

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

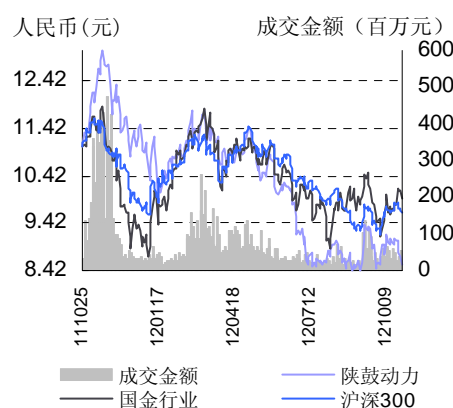
市价(人民币): 8.56元

目标(人民币): 10.25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)	140.28
年内股价最高最低(元)	13.07/8.42
沪深300指数	2291.24
上证指数	2101.58



相关报告

- 《10万空分压缩机研发完成,样机试制启动》, 2012.10.21
- 《成立合资公司,加快气体业务发展》, 2012.8.28
- 《下半年进入气体项目投产集中期》, 2012.8.15

罗立波 分析师 SAC 执业编号: S1130512010004
(8621)61038326
luolib@gjzq.com.cn

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

刘芷君 联系人
(8687)21485949
liuzj@gjzq.com.cn

业绩平稳增长, 订单有所企稳

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.608	0.508	0.638	0.768	0.909
每股净资产(元)	4.48	3.16	3.45	3.79	4.19
每股经营性现金流(元)	1.45	0.73	0.34	1.17	1.31
市盈率(倍)	39.12	22.55	13.41	11.14	9.42
行业优化市盈率(倍)	76.48	26.39	36.95	36.95	36.95
净利润增长率(%)	43.62%	25.28%	25.61%	20.35%	18.29%
净资产收益率(%)	13.59%	16.09%	18.52%	20.29%	21.67%
总股本(百万股)	1,092.51	1,638.77	1,638.77	1,638.77	1,638.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

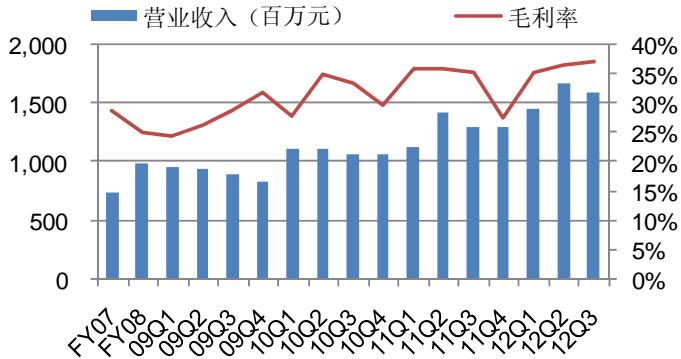
业绩简评

- 陕鼓动力前3季度实现营业收入4,712百万元, 同比增长22.28%; 实现归属母公司股东的净利润878百万元, 同比增长25.64%, EPS为0.54元。其中, 3季度营业收入同比增长22.38%, 净利润同比增长15.29%, EPS为0.18元。公司前3季度的业绩符合预期, 并且营业收入和净利润分别完成了年度计划的78.2%和89.6%。

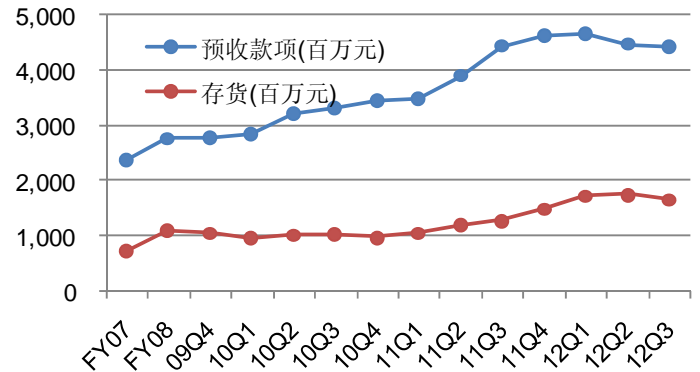
经营分析

- **冶金投资放缓, 化工保持较好水平:** 由于经济下行, 今年钢铁产品的需求疲软, 投资放缓明显: 1-9月, 全国粗钢产量同比增长1.7%, 较去年同期回落9.0个百分点; 钢铁行业完成固定资产投资同比增长3.9%, 较去年同期回落了16.1个百分点。石油加工业、化学原料与化学制品制造业1-9月完成投资额同比分别增长16.2%和33.6%, 但化工产品需求分化明显, 例如1-9月乙烯产量同比下降了2.9%, 而合成氨产量同比增长7.7%。
- **订单逐渐企稳, 关注煤化工示范项目启动:** 尽管宏观经济增速仍在下滑过程, 公司积极拓展新领域以实现订单企稳, 3季度新签订单与去年同期基本相当。3季度末公司的预收款项为4,426百万元, 与2季度末(4,467百万元)基本相当, 表明在手订单并未因交付收入的快速增长而明显减少。由于经济下行较快, 加上发改委2009年提出的“三年不安排试点”期限已满, 新型煤化工项目的政策环境有所改变, 相关招标有望启动, 从而对工艺气体压缩机、空分压缩机、风机等设备需求以及供气服务等有所拉动。
- **毛利率稳步提升, 费用控制良好:** 公司前3季度的综合毛利率达36.39%, 较上年同期约提高0.7个百分点, 其中3季度单季毛利率为37.11%, 呈环比逐月提高态势, 为近年来的新高。公司前3季度的销售费用率、管理费用率合计为17.30%, 与上年同期17.27%的水平非常接近, 显示整体费用控制良好。公司的利润率呈稳中有升的态势, 也是持续验证其产品竞争力突出、管理执行能力优秀。

图表1: 公司各季度的营业收入和毛利率



图表2: 公司的预收款项和存货



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **现金流情况:** 公司前3季度的经营活动现金流净额为160百万元, 低于上年同期的693百万元, 但较上半年净流出94百万元有明显改善, 其中第3季度净流入255百万元。从收款情况来看, 公司前3季度销售商品、提供劳务收入的现金为5,203百万元, 同比增长20.4%, 与营业收入的增长幅度接近。
- **气体业务稳步推进:** 继2011年9月徐州项目2万空分投产以来, 唐山项目4万空分也于2012年6月下旬投入运营。今年前3季度, 公司能源基础设施运营业务(目前即供气服务)实现营业收入119百万元, 而上半年仅有42百万元, 据此测算, 全年销售收入将接近200百万元。随着渭南、开封、石家庄等项目陆续建成投产, 明年气体业务对公司收入和利润的贡献将逐渐显现。近期, 公司拟设立的控股子公司—陕西秦风气体即将揭牌成立, 依托前期项目经验、重点客户积累、资金实力, 公司气体业务将呈现“厚积薄发、稳健增长”的态势。

盈利预测和投资建议

- 我们维持公司的盈利预测不变, 2012-2014年营业收入分别为6,491, 7,865和9,312百万元, 净利润分别为1,046, 1,259和1,489百万元; EPS分别为0.638, 0.768和0.909元。
- 公司新产品、转型服务的进展积极, 并受益于煤化工发展, 我们继续给予“买入”的投资评级, 目标价为10.25元, 相当于2012年16倍PE。

风险提示

- **行业波动风险:** 公司下游行业主要是钢铁、化工等, 受宏观经济因素波动影响较大, 行业投资增速的下滑会对公司设备业务产生不利影响。

图表3: 分项业务预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
能量转换设备					
销售收入 (百万元)	3,813.48	4,416.23	5,299.47	5,988.40	6,886.66
增长率 (YOY)		15.81%	20.00%	13.00%	15.00%
毛利率	30.51%	34.35%	34.90%	34.85%	34.80%
销售成本 (百万元)	2,650.14	2,899.40	3,449.96	3,901.44	4,490.10
增长率 (YOY)		9.41%	18.99%	13.09%	15.09%
毛利 (百万元)	1,163.34	1,516.83	1,849.52	2,086.96	2,396.56
增长率 (YOY)		30.39%	21.93%	12.84%	14.84%
占总销售额比重	87.66%	85.74%	81.64%	76.14%	73.95%
占主营业务利润比重	85.01%	87.56%	83.58%	78.54%	76.35%
能量转换系统服务					
销售收入 (百万元)	487.90	682.63	955.68	1,242.38	1,552.98
增长率 (YOY)		39.91%	40.00%	30.00%	25.00%
毛利率	39.75%	29.76%	36.00%	35.70%	35.50%
销售成本 (百万元)	293.98	479.50	611.64	798.85	1,001.67
增长率 (YOY)		63.11%	27.56%	30.61%	25.39%
毛利 (百万元)	193.92	203.13	344.05	443.53	551.31
增长率 (YOY)		4.75%	69.38%	28.92%	24.30%
占总销售额比重	11.22%	13.25%	14.72%	15.80%	16.68%
占主营业务利润比重	14.17%	11.73%	15.55%	16.69%	17.56%
能源基础设施运营					
销售收入 (百万元)		14.20	198.85	596.56	835.18
增长率 (YOY)			1300.00%	200.00%	40.00%
毛利率		10.68%	6.00%	20.00%	22.00%
销售成本 (百万元)		12.69	186.92	477.25	651.44
增长率 (YOY)			1373.35%	155.32%	36.50%
毛利 (百万元)		1.52	11.93	119.31	183.74
增长率 (YOY)			686.52%	900.00%	54.00%
占总销售额比重		0.28%	3.06%	7.59%	8.97%
占主营业务利润比重		0.09%	0.54%	4.49%	5.85%
其他业务					
销售收入 (百万元)	48.68	37.42	37.42	37.42	37.42
增长率 (YOY)		-23.14%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	23.12%	29.12%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	37.43	26.52	29.94	29.94	29.94
增长率 (YOY)		-29.13%	12.87%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	11.26	10.90	7.48	7.48	7.48
增长率 (YOY)		-3.20%	-31.32%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.12%	0.73%	0.58%	0.48%	0.40%
占主营业务利润比重	0.82%	0.63%	0.34%	0.28%	0.24%
销售总收入 (百万元)	4350.06	5150.48	6491.42	7864.77	9312.25
销售总成本 (百万元)	2981.55	3418.11	4278.45	5207.48	6173.16
毛利 (百万元)	1368.51	1732.37	2212.98	2657.29	3139.09
平均毛利率	31.46%	33.64%	34.09%	33.79%	33.71%

来源: 国金证券研究所

图表4: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3,609	4,350	5,150	6,491	7,865	9,312
增长率		20.5%	18.4%	26.0%	21.2%	18.4%
主营业务成本	-2,611	-2,982	-3,418	-4,278	-5,207	-6,173
% 销售收入	72.3%	68.5%	66.4%	65.9%	66.2%	66.3%
毛利	998	1,369	1,732	2,213	2,657	3,139
% 销售收入	27.7%	31.5%	33.6%	34.1%	33.8%	33.7%
营业税金及附加	-16	-29	-38	-45	-55	-65
% 销售收入	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-96	-139	-183	-221	-260	-298
% 销售收入	2.7%	3.2%	3.5%	3.4%	3.3%	3.2%
管理费用	-439	-566	-776	-915	-1,077	-1,266
% 销售收入	12.2%	13.0%	15.1%	14.1%	13.7%	13.6%
息税前利润 (EBIT)	447	635	735	1,032	1,265	1,509
% 销售收入	12.4%	14.6%	14.3%	15.9%	16.1%	16.2%
财务费用	71	71	115	58	75	100
% 销售收入	-2.0%	-1.6%	-2.2%	-0.9%	-0.9%	-1.1%
资产减值损失	-27	-57	-33	-61	-63	-58
公允价值变动收益	0	-1	1	0	0	0
投资收益	22	2	116	150	150	150
% 税前利润	4.0%	0.2%	12.0%	12.4%	10.3%	8.7%
营业利润	513	650	933	1,178	1,427	1,702
营业利润率	14.2%	14.9%	18.1%	18.1%	18.1%	18.3%
营业外收支	25	116	27	30	30	30
税前利润	538	766	961	1,208	1,457	1,732
利润率	14.9%	17.6%	18.6%	18.6%	18.5%	18.6%
所得税	-75	-102	-128	-162	-198	-242
所得税率	14.0%	13.3%	13.3%	13.4%	13.6%	14.0%
净利润	463	665	833	1,046	1,259	1,489
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	463	665	833	1,046	1,259	1,489
净利率	12.8%	15.3%	16.2%	16.1%	16.0%	16.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	463	665	833	1,046	1,259	1,489
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	106	144	133	181	218	250
非经营收益	-96	-96	-236	-78	-160	-160
营运资金变动	222	874	471	-589	605	564
经营活动现金净流	694	1,588	1,201	561	1,922	2,143
资本开支	-166	-188	-445	-152	-279	-280
投资	452	-498	-2,317	-1	0	0
其他	94	92	221	150	150	150
投资活动现金净流	380	-594	-2,541	-3	-129	-130
股权募资	0	1,638	0	0	0	0
债权募资	79	-114	-83	-126	0	1
其他	-419	46	-532	-20	-594	-725
筹资活动现金净流	-340	1,570	-615	-146	-594	-724
现金净流量	734	2,563	-1,955	411	1,199	1,290

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	3,098	5,540	3,563	3,974	5,174	6,463
应收款项	2,148	2,497	3,156	3,707	4,363	5,131
存货	1,065	983	1,501	1,524	1,855	2,199
其他流动资产	1,162	1,817	4,358	4,714	5,085	5,472
流动资产	7,474	10,838	12,577	13,919	16,477	19,265
% 总资产	88.2%	90.2%	87.6%	88.8%	89.6%	90.5%
长期投资	7	5	125	126	125	125
固定资产	739	897	1,339	1,425	1,573	1,686
% 总资产	8.7%	7.5%	9.3%	9.1%	8.6%	7.9%
无形资产	201	202	197	203	209	215
非流动资产	998	1,178	1,775	1,755	1,909	2,027
% 总资产	11.8%	9.8%	12.4%	11.2%	10.4%	9.5%
资产总计	8,473	12,016	14,352	15,674	18,386	21,292
短期借款	177	83	0	0	0	0
应付款项	5,417	6,674	8,751	9,108	11,059	13,102
其他流动负债	205	254	298	917	1,122	1,314
流动负债	5,800	7,011	9,050	10,024	12,181	14,416
长期贷款	20	0	0	0	0	1
其他长期负债	56	114	125	0	0	0
负债	5,875	7,125	9,175	10,024	12,181	14,417
普通股股东权益	2,597	4,890	5,177	5,649	6,203	6,873
少数股东权益	0	1	1	1	1	2
负债股东权益合计	8,473	12,016	14,352	15,674	18,386	21,292

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.471	0.608	0.508	0.638	0.768	0.909
每股净资产	2.641	4.476	3.159	3.447	3.785	4.194
每股经营现金净流	0.706	1.453	0.733	0.342	1.173	1.308
每股股利	0.000	0.500	0.350	0.350	0.430	0.500
回报率						
净资产收益率	17.82%	13.59%	16.09%	18.52%	20.29%	21.67%
总资产收益率	5.46%	5.53%	5.80%	6.67%	6.85%	6.99%
投入资本收益率	13.76%	11.08%	12.32%	15.81%	17.62%	18.88%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.47%	20.53%	18.40%	26.04%	21.16%	18.40%
EBIT增长率	-1.40%	42.12%	15.72%	40.27%	22.65%	19.30%
净利润增长率	1.30%	43.62%	25.28%	25.61%	20.35%	18.29%
总资产增长率	4.23%	41.82%	19.44%	9.21%	17.30%	15.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	122.5	111.2	105.5	115.0	115.0	115.0
存货周转天数	152.1	125.4	132.6	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	239.2	212.5	219.4	220.0	220.0	220.0
固定资产周转天数	65.6	57.7	57.5	56.0	53.1	49.3
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	-111.65%	-68.85%	-70.36%	-83.41%	-94.02%
EBIT利息保障倍数	-6.3	-9.0	-6.4	-17.8	-16.9	-15.0
资产负债率	69.34%	59.30%	63.93%	63.95%	66.25%	67.71%

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
买入	1	1	3	7	10
增持	0	1	4	13	15
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.50	1.65	1.65

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 2011-10-25	增持	11.05	14.87 ~ 15.13
2 2011-11-07	增持	11.99	N/A
3 2011-11-11	增持	12.58	16.34 ~ 16.34
4 2012-03-02	增持	11.40	N/A
5 2012-04-19	增持	10.92	N/A
6 2012-08-15	增持	8.74	N/A
7 2012-08-28	买入	8.56	N/A
8 2012-10-21	买入	9.06	10.25 ~ 10.25

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B