

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

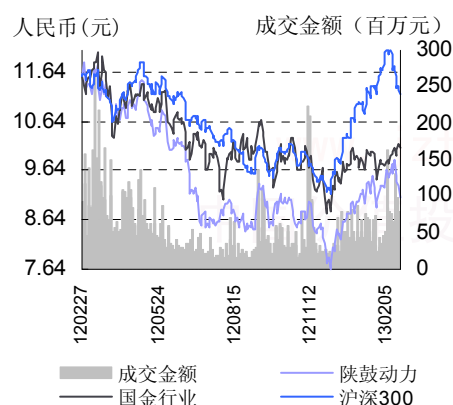
市价 (人民币): 9.08 元

转型紧迫, 关注秦风进展

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)	148.80
年内股价最高最低(元)	11.81/7.64
沪深 300 指数	2567.59
上证指数	2293.34



相关报告

1. 《唐山项目显示气体投资回报良好》, 2012.12.19
2. 《公告重大合同, 示范效应值得期待》, 2012.12.9
3. 《新签扬州恒润供气项目》, 2012.11.8

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

公司基本情况 (人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.508	0.626	0.659	0.765	0.883
每股净资产(元)	3.16	3.45	3.76	3.74	4.28
每股经营性现金流(元)	0.73	0.12	1.14	1.10	1.31
市盈率(倍)	22.55	14.40	13.77	11.87	10.28
行业优化市盈率(倍)	26.39	36.62	37.24	37.24	37.24
净利润增长率(%)	25.28%	23.25%	5.27%	15.99%	15.46%
净资产收益率(%)	16.09%	18.13%	17.52%	20.42%	20.64%
总股本(百万股)	1,638.77	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

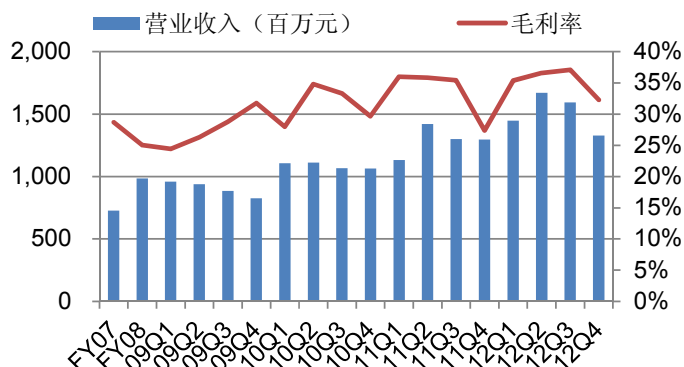
业绩简评

- 陕鼓动力 2012 年实现营业收入 6,042 百万元, 同比增长 17.30%; 实现归属母公司股东净利润 1,026 百万元, 同比增长 23.25%, EPS 为 0.63 元, 业绩符合预期。公司同时披露利润分配预案, 拟每 10 股派发现金红利 3.50 元, 按当前价格对应的股息收益率为 3.85%。

经营分析

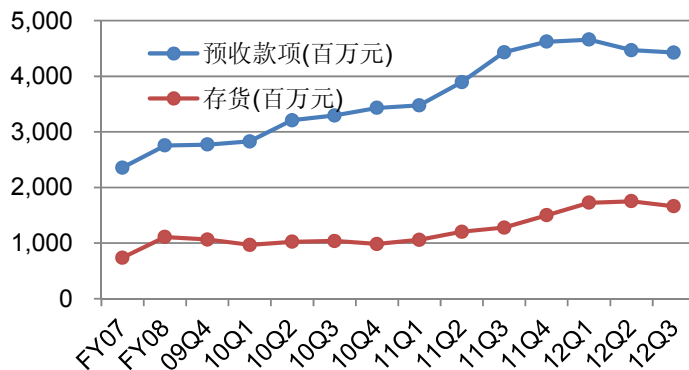
- **冶金投资走低, 化工保持较好水平:** 由于经济下行, 钢铁产品的需求疲软, 投资放缓明显: 2012 年粗钢产量同比增长 3.1%, 较 2011 年回落 6.2 个百分点; 钢铁行业完成固定资产投资同比下滑 2.0%, 较 2011 年回落了 16.6 个百分点。化工领域整体保持较好投资水平, 例如化学原料与化学制品制造业 2012 年完成投资额同比增长 30.7%, 较 2011 年还提高 4.3 个百分点。从公司的收入构成看, 冶金行业 2011 年占比达到 71.2%, 2012 年降至 59.7%; 而同期化工行业从 29.4% 升至 35.2%。
- **订单出现下滑, 2013 年生产保持水平:** 由于宏观经济减速, 2012 年公司新签订单 7,845 百万元, 较 2011 年下滑 20.7%; 其中, 上半年下滑 32.6%, 下半年下滑 3.5%。2012 年末, 公司的在手订单为 8,255 百万元, 2013 年制定的收入计划为 6,703 百万元, 其中, 基于投产进度我们预计第三板块 (气体业务) 将贡献收入 500-600 百万元, 据此测算第一 (设备)、第二板块 (系统服务) 贡献收入 6,200 百万元, 同比增长 5% 左右。
- **设备利润率稳定, 项目建设拖累气体毛利率:** 公司第一、第二板块 2012 年的毛利率分别达到 37.18%、31.31%, 分别较 2011 年提高 2.83、1.55 个百分点, 这也验证了公司产品竞争力突出, 市场地位近乎垄断。公司第三板块 2012 年实现收入为 198 百万元, 毛利率仅为 11.07%, 这应与在建项目的成本拖累有关。已投产的两个气体项目 2012 年各贡献接近 100 百万元的收入, 其中, 唐山项目 (2012 年 7 月投产) 净利润为 16.17 百万元, 徐州项目亏损 1.47 百万元 (亏损主要是因为调试时间较长), 合计净利润率也达到 7.4%, 推算毛利率应在 20% 左右。

图表1: 公司各季度的营业收入和毛利率

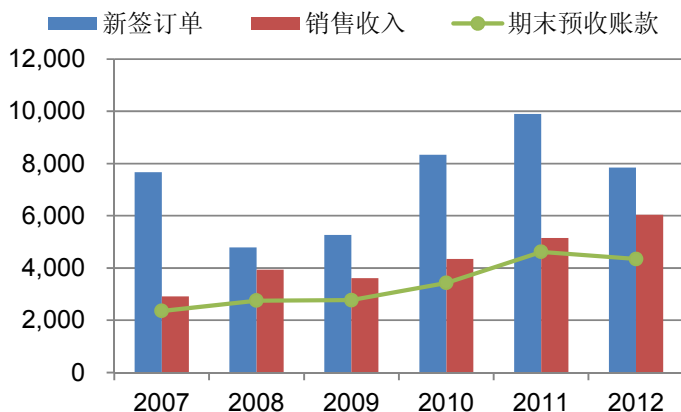


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 公司的预收款项和存货

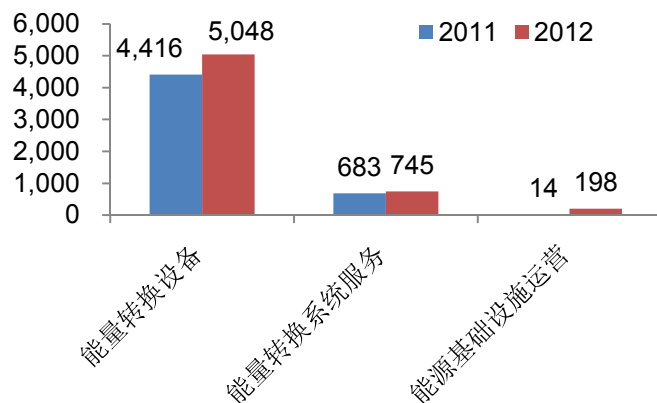


图表3: 公司新签订单、销售收入和预收款 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 公司分项业务的销售收入 (百万元)



盈利预测和投资建议

- 根据在手订单和项目进度, 我们预测公司 2013-2015 年营业收入分别为 6,751, 7,864 和 9,192 百万元, 净利润分别为 1,080, 1,253 和 1,447 百万元; EPS 分别为 0.659, 0.765 和 0.883 元。
- 公司 2012 年遇到的订单下滑, 凸显了其转型的紧迫性。2012 年底, 公司高调成立秦风气体, 尝试以此作为陕西及西北地区气体资源整合平台, 加快气体服务业务的发展, 其进展应是公司 2013 年值得期待的亮点。当前股价相当于 2013 年 13.8 倍 PE, 考虑到公司现有设备业务稳固, 同时向服务转型的决心明确, 我们维持“买入”的投资评级不变。

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5: 分项业务预测

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
能量转换设备						
销售收入 (百万元)	3,813.48	4,416.23	5,047.52	5,299.89	5,935.88	6,648.19
增长率 (YOY)		15.81%	14.29%	5.00%	12.00%	12.00%
毛利率	30.51%	34.35%	37.18%	37.10%	37.00%	36.80%
销售成本 (百万元)	2,650.14	2,899.40	3,170.80	3,333.63	3,739.60	4,201.65
增长率 (YOY)		9.41%	9.36%	5.14%	12.18%	12.36%
毛利 (百万元)	1,163.34	1,516.83	1,876.72	1,966.26	2,196.28	2,446.53
增长率 (YOY)		30.39%	23.73%	4.77%	11.70%	11.39%
占总销售额比重	87.66%	85.74%	83.54%	78.51%	75.48%	72.33%
占主营业务利润比重	85.01%	87.56%	87.52%	84.33%	81.48%	78.56%
能量转换系统服务						
销售收入 (百万元)	487.90	682.63	745.33	804.95	925.70	1,064.55
增长率 (YOY)		39.91%	9.18%	8.00%	15.00%	15.00%
毛利率	39.75%	29.76%	31.31%	32.00%	32.00%	32.00%
销售成本 (百万元)	293.98	479.50	511.96	547.37	629.47	723.90
增长率 (YOY)		63.11%	6.77%	6.92%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	193.92	203.13	233.37	257.59	296.22	340.66
增长率 (YOY)		4.75%	14.89%	10.38%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	11.22%	13.25%	12.34%	11.92%	11.77%	11.58%
占主营业务利润比重	14.17%	11.73%	10.88%	11.05%	10.99%	10.94%
能源基础设施运营						
销售收入 (百万元)		14.20	198.40	595.20	952.31	1,428.47
增长率 (YOY)			1296.80%	200.00%	60.00%	50.00%
毛利率		10.68%	11.07%	16.00%	20.00%	22.00%
销售成本 (百万元)	0.00	12.69	176.43	499.96	761.85	1,114.21
增长率 (YOY)			1290.64%	183.38%	52.38%	46.25%
毛利 (百万元)	0.00	1.52	21.97	95.23	190.46	314.26
增长率 (YOY)			1348.29%	333.46%	100.00%	65.00%
占总销售额比重	0.00%	0.28%	3.28%	8.82%	12.11%	15.54%
占主营业务利润比重	0.00%	0.09%	1.02%	4.08%	7.07%	10.09%
其他业务						
销售收入 (百万元)	48.68	37.42	50.50	50.50	50.50	50.50
增长率 (YOY)		-23.14%	34.95%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	23.12%	29.12%	24.39%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本 (百万元)	37.43	26.52	38.18	37.87	37.87	37.87
增长率 (YOY)		-29.13%	43.96%	-0.81%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	11.26	10.90	12.31	12.62	12.62	12.62
增长率 (YOY)		-3.20%	13.01%	2.51%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.12%	0.73%	0.84%	0.75%	0.64%	0.55%
占主营业务利润比重	0.82%	0.63%	0.57%	0.54%	0.47%	0.41%
销售总收入 (百万元)	4350.06	5150.48	6041.74	6750.54	7864.39	9191.70
销售总成本 (百万元)	2981.55	3418.11	3897.37	4418.84	5168.80	6077.63
毛利 (百万元)	1368.51	1732.37	2144.37	2331.70	2695.59	3114.08
平均毛利率	31.46%	33.64%	35.49%	34.54%	34.28%	33.88%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6：三张报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	4,350	5,150	6,042	6,751	7,864	9,192
增长率		18.4%	17.3%	11.7%	16.5%	16.9%
主营业务成本	-2,982	-3,418	-3,897	-4,419	-5,169	-6,078
%销售收入	68.5%	66.4%	64.5%	65.5%	65.7%	66.1%
毛利	1,369	1,732	2,144	2,332	2,696	3,114
%销售收入	31.5%	33.6%	35.5%	34.5%	34.3%	33.9%
营业税金及附加	-29	-38	-47	-51	-59	-69
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-139	-183	-197	-223	-260	-303
%销售收入	3.2%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用	-566	-776	-941	-999	-1,125	-1,268
%销售收入	13.0%	15.1%	15.6%	14.8%	14.3%	13.8%
息税前利润（EBIT）	635	735	960	1,059	1,252	1,473
%销售收入	14.6%	14.3%	15.9%	15.7%	15.9%	16.0%
财务费用	71	115	83	81	99	116
%销售收入	-1.6%	-2.2%	-1.4%	-1.2%	-1.3%	-1.3%
资产减值损失	-57	-33	-87	-55	-63	-73
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0	0
投资收益	2	116	166	160	160	160
%税前利润	0.2%	12.0%	14.5%	12.6%	10.9%	9.4%
营业利润	650	933	1,121	1,245	1,448	1,676
营业利润率	14.9%	18.1%	18.6%	18.4%	18.4%	18.2%
营业外收支	116	27	27	26	26	26
税前利润	766	961	1,148	1,271	1,474	1,702
利润率	17.6%	18.6%	19.0%	18.8%	18.7%	18.5%
所得税	-102	-128	-122	-191	-221	-255
所得税率	13.3%	13.3%	10.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	665	833	1,026	1,080	1,253	1,447
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	665	833	1,026	1,080	1,253	1,447
净利率	15.3%	16.2%	17.0%	16.0%	15.9%	15.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	665	833	1,026	1,080	1,253	1,447
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	144	133	212	225	278	328
非经营收益	-96	-236	-315	-40	-186	-186
营运资金变动	874	471	-718	609	459	551
经营活动现金净流	1,588	1,201	205	1,874	1,803	2,139
资本开支	-188	-445	-195	-607	-383	-384
投资	-498	-2,317	-80	-1	0	0
其他	92	221	247	160	160	160
投资活动现金净流	-594	-2,541	-28	-448	-223	-224
股权募资	1,638	0	100	0	-712	0
债权募资	-114	-83	44	-167	0	1
其他	46	-532	-558	-1	-574	-574
筹资活动现金净流	1,570	-615	-414	-168	-1,286	-573
现金净流量	2,563	-1,955	-237	1,258	295	1,343

来源：公司公告，国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	5,540	3,563	3,368	4,626	4,921	6,264
应收款项	2,497	3,156	3,133	3,288	3,777	4,362
存货	983	1,501	1,807	1,755	2,053	2,414
其他流动资产	1,817	4,358	4,265	4,048	4,310	4,628
流动资产	10,838	12,577	12,573	13,718	15,061	17,668
%总资产	90.2%	87.6%	85.1%	84.5%	84.7%	86.0%
长期投资	5	125	203	204	203	203
固定资产	897	1,339	1,625	2,110	2,300	2,449
%总资产	7.5%	9.3%	11.0%	13.0%	12.9%	11.9%
无形资产	202	197	195	201	207	212
非流动资产	1,178	1,775	2,198	2,516	2,711	2,866
%总资产	9.8%	12.4%	14.9%	15.5%	15.3%	14.0%
资产总计	12,016	14,352	14,771	16,234	17,772	20,534
短期借款	83	0	44	0	0	0
应付款项	6,674	8,751	8,451	8,971	10,470	12,272
其他流动负债	254	298	391	995	1,066	1,152
流动负债	7,011	9,050	8,885	9,965	11,536	13,424
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	114	125	124	0	0	0
负债	7,125	9,175	9,009	9,965	11,536	13,425
普通股股东权益	4,890	5,177	5,661	6,168	6,135	7,009
少数股东权益	1	1	101	101	101	101
负债股东权益合计	12,016	14,352	14,771	16,234	17,772	20,534

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.608	0.508	0.626	0.659	0.765	0.883
每股净资产	4.476	3.159	3.454	3.764	3.744	4.277
每股经营现金净流	1.453	0.733	0.125	1.144	1.100	1.306
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.350	0.350	0.350
回报率						
净资产收益率	13.59%	16.09%	18.13%	17.52%	20.42%	20.64%
总资产收益率	5.53%	5.80%	6.95%	6.66%	7.05%	7.05%
投入资本收益率	11.08%	12.32%	14.78%	14.36%	17.07%	17.61%
增长率						
主营业务收入增长率	20.53%	18.40%	17.30%	11.73%	16.50%	16.88%
EBIT增长率	42.12%	15.72%	30.50%	10.37%	18.24%	17.64%
净利润增长率	43.62%	25.28%	23.25%	5.27%	15.99%	15.46%
总资产增长率	41.82%	19.44%	2.92%	9.91%	9.48%	15.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	111.2	105.5	100.2	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	125.4	132.6	154.9	145.0	145.0	145.0
应付账款周转天数	212.5	219.4	223.9	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	57.7	57.5	84.8	94.0	89.5	82.5
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	-68.85%	-57.70%	-73.80%	-78.91%	-88.09%
EBIT利息保障倍数	-9.0	-6.4	-11.6	-13.0	-12.7	-12.7
资产负债率	59.30%	63.93%	60.99%	61.38%	64.91%	65.38%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	3	3	7	19
增持	0	6	6	13	21
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.67	1.66	1.59

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-04-19	增持	10.92	N/A
2 2012-08-15	增持	8.74	N/A
3 2012-08-28	买入	8.56	N/A
4 2012-10-21	买入	9.06	10.25 ~ 10.25
5 2012-10-25	买入	8.56	10.25 ~ 10.25
6 2012-11-08	买入	9.01	N/A
7 2012-12-09	买入	8.16	10.25 ~ 10.25
8 2012-12-19	买入	8.67	10.25 ~ 10.25

来源：国金证券研究所



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为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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net