

2017年04月21日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

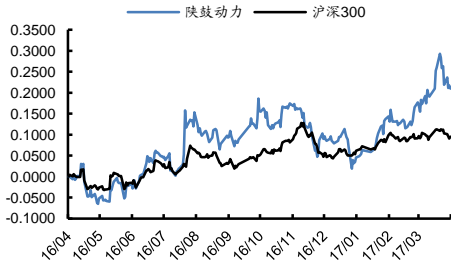
研究所

证券分析师：冯胜 S0350515090001
0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn

订单拐点已现，分布式能源带来成长新逻辑

——陕鼓动力（601369）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
陕鼓动力	2.8	15.7	19.9
沪深300	-0.1	3.2	9.5

市场数据

2017-04-20

当前价格（元）	7.68
52周价格区间（元）	5.98-8.25
总市值（百万）	12585.76
流通市值（百万）	12585.76
总股本（万股）	163877.02
流通股（万股）	163877.02
日均成交额（百万）	51.52
近一月换手（%）	14.03

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 公司是国内轴流压缩机、离心压缩机和能量回收透平装置龙头企业。1) 2014年公司三块业务的市场占有率分别为100%、70%、100%以上，主要应用于冶金、化工等领域，龙头地位无疑。2) 叶轮、轴等高转速设备属于易损耗部件，备品备件市场稳定，且毛利率高。公司通过建立客户备件联盟和签订维保合同的方式提升客户资金效率，巩固长期合作关系，有利于挖掘增量订单。3) 近年来下游领域节能环保、上大压小等政策带动对公司产品的稳健需求。公司主打产品的市场地位突出，客户群体稳定，是公司业绩的“稳定器”。
- 订单与业绩分析：1) 2015年末订单减少，2016年业绩下滑。公司2016年业绩预告显示，营收36.49亿元（YoY -13.55%），归母净利润2.27亿元（YoY -33.96%）。业绩下滑的主要原因：2015年末订单较2014年末减少21.61%；项目延期导致业绩确认推迟；气体公司资产减值计提。公司多数订单回款周期在一年以上，期初在手订单减少，拖累当年度业绩。2) 2016年末订单增长明显，2017年业绩或显著增长。2012年~2015年在手订单分别为98.3、80.0、64.6、50.6亿元，呈下降趋势。公司2016年在手订单为73.64亿元，较上一年度增长45.53%。订单拐点已现，业绩增长可期。
- 分布式能源增量初显，战略转型持续推进公司发展。1) 公司2016年开始落实二次转型，兼顾“两个同心圆”，一是发展传统业务，二是发展分布式能源，聚焦分布式能源产业进行能源供给侧结构创新。2) 强化分布式能源研发创新。公司依托捷克EKOL公司，设立欧洲研发中心，创建分布式能源技术装备创新中心，促进了“压缩机+工业汽轮机”等分布式能源系统解决方案和服务方案能力的提升。3) 分布式能源重大订单频出，先后有三聚环保热电联产3.8亿元订单、大连派思山西CCHP总承包项目、中水电五大连池30MW生物质发电EPC项目等。同时，公司产品和天然气分布式能源契合度高，公司有望受益。中国城市燃气协会分布式能源专委会预计2020年天然气分布式能源装机容量达到2700~3000万千瓦，统计2015年末全国装机1112万千瓦。按单位容量投资800万/MW和设备占比50%测算，十三五期间天然气分布式能源投资带动设备需求约700亿。去年公司始行以分布式能源模式带动传统设备销售增长，转型元年增量初显，后期业绩增长可期。
- 首次覆盖给予公司“增持”评级：预计2016-2018年公司净利润分别为225百万元、401百万元、450百万元，对应EPS分别为0.14元/股、0.24元/股、0.27元/股，按照4月20日收盘价7.68元计算，对应PE分别为

56、31、28 倍。公司在手订单充足，传统产品市场优势地位突出，分布式能源业务有望带给公司成长新逻辑，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧；气体公司经营不善；分布式能源项目执行受阻；行业政策落实不到位。

表1: 公司盈利及估值预测

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	4221	3649	4727	5591
增长率(%)	-13%	-14%	30%	18%
净利润（百万元）	359	225	401	450
增长率(%)	-32%	-37%	78%	12%
摊薄每股收益（元）	0.22	0.14	0.24	0.27
ROE(%)	5.62%	3.43%	5.83%	6.22%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 2: 陕鼓动力盈利预测表

证券代码:	601369.SH				股价:	7.68				投资评级:	日期: 2017/04/20			
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					每股指标									
ROE	5.62%	3.43%	6%	6%	EPS	0.22	0.14	0.24	0.27					
毛利率	25%	22%	24%	24%	BVPS	3.73	3.84	4.04	4.25					
期间费率	15%	16%	16%	17%	估值									
销售净利率	8%	6%	8%	8%	P/E	35.10	55.96	31.38	27.98					
成长能力					P/B	2.06	2.00	1.90	1.80					
收入增长率	-13%	-14%	30%	18%	P/S	2.98	3.45	2.66	2.25					
利润增长率	-32%	-37%	78%	12%										
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E					
总资产周转率	0.29	0.28	0.30	0.32	营业收入	4221	3649	4727	5591					
应收账款周转率	1.38	1.36	1.33	1.31	营业成本	3148	2857	3610	4274					
存货周转率	1.92	1.87	1.83	1.78	营业税金及附加	33	28	36	43					
偿债能力					销售费用	171	133	177	213					
资产负债率	56%	50%	56%	59%	管理费用	479	431	558	660					
流动比	1.46	1.61	1.49	1.45	财务费用	(30)	(11)	2	9					
速动比	1.25	1.37	1.25	1.20	其他费用/(-收入)	(41)	22	97	111					
资产负债表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	380	233	441	503					
现金及现金等价物	1098	2108	1342	1114	营业外净收支	24	30	30	28					
应收款项	3052	2688	3546	4271	利润总额	404	263	471	531					
存货净额	1636	1539	1995	2421	所得税费用	67	38	70	81					
其他流动资产	5596	3936	5663	6687	净利润	337	225	401	450					
流动资产合计	11382	10195	12470	14418	少数股东损益	(21)	0	0	0					
固定资产	1455	1310	1179	1061	归属于母公司净利润	359	225	401	450					
在建工程	405	408	408	408	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E					
无形资产及其他	223	228	231	243	经营活动现金流	(263)	1020	(523)	(46)					
长期股权投资	201	201	201	201	净利润	337	225	401	450					
资产总计	14508	13242	15589	17581	少数股东权益	(21)	0	0	0					
短期借款	420	440	490	570	折旧摊销	217	168	154	141					
应付款项	3997	3267	4305	5155	公允价值变动	0	0	0	0					
预收帐款	3113	2378	3234	3864	营运资金变动	(796)	628	(1078)	(636)					
其他流动负债	281	253	321	380	投资活动现金流	65	85	(69)	(32)					
流动负债合计	7810	6337	8350	9969	资本支出	(226)	143	131	118					
长期借款及应付债券	0	20	25	30	长期投资	(29)	0	0	0					
其他长期负债	322	330	338	346	其他	320	(58)	(200)	(150)					
长期负债合计	322	350	363	376	筹资活动现金流	1208	(5)	(25)	(5)					
负债合计	8133	6687	8713	10345	债务融资	270	40	55	85					
股本	1639	1639	1639	1639	权益融资	0	0	0	0					
股东权益	6375	6555	6876	7236	其它	938	(45)	(80)	(90)					
负债和股东权益总计	14508	13242	15589	17581	现金净增加额	1010	1100	(618)	(83)					

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【机械军工组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3年机械行业实业工作经验，3年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

【分析师承诺】

冯胜，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。