

# 陕鼓动力 (601369.SH) 其它通用设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

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

## 唐山项目显示气体投资回报良好

### 事件

12月18日,公司发布董事会决议公告,主要内容如下:(1)向全资子公司唐山陕鼓气体有限公司提供委托贷款22,000万元,向徐州陕鼓工业气体有限公司提供委托贷款6,500万元。(2)将扬州恒润海洋重工制氧供气项目的投资主体由母公司变更为控股子公司秦风气体。

### 评论

**利用委托贷款模拟实际投资情况:** 徐州项目首套2万空分于2011年9月、唐山项目4万空分于2012年7月投产运营。此次委托贷款来源是公司自有资金,用于这两个项目的设备款和工程款的支付。与公司直接给项目注资相比,对合并利润表影响甚微(母公司税率低,这样做只是省了点税),而对于子公司,则提高了负债水平、降低利润率,使其运行更接近真实的、带融资杠杆的状况。现阶段,母公司的自有资金充沛,可以采用委托贷款的形式,而从长远来看,当气体项目发展到一定阶段,必然要使用融资杠杆,从而提高项目回报水平(ROE)。

**项目的财务状况与投资回报:** 公告显示,唐山项目1-9月的营业收入为4,759万元(实际上收入都是在7-9月实现的),净利润为662万元(上半年投产前为亏损,7-9月的实际净利润还要更高),净利润率为13.9%,按项目总资产24,260万元计算,年化后的ROA为11.0%。如果按贷款22,000万元、基准利率6.65%计算,模拟加杠杆后的净利润为389万元,净利润率为8.2%,按项目净资产2,628万元计算,年化后的ROE为59.2%。徐州项目1-9月的营业收入为7,092万元,净利润为-173万元,出现亏损的主要原因是上半年客户的工艺流程还在调试,用气不稳定,因而有相当一段时间无法计费,而目前此问题已得到解决,下半年以来一直处于盈利状态。根据徐州项目客户用气水平和零售市场形势,我们判断其盈利状况跟唐山项目不会有太大差别。目前,市场也在观察陕鼓投资工业气体服务的回报水平,尽管当前经济形势低迷抑制了气体项目的利润率,但唐山项目还是显示了良好的回报。

**自有新项目置入合作平台:** 公司将扬州恒润海洋重工制氧供气项目的投资主体由母公司变更为控股子公司秦风气体(公司持股60%,陕煤化、陕延长石油、陕金融控股、联想各持股10%),表明未来公司的气体投资都将放到秦风气体这个共有的平台上,公司也借此显示作为大股东的合作诚意。我们认为,未来其他股东的气体项目资源,也将陆续讨论进入秦风这个共有平台的方案,这也将是2013年公司值得期待的亮点。

### 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。

基于公司持续专注于提供高效清洁的动力系统解决方案,同时积极从制造延伸到服务领域,我们维持“买入”的投资评级和10.25元(相当于2012年16倍PE估值)的目标价不变。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-03-02	增持	11.40	N/A
2	2012-04-19	增持	10.92	N/A
3	2012-08-15	增持	8.74	N/A
4	2012-08-28	买入	8.56	N/A
5	2012-10-21	买入	9.06	10.25 ~ 10.25
6	2012-10-25	买入	8.56	10.25 ~ 10.25
7	2012-11-08	买入	9.01	N/A
8	2012-12-09	买入	8.16	10.25 ~ 10.25

来源：国金证券研究所



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