陕鼓动力（601369）：

产品结构转型见端倪，中国制造业升级的典范

2013 年收入、净利润双稳，转型升级稳中有进

陕鼓动力2013年实现收入62.88亿元，同比增长4.08%；实现净利润9.15亿元，同比下降10.72%。2012年以来，在公司既有市场优势较为明显的冶金、石化等行业，受经济环境和宏观调控影响，开始出现整体产能过剩、新增重大装备投资增速放缓等情况。但是公司仍然通过产品结构和下游市场销售策略的调整实现了公司收入的稳定。净利润虽然同比有所下滑，但是由于用户缩进项目资金控制，2013年新增加了计提坏账准备1.35亿元。抛开此项因素，净利润也比较稳定。

而在产品结构方面，能量转换系统服务收入同比增长39%，气体服务收入随着气体项目的投产运营也同比增长120%以上。虽然设备收入仍然是目前公司主营的绝对主力，但是占比正在逐步下降。2013年这一比例已经由2012年的84%降至76%。公司的转型正在稳步前进。

传统产业升级、节能减排需求，双动力订单保障公司稳步升级

冶金和石化行业历来是公司收入的主要来源，金融危机以来我国上述行业都遇到一定的经营困难，尤其是冶金行业面临着严重的产能过剩与需求不足。但是公司在极力扭转这一被动局势，2013年传统重化工工业转型升级中的提升改造市场订货量为322,254.64万元，占公司累计订货量的40.26%。对于冶金等行业面临的环保问题，公司大力推广能量转换领域中的节能环保减排增效市场，2013年订货量为327,486.30万元，占公司累计订货量的40.92%。

“污水处理”加码环保板块发展，进军 LNG 产业

公司与某大型企业集团签订污水处理合同，为国家大力推广的节能减排项目，是公司首次进军冶金行业高炉供水水循环系统的首台首套项目，依托较为成熟的设计技术，对公司日后水处理发展进入净环水领域具有重要意义；同时，公司还与某大型钢铁企业签订了焦化废水深度处理及污水回用工程项目合同。 另外，公司与某公司签订焦炉煤气制LNG（液化天然气）项目，该机组是公司首套在独立的LNG装置中配套的混合冷剂离心压缩机，对于陕鼓动力持续开拓LNG市场具有重要意义。

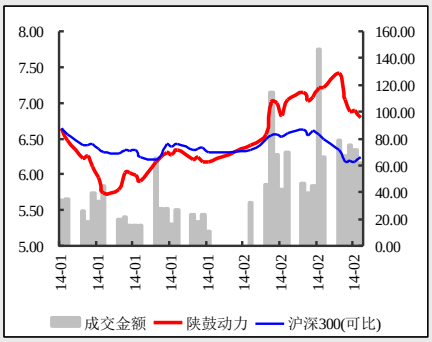
市场结构转型促进公司业绩触底，环保加码再开成长之门

公司在 2011-2012 年时，下游的冶金市场仍然是收入占比最高的

陕鼓动力（601369）

投资评级：推荐（首次）

一年来市场表现 截至 2014/3/4



市场数据 2014/3/4

A股收盘价（元）	7.11
A股一年内最高价（元）	7.58
A股一年内最低价（元）	5.71
上证指数	2056.3
市净率	1.8
流通A股市值（亿元）	110.02

分析师：赵宇
执业证书号：S1490513070002
电话：010-58565124
邮箱：zhaoyu@hrsec.com.cn
联系人：刘宏程
电话：010-58565133
liuhongcheng@hrsec.com.cn

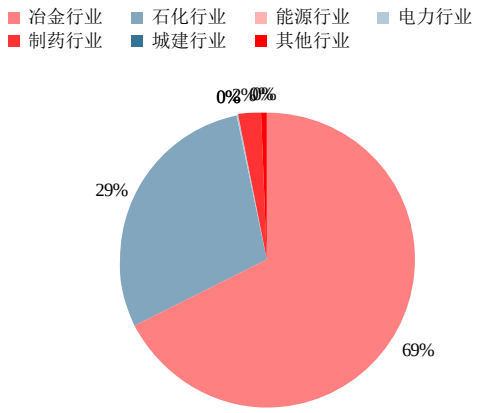
市场，占产品收入的 50%以上。而近年冶金行业饱受下游需求不足和成本提升之痛，所以该市场的投资和设备采购需求在下降，只剩环保和节能升级需求。而公司在经历冶金行业需求减弱的困难之时也在积极寻求其他市场的开拓。石化就是最为明显的，公司 2011 年时石化市场收入只占产品收入的 29.14%，待到 2013 年已经实现反转，超越冶金行业占总收入的 50.42%。我们认为在我国原油进口和炼化领域改革进一步推动和煤化工前景正好的背景下，公司的石化市场会成为支撑公司今后稳健成长的重要支柱。

而水处理和清洁能源领域的介入，将会让公司实现超速发展成为可能。

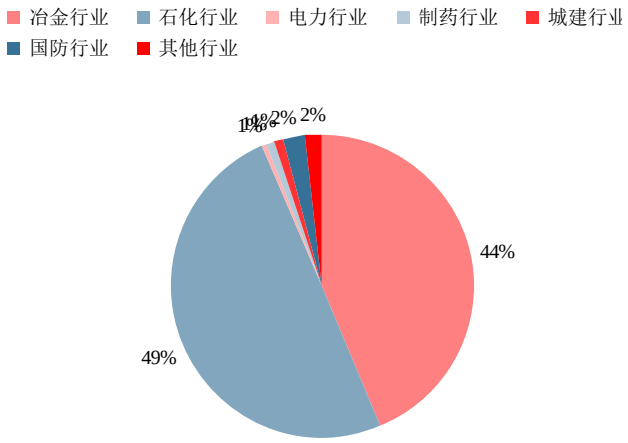
积极关注公司的产品结构变化，给予“推荐”评级

我们预计公司 2014 年将会实现盈利的触底，而在 2015 年和 2016 年迎来触底反弹。预计 2014-2016 年的 EPS 分别为：0.48、0.60、0.77 元。目前对应 2013 年的市盈率 12.7 倍，给予推荐评级。

图表 1：公司 2011 年下游分领域收入占比



图表 2：公司 2013 年下游分领域收入占比



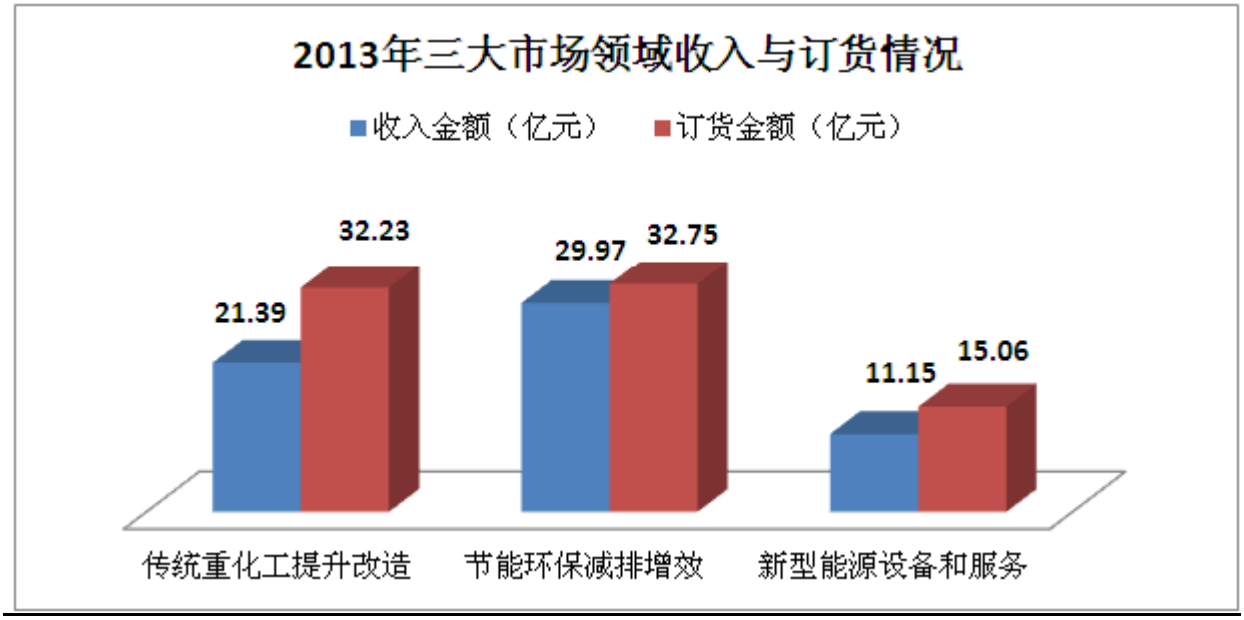
数据来源：公司公告

2014 年经营规划（万元）

营业收入	650,010
营业成本	476,963
期间费用	98,278
利润总额	85,619
净利润	75,024
毛利率	26.62%

数据来源：公司公告

图表 3：2013 年三大市场领域收入与订货情况



资料来源：公司公告

附录 1：财务预测表

资产负债表 单位：百万元

	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	11,994	12,437	15,405	17,494
现金	2,622	1,284	2,735	3,379
应收票据	1,207	1,636	1,917	2,101
应收款项	2,303	2,376	2,606	3,104
其他应收款	12	16	16	18
存货	1,534	1,911	2,345	2,673
其他	4,316	5,214	5,786	6,218
非流动资产	2,623	1,931	1,723	1,450
长期股权投资	169	172	176	180
固定资产	1,519	1,487	1,458	1,404
无形资产	191	217	242	266
其他	745	556	552	572
资产总计	14,617	14,368	17,128	18,944
流动负债	8,014	7,676	9,666	10,573
短期负债	30	0	0	0
应付账款	3,162	1,207	1,421	1,647
预收账款	3,485	4,036	5,486	5,951
其他	1,337	2,433	2,759	2,974
长期负债	320	204	250	319
长期借款	0	0	0	0
其他	320	204	250	319
负债合计	8,333	7,880	9,916	10,892
股本	1,639	1,639	1,639	1,639
资本公积金	1,725	1,725	1,725	1,725
留存收益	2,699	3,248	3,935	4,820
少数股东权益	203	207	211	216
母公司所有者权益	6,081	6,282	7,001	7,836
负债及权益合计	14,617	14,368	17,128	18,944

现金流量表 单位：百万元

经营活动现金流	173	-568	2,049	1,307
净利润	919	787	985	1,270
折旧摊销	176	795	821	846
财务费用	-108	-101	-79	-46
投资收益	-190	-153	-152	-152
营运资金变动	-820	-1,986	399	-643
其他	197	89	76	32
投资活动现金流	-463	-519	-429	-399
资本支出	-390	-380	-287	-258
其他投资	-73	-140	-142	-141
筹资活动现金流	-452	-250	-169	-264
借款变动	-14	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	60	0	0	0
股利分配	-574	-235	-294	-380
其他	76	-15	125	115

数据来源：Wind、华融证券市场研究部

利润表 单位：百万元

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,288.5	6,726.6	7,921.0	9,278.3
营业成本	4,370.0	4,828.9	5,684.5	6,587.9
营业税金及附加	51.2	53.8	63.4	74.2
营业费用	209.1	222.0	261.4	324.7
管理费用	789.3	828.8	895.1	966.7
财务费用	-107.0	-100.9	-79.2	-46.4
资产减值损失	135.0	135.1	108.0	54.0
投资收益	189.1	151.2	151.2	151.2
营业利润	1,029.9	910.2	1,139.1	1,468.3
营业外收入	29.3	0.0	0.0	0.0
营业外支出	-2.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	1,061.1	910.2	1,139.1	1,468.3
所得税	142.6	122.9	153.8	198.2
净利润	918.5	787.3	985.3	1,270.1
少数股东权益	2.9	3.5	4.2	5.0
归属母公司所有者净利润	915.6	783.8	981.1	1,265.1
EPS（元）	0.56	0.48	0.60	0.77

主要财务比率

	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率				
营业收入	4.1%	7.0%	17.8%	17.1%
营业利润	-8.2%	-11.6%	25.1%	28.9%
净利润	-10.5%	-14.3%	25.1%	28.9%
盈利能力				
毛利率	30.5%	28.2%	28.2%	29.0%
净利率	14.6%	11.7%	12.4%	13.7%
ROE	15.1%	11.9%	13.4%	15.5%
ROIC	15.1%	11.9%	14.1%	17.0%
偿债能力				
资产负债率	57.0%	57.5%	58.5%	58.3%
流动比率	1.50	1.81	1.79	1.81
速动比率	0.91	1.20	1.18	1.20
营运能力				
资产周转率	0.43	0.44	0.45	0.48
存货周转率	2.85	2.53	2.42	2.46
应收账款周转率	1.79	1.77	1.78	1.81
每股资料（元）				
每股收益	0.56	0.48	0.60	0.77
每股经营现金	0.11	0.19	0.54	0.68
每股净资产	3.71	4.03	4.45	4.99
每股股利	0.35	0.13	0.14	0.17
估值比率				
PE	12.17	14.22	11.36	8.81
PB	1.83	1.69	1.53	1.36

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推　　荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中　　性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖　　出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

赵宇，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给公司客户有偿使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为公司客户。本报告版权归公司所有。未获得公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询公司的投资顾问。公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。公司及其关联方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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部
地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033）
传真：010－58568159　　网址：**www.hrsec.com.cn**