

机械行业

陕鼓动力 (601369)

深度报告

评级：买入 重申 维持 目标价：10.92 元

收盘价 8.75

目标价 10.92

基本数据

52周最低/最高(元)	7.6-11.9
市盈率(x) ttm	14.07
市净率(x) lf	2.55
EV/EBITDA(x) lyr	10.61
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)	143.23
流通A股市值(亿元)	48.34
主要控股股东	陕西鼓风机(集团)有限公司
占总股本比重	61.6%

相对股价表现

	3个月	6个月	12个月
陕鼓动力	4.7%	-5.7%	-23.0%
沪深300	11.8%	10.3%	-2.7%



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及设备需求》2012-8-28

《陕鼓动力：区位优势和资源优势助力陕鼓发展》2012-11-8

李项锋
机械行业研究小组
S0120511030002

蔡奕

8621-68761616-8563

caiyi@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福州路500号城建国际中心26楼

<http://www.tebon.com.cn>

节能环保、石化和气体业务预计有较大发展

投资要点：

- ❖ 公司2012年销售收入60.42亿元，同比增长17.3%。毛利率35.5%，较2011年的33.6%提升1.9个百分点，归属母公司的净利润10.2亿元，同比增长23.2%。每股分红0.35元，分红率为55.9%。
- ❖ 在手订单情况带来隐性弹性，关注暂停或延期订单。从公司2012年底披露的在手订单来看，公司共持有订单82.6亿元，扣税后，约可实现70.6亿元收入。然而，如果我们从2011年末累计的剩余订单以及2012年新增订单的累计剩余订单来看，陕鼓动力大约有15.8亿元订单未被列在82.6亿的在手订单中。该部分暂停或者延期的订单税后约为13.5亿元，占陕鼓2012年销售收入的22%。随着我国经济的企稳，该部分暂停或延期的订单随时可能恢复，这将给公司带来一定的业绩弹性。
- ❖ 钢铁领域：节能环保需求将推动钢铁领域收入稳健增长。随着我国对钢铁行业节能环保要求的逐渐提高，将推动陕鼓在钢铁行业节能减排领域业务的拓展。
- ❖ 化工领域：做大做强，预计将替代冶金，成为主要收入来源和增长动力。陕鼓82亿元在手合同订单中，预计已经有超过50%的比例来自石油化工行业。随着全国尤其是西部地区石化行业以及煤化工的崛起，将带动陕鼓动力主要下游领域快速转移到石化领域。我们预计陕鼓未来3到5年，来自石化领域的收入预计将得到70%到80%。
- ❖ 我们估算10万空分压缩机组可能将在2013年下半年到2014年初完成样机。根据陕鼓动力的2012年10月的新闻公告，公司目前正在进行8万、10万Nm³/h空分压缩机样机制造，12万Nm³/h等级的空分压缩机组研发工作已完成。按照陕鼓动力6到9个月的生产周期估算，陕鼓动力8万等级空分压缩机大致会在2013年第二、三季度完成样机生产，并开始试车。10万等级空分压缩机估算会在2013年底到2014年初完成样机制造和试车。
- ❖ 运营板块：以秦风气体为大平台，做大气体业务。秦风未来五年目标收入100亿元有保障。我们认为，陕鼓动力在12年12月份将其原先承建的扬州恒润制氧项目（2.7亿元投资，3万+1.5万空分）装入秦风气体可能是一个信号，就是未来陕鼓可能将其自有的气体项目都装入秦风气体这个大平台进行运营。根据《陕西省“十二五”能源发展规划》，陕西省将发展十大能源工程项目，约可新增百亿以上的压缩机设备需求，200万方以上的气体运营项目需求。我们认为未来5年，秦风气体空分装置总规模达200万方，实现营业收入100亿元，利税20亿元是保障的。预计未来5年，气体业务收入可能会占到陕鼓收入的三分之一。
- ❖ 从曼透平过去15年的发展看陕鼓未来的长期成长。曼集团的透平机械在过去的10余年发展过程中，在全球成熟及新兴市场获得了稳健的增长。2012年曼透平机械实现收入14.5亿欧元，同比增长12.5%，EBIT实现1.65亿欧元，同比增长34%。过去的14年中，曼集团的透平机械业务收入年化复合增长10.6%，息税前利润

EBIT年均复合增长18.6%。我们认为，曼透平过去14年的发展显示透平机械在全球成熟市场依然有较为稳定的增长和回报。

❖ 我们预测陕鼓动力2013年到2015年的EPS为0.68元，0.77元和0.87元。对应的PE为13.3倍，11.7倍和10.3倍。维持“买入”评级。

主要财务指标	单价:百万元					
	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
营业收入	4350	5150	6042	6646	7851	9157
收入增幅(%)	21%	18%	17%	10%	18%	17%
净利润	665	833	1026	1112	1263	1431
净利增幅(%)	44%	25%	23%	8%	14%	13%
毛利率(%)	31%	34%	35%	34%	34%	34%
ROE(%)	17.8%	16.5%	18.9%	19%	19%	20%
期末EPS(元)	0.63	0.51	0.63	0.68	0.77	0.87
PE(x)	39.1	22.6	14.4	13.3	11.7	10.3
PB(x)	5.3	3.6	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA(x)	28.4	17.9	11.0	11.0	8.7	7.6

目录

一、经营情况依然稳健，转型加速.....	3
2012年下半年，第二、三板块业务已经开始加速.....	3
二、在手订单情况带来隐性弹性，关注暂停或延期订单.....	4
从2009年和2010年回溯看暂停订单的恢复情况.....	4
二、装备板块：稳步增长，节能减排和石化领域预计将有较快发展.....	5
钢铁领域：节能环保需求将推动钢铁领域收入稳健增长.....	5
化工领域：做大做强，预计将替代冶金，成为主要收入来源和增长动力.....	7
三、运营板块：以秦风气体为大平台，做大气体业务。秦风未来五年目标收入100亿元有保障.....	9
秦风气体给陕鼓带来两个亮点：1)、气体收入较快增长；2)、气体议价能力较好.....	9
从增量看未来的设备以及气体项目需求.....	10
四、预计10万空分压缩机组可能将在2013年下半年到2014年初完成样机.....	13
五、财务情况.....	13
陕鼓动力的长期发展趋势——从曼透平过去15年的发展看陕鼓未来的长期成长.....	13
六、估值.....	15

一、经营情况依然稳健，转型加速

公司 2012 年销售收入 60.42 亿元，同比增长 17.3%。毛利率 35.5%，较 2011 年的 33.6% 提升 1.9 个百分点，归属母公司的净利润 10.2 亿元，同比增长 23.2%。每股分红 0.35 元，分红率为 55.9%。

公司销售收入低于我们的预期，主要是 4 季度公司销售收入增速有所放缓，以及 4 季度公司毛利率下滑以及管理费用大幅增长。

2012 年下半年，第二、三板块业务已经开始加速

1)、首先从收入结构来看：

目前市场普遍的预期是传统设备面临增速放缓甚至下滑，收入结构的情况来看，我们看到公司的服务和运营（第二、三板块）板块业务已经开始有长足发展。2012 年下半年，公司二、三板块的销售收入合计达 5.88 亿元，比 2012 年上半年增长 65%，占公司 2012 年下半年收入的 20%。

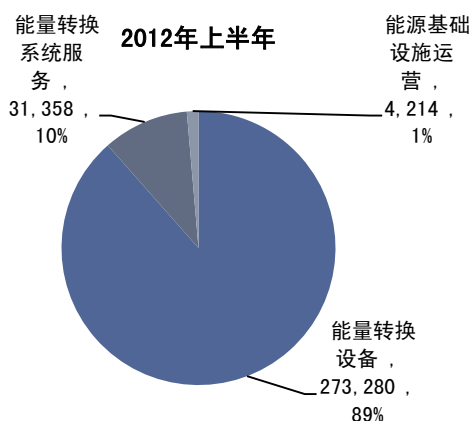
表格 1：第二、三板块收入 2012 年下半年已经占到合计收入的 20%，预计未来 5 年将逐步占到陕鼓收入的 60%左右

	单位：亿元	
	2012 年上半年	2012 年下半年
第二、三板块收入	35,572	58,801
较 2012 年上半年增长%		65.3%
占比	11.5%	20.3%

资料来源：公司公告、德邦证券研究所整理

图 1：2012 年上半年，第二、三板块的收入占比仅为 11.5%

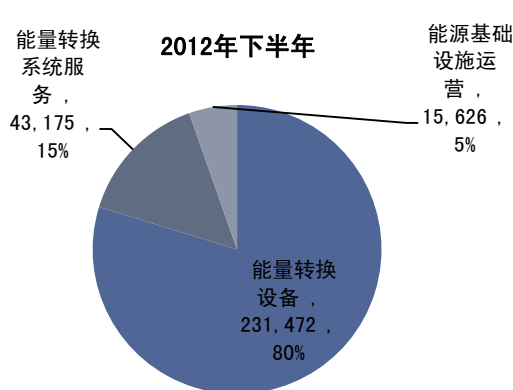
2012 年上半年服务和运营板块收入占比 单位：万元/%



资料来源：公司公告、德邦证券研究所整理

图 2：到 2012 年下半年，第二、三板块收入已经占到了 20%

2012 年下半年服务和运营板块收入占比 单位：万元/%



资料来源：公司公告、德邦证券研究所整理

2)、从订单结构来看：

2011 年末，公司在手订单中，有 22 亿元为系统服务板块，约占合计订单的 24.5%。在 2012 年的合计订单中，已经有约 37% 的订单来源于第二、三板块（系统服务和基础运营板块）。其中系统服务方面的订单较 2011 年末在手订单增长 17%。

表格 2：2012 年，第二、三板块的新增订单已经占到合计订单的 36.8%

单位：亿元

业务板块	2011 年末 订单余额	2012 年 新增订单
能量转换设备	685,882.65	495,401.3
能量转换系统服务	222,559.82	260,349.5
能源基础设施运营		28,718.9
合计	908,442.47	784,469.8
第二、三板块订单占比	24.5%	36.8%

资料来源：公司公告、德邦证券研究所整理

二、在手订单情况带来隐性弹性，关注暂停或延期订单

从公司 2012 年底披露的在手订单情况来看，公司共持有订单 82.6 亿元，扣税后，约可实现 70.6 亿元收入。然而，如果从 2011 年末累计的剩余订单以及 2012 年新增订单的累计剩余订单来看，陕鼓动力大约有 15.8 亿元订单未被列为在手订单。这部分一定主要为暂停或者延期的一些订单。

也就是说，目前陕鼓公开的 82.6 亿元订单数额为大致确定可实现收入的订单。而另外 15.8 亿元订单为尚无法确定何时可确认为收入的暂停或延迟订单。该部分暂停或者延期的订单税后约为 13.5 亿元，占陕鼓 2012 年销售收入的 22%。随着我国经济的企稳，该部分暂停或延期的订单随时可能恢复。这将给陕鼓带来一定的业绩弹性。

表格 3：暂停或者延期的订单为 15.8 亿元，占 2012 年公司销售收入的 22.5%，如果该订单恢复执行，可能增加陕鼓订单和收入预期。

单位：万元

业务板块	2011 年末订单在 2012 年的进展情况			2012 年新增订单的完成情况			合计	2012 年末 重大在手订 单情况	暂停或延期 订单
	2011 年末 订单余额	2012 年完 成	2012 年末 剩余未执行	2012 年新 增订 单	2012 年完 成	2012 年剩 余未执行	剩余未执行		
能量转换设备	685,882.65	467,981.41	217,901.24	495,401.34	48,085.70	447,315.64	665,216.88	549,810.10	115,406.78
能量转换系统服务	222,559.82	144,318.54	78,241.28	260,349.50	25,537.38	234,812.12	313,053.40	270,221.29	42,832.11
能源基础设施运营				28,718.94	23,212.80	5,506.14	5,506.14	5,506.14	0.00
合计	908,442.47	612,299.95	296,142.52	784,469.78	96,835.88	687,633.90	983,776.42	825,537.53	158,238.89
第二、三板块占比	24%	24%	26%	37%	50%	35%	32%	33%	

计算方法：1)、2012 年末剩余未执行=2011 年末订单余额-2012 年完成

2)、2012 年剩余未执行=2012 年新增订单-2012 年完成

3)、剩余未执行=(1)+(2)

4)、暂停或延期订单=剩余未执行-2012 年末重大在手订单情况

资料来源：公司公告、德邦证券研究所整理

从 2009 年和 2010 年回溯看暂停订单的恢复情况

从 2009 年和 2010 年陕鼓设备的周期性波动来看，2009 年，陕鼓的设备板块进入了快速的恢复上行。2010 年，陕鼓的轴流压缩机产量由 2009 年的 63 台快速上身至 144 台，同比增长 128.6%。另外，陕鼓的离心压缩机在经历 2009 年的大幅下滑后，到 2011 年，也恢复到了 84 台。

因此，从 2009 年和 2010 年的波动情况来看，陕鼓动力的暂停订单确实可能给陕鼓带来超预期的恢复性订单增长。

表格 4: 陕鼓动力 2009 年和 2010 年经历了产量大幅度回升, 我们预计可能是部分延期或暂停的订单恢复执行, 带来了当年产量的大幅度增长

陕鼓动力历年离心压缩机和轴流压缩机产量

单位: 台

陕鼓动力产量	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
离心压缩机		47	50	55	85	67		84	92
同比			6.4%	10.0%	54.5%	-21.2%			9.5%
轴流压缩机	83	90	98	136	109	63	144	127	185
同比		8.4%	8.9%	38.8%	-19.9%	-42.2%	128.6%	-11.8%	45.7%

资料来源: 公司公告、《中国通用机械工业年鉴》、德邦证券研究所整理

图 3: 从行业协会统计的总量来看, 离心压缩机也显示了, 在行业景气恢复的阶段, 行业延迟和暂定的订单大量恢复性上升

行业协会离心压缩机历年产量及增速

单位: 台

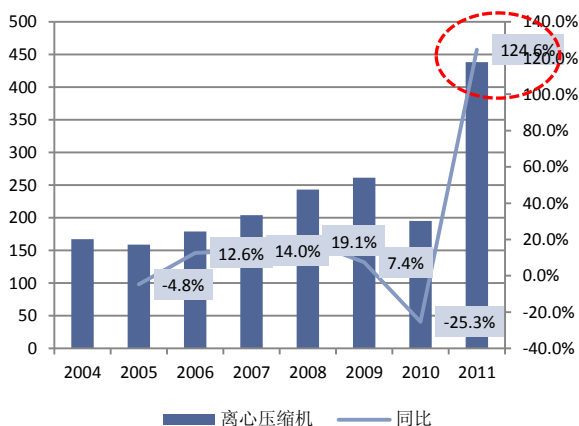
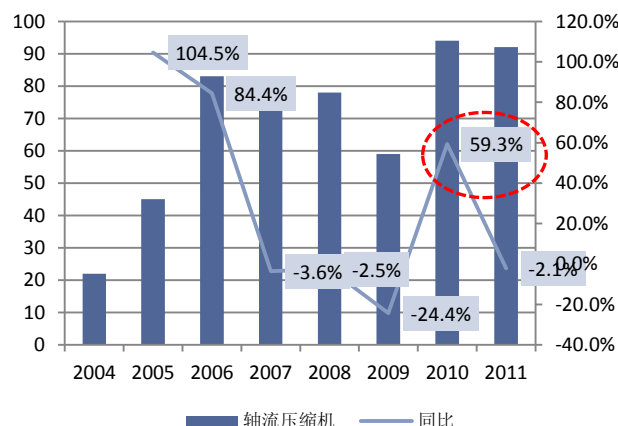


图 4: 同样, 2010 年, 轴流压缩机的一部分延迟订单得以恢复

行业协会轴流压缩机历年产量及增速

单位: 台



资料来源: 公司公告、《中国通用机械工业年鉴》、德邦证券研究所整理

资料来源: 公司公告、《中国通用机械工业年鉴》、德邦证券研究所整理

二、装备板块: 稳步增长, 节能减排和石化领域预计将有较快发展

2012 年, 陕鼓离心压缩机共生产 92 台, 同比增长 9.5%, 轴流压缩机共生产 185 台, 同比增长 45.7%。

钢铁领域: 节能环保需求将推动钢铁领域收入稳健增长

2012 年, 由于下游钢铁行业的景气程度较差, 导致压缩机在钢铁行业需求出现了下滑。但陕鼓在钢铁领域的节能环保业务帮助公司对冲了一部分钢铁领域需求的下滑。

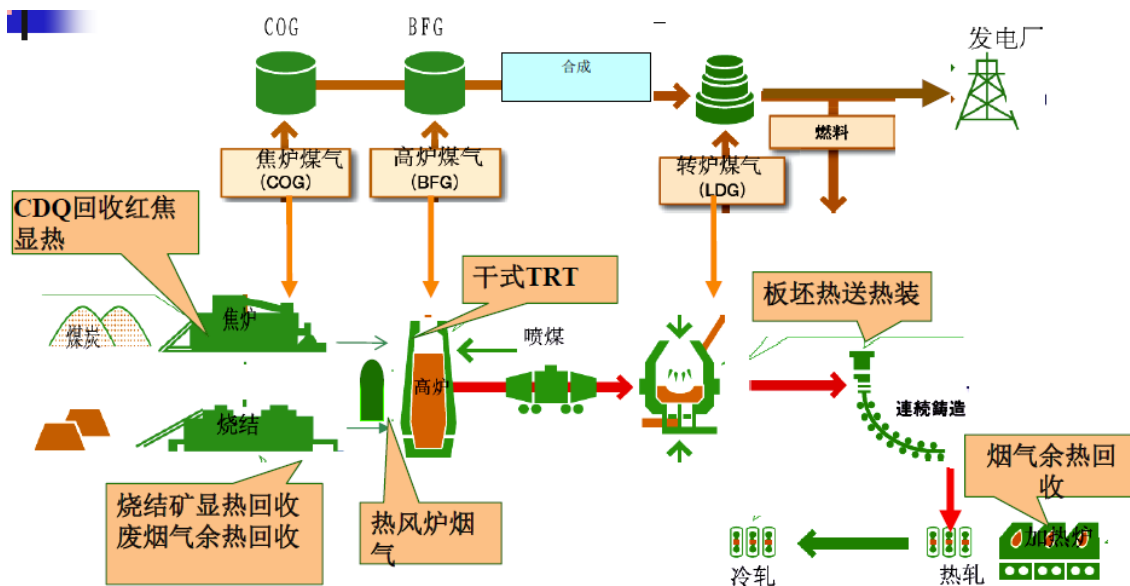
公司生产的大型轴流压缩机和工业能量回收透平装置 (TRT) 能够有效降低钢铁高炉能耗, 提升能源使用效率, 减少污染排放。近年来, 国家进一步提高对节能环保的要求, 尤其是提高了对钢铁和石化行业节能环保的要求, 为公司在钢铁领域开拓了新的增长点。

根据国家节能环保方案, 要求到 2015 年, 万元国内生产总值能耗下降 16%, 节能 6.7 亿吨标准煤; 万元工业增加值用水量下降 30%; 化学需氧量和二氧化硫排放总量分别下降 8%; 氨氮和氮氧化物排放总量分别下降 10%。节能环保目标逐级分解到地方和企业。

而钢铁的“十二五”发展规划要求, 万元工业增加值能耗降低 18%; 钢铁企业平均吨钢综

合能耗降低由 605kg 标煤降 580kg 标煤，下降 4.1%；吨钢耗新水量由 4.1 立方米降至 4 立方米，下降 2.4%；吨钢二氧化硫排放量由 1.63kg 降至 1kg，下降 39%；吨钢化学需氧量由 0.07kg 降至 0.065kg 下降 7%；固体废弃物综合利用由 94%增至 97%，提高 3 个百分点。钢铁行业的节能减排要求要高于全国平均的节能减排要求。

图 5：典型钢铁企业能量回收流程



资料来源：《钢铁工业余热余能量及回收技术》

“十二五”期间钢铁行业节能的方向主要在以下几点，均对陕鼓的 TRT 业务较大帮助。

一、“十二五”期间钢铁行业大力推广成熟、适用的节能技术，如高压干熄焦、小球烧结、**干式 TRT**、转炉干法除尘、蓄热式燃烧等技术；重点完善和推广尚未完全普及、但技术已经相对成熟的技术，如煤调湿、**烧结余热发电**、烧结烟气循环、降低烧结漏风、高炉脱湿鼓风、低温余热蒸汽发电等；

二、加强中低温余热资源利用，进一步挖掘节能潜力。低品质的余热在钢铁企业量大、面广，**烧结工序环冷机和主烟道烟气余热还有大量企业未予利用**；高炉冲渣热水的余热节能潜力很大；转炉余热利用率尚有提高空间；

三、构建行业之间能源循环利用。钢铁企业重点要与化工、电力、城市供热等企业之间建立起能源循环经济。以钢铁副产煤气、余热余压利用为核心，连接钢铁行业与电力行业，构建冶金炉窑—副产煤气—共同火电—电力回供的钢铁-电力循环经济产业链。

工业能量回收透平装置（TRT），包括烧结余热能量回收机组（SHRT）和高炉顶压能量回收联合发电机组（STRT）公司的市场占有率达到 94%，随着国家节能政策对钢铁企业的要求逐步提高，预计将带动 TRT 在钢铁节能环保领域的需求。

以**干式 TRT**为例，国家发展和改革委员会将其作为试点推广案例。

高炉煤气除尘系统由湿法改为干法布袋除尘后，与采用湿法相比，TRT 装置年发电量增加 2156 万 kWh。将高炉煤气热能回收的温度提高 100 摄氏度，压力的利用率提高 60%。煤气质量的改善和运行管理费用的减少，可增加年收入 1435.4 万元。同时因减少高炉修风次数从而每年增加铁产量 7700 吨，年减排二氧化碳 6188 吨(以碳计)。用水量只有湿法的 2%~5%，大量减少湿法除尘过程中产生的污泥和污水。

根据陕鼓 2012 年报显示，随着我国钢铁及化工行业节能环保要求的逐渐提高，给**公司开**

展合同能源管理和工业节能服务业务带来了机会。

我们同时认为，TRT 在原有设备领域已经占有了较高的市场占有率，随着钢铁企业节能减排的压力越来越大，**TRT 设备结合干法除尘业务可以呈现出多样的销售模式**。由于 TRT 能量回收装置单体价格在几千万元，设备投资压力大，而钢铁厂节能环保的需求逐渐提升，合同能源管理可能会有较大的需求。

因此，在钢铁装备领域，我们认为，随着公司在节能减排领域的推进，将可以对冲陕鼓在压缩机设备业务上的下滑。总体陕鼓来自钢铁行业收入下滑的趋势可能是微弱的，甚至钢铁行业的节能减排需求可能会带来一定程度上的增长。

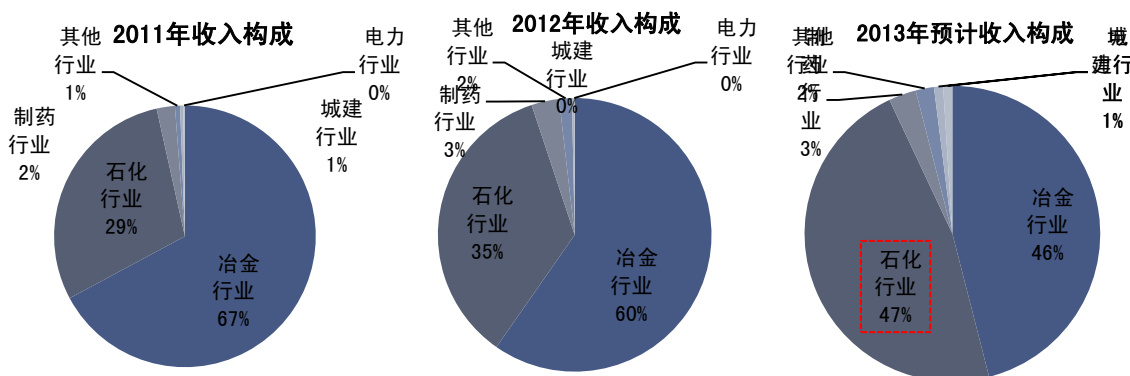
化工领域：做大做强，预计将替代冶金，成为主要收入来源和增长动力

2012 年，陕鼓 82 亿元在手合同订单中，预计已经有超过 50%的比例来自于石化行业。2012 年，公司来自于石化行业的销售收入达 29 亿元，同比增长 40%。石化行业的毛利率由 2011 年的 30.3%上升到 34%。

我们预计陕鼓未来 3 到 5 年，业务将转向石化行业，来自石化行业的收入预计将得到 70% 到 80%。

图 6：我们预计 2013 年，陕鼓销售收入可能有 50%来自于化工行业，未来三到五年，陕鼓动力在化工行业的收入可能会占到 70%到 80%

单位：%



资料来源：公司公告，德邦证券研究所估算

表格 5：2012 年，公司在石化领域的毛利率进一步提升

分产品行业-毛利率	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
冶金行业	32.9%	35.2%	36.4%
石化行业	29.9%	30.3%	34.0%
制药行业	18.8%	36.0%	35.7%
其他行业	18.3%	27.3%	45.3%
城建行业	33.2%	33.2%	-0.7%
电力行业	17.0%	20.5%	31.4%

资料来源：公司公告，

煤化工和石油化工

2012年,陕西省煤炭产量达4.6亿吨,同比增长14.25%,其中省属煤矿产量3.66亿吨,同比增长15.21%,国有重点煤矿产量1.26亿吨,同比增长18.7%。目前,陕西全省有近3亿吨原煤产量销往省外,陕西本省的煤炭转化率偏低。现有的煤化工产品除1,4-丁二醇外,大部分属于初级产品,精细化工发展缓慢。

陕西的煤炭资源不仅储量十分丰富,而且质量优良,属特低硫、特低磷、特低灰、高热量的优质环保煤,为陕西的煤化工发展,奠定了良好的资源条件。目前大型煤制甲醇装置已有多套投产,煤制烯烃和煤制油等一批现代化煤化工项目正在加快推进。延长石油集团靖边180万吨/年甲醇、150万吨/年DCC、60万吨/年烯烃、60万吨/年聚乙烯、60万吨/年聚丙烯及配套装置,陕西煤业化工集团蒲城180万吨甲醇/年配套70万吨/年二代烯烃,及尧矿、神华陶氏、大唐发电、鲁能、徐矿等煤制烯烃项目将在“十二五”期间陆续投产。

根据陕西省石化工业“十二五”发展规划。到“十二五”末,陕西省目标石油化工、煤化工、盐化工三大产业集群的销售收入分别达到4000亿元、2000亿元、300亿元。建立延安和榆林两个千万吨级石油天然气生产基地和20个化工园区。计划“十二五”完成投资7500亿元,预计新增销售收入5000亿元。

陕西省的煤炭和石油化工“十二五”规划的主要目标就是将陕西省现有广泛的煤炭和石油资源在省内进行加工,提高能源资源的产品附加价值。陕西省得天独厚的石油天然气和煤炭资源将给石油化工装备以及煤化工装备带来较大的需求。

陕西省延长石油集团“十二五”发展规划

“十二五”发展目标:规划总投资约2600亿元,继续以石油天然气产业为基础,以油气煤盐综合化工为核心,发展相关配套产业,重点建设靖边、富县、榆横、榆神、延炼“五大工业园区”,以及兴化综合化工、西橡子午线轮胎、高洛氟化工等重大项目。原油产量达到1500万吨(其中,省内1350万吨、省外和国外150万吨);天然气产能100亿立方米;炼油能力2000万吨;原煤产能4000万吨;煤制油300万吨,各类化工产品总量超过1000万吨(其中,烯烃350万吨),实现销售收入2000亿元以上,利润150亿元。

陕西煤业化工集团“十二五”发展规划

“十二五”期间完成投资2000亿元,到2015年,煤炭产能达到2亿吨,转化煤炭约1亿吨,销售收入超过2000亿元,实现利税500亿元,职工年收入平均达到10万元,综合实力进入世界500强、国内50强,奠定陕西在全国的煤炭强省地位。主要煤化工产品:化肥270万吨,焦炭700万吨,油品800万吨,聚氯乙烯110万吨,烯烃75万吨。

焦炉煤气综合利用项目

我国是世界焦炭产量最大的国家,2012年焦炭产量为4.4亿吨,约占世界焦炭总产量的60%,产生的焦炉煤气量巨大。如果按照生产1吨焦炭产生430m³焦炉煤气计算,2012年我国全年焦炉煤气发生量可达1863亿m³,除了其中的40%~45%用于保证焦化炉温外,共富余焦炉煤气1024亿m³,超过西气东输工程的热值总量,有一部分直接燃烧放散到大气中,不仅造成了大量的能源浪费,而且污染了周边环境。

焦炉煤气主要构成成分为氢气(55%~60%)和甲烷(23%~27%),另外还含有少量一氧化碳、二氧化碳、氮气等。焦炉煤气净煤气的热值较高,可达18000kJ·Nm⁻³。

焦炉煤气用途广泛,可以合成天然气,成为我国天然气资源的又一来源。另外,焦炉煤气还可以制甲醇、制氢、用于发电或者生产化肥。焦炉煤气应用前景广阔。

2012年,陕鼓签订了一个府谷恒源焦炉煤气综合利用项目,项目计划利用焦炉煤气生产60万吨/年甲醇、5亿立方米/年LNG,该项目中陕鼓提供了5种6套共计13台压缩机组,包括原

料气离心压缩机2套、甲醇合成循环气离心压缩机1套、混合冷剂离心压缩机组2套、循环氮气离心压缩机1套，其中的LNG混合冷剂离心压缩机组是国内在建项目中最大的国产离心压缩机组之一，折合为140万方/天。

目前，我国天然气气源不多，每年新增的天然气液化工厂数量还比较少，已知的LNG液化工厂项目需求可能在20到30个左右。焦炉煤气制LNG提供了一个新的气源。随着我国天然气需求的快速上升，天然气运输压缩需求的快速增长以及包括煤层气、焦炉煤气或者是页岩气在内的新的天然气气源的出现，预计LNG液化工厂业务将呈现较快增长。

丙烷脱氢：未来5年需求可能将有较大发展

丙烷脱氢制丙烯是丙烷在催化剂的作用下脱氢生成丙烯的工艺。丙烯是仅次于乙烯的重要石油化工基本原料，除合成聚丙烯（PP）外，丙烯还可用于生产聚丙烯腈、丁辛醇、异丙醇、苯酚和丙酮、丙烯酸及其脂类等众多下游产品。随着丙烷脱氢技术趋于成熟，特别是近年来，随着美国页岩气资源开发获得突破，石油气需求被替换，使得获得长期、稳定、相对低廉的丙烷资源成为可能，使丙烷脱氢（PDH）制丙烯项目有较强竞争力。

在丙烯存在供需缺口的情况下，利用丙烷脱氢制丙烯，具备良好的盈利空间。据统计，国内在建的丙烷脱氢产能为638万吨，约占全球新建产能的一半。其中海越股份、东华能源、卫星石化均有在建装置，总产能为60万吨、252万吨、105万吨，集中在2013年底、2014年初投产。

2012年，公司签订了138万吨/年丙烷和混合碳四综合利用项目丙烷脱氢（PDH）装置订单。随着我国丙烷脱氢行业在未来5年较快的发展，公司将有较大机会从中受益。

三、运营板块：以秦风气体为大平台，做大气体业务。秦风未来五年目标收入100亿元有保障

秦风气体给陕鼓带来两个亮点：1）、气体收入较快增长；2）、气体议价能力较好

2012年10月31日，陕鼓秦风气体股份有限公司正式成立。秦风气体的成立，标志着，陕鼓动力在气体业务上的一次重大里程碑。预计未来5年，秦风气体将发展成为专业化、规模化的专业气体运营公司，空分装置总规模将达200万方。实现营业收入100亿元，利税20亿元。预计未来5年，气体业务收入可能会占到陕鼓收入的三分之一。

陕西秦风气体的另外两大股东陕西延长石油（集团）有限责任公司和陕西煤业化工集团有限责任公司（各占秦风气体10%股份）均属于陕西省直属企业。秦风气体虽然是陕鼓动力的子公司，但是其设立的规格已经近乎于陕西省的直属单位，地位可能比陕鼓还高。

预计2016年国内工业气体市场规模将达到1200亿元，年均增长率约为15%。预计陕西及西北地区市场规模可达370亿元。巨大的市场需求为秦风气体提供了广阔的发展空间。

目前市场上可能普遍认为秦风气体成立后，还没有正式的气体项目开始运营，未来的业绩增长带有不确定性。但我们认为，陕鼓动力在12月份将其原先承建的扬州恒润制氧项目（2.7亿元投资，3万+1.5万空分）装入秦风气体可能是一个信号，就是未来陕鼓可能将其自有的气体项目都装入秦风气体这个大平台进行运营，这显然对陕鼓是有极大帮助的。

另外，如果按照陕鼓动力对待扬州恒润的模式，另外两个股东延长石油以及陕西煤业化工集团现有的气体厂，未来也可能以各种形式装入秦风气体，由这个统一的大平台进行运营，实现优势互补、强强共赢。

从增量看未来的设备以及气体项目需求

根据《陕西省“十二五”能源发展规划》，陕西省将发展十大能源工程项目，总投资 9000 亿元。

其中：1、煤油气产能建设工程：以陕北大型煤炭示范基地和关中能源接续地为依托，实施总投资 5000 亿元以上的一大批产能建设项目，建成一批高产高效现代化矿井，实现油田科学高效开发。新增煤炭产能约 2 亿吨、原油产能 1500 万吨、天然气产能 327 亿立方米。（对应陕鼓的 LNG 液化压缩机及配套制冷系统。）如果新增天然气产能全部液化，我们大致估算，约需要 140 万方/天的 LNG 压缩机组近百套，每套 LNG 压缩机组的价格在数千万元左右。

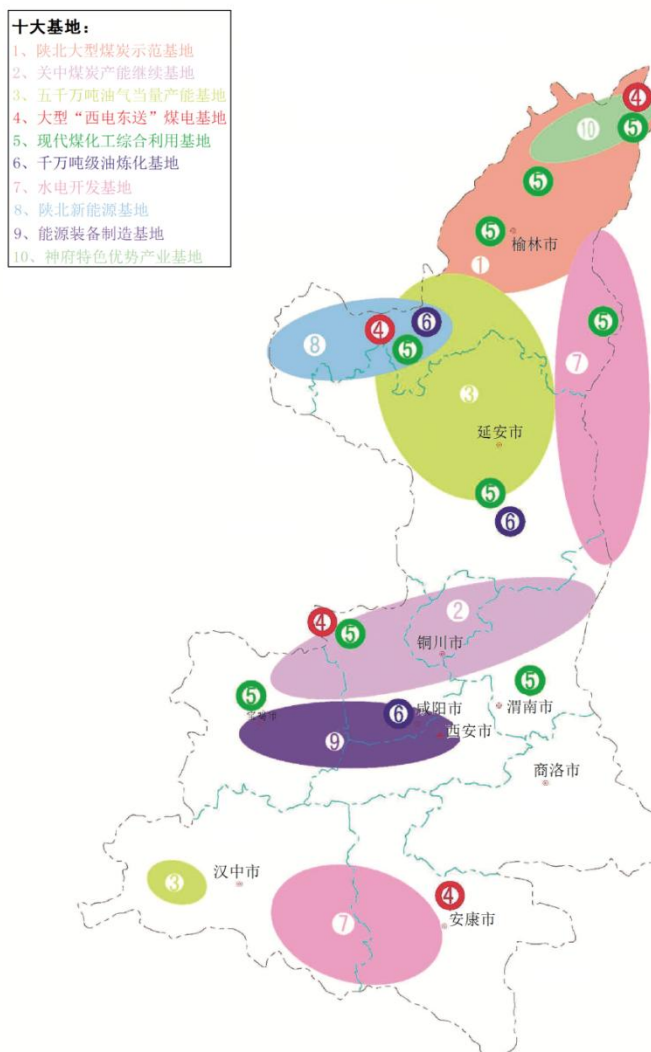
2、神华陶氏榆林循环经济煤炭综合利用工程：一期投资 1052 亿元，引进环氧丙烷 (HPPO)、乙醇胺/乙撑胺、聚醚多元醇、混合二醇醚等 4 套规模化装置，布局建设世界单体最大循环经济煤炭综合利用项目，形成 300 万吨/年煤制甲醇、120 万吨/年甲醇制烯烃产能，延伸加工醇、胺、醚类产品，并进一步向下游精细产品和相关行业发展。（对应陕鼓空分气体项目、压缩机组以及相关工程类业务。）我们估算约可带来数十亿元设备需求，以及几十万方的气体需求。

3、现代煤化工工程：投资 1400 多亿元，重点建设大唐府谷 60 万吨/年煤基烯烃、华电榆横 100 万吨/年煤制芳烃、中煤榆横 120 万吨/年煤制烯烃、陕煤蒲城 70 万吨/年煤制烯烃、徐矿宝鸡 150 万吨/年和陕煤彬长 180 万吨/年甲醇及下游深加工等项目。新增烯烃产能 280 万吨、芳烃 100 万吨，现代综合煤化工产能达到 3000 万吨。（对应陕鼓空分压缩机、空气项目以及相关工程承包类业务）。以 30 万吨对应 1 亿元设备的比例大致估算，按照新增 1000 万吨各类煤化工产能计算，新增加的压缩机设备需求就达几十亿元。如果是交钥匙工程项目的话，新增需求可能超过 100 亿元。还不包括新增气体项目需求。如果按照 60 万吨甲醇需要 8 万空分气体的大致比例估算，新增加的气体需求可能也将达到 100 万方左右。

4、煤油气资源综合利用工程：投资 477 亿元，在靖边和延安综合利用园区建设年产 360 万吨甲醇、200 万吨烯烃及下游深加工产品煤油气资源综合利用项目；在榆林靖边建设煤油共炼示范项目，实现能源资源综合清洁高效利用。（对应陕鼓空分压缩机、空气项目以及相关工程承包类业务。我们大致估算约可带来几十亿元的压缩机设备需求，和 50 万以上的气体项目需求。）

从以上 4 大陕西省的“十二五”能源规划工程来看，约可新增百亿以上的压缩机设备需求，200 万方以上的气体运营项目需求（陕鼓目前已建和在建的气体项目合计约 35 万方）。这还不包括陕西省周边的各大能源建设项目。

图 7：陕西省“十二五”能源发展规划的十大基地



资料来源：《陕西省“十二五”能源发展规划》

单从煤化工角度考虑。陕西省“十二五”能源规划中明确指出，要建设十大煤化工工业园区。形成煤制烯烃、煤制芳烃、煤制醋酸、煤洁净综合利用四大产业链，并向相关深加工产业领域延伸，实现产业发展上下游一体化，建成国家大型现代煤化工基地。

从陕西省总体规划的煤化工的十个基地来看，未来 5 年各类煤化工产品产能约可达到 4800 万吨，保守估计，可为陕鼓带来数百万方的气体增量需求。同时，由于秦风气体由延长石油以及陕西煤业化工集团参股，在气体价格上面应该具备一定优势。我们认为未来秦风气体的毛利率可以得到一定的保证。

表格 6：我们估算，各类煤化工产品的目标产能带来数百万方气体的市场容量。秦风气体占据地域优势和股权优势。

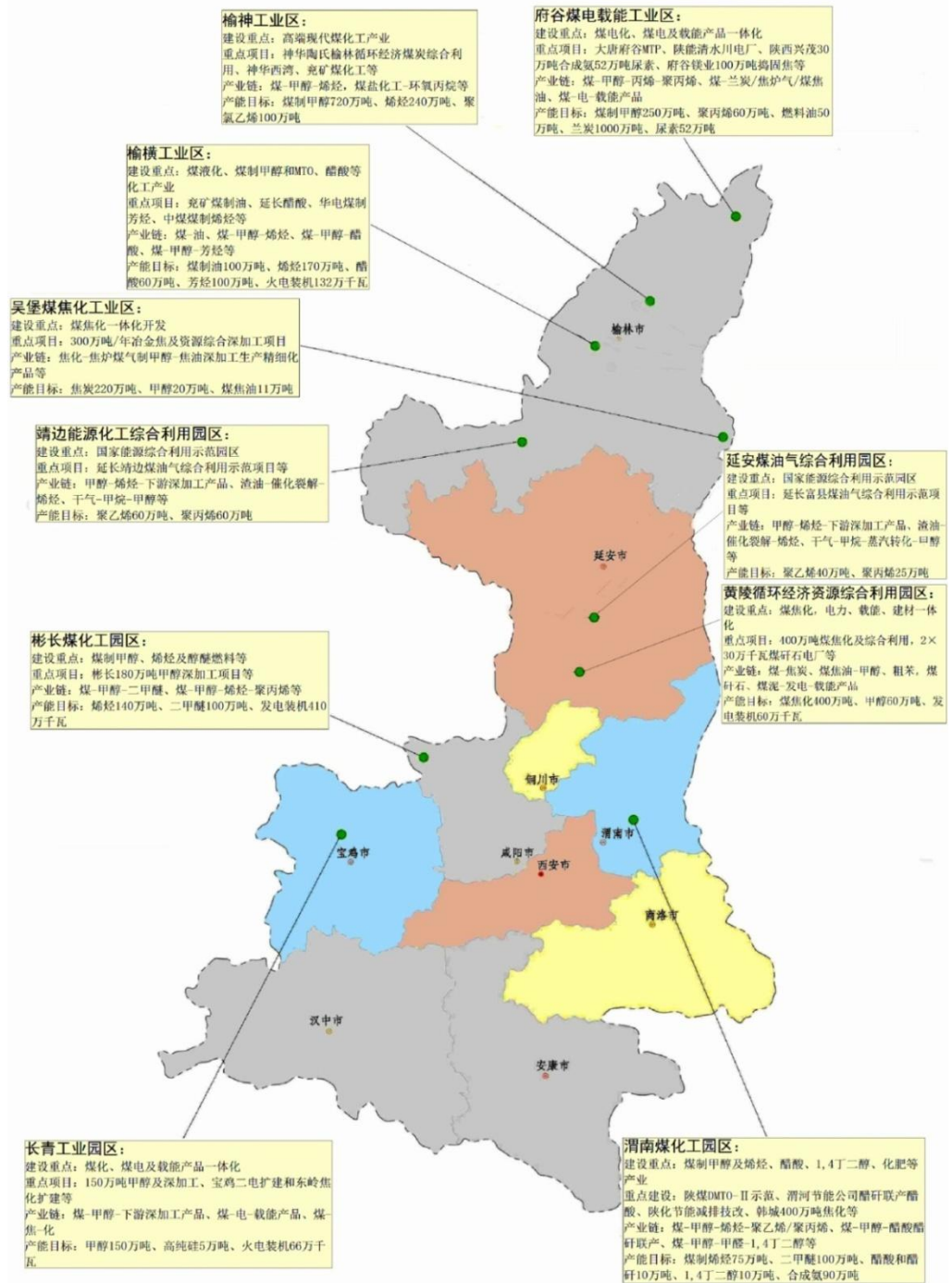
单位：万吨

陕西省规划的十大煤化工工业园	产能目标	各类煤化工产能合计
榆神工业区	煤制甲醇 720 万吨、烯烃 240 万吨、聚氯乙烯 100 万吨	1060
榆横工业区	煤制油 100 万吨、烯烃 170 万吨、醋酸 60 万吨、芳烃 100 万吨、火电装机 132	430
吴堡煤焦化工业区	焦炭 220 万吨、甲醇 20 万吨、煤焦油 11 万吨	251

靖边能源化工综合利用区	聚乙烯 60 万吨、聚丙烯 60 万吨	120
彬长煤化工园区	烯烃 140 万吨、二甲醚 100 万吨、发电装机 410 万千瓦	650
长青工业园区	甲醇 150 万吨、高纯硅 5 万吨、国电装机 66 万千瓦	155
府谷煤电载能工业区	煤质甲醇 250 万吨、聚丙烯 60 万吨、燃料油 50 万吨、兰炭 1000 万吨、尿素	1360
延安煤油气综合利用	聚乙烯 40 万吨、聚丙烯 25 万吨	65
黄陵循环经济资源综合利用园区	煤焦化 400 万吨、甲醇 60 万吨、发电装机 60 万千瓦	460
渭南煤化工园区	煤质烯烃 75 万吨、二甲醚 100 万吨、醋酸和醋酐 10 万吨、1,4 丁二醇 10 万	285

资料来源：《陕西省“十二五”能源发展规划》，德邦证券研究所估算

图 8：陕西省“十二五”能源发展规划的十大煤化工工业园区



资料来源：《陕西省“十二五”能源发展规划》

四、预计 10 万空分压缩机组可能将在 2013 年下半年到 2014 年初完成样机

2013 年 2 月，我国首套国产化 6 万 Nm³/h 等级空分多轴增压机在陕鼓动力试车成功。这是继陕鼓动力 2012 年 10 月 16 日成功进行首套国产化 6 万等级空分压缩机组试车后，在国产化大型空分装置领域主机产品上的又一次重大突破。

根据陕鼓动力的 2012 年 10 月的新闻公告，公司目前正在进行 8 万、10 万 Nm³/h 空分压缩机样机制造，12 万 Nm³/h 等级的空分压缩机组研发工作已完成。按照陕鼓动力的生产周期 6 到 9 个月估算，陕鼓动力 8 万等级空分压缩机大致可能会在 2013 年第二、三季度完成样机生产，并开始试车。10 万等级空分压缩机估算可能会在 2013 年底到 2014 年初完成样机制造和试车。

届时，我国大型煤化工项目将有能力配备国产的空分压缩机组。目前我国 8 万以上等级的空分压缩机组均未能实现国产化。

从国内外主要的 10 万空分压缩机组制造商来看，大都采用轴流加离心双压缩机组的技术。虽然陕鼓动力尚未披露 10 万空分压缩机具体的实施方案，但是可以推算的是，陕鼓在轴流和离心压缩机技术方面都是国内顶尖的。

五、财务情况

陕鼓动力的长期发展趋势——从曼透平过去 15 年的发展看陕鼓未来的长期成长

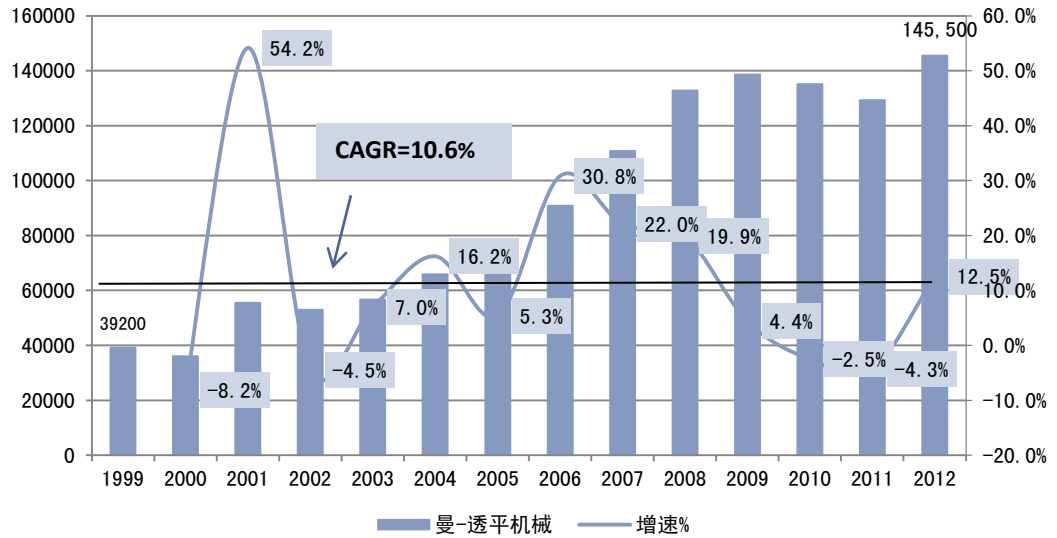
曼集团的透平机械在过去的 10 余年中，在全球的各大发达和发展中国家及地区获得了稳健的增长。2012 年曼透平机械实现收入 14.5 亿欧元，同比增长 12.5%，EBIT 实现 1.65 亿欧元，同比增长 34%。过去的 14 年中，曼集团的透平机械业务收入年化复合增长 10.6%，息税前利润 EBIT 年均复合增长 18.6%，尤其是最近 5 年，其 EBIT 率始终维持在 10%左右。

陕鼓动力 2012 年的财报显示，其 2012 年的 EBIT 率为 17.5%，创下了公司上市以来的新高。从营业利润的角度来看，陕鼓动力的盈利能力高于曼集团的透平机械业务。但我们依然认为，即使陕鼓动力未来 10 年的 EBIT 率下滑到同曼透平的水平，陕鼓动力的估值依然显示较为低估。

图 9：曼的透平机械公司销售收入在过去的 14 年中，由 3.92 亿欧元增长到 2012 年的 14.55 亿欧元，年化复合增速为 10.6%。

曼集团透平机械业务销售收入及增速情况

单位：万欧元

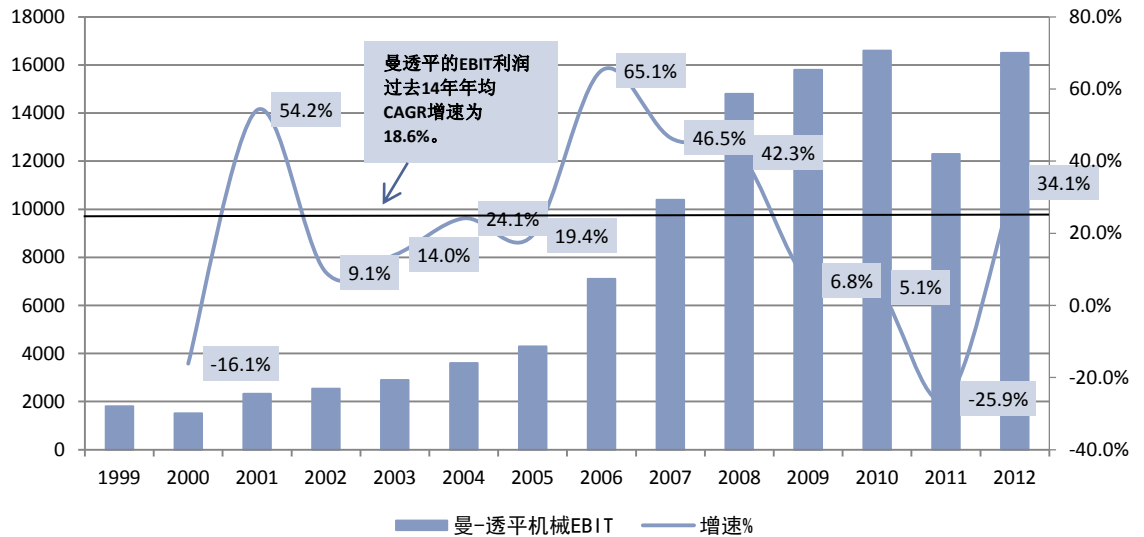


资料来源：曼集团历年年报，德邦证券研究所整理

图 10：从曼集团透平利润增长的角度来看，其息税前利润 EBIT 过去 14 年的年均复合增速为 18.6%

曼集团透平机械业务息税前利润 EBIT 及增速情况

单位：万欧元

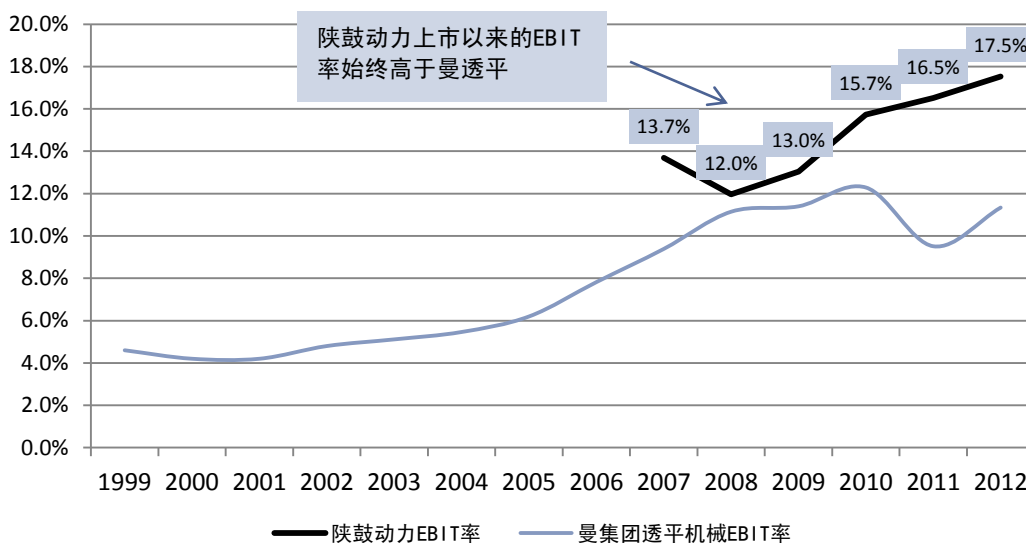


资料来源：曼集团历年年报，德邦证券研究所整理

图 11: 相对于曼的透平机械业务, 陕鼓动力的 EBIT 率始终高于曼透平

陕鼓动力与曼透平历年息税前利润率 (EBIT 率) 比较

单位: %



资料来源: 曼集团历年年报, 陕鼓动力年报, 德邦证券研究所整理

2012年现金流的变化主要由于财务政策的尝试性微调

2012 年陕鼓现金流情况略有下滑, 主要是因为公司 2012 年尝试调整了一些采购的财务政策, 陕鼓希望通过缩短对上游供应商的付款周期, 降低采购成本, 提高毛利率。因此全年来看, 现金流略有变化。但这并非是陕鼓经营情况变化的表现。相反, 陕鼓希望尝试调整部分财务政策, 逐渐使现金流和公司的发展相匹配。

六、估值

我们认为, 曼透平过去 14 年的发展显示透平机械在全球成熟市场依然有较为稳定的增长和回报。为了能反映陕鼓中长期的成长价值, 我们采用 FCF 折现法对陕鼓进行估值。

我们保守假设陕鼓未来 10 年的 EBIT 增速为 15%, 低于曼透平过去 14 年 EBIT 18.6% 的增速。

考虑到未来气体投资业务的产出比可能较陕鼓的设备业务略差, 我们调高了未来陕鼓的资本支出需求。我们预计资本支出为陕鼓新增销售收入的 50%。现金周转天数保守假设为略有下滑。

我们同时假设未来 10 年陕鼓动力的 EBIT 率将会下滑到和曼透平机械 10% 相当的水平。

我们预测陕鼓动力 2013 年到 2015 年的 EPS 为 0.68 元, 0.77 元和 0.87 元。对应的 PE 为 13.3 倍, 11.7 倍和 10.3 倍。维持“买入”评级。

表格 7: 资本支出和经营性运营资本假设

	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	假设
Operating WC/Sales	-30.78%	-36.43%	-50.50%	-54.45%	-39.66%	
Sales/ 固定资产原值	#DIV/0!	3.43	3.81	3.81	2.94	2.00
Adjusted EBIT	46,050	44,519	56,797	82,312	103,257	
EBIT margin%	11.7%	12.3%	13.1%	16.0%	17.1%	
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E-2023E

Operating WC/Sales	-35.0%	-35.0%	-35.0%	-35.0%	-35.0%	-30.0%
EBIT 率%	15.8%	15.9%	15.7%	15.5%	15.3%	8.0%

表格 8: FCFF 折现

公司名称	陕鼓动力		代码		601369		估值方法:		FCFF 折现		单阶段				
总股本(万)	163,877	A 股股价	9.04	流通 A 股	55310	流通 B 股	时间区间:	2013E 至 2023E,		之后永续增长					
分析日期	2013-3-12												2013E-2018E	2018E-2023E	
单位: 万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR	CAGR
Adjusted EBIT	82,312	103,257	105,140	124,548	143,568	165,797	191,800	220,570	245,389	272,692	302,664	335,492	371,358	16.0%	11.0%
- EBIT*tax rate	12,347	15,488	15,771	19,928	22,971	26,528	30,688	35,291	39,262	43,631	48,426	53,679	59,417		
= NOPLAT	69,965	87,768	89,369	104,620	120,597	139,270	161,112	185,279	206,127	229,061	254,238	281,813	311,941	15.7%	11.0%
+ 折旧与摊销	8,729	10,018	13,424	15,474	18,103	21,396	30,710	38,549	48,725	60,562	74,333	90,347	108,953	23.5%	23.1%
- Increase in WC	-88,198	-60,735	-64,929	-75,431	-84,184	-101,022	-63,276	6,250	-64,691	-74,394	-85,554	-98,387	-113,145	-162.6%	-278.5%
- 资本支出	44,639	19,486	28,482	52,475	60,249	74,053	91,247	118,448	137,774	160,298	186,399	216,571	251,406	33.0%	16.2%
= FCFF	122,253	139,035	139,240	143,049	162,635	187,635	163,850	99,130	181,769	203,719	227,725	253,976	282,633	-6.6%	23.3%
%FCFF 增速	-	13.7%	0.1%	2.7%	13.7%	15.4%	-12.7%	-39.5%	83.4%	12.1%	11.8%	11.5%	11.3%		
EBIT 增速%	25.4%	1.8%	18.5%	15.3%	15.5%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	假设陕鼓未来的利润增速在 15%左右	
税率	10.6%	10.6%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%		

永续增长率	2.00%	PV of FCFF	1,217,596
应付债券利率	8.00%	永续值	1,019,518
无风险利率 Rf	3.50%	企业价值 (TEV)	2,237,113
β	0.77	+ 非核心资产价值	353,361
Rm	15.0%	—少数股东权益	10,079
Ke	12.4%	—净债务	4,350
税率	16.0%	总股本价值	2,576,045
Kd	7.1%	股本 (万股)	163877
Ve	1,481,448	DCF 每股价值 (元)	15.72
Vd	4,350.0	目前股价	9.04
WACC	11.1%	潜在回报	73.9%
目标负债率	20%		

*保守估值, 我们假设 2022 年后, 公司永续增长
* Adjusted EBIT 为剥离非经常性损益后 EBIT

Current vs. Exit EV/EBITDA Multiples

2012A EV / EBITDA	11.03
Terminal Value / 2023E EBITDA	2.12

表格 9：即使未来 10 年，陕鼓动力的年化 EBIT 增速下滑到 11%左右，远低于曼透平在成熟市场的利润增速，陕鼓依然具备较高的现金流，折现目标价依然在 11.3 元附近。

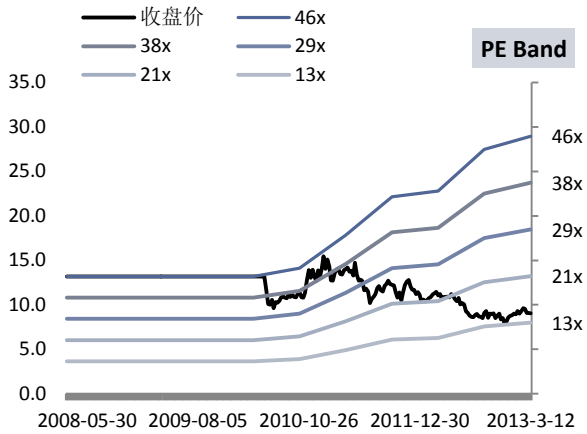
		WACC				
		9.1%	10.1%	11.1%	12.1%	13.1%
未来 10 年 EBIT 增速 CAGR	11.0%	13.7	12.4	11.3	10.5	9.8
	13.5%	16.5	14.7	13.3	12.2	11.3
	16.0%	19.8	17.5	15.7	14.3	13.2
	18.5%	22.8	19.8	17.6	15.8	14.4
	21.0%	26.4	22.7	19.9	17.8	16.0

资料来源：德邦证券研究所估算

表格 10：市场一致

申万三级行业		其它通用机械		Wind 一致													
日期	2013-3-13					其它通用机械											
序号	证券简称	证券代码	收盘价	市值 亿	PE				EPS				PB MRQ	ROE			
					ttm	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015		TTM	2013	2014	2015
1	ST 天一	000908.SZ	7.1	20.0	-37.9	na	na	na	0.00	na	na	na	na	0.0%	na	na	na
2	利欧股份	002131.SZ	9.4	30.0	64.0	36.6	27.3	na	0.00	0.26	0.34	na	2.82	7.4%	7.3%	9.0%	na
3	巨星科技	002444.SZ	11.6	59.0	20.9	16.9	14.2	na	0.00	0.69	0.82	na	2.02	9.6%	11.0%	11.6%	na
4	丰东股份	002530.SZ	6.0	16.1	32.0	24.3	18.5	14.84	0.19	0.25	0.32	0.40	2.57	8.0%	10.0%	11.3%	12.3%
5	新界泵业	002532.SZ	17.4	27.8	32.2	23.8	18.8	na	0.00	0.73	0.93	na	3.10	9.1%	11.7%	13.2%	na
6	山东章鼓	002598.SZ	7.6	23.6	26.9	na	na	na	0.00	na	na	na	3.37	14.2%	na	na	na
7	亿利达	002686.SZ	20.3	18.4	24.8	22.8	18.8	na	0.00	0.89	1.08	na	2.83	9.6%	10.8%	11.5%	na
8	机器人	300024.SZ	32.2	95.9	46.0	31.4	24.0	na	0.0	1.03	1.34	na	6.87	15.2%	18.3%	19.5%	na
9	盛运股份	300090.SZ	22.7	57.8	68.7	27.7	21.9	na	0.0	0.82	1.04	na	5.66	8.4%	14.8%	15.9%	na
10	金通灵	300091.SZ	7.8	16.4	-101.4	na	na	na	0.0	na	na	na	2.05	2.6%	na	na	na
11	华伍股份	300095.SZ	15.7	12.1	44.5	na	na	na	0.0	na	na	na	1.76	3.0%	na	na	na
12	智云股份	300097.SZ	13.1	7.8	231.6	na	na	na	0.0	na	na	na	1.93	0.2%	na	na	na
13	锐奇股份	300126.SZ	8.6	13.1	24.8	15.7	12.8	na	0.0	0.55	0.67	na	1.40	6.9%	8.5%	9.6%	na
14	南方泵业	300145.SZ	21.6	31.0	25.7	19.9	15.4	na	0.0	1.08	1.40	na	2.81	10.9%	12.8%	14.4%	na
15	瑞凌股份	300154.SZ	8.2	18.4	22.0	16.0	13.5	na	0.0	0.51	0.61	na	1.33	7.2%	7.7%	8.7%	na
16	佳士科技	300193.SZ	10.3	22.9	28.0	na	na	na	0.0	na	na	na	1.24	5.2%	na	na	na
17	开山股份	300257.SZ	37.0	105.8	35.2	25.8	20.4	na	0.0	1.44	1.81	na	3.53	10.9%	11.9%	13.3%	na
18	兴源过滤	300266.SZ	16.3	14.6	37.3	29.5	22.8	na	0.0	0.55	0.71	na	2.74	6.9%	8.9%	10.3%	na
19	华昌达	300278.SZ	11.3	19.5	62.3	na	na	na	0.0	na	na	na	3.66	6.9%	na	na	na
20	陕鼓动力	601369.SH	9.0	148.1	14.4	12.8	11.3	10.68	0.6	0.70	0.80	0.85	2.61	18.1%	17.9%	18.1%	17.7%
平均值					46.7	23.3	18.4	12.8	0.4	0.7	0.9	0.6	2.9	0.1	0.1	0.1	0.2

图 12: PE BAND



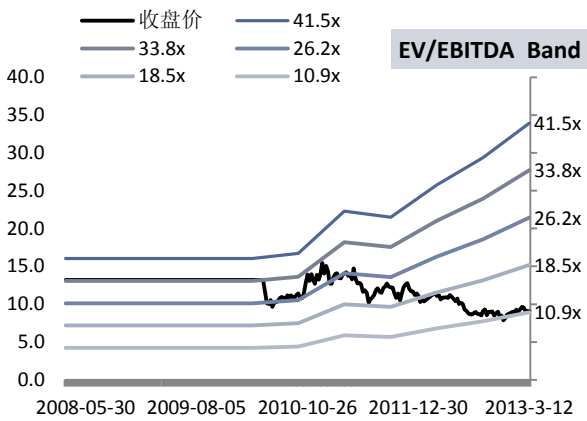
资料来源: 德邦证券研究所

图 13: PB BAND



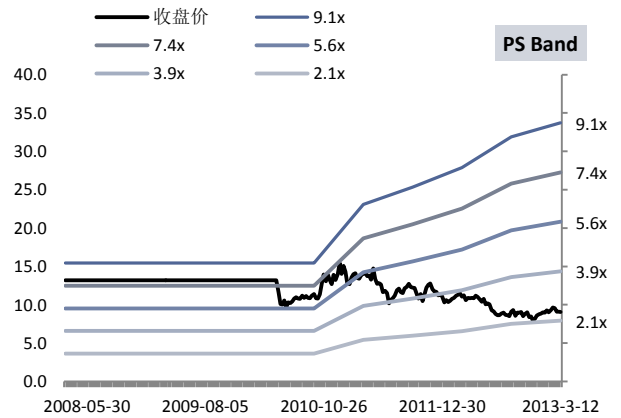
资料来源: 德邦证券研究所

图 14: EV/EBITDA BAND



资料来源: 德邦证券研究所

图 15: PS BAND



资料来源: 德邦证券研究所

表格 11: 盈利预测表

损益表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5150	6042	6646	7851	9157
营业成本	3418	3897	4400	5182	6041
毛利润	1732	2144	2246	2669	3115
<i>毛利润率</i>	33.6%	35.5%	33.8%	34.0%	34.0%
营业税金及附加	38	47	27	32	37
销售费用	183	197	217	256	299
管理费用	776	941	1035	1222	1426
财务费用	(115)	(83)	(125)	(170)	(181)
资产减值损失	33	87	96	113	132
公允价值变动净收益	1	0	0	0	0
投资净收益	116	166	180	200	214
EBIT	851	1059	1056	1339	1529
EBITDA	951	1184	1190	1493	1710
营业利润	933	1121	1176	1415	1616
<i>营业利润率</i>	18.1%	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%
营业内外收支	27.2	26.7	87.8	87.8	87.8
利润总额	961	1148	1244	1503	1704
减: 所得税	128	122	132	241	273
净利润	833	1026	1112	1263	1431
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	833	1026	1112	1263	1431
每股收益 EPS-期末 (元)	0.51	0.63	0.68	0.77	0.87

损益表增速	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
销售收入增速	18.4%	17.3%	10.0%	18.1%	16.6%
EBIT 增速	44.9%	25.4%	-0.3%	26.8%	14.2%
EBITDA 增速	23.2%	24.6%	0.5%	25.5%	14.5%
营业利润增速	43.5%	20.2%	4.9%	20.3%	14.2%
净利润增速	25.3%	23.2%	8.4%	13.5%	13.4%

现金流量表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	833	1026	1112	1263	1431
折旧及摊销	100	125	134	155	181
运营资本增减	426	(700)	649	754	842
其它经营活动产生的现金	(159)	(246)	910	(2022)	(434)
经营活动产生的现金流	1201	205	2806	149	2020
投资收益	111	155	180	180	180
资本支出	(446)	(195)	(285)	(525)	(602)
其他投资产生的现金流	(2205)	11	(258)	(253)	(275)
投资活动产生的现金流	(2541)	(28)	(363)	(598)	(697)
筹资活动产生的现金流	(607)	(414)	(607)	(630)	(701)

资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金以及等价物	3564	3368	5205	4127	4748
应收账款及票据	4743	4620	5033	5775	6590
存货	1501	1807	1867	2199	2564
其他流动资产	2769	2778	1883	3756	4070
流动资产合计	12577	12573	13988	15857	17971
长期投资	125	203	280	353	448
固定资产	812	1404	1565	2332	2870
其他非流动资产	839	591	615	771	900
资产总计	14352	14771	16447	18925	21694
流动负债合计	9050	8866	10002	11840	13872
非流动负债合计	125	135	138	133	139
负债合计	9175	9002	10140	11973	14011
少数股东权益	0.8	100.8	110.2	121.5	134.2
归属母公司权益	5177	5668	6207	6851	7581
权益合计	5177	5769	6317	6973	7716
负债及股东权益合计	14352	14771	16457	18946	21728
总股本 (百万)	1639	1639	1639	1639	1639
每股净资产 BPS(元)	3.16	3.46	3.79	4.18	4.63

其它	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净资产回报率 (%)	16.5%	18.9%	18.7%	19.3%	19.8%
总资产回报率 (%)	6.3%	7.0%	7.1%	7.1%	7.0%
资产负债率 (%)	63.9%	60.9%	61.6%	63.2%	64.5%
ROIC (%)	12.5%	14.4%	11.7%	12.4%	12.6%
WACC(%)	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
存货周转天数	133	155	152	143	144
应收票据及账款周转天	301	283	265	251	246
EBIT 利息保障倍数 (X)	0	0	(8)	(8)	(8)
流动比率	1.39	1.42	1.40	1.34	1.30
速动比率	1.22	1.21	1.21	1.15	1.11
所得税率	13.29	10.61	10.61	16.00	16.00

估值	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
市盈率(X)	22.6	14.4	13.3	11.7	10.3
市净率(X)	3.6	2.6	2.3	2.1	1.9
市销率(X)	3.6	2.4	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA(X)	17.9	11.0	11.0	8.7	7.6
EV/EBIT(X)	20.0	12.3	12.4	9.8	8.5
EV/sales(X)	3.3	2.2	2.0	1.7	1.4
EV/IC(X)	2.4	1.8	1.6	1.4	1.3
股息率 (%)	3.05	0.00	3.87	4.17	4.74

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 $\geq 20\%$

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，也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，我公司就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。