

2017年12月22日

公司研究

评级：买入（上调）

研究所

证券分析师：冯胜 S0350515090001  
0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn  
联系人：熊绍龙 S0350117070020  
xiongsl@ghzq.com.cn  
联系人：王可 S0350117080013  
wangk05@ghzq.com.cn

## 下游行业迎来显著复苏，公司业绩充分受益 ——陕鼓动力（601369）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
陕鼓动力	8.5	4.4	11.1
沪深300	-3.6	6.0	21.8

市场数据 2017-12-21

当前价格（元）	7.52
52周价格区间（元）	6.2-8.25
总市值（百万）	12323.55
流通市值（百万）	12323.55
总股本（万股）	163877.02
流通股（万股）	163877.02
日均成交额（百万）	50.72
近一月换手（%）	21.76

相关报告

《陕鼓动力（601369）事件点评：三季度业绩大幅增长，布局分布式能源发展可期》——  
2017-10-31

《陕鼓动力（601369）动态点评：订单拐点已现，分布式能源带来成长新逻辑》——  
2017-04-21

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：

- **国内透平机械龙头，战略迎来新起点。**公司以透平机械起家，上市后围绕能量转换设备制造、工业服务、能源基础设施运营三大板块深化布局；2016年公司开始推进分布式能源产业，聚焦能源供给侧结构创新。我们认为，2017年公司正迈入新的征程：一方面，公司在业绩、财务、经营三大维度上皆呈现触底反弹之势，业绩有望步入向上通道；另一方面，公司管理层迎来交替，有望为公司带来全新风貌。
- **宏观层面：环保助推+下游复苏，公司发展充分受益。**习近平同志在十九大报告中指出要加快生态文明体制改革，清洁能源产业已成为“十三五”期间的重要发展方向；公司业务具备环保基因，在国家政策持续加码的背景下，公司致力于打造国内优质的清洁能源设备龙头企业，未来有望推动业绩实现长足发展。另一方面，公司传统业务下游的石化、冶金行业和新业务下游的天然气行业正迎来强劲复苏，相关客户在利润修复的驱动下有望进一步增加资本开支，从而引致更多的设备需求，公司发展将充分受益。
- **微观层面：三大优势齐发力，守正出奇助推业绩增长。**公司目前已积累深厚的底蕴：1）技术：公司研发投入占营收比重领先同行，通过长期研发投入已在业内建立起明显的技术优势；2）人才：公司地处西安，人力资源储备丰富，具备完善的工业配套设施；3）资金：公司在手资金超过50亿元，未来有望通过多元化利用发挥最大效益。另一方面，公司积极调整发展思路，一是持续推动工业气体业务布局，2017年上半年在建工业气体项目共6个，合计预算数14.24亿元，预计未来气体收入占比将提升；二是聚焦天然气产业，通过提供基础配套设施以及发展分布式能源，未来天然气业务有望放量。
- **上调公司至“买入”评级。**2016年公司订货量已迎来明显好转，较2015年同比提升45.53%，同时订单结构开始优化，2017年前三季度毛利率最高的能量转换装备订货量同比增长66.29%，未来或将推动公司盈利水平进一步提升。预计公司2017-2019年公司净利润分别为331百万元、473百万元、667百万元，对应EPS分别为0.20元/股、0.29元/股、0.41元/股，按照最新收盘价7.52元计算，对应PE分别为37、26、18倍。公司目前具备“天时、地利、人和”的优渥条件，业绩有望迎来向上拐点，上调公司至“买入”评级。
- **风险提示：**透平机械行业复苏不及预期；公司订单增长不及预期；分布式能源项目执行受阻；环保政策落实不到位；公司能量转化设备增长不及预期。

**公司盈利预测情况**

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3607	3929	4980	6609
增长率(%)	-15%	9%	27%	33%
净利润(百万元)	240	331	476	674
增长率(%)	-33%	38%	44%	42%
摊薄每股收益(元)	0.15	0.20	0.29	0.41
ROE(%)	3.79%	5.04%	6.85%	8.93%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

核心逻辑及投资要点 .....	5
1、国内透平机械龙头，底蕴深厚有望厚积薄发 .....	6
1.1、公司定位：国内透平机械龙头，产品梯队完善 .....	6
1.2、业绩体量：蕴含强者基因，优势与潜力并存 .....	8
1.3、经营状况：盈利能力提升，业绩迎来向上拐点 .....	9
1.4、财务状况：坏账计提充分，历史负担趋于轻量化 .....	10
1.5、公司战略：聚焦“两个同心圆”，战略步入新起点 .....	11
2、环保助推+下游复苏，公司发展充分受益 .....	12
2.1、公司具备环保基因，业绩受益政策加码 .....	12
2.2、下游行业迎来复苏，设备需求有望增加 .....	13
3、三大优势齐发力，守正出奇助推业绩增长 .....	19
3.1、守正：技术+人才+资金，三轮驱动业绩增长 .....	19
3.2、出奇：气体业务焕发新颜，分布式能源有望放量 .....	21
4、盈利预测与评级：上调至“买入”评级 .....	23
5、风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1: 本文逻辑及投资要点 .....	5
图 2: 陕鼓动力 2009-2017Q3 业绩表现 .....	8
图 3: 曼透平 2009-2016 年年业绩走势 .....	9
图 4: 曼透平 2015 年业绩构成 .....	9
图 5: 公司 2017 年 H1 业务构成情况 .....	10
图 6: 公司 2017 年 H1 分产品营收及毛利率 .....	10
图 7: 公司毛利率及净利率变化趋势 .....	10
图 8: 公司期间费用占营收比重变化趋势 .....	10
图 9: 公司 2009-2016 年应收账款变动情况 .....	10
图 10: 公司应收账款账龄结构变化情况 .....	11
图 11: 公司坏账准备计提增加额变化情况 .....	11
图 12: 公司产品战略发展示意图 .....	12
图 13: 2016 年公司分行业营收占比 .....	13
图 14: 2016 年公司分行业营收及毛利率情况 .....	13
图 15: 公司产品在高炉炼铁环节中的应用 .....	14
图 16: 公司产品在尿素生产环节中的应用 .....	14
图 17: 华东地区乙二醇价格走势 (元/吨) .....	14
图 18: 石化行业工业利润总额变化趋势 .....	15
图 19: 我国主要工业气体价格走势 .....	15
图 20: 国内黑色金属冶炼及压延加工业利润总额月度累计值及同比增速 .....	16
图 21: 黑色金属矿采行业利润总额与陕鼓动力收入相关性分析 .....	16
图 22: 我国气改政策进程 .....	18
图 23: 我国天然气表观消费量及增速 .....	18
图 24: 我国进口 LNG 消费量及同比增速 .....	18
图 25: 公司研发费用占营收比重情况 .....	19
图 26: 杭氧股份研发费用占营收比重情况 .....	19
图 27: 公司在手资金变化情况 .....	20
图 28: 我国工业气体行业工业增加值及销售收入增长情况 .....	21
图 29: 螺纹钢市场价格走势 .....	21
图 30: 公司“能源互联岛”方案示意图 .....	23
表 1: 公司主要产品介绍 .....	6
表 2: 陕鼓动力、沈鼓集团指标对比 .....	8
表 3: 2016 年以来我国环保政策梳理 .....	12
表 4: 十三五全国能源消费结构变化情况 .....	17
表 5: 公司近期研发成果 .....	19
表 6: 公司与杭氧股份员工学历构成情况 .....	20
表 7: 2017 年上半年公司工业气体在建工程 .....	22
表 8: 公司 2009-2017Q3 订货量数据 .....	23
表 9: 公司分项业务业绩预测 .....	24
表 10: 公司盈利预测情况 .....	25
表 11: 陕鼓动力盈利预测表 .....	26

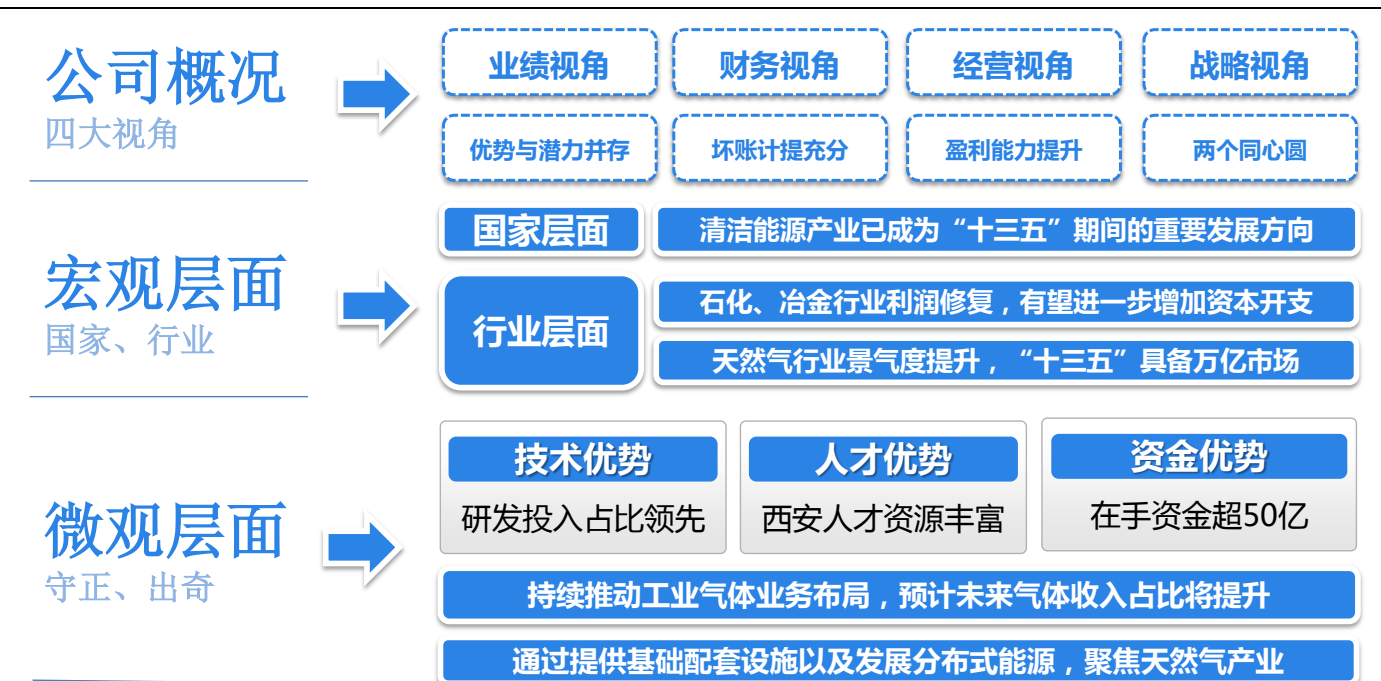
## 核心逻辑及投资要点

本文从公司的基本情况——产品定位、历史业绩、财务指标、经营状况、发展战略出发，并从宏观行业层面以及微观企业层面分析公司面临的发展机遇，最终观点为：2017 年公司正迈入新的征程：一方面，公司在业绩、财务、经营三大维度上皆呈现触底反弹之势，业绩有望步入向上通道；另一方面，公司管理层迎来交替，有望为公司带来全新风貌。

**宏观层面：环保助推+下游复苏，公司发展充分受益。**公司业务具备环保基因，在国家政策持续加码的背景下，公司致力于打造国内优质的清洁能源设备龙头企业，未来有望推动业绩实现长足发展。另一方面，公司传统业务下游的石化、冶金行业和新兴业务下游的天然气行业正迎来强劲复苏，相关客户在利润修复的驱动下有望进一步增加资本开支，从而引致更多的设备需求，公司发展将充分受益。

**微观层面：三大优势齐发力，守正出奇助推业绩增长。**公司目前已积累深厚的底蕴：1) 技术：公司通过长期研发投入已在业内建立起明显的技术优势；2) 人才：地处西安人才资源储备丰富，具备完善的工业配套设施；3) 资金：公司在手资金超过 50 亿元，未来有望通过多元化利用发挥最大效益。另一方面，公司积极调整发展思路，一是持续推动工业气体业务布局，二是聚焦天然气产业。

图 1：本文逻辑及投资要点



资料来源：公司公告、国海证券研究所

# 1、国内透平机械龙头，底蕴深厚有望厚积薄发

## 1.1、公司定位：国内透平机械龙头，产品梯队完善

公司成立于 1999 年，是西安市国资委旗下最大的上市平台，目前已成为国内透平机械龙头。公司产品涵盖离心压缩机、轴流压缩机、能量回收透平装置、离心鼓风机、通风机等五大类、八十多个系列近 2000 个规格。公司以核心设备制造能力为圆心，积极开拓和发展能量转换系统解决方案、工业服务和运营业务；根据 2017 年中报，公司业务分为三大板块：1) 能量转换装备制造板块，产品主要包括离心压缩机、轴流压缩机、高炉煤气能量回收系统（TRT）、硝酸四合一机组等；2) 工业服务板块：业务包括核心设备的 EPC 服务、售后服务及信息管理系统、维修及升级改造服务；3) 能源基础设施运营板块，业务包括水处理、气体运营、园区一体化运营等。

表 1：公司主要产品介绍

产品类别	主要产品	产品简介	产品示意图
	离心压缩机	离心压缩机是在通风机的基础上发展而来，公司从 2002 年开始致力于空分压缩机组的研究，经过 10 余年的潜心研究和发展，已具备自主提供 2-12 万等级空分装置的配套压缩机能力。	
	轴流压缩机	轴流压缩机特点是流量、压力调节范围宽广，各工况点效率高，最高可达 90% 以上，目前广泛应用于冶金、石化、化工、风洞实验、电站、制药等领域。	
能量转换装备制造	高炉煤气能量回收系统（TRT）	TRT 是应用于冶金企业的一种高效节能装置，它是利用高炉冶炼排放出的具有一定压力能的炉顶煤气，使煤气通过透平膨胀机做功，将其转化为机械能，驱动发电机发电或驱动其它装置的一种二次能量回收装置。	
	汽轮机	公司与国内外有关大专院校及科研院所密切合作，开发出新一代的叶片型和热力计算程序，其内效率比同类汽轮机提高 2% 以上，产品广泛应用于石化、电力、建材、轻工、冶金等行业。	

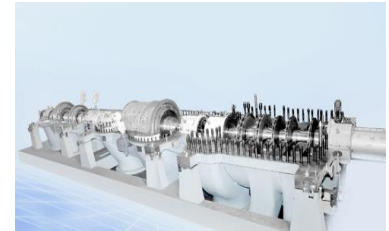
BPRT 机组

公司创造性地开发研制出 TRT 和高炉鼓风机同轴系的高炉能量回收机组，简称 BPRT。BPRT 机组将 TRT 和鼓风机作为同一系统来设计，使 TRT 原有的发电系统简化合并，取消发电机及发电系统，整合了自控系统、润滑油系统、动力油系统等。



PTA 机组

PTA 装置就是利用压缩机组向反应器提供大量的空气来作为氧气原料，最终生产成 PTA 产品；公司 PTA 机组已具备自主知识产权，并在煤化工、空分领域取得业绩。



硝酸四合一机组

硝酸“四合一”机组由公司自主研发，是世界上先进的双加压法硝酸生产工艺中向系统提供能量和从系统回收能量的核心设备，主要由轴流压缩机、NOx 压缩机、硝酸尾气透平膨胀机和汽轮机组组成。



EPC 产业

公司具备工业流程领域、节能环保等工程的大型能量转换装备及其流程技术的科研开发、工程设计、工程技术咨询、能效分析、技术支持和工程总承包能力。



工业服务  
板块

服务产业

主要包括信息管理系统、透平设备系统服务、专业化维修及升级改造服务、备品备件服务等服务。



水处理业务

公司与西安建筑科技大学联合组建了“陕西省污水处理与资源化工程技术研究中心”和“陕西省环境保护污水再生利用工程技术中心”，能够为用户提供水处理与资源化再生利用的项目咨询、技术研发、工程设计和运行管理等全过程、高品质的一体化服务。



能源基础  
设施运营  
板块

气体业务

公司从 2009 年上半年开始涉足工业气体供应领域，目前具备专业的核心设备设计制造能力、全方位一站式系统服务、丰富的项目管理经验、设备远程故障诊断及维护技术、广泛的客户资源。

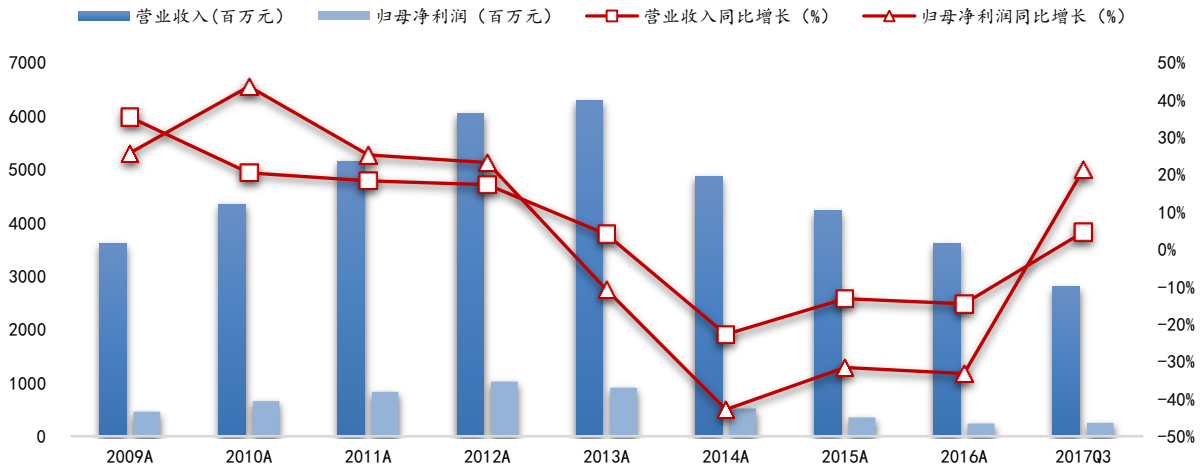


资料来源：公司官网、公司公告、国海证券研究所

## 1.2、业绩体量：蕴含强者基因，优势与潜力并存

公司历史业绩呈现“倒 U 型”趋势，峰值为 2012 年，期内实现营收 60.42 亿元，实现归母净利润 10.26 亿元。

图 2：陕鼓动力 2009-2017Q3 业绩表现



资料来源：公司公告、国海证券研究所

### ➤ 纵向比较：目前公司业绩处于历史低位

2012 年后，受行业低迷等因素影响，公司业绩持续下滑。截止到 2016 年底，公司营业收入为 36.07 亿元，仅为 2012 年的 59.70%；归母净利润为 2.23 亿元，仅为 2012 年的 21.73%。

虽然公司当前业绩处于低谷，但在行业马太效应持续提升的背景下，公司作为细分领域龙头发展有望充分受益。

### ➤ 横向比较：业绩体量优势明显，发展存在增量空间

**对标国内：公司盈利能力占优。**公司国内主要竞争对手为沈鼓集团。与沈鼓集团相比，公司资产规模略低，但盈利能力更优。截止到 2016 年年底，沈鼓集团资产总额为 174.78 亿元，公司资产规模总额为 146.47 亿元。但从盈利能力上看，在行业景气度较高的 2011-2012 年，沈鼓集团营收规模为 66-70 亿元，但归母净利润均不足 3 亿元，与公司差距明显。此外，沈鼓集团因 IPO 终止未能登陆资本市场，在市场影响力以及融资能力上较公司仍有欠缺。

表 2：陕鼓动力、沈鼓集团指标对比

公司名称	2016 年资产规模	历史最高营收/年份	历史最高归母净利润/年份	市值
陕鼓动力	146.47 亿	62.89 亿 (2013)	10.42 亿 (2012)	123 亿
沈鼓集团	174.78 亿	69.88 亿 (2012)	2.98 亿 (2011)	未上市

资料来源：公司公告、国海证券研究所 注：市值数据统计日期为 2017 年 12 月 21 日



**对标国外:公司发展存在增量空间。**公司国际竞争对手主要包括曼透平、西门子、GE 等公司，考虑到业务对比的一致性，重点选取曼透平进行分析。

曼透平 (MANTURBO) 公司隶属于德国曼集团 (ManAG) 公司，以生产透平机械为主。曼集团成立于 1758 年，总部位于德国慕尼黑，是世界 500 强之一，于 2011 年 7 月被大众集团收购。截止到 2016 年年底，曼集团共有员工 5.38 万人，已在全球 14 个国家建立生产网点，实现营业收入 136 亿欧元，实现营业利润 2.04 亿欧元。

从业绩上看，曼透平 2016 年实现营业收入 31.13 亿欧元，同比下降 5.81%，实现营业利润 1.26 亿欧元，同比下降 41.67%。从收入构成来看，曼透平公司业务分为三大板块：船用大缸柴油发动机、电站用大缸柴油发动机、透平机械，2015 年分别占营收比重为 48.53%、14.46%、37.01%。

图 3: 曼透平 2009-2016 年年业绩走势

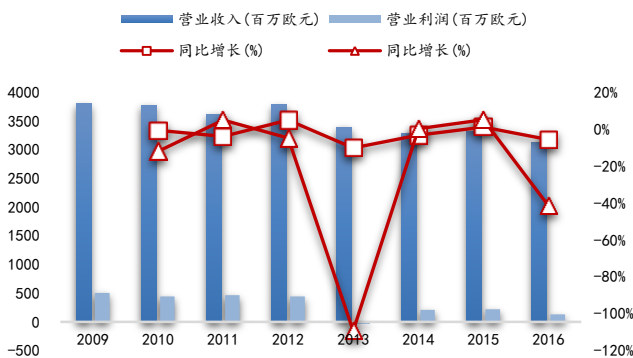
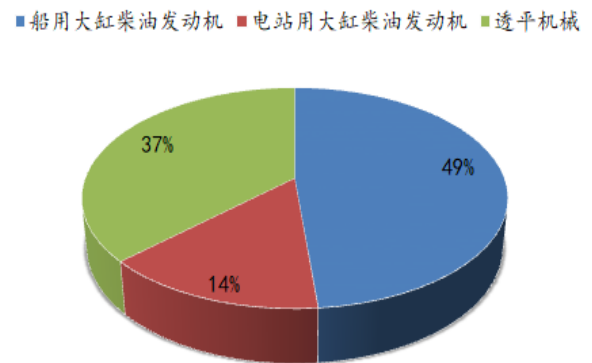


图 4: 曼透平 2015 年业绩构成



资料来源: MAN.F 年报、国海证券研究所

资料来源: MAN.F 年报、国海证券研究所

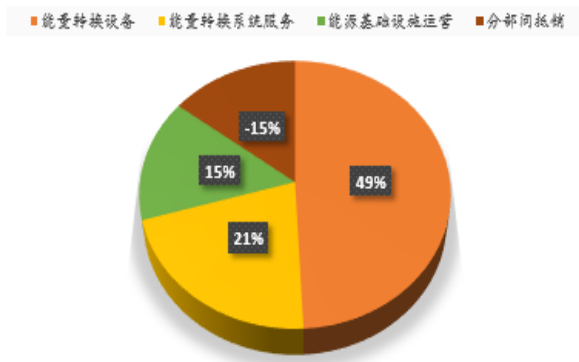
公司 2016 年营业收入为 36 亿元，而曼透平透平机械业务 2015 年实现营收 91 亿元，曼透平 2016 年整体营收为 239 亿元，公司与世界一流企业仍存在差距。目前公司已成为国内细分领域龙头，随着“一带一路”战略的推进，公司发展的全球化步伐有望加快，将为业绩提供增量空间。

### 1.3、经营状况: 盈利能力提升, 业绩迎来向上拐点

公司 2017 年前三季度实现营业收入 28.02 亿元，同比增长 4.67%；实现归母净利润 2.52 亿元，同比增长 21.32%。其中公司第三季度营收同比增长 33.47%，较一、二季度营收-22.49%、9.49%的同比增长水平大幅改善；第三季度实现归母净利润 1.21 亿元，同比增长 324.56%，业绩迎来明显拐点。

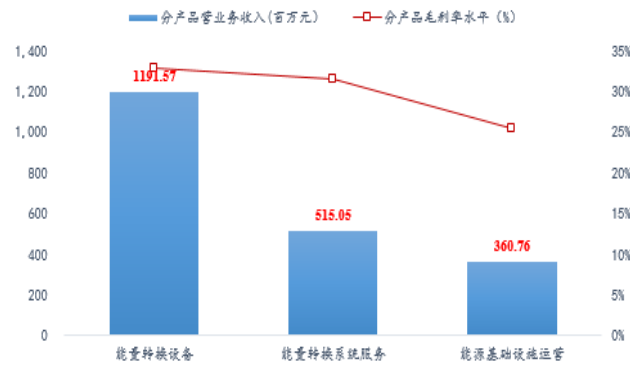
从盈利能力指标上看，公司 2017 年前三季度净利率为 9.26%，较 2016 年底增加 3.11 个百分点；管理费用占营收比重为 11.29%，较 2016 年年底下降 1.39 个百分点，皆呈现明显复苏态势。但与业绩历史高位对比，公司仍有较大提升空间。从分产品业绩来看，2017 年上半年公司能量转换设备业务实现营业收入 11.92 亿元，毛利率为 32.82%；工业服务业务实现营业收入 5.15 亿元，毛利率为 31.44%；能源基础设施运营业务实现营业收入 3.61 亿元，毛利率为 25.43%。

图 5: 公司 2017 年 H1 业务构成情况



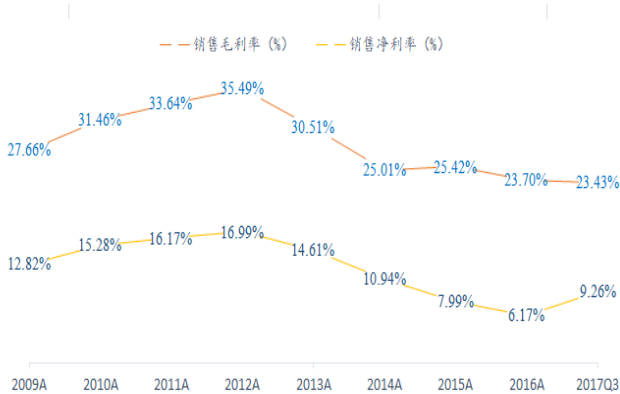
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 6: 公司 2017 年 H1 分产品营收及毛利率



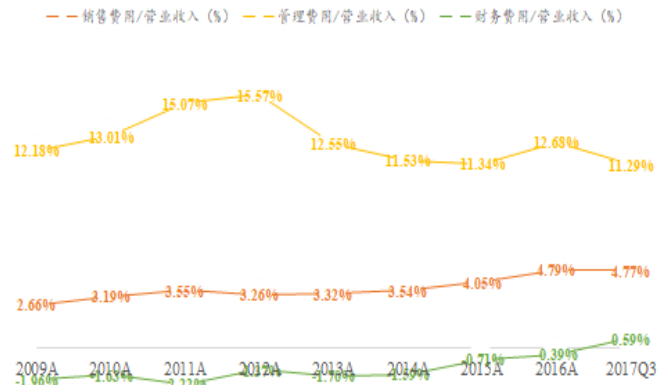
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 7: 公司毛利率及净利率变化趋势



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 8: 公司期间费用占营收比重变化趋势

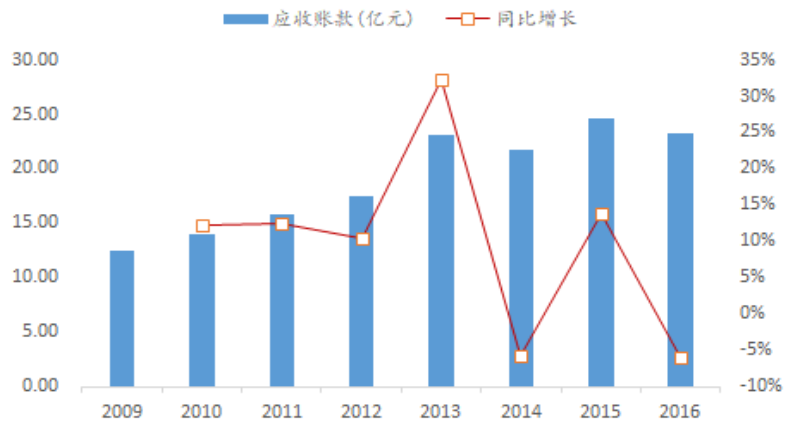


资料来源: 公司公告、国海证券研究所

## 1.4、财务状况: 坏账计提充分, 历史负担趋于轻量化

公司自 2010 年上市后规模实现快速扩张, 2010/2011/2012 年营收规模分别站上 40 亿/50 亿/60 亿台阶。然而, 随之而来的是公司应收账款的迅速增长, 2013 年公司应收账款为 23.03 亿元, 较 2009 年增长 84.39%。

图 9: 公司 2009-2016 年应收账款变动情况



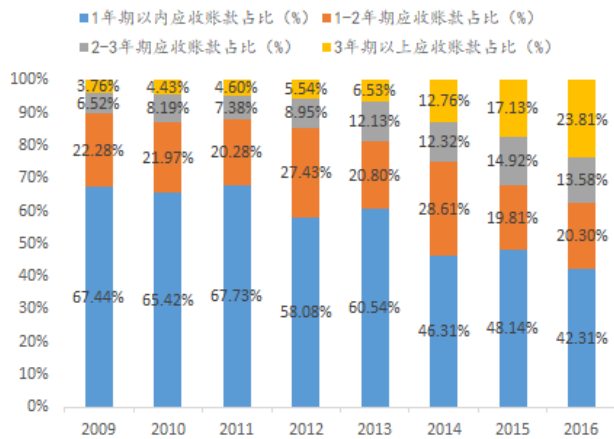
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

受行业下游表现低迷影响，公司 2012 年后应收账款回款难度逐步加大，坏账计提比例逐年提升，对业绩造成严重侵蚀。2015 年公司坏账准备本期增加额为 3.12 亿元，导致同期资产减值损失为 3.34 亿元，归母净利润出现大幅减少。

然而，站在当前时间节点来看，坏账计提高点已过。2016 年公司坏账准备账面余额为 10.99 亿元，已占应收账款总额比重的 47.35%，坏账增加空间有限；同期坏账准备增加额为 1.87 亿元，自 2011 年后首次出现下滑。

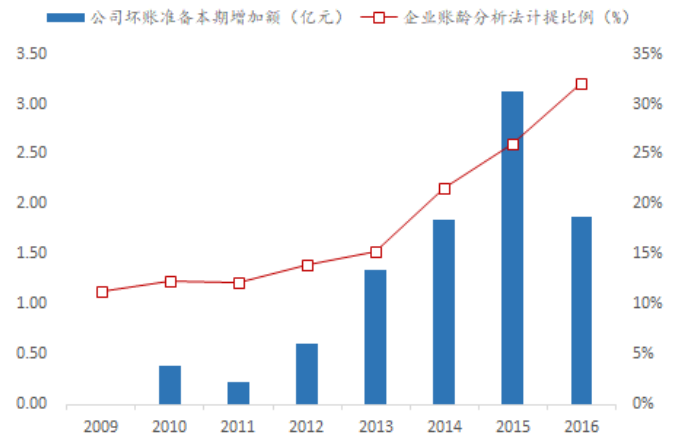
其次，从公司应收账款账龄结构来看，自 2014 年开始，公司 1 年期内应收占款占比稳定在 45%左右，账龄结构未出现大幅变动；最后，2017 年以来行业下游呈现复苏迹象，公司收款情况趋于良好，预计未来坏账准备增加额将持续降低，从而释放更多利润空间。

图 10：公司应收账款账龄结构变化情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 11：公司坏账准备计提增加额变化情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 1.5、公司战略：聚焦“两个同心圆”，战略步入新起点

公司以透平机械起家，上市后围绕能量转换设备制造、工业服务、能源基础设施运营三大板块深化布局，2016 年公司推进分布式能源产业进行能源供给侧结构创新，聚焦“两个同心圆”：

一是以具有市场优势的主机产品为圆心，进行同心圆放大，带动 EPC、运营等产业的发展，向客户提供系统解决方案，形成一定的差异化竞争能力，实现了三大业务板块的发展。

二是以分布式能源系统方案为圆心，在消费升级的背景下，为满足客户个性化、定制化、系统化的需求，公司重新进行战略聚焦，实现设备、EPC、服务、运营和金融的有机统一。

我们认为，2017 年公司发展正迈入新的征程：一方面，公司在业绩、财务、经营三大维度上皆呈现触底反弹之势，受下游需求推动及自身负担减轻影响，未来增长可期；另一方面，公司管理层迎来交替，有望为公司带来全新风貌。

图 12: 公司产品战略发展示意图



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

## 2、环保助推+下游复苏，公司发展充分受益

### 2.1、公司具备环保基因，业绩受益政策加码

习近平同志在十九大报告中指出，坚持人与自然和谐共生是新时代坚持和发展中国特色社会主义的基本方略之一，建设生态文明是中华民族永续发展的千年大计，要加快生态文明体制改革，建设“美丽中国”；既要创造更多物质财富和精神财富以满足人民日益增长的美好生活需要，也要提供更多优质生态产品以满足人民日益增长的优美生态环境需要。

2016 年以来，国家环保政策密集出台；推进绿色发展，壮大节能环保产业、清洁生产产业、清洁能源产业已成为“十三五”期间的重要发展方向。

表 3: 2016 年以来我国环保政策梳理

出台时间	政策名称	政策内容
2016.01	《大气污染防治法》(新修订版)	政府部门加大对大气污染防治的投入,把环境整理同经济发展提升至同等重要水平;
2016.05	《土壤污染防治行动计划》	对土壤安全利用提出了具体要求,明确指出重度污染的土壤严禁种植食用农产品;
2016.06	《水污染防治法(修订草案)》	完善水污染监督防治管理制度,做好排污许可与总量控制、达标排放等制度的衔接;
2016.11	《控制污染物排放许可制实施方案》	明确到 2020 年完成覆盖所有固定污染源的排污许可证核发工作,建立控制污染物排放许可制度;
2016.12	《中华人民共和国环境保护税法》	征收环境保护税,实现排污费制度向环保税制度转移;
2017.02	《关于划定并严守生态保护红线的若干意见》	依托“两屏三带”为主体的陆地生态安全格局和“一带一链多点”的海洋生态安全格局,划定生态保护红线;
2017.02	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》	到 2020 年,新增完成环境综合整治的建制村 13 万个,确保已建农村环保设施长期稳定运行;
2017.03	《2017 年政府工作报告》	坚决打好蓝天保卫战;

2017.04	《国家环境保护标准“十三五”发展规划》	“十三五”期间,我国将启动约 300 项环保标准制修订项目,发布约 800 项环保标准;
2017.10	《中国共产党十九大报告》	加快生态文明体制改革,建设美丽中国。

资料来源:政府官方网站、国海证券研究所

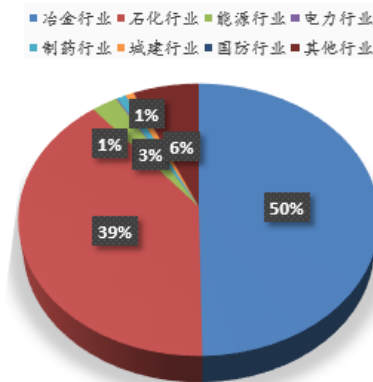
公司主要产品与节能环保息息相关,有望充分受益国家大政方针。从传统业务来看,公司产品主要包括透平压缩机组、工业流程能量回收装置、透平鼓风机组等三大类。其中,压缩机可用于污水处理及液化天然气领域;工业流程能量回收装置属于高效节能环保产品;鼓风机广泛应用于石化、冶金、环保等行业。从新兴业务来看,公司主要围绕天然气分布式能源产业布局,直接面向清洁能源产业。

我们认为,公司业务具备环保基因,在国家政策持续加码的背景下,公司致力于打造国内优质的清洁能源设备龙头企业,未来有望推动业绩实现长足发展。

## 2.2、下游行业迎来复苏,设备需求有望增加

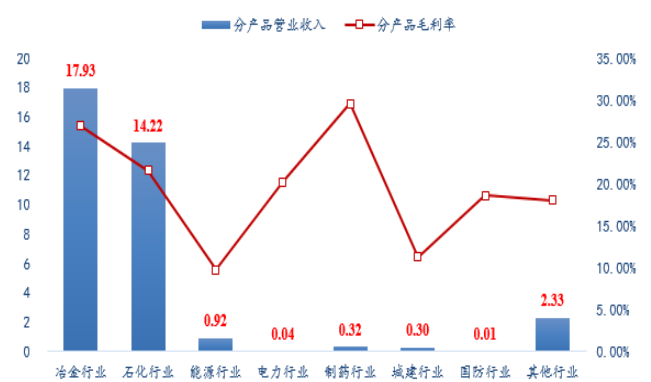
从传统业务来看,公司下游行业主要包括冶金、石化行业,2016 年两大行业营业收入占公司整体营收比重为 89.13%;从新兴业务来看,公司二次转型后布局分布式能源,业务下游主要为天然气行业。目前,两类下游行业景气度正迎来强劲复苏,公司发展有望充分受益。

图 13: 2016 年公司分行业营收占比



资料来源:公司公告、国海证券研究所

图 14: 2016 年公司分行业营收及毛利率情况

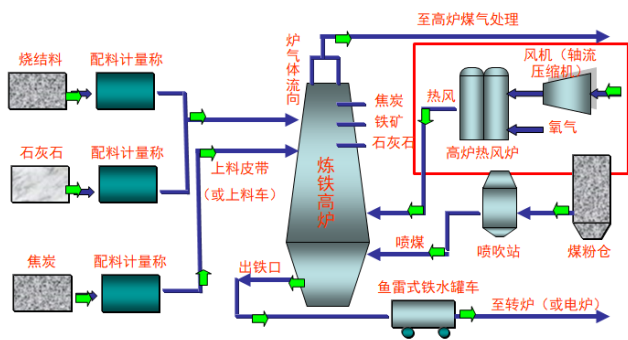


资料来源:公司公告、国海证券研究所

### 2.2.1、传统下游行业:产品价格普遍上涨,行业利润大幅修复

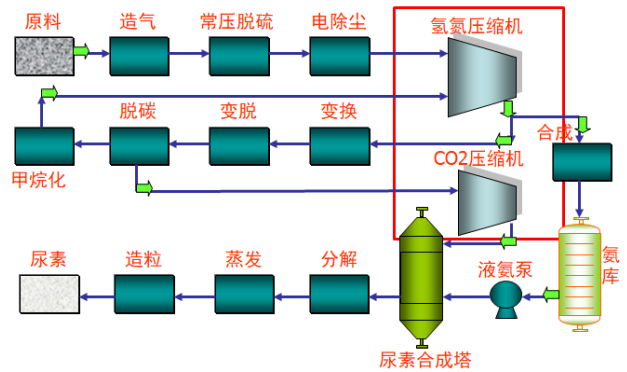
公司冶金行业主要面向钢铁领域,石化行业主要面向炼油(重油加氢)、煤化工、工业气体等领域。在钢铁行业中,公司主要提供两类产品:一是轴流压缩机,如为高炉送风;二是空分装置,主要是因为高炉内燃烧空气不够,需要提供额外的氧气,因此会配套空分装置供氧。在石化冶金行业中,下游应用领域较为分散,总体来看公司的产品主要包括压缩机(空气压缩机、氨压缩机、循环气压缩机等)、风机、空分装置、PTA 机组等。

图 15: 公司产品在高炉炼铁环节中的应用



资料来源：中国期刊网、国海证券研究所  
注：红框内为公司产品主要应用环节

图 16: 公司产品在尿素生产环节中的应用



资料来源：中国期刊网、国海证券研究所  
注：红框内为公司产品主要应用环节

基于此，我们分四个行业进行公司的下游产业分析：

①煤化工行业：“十三五”期间，我国“缺油、少气、富煤”的矛盾愈加突出，2016年12月12日，国务院发布《关于发布政府核准的投资项目目录（2016年本）》，提出除年产超过20亿立方米的煤制天然气项目和年产超过100万吨的煤制油项目仍然需要由国务院投资主管部门核准外，新建煤制烯烃、新建煤制对二甲苯项目以及新建年产超过100万吨的煤制甲醇项目的核准权已下放到省级。

与此同时，下游产品价格上升将对行业复苏形成催化。以煤制乙二醇为例，其生产成本普遍在5000元/吨以下，并且大部分煤化工企业配套坑口煤，可助力煤制乙二醇进一步降低成本。2016年下半年以来，乙二醇价格一直处于较高位置，即使对比较高的5000元/吨成本，煤制乙二醇盈利性依旧较好。在行业景气度复苏的背景下，企业有望进一步增加资本开支。

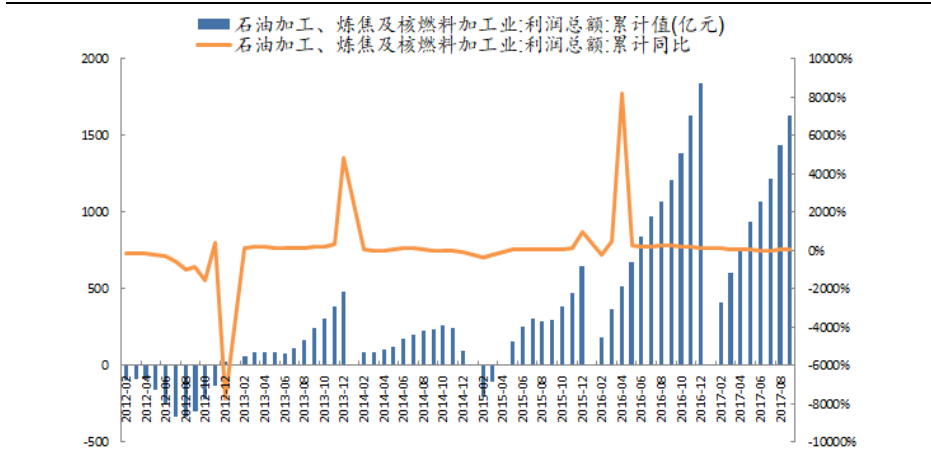
图 17: 华东地区乙二醇价格走势（元/吨）



资料来源：隆众化工、国海证券研究所

②炼油行业：2012年石油加工、炼焦及核燃料加工业出现了全年亏损，2013~2014年行业景气度仍然低迷，2015年下半年以来行业利润出现了强势增长，2016年利润总额达到1842亿元，同比增长184%；2017年前三季度利润总额达到1627亿元，同比增长38%。

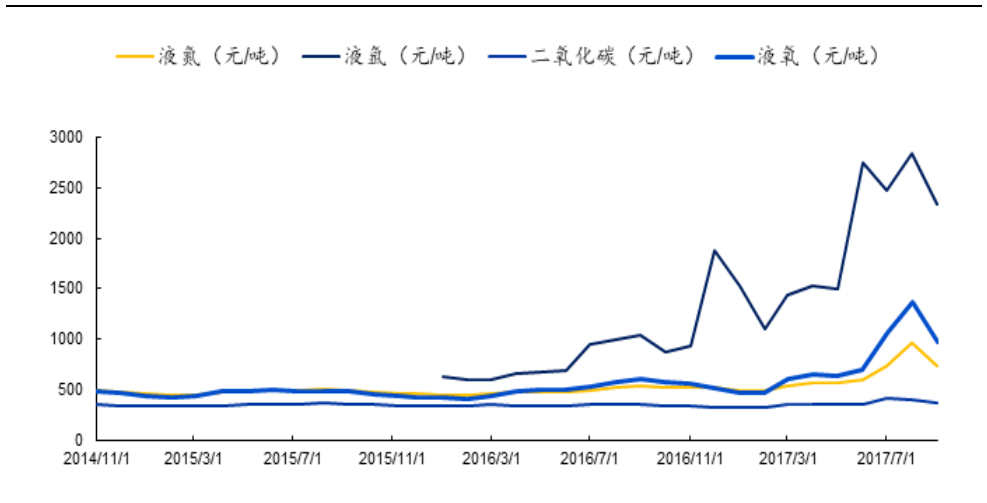
图 18: 石化行业工业利润总额变化趋势



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

③工业气体行业：受环保及去产能因素影响，我国工业气体零售价格呈现上涨态势。2017 年以来，液氧、液氮、液氩等工业气体零售价格较年初上涨 105%、50%、52%；瓶装高纯氦气、氙气等特种气体零售价格较年初上涨 63%、26%。在这一背景下，空分设备的需求有望持续提升。

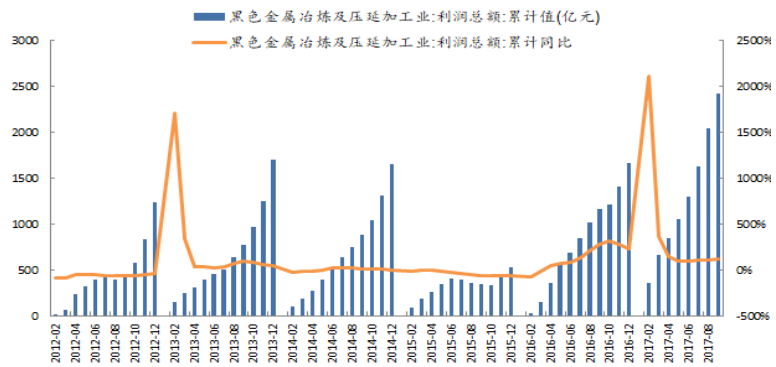
图 19: 我国主要工业气体价格走势



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

④冶金行业：由于公司在冶金行业主要客户均为钢铁企业，我们采用黑色金属冶炼及压延加工业工业利润总额来分析公司的下游冶金行业盈利能力。在经历了 2015 年的大幅下滑后，受供给侧改革推动，黑色金属冶金行业 2017 年前三季度利润总额达 2413 亿元，同比增长 119%。

图 20: 国内黑色金属冶炼及压延加工业利润总额月度累计值及同比增速



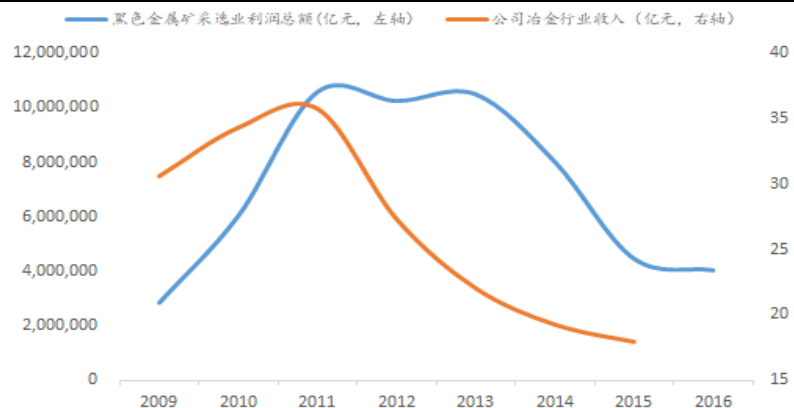
资料来源：国家统计局、国海证券研究所

总体来看，在供给侧改革持续推进的背景下，一方面行业下游产品价格上涨带来企业盈利能力持续提升，从而能够引致更多的资本开支；另一方面在技改、搬迁、优产淘汰劣产的亦将带动设备需求不断增长。

我们认为，公司传统板块业绩的增长取决于两个因素：一是下游行业利润；二是下游企业对行业的发展预期。其中，下游行业利润是企业增加资本开支的根本动力，但考虑到订单转换为收入存在一个交付周期，故下游行业利润是公司传统业务收入的先导指标；另一方面，下游企业对行业发展的预期是影响资本开支的另一因素，当预期向上时，通常会增大资本开支，当预期向下时，即使利润丰厚，通常亦不会购买设备扩大生产。

由于公司石化行业下游细分领域较为复杂，我们通过黑色金属冶金行业利润总额与公司冶金行业营业收入进行分析，可以发现 2009-2015 年黑色金属冶金行业利润总额与 2010-2016 年公司冶金行业营业收入走势方向基本相同（收入滞后一年是考虑到订单交付周期通常在一年左右），如黑色金属冶金行业利润总额高点在 2011 年，公司冶金行业营业收入在 2012 年。另一方面，2011-2013 年黑色金属冶金行业利润总额走势基本企稳，但是公司冶金行业收入却出现显著下滑，主要是因为虽然下游企业利润丰厚，但是行业增长已陷入瓶颈，企业资本开支意愿出现下滑，从而造成公司冶金行业收入下降。

图 21: 黑色金属矿采行业利润总额与陕鼓动力收入相关性分析



资料来源：公司公告、国家统计局、国海证券研究所

注：公司冶金行业收入显示滞后 1 年，即横轴中 2015 年对应公司 2016 年冶金行业收入



## 2.2.2、新兴下游行业：环保助推+气价下行，天然气行业迎来复苏

我们认为，天然气行业复苏主要基于两点逻辑：

①环保压力倒逼的政策催化，天然气已被明确为国家主体能源。根据能源局 2017 年发布的《能源发展“十三五”规划》，到 2020 年天然气在能源消费结构中所占比例将提高到 10%以上，对应 2016-2020 年我国天然气消费量的 CAGR 接近 15%。

表 4：十三五全国能源消费结构变化情况

能源消费总量	2015 年	2020 年	2016-2020CAGR
能源消费总量 (亿吨标准煤)	43	50	3.06%
煤 消费总量 (亿吨标准煤)	27.50	29	1.07%
天然气消费总量 (亿吨标准煤)	2.54	5	14.53%
其他能源消费总量 (亿吨标准煤)	12.96	16	4.30%
能源消费	2015 年	2020 年	2016-2020 变化趋势
煤炭消费占比	63.95%	58.00%	-5.95%
天然气消费占比	5.90%	10.00%	4.10%
其他能源消费占比	30.15%	32.00%	1.85%

资料来源：《能源发展“十三五”规划》、国海证券研究所

注：能源品种折标准煤系数参照综合能耗计算通则(GB/T2589—2008)

从政策执行力度来看，一方面，环保部于 2016 年 9 月启动垂改，大幅增强基层执法力度；另一方面，环保督查力度空前，中央督查前三轮合计拘留 930 人，约谈近 13000 人，问责超过 10000 人。我们认为，短期内以气代煤则是大气污染防治政策中最为明确的方向，长期蕴含的深层次逻辑是国家能源布局的战略调整，这将推动天然气产业迎来长足发展。

②气价下行预期强化，天然气的经济性在车用、发电等领域逐步提升。主要受两点因素影响：

一是低价进口 LNG 的推动。随着美国在页岩气革命后从天然气净进口国变为净出口国，以及日本重启核电带来的 LNG 需求下降，东亚 LNG 现货市场正从卖方市场向买方市场转变，全球 LNG 市场价格有望在未来较长时间内处于低位。

二是天然气市场化改革的深化。1) 2017 年 4 月 10 日，上海对工业用户天然气销售（基准）价格每立方米降低 0.4 元，对化学工业区用户天然气销售（基准）价格每立方米降低 0.1 元；2) 2017 年 5 月 21 日，中共中央、国务院印发了《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》；3) 2017 年 8 月 30 日，国家发改委发布《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》，同时降低非居民用气门站价 0.1 元/方。自 2015 年 11 月天然气气门站价下调 0.7 元/方后，国内气改政策出台进入密集期；其中油气改革总纲领出台实现定调，管输费用公开表明气改正式步入深水区。在气改政策持续推进下，国内气价长期向下趋势基本确定。

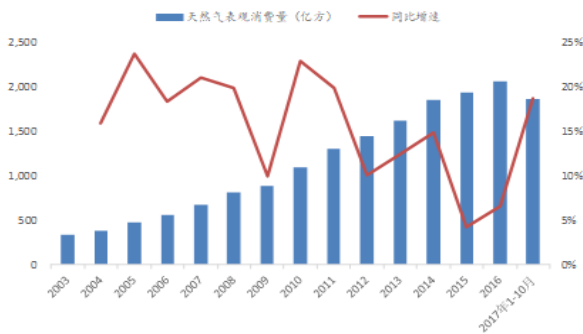
图 22: 我国气改政策进程



资料来源: 国家发改委、国海证券研究所

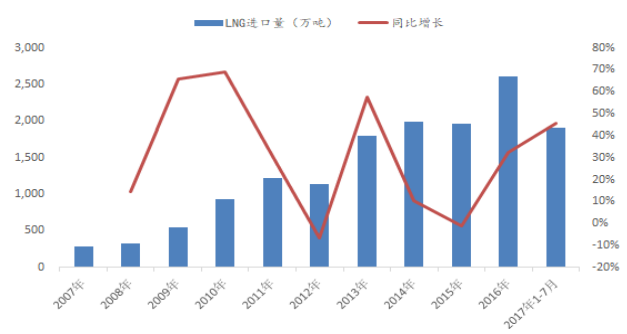
2017年以来, 天然气行业复苏趋势已悄然确立。2017年1-10月我国天然气表观消费量同比增速为18.70%, 再度回归历史高值, 充分体现行业复苏态势; 2017年1-7月LNG进口量较去年同期增长45.46%。在全球LNG价格下行预期背景下, 我国LNG进口量的持续增长有望对国内天然气供应格局形成冲击。

图 23: 我国天然气表观消费量及增速



资料来源: 国家统计局、国海证券研究所

图 24: 我国进口 LNG 消费量及同比增速



资料来源: 海关总署、国海证券研究所

从影响上来看, 与“黄金十年”相比, 此次天然气行业复苏将带来更加深刻的变化。

一是基数更大, 产生的机会便更大。2017年与2004年天然气表观消费量增速都在15%左右, 但2017年15%增速对应的绝对值为308亿方, 是2004年15%增速对应绝对值的5.4倍。更高的基数带来更大增量, 从而引致更多的投资。

二是主导者不同, 从企业主导转变为国家主导。天然气“黄金十年”的主导者是大型国企, 由中石油旗下昆仑能源牵头, 带动一轮投资热潮, 究其本质, 是企业层面的经营布局。但此轮行业复苏, 首先是发改委明确天然气在2020年占一次能源消费比重为10%, 其次能源局确立天然气为我国主体能源, 同时党中央、国务院亦出台油气改革总纲领, 其本质是国家层面的战略布局。

站在当前时点看未来, “十三五”甚至未来更久的期间, 鲜有行业能够像天然气一样, 不仅确定性较高, 同时具备万亿级的增量空间。目前行业仍处于复苏的起步阶段, 率先布局者有望充分享受行业增量红利。

### 3、三大优势齐发力，守正出奇助推业绩增长

#### 3.1、守正：技术+人才+资金，三轮驱动业绩增长

①**技术优势：**公司高度重视研发，目前具备五大类、八十多个系列近 2000 个规格的产品核心设计制造能力，涵盖了离心压缩机(含空分压缩机)、轴流压缩机、能量回收透平装置、离心鼓风机、通风机等系列，其中 BPRT 机组、硝酸四合一机组、PTA 机组皆为公司自主研制并实现进口替代。2015 年公司收购了捷克 EKOL spol.s r.o.公司 75%的股权，围绕压缩机与汽轮机产品整合完善产业链布局，核心技术竞争力进一步提升。

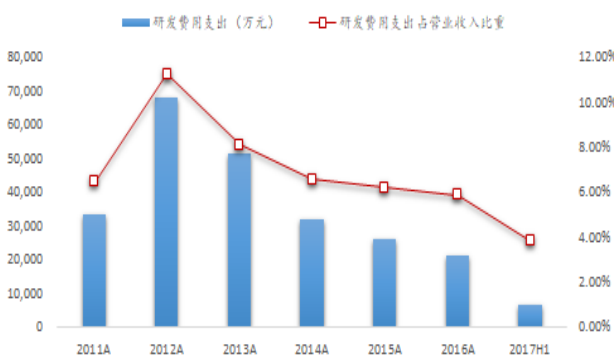
表 5：公司近期研发成果

项目名称	项目级别	项目进展
《冶金中低温余热高效回收利用系统开发与工程设计研究》	国家国际科技合作项目	已验收
《动力装备全生命周期智能设计制造及云服务系统标准验证》	国家智能制造专项	通过审查
《液化天然气（LNG）用混合冷剂压缩机关键技术研究》	省科技厅重点科研项目	已验收

资料来源：公司公告、国海证券研究所

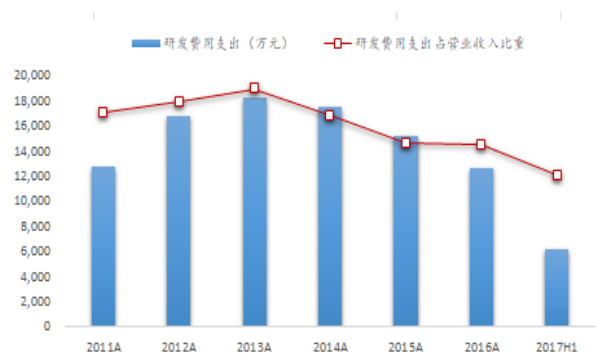
与沈鼓集团相比，公司作为上市公司，拥有更高的市场关注度以及行业口碑；在上市公司中，公司与杭氧股份的主要业务皆涵盖空分设备，但与后者相比，公司产品线更加齐全，在压缩机领域优势明显。从数据上看，2017 年上半年公司研发费用占营收比重为 3.85%，同期杭氧股份仅为 2.11%；从历史高点来看，2012 年公司研发费用支出为 6.79 亿元，占营收比重高达 11.23%，而杭氧股份研发费用支出未曾超过 2 亿元，占营收比重亦未曾超过 3.5%。

图 25：公司研发费用占营收比重情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 26：杭氧股份研发费用占营收比重情况



资料来源：杭氧股份公告、国海证券研究所

我们认为，公司通过长期研发投入已在业内建立起明显的技术优势，在行业变革的背景下，公司有望通过强化研发持续保持技术领先，进一步巩固核心竞争力，在“马太效应”愈加深化的背景下市占率有望提升。

②**人才优势：**公司地处西安，区内拥有西安交通大学、西北工业大学等多所名校，人才资源储备丰富。从公司员工学历结构来看，截止到 2017 年上半年，公司共

有硕士学历员工 410 人，占员工总数的比重为 15.50%，而杭氧股份这一比重为 0。与此同时，目前公司已构建多层次养老保险体系，同时为调动员工的积极性和创造性，公司于 2007 年制定年金计划，员工激励机制不断完善。

表 6: 公司与杭氧股份员工学历构成情况

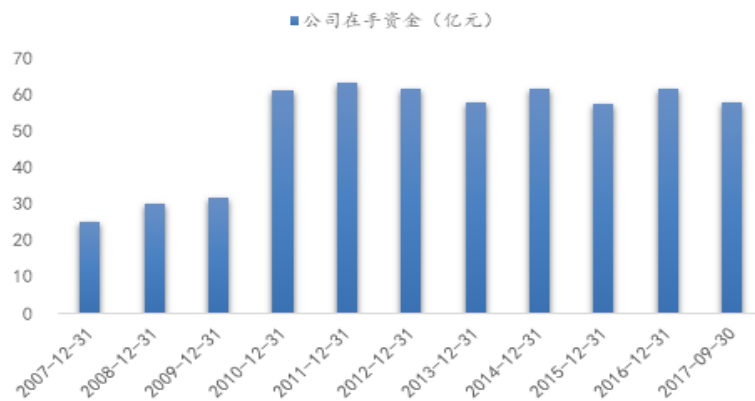
学历类型	陕鼓动力		杭氧股份	
	人员数量	占比	人员数量	占比
博士	0	0.00%	0	0.00%
硕士	410	15.50%	0	0.00%
本科	587	22.19%	1263	31.45%
专科	495	18.71%	892	22.21%
高中及以下	1153	43.59%	1861	46.34%
合计	2645	100.00%	4016	100.00%

资料来源：公司公告、杭氧股份公告、国海证券研究所

**③资金优势：**公司资金流充沛，自 2010 年上市后在手资金始终处于 50 亿元以上水平。从使用途径来看，公司在手资金主要用于交易性金融资产、可供出售金融资产等理财产品用途，2014-16 年公司投资净收益分别为 2.45、2.93、2.77 亿元。

在行业处于景气低迷期时，公司通过理财的方式运用在手资金，能够获得稳定的投资收益，从而提高公司对市场风险的防御能力；但随着下游行业开始回暖以及公司新战略的推进以及业务布局的不断深入，未来公司有望通过资金利用的多样化，充分发挥资金的最大效益值。

图 27: 公司在手资金变化情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

注：在手资金含库存现金、银行存款、交易性金融资产、可供出售金融资产

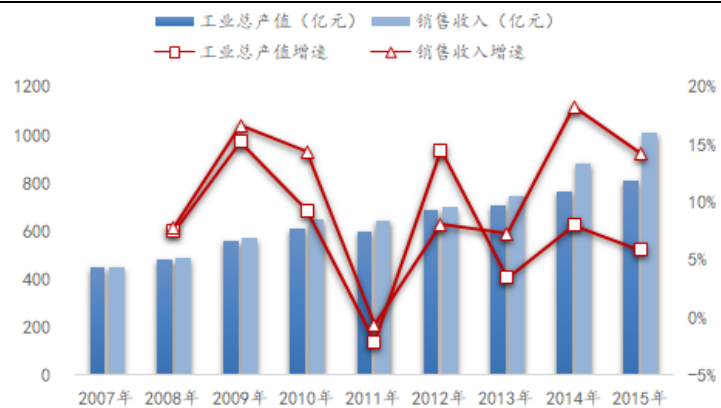
综上所述，我们认为公司目前已积累深厚的底蕴，随着石化、冶金等下游行业迎来向上拐点，公司作为行业龙头业绩弹性将最为明显。

### 3.2、出奇：气体业务焕发新颜，分布式能源有望放量

①工业气体业务：公司主要布局是设备生产和产品运营。一方面，公司为钢铁、化肥、乙烯等工业气体企业提供空分装置用空压机、增压机、氮压机等并提供以上机组系统集成；另一方面，公司设有空分市场销售部，可以根据客户需要以出售气体模式提供服务。

从市场需求来看，工业气体分为空分气体、合成气体和特种气体，其中空分气体广泛应用于冶金钢铁行业，化工行业使用合成气体较多，而半导体工业和医院则需要特种气体。2011年至2015年，我国工业气体的销售收入年化增长率高达11.8%；全球工业气体的市场规模也在逐步提升，2016年已经突破1000亿美元大关。

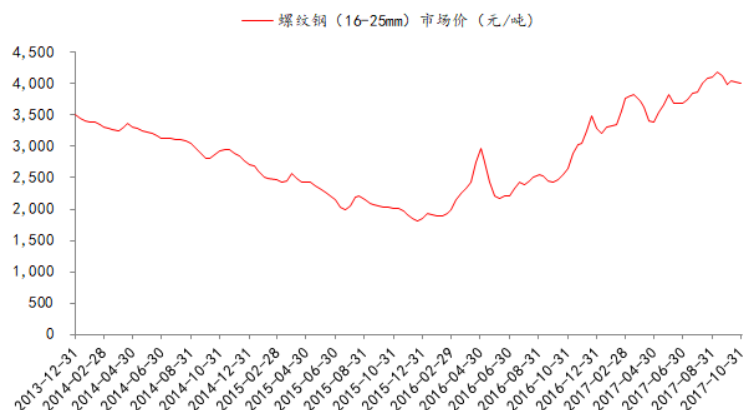
图 28：我国工业气体行业工业增加值及销售收入增长情况



资料来源：工业气体网、国海证券研究所

我们认为2018年工业气体市场仍将向上增长。受供给侧改革推动，钢铁价格有望持续上涨，从而钢企产能仍将持续扩张。基于此，下游氧气价格和需求量仍有较大弹性，同时随着光伏、3C等行业气体需求持续增加，工业气体行业高景气度态势有望得到维持。

图 29：螺纹钢市场价格走势



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

在这一背景下，公司气体业务发展呈现两大亮点：**一是工业气体收入占比提升。**根据 2017 年半年报，公司在建工业气体项目共 6 个，合计预算数 14.24 亿元，期初余额 4.43 亿元，本期增加 325.02 万元金额，期末余额 4.47 亿元，工程累计投入占预算数比例 33.30%。我们预计随着工业气体需求的持续增长，公司相关的气体项目投资有望持续增加，气体收入占比将提升。

表 7：2017 年上半年公司工业气体在建工程

项目名称	预算数(万元)	期初余额(元)	本期增加金额(元)	期末余额(元)	工程累计投入占预算比例(%)
石家庄金石空分装置工业气体项目	20,457.50	12,500,000.00	-	12,500,000.00	6.11%
徐州气体空分装置工业气体项目	10,500.00	96,955,145.85	-	96,955,145.85	92.34%
扬州气体空分装置工业气体项目二期	37,080.00	-	578,781.97	578,781.97	0.16%
准格尔鼎承其他空分装置工业气体项目	11,700.00	92,995,674.35	450,568.24	93,446,242.59	79.87%
章丘气体空分装置工业气体项目	49,000.00	240,076,435.36	2,135,921.92	242,212,357.28	49.43%
铜陵气体空分装置工业气体项目	13,700.00	-	84,896.50	84,896.50	0.06%
合计	142,437.50	442,527,255.56	3,250,168.63	445,777,424.19	31.30%

资料来源：公司公告、国海证券研究所

**二是零售气体业务占气体收入比重增加。**公司 2017 年上半年能量基础设施运营实现营业收入 3.61 亿元；在行业景气度较低时，公司通过签署气体合同价格能够确保业绩处于稳定态势，目前零售气体业务占气体整体收入比重约为 5%。随着下游气体价格的上涨，公司气体运营业务能够通过生产流程的小幅调整实现零售气体占比的提升，但整体来看公司与法液空、林德等国外气体公司零售气体占比 30%的水平相比仍存在较大提升空间。

**②天然气业务：**站在当前时间节点分析天然气行业，主要具备两大特征：一是整体性，此轮天然气复苏是全产业链复苏，不拘泥于下游单一细分领域；二是初生性，行业于 2017 年迎来拐点，目前仍处于复苏的起步阶段，竞争格局尚未稳固，业内公司具备先发优势，但不具备排他性优势，在这种环境下，相关企业均有望脱颖而出。

**公司自 2016 年开始落实二次转型，聚焦分布式能源产业，其中天然气分布式能源将是重要一环。**一方面，公司在天然气配套设施领域已具备实力，2015 年 3 月 31 日，公司与陕西省天然气股份有限公司签署了陕天然气靖边至西安天然气输气管道三线系统工程（二期）燃驱离心式压缩机组合同，合同总价为人民币 2.62 亿元。2017 年 4 月，由中国机械工业联合会主持的科技成果鉴定会，对“天然气输送用燃驱管线压缩机组研制开发”项目进行了鉴定。认为陕鼓开发的燃驱管线压缩机组整体水平达到国内先进，其中压缩机效率、调节范围、防喘裕度等主要技术指标达到国际先进水平，具有良好的经济和社会效益。

**另一方面，公司分布式能源项目取得突破。**2017 年 6 月，公司“能源互联岛”分布式能源全球运营中心正式落成，旨在利用互联网与物联网等技术，开发区域能源供给和需求的智慧能源互联平台。该运营中心以公司园区为蓝本，实践及研发“陕鼓能源互联岛”一体化方案，在满足区域能源合理需求的前提下，采用互联网思维，因地制宜、量体裁衣，通过技术、商业模式创新，提供水、冷、暖、电、气、固废处理等能源全生命周期一体化综合定制化解决方案。

我们认为，在天然气行业复苏的起步阶段，一方面公司可以持续发挥原有设备优势，迎合天然气配套设施建设浪潮；另一方面公司分布式能源板块已形成雏形，随着天然气行业景气度的提升，未来公司在天然气分布式能源领域的业绩有望开始放量。

图 30：公司“能源互联岛”方案示意图



资料来源：中国工业报、国海证券研究所

#### 4、盈利预测与评级：上调至“买入”评级

“天时+地利+人和”，公司业绩有望迎来向上拐点。1)“天时”：2017年以来，行业马太效应愈加明显，公司作为行业龙头有望充分受益；同时公司下游冶金、石化、天然气等行业景气度开始回暖，公司业绩有望迎来拐点。2)“地利”：公司雄踞西北区域中心西安，一方面作为“一带一路”战略枢纽，有望推动公司国际化能力提升；另一方面生产成本低廉，产业配套齐全。3)“人和”：新董事长上任，有望为公司带来全新风貌；同时公司人才优势突出，助力公司在市场竞争中脱颖而出。

公司订单已于2016年出现反转，2017年订单结构进一步优化。受行业复苏影响，2016年公司订货量已迎来明显好转，较2015年同比提升45.53%。公司从订货合同签订—投入生产—验收确认收入的周期通常在1-2年左右，我们通过相关性分析2010-15年的订货量与2011-16年的公司营收（滞后一年）相关系数为0.84，2011-15年的订货量与2012-16年的公司营收（滞后二年）相关系数为0.88。基于此，我们预计2016年订货量增长对公司2018年的正向促进作用更为显著。

另一方面，2017前三季度虽然订货量同比仅增长4.26%，但是订单结构已出现优化，毛利率最高的能量转换装备订货量同比增长66.29%，预计未来将推动公司盈利水平进一步提升。

表 8：公司 2009-2017Q3 订货量数据

公司订货量(亿元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q3	2017Q3 同比增长
能量转换装备制造	-	-	-	-	32.23	19.30	15.34	25.10	24.76	66.29%
工业服务	-	-	-	-	32.75	24.32	16.28	38.90	17.58	-34.26%
能量基础设施运营	-	-	-	-	15.06	20.93	18.99	9.64	8.11	19.97%
合计	59.54	83.34	98.95	78.45	80.04	64.55	50.61	73.64	50.46	4.26%

资料来源：公司公告、国海证券研究所

从业绩拆分上来看，我们采用分行业业绩拆分，营收增长根据公司订货量数据调整，毛利率水平变化考虑到能量转换装备制造业务占比提升因素，并将结果列于下表：

表 9：公司分项业务业绩预测

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
冶金行业	营业收入(亿元)	34.32	35.77	27.32	22.03	19.25	17.93	19.72	25.64	34.61
	YOY		4.22%	-23.62%	-19.36%	-12.62%	-6.86%	10.00%	30.00%	35.00%
	毛利率	35.23%	36.43%	31.04%	25.69%	29.25%	26.94%	27.00%	32.00%	35.00%
	毛利润(亿元)	12.09	13.03	8.48	5.66	5.63	4.83	5.33	8.20	12.11
	净利率	16.00%	17.00%	15.00%	9.50%	9.50%	6.00%	8.00%	10.00%	11.00%
	净利润(亿元)	5.49	6.08	4.10	2.09	1.83	1.08	1.58	2.56	3.81
石化行业	营业收入(亿元)	15.01	21.09	31.19	23.48	17.43	14.22	15.50	19.84	26.19
	YOY		40.51%	47.89%	-24.72%	-25.77%	-18.42%	9.00%	28.00%	32.00%
	毛利率	30.31%	34.00%	29.75%	23.08%	23.75%	21.59%	22.00%	30.00%	33.00%
	毛利润(亿元)	4.55	7.17	9.28	5.42	4.14	3.07	3.41	5.95	8.64
	净利率	12.00%	14.00%	13.00%	10.00%	9.00%	5.50%	7.00%	9.00%	10.00%
	净利润(亿元)	1.80	2.95	4.05	2.35	1.57	0.78	1.08	1.79	2.62
其他行业	营业收入(亿元)	2.17	3.56	4.38	3.10	5.53	3.92	4.07	4.32	5.29
	YOY		64.06%	23.03%	-29.22%	78.39%	-29.11%	3.75%	6.25%	22.35%
	毛利率	31.34%	35.11%	32.65%	34.84%	17.36%	16.58%	20.00%	22.00%	25.00%
	毛利润(亿元)	0.68	1.25	1.43	1.08	0.96	0.65	0.81	0.95	1.32
	净利率	15.50%	15.50%	13.25%	13.75%	5.75%	4.50%	5.80%	5.60%	5.90%
	净利润(亿元)	0.34	0.55	0.58	0.43	0.32	0.18	0.24	0.24	0.31
其他项目	投资净收益(亿元)	1.16	1.66	1.89	2.45	2.93	2.77	2.77	2.22	1.77
	资产减值损失(亿元)	0.33	0.87	1.35	1.92	3.34	2.54	2.29	2.06	1.85
	整体影响 (亿元, 扣所得税后)	0.71	0.67	0.46	0.45	-0.35	0.20	0.41	0.13	-0.07
合计	营业收入(亿元)	51.50	60.42	62.89	48.61	42.21	36.07	39.29	49.80	66.09
	YOY		17.32%	4.09%	-22.71%	-13.17%	-14.55%	8.93%	26.75%	32.71%
	毛利率	33.63%	35.50%	30.51%	25.02%	25.42%	23.70%	24.30%	30.34%	33.41%
	毛利润(亿元)	17.32	21.45	19.19	12.16	10.73	8.55	9.55	15.11	22.08
	净利率	16.18%	16.98%	14.62%	10.94%	7.98%	6.18%	8.42%	9.49%	10.09%
	净利润(亿元)	8.33	10.26	9.19	5.32	3.37	2.23	3.31	4.73	6.67

资料来源：公司年报、国海证券研究所

注：根据前文分析，假定公司 2017 年投资净收益与 2016 年相同，此后逐年下降 20%；公司资产减值损失自 2017 年起逐年下降 10%。

预计公司 2017-2019 年公司净利润分别为 331 百万元、473 百万元、667 百万元，对应 EPS 分别为 0.20 元/股、0.29 元/股、0.41 元/股，按照最新收盘价 7.52 元计算，对应 PE 分别为 37、26、18 倍。公司目前具备“天时地利人和”的优渥条件，业绩有望迎来向上拐点，上调公司至“买入”评级。



表 10: 公司盈利预测情况

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3607	3929	4980	6609
增长率(%)	-15%	9%	27%	33%
净利润(百万元)	240	331	473	667
增长率(%)	-33%	38%	43%	41%
摊薄每股收益(元)	0.15	0.20	0.29	0.41
ROE(%)	3.79%	5.02%	6.77%	8.85%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

## 5、风险提示

- (1) 透平机械行业复苏不及预期;
- (2) 公司订单增长不及预期;
- (3) 分布式能源项目执行受阻;
- (4) 环保政策落实不到位;
- (5) 公司能量转化设备增长不及预期。

表 11: 陕鼓动力盈利预测表

证券代码:	601369.SH				股价:	7.52	投资评级:	买入	日期:	2017-12-21
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	4%	5%	7%	9%	EPS	0.15	0.20	0.29	0.41	
毛利率	24%	24%	30%	33%	BVPS	3.70	3.86	4.09	4.42	
期间费率	18%	17%	20%	21%	<b>估值</b>					
销售净利率	7%	8%	10%	10%	P/E	51.44	37.23	25.90	18.29	
<b>成长能力</b>					P/B	2.03	1.95	1.84	1.70	
收入增长率	-15%	9%	27%	33%	P/S	3.42	3.14	2.47	1.86	
利润增长率	-33%	38%	44%	42%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
总资产周转率	0.25	0.25	0.28	0.32	营业收入	3607	3929	4980	6609	
应收账款周转率	1.23	1.23	1.37	1.54	营业成本	2752	2975	3469	4401	
存货周转率	1.86	1.86	1.86	1.86	营业税金及附加	27	29	37	49	
<b>偿债能力</b>					销售费用	173	168	249	330	
资产负债率	57%	58%	61%	63%	管理费用	457	448	697	991	
流动比	1.50	1.43	1.34	1.32	财务费用	(14)	22	16	6	
速动比	1.31	1.24	1.16	1.13	其他费用/(-收入)	23	48	16	(8)	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业利润	236	336	528	824	
现金及现金等价物	1364	1611	1838	2403	营业外净收支	44	35	34	38	
应收款项	2938	3201	3648	4297	利润总额	280	371	562	862	
存货净额	1480	1615	1885	2392	所得税费用	57	56	84	129	
其他流动资产	5953	6048	6636	7444	净利润	223	315	478	733	
<b>流动资产合计</b>	<b>11735</b>	<b>12352</b>	<b>13884</b>	<b>16413</b>	少数股东损益	(17)	(16)	2	59	
固定资产	1391	1332	1280	1231	归属于母公司净利润	240	331	476	674	
在建工程	455	481	506	531	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
无形资产及其他	220	220	198	176	经营活动现金流	69	553	965	996	
长期股权投资	221	221	221	221	净利润	223	315	478	733	
<b>资产总计</b>	<b>14647</b>	<b>15804</b>	<b>17888</b>	<b>20571</b>	少数股东权益	(17)	(16)	2	59	
短期借款	471	671	671	671	折旧摊销	220	92	89	84	
应付款项	3876	4231	4938	6023	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	3179	3462	4388	5280	营运资金变动	(357)	163	396	120	
其他流动负债	279	296	364	472	投资活动现金流	142	(540)	(573)	(176)	
<b>流动负债合计</b>	<b>7804</b>	<b>8660</b>	<b>10362</b>	<b>12446</b>	资本支出	14	34	27	24	
长期借款及应付债券	248	300	300	300	长期投资	(20)	0	0	0	
其他长期负债	281	281	281	281	其他	147	(574)	(600)	(200)	
<b>长期负债合计</b>	<b>529</b>	<b>581</b>	<b>581</b>	<b>581</b>	筹资活动现金流	37	186	(95)	(135)	
<b>负债合计</b>	<b>8333</b>	<b>9241</b>	<b>10943</b>	<b>13027</b>	债务融资	299	252	0	0	
股本	1639	1639	1639	1639	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	6314	6563	6946	7544	其它	(262)	(66)	(95)	(135)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14647</b>	<b>15804</b>	<b>17888</b>	<b>20571</b>	现金净增加额	247	199	296	685	

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

## 【机械组介绍】

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，4年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖油气产业、工业自动化及人工智能、通用航空、无人机等领域。

王可，中南财经政法大学经济学硕士，2017年7月加入国海证券研究所，重点覆盖天然气产业链、工程机械等领域。

熊绍龙，武汉大学工学硕士、学士，3年天然气行业实业工作经验，1年公募基金买方行业研究经验。2017年6月加入国海证券研究所，重点覆盖油气设备、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。