东兴证券
DONGXING SECURITIES

订单止跌回升，老大开拓万亿分布式能源市场

——陕鼓动力（601369）深度报告

2016 年 11 月 15 日

推荐/维持

陕鼓动力 | 深度报告

郑闵钢
010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com
执业证书编号: S1480510120012
叶盛
010-66554022 yesheng@dxzq.net.cn
任天辉
010-66554037 rentianhui1989@hotmail.com
陈皓
010-66555446 chenhao_@dxzq.net.cn

报告摘要：

- **订单量止跌回升，5 年来首次实现超过 30%增长。**在经过多年订单金额下滑之后，2016 年前三季度公司累计实现订货 48.40 亿元，同比增长 32.10%。由于订货量具有先导性，预计明后年公司营业收入将止跌回升。我们判断行业底部已经确立，未来公司风机业务将逐步走高。
- **二次转型进军万亿分布式能源市场。**公司依托自身优势，首先聚焦于流程工业升级改造、综合能源智能一体化园区建设、垃圾固废处理及生物质发电等分布式能源市场领域。
- **陕鼓动力将有望复制风机的成功经验。**公司在分布式能源市场将有望复制风机行业成功模式，通过为客户解决问题来创造价值。公司将充分利用技术、资金和工程承包的经验优势，灵活采取运营、EPC 总包和设计等多种方式服务客户。
- **分布式能源建设、运营方面已经取得了多项突破。**陕鼓已获得青海某公司热电联产项目、广西某公司节能改造、热电联产等多个项目。同时，陕鼓收购的捷克 EKOL 公司已在埃及、捷克、伊拉克等海外市场实现了多个生物质发电领域的项目突破。
- **经营业绩出色，位列风机行业第一。**公司在轴流压缩机、空分压缩机和工业流程能量回收装置等重大技术装备风机领域占有绝对市场份额，是国内领先的透平机械系统问题解决方案及系统服务的制造商、集成商和服务商。

盈利预测及投资评级。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 37 亿元、43 亿元和 52 亿元，每股收益分别为 0.17 元、0.24 元和 0.29 元，相对应的 PE 分别为 43、30 和 24 倍。我们按照 16 年 50 倍 PE 给予公司 6 个月目标价 8.5 元。截止 2016 年 11 月 14 日，公司股价为 7.41 元。股价存在 20%的上升空间，给予公司“推荐”评级。

财务指标预测

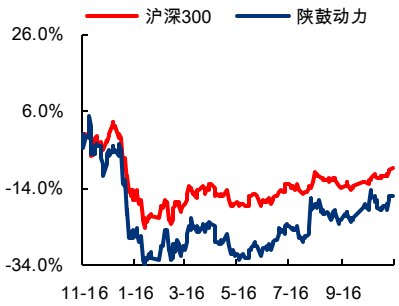
指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	4,860.78	4,221.49	3,683.18	4,295.17	5,182.48
增长率（%）	-22.70%	-13.15%	-12.75%	16.62%	20.66%
净利润（百万元）	531.58	337.26	258.12	371.88	450.50
增长率（%）	-42.13%	-36.55%	-23.47%	44.07%	21.14%
净资产收益率（%）	8.57%	5.87%	4.42%	6.17%	7.21%
每股收益(元)	0.32	0.22	0.17	0.24	0.29
PE	22.28	32.41	42.58	29.55	24.40
PB	1.91	1.91	1.88	1.82	1.76

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	7.41-9.09
总市值（亿元）	121.43
流通市值（亿元）	121.43
总股本/流通 A 股（万股）	163877/163877
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.48

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《陕鼓动力（601369）调研报告：煤化工项目审批重新开闸将为公司带来发展机遇》2012-10-08

目 录

1. 公司是重大技术装备风机龙头 4
1.1 公司是透平机械系统制造商、集成商和服务商 4
1.2 公司实际控制人是西安市国资委 4
1.3 公司经营业绩排名风机行业第一 5
2. 从设备供应商向能量转换系统解决方案商和服务商 6
2.1 公司核心产品国内领先 6
2.2 基于核心能力不断延伸产品线 8
2.2.1 向能量转换系统解决方案商转变 8
2.2.3 进一步向能量基础设施运营商转变 9
2.3 公司订单量止跌回升，实现超过 30%增长 9
3. 二次转型进军分布式能源市场 10
3.1 分布式能源有众多独特优势 10
3.2 分布式能源未来市场空间巨大 11
3.3 公司将通过满足客户需求来创造价值 13
4. 盈利预测及投资评级 13
4.1 盈利预测 13
4.2 投资评级 14

表格目录

表 1:陕鼓动力发展历程 4
表 2: 2015 年底部分董事会及高管持股情况 5
表 3: 2013-2014 陕鼓动力主要产品国内市场占有率 7
表 4:国外分布式能源发展现状 12
表 5: 公司盈利预测表 15

插图目录

图 1:陕鼓动力股权结构图 5
图 2:陕鼓动力 2007-2016H1 经营业绩（亿元） 5
图 3:风机行业前四名营业收入（亿元） 6
图 4:风机行业前四名利润总额（亿元） 6
图 5:公司轴流压缩机产品 6
图 6:公司空分压缩机产品 6
图 7:公司硝酸四合一机组产品 7
图 8:公司高炉煤气能量回收系统（TRT）产品 7
图 9:陕鼓为客户提供个性化的系统解决方案 8
图 10:陕鼓三大业务板块收入图 9
图 11:陕鼓三大业务板块构成图 9
图 12:陕鼓动力历年订货量 10
图 13:陕鼓动力历年订货量、收入及预收账款（亿元） 10
图 14:传统能源和分布式能源对比图 11
图 15:美国分布式能源装机容量（万 KW） 12

1. 公司是重大技术装备风机龙头

1.1 公司是透平机械系统制造商、集成商和服务商

陕鼓动力成立于 1999 年，属于陕鼓集团的控股公司，是一家以透平机械设计和制造为核心的大型装备制造公司。陕鼓动力是为石油、化工、冶金、空分、电力、城建、环保、制药和国防等国民经济支柱产业提供**透平机械系统问题解决方案及系统服务的制造商、集成商和服务商。**

公司从设备制造出发，2003 年开始向用户提供交钥匙工程；2010 年，公司成功在上交所上市，募资资金 16.93 亿元；2015 年，公司收购捷克汽轮机制造商 EKOL 公司 75%的股权；2016 年，公司二次转型进军分布式能源市场。

表 1:陕鼓动力发展历程

年份	事件
2001	公司研发远程故障诊断系统
2003	向用户提供交钥匙工程
2006	公司开始提供融资服务
2009	开始提供气体和污水处理服务
2010	公司在上交所成功上市，发行价为 15.5 元/股（折合现价 23.5 元/股）
2015	公司收购捷克汽轮机制造商 EKOL 公司 75%的股权
2016	公司二次转型进军分布式能源市场

资料来源：公司网站、招股书、东兴证券研究所

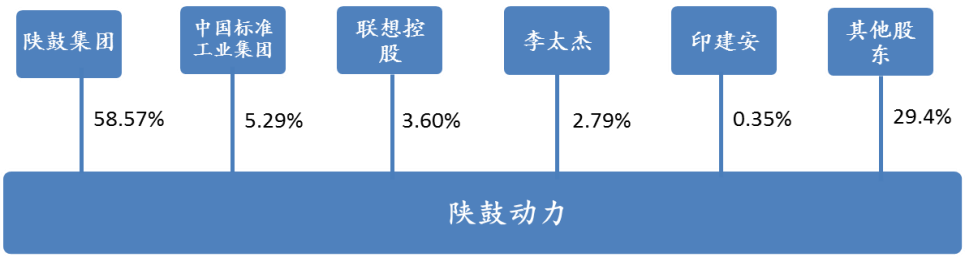
经过多年发展，公司形成了“能量转换设备制造、工业服务、能源基础设施运营”三大业务板块：

- 第一板块能量转换设备制造包括各类透平压缩机、鼓风机、通风机、工业能量回收透平、汽轮机等。其中轴流压缩机、空分压缩机和工业能量回收透平都处于国内领先水平，在国内市场上主要竞争对手都是国外同行；
- 第二板块工业服务包括投资业务、金融业务、能量转换设备全生命周期健康管理服务、EPC 等；
- 第三板块能源基础设施运营包括分布式（可再生）能源智能一体化园区、水务一体化（污水处理）、热电联产、冷热电三联供、垃圾处理、生物质发电以及气体业务等。

1.2 公司实际控制人是西安市国资委

公司控股股东是陕西鼓风机（集团）有限公司，实际控制人是西安市国资委。陕西鼓风机（集团）有限公司持有公司 58.57%的股份，对公司具有绝对的控制力。

图 1:陕鼓动力股权结构图



资料来源：数据来源于公司 2016 年半年报、东兴证券研究所

公司上市前曾做过股权激励。2007 年 9 月至 11 月，公司遴选出 77 名管理层成员及核心技术人员实施股权激励，有效地激励和留住了公司核心人才，使得公司管理层更加关注企业长期发展，为公司创造长期价值。

表 2: 2015 年底部分董事会及高管持股情况

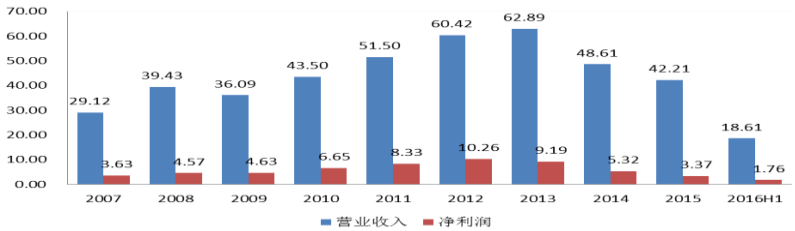
姓名	职务	期末持股数(股)	期末参考持股市值(万元)
印建安	董事长	5,766,500	5,040
李宏安	董事	4,270,500	3,732
陈党民	董事,总经理	3,011,450	2,632
蔡新平	副总经理	2,047,550	1,790
李广友	副总经理	865,575	757
赵甲文	财务总监	528,775	462
王建轩	董事	541,875	474

资料来源：wind、东兴证券研究所

1.3 公司经营业绩排名风机行业第一

经营业绩具有周期性。从 2007 年到 2013 年，公司营业收入从 29.12 亿元增至 62.89 亿元，净利润从 3.63 亿元增至 9.19 亿元。由于整体行业不景气，公司收入之后出现了较大下降。2016 年上半年，公司营业收入 18.61 亿元，同比下降 13.3%，净利润 1.76 亿元，同比下降 7.6%。

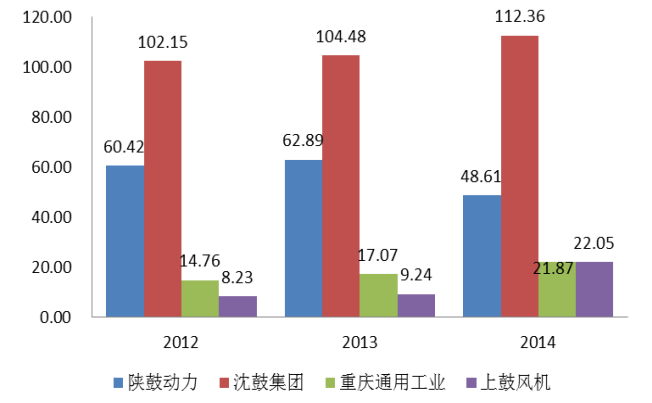
图 2:陕鼓动力 2007-2016H1 经营业绩（亿元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

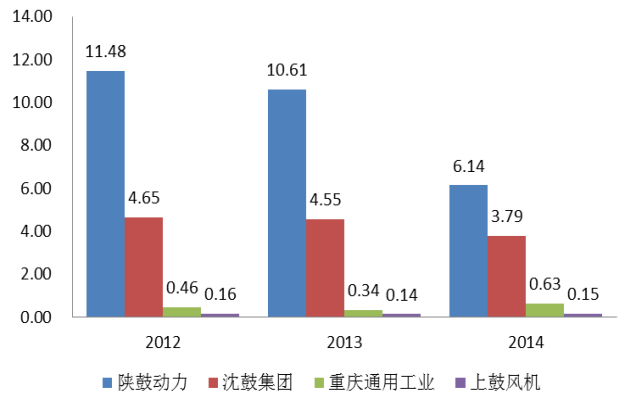
公司净利润连续多年排名行业第一。

图 3:风机行业前四名营业收入（亿元）



资料来源：《风机行业统计年鉴》、公司年报、东兴证券研究所

图 4:风机行业前四名利润总额（亿元）



资料来源：《风机行业统计年鉴》、公司年报、东兴证券研究所

2. 从设备供应商向能量转换系统解决方案商和服务商

2.1 公司核心产品国内领先

在风机行业中，陕鼓动力专注于重大技术装备类风机产品，**主要包括透平压缩机组和工业流程能量回收装置。其中，透平压缩机组主要包括轴流压缩机、空分用压缩机和离心压缩机。**该类风机产品主要应用于冶金、石化等重点建设项目，包括流程工业大型化、新型替代能源和二氧化碳减排等领域。

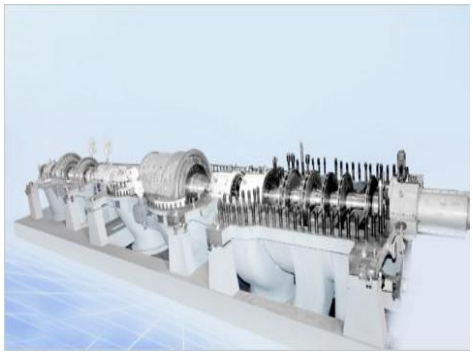
图 5:公司轴流压缩机产品

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 6:公司空分压缩机产品

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 7:公司硝酸四合一机组产品



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 8:公司高炉煤气能量回收系统（TRT）产品

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

公司产品技术含量高，主要竞争对手都是国外公司。重大技术装备类风机技术含量高，结构复杂，制造精度要求高，设计制造的难度大。目前，我国重大技术装备类风机市场中的国内企业主要是陕鼓动力和沈鼓，国内其他企业在该市场所占的份额很小。**公司的主要竞争对手都是国外公司，包括德国曼透平公司、日本三井、美国 GE、德国西门子。**

公司的核心产品在国内市场拥有很高市场份额。根据公司统计，公司轴流压缩机、硝酸三合一机组、硝酸四合一机组和 TRT 产品在国内市场份额都超过 90%，空分压缩机国内市场份额也占据很大优势。

表 3: 2013-2014 陕鼓动力主要产品国内市场占有率

产品型号或装置规模	规模或名称	13 年占有率	14 年占有率
轴流压缩机	所有系列（含 BPRT 中轴流压缩机）	95%	97%
离心压缩机组	空分压缩机组	77%	58%
能量回收透平装置	硝酸三合一机组、硝酸四合一机组	100%	100%
	TRT	93%	94%

资料来源：公司年报、东兴证券研究所

公司利用资本收购加速构建核心竞争力。2015 年，公司收购了捷克 EKOL 公司。EKOL 公司是中东欧地区**中型蒸汽轮机**的主要制造商，能够向客户提供蒸汽轮机生产销售、EPC 工程总包、燃汽轮机维护、锅炉设计等服务。通过此次收购，公司将获得以下积极影响：

- 与公司既有的汽轮机技术形成互补，有利于公司向客户提供更优化的工业压缩机+驱动汽轮机的综合解决方案，提高公司综合竞争力，巩固行业龙头地位。
- 有利于公司多元化市场的拓展，借助 EKOL 海外销售渠道与海外 EPC 工程的经验，提升与强化公司在海外市场的开发能力。
- 有利于公司在全球新兴市场拓展包括生物质发电在内的分布式清洁能源工程市场，与公司战略发展方向及能源产业趋势相符。

- 有利于提升公司在工业服务领域的专业技术能力，积极拓展动力装备系统的运营维护服务市场。

2.2 基于核心能力不断延伸产品线

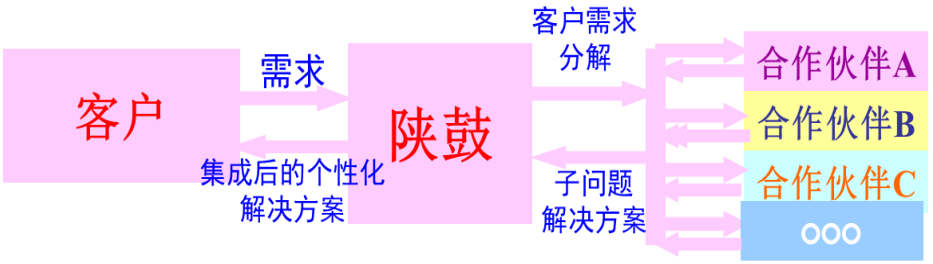
2.2.1 向能量转换系统解决方案商转变

陕鼓提出了**“从单一产品供应商向能量转换系统解决方案商和服务商转变；从产品经营向品牌经营、资本运营转变”的“两个转变”发展战略**。为了更好地满足客户需求，公司基于核心能力不断延伸产品线，致力于更好提供服务。

从 2001 年起，陕鼓的市场角色发生了变化，开始向用户提供个性化、完整的问题解决方案和系统服务。通过推行以下四种基于陕鼓产品的服务，满足客户需求，提高客户效用，陕鼓从此走上了由单机供应商向系统解决方案服务商转变的高端发展之路。

- **为客户提供工程成套服务。**陕鼓所提供的大型鼓风机等设备的安装是一项较复杂的工程，客户企业相关经验不足，往往导致整个过程耗时耗力，效果不显著。陕鼓为客户提供设备成套（包括系统设计、系统设备提供、系统安装调试）和工程承包的全方位服务。既可以解决客户烦恼，又可以扩大市场领域，提高利润空间。
- **提供设备远程诊断服务。**为客户提供设备的远程监控和诊断服务在满足客户需求、赢得客户信赖的同时，可以为陕鼓及时的收集和掌握大量准确、详细的现场机组运行情况的一手信息，能够为提供超前、准确的客户维修改造和备品备件的需求信息。
- **提供专业化维修服务。**陕鼓透平设备大多属于大型的高端技术产品，维修过程复杂，要求较高，而出现故障的概率很低。陕鼓提供专业化维修服务，提高了设备维修的效率，降低了故障带来的成本。另一方面，通过提供专业化维修改造服务，满足客户需求并提高客户满意度。
- **提供备品备件管理服务。**大型透平设备中有些关键的备件，价值较高，更换频率低（可能在企业存放一两年都未使用），从而导致客户的资金积压严重。陕鼓为客户提供备品备件的管理服务，既降低了客户备品备件库存成本，又获得租金及管理费。

图 9:陕鼓为客户提供个性化的系统解决方案



资料来源：网络资料、东兴证券研究所

2.2.3 进一步向能量基础设施运营商转变

在为客户提供工程总承包的基础上，陕鼓又进一步向下游能源基础设施运营延伸。其中，工业气体运营是公司发展的重点，这也是基于公司核心能力的延伸：

- **符合空分设备制造行业发展趋势**。从国际空分设备制造厂商的发展历程来看，林德集团、法液空等均为从空分设备制造商进入工业气体行业的成功企业，向工业气体行业的延伸发展是空分设备制造企业未来发展的重要趋势之一。
- **可以减少经济周期的影响**。陕鼓原有风机业务与下游客户的固定投资投资息息相关，受经济周期影响大。而工业气体业务是工业的“血液”，受经济周期影响较小，且现金流较为平稳，可以有效减少经济周期的影响。

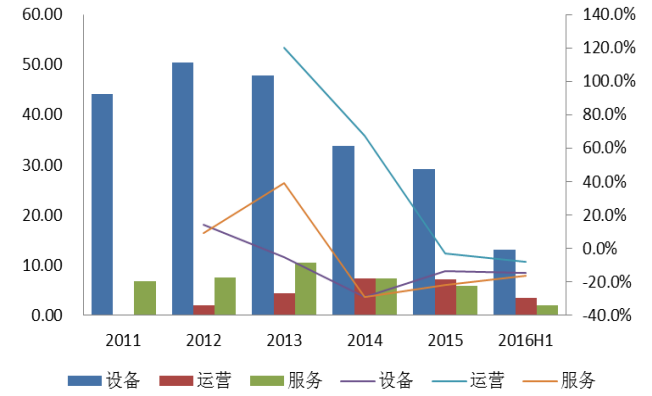
陕鼓动力从 2009 年上半年开始涉足工业气体供送领域。目前，陕鼓已经分别在徐州、唐山、石家庄、渭南、开封、扬州等地投资组建了多家气体公司，客户涉及冶金、化肥、化工等领域。截止 2015 年底，公司已拥有合同供气量 45 万（Nm3/h），已运营合同供气量 29.65 万（Nm3/h）。

2.3 公司订单量止跌回升，实现超过 30%增长

公司始终践行“从单一产品供应商向能量转换系统解决方案商和服务商转变；从产品经营向品牌经营、资本运营转变”的“两个转变”发展战略，紧密围绕“能量转换设备制造、工业服务、能源基础设施运营”的三大业务板块，顺应市场发展趋势，为客户提供全套解决方案、收入结构不断优化，服务与运营已成为公司的主要商业模式。

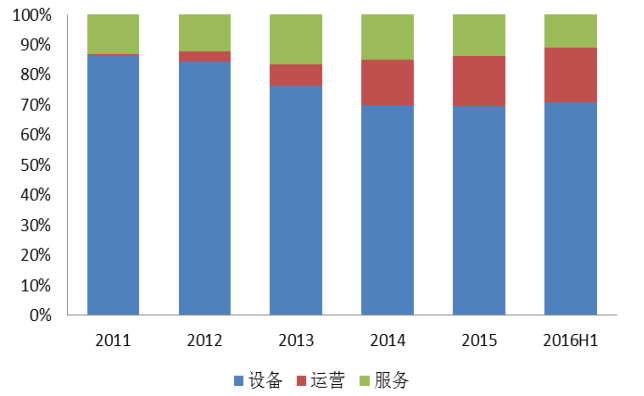
陕鼓三大业务板块收入结构逐渐调整，运营和服务板块收入占比不断增大。二三板块收入占比从 2011 年的 13.6%增长到 2016H1 的 29.3%。而服务和运营板块的订单占比一直在增长。**根据 2016 年 H1 的订单情况来看，二三板块订单占比合计占比已经达到 68%，我们预计公司运营和服务收入占比仍将不断增长。**

图 10:陕鼓三大业务板块收入图



资料来源：wind、东兴证券研究所

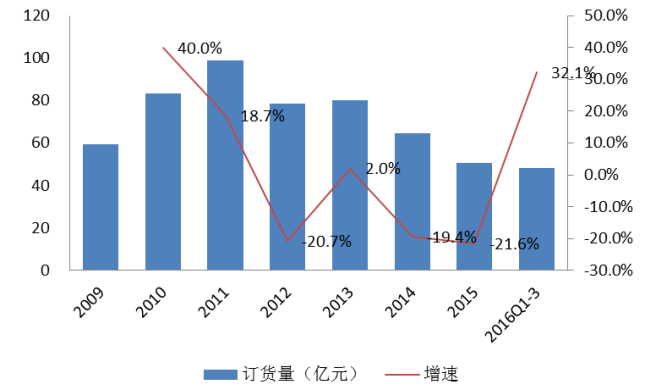
图 11:陕鼓三大业务板块构成图



资料来源：wind、东兴证券研究所

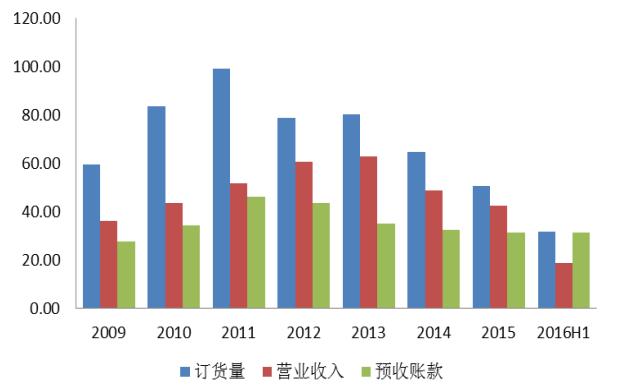
从订货量、收入和预收账款之间的关系来看，订货量和预收账款具有先导作用。2011年，陕鼓动力订货量和预收账款达到了历史高点，随后开始下降。而陕鼓收入在2013年达到历史高点，滞后下降。

图 12:陕鼓动力历年订货量



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

图 13:陕鼓动力历年订货量、收入及预收账款（亿元）



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

值得注意的变化是，公司订货量在2016H1实现了近5年首次实现了两位数的强劲增长。2016年年初至第三季度末，公司累计实现订货48.40亿元，与去年同比增长32.10%。**因此，从订货量和预收账款来看，陕鼓三大板块已经企稳，我们预计从明年起将逐步回升。**

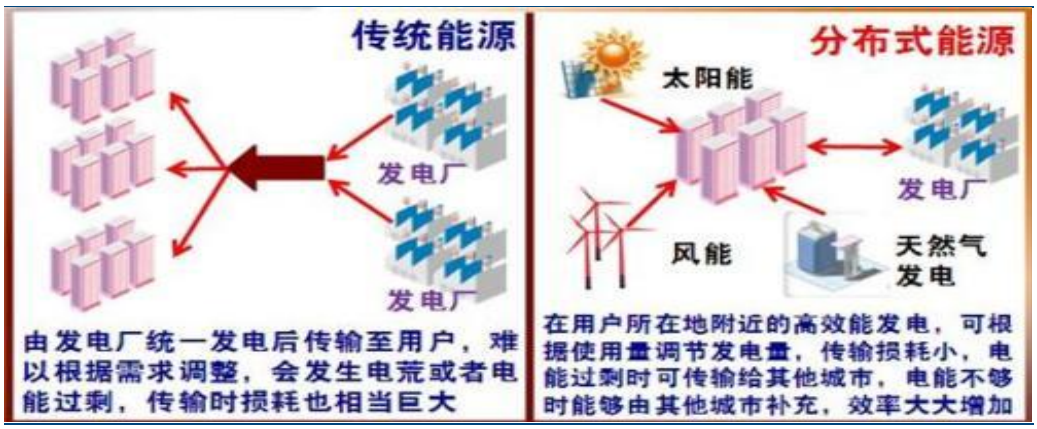
3. 二次转型进军分布式能源市场

3.1 分布式能源有众多独特优势

面对依然严峻的国内外宏观经济环境，公司一方面围绕能量转换领域的产业主线，持续、积极把握产业升级发展契机、强化核心竞争能力。另一方面，公司积极谋划和推进第二次战略转型，进军分布式能源市场。

“分布式能源”是根据区域能源物料的供给特点，通过能源规划及综合利用，提供从供给端能源（供水、暖、冷、电、燃气、工业气体、蒸汽）到排放端（污水、垃圾等）全生命周期一体化综合能源解决方案，集中管理、充分利用当地的太阳能、风能、天然气、地热能、生物质能等可再生清洁能源。

图 14:传统能源和分布式能源对比图



资料来源：网络资料、东兴证券研究所

与传统集中式供能方式相比，分布式能源的优势主要体现在以下几个方面:

- 能量供应安全性与可靠性。分布式能源与用户侧的距离近，不确定性因素少，稳定性高。还能在大电网出现故障的时候，给附近的用户提供电力供应，这在一定程度上提高了电网的安全性。
- 能源利用效率高。目前，传统火力发电中发电效率最高的超超临界机组发电效率也只能达到 50%，如果采用热电联产，能源利用效率可以达到 80%。
- 调整能源结构。目前，在我国发电装机容量中，以煤为燃料的火力发电所占的比例达到了 70%。分布式能源系统燃料特点是以气体燃料为主，可再生能源为辅，充分利用各种资源，包括天然气、煤层气、沼气、生物质、太阳能等等。
- 平衡城市能源负荷峰谷差。因为规模小，相比大型的传统火电厂，分布式能源系统启停更加灵活。另外，在冬季，它通过给用户供暖减轻使用电取暖带来的电力负荷。在夏季，它也可以给用户供冷减轻使用空调制冷带来的电力负荷。
- 环境友好。分布式能源的 SO2 和固体废物排放几乎为 0,CO2 排放量减少 70%以上，NOx 排放量减少 80%,占地面积与耗水量均减少 60%以上。

3.2 分布式能源未来市场空间巨大

分布式能源是从 20 世纪 70 年代末开始最先在美国发展起来的。欧洲分布式能源发展亦较为迅速，如丹麦、荷兰、芬兰等国的分布式供能发电量分别占到国内总发电量的 53%、38%和 38%，远高于世界平均水平。截至 2010 年为止，发展较好的几个国家的分布式能源系统装机容量比例如表 5 所示:

表 4:国外分布式能源发展现状

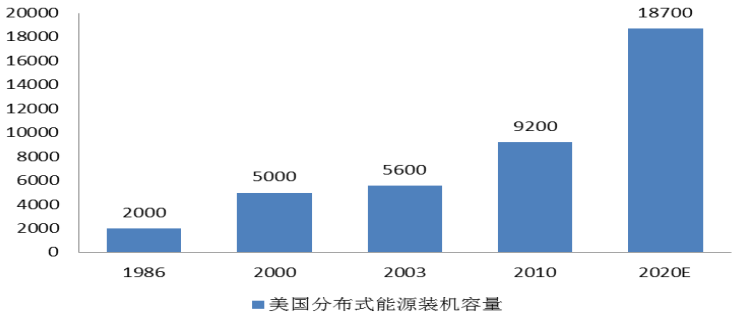
国家	美国	日本	丹麦	荷兰	德国
所占比例	14%	13%	53%	38%	38%

资料来源：《我国分布式能源发展现状与展望》、东兴证券研究所

总体来看，国际分布式能源系统主要以天然气资源为主，风力发电、太阳能光伏发电、生物质能发电等也是分布式能源的重要组成部分；商业、社区和居民用的天然气分布式能源成为发展重点。同时，各国政府对分布式能源推广利用给予了大量的政策、财政、资金、价格等支持，对分布式能源的发展起到了重要的引导作用。

目前，美国已有 6000 多座分布式能源站，包括天然气分布式能源、中小水电、太阳能、风能、生物质能、垃圾发电等。依赖于丰富的天然气资源，天然气分布式能源是美国分布式能源的主要实现形式。早在 2000 年，美国的商业、公共建筑天然气分布式能源站已达约 980 座，总装机容量 490 万 kW；工业用热电联产达到 1016 座，总装机 4550 万 kW。到 2003 年，天然气分布式能源总装机 5600 万 kW，占全美电力装机 7%，发电量占 9％。2010 年，天然气分布式能源总装机容量约为 9200 万 kW，占全国发电量 14％。

图 15:美国分布式能源装机容量（万 KW）



资料来源：《中国华电分布式能源报告》，东兴证券研究所

我国分布式能源的发展始于上个世纪末，比发达国家晚了整整 20 年。1998 年，上海市黄浦区中心医院建成了我国第一个冷、热、电三联供系统，开启了我国分布式能源的发展征程。同年起正式实施的《中华人民共和国节约能源法》也明确指出要“发展热能梯级利用技术，热、电、冷联产技术和热、电、煤气三联供技术，提高热能综合利用率”。

目前，我国分布式能源项目处于发展初期，未来市场空间巨大。2011 年 10 月 13 日，国家发展改革委、财政部、住房城乡建设部、国家能源局联合发布了《关于发展天然气分布式能源的指导意见》，从国家层面吹响了我国分布式能源发展的号角。《意见》指出，“十二五”期间，我国将建设 1000 个天然气分布式能源项目，并拟建 10 个左右各类典型特征的天然气分布式能源示范区域；到 2015 年，我国将研制完成天然气分布式能源主要装备；装机规模一旦达 1000 万千瓦，我国的中小型、微型燃气轮机

等核心装备的自主化率有望达 90%；到 2020 年，在全国规模以上城市推广使用天然气分布式能源系统，装机规模达到 5000 万千瓦。

3.3 公司将通过满足客户需求来创造价值

分布式能源市场范围广泛，市场空间巨大。**陕鼓动力将利用已有优势，聚焦于几个特定方向，然后再逐步推开。**目前，公司努力在**流程工业升级改造、综合能源智能一体化园区建设、垃圾固废处理及生物质发电等**分布式能源市场领域进行产业布局。

未来，公司将跳出风机制造的行业桎梏，迈向万亿规模的分布式市场。在风机行业，公司已经探索出成功的经验模式，不再局限于卖设备，而是致力成为一体化解决方案提供商和服务商。而在分布式能源市场，公司将有望复制这一模式，通过为客户解决问题来体现自身的价值。

从商业模式上，公司将灵活采取运营、EPC 总包和设计等多种方式服务客户。如果客户需要水电气热，公司可以从设计、建设到运营全部由自己承担，为客户提供长期运营服务。如果客户想要自己运营，则公司可以为客户提供定制化的技术、商务和融资一体化解决方案。

从实际进展来看，公司在分布式能源建设、运营方面已经取得了多项突破。目前，公司已获得青海某公司热电联产项目、广西某公司节能改造、热电联产等多个项目，负责相应的投资、建设和运营。同时，EKOL 已在埃及、捷克、伊拉克等海外市场实现了多个生物质发电领域的项目突破。目前，公司已为国内外分布式能源领域提供汽轮机发电装置 40 余套，并形成了金融支撑方案，为市场提供分布式能源的系统解决方案。

而在上游设备供应方面，公司原有压缩机、余热锅炉和收购的 EKOL 的汽轮机能在某些分布式能源项目中使用。而公司也在加快构建核心技术设备能力，一方面积极研发超临界混合工质布雷顿循环发电技术、有机工质朗肯循环 ORC 技术、一体化机技术、高参数中小汽轮机以及生物质能气化技术等，其目标在于为客户提供“量体裁衣”定制化的分布式（可再生）能源系统解决方案；另一方面，公司也希望能够通过并购迅速补齐技术短板，提升公司竞争能力。

4. 盈利预测及投资评级

4.1 盈利预测

目前，行业处于低谷时期，公司收入也逐年下降。而从 2016 年 1-9 月，公司订单量达到 48.40 亿元，与去年同比增长 32.10%，订单增长将在明后年逐步转化为收入增长。同时，公司还在积极拓展分布式能源市场，已获取多个分布式能源项目，收入将逐步落地。

我们预计公司 16-18 年收入分别为 37 亿元、43 亿元和 52 亿元，收入增速分别为-13%、17%和 21%。

4.2 投资评级

公司是国内风机龙头，在轴流压缩机、空分压缩机和工业流程能量回收装置等重大技术装备风机领域占有绝对市场份额。公司从设备制造出发，不断依托核心竞争力拓展产品线，成功从单一产品供应商转变为能量转换系统解决方案商和能源基础设施运营商。目前，公司订单量达到 48.40 亿元，与去年同比增长 32.10%，订单增长将在明后年逐步转化为收入增长。

我们看好公司进军分布式能源市场。公司正在逐步布局，依托强大的资金、技术和运营服务经验，将打开一片新的成长空间。

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 37 亿元、43 亿元和 52 亿元，收入增速分别为-13%、17%和 21%；归属于母公司的净利润分别为 2.74 亿元、3.95 亿元和 4.79 亿元，每股收益分别为 0.17 元、0.24 元和 0.29 元，相对应的 PE 分别为 43、30 和 24 倍。

公司竞争力强，核心业务将企稳回升，进军分布式能源已经有所收获。我们按照 16 年 50 倍 PE 给予公司 6 个月目标价 8.5 元。截止 2016 年 11 月 14 日，公司股价为 7.41 元。股价存在 20%的上升空间，给予公司“推荐”评级。

表 5：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	11740	11382	8004	8142	8389	**营业收入**	4861	4221	3683	4295	5182
货币资金	1388	1098	1117	962	792	**营业成本**	3645	3148	2946	3438	4160
应收账款	2170	2468	555	683	866	营业税金及附加	35	33	28	33	40
其他应收款	11	33	29	33	40	营业费用	172	171	149	174	220
预付款项	977	864	894	928	970	管理费用	560	479	280	326	394
存货	1492	1636	605	706	855	财务费用	-77	-30	-16	-25	-24
其他流动资产	4761	4653	4653	4653	4653	资产减值损失	192.45	334.05	280.00	200.00	150.00
非流动资产合计	2671	3126	2856	3028	3186	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	172	201	201	201	201	投资净收益	244.64	293.41	250.00	250.00	250.00
固定资产	1501	1455	1664	1788	1921	**营业利润**	578	380	266	400	492
无形资产	184	223	206	190	176	营业外收入	38.66	37.99	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	139	86	0	0	0	营业外支出	2.56	13.98	2.00	2.00	2.00
资产总计	14411	14508	10860	11170	11575	**利润总额**	614	404	304	438	530
流动负债合计	7774	7810	4098	4234	4428	所得税	82	67	46	66	79
短期借款	150	420	0	0	0	**净利润**	532	337	258	372	450
应付账款	3171	3320	484	565	684	少数股东损益	8	-21	-16	-23	-28
预收款项	3225	3113	3131	3153	3179	归属母公司净利润	524	359	274	395	479
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	869	779	437	588	696
非流动负债合计	311	322	266	266	266	**EPS（元）**	0.32	0.22	0.17	0.24	0.29
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	8084	8133	4364	4500	4694	**成长能力**					
少数股东权益	212	263	246	223	194	营业收入增长	-22.70%	-13.15%	-12.75%	16.62%	20.66%
实收资本（或股	1639	1639	1639	1639	1639	营业利润增长	-43.91%	-34.18%	-30.13%	50.38%	23.15%
资本公积	1799	1835	1835	1835	1835	归属于母公司净利	-23.47%	44.07%	-23.47%	44.07%	21.14%
未分配利润	1778	1668	1737	1836	1956	**获利能力**					
归属母公司股东	6114	6112	6209	6407	6647	毛利率(%)	25.01%	25.42%	20.02%	19.96%	19.72%
负债和所有者权	14411	14508	10860	11170	11575	净利率(%)	10.94%	7.99%	7.01%	8.66%	8.69%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	3.63%	2.47%	2.53%	3.54%	4.14%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	8.57%	5.87%	4.42%	6.17%	7.21%
经营活动现金流	496	-263	472	353	332	**偿债能力**					
净利润	532	337	258	372	450	资产负债率(%)	56%	56%	40%	40%	\
折旧摊销	368.97	428.88	0.00	193.09	208.47	流动比率	1.51	1.46	1.95	1.92	1.89
财务费用	-77	-30	-16	-25	-24	速动比率	1.32	1.25	1.81	1.76	1.70
应收账款减少	0	0	1913	-128	-184	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	18	21	26	总资产周转率	0.33	0.29	0.29	0.39	0.46
投资活动现金流	-1267	65	132	-336	-286	应收账款周转率	2	2	2	7	7
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.54	1.30	1.94	8.19	8.30
长期股权投资减	0	0	338	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	245	293	250	250	250	每股收益(最新摊	0.32	0.22	0.17	0.24	0.29
筹资活动现金流	-433	-141	-585	-172	-216	每股净现金流(最新	-0.73	-0.21	0.01	-0.09	-0.10
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.73	3.73	3.79	3.91	4.06
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	22.28	32.41	42.58	29.55	24.40
资本公积增加	74	36	0	0	0	P/B	1.91	1.91	1.88	1.82	1.76
现金净增加额	-1204	-339	20	-155	-170	EV/EBITDA	12.01	14.12	24.18	18.24	15.66

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

叶盛

机械行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2 年证券研究经验，2015 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016 年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。