

陕鼓动力(601369)/机械设
 备

证券研究报告/公司点评

2024年4月18日

评级：买入(维持)

市场价格：9.74

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

分析师：谢校辉

执业证书编号：S0740522100003

Email: xiexh@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10766	10143	11133	12447	13842
增长率 yoy%	4%	-6%	10%	12%	11%
净利润(百万元)	968	1020	1167	1367	1522
增长率 yoy%	13%	5%	14%	17%	11%
每股收益(元)	0.56	0.59	0.68	0.79	0.88
每股现金流量	0.53	0.78	-1.49	0.48	0.65
净资产收益率	11%	11%	11%	12%	12%
P/E	17.4	16.5	14.4	12.3	11.0
PEG	4.44	-2.85	1.48	1.04	0.99
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6	1.4

备注：股价取自2024年4月18日

投资要点

■ **事件：**公司发布2023年年报，实现营收101.43亿元，同比-5.79%，实现归母10.20亿元，同比+5.36%，实现扣非归母9.31亿元，同比+11.01%。其中，2024Q4实现营收28.74亿元，同比+23.97%，实现归母2.94亿元，同比89.62%，实现扣非归母2.60亿元，同比+119.45%。

■ **2023Q4 业绩高增，现金流表现优异，下游分布进一步均衡。**

(1) **成长性：**2023年，公司营收同比下滑-5.79%，归母同比增加5.36%，扣非归母同比增加11.01%，其中，单四季度营收同比增长23.97%，归母同比增长89.62%，扣非归母同比增长119.45%。我们判断，公司四季度业绩高增的原因：①气体运营业务规模持续增长，且增量的气体项目多集中在下半年投运，从而对四季度业绩产生积极影响。截至2023年9月底，秦风气体产能规模(含运营、在建与调试装置)，同比增长30.95%，液体产量同比增长18.96%；②加强应收账款清理，回款增加，减值损失减少(2022-2023年信用减值损失分别为1.97亿元和0.98亿元)。此外，公司正大力拓展除冶金之外的其他领域，如能源、制药、电力等，进而降低对单一的冶金行业的依赖，效果显著，2021-2023年，来自冶金行业的收入占比分别为71.60%/68.54%/45.85%。

(2) **盈利能力：**2023年，公司销售毛利率为21.49%，同比下滑0.55pct，销售净利率为10.83%，同比增长1.05pct。分业务来看，能量转换设备、工业服务和能源基础设施运营(气体业务)毛利率分别为28.84%、18.29%和14.53%，同比分别+0.90pct、-2.77pct、+0.02pct，各板块盈利基本保持稳定。

(3) **现金流水平：**2023年，公司经营活动产生的现金流净额为13.52亿元，超过利润水平，充分说明公司作为透平机械龙头对产业链上下游较强的议价能力，经营质量稳健。

■ **多领域开拓进度加快，海外市场值得期待。**

(1) **压缩空气储能：**公司具备了10MW级到350MW级压缩空气储能压缩机组的系统技术，又完成300MW级压缩空气储能高温压缩和350MW级压缩空气储能中温压缩的方案开发，体现了公司在储能领域解决方案的先进性和适用性。2023年，公司中标多个压缩空气储能项目，实现了大中小规模压缩空气储能领域市场全覆盖，其中，某300MW级高温压缩空气储能项目是全球最大的人工硐室储气项目，公司为其提供高端的轴流压缩机和离心压缩机。**我们认为**，后续以压缩空气为代表的新型储能有望开展示范项目支持性电价政策，投资方回报率将得到显著提升，项目投资意愿有望明显增强。根据我们测算，空气储能所需的压缩机长期市场空间约为千亿量级，公司将充分受益。

(2) **海外市场：**公司坚定“走出去、走进去、走上去”的海外战略指引，联合国内大型设计院及工程公司等合作伙伴，协同出海，拓展海外市场，扩大市场占有率，不断取得积极成效。2023年，公司压缩机及膨胀机首次应用于国外聚烯烃装置，签订国外某用户化工综合体聚烯烃装置乙烯循环气压缩机及膨胀机项目，打破了国外设备在该领域的垄断局面，是公司在国际市场上又一重大突破。在欧洲市场，公司签订欧洲某用户循环氢压缩机项目，该项目是公司向该国出口的首台套循环氢压缩机，对公司进军该国油气化工市场具有重要的市场示范意义。

■ **维持“买入”评级：**基于公司披露的2023年年报数据和对冶金等领域景气度的判断，我们调整公司盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润为11.67/13.67/15.22亿元

基本状况

总股本(百万股)	1725.93
流通股本(百万股)	1690.93
市价(元)	9.74
市值(百万元)	16810.55
流通市值(百万元)	16469.67

股价与行业-市场走势对比

相关报告

元（2024-2025 年前值：13.25/15.99 亿元），对应的 PE 分别为 14.4/12.3/11.0 倍。

- **风险提示：**压缩空气储能产业化进度不及预期、公司新领域及海外开拓不及预期。

图表 1：陕鼓动力盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,535	6,329	7,247	8,139	营业收入	10,143	11,133	12,447	13,842
应收票据	357	1,052	813	900	营业成本	7,963	8,682	9,682	10,765
应收账款	3,700	3,265	3,752	4,258	税金及附加	57	63	72	80
预付账款	1,143	1,246	1,390	1,545	销售费用	266	256	286	318
存货	2,251	6,946	7,746	8,612	管理费用	570	601	647	734
合同资产	1,058	334	1,198	1,286	研发费用	277	356	386	443
其他流动资产	2,716	3,012	4,199	4,527	财务费用	-311	-206	-225	-232
流动资产合计	20,702	21,850	25,146	27,981	信用减值损失	-98	0	0	-6
其他长期投资	439	481	538	599	资产减值损失	32	0	0	0
长期股权投资	222	222	222	222	公允价值变动收益	6	20	20	15
固定资产	2,907	2,599	2,327	2,085	投资收益	10	60	60	50
在建工程	229	209	189	169	其他收益	66	20	35	122
无形资产	156	148	141	134	营业利润	1,337	1,481	1,714	1,915
其他非流动资产	826	828	831	835	营业外收入	29	50	60	60
非流动资产合计	4,778	4,488	4,248	4,043	营业外支出	10	0	0	0
资产合计	25,480	26,338	29,394	32,025	利润总额	1,356	1,531	1,774	1,975
短期借款	1,852	97	226	335	所得税	258	276	319	355
应付票据	1,122	2,317	2,429	2,398	净利润	1,098	1,255	1,455	1,620
应付账款	5,729	5,655	6,553	7,347	少数股东损益	78	88	87	97
预收款项	122	46	64	81	归属母公司净利润	1,020	1,167	1,367	1,522
合同负债	3,845	4,220	4,719	5,247	NOPLAT	846	1,086	1,270	1,429
其他应付款	264	264	264	264	EPS (按最新股本摊薄)	0.59	0.68	0.79	0.88
一年内到期的非流动负债	653	653	653	653					
其他流动负债	1,093	1,164	1,264	1,392	主要财务比率				
流动负债合计	14,678	14,415	16,172	17,718	会计年度	2022	2024E	2025E	2026E
长期借款	972	1,265	1,455	1,266	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-5.8%	9.8%	11.8%	11.2%
其他非流动负债	496	496	496	496	EBIT增长率	-2.8%	26.7%	17.0%	12.6%
非流动负债合计	1,469	1,761	1,951	1,762	归母公司净利润增长率	5.4%	14.4%	17.1%	11.4%
负债合计	16,147	16,176	18,123	19,480	获利能力				
归属母公司所有者权益	8,746	9,486	10,508	11,685	毛利率	21.5%	22.0%	22.2%	22.2%
少数股东权益	587	675	762	860	净利率	10.8%	11.3%	11.7%	11.7%
所有者权益合计	9,333	10,162	11,271	12,545	ROE	10.9%	11.5%	12.1%	12.1%
负债和股东权益	25,480	26,338	29,394	32,025	ROIC	9.3%	12.4%	12.9%	13.3%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	63.4%	61.4%	61.7%	60.8%
					债务权益比	42.6%	24.7%	25.1%	21.9%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	1.4	1.5	1.6	1.6
经营活动现金流	1,352	-2,569	828	1,119	速动比率	1.3	1.0	1.1	1.1
现金收益	1,084	1,397	1,542	1,669	营运能力				
存货影响	173	-4,695	-800	-866	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营性应收影响	342	-363	-391	-749	应收账款周转天数	128	113	101	104
经营性应付影响	-647	1,046	1,030	779	应付账款周转天数	255	236	227	232
其他影响	400	47	-553	285	存货周转天数	106	191	273	274
投资活动现金流	-4,156	-35	-109	-33	每股指标 (元)				
资本支出	-440	-13	-13	-13	每股收益	0.59	0.68	0.79	0.88
股权投资	23	0	0	0	每股经营现金流	0.78	-1.49	0.48	0.65
其他长期资产变化	-3,739	-22	-96	-20	每股净资产	5.07	5.50	6.09	6.77
融资活动现金流	-750	-1,602	199	-193	估值比率				
借款增加	-1,122	-1,463	319	-80	P/E	16	14	12	11
股利及利息支付	-683	-469	-475	-478	P/B	2	2	2	1
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	7	6	5	5
其他影响	1,055	330	355	365					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。