

公司研究

新股研究

建议询价区间：15.30 - 17.85 元

风机行业的龙头企业

—陕鼓动力(601369)新股研究

核心观点

询价结论：

我们预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.51 元、0.57 元。公司属于机械行业的重大装备制造企业，目前此类上市公司 2010 年预测市盈率在 25-35 倍。考虑到公司所处细分行业，及其行业地位和成长性等因素，我们认为其 2010 年 PE 在 30-35 倍间较为合适。以公司 2010 年每股收益 0.51 元计算，公司的合理股价应为 15.30-17.85 元，建议投资者按合理价位申购。

主要依据：

公司专注于透平压缩机组、工业流程能量回收装置和透平鼓风机组等各种透平机械及系统的开发、制造、成套销售和服务。近年来，公司加大对系统技术与关联技术的研究、开发和应用，公司通过以主导产品为核心的成套技术和设备为客户提供系统集成和系统服务的完整解决方案。

重大技术装备类风机市场是风机产品的高端市场，重大技术装备类风机技术含量高，结构复杂，制造精度要求高，设计制造的难度大。目前，我国重大技术装备类风机市场中的主要企业有德国曼透平公司、日本三井、美国 GE、德国西门子、公司和沈鼓。

公司未来的发展策略为进一步加强系统集成总承包、售后维修服务、以及新产品推广的能力和收入，从而逐步将公司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。

风险提示：

公司可能面临以下风险：1、市场风险；2、管理风险。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	3,943	3,609	4,331	4,807
同比增速(%)		-8.47%	20.00%	11.00%
净利润(百万)	457	463	556	620
同比增速(%)		1.30%	20.21%	11.40%
EPS(元)		0.47	0.51	0.57

基础数据

总股本(万股)	109251
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	84.73
每股净资产(元)	2.64
建议询价区间(元)	15.30-17.85

研究员 李元

电话：010-84183369

Email：liyuan@guodu.com

执业证书编号：S0940207080086

联系人 周红军

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1：本次发行基本情况

公司名称	西安陕鼓动力股份有限公司
公司简称	陕鼓动力
发行地	上海
发行日期	2010-04-15
申购代码	601369
发行股数（万股）	10925
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本（万股）	109251
每股盈利（2009 年）	0.47
发行后全面摊薄每股收益（2009 年）	0.42
发行前每股净资产（元）	2.64

资料来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2、公司基本情况

公司自设立以来，专注于透平压缩机组、工业流程能量回收装置和透平鼓风机组等各种透平机械及系统的开发、制造、成套销售和服务。近年来，公司加大对系统技术与关联技术的研究、开发和应用，公司通过以主导产品为核心的成套技术和设备为客户提供系统集成和系统服务的完整解决方案。

重大技术装备类风机市场是风机产品的高端市场，重大技术装备类风机技术含量高，结构复杂，制造精度要求高，设计制造的难度大。目前，我国重大技术装备类风机市场中的主要企业有德国曼透平公司、日本三井、美国 GE、德国西门子、公司和沈鼓。国内其他企业在该市场所占的份额很小。

德国曼透平公司、日本三井、美国 GE、德国西门子的产品主要有轴流压缩机、离心压缩机、汽轮机等，在中国市场销售的主要产品为大型轴流压缩机和离心压缩机。公司和沈鼓是我国重大技术装备类风机骨干制造企业。

3 竞争优势分析

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。公司的主导产品轴流压缩机、能量回收透平和空分压缩机市场 2008 年占有率分别为 90%、80%和 65%以上。公司在行业中的竞争优势如下：

1、商业模式优势

“十五”初期以来，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、营销优势

公司于 2001 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。

3、人力资源优势

公司具有丰富的人才储备，截至 2009 年 12 月 31 日，公司内部享受国务院政府津贴的突出贡献专家 10 人，省市突出贡献专家 27 人，教授级高级工程师 27 人，研究员级专家 38 人，机械工业突出贡献技师 11 人，行业技术能手 37 人，并聘请社会各类专家 10 余人和专业的专家团队。1993 年集团公司被首批认定为国家级技术中心，2004 年国家人事部批准在公司设立博士后科研工作站及国家劳动保障部批准的高技能人才（机电专业）培训基地。

4、核心技术优势

公司是风机行业最早实现系统集成技术的企业，具有系统技术的优势。多年来，公司在流程技术开发和系统集成上积极开展国际合作，提升了公司系统技术的综合能力，与此同时公司通过大力开展产学研相结合的基础研究和技术开发实现了系统技术的持续创新。

公司具有工业流程关联技术优势，建立了世界唯一的 TRT 工艺流程试验台，模拟进行高炉顶压的高精度稳定性控制研究；在行业首家研制的旋转机械远程在线监测及故障诊断技术已在 60 家客户得到应用。

公司具有主机技术优势，拥有门类齐全的国际先进的主机技术，其中引进消化吸收后再创新的轴流压缩机技术和自主研发的能量回收透平装置达到国际先进水平，具有高效节能和降噪环保特点，在国民经济重大技术装备领域得到广泛应用。通过与国外先进公司合作制造和自主研发并行研制的离心压缩机技术和离心鼓风机技术采用三元流先进技术设计和 CFD 流场分析，在煤化工、石油化工、冶金等领域普遍应用，技术达到国内先进水平，其中空分用压缩机技术达到国际先进水平。

4、募集资金投向

公司未来的发展策略为进一步加强系统集成总承包、售后维修服务、以及新产品推广（如大型空分用压缩机、大型轴流压缩机、大型离心压缩机）的能力和收入，从而逐步将公司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。另外，本次募集资金投资项目的实施将形成公司新的利润增长点，为公司的稳定发展奠定坚实基础。

表 2：公司本次募集资金投向的项目

项目名称	拟投入资金（万元）
大型透平装置成套产业能力提升与优化项目	99600
石家庄金石空分装置工业气体项目	42175
陕西陕化空分装置工业气体项目	51070
合计	192845

资料来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

5、盈利预测

表 3：盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	394,307	360,915	433,098	480,739
营业收入	394,307	360,915	433,098	480,739
营业总成本	350,099	311,805	371,209	412,014
营业成本	295,598	261,074	313,289	347,751
营业税金及附加	1,762	1,598	1,917	2,128
销售费用	11,168	9,582	11,499	12,764
管理费用	40,427	43,944	52,733	58,534
财务费用	(4,069)	(7,067)	(8,480)	(9,413)
资产减值损失	5,214	2,672	250	250
其他经营收益				
公允价值变动净收益				
投资净收益	6,074	2,166	2,500	3,000
营业利润	50,282	51,276	64,389	71,725
加：营业外收入	1,174	3,165	400	450
减：营业外支出	36	636	90	100
利润总额	51,421	53,804	64,699	72,075
减：所得税	5,733	7,518	9,058	10,090
净利润	45,687	46,287	55,642	61,984
减：少数股东损益	3	7	10	12
归属于母公司的净利润	45,684	46,280	55,632	61,972
每股收益	0.46	0.47	0.51	0.57

资料来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

6、估值定价及申购建议

公司属于机械行业的重大装备制造企业，目前此类上市公司 2010 年预测市盈率在 25-35 倍。考虑到公司所处细分行业，及其行业地位和成长性等因素，我们认为其 2010 年 PE 在 30-35 倍间较为合适。以公司 2010 年每股收益 0.51 元计算，公司的合理股价应为 15.3-17.85 元，建议投资者按合理价位申购。

7、风险提示

市场风险：虽然节能环保是大势所趋，但公司的下游行业大多具有周期性。2008 年以来，受到全球经济危机的影响，宏观经济的景气度下降，下游行业的投资减少也会影响公司的市场开发。

管理风险：随着公司加大固定资产的投资力度及兼并收购，公司的资产规模、人员规模、产品种类、经营规模和经营区域的迅速扩张，对公司管理层提出了更高的要求。随着经营规模的不断扩张，公司将面临未来跨越式增长带来的管理风险。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			