德邦证券 TEBON SECURITIES

机械行业

点评报告

陕鼓动力（601369）

评级：买入　　重申　　维持　　目标价：10.92 元

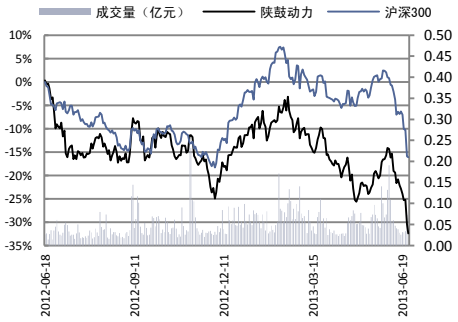
收盘价	6.60
目标价	10.92

基本数据

52 周最低/最高(元)	6.2-10.1
PE ttm	10.76
PB -- ROE(ttm)	2.03 -- 18.88%
EV/EBITDA(x) lyr	8.31
总股本(亿)	16.39
流通 A 股(亿)	16.39
流通 B 股/H 股（亿）	0.00
总市值（亿元）	108.16
流通 A 股市值（亿元）	108.16
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	-25.8%	-22.4%	-30.7%
沪深 300	-17.0%	-11.4%	-11.7%



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以及设备需求》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

《陕鼓动力：节能环保、石化和气体业务预计有较大发展》2013-3-15

蔡奕
S0120513030001
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

管理层及中层骨干增持彰显公司信心

投资要点：

- 公司6月26日晚发布公告称，受到董事长印建安先生、董事李宏安先生、董事、总经理陈党民先生、董事孙继瑞先生、监事会主席杜俊康先生、监事蔺满相先生、高级管理人员叶长青先生、蔡新平先生、李广友先生、赵甲文先生、蔡元明先生以及59名中层骨干通知，通过上海证券交易所证券交易系统买入本公司股票共计1,531,638股。
- 公司11名董事、监事、高级管理人员自2012年6月24日至26日买入公司股票共计708,600股。主要管理层增持股票如下：

序 号	姓名	职务	本次变动前持股数量（股）	本次买入数量（股）	买入平均价格（元）	本次变动后持股数量（股）
1	印建安	董事长	5,520,000	246,500	6.73	5,766,500
2	李宏安	董事	4,188,300	82,200	6.30	4,270,500
3	陈党民	董事总经理	2,901,450	110,000	6.53	3,011,450
4	孙继瑞	董事	2,901,450	58,400	6.84	2,959,850
5	杜俊康	监事会主席	-	20,000	6.70	20,000
6	蔺满相	监事	-	500	6.47	500
7	叶长青	副总经理	1,997,550	48,000	6.54	2,045,550
8	蔡新平	副总经理	1,997,550	50,000	6.75	2,047,550
9	李广友	副总经理	805,575	60,000	6.77	865,575
10	赵甲文	财务总监	515,775	13,000	6.38	528,775
11	蔡元明	董事会秘书 副总经理	-	20,000	6.77	20,000

- 2013年5月2日，公司限售股解禁之后，尚未出现公司管理层减持的行为。此次公司管理层以及中层骨干的增持行为，积极凸显了管理层对公司未来持续稳健成长的信心。
- 近期公司股价受市场对下游冶金以及石化景气度下滑的预期影响，出现了大幅度抛售。我们认为抛售反应过度。陕鼓近期同包括唐钢在内的钢铁企业积极联动，推动包括节能减排以及污水处理在内的环保业务。另外，5月28日，陕鼓发酵行业系统解决方案交流会在西安召开，也彰显出陕鼓在医药领域的积极推进。
- 陕鼓目前PB为2.03倍，ROE为18.8%。我们认为市场对下游景气度下滑的影响已经充分放映在股价上。我们估算目前气体业务ROE在15%左右，如果适当加入杠杆，ROE预计可以到20%以上。公司目前市值108亿元，其中在手现金60亿元。这60亿现金的潜在威力是巨大的。同时，公司目前的长期负债为零，固定资产收益率为73.1%，营运资本为零，具有较强的持续经营能力、可应变能力和潜在成长动力。
- 我们维持对陕鼓动力2013年到2015年EPS的预测，分别为0.63元、0.70元和0.76元，对应的PE为10.3倍、9.3倍和8.5倍。维持买入评级。

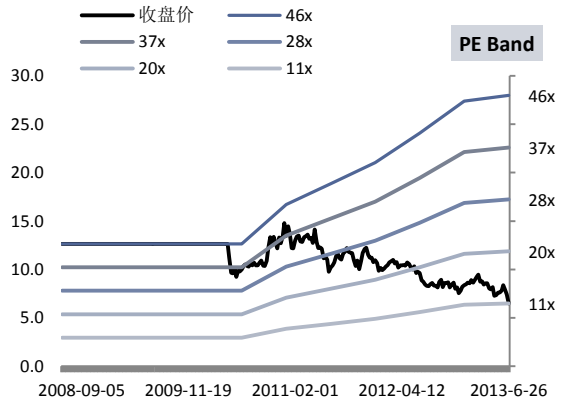
请务必阅读正文后的免责条款部分

主要财务指标						单价:百万元
	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
营业收入	4350	5150	6042	6719	7795	9045
收入增幅(%)	21%	18%	17%	11%	16%	16%
净利润	665	833	1026	1037	1151	1248
净利增幅(%)	44%	25%	23%	1%	11%	8%
毛利率(%)	31%	34%	35%	32%	31%	31%
ROE(%)	17.8%	16.5%	18.9%	18%	18%	18%
期末 EPS(元)	0.63	0.51	0.63	0.63	0.70	0.76
PE(x)	39.1	22.6	14.4	10.3	9.3	8.5
PB(x)	5.3	3.6	2.6	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA(x)	28.4	17.9	11.0	6.4	5.4	4.8

表格 1：收入预测表一

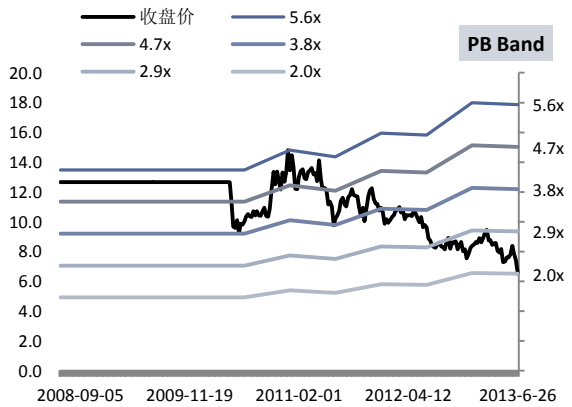
收入	2011-12-31	2012-12-31	2013E	2014E	2015E
能量转换设备	441, 623	504, 752	514, 847	566, 331	622, 965
能量转换系统服务	68, 263	74, 533	81, 986	102, 483	128, 103
能源基础设施运营	1, 420	19, 840	69, 440	104, 159	145, 823
主营业务收入合计	511, 306	599, 124	666, 272	772, 973	896, 891
增速	**2011-12-31**	**2012-12-31**	**2013E**	**2014E**	**2015E**
能量转换设备	#N/A	14. 3%	**2%**	**10%**	**10%**
能量转换系统服务	#N/A	9. 2%	**10%**	**25%**	**25%**
综合增速	#DIV/0!	17. 2%	11. 2%	16. 0%	16. 0%
毛利率	**2011-12-31**	**2012-12-31**	**2013E**	**2014E**	**2015E**
能量转换设备	34. 3%	37. 2%	**35. 0%**	**35. 0%**	**36. 0%**
能量转换系统服务	29. 8%	31. 3%	**28. 0%**	**28. 0%**	**28. 0%**
能源基础设施运营	10. 7%	11. 1%	**11. 1%**	**11. 1%**	**11. 1%**
综合毛利润率	33. 7%	35. 6%	31. 6%	30. 8%	30. 8%

图 1：PE BAND



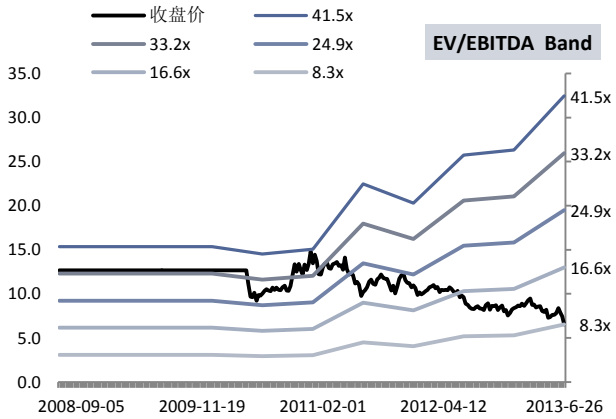
资料来源：德邦证券研究所

图 2：PB BAND



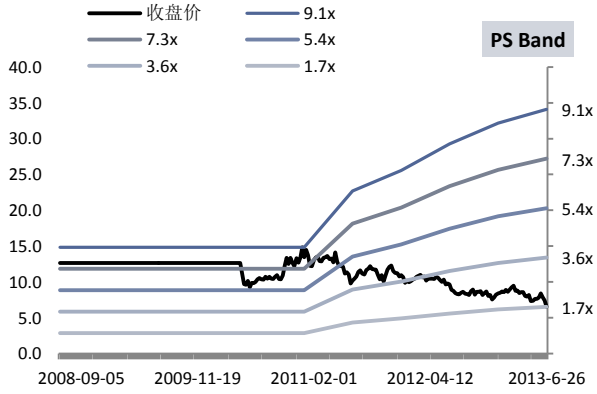
资料来源：德邦证券研究所

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 2：盈利预测表

损益表（百万元）	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	**5150**	**6042**	**6719**	**7795**	**9045**
营业成本	3418	3897	4597	5395	6263
毛利润	1732	2144	2122	2400	2781
毛利润率	*33.6%*	*35.5%*	*31.6%*	*30.8%*	*30.8%*
营业税金及附加	38	47	47	53	61
销售费用	183	197	195	226	262
管理费用	776	941	941	1091	1266
财务费用	(115)	(83)	(109)	(133)	(172)
资产减值损失	33	87	95	110	128
公允价值变动净收益	1	0	0	0	0
投资净收益	116	166	170	197	211
EBIT	851	1059	952	1160	1319
EBITDA	951	1184	1541	1822	2048
营业利润	**933**	**1121**	**1134**	**1261**	**1459**
营业利润率	*18.1%*	*18.6%*	*18.6%*	*18.6%*	*18.6%*
营业内外收支	27.2	26.7	26.7	26.7	26.7
利润总额	961	1148	1160	1288	1486
减：所得税	128	122	123	137	238
净利润	833	1026	1037	1151	1248
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**833**	**1026**	**1037**	**1151**	**1248**
每股收益 EPS-期末（元）	0.51	0.63	0.63	0.70	0.76

损益表增速	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
销售收入增速	18.4%	17.3%	11.2%	16.0%	16.0%
EBIT 增速	44.9%	25.4%	-10.1%	21.9%	13.7%
EBITDA 增速	23.2%	24.6%	30.1%	18.2%	12.5%
营业利润增速	43.5%	20.2%	1.1%	11.2%	15.7%
净利润增速	25.3%	23.2%	1.1%	11.0%	8.4%

现金流量表（百万元）	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	833	1026	1037	1151	1248
折旧及摊销	100	125	589	661	730
运营资本增减	426	(700)	318	762	766
其它经营活动产生的现金	(159)	(246)	441	(1092)	(535)
经营活动产生的现金流	**1201**	**205**	**2385**	**1482**	**2209**
投资收益	111	155	160	160	160
资本支出	(446)	(195)	(743)	(158)	(282)
其他投资产生的现金流	(2205)	11	(210)	(203)	(237)
投资活动产生的现金流	(2541)	(28)	(792)	(201)	(360)
筹资活动产生的现金流	(607)	(414)	(607)	(588)	(628)

资产负债表（百万元）	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金以及等价物	3564	3368	4354	5047	6268
应收账款及票据	4743	4620	5279	5987	6810
存货	1501	1807	2034	2286	2654
其他流动资产	2769	2778	2111	3354	3895
流动资产合计	**12577**	**12573**	**13778**	**16674**	**19627**
长期投资	125	203	252	295	372
固定资产	812	1404	1568	1394	937
其他非流动资产	839	591	859	714	717
资产总计	**14352**	**14771**	**16458**	**18758**	**21352**
流动负债合计	9050	8866	10086	11818	13786
非流动负债合计	125	135	139	132	150
负债合计	**9175**	**9002**	**10225**	**11951**	**13936**
少数股东权益	0.8	100.8	108.9	118.9	129.6
归属母公司权益	**5177**	**5668**	**6132**	**6707**	**7315**
权益合计	5177	5769	6241	6826	7445
负债及股东权益合计	14352	14771	16466	18777	21381
总股本（百万）	1639	1639	1639	1639	1639
每股净资产 BPS(元)	**3.16**	**3.46**	**3.74**	**4.09**	**4.46**

其它	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净资产回报率（%）	16.5%	18.9%	17.6%	17.9%	17.8%
总资产回报率（%）	6.3%	7.0%	6.6%	6.5%	6.2%
资产负债率（%）	63.9%	60.9%	62.1%	63.6%	65.2%
ROIC（%）	12.5%	14.4%	10.5%	11.5%	11.1%
WACC(%)	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
存货周转天数	133	155	152	146	144
应收票据及账款周转天	301	283	269	264	258
EBIT 利息保障倍数（X)	0	0	(9)	(9)	(8)
流动比率	1.39	1.42	1.37	1.41	1.42
速动比率	1.22	1.21	1.16	1.22	1.23
所得税率	13.29	10.61	10.60	10.60	16.00

估值	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
市盈率(X)	22.6	14.4	10.3	9.3	8.5
市净率(X)	3.6	2.6	1.7	1.6	1.4
市销率(X)	3.6	2.4	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(X)	17.9	11.0	6.4	5.4	4.8
EV/EBIT(X)	20.0	12.3	10.3	8.5	7.5
EV/sales(X)	3.3	2.2	1.5	1.3	1.1
EV/IC(X)	2.4	1.8	1.2	1.1	1.0
股息率（%）	3.05	3.88	5.38	5.40	6.00

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。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。