

陕鼓动力(601369)

报告日期: 2024年10月26日

轴流压缩机龙头, 工业气体打开成长空间

——陕鼓动力点评报告

投资要点

- 公司为中国透平机械龙头, 2017-2023 年收入、归母净利润的复合增速分别为 17%、27%。公司以打造“世界一流智慧绿色能源强企”为目标, 目前已形成能量转换设备制造、能量转换系统服务、能源基础设施运营三大板块, 2023 年营收占比分别为 43%、34%、23%。由于下游需求主要为冶金、石化行业, 公司历史业绩具有明显的周期性, 2017 年以来公司业绩进入上升周期, 随着公司工业气体、分布式能源 EPC 快速拓展, 公司成长性逻辑逐步加强。
- 能量转换设备制造: 轴流压缩机龙头企业, 传统领域周期性较强, 压缩空气储能增长潜力强劲。1) 2012-2014 年公司轴流压缩机、离心压缩机、工业流程能量回收装置等核心产品的市占率分别 95%-100%、70%-81%、94%-100%, 下游以冶金和石化行业为主, 冶金行业主要受金属库存周期影响, 石化行业则主要受供需导致的油价影响, 二者均具有明显的周期性。2) 压缩空气储能是最有前途的非电化学的新型储能技术方向。根据观研天下, 中性情景下 2025 年、2030 年压缩空气储能累计装机量分别 6.76GW、43.15GW。公司作为轴流压缩机龙头, 将受益于空气压缩储能商业化与快速发展。
- 能量转换系统服务: 依托设备优势, 为企业实现节能环保、降本增效。公司能量转换系统服务主要包括分布式能源 EPC、工业服务等。公司面向企业用户提供全生命周期的系统服务, 提供安全环保、节能降本、创新创效、数字智能的系统服务解决方案, 并在临潼建设了全球首个能源互联岛运营中心。大量石油、钢铁企业选择陕鼓“能源互联岛”, 按照中国能源报报道, 某 550 万吨/年重油催化热裂解项目入园后, 能源利用率提升 3%-5%, 能源回收效率提升 8%-10%, 每年增加效益大于 1.2 亿元。
- 能源基础设施运营: 国产替代+业务外包助推工业气体需求增长, 子公司秦风气体依靠设备经验、客户资源构筑竞争优势。2023 年中国工业气体市场规模约为 2129 亿元, 同比增长 8%, 受益于国产化替代、工业气体外包和应用场景拓展, 根据亿渡数据预计: 2026 年中国工业气体市场规模将达 2842 亿元, 期间复合增速可达 10%。其子公司秦风气体 2023 年市场份额达到 1.6%, 已成为民族工业气体领跑者之一。公司发展工业气体核心竞争力: 1) 传统设备制造能力处于国际先进水平; 2) 设备、系统服务市场占有率较高、品牌影响力较强。
- 盈利预测及估值
预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.5、10.9、11.5 亿元, 同比增速 3%、4%、6%, 三年复合增速为 4%, 对应 PE 分别为 13.9、13.4、12.7 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示
下游行业景气度不及预期、业务相对集中风险、工业气体扩产放缓的风险、压缩空气储能设备招标低于预期。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 邱世梁
执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

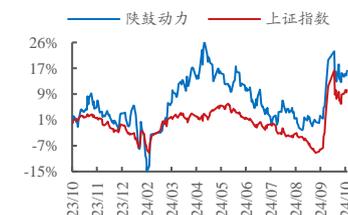
分析师: 王华君
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 孙旭鹏
执业证书号: S1230524080002
sunxupeng01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 8.45
总市值(百万元)	14,581.31
总股本(百万股)	1,725.60

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10143	10774	11654	12807
(+/-) (%)	-6%	6%	8%	10%
归母净利润	1020	1046	1087	1152
(+/-) (%)	5%	3%	4%	6%
每股收益(元)	0.59	0.61	0.63	0.67
P/E	14.3	13.9	13.4	12.7

资料来源: WIND, 数据截止 2024 年 10 月 25 日, 浙商证券研究所

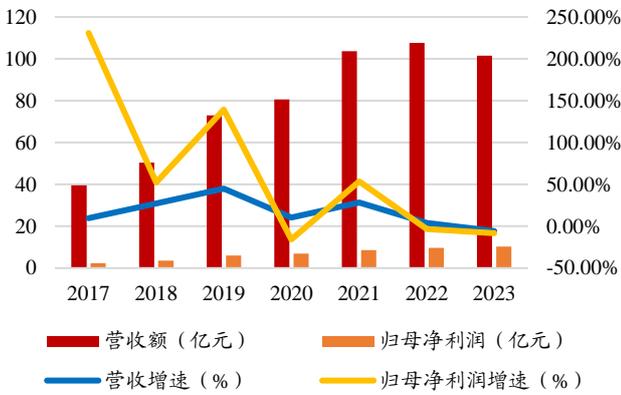
附录：公司及行业信息梳理

表1：公司 2024-2026 年 PE 估值略低于可比公司平均值

公司名称	市值 (亿元)	归母净利润				PE				ROE
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A
杭氧股份	228	12.16	11.95	14.59	17.37	18.8	19.1	15.6	13.1	14%
侨源股份	130	2.03	3.17	4.49	5.88	63.8	40.9	28.9	22.0	12%
东亚机械	45	1.63	2.14	2.72	3.40	27.3	20.8	16.4	13.1	13%
汉钟精机	107	8.65	9.55	10.64	12.14	12.4	11.2	10.1	8.8	26%
中密控股	76	3.47	4.03	4.70	5.42	21.9	18.9	16.2	14.0	14%
平均	117	5.59	6.17	7.43	8.84	28.8	22.2	17.4	14.2	16%
陕鼓动力	146	10.20	10.46	10.87	11.52	14.3	13.9	13.4	12.7	11%

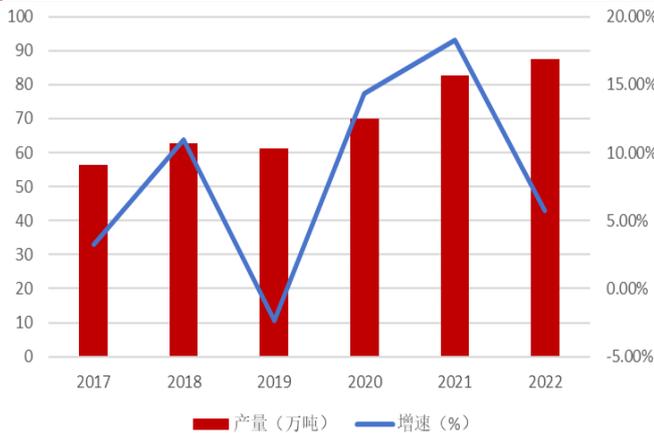
资料来源：WIND 一致预期，截止至 2024 年 10 月 25 日，浙商证券研究所

图1：2017-2023 年营收及归母净利润 CAGR 分别为 17%、27%



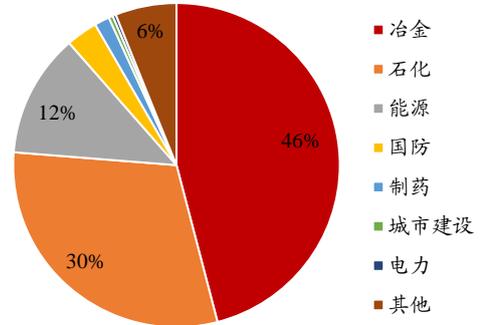
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：中国冶金设备产量 2019-2022 年 CAGR 为 9%



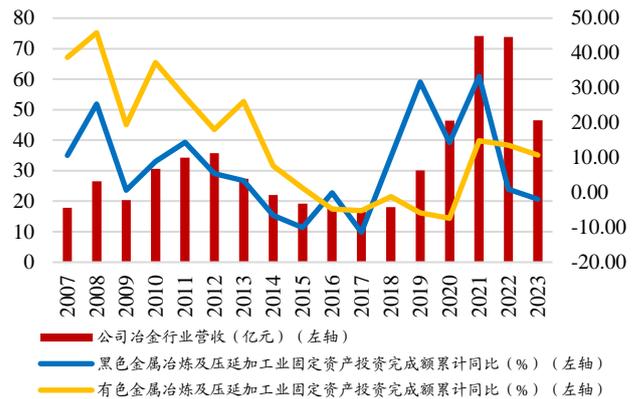
资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

图2：2023 年公司下游以冶金和石化行业为主



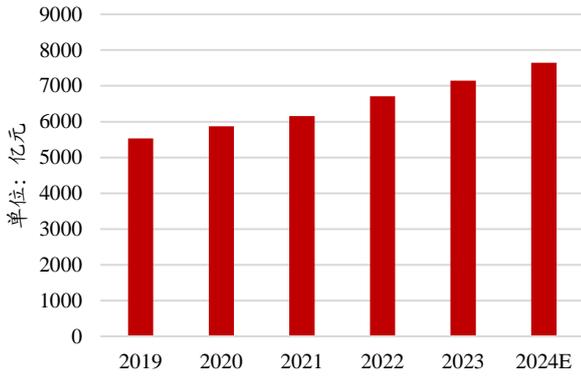
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：公司冶金行业营收和冶金行业固定资产投资额高度相关



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5: 中国石化设备行业 2019-2023 年市场规模 CAGR 为 8%



资料来源: 中商情报网, 浙商证券研究所

图6: 公司石化行业营收和滞后两年的炼化行业利润高度相关



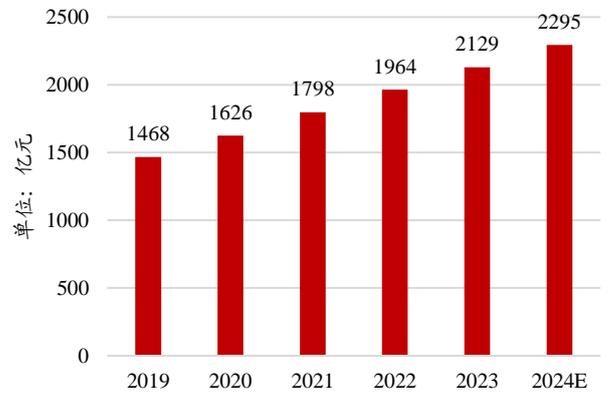
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 2017-2023 年中国节能服务产业总产值 CAGR 为 4%



资料来源: EMCA, 华经产业研究院, 浙商证券研究所

图8: 2019-2023 年中国工业气体市场规模 CAGR 为 10%



资料来源: 中商情报网, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	20702	23053	23024	23918
现金	10535	11227	10991	10960
交易性金融资产	890	1080	857	942
应收账款	4057	4636	4815	5436
其它应收款	57	67	76	78
预付账款	1143	1378	1413	1544
存货	2251	2473	2617	2885
其他	1770	2191	2255	2072
非流动资产	4778	5019	5284	5598
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	222	169	212	201
固定资产	2907	3138	3483	3849
无形资产	156	132	107	82
在建工程	229	200	190	143
其他	1264	1380	1292	1323
资产总计	25480	28072	28309	29516
流动负债	14678	16405	16593	17351
短期借款	1852	2071	2145	2023
应付款项	6850	7479	7986	8769
预收账款	122	59	77	103
其他	5855	6796	6385	6457
非流动负债	1469	1676	1182	1028
长期借款	972	1110	655	496
其他	496	565	527	532
负债合计	16147	18080	17775	18379
少数股东权益	587	666	748	835
归属母公司股东权益	8746	9325	9786	10303
负债和股东权益	25480	28072	28309	29516

现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1352	1939	1060	1341
净利润	1098	1125	1169	1239
折旧摊销	297	212	242	278
财务费用	(311)	33	14	(5)
投资损失	(10)	(35)	(34)	(26)
营运资金变动	(607)	786	(104)	222
其它	884	(181)	(228)	(367)
投资活动现金流	(4156)	(690)	(353)	(545)
资本支出	(153)	(405)	(555)	(580)
长期投资	23	54	(43)	11
其他	(4027)	(339)	245	24
筹资活动现金流	(750)	(557)	(942)	(827)
短期借款	(662)	219	75	(123)
长期借款	(1049)	138	(456)	(159)
其他	961	(913)	(562)	(545)
现金净增加额	(3554)	692	(236)	(31)

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10143	10774	11654	12807
营业成本	7963	8339	9044	9964
营业税金及附加	57	54	58	77
营业费用	266	269	291	320
管理费用	570	582	629	692
研发费用	277	269	291	333
财务费用	(311)	33	14	(5)
资产减值损失	(66)	(5)	(35)	(77)
公允价值变动损益	6	18	12	15
投资净收益	10	35	34	26
其他经营收益	66	69	57	64
营业利润	1337	1345	1394	1455
营业外收支	20	43	31	37
利润总额	1356	1388	1426	1493
所得税	258	264	257	254
净利润	1098	1125	1169	1239
少数股东损益	78	79	82	87
归属母公司净利润	1020	1046	1087	1152
EBITDA	1647	1637	1699	1784
EPS (最新摊薄)	0.59	0.61	0.63	0.67

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-6%	6%	8%	10%
营业利润	9%	1%	4%	4%
归属母公司净利润	5%	3%	4%	6%
获利能力				
毛利率	21%	23%	22%	22%
净利率	11%	10%	10%	10%
ROE	11%	11%	11%	11%
ROIC	9%	9%	9%	9%
偿债能力				
资产负债率	63%	64%	63%	62%
净负债比率	22%	19%	18%	16%
流动比率	1.41	1.41	1.39	1.38
速动比率	1.26	1.25	1.23	1.21
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.40	0.41	0.44
应收账款周转率	2.81	2.95	3.08	3.04
应付账款周转率	1.41	1.49	1.57	1.54
每股指标(元)				
每股收益	0.59	0.61	0.63	0.67
每股经营现金	0.78	1.12	0.61	0.78
每股净资产	5.06	5.40	5.67	5.97
估值比率				
P/E	14.29	13.94	13.41	12.66
P/B	1.67	1.56	1.49	1.42
EV/EBITDA	4.12	4.14	4.11	3.82

资料来源：WIND，数据截止 2024 年 10 月 25 日，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>