

# 煤化工项目审批重新开闸将为公司带来发展机遇

2012年10月8日

推荐/首次评级

陕鼓动力

调研报告

## ——陕鼓动力（601369）调研报告

韩庆	分析师	执业证书编号：S1480512060001
	电话：010-66554026	邮箱：hanqing@dxzq.net.cn

### 事件：

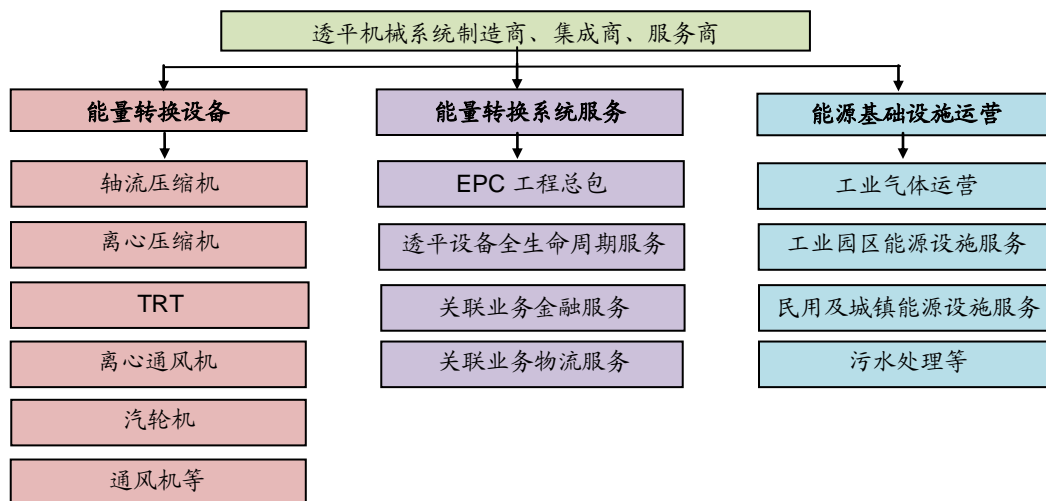
近日我去陕鼓动力进行了实地调研，并就公司经营情况，发展规划与公司进行了深入的交流和沟通。

### 观点：

#### 1、向服务型制造企业转型，重点开拓透平系统服务和能源设施运营两大板块

公司主要向冶金、石化等行业提供透平机械的问题解决方案和系统服务。在公司目前收入结构中，仍以传统的产品销售为主，占总收入的 85%，其产品包括：轴流压缩机、能量回收透平装置、离心压缩机、离心通风机、汽轮机和通风机等。未来，公司将逐步加大服务类和能源设施运营两大业务的比重，实现两个转变：一是从提供产品的供应商向全方位提供透平机械系统问题解决方案及系统服务的制造商、集成商和服务商转变；二是从产品经营向能源基础设施运营、资本运作转变。根据公司规划，到 2015 年，三大业务板块将形成三足鼎立的局面。

图 1：陕鼓动力三大业务框架



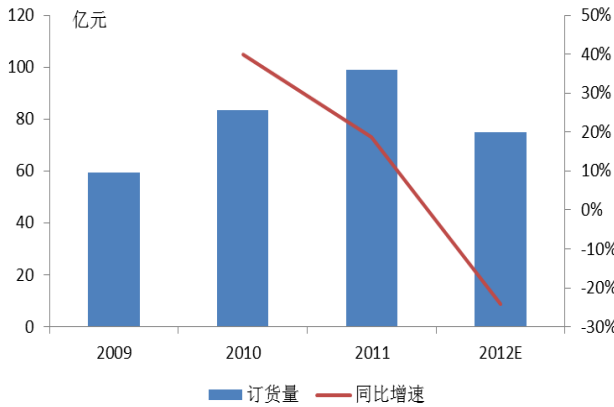
资料来源：东兴证券研究所

#### 2、受宏观经济影响，新增订单数低于预期

由于目前的营业收入仍以产品销售为主，公司的业绩受订单驱动。公司产品生产周期约为 8-18 个月，因此公司今年的新增订单金额将影响明后年的业绩。受宏观经济影响，公司今年新签订单量同比出现下滑，上半年共新签订单 39.53 亿元，同比下滑 32.59%，仅完成年度计划的 39.54%。

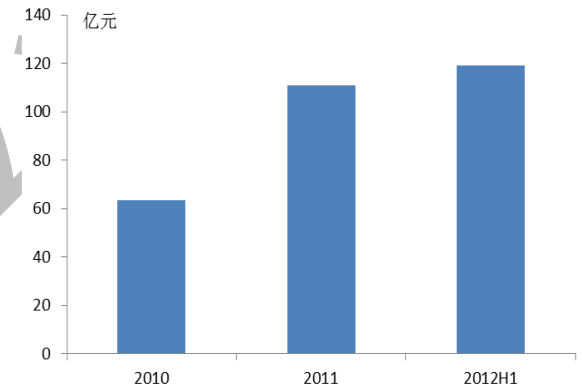
公司产品下游领域主要是钢铁、石化等强周期行业。经历了连续多年的高速发展后，国内重化工业面临产能过剩的压力，再加上宏观经济不景气，下游需求明显萎缩。公司目前在手订单金额估计在 120 亿元（含税价）左右，可保证今明两年的业绩增长。2013 年下半年开始，受新签订单的下滑，公司设备销售板块的收入增速或将开始放缓。

图 2：2009-2012（E）公司新签订单情况



资料来源：公司公告，东兴证券

图 3：2010-2012 上半年公司在手订单估算（含税）



资料来源：公司公告，东兴证券

### 3、积极拓展工程总承包业务，进入预热利用、污水处理等新领域

EPC 总承包项目是公司服务业务板块中主要的收入来源，涉及空分装置、余热余压综合利用、硝酸装置、污水处理等领域。公司在国内空分装置总承包业务领域处于领先水平。上半年，公司签订一个 3.5 万空分项目，这是由公司自主设计的空分领域工程总承包项目，包括锅炉岛、循环站等公用工程系统设计。该项目中的空压机、氮压机共用 1 台汽轮机拖动，对于外压缩空分流程是一项重大技术突破。此外，公司工程承包项目还进一步拓展到余热余压利用、水处理等新兴业务。2011 年，公司签订首套中水回用总承包项目，以后还将积极拓展余压余热发电、小区能源基础设施等工程承包项目。目前公司的服务类业务收入占总收入的比例仅为 10% 左右，未来随着公司承包经验和客户基础的积累，服务类业务的收入将不断增加。根据公司规划，到 2015 年，服务类业务收入将占到总收入的 30%。

### 4、气体业务审慎推进，近两年以“稳”为主

工业气体业务是公司未来的发展战略之一。公司利用在空分压缩机组制造方面的技术优势、对空分装置项目总承包的经验优势和长期以来的优质客户基础，主要为冶金及石化领域的客户提供工业气体。公司目前分别在徐州、唐山、石家庄、渭南、开封等地投资组建了五家气体公司，客户涉及冶金、化肥两大领域。

表 1：公司气体业务项目情况

项目名称	客户名称	规模	预计收入 (万元)	投产时间
陕西陕化	陕化公司	2×40000Nm <sup>3</sup> /h	24,736	2012 年底
石家庄金石	金石公司	2×40000Nm <sup>3</sup> /h	33,671	2013 年
徐州陕鼓	东南钢铁	1×20000Nm <sup>3</sup> /h	8800	已投产
唐山陕鼓	松汀公司	1×40000Nm <sup>3</sup> /h	14700	2012 年底

河南晋开

晋开集团

 2×32000Nm<sup>3</sup>/h

6592

2013年

资料来源：公司公告，东兴证券

今年上半年公司气体销售 4214 万元，低于市场之前的预期。主要是因为徐州项目上半年因客户停产导致合同不能正常执行。而目前徐州项目的供气已恢复正常。此外，渭南项目、石家庄项目和晋开项目在年底也将陆续投产，预计明年开始，公司的气体业务将逐步走入正轨。根据公司测算，5 个项目全部正常运行后，每年将实现 8~9 亿元的收入。

公司今年拟出资 3 亿元设立控股子公司陕西秦风气体股份有限公司，拓展陕西地区工业气体市场。根据西北各省“煤化工十二五规划”，到 2015 年陕西煤化工产业需制氧装置总规模达 220 万标准立方/小时，西北地区煤化工产业需制氧装置总规模达 745 万标准立方/小时。如再考虑钢铁、炼油、石化等其他领域的发展，西北地区未来工业气体的市场需求巨大。不过由于气体项目投资金额大、时间长，公司在选择客户时较谨慎，近两年气体项目的发展预计仍将以“稳”为主。

### 5、煤化工项目审批重新开闸将为公司带来发展机遇

随着煤化工项目三年禁批期将过，新型煤化工投资将加速。“十二五”新型煤化工 15 个示范项目近期或将获得发改委批准。其中 7 个煤制天然气，3 个煤制烯烃，2 个煤制油 2 个低质煤综合应用，1 个煤制二甲醚，合计投资金额超过 7000 亿元。未来几年煤化工用大型空分装置市场需求潜力很大。

大型煤化工项目对单套空分设备的规模要求越来越大，以一个 40 亿立方米煤制天然气项目为例，每小时需要空分装置提供 60~70 万 Nm<sup>3</sup> 的氧气量，需要配置 8~9 套的 80000Nm<sup>3</sup>/h 等级的大型空分设备。空分装置设备包括静设备和动设备。静设备主要包含空冷塔、氨水塔、空气纯化器、一般换热器及冷箱内塔器；动设备包括空压机组（空压机、增压机及汽轮机）、水泵、冷箱内的低温液体泵（液氧泵、液氮泵）及增压透平膨胀机。通常动设备由空分供货商外购，而静设备由空分供货商自行设计制造。

目前国内对于规模超过 6 万 Nm<sup>3</sup>/h 等级的空分装置，压缩机组基本上都选用进口设备。公司在国压缩机制造领域拥有较强竞争力，有望在大型动设备供货体系中实现进口替代。公司对于大于 4 万 Nm<sup>3</sup>/h 空分装置通常采用如下配置：主空压机采用 EIZ 系列单轴多级等温离心压缩机，单缸采用水平剖分结构；增压机采用 EBZ 系列单轴多级离心压缩机，外缸采用垂直剖分结构，内缸采用水平剖分结构，三段压缩；主空压机与增压机由同一台汽轮机驱动。

**表 2：国内空分装置所用压缩机概况**

	特大型 10-12 万	大型 8-10 万	中大型 6-8 万	中型 3.5-6 万
压缩机型式	主空压机：轴流+离心式 增压机：离心式	主空压机：轴流+离心式或全离心式 增压机：离心式	主空压机：全离心式 增压机：离心式	主空压机全离心式 增压机：离心式
主流供货商	曼透、西门子	曼透、西门子	曼透、西门子	陕鼓、沈鼓

资料来源：东兴证券

国产空气压缩机组供货商主要是陕鼓和沈鼓。由于大型、特大型空分装置压缩机组采用轴流+离心的配置模式，供应商需同时具备大型轴流压缩机和大型离心压缩机的制造能力。公司在轴流压缩机领域处于领先地位，同时在高端离心压缩机技术方面提升很快，未来将在进口替代中获得较大优势。

### 6、公司将受益于天然气产业大发展

近两年，公司天然气压缩机业务进展很快，在焦炉煤气综合利用、天然气发电等项目上获得突破。未来随着天然气产业快速发展，公司在该市场将获得更多机会。

**表 3：公司在天然气压缩机市场获得突破**

1	上半年公司新签订一个 60 万吨/年甲醇、5 亿立方米/年 LNG（液化天然气）项目，该项目是焦炉煤气综合利用。该项目中公司提供五种六套压缩机组，包括原料气压缩机 2 台、甲醇合成循环气压缩机 1 台、混合冷剂压缩机组 2 台、循环氮气压缩机 1 台，其中的 LNG 混合冷剂压缩机组是国内最大的离心压缩机组，折合为 140 万方/天。
2	上半年公司新签订一个天然气发电项目，该项目是国产离心压缩机首次使用在国内天然气发电装置中。
3	上半年公司新签订一个焦炉煤气制 LNG（液化天然气）项目，该机组是公司首套在独立的 LNG 装置中配套的混合冷剂压缩机，对于陕鼓持续开拓 LNG 市场具有重要意义。

资料来源：公司公告，东兴证券

### 结论：

公司处于冶金、石化等重化工产业链上游，受下游投资减缓的影响，近两年获取新订单的压力较大，而服务类业务和气体业务稳步推进，有望弥补一部分设备板块业绩的下滑。我们预计公司 2012-2014 年每股收益 0.65 元、0.67 元和 0.75 元，对应动态 PE 分别为 14 倍、13 倍和 12 倍。公司未来两年业绩预计将较为平稳，目前估值水平反映出市场对公司未来新签订单下滑的担忧。我们认为虽然国内重化工产业投资近几年仍难有明显好转，但新型煤化工项目审批重新开闸将为公司提供新的发展机遇，给予公司“推荐”评级。

### 风险提示：

1) 国内重化工产业投资大幅下滑；2) 公司服务类业务和气体业务发展低于预期。

**表 4：盈利预测与估值**

	2011A	2012E	2013E	2014E
各业务板块收入（百万元）				
能量转换设备	4,416.23	5,166.98	5,425.33	5,967.87
能量转换系统服务	682.63	853.29	1,023.94	1,331.13
能源基础设施运营	14.20	85.22	204.53	511.34
主营收入（百万元）	5,150.48	6,105.49	6,653.81	7,810.33
主营收入增长率	18.40%	18.54%	8.98%	17.38%
EBITDA（百万元）	918.89	1,241.16	1,343.97	1,524.59
EBITDA 增长率	37.85%	35.07%	8.28%	13.44%
净利润（百万元）	832.72	1,063.21	1,099.07	1,224.54
净利润增长率	25.28%	27.68%	3.37%	11.42%
ROE	16.09%	18.63%	17.56%	17.82%
EPS（元）	0.510	0.649	0.671	0.747
P/E	17.29	13.59	13.15	11.80
P/B	2.79	2.53	2.31	2.10

资料来源：东兴证券

利润表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	5,150.48	6,105.49	18.54%	6,653.81	8.98%	7,810.33	17.38%
营业成本	3,418.11	3,955.73	15.73%	4,314.69	9.07%	5,086.86	17.90%
营业费用	182.66	183.16	0.28%	199.61	8.98%	234.31	17.38%
管理费用	776.07	891.40	14.86%	998.07	11.97%	1,171.55	17.38%
财务费用	(114.57)	(120.00)	N/A	(100.00)	N/A	(80.00)	N/A
投资收益	115.51	110.00	-4.77%	110.00	0.00%	110.00	0.00%
利润总额	960.52	1,252.01	30.35%	1,294.20	3.37%	1,441.82	11.41%
所得税	127.61	187.80	47.17%	194.13	3.37%	216.27	11.41%
净利润	832.91	1,064.21	27.77%	1,100.07	3.37%	1,225.54	11.41%
归属母公司所有者的净利润	832.72	1,063.21	27.68%	1,099.07	3.37%	1,224.54	11.42%
NOPLAT	709.94	939.26	32.30%	992.12	5.63%	1,134.59	14.36%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	3,563.20	4,273.85	19.94%	4,657.67	8.98%	5,467.23	17.38%
交易性金融资产	1.24	1.24	-0.21%	1.24	0.00%	1.24	0.00%
应收帐款	1,576.06	1,840.01	16.75%	2,005.26	8.98%	2,353.80	17.38%
预付款项	1,587.55	1,943.57	22.43%	2,331.89	19.98%	2,789.71	19.63%
存货	1,500.89	1,734.02	15.53%	1,891.37	9.07%	2,229.86	17.90%
流动资产合计	12,577.34	16,160.48	28.49%	18,503.52	14.50%	23,090.87	24.79%
非流动资产	1,774.83	1,814.69	2.25%	1,825.61	0.60%	1,835.84	0.56%
资产总计	14,352.17	17,975.16	25.24%	20,329.14	13.10%	24,926.71	22.62%
短期借款	0.00	1,282.89	N/A	1,332.68	3.88%	2,845.22	113.50%
应付帐款	2,295.15	2,601.03	13.33%	2,837.05	9.07%	3,344.78	17.90%
预收款项	4,620.77	5,841.87	26.43%	7,172.63	22.78%	8,734.70	21.78%
流动负债合计	9,049.53	12,151.17	34.27%	13,954.60	14.84%	17,938.88	28.55%
非流动负债	125.16	113.90	-8.99%	113.91	0.01%	113.93	0.02%
少数股东权益	0.79	1.79	127.32%	2.79	56.01%	3.79	35.90%
母公司股东权益	5,176.69	5,708.30	10.27%	6,257.83	9.63%	6,870.10	9.78%
净营运资本	3,527.81	4,009.30	13.65%	4,548.92	13.46%	5,151.98	13.26%
投入资本 IC	1,488.41	2,593.26	74.23%	2,822.06	8.82%	4,250.63	50.62%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	832.91	1,064.21	27.77%	1,100.07	3.37%	1,225.54	11.41%
折旧摊销	100.18	0.00	N/A	176.77	N/A	189.77	7.35%
净营运资金增加	(298.83)	481.50	N/A	539.62	12.07%	603.07	11.76%
经营活动产生现金流	1,200.68	(56.82)	N/A	896.26	N/A	(45.72)	N/A
投资活动产生现金流	(2,540.79)	(94.33)	N/A	(112.70)	N/A	(125.00)	N/A
融资活动产生现金流	(606.93)	861.79	N/A	(399.74)	N/A	980.28	N/A
现金净增(减)	(1,947.04)	710.65	N/A	383.82	-45.99%	809.56	110.92%

## 分析师简介

韩庆

工学学士，管理学硕士，多年工程机械行业上市公司从业经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券