

2010年04月14日

——陕鼓动力（601369.SH）网上询价报告

建议申购

发行数据

网上申购上限:	8万股
网上发行价格:	15.5元
网上申购简称:	陕鼓动力
网上申购代码:	780369

报告作者:

低碳新能源组

组长: 赵心

职业证书: S0590210020005

联系人

滕亚兰

电话: 0510-82832380

Email: tengyl@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响,特此申明。

摘要:

- 陕鼓动力是国内透平风机行业中盈利能力最强的龙头企业。公司主要为冶金、石化、电力、环保、制药等国民经济的支柱产业提供透平机械系统问题解决方案及系统服务,主要制造产品包括透平压缩机组、工业流程能量回收装置、透平鼓风机组等三大类。公司盈利能力居风机行业榜首,是盈利能力最强的企业。
- 公司传统的透平机械业务受益冶金升级,需求不断增加。在节能减排的大背景下,冶金行业的压小上大结构性需求依然存在,且随着未来下游冶金行业的复苏,公司透平机械业务将会稳步增长。
- 工业气体未来增长空间巨大,公司涉入竞争优势明显。公司充分利用自身的技术实力、项目总承包的经验和长期以来的客户资源基础进入工业气体领域。我国工业气体规模大,未来需求发展空间巨大,且工业气体行业受宏观经济环境影响小于设备制造,因此,工业气体业务将成为公司未来持续增长的主要动力。
- 公司核心竞争优势明显。公司先进的商业模式和有效的激励机制,加上公司雄厚的核心技术实力,都是公司未来业绩持续健康发展的主要支撑优势,也是公司在行业内保持其龙头地位的必要条件。
- 预测10年、11年每股收益为0.49元和0.556元。我们预计公司10年和11年实现净利润分别为5.37亿元和6.08亿元,对应摊薄后EPS分别为0.491元和0.556元。
- 陕鼓动力最终发行价15.5元,发行市盈率40.22倍,发行市盈率较为合理,考虑到公司高于行业平均利润率的高盈利能力以及未来公司成长的确定性考虑,我们认为陕鼓动力值得投资,建议投资者进行申购。

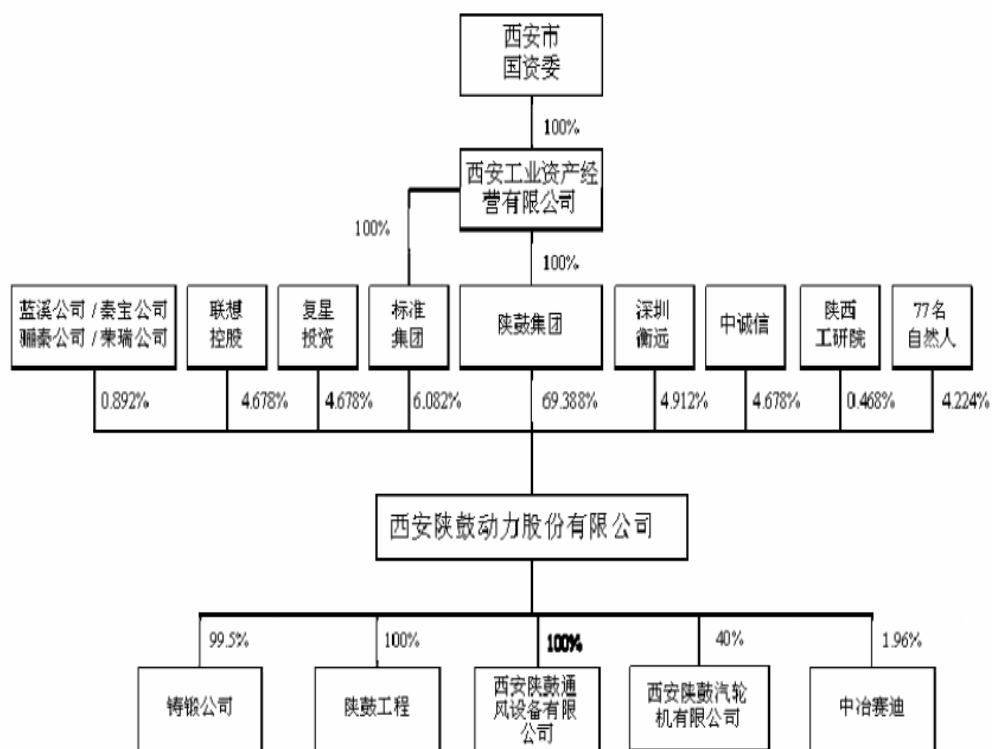
一、基本情况

1、公司简介及股权结构

公司是重大装备制造行业的龙头企业，是为冶金、石化、电力、环保、制药等国民经济的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。

公司实际控制人为西安市国资委，其拥有陕鼓动力的控股股东陕鼓集团的全资股东工业公司的全部股权。陕鼓动力的其他控股股东还包括标准集团、联想控股、深圳衡远、中诚信等8家企业以及77名自然人。陕鼓动力旗下拥有3家全资子公司和2家控股子公司。

图表1：发行人及控股股东股权结构图



资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

2、公司旗下子公司概况

公司旗下主要包括陕鼓工程、陕鼓通风和铸锻公司三家全资子公司，并且还控有西安陕谷汽轮机有限公司40%的股权以及控有中冶赛迪1.96%的股权。

图表2: 陕鼓动力子公司主要概况

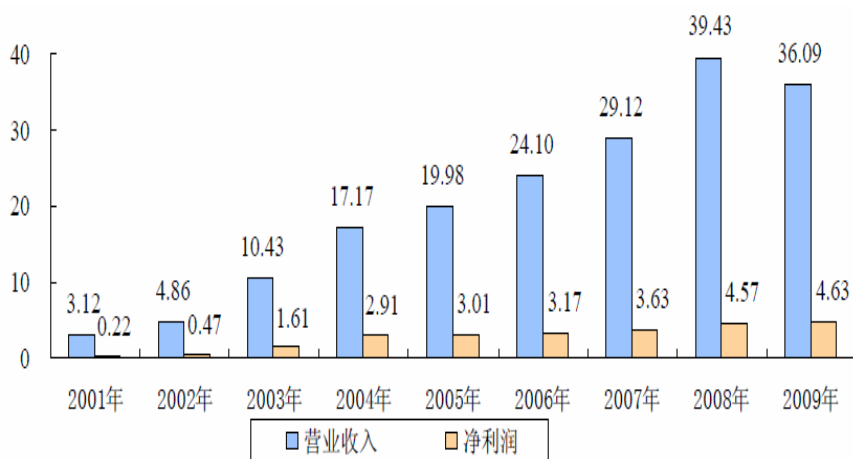
公司名称	主营业务范围	投资比例
陕鼓工程	透平机械技术开发及技术服务、透平装置、节能、循环经济、环保工程设计及工程造价; 机电设备安装、工程项目总承包及相关设备和材料的采购	100%
陕鼓通风	大型鼓风机、通风机及各种透平机械的开发、制造、销售、维修、服务; 各种通用(透平)机械设计、技术咨询、成套安装、调试、工程建设及设备安装	100%
铸锻公司	铸件、锻件加工, 铸件、锻件粗加工及金属件热处理、铸造、锻压、热处理设备备件加工, 铸造、锻造、热处理设备安装调试工程、铸造、锻造材料调剂	99.5%
陕鼓汽轮机	汽轮机及其辅助设备、备品、配件设计、生产, 批发、零售本公司产品, 中小型发电设备成套销售, 技术服务	40%
中冶赛迪	建设项目工程咨询, 工程设计, 对外承包工程, 施工图设计文件审查, 工程造价咨询, 建设项目环境影响评价等	1.96%

资料来源: 公司招股说明书 国联证券研究所

3、 公司主营不断升级 盈利能力逐渐增强

公司是行业内盈利能力最强的龙头企业。陕鼓动力凭借其技术和品牌优势, 通过从传统制造业务模式向工程总承包、系统集成业务模式的转变, 以及对市场需求的挖掘, 成为了行业内盈利能力最强的龙头企业。2008年公司营业收入远低于行业第一沈鼓, 但是利润总额却远远超过了沈鼓。公司营业收入和净利润增长迅速。

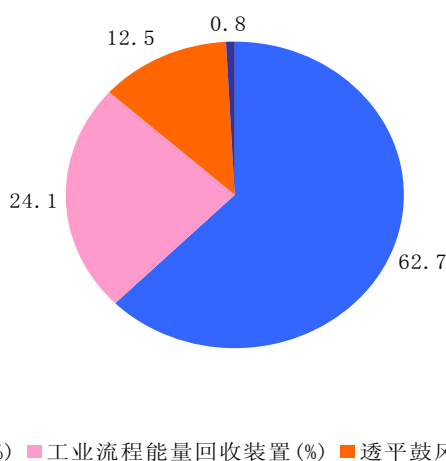
图表3: 公司01年到09年的营业业绩



资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

公司产品结构不断升级，收入结构不断优化。公司传统制造产品有透平压缩机组、工业流程能量回收装置、透平鼓风机组等三大类，且三大类产品在国内市场均拥有较高的占有率。公司在传统的制造单机和机组产品的基础上，逐渐向服务集成业务方面扩展，使得公司产品结构不断升级，增强公司盈利能力。且下游收入结构也在不断优化，对下游冶金和石化行业的依赖度逐渐减弱，公司同时在向电站、核电等领域扩展。

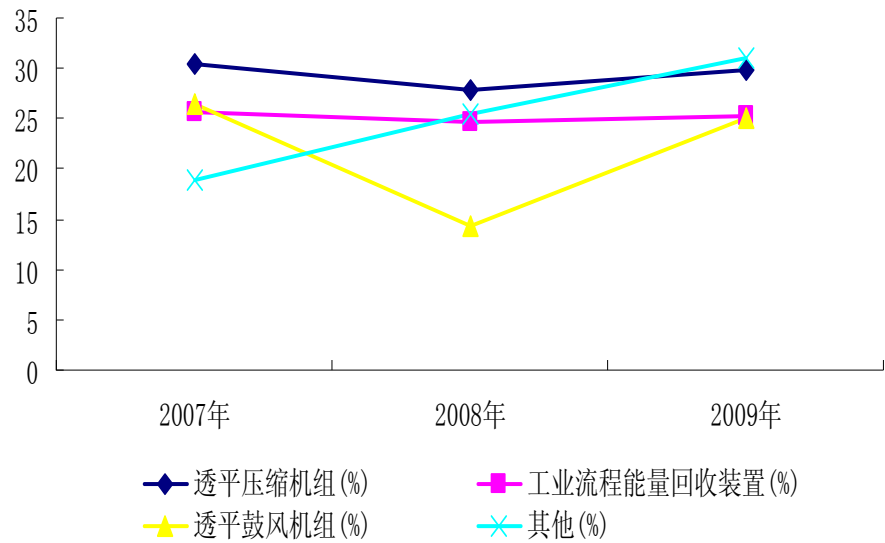
图表4：2009年公司主营构成



■ 透平压缩机组 (%) ■ 工业流程能量回收装置 (%) ■ 透平鼓风机组 (%) ■ 其他 (%)

资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

图表5：公司主营产品毛利率



资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

二、申购情况

股票简称	陕鼓动力	发行数量	109,251,349 股
发行价格	15.5 元/股	发行市盈率	40.22 倍 (发行后总股本)
网下配售数量	不超过 2184.94 万股	占本次发行比例	不超过 20%
网上发行	约 8740.2 万股	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2010 年 4 月 15 日	申购代码	780369
发行方式	网下配售+网上定价发行	申购简称	陕鼓动力
最近三年	2009	2008	2007
每股收益 (摊薄)	0.47 元	0.46 元	0.57 元

数据来源：公司公告

三、公司主营业务分析

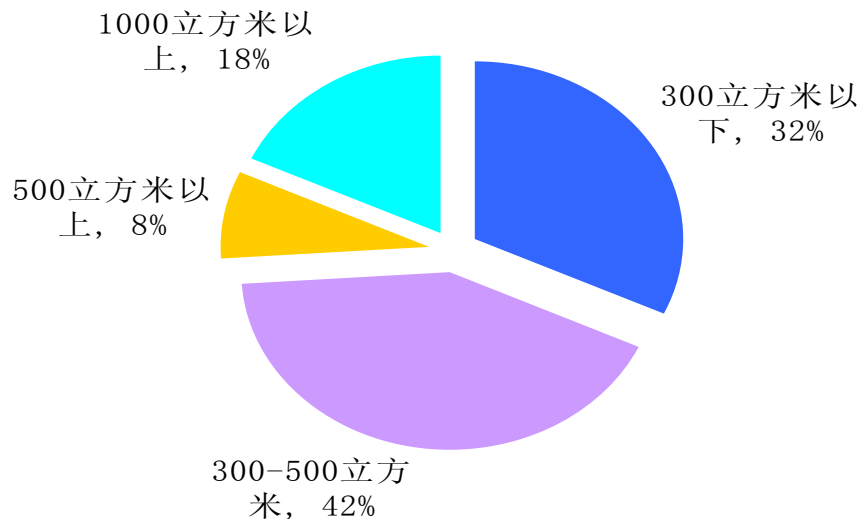
(一) 传统制造业务受益下游需求增长

1、透平机将受益冶金行业的升级与调整

受益下游冶金行业的升级和调整，公司新签订单逐渐回升。公司透平压缩机主要应用在冶金和石化行业，08年受金融危机影响，冶金和石化等下游需求大幅降低，直接导致公司08年开始，公司新签订单下降。但从09年

下半年开始公司新签订单的需求逐渐回升。订单的回升一方面是受益于下游行业需求的回暖的影响，另一方面受益国家淘汰落后产能政策的影响，促使下游钢铁等冶金行业的升级和结构调增，增加了先进产能的投放。2005年由发改委发布的《钢铁产业发展政策》和2009年初由国务院发布的《钢铁产业结构调整 and 振兴规划》实施细则，均要求钢铁工业尽快实施产业布局调整、加快节能减排等新技术的应用以及淘汰落后产能。国家规划2010年年底淘汰300立方米以下高炉5340万吨，20吨以下转炉、电炉产能320万吨；2011年年底，再淘汰400立方米及以下高炉、30吨及以下转炉和电炉，相应淘汰落后炼铁能力7200万吨、炼钢能力2500万吨。从更长远角度看，未来还将会继续淘汰1000立方米及以下的高炉，而1000立方米以下的高炉占目前总产能的60%以上，因此，我国淘汰落后产能市场空间依然存在，从未来冶金行业向大型化高端设备方向发展的角度考虑，落后产能的淘汰将为我重大技术装备类风机行业带来重大的发展机遇，公司作为行业内的龙头企业，无疑将受益下游行业需求增长。公司2010年1-3月份的新签订单达到了17亿元，目前在手订单总额总计达到了72亿元。

图表7: 我国冶金高炉保有量的结构分布



资料来源: 公司招股说明书 国联证券研究所

2、 能量回收装置未来发展稳定

冶金、石化行业的固定资产投资的迅速增长，拉动能量回收透平装置试产需求的增长。公司的能量回收装置主要包括高炉煤气余压回收透平发电装置 (TRT)，此外还有部分硝酸装置。“十五”以来，国内冶金、石化等重大流程工业的固定资产投资迅速增长，09年末钢铁行业固定资产投资在建项目

规模高达22.6万亿元，较2008年增长了55%；另外，石化和化工行业发展迅速，我国原油加工量在08年年底较01年增长了62.94%，其他化工产品增幅均很大。因此，下游钢铁和石化行业的不断发展，为公司能量回收透平装置提供了广阔的需求市场空间。

安装能量回收装置的经济效益也催生了未来需求市场的增长。国内钢厂在安装了TRT的经济效益非常明显，在没有安装TRT之前，一般钢铁企业都会对高炉运转时产生的高温高压的煤气通过减压阀组减压后再利用，在这个过程中损耗了大量的能量。TRT产品是专门针对高炉煤气的余压余热进行回收利用，并转化为机械能推动发电机发电，并减少一氧化硫、二氧化硫等尾气的排放和噪音污染。从目前已安装TRT的鞍钢和韶钢来看，安装TRT系统后产能的经济效应还是很明显的，鞍钢在安装一套TRT装置后，每天节省成本15万-16万元，韶钢安装TRT后每年产生的经济效益达5300万元，因此，安装能量回收装置较高的经济效益也将催生更多的钢铁企业安装TRT。另外，国家政策规定未来新建的大型高炉都必须安装TRT也在一定程度上保证TRT的未来市场需求的稳定增长。

3、鼓风机和通风机市场规模大，未来需求保持适度增长

鼓风机和通风机是市场需求量最大，竞争最激烈的行业。“十五”期间，我国市场需求量最大的风机产品是鼓风机、通风机等一般功能性风机。从下游行业来看，鼓风机、通风机用途广泛、下游行业分散，受特定行业周期波动影响较小。“十一五”期间，我国煤炭工业将继续保持适度的增长。国家规划建设以500处矿井、98个矿区为主的13个大型煤炭生产基地，加速培育和发展若干个大型煤炭骨干企业和企业集团。此外，我国在未来几年将投资建设一些污水处理项目和大型干法水泥生产项目，加大对落后污水处理及落后水泥生产线的改造。总体来讲，在我国宏观经济持续发展的形势下，鼓风机与通风机等一般功能性风机产品的市场需求将保持适度增长。陕鼓动力在鼓风机和通风机业务方面未来也能平稳增长。

（二）工业气体前景广阔 公司优势明显

1、工业气体市场规模大

工业气体行业规模较大，涉及下游行业广阔。为工业企业的生产和制造提供工业气体的行业统称为工业气体行业。工业气体是使用空分装置对空气进行分离后生产出的直接产品，工业气体主要包括氢气、氮气、氧气、一氧化碳、二氧化碳和氦气、氩气、氪气、氙气等稀有气体。工业气体是工业生

产的基础，下游行业主要包括冶金、石油化工、煤化工等，并逐步应用于机械、电子、航空航天等新兴产业的生产过程，在国防建设和医疗卫生领域也发挥着重要作用。

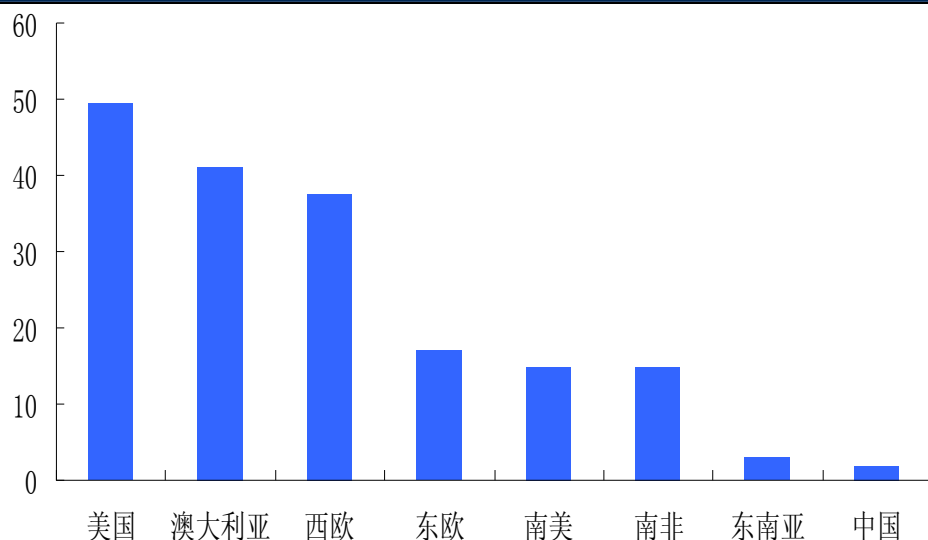
图表8 工业气体概况

	市场份额	主要分销方式	主要下游用户
大气分离气体			
氮气	25%	2/3管道、1/3气罐	33%化工、24%炼油、13%电子、11%金属、5%食品、14%其他
氧气	27%	管道、气罐、现场	49%金属、25%化工、6%气焊、4%医疗、2%造纸
氩气	9%	气罐	43%气焊、35%金属、4%电子、4%照明
合体气体			
氢气	12%	现场	68%炼油、22%化工、2%金属、2%玻璃
二氧化碳	12%	管道、气罐、现场	食品饮料、灭火、医疗、电子等
乙炔	8%	管道、气罐、现场	金属、化工、玻璃、医疗
稀有气体			
氦气	4%	气罐	金属、航天、化工、医疗
氟气、氙气	3%	气罐	照明、电子、医疗、航天

资料来源：Cryogas International 国联证券研究所

国内工业气体快速增长，未来行业发展空间巨大。根据SAI报告统计，在最终用户市场的带动下中国工业气体市场实现了快速增长，2000年到2008年年均符合增长率高达23%，2008年工业气体市场达47亿美元。预计2010年将达到57亿美元，远期预测2015年将达到86亿美元，年均符合增长率为9%。而中国工业气体市场占全球市场份额也将从08年的9.2%上升至2015年的11.4%。从我国人均工业气体消耗情况看，与其他国家相比，我国人均工业气体用量小，未来发展空间更大。因此未来国内工业气体行业发展潜力巨大，公司选择涉足工业气体领域就是抓住了行业的发展机会，工业气体业务将成为公司未来主要利润增长点。

图表9：各国工业气体人均消费量



资料来源：Linde 国联证券研究所

2、公司在工业气体领域拥有核心竞争优势

公司进入工业气体领域核心竞争优势明显。公司是国内空分的主要设备供应商，在设备制造领域具有很强的核心竞争优势。此外，从单机的生产到机组成套，到工程总承包、融资服务，公司进入工业气体服务领域也是产业链的自然延伸。公司在工业气体领域具有以下核心竞争优势：

- 设备制造能力强：国际大型优秀工业气体供应商林德集团、法液空集团均是从空分设备制造开始，之后延伸进入工业气体行业并取得成功。陕鼓动力在国内空分压缩机组领域已经取得了相当比例的市场份额，拥有多套空分机组业绩。而空分压缩机是工业气体公司最核心的空分装置的主要设备，在该设备上的生产优势为公司进入工业气体领域奠定了良好的基础。
- 服务能力强：公司成立了工业服务支持中心，通过远程在线监控设备运行，服务能力强。此外，通过银行、信托、上市以及自有资金等为客户提供融资服务，而其他小型设备制造企业难以提供融资服务。
- 项目经验丰富：多年从事大型设备成套、工程总承包业务，在工程总承包项目管理上具有丰富的经验。
- 客户资源丰富：长期服务与冶金、石化等行业，产品质量和企业信誉得到客户认可，客户资源丰富。

目前，公司已经签订了金石和陕化两个工业气体服务项目，还有若干项目即将签订，预计2011年以后，公司的工业气体业务将会出现大幅增长，成为公司未来主要利润增长点。

四 公司主要竞争优势分析

1、先进的商业模式

先进的商业模式促使公司拥有了远高于行业平均水平的盈利能力和竞争力。公司提出了“从单一产品供应商向动力成套装备系统解决方案商和系统服务商转变，从产品经营向品牌经营转变”的“两个转变”的战略经营思路，使公司从以风机产品销售为主营的企业逐步转变为透平机械的系统集成商和服务商，由提供空分用压缩机的企业转变为提供工业气体的服务商。这种经营模式与美国GE、德国西门子、林德、法国法液空等国际透平企业的经营模式更为接近，一方面，不断扩大了公司的市场份额；另一方面，为公司带来了增值利润。

2、有效的激励机制

通过核心技术人员持股建立长期有效的股权激励机制有利公司长期发展。核心人员持股将公司的管理团队、技术人员和业务骨干的长期利益与公司捆绑，良好的激励机制和风险分担机制将有利于公司的长期发展。

3、优秀的管理团队

优秀的管理团队进行有效经营，促就了公司强的盈利能力。公司的管理团队具有丰富的行业背景和从事风机技术研发、生产和经营管理的经验。核心管理层多数成员拥有二十年以上的行业经验和对本公司的经营管理经验，能够深入了解行业的发展趋势和市场需求方向，准确定位公司的战略发展目标。将公司成功进行业务转型，对公司进行了有效经营后，公司的销售收入、利润大幅增长，而在职工不断下降，从而使得公司人均利润迅速增长。

4、营销优势

优秀的营销模式为公司打开了多个市场领域。公司于2003年提出了以“专业化销售、工程成套、建立战略合作伙伴关系”为主要内涵的“陕鼓模式”市场营销战略。公司横向从以冶金行业为主导市场，向石化、空分、通用环保等专业市场发展；纵向从以主机为主，向工程成套发展；市场区域从国内市场向国际市场发展。

5、技术实力领先

公司拥有高端产品的研制能力，技术已达国际先进水平。在轴流压缩机和能量回收透平装置领域，公司已经能够为5000立方米高以上高炉提供配套，在大型空分用压缩机领域，已经拥有6万立方米/时等级的设计能力。公司通

过引进、消化吸收和自主研发，主导产品的技术实力已经达到国际先进水平。

公司不断加入研发投入，进一步提升公司研发能力。公司拥有强大的研究团体，在研发方面，公司投入力度增长迅速，近三年里，公司研究开发费用复合增长率达到56%。

五、募投项目

陕鼓动力此次募集资金将主要用于大型透平装置成套产业能力提升与优化项目、石家庄金石空分装置工业气体项目、陕西陕化空分装置工业气体项目。

图表10 陕鼓动力募投项目

项目名称	项目总额	募集投资额
大型透平装置成套产业能力提升与优化项目	99,600	30,000
石家庄金石空分装置工业气体项目	42,175	42,175
陕西陕化空分装置工业气体项目	51,070	51,070
合计	192,845	123,245

资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

六、盈利预测

假设条件：下游冶金石化行业复苏需求符合预期，工业流程能量回收装置业绩增长超过30%以及工业气体项目投产和服务业务市场有一定增；公司毛利率基本保持稳定。基于以上假设，我们预计陕鼓动力2010年和2011年实现营业收入42.22亿元和50.67亿元，实现净利润分别为5.37亿元和6.08亿元，对应摊薄后EPS分别为0.491元和0.556元。

图表11：公司盈利预测

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入（百万）	3,943.07	3,609.15	4222.71	5067.25
营业成本	3,500.99	3,118.05	3082.58	3648.42
营业税金及附加	17.62	15.98	18.71	22.60
销售费用	111.68	95.82	111.90	141.88
管理费用	404.27	439.44	464.50	608.07
财务费用	-40.69	-70.67	-84.45	-91.21
资产减值损失	52.14	26.72	42.23	50.67
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	60.74	21.66	30.00	0.00
营业利润	502.82	512.76	617.25	706.81

营业外收入	11.74	31.65	0.00	0.00
营业外支出	0.36	6.36	0	0
利润总额	514.21	538.04	617.25	706.81
所得税	57.33	75.18	80.24	98.95
净利润	456.87	462.87	537.01	607.86
少数股东损益	0.03	0.07	0.00	0.00
归属母公司净利润	456.84	462.8	537.01	607.86
每股收益（元）	0.417	0.423	0.491	0.556

资料来源：国联证券研究所

七、风险因素

（1）过度依赖冶金行业的风险

陕鼓动力下游行业主要集中在冶金和石化行业上，而冶金行业的收入占比达到60%，对冶金行业的依赖度较高，受下游行业景气度影响较深。

（2）海外市场开拓风险

公司计划在海外设立办事处，加强海外市场部的销售力度，公司将开发俄罗斯、中东、中亚市场，由于公司产品在国际上知名度不高，海外市场营销经验还存在一定的不确定性。

（3）钢材价格上涨风险

公司的外购件和外购协件占营业成本的80%之多，钢材价格的涨价将直接影响公司的盈利能力。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。