

机械行业

陕鼓动力 (601369)

三季度点评报告

评级: 买入 重申 维持 目标价: 10.92 元

收盘价 8.41

目标价 10.92

基本数据

52周最低/最高(元)	8.1-13.8
市盈率(x) ttm	14.41
市净率(x) lf	2.70
EV/EBITDA(x) lyr	12.88
总股本(亿)	16.39
流通A股(亿)	5.53
流通B股/H股(亿)	0.00
总市值(亿元)	140.28
流通A股市值(亿元)	47.35
实际控制人	西安市人民政府国有资产监督管理委员会
机构持股占比	47.3%

相对股价表现



相关研究

《突破行业边界，运营模式有待市场重估》，2012-7-18

《陕鼓动力：订单充足 进入LNG领域前景广阔，重申买入》2012-8-17

《陕鼓动力(601369)：陕西煤化工发展将带来巨大工业气体以及设备需求》2012-8-28

李项锋
机械行业研究小组
S0120511030002

研究助理

蔡奕
8621-68761616-8563
caiyi@tebon.com.cn
德邦证券有限责任公司
上海市福山路500号城建国际中心26楼
<http://www.tebon.com.cn>

经营稳健 下游新领域前景广阔

投资要点:

- ❖ 公司三季度实现销售收入15.93亿元，同比增长22.4%，营业利润3.2亿元，同比增长13.6%，剥离财务利息收入和理财投资收益后，营业利润归属母公司净利润2.9亿元，同比增长15.3%。可见，三季度增速较二季度增速下滑的原因主要是理财产品上半年集中到期的原因，公司实际经营保持20%左右的稳健增长。
- ❖ 三季度，公司气体业务初步贡献收入。1-9月，公司基础设施运营板块实现销售收入1.18亿元，其中三季度实现收入7367万元。徐州陕鼓自去年9月份正式运营以来，持续贡献收入，去年4季度贡献收入1240万元，今年上半年贡献收入4214万元。三季度，徐州气体和6月份投产的唐山气体合计贡献收入7367万元。预计四季度，公司徐州气体和唐山气体可贡献收入8000到9000万元。预计全年，两家气体公司可实现收入1.4亿元。
- ❖ LNG液化新领域：上半年公司成功签订两个焦炉煤气制LNG项目的订单。这两个项目均采用混合冷剂压缩机。混合冷剂工艺是天然气液化的主要工艺之一。陕鼓的混合冷压缩机是目前国产最大的压缩机，最大出气量为140万方/天。
- ❖ 丙烷脱氢新领域：上半年公司成功签订一套丙烷脱氢(BDH)和一套异丁烷脱氢(PDH)项目。随着美国页岩气产量的大幅增长，从页岩气和天然气(NGL天然气凝析液工艺)中提炼丙烷，可能提升全球丙烷供给，给BDH带来广阔市场。预计2013年到2015年，将是我国丙烷脱氢的建设密集期。我们预计丙烷脱氢以及异丁烷脱氢项目将进一步打开陕鼓在化工领域的广阔市场。
- ❖ 另外，公司秦风气体的设立，使公司在陕西省工业气体领域占据极为有利的位置。是公司向工业气体进军的重要一步。预计未来将大幅提升公司在工业气体领域的收入。
- ❖ 出于对公司秦风气体、天然气液化和丙烷脱氢等新兴下游业务增长的考虑，我们略微调高了陕鼓动力2012年至2014年的EPS为0.70元，0.87元和1.03元的预测，税后每股分红为0.43元，0.54元和0.64元，税后每股股息率为5.04%，6.28%和7.45%。重申“买入”评级。

主要财务指标

单位:百万元

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
营业收入	3609	4350	5150	6294	7666	9356
收入增幅(%)	-8.5%	20.5%	18.4%	22.2%	21.8%	22.1%
净利润	463	665	833	1146	1427	1692
净利增幅(%)	1.3%	43.6%	25.3%	37.6%	24.5%	18.6%
毛利率(%)	28%	31%	34%	37%	37%	37%
ROE(%)	17.9%	17.8%	16.5%	21%	24%	25%
期末EPS(元)	0.47	0.63	0.51	0.70	0.87	1.03
PE(x)	0.0	39.1	22.6	12.2	9.8	8.3
PB(x)	0.0	5.3	3.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA(x)	0.0	28.4	17.9	9.6	7.5	6.3

一、财务情况：收入和利润稳健增长

三季度公司实现销售收入 15.93 亿元，同比增长 22.4%。三季度公司毛利率进一步提升，达 37.1%，同时公司的销售费用率和管理费用率较为稳健。

三季度公司营业利润 3.23 亿元，同比增长 13.86%，慢于销售收入增速。但是，如果剥离公司财务费用以及主要的理财投资收益，公司的营业利润约为 2.79 亿，同比增长 21.4%。显示公司经营情况良好，增长稳定。在目前的下滑的经济形势下，能保持稳定良好增长，同时毛利率进一步提高，是难能可贵的。

受公司二季度多数短期理财产品到期的影响，三季度，公司理财收益下滑，拉低了公司的净利润。但总体不能反映公司良好稳健的经营。

三季度，公司气体业务初步贡献收入。1-9 月，公司基础设施运营板块实现销售收入 1.18 亿元，其中三季度实现收入 7367 万元。徐州陕鼓自去年 9 月份正式运营以来，持续贡献收入，去年 4 季度贡献收入 1240 万元，今年上半年贡献收入 4214 万元，三季度，徐州气体和 6 月份投产的唐山气体合计贡献收入 7367 万元。预计四季度，公司徐州气体和唐山气体可贡献收入 8000 到 9000 万元。预计全年，两家气体公司可实现收入 1.4 亿元。

表格 1：季度利润表

利润表单季度 (单位: 万元)	2011-3-31	2011-6-30	2011-9-30	2011-12-31	2012-3-31	2012-6-30	2012-9-30
一、营业总收入	113,168.8	142,055.4	130,154.6	129,668.91	144,954.9	166,994.9	159,280.5
环比增速	6.3%	25.5%	-8.4%	-0.4%	11.8%	15.2%	-4.6%
同比增速	2.2%	27.8%	22.1%	21.8%	28.1%	17.6%	22.4%
营业收入	113,168.83	142,055.48	130,154.61	129,668.91	144,954.92	166,994.97	159,280.58
二、营业总成本	92,065.53	116,030.1	104,931.8	120,313.56	120,750.7	137,208.1	129,228.8
营业成本	72,460.65	91,135.79	84,065.05	94,149.38	93,673.63	105,911.98	100,168.47
毛利率	36.0%	35.8%	35.4%	27.4%	35.4%	36.6%	37.1%
营业税金及附加	467.02	894.79	1,467.21	996.41	1,122.13	1,269.08	1,077.05
销售费用	3,406.21	3,615.23	4,467.49	6,777.23	3,317.12	5,350.37	4,729.92
销售费用%	3.0%	2.5%	3.4%	5.2%	2.3%	3.2%	3.0%
管理费用	15,645.35	21,408.91	18,022.40	22,530.46	21,080.61	24,433.40	22,626.10
管理费用%	13.8%	15.1%	13.8%	17.4%	14.5%	14.6%	14.2%
财务费用	-1,790.96	-3,904.45	-2,165.68	-3,596.00	-2,071.22	-1,151.02	-2,142.62
财务费用%	-1.6%	-2.7%	-1.7%	-2.8%	-1.4%	-0.7%	-1.3%
资产减值损失	1,877.26	2,879.91	-924.60	-543.92	3,628.48	1,394.37	2,769.93
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	70.63	0.00	13.19	-13.19	0.00	0.00	0.00
投资净收益	394.47	2,543.60	3,110.23	5,502.66	3,503.64	7,671.29	2,222.26
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT	20,236.98	25,061.50	26,864.62	12,431.78	26,166.69	36,991.23	31,026.30
EBIT yoy%	33.4%	44.8%	-0.3%	22.5%	29.3%	47.6%	15.5%
EBIT margin%	17.88%	17.64%	20.64%	9.59%	18.05%	22.15%	19.48%
剥离财务费用和投资收益后营业利润	19,312.3	22,120.8	23,057.1	5,759.3	22,132.9	28,635.8	27,909.1
同比	30.47%	30.72%	34.76%	-35.99%	14.61%	29.45%	21.04%
四、营业利润	21,568.39	28,568.90	28,346.17	14,844.81	27,707.81	37,458.08	32,274.00
营业利润同比增速	39.49%	54.63%	41.98%	33.58%	28.46%	31.11%	13.86%

三季度公司销售收入进一步稳健增长。

毛利率的提升，预计是采购成本的下滑。

稳健

稳健

财务费用收入好于预期。

理财产品在上半年到期较多，三季度收益略有下滑

剥离财务费用和理财的投资收益后，营业利润稳健增长。

加: 营业外收入	563.71	625.31	748.98	1,346.39	537.36	767.92	896.91
减: 营业外支出	104.15	228.26	64.85	163.42	7.26	83.74	1.98
五、利润总额	22,027.94	28,965.95	29,030.30	16,027.78	28,237.91	38,142.26	33,168.93
减: 所得税	2,901.55	3,400.87	3,845.08	2,613.21	3,445.29	4,175.62	4,138.02
所得税率	13.2%	11.7%	13.2%	16.3%	12.2%	10.9%	12.5%
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	19,126.40	25,565.09	25,185.22	13,414.57	24,792.61	33,966.63	29,030.91
	39.3%	55.3%	-3.2%	30.7%	29.6%	32.9%	15.3%
减: 少数股东损益	5.77	4.06	5.46	3.79	4.72	5.75	1.42
少数股东权益占比	0.03%	0.02%	0.02%	0.03%	0.02%	0.02%	0.00%
归属于母公司所有者的净利润	19,120.62	25,561.02	25,179.76	13,410.78	24,787.89	33,960.88	29,029.49
同比增速	39.3%	55.3%	-3.2%	30.7%	29.6%	32.9%	15.3%

即使在经济下滑周期中,公司净利润依然稳健增长。

从资产负债表的情况来看,公司货币现金和理财产品的资金运营量均保持在总量 60 亿元左右的规模,并未随着公司销售收入的增长而提升,显示公司在资金运用上,显得更加灵活。并不是市场所认为的,公司缺乏潜在投资和扩张项目,缺乏增长预期,因而在手资金过多。

从陕鼓三季报的资产负债表的质量来看,三季度,公司应收帐款增速同比慢于销售收入增速,显示公司回款良好,增长动力稳健。另外,也显示公司对下游的影响力较强。

三季度,公司预付款同比下滑 1.8%,预收款同比下滑 0.1%,预示公司可能并未如市场想象的那样,出现订单大幅下滑的状况。

另外,从今年陕鼓两家气体公司贡献收入的增速情况来看,另外三家气体公司在 2013 年的投产运营,将进一步贡献收入。

表格 2: 资产负债表

资产负债表	2011-3-31	2011-6-30	2011-9-30	2011-12-31	2012-3-31	2012-6-30	2012-9-30
货币资金	462,539	348,730	349,719	356,320	331,137	436,806	363,414
货币资金占当季销售	408.7%	245.5%	268.7%	274.8%	228.4%	261.6%	228.2%
交易性金融资产	95	166	18	124	20	0	0
应收票据	112,030	120,512	158,205	156,589	155,524	150,923	150,643
应收账款	150,803	152,921	161,486	157,606	158,795	161,504	174,306
环比%	7.6%	1.4%	5.6%	-2.4%	0.8%	1.7%	7.9%
同比%	13.2%	5.8%	12.7%	12.5%	5.3%	5.6%	7.9%
营业收入	113,168.8	142,055.5	130,154.6	129,668.9	144,954.9	166,995.0	159,280.6
环比%	6.3%	25.5%	-8.4%	-0.4%	11.8%	15.2%	-4.6%
同比%	2.2%	27.8%	22.1%	21.8%	28.1%	17.6%	22.4%
其他应收款	2,577	2,546	2,648	1,358	2,291	1,889	2,097
预付款项	124,003	136,895	157,414	158,755	182,804	178,674	175,533
同比%	-0.6%	10.4%	15.0%	0.9%	15.1%	-2.3%	-1.8%
存货	105,890	120,231	127,822	150,089	172,615	175,245	166,232
环比%	7.7%	13.5%	6.3%	17.4%	15.0%	1.5%	-5.1%
同比%	9.3%	17.4%	23.2%	52.6%	63.0%	45.8%	30.0%
其他流动资产	131,890	206,700	246,230	276,893	303,768	145,500	234,675
流动资产合计	1,091,507	1,090,381	1,205,222	1,257,734	1,306,954	1,250,542	1,266,899
持有至到期投资	0	0	0	1,230	1,230	1,230	1,230
长期股权投资	2,936	10,068	10,703	11,233	13,494	16,358	31,263
固定资产	68,113	67,524	70,729	81,162	79,445	93,857	97,895

货币资金和理财产品合计为 60 亿元,较为稳健。

应收款增速慢于销售收入增速,显示公司销售稳健,现金及风险管理良好

存货环比下滑,但同比依然增长 30%

秦风气体 1.5 亿元投资

销售收入/固定资产	166.15%	210.38%	184.02%	159.77%	182.46%	177.93%	162.70%	预计产能利用率良好。唐山陕鼓气体新投产，大幅贡献收入，但气体收入可能还未完全释放。
在建工程	20,431	34,241	42,055	52,735	52,836	39,171	39,549	
无形资产	20,109	19,940	19,871	19,724	19,535	19,414	19,680	
递延所得税资产	6,856	6,503	6,603	8,332	8,368	9,153	10,085	预计供应商付款政策改变，导致应付款环比下滑。但换来的是采购成本的降低以及毛利率的增长。
其他非流动资产	865	1,139	1,712	3,067	3,074	3,086	3,354	
非流动资产合计	119,311	139,415	151,672	177,483	177,982	182,269	203,058	
资产总计	1,210,817	1,229,796	1,356,894	1,435,217	1,484,935	1,432,810	1,469,957	预收款环比下滑趋势已经收窄
短期借款	5,611	0	0	0	0	0	1,000	
应付票据	114,187	100,985	148,088	177,541	160,632	165,013	184,471	
应付账款	196,018	221,116	215,465	229,515	272,358	258,856	237,439	预收款环比下滑趋势已经收窄
环比%	8.1%	12.8%	-2.6%	6.5%	18.7%	-5.0%	-8.3%	
同比%	8.6%	30.8%	29.5%	26.5%	38.9%	17.1%	10.2%	
预收款项	347,586	389,531	443,174	462,077	465,759	446,899	442,630	预收款环比下滑趋势已经收窄
同比%	23.0%	21.4%	34.5%	34.7%	34.0%	14.7%	-0.1%	
环比%	1.3%	12.1%	13.8%	4.3%	0.8%	-4.0%	-1.0%	
其他非流动负债	10,698	10,672	10,283	10,889	10,977	10,731	10,772	预收款环比下滑趋势已经收窄
非流动负债合计	11,205	11,179	10,790	12,516	12,604	13,860	12,434	
负债合计	702,609	750,648	852,561	917,469	942,395	913,421	918,292	

二、压缩机下游新领域将打开广阔市场

陕鼓在压缩机的技术储备方面，除了10万方和12万方空分用压缩机的技术储备，公司已经完成多个领域应用的技术研发和市场推广。

- ❖ 上半年，公司成功签订两个焦炉煤气制LNG项目的订单。这两个项目均采用混合冷剂压缩机。混合冷剂工艺是LNG液化的主要工艺之一。陕鼓的混合冷压缩机是目前国产最大的压缩机，最大出气量为140万方/天。我们预计该压缩机处理能力，大约同广汇能源早期LNG一期项目出气量能力相当，可实现进口替代。预计未来陕鼓在天然气液化LNG领域具备广阔市场。
- ❖ 上半年，公司成功签订一套丙烷脱氢（BDH）和一套异丁烷脱氢（PDH）项目。随着美国页岩气产量的大幅增长，从页岩气和天然气（NGL天然气凝析液工艺）中提炼丙烷，可能提升全球丙烷供给，给丙烷制丙烯带来广阔市场。丙烷脱氢作为良好的制丙烯工艺，目前在我国刚刚开始商业化，近一两年下游化工企业投产积极。预计2013年到2015年，将是我国丙烷脱氢的建设密集期。我们预计丙烷脱氢以及异丁烷脱氢项目将进一步打开陕鼓在化工领域的广阔市场。

三、估值

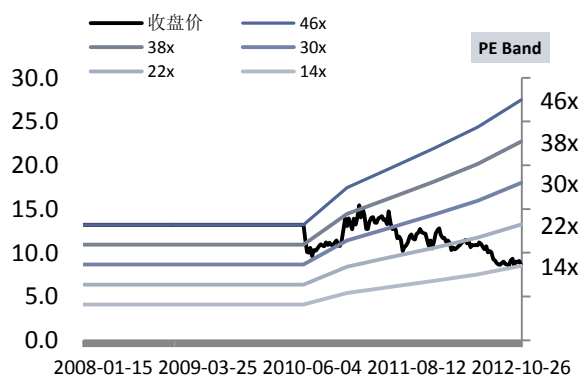
出于对公司秦风气体、天然气液化和丙烷脱氢等新兴下游业务增长的考虑，我们略微调高了陕鼓动力2012年至2014年的EPS为0.70元，0.87元和1.03元的预测，税后每股分红为0.43元，0.54元和0.64元，税后每股股息率为5.04%，6.28%和7.45%。重申“买入”评级。

表格 3: 可比公司估值表

分析日期	Mkt Cap (亿)	PE				
		PE (ttm)	2012	2013	2014	
2012-10-26						
陕鼓动力	601369	140.3	14.41	12.24	9.83	8.29
通用电气 USD	GE.N	USD2244.8	16.80	13.75	12.23	10.89
霍尼韦尔 USD	HON.N	USD481.2	20.35	12.28	11.09	10.24
杭氧股份	002430	96.9	20.09	18.39	14.33	11.54
上海电气	601727	556.5	15.46	14.89	13.84	13.48
金通灵	300091	13.6	63.18	-	-	-
山东章鼓	002598	21.8	22.57	21.66	17.95	14.69
平均		172.21	26.41	16.20	13.89	12.17

资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 1: PE BAND



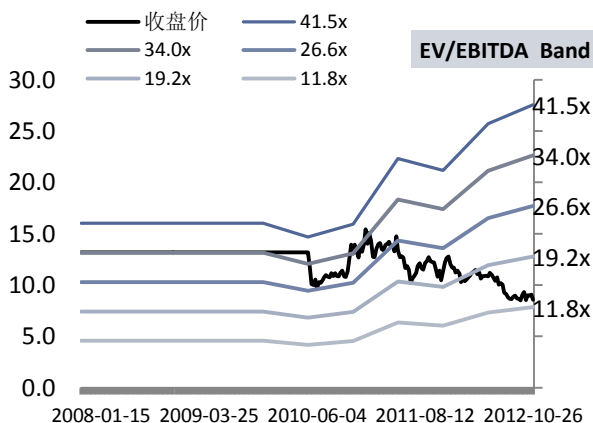
资料来源: 德邦证券研究所

图 2: PB BAND



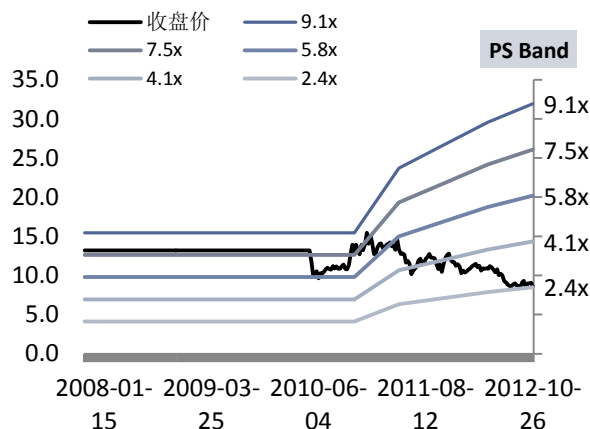
资料来源: 德邦证券研究所

图 3: EV/EBITDA BAND



资料来源: 德邦证券研究所

图 4: PS BAND



资料来源: 德邦证券研究所

表格 4: 盈利预测表

损益表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4350	5150	6294	7666	9356
营业成本	2982	3418	3997	4856	5926
毛利润	1369	1732	2298	2810	3430
毛利润率	31.5%	33.6%	36.5%	36.7%	36.7%
营业税金及附加	29	38	51	62	76
销售费用	139	183	227	276	337
管理费用	566	776	976	1188	1450
财务费用	(71)	(115)	(73)	(147)	(157)
资产减值损失	57	33	0	0	0
公允价值变动净收益	(1)	1	0	0	0
投资净收益	2	116	162	173	185
EBIT	685	851	1151	1502	1798
EBITDA	772	951	1269	1633	1937
营业利润	650	933	1279	1604	1909
营业利润率	14.9%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%
营业内外收支	116.3	27.2	42.2	42.2	42.2
利润总额	766	961	1322	1646	1951
减: 所得税	102	128	176	219	259
净利润	665	833	1146	1427	1692
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	665	833	1146	1427	1692
每股收益 EPS-期末 (元)	0.63	0.51	0.70	0.87	1.03

损益表增速	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
销售收入增速	20.5%	18.4%	22.2%	21.8%	22.1%
EBIT 增速	27.6%	44.9%	35.3%	30.5%	19.7%
EBITDA 增速	40.5%	23.2%	33.5%	28.6%	18.6%
营业利润增速	26.8%	43.5%	37.1%	25.3%	19.1%
净利润增速	43.6%	25.3%	37.6%	24.5%	18.6%

现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	665	833	1146	1427	1692
折旧及摊销	87	100	118	131	139
运营资本增减	762	426	308	583	730
其它经营活动产生的现金	74	(159)	815	(290)	(523)
经营活动产生的现金流	1588	1201	2388	1851	2039
投资收益	3	111	134	134	134
资本支出	(189)	(446)	(60)	(70)	(80)
其他投资产生的现金流	(408)	(2205)	(190)	(201)	(204)
投资活动产生的现金流	(594)	(2541)	(116)	(137)	(151)
筹资活动产生的现金流	1577	(607)	(574)	(786)	(979)

资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
现金以及等价物	5543	3564	5261	6188	7097
应收账款及票据	3744	4743	5566	6915	8592
存货	983	1501	1998	2428	2963
其他流动资产	567	2769	2288	2742	3381
流动资产合计	10838	12577	15113	18273	22033
长期投资	5	125	181	248	319
固定资产	688	812	763	894	793
其他非流动资产	485	839	614	515	482
资产总计	12016	14352	16671	19748	23496
流动负债合计	7011	9050	10747	13124	16085
非流动负债合计	114	125	175	236	310
负债合计	7125	9175	10922	13359	16395
少数股东权益	0.6	0.8	0.9	1.0	1.1
归属母公司权益	4890	5177	5749	6389	7102
权益合计	4891	5177	5750	6390	7103
负债及股东权益合计	12016	14352	16672	19750	23498
总股本 (百万)	1093	1639	1639	1639	1639
每股净资产 BPS(元)	4.48	3.16	3.51	3.90	4.33

其它	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净资产回报率 (%)	17.8%	16.5%	21.0%	23.5%	25.1%
总资产回报率 (%)	6.5%	6.3%	7.4%	7.8%	7.8%
资产负债率 (%)	59.3%	63.9%	65.5%	67.6%	69.8%
ROIC (%)	13.2%	12.5%	13.0%	14.9%	15.6%
WACC (%)	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
存货周转天数	125	133	160	166	166
应收票据及账款周转天	293	301	299	297	302
EBIT 利息保障倍数 (X)	0	0	(16)	(10)	(11)
流动比率	1.55	1.39	1.41	1.39	1.37
速动比率	1.41	1.22	1.22	1.21	1.19
所得税率	13.25	13.29	13.29	13.29	13.29

估值	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
市盈率(X)	39.1	22.6	12.2	9.8	8.3
市净率(X)	5.3	3.6	2.4	2.2	2.0
市销率(X)	6.0	3.6	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA(X)	28.4	17.9	9.6	7.5	6.3
EV/EBIT(X)	32.0	20.0	10.6	8.2	6.8
EV/sales(X)	5.0	3.3	1.9	1.6	1.3
EV/IC(X)	3.5	2.4	1.6	1.4	1.2
股息率 (%)	2.10%	3.05%	5.04%	6.28%	7.45%

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐-Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数

中性-In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平

回避-Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入-Buy: 预期未来6个月股价涨幅≥20%

增持-Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为10%-20%

中性-Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为-10%~+10%

减持-Sell: 预期未来6个月股价跌幅>10%

特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。