限公司	62

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2012 年 5 月 14 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

**图表 1.2011 年业绩对比**

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变化(%)
营业收入	4,350.06	5,150.48	18.40
营业成本	(2,981.55)	(3,418.11)	14.64
营业税金及附加	(28.57)	(38.25)	33.91
销售费用	(138.72)	(182.66)	31.68
管理费用	(565.73)	(776.07)	37.18
财务费用	70.84	114.57	61.72
资产减值损失	(57.17)	(32.89)	(42.47)
公允价值变动净收益	(0.71)	0.71	(200.00)
投资净收益	1.68	115.51	6,788.73
营业利润	650.15	933.28	43.55
营业外收入	118.74	32.84	(72.34)
营业外支出	(2.40)	(5.61)	133.86
税前利润	766.49	960.52	25.31
所得税	(101.59)	(127.61)	25.61
净利润	664.90	832.91	25.27
少数股东损益	(0.23)	(0.19)	(16.38)
归属于母公司所有者的净利润	664.67	832.72	25.28
<b>盈利能力 (%)</b>			
			<b>百分点变动</b>
毛利率	31.46	33.64	2.18
净利润率	15.28	16.17	0.89

资料来源: 公司公告、中银国际研究

**图表 2.2012 年 1 季度业绩对比**

(人民币, 百万)	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度	同比变化(%)
营业收入	1,131.69	1,449.55	28.09
营业成本	(724.61)	(936.74)	29.28
营业税金及附加	(4.67)	(11.22)	140.27
销售费用	(34.06)	(33.17)	(2.62)
管理费用	(156.45)	(210.81)	34.74
财务费用	17.91	20.71	15.65
资产减值损失	(18.77)	(36.28)	93.29
公允价值变动净收益	0.71	0.00	(100.00)
投资净收益	3.94	35.04	788.20
营业利润	215.68	277.08	28.46
营业外收入	5.64	5.37	(4.67)
营业外支出	(1.04)	(0.07)	(93.03)
税前利润	220.28	282.38	28.19
所得税	(29.02)	(34.45)	18.74
净利润	191.26	247.93	29.63
少数股东损益	(0.06)	(0.05)	(18.19)
归属于母公司所有者的净利润	191.21	247.88	29.64
<b>盈利能力 (%)</b>			
			<b>百分点变动</b>
毛利率	35.97	35.38	(0.59)
净利润率	16.90	17.10	0.20

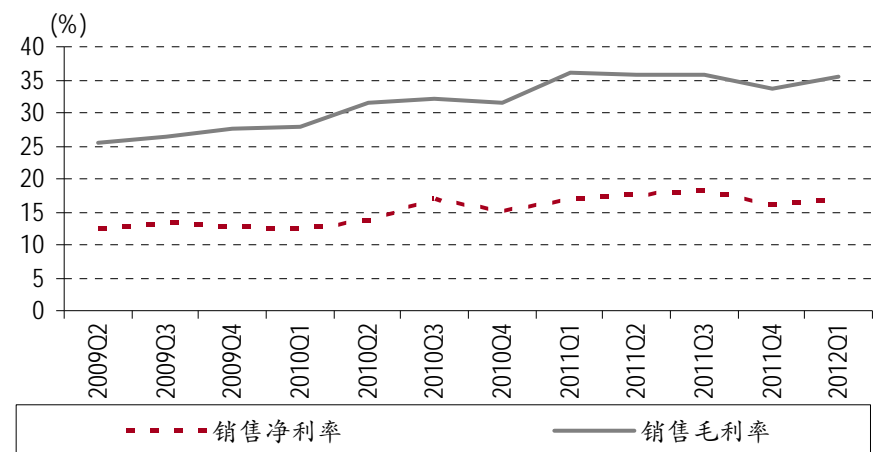
资料来源: 公司公告、中银国际研究

### 业绩连续高增长，符合预期

公司 2011 年实现营业收入 51.5 亿元，同比增长 18.4%，实现归属于母公司所有者净利润 8.33 亿元，对应每股收益 0.51 元，较去年增长 25.28%。2011 年公司毛利率为 33.64%，较 2010 年上涨 2.18 个百分点，同时净利润率提高 0.89 个百分点，至 16.17%。2012 年 1 季度延续高增长，实现营业收入 14.50 亿元，同比增长 28.09%，实现归属于母公司所有者净利润 2.48 亿元，比去年同期上涨 29.64%。毛利率和净利润率分别提高至 35.38% 和 17.10%。尽管下游冶金行业面临下行压力，公司在手订单依然能满足今年业绩增长需求。

公司业绩的高增长得益于公司定位清晰，在能量转换设备领域具有极佳的评价。同时 EPC 等新业务给公司带来了稳定的现金流。为公司业务的开展做好了准备。

图表 3. 公司盈利水平情况



资料来源：公司公告、中银国际研究

### 公司利润水平还有提升空间

公司利润水平逐季提升，主要由于公司新产品新服务逐步推出，拉高了整体利润水平。公司将非核心生产环节全部外包，重点关注新产品研发等核心环节。以能量转化设备为例，公司从最早的 TRT 发展到 BPRT，再到 SHRT，不断的推出新产品，适应了国内冶金企业能量回收再利用的发展趋势，也因此获得了较高的利润水平。

同时我们也看到在一些新型服务方面，公司还处于起步初期，如气体运营等，还未实现盈利，或利润水平较低。未来随着公司运营及服务的经验日趋成熟，这些业务的毛利率也将逐步提升。同时收入规模的扩大也将为公司业绩作出更大的贡献。

### 在手订单充足，今年业绩有保障

公司的设备交货周期为 12 个月，订单影响收入的周期也为 12 个月。去年全年新接订单 100 个亿左右，今年 1-4 月份新接订单 20 个亿左右，1 季度形成收入也在 14 亿元左右，总体来看在手订单比去年略有下降，但保障今年收入没有问题。同时考虑到目前在手订单递延到明年交付，而未来还会新接订单，明年的业绩增长也较为确定。

目前冶金行业产能过剩，投资放缓，下行趋势明显。受此影响，公司新接订单有些压力。从行业升级的角度来看，公司的新产品能够有效帮助冶金企业实现节能减排，度过危机。一些中小企业在此次调整中也将实现产能更替，如将几个小产能的高炉改造为一个大产能的高炉，这对能量回收转换设备的需求也将十分明显。从这个角度看，公司的产品需求并未减退，新接订单的形势可能更为乐观。

### 公司发展思路清晰，执行有力

从前公司业务较为单一，以销售设备为主。目前公司制定了十二五规划，明确实现“两个转变”战略。目标是2015年实现能量转换设备、能量转换系统服务及能源基础设施运营等三个板块的收入持平。第二、三板块去年接单26亿元，今年新接订单第一板块和二三板块能够达到1:1，在订单层面有意挑选符合要求的订单，坚定战略规划的思路。

公司气体运营业务正处于探索阶段，目前五个气体项目只有一个投产，预计今年内将有3-4个项目投产。由于前两个板块业务均有较好的现金流入，公司对气体项目并不急于见到业绩贡献，而是以丰富自己运营经验为主，耐心寻找合适项目。

### 估值

公司在手订单充足，能够满足今年及明年部分的业绩增长需求，下游行业投资放缓并没有给公司带来明显的影响。我们预测公司2012-2014年每股收益分别为0.61元、0.75元和0.90元。根据21倍2012年市盈率，我们将目标价由13.30元小幅下调至12.80元，重申**买入**评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	4,350	5,150	6,114	7,205	8,532
销售成本	(2,982)	(3,418)	(4,254)	(4,936)	(5,855)
经营费用	(646)	(897)	(865)	(1,000)	(1,134)
息税折旧前利润	723	836	995	1,268	1,543
折旧及摊销	(87)	(100)	(28)	(36)	(36)
经营利润(息税前利润)	635	735	967	1,233	1,507
净利息收入/(费用)	71	115	115	115	115
其他收益/(损失)	60	111	77	77	77
税前利润	766	961	1,160	1,425	1,700
所得税	(102)	(128)	(154)	(189)	(226)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	665	833	1,005	1,235	1,474
核心净利润	614	837	1,008	1,238	1,476
每股收益(人民币)	0.406	0.508	0.613	0.754	0.899
核心每股收益(人民币)	0.375	0.511	0.615	0.755	0.901
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.153	0.188	0.225
收入增长(%)	21	18	19	18	18
息税前利润增长(%)	42	16	32	27	22
息税折旧前利润增长(%)	37	16	19	27	22
每股收益增长(%)	29	25	21	23	19
核心每股收益增长(%)	19	36	20	23	19

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	766	961	1,160	1,425	1,700
折旧与摊销	87	100	28	36	36
净利息费用	(71)	(115)	(115)	(115)	(115)
运营资本变动	745	409	318	354	409
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	60	(155)	(204)	(239)	(276)
经营活动产生的现金流	1,588	1,201	1,187	1,460	1,754
购买固定资产净值	(189)	(446)	(150)	(100)	(100)
投资减少/增加	1	1	0	0	0
其他投资现金流	(406)	(2,096)	205	80	80
投资活动产生的现金流	(594)	(2,541)	55	(20)	(20)
净增权益	1,638	0	0	0	0
净增债务	(114)	(83)	0	0	0
支付股息	0	0	0	(251)	(309)
其他融资现金流	53	(524)	115	115	115
融资活动产生的现金流	1,577	(607)	115	(136)	(194)
现金变动	2,571	(1,947)	1,356	1,304	1,540
期初现金	2,822	5,386	3,431	4,787	6,091
公司自由现金流	998	(1,352)	1,241	1,440	1,734
权益自由现金流	955	(1,320)	1,356	1,555	1,849

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	5,389	3,432	4,789	6,092	7,632
应收帐款	2,497	3,156	3,903	4,801	5,944
库存	983	1,501	1,868	2,167	2,571
其他流动资产	1,969	4,489	4,993	5,310	5,737
流动资产总计	10,838	12,577	15,552	18,370	21,884
固定资产	897	1,339	1,431	1,465	1,500
无形资产	202	197	197	197	197
其他长期资产	79	239	118	118	118
长期资产总计	1,178	1,775	1,746	1,780	1,815
总资产	12,016	14,352	17,298	20,151	23,699
应付帐款	6,613	8,691	10,551	12,342	14,628
短期债务	83	0	0	0	0
其他流动负债	315	358	442	520	617
流动负债总计	7,011	9,050	10,993	12,862	15,245
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	114	125	121	121	121
股本	1,093	1,639	1,639	1,639	1,639
储备	3,798	3,538	4,543	5,527	6,692
股东权益	4,890	5,177	6,182	7,166	8,331
少数股东权益	1	1	1	1	2
总负债及权益	12,016	14,352	17,298	20,151	23,699
每股帐面价值(人民币)	2.98	3.16	3.77	4.37	5.08
每股有形资产(人民币)	2.86	3.04	3.65	4.25	4.96
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.24)	(2.09)	(2.92)	(3.72)	(4.66)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	16.6	16.2	16.3	17.6	18.1
息税前利润率(%)	14.6	14.3	15.8	17.1	17.7
税前利润率(%)	17.6	18.6	19.0	19.8	19.9
净利率(%)	15.3	16.2	16.4	17.1	17.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.2	1.2	1.3	1.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	26.8	21.4	17.7	14.4	12.1
核心业务市盈率(倍)	29.0	21.3	17.7	14.4	12.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	29.6	21.7	18.1	14.7	12.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.6	3.4	2.9	2.5	2.1
价格/现金流(倍)	11.2	14.8	15.0	12.2	10.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.3	17.1	13.1	9.2	6.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	125.4	132.6	144.5	149.2	147.7
应收帐款周转天数	194.9	200.3	210.7	220.5	229.8
应付帐款周转天数	503.4	542.3	574.4	579.9	576.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	17.8	16.5	17.7	18.5	19.0
资产收益率(%)	5.4	4.8	5.3	5.7	6.0
已运用资本收益率(%)	16.4	14.5	17.0	18.5	19.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371