

深度报告

机械设备

工业机械

陕鼓动力(601369)

谨慎推荐

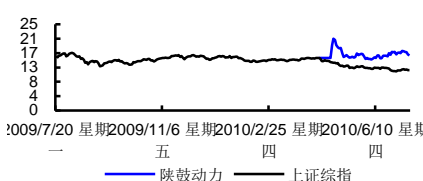
昨收盘: 16.59 元

2010年7月20日

本报告的独到之处

- 对透平机械的市场容量和竞争格局进行分析
- 对公司新兴业务的发展给予分析

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	1,092.51/87.40
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	17,818.90/1,425.53
上证综指/深圳成指	2,424.27/9,806.64
12 个月最高/最低 (元)	21.20/15.04

财务数据

净资产值(百万元)	2,734.39
每股净资产(元)	2.50
市净率	6.52
资产负债率	69.06%
息率	

相关研究报告:

分析师: 余爱斌

SAC 执业证书编号: S0980207060202

电话: 0755-82133400

E-mail: yuab@guosen.com.cn

联系人: 陈玲

电话: 0755-82130646

E-mail: chenling2@guosen.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, 特此声明。

首次覆盖

战略转型中的透平机械龙头

● 陕鼓动力为国内轴流式透平机械龙头, 多项细分市场份额超 80%

公司主营透平压缩机组、工业流程能量回收装置、透平鼓风机组等, 主要应用领域为冶金和石化。公司主要产品的市场份额都非常高, 如轴流式压缩机 80%、空分用压缩机 65%、工业能量回收装置中 TRT82%、三合一四合一机组 90%。09 年实现收入 36 亿, 综合毛利率 27.7%。

● 传统透平机械设备业务成长速度或将放缓

公司现有主营产品市场需求主要来自冶金、化工等下游产业新建产能, 整体增长空间有限; 同时, 行业竞争格局相对稳定, 公司在主打细分产品市场份额已极高, 而向其他细分产品领域渗透的难度也较大。综合而言, 公司传统业务成长空间有限。

● 透平系统服务、工业气体、污水处理将引领公司战略转型

公司规划未来 5 年内实现系统服务、能源基础设施服务与透平设备三足鼎立的业务架构。我们认为, 公司的透平服务业务, 3~5 年有望达 15 亿元空间, 参考国外透平企业经验, 8~10 年后服务销售额将与设备销售收入持平, 达 40 亿元。工业气体领域中, 陕鼓具有压缩机制造经验、现金充裕等优势, 两个大型石化项目的中标显示了陕鼓进军工业气体的决心。污水处理的研发尚属初期, 技术仍有待市场检验, 但由于有西安市政府的支持, 或成为未来的爆发增长点。

● 预计 10~12EPS 为 0.53、0.65、0.74 元, 给予“谨慎推荐”评级

预计公司 10~12 年 EPS 为 0.53、0.65 和 0.74 元/股, 复合增长 20%, 对应 PE 为 31X、25X、22X。我们认为, 公司传统业务的市场空间虽然有限, 但是管理层在良好的股权激励条件下具备突破自我、创新求变的精神, 较早地为企业转型开始了铺垫, 目前, 透平系统服务、气体项目已经初具雏形, 将在未来三年内快速增长, 此外, 污水处理领域在研发和推广方面都打下了基础, 可能成为未来爆发增长的突破口。因而, 给予“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,943.07	3,609.15	4,576	5,394	6,304
(+/-%)	35.41%	-8.47%	26.8%	17.9%	16.9%
净利润(百万元)	456.84	462.80	579	708	806
(+/-%)	25.80%	1.30%	25.1%	22.3%	13.9%
每股收益(元)	1.07	0.47	0.53	0.65	0.74
EBIT Margin			13.4%	14.2%	14.5%
净资产收益率 (ROE)	17.66%	17.82%	12.1%	13.2%	13.3%
市盈率 (PE)	15.26	34.65	31.3	25.6	22.5
EV/EBITDA			35.3	29.4	26.0
市净率 (PB)	2.69	6.18	3.79	3.37	2.99

投资摘要

估值与投资建议

预计公司 10~12 年 EPS 为 0.53、0.65 和 0.74 元/股，复合增长 20%，对应 PE 为 31X、25X、22X。公司传统业务的市场空间虽然有限，但是管理层在良好的股权激励条件下具备突破自我、创新求变的精神，较早地为企业转型开始了铺垫，目前，透平系统服务、气体项目已经初具雏形，将在未来三年内快速成长，此外，污水处理领域在研发和推广方面都打下了基础，可能成为未来爆发增长的突破口。因而，给予“谨慎推荐”评级。

核心假设或逻辑

(1) 透平压缩机组 2010 年增长 15%，11 年、12 年的销售增速逐年放缓至 8%；(2) 工业流程能量回收装置的增长高峰为 2010 年和 2011 年，后续将出现下滑；(3) 公司的工业气体项目将在 2011 年、2012 年分阶段顺利投产；(4) 透平系统服务及其他新业务在未来三年将有 40%~50% 的较快增速。

与市场预期的差异之处

市场认为，陕鼓动力在透平系统服务、工业气体等新领域的拓展将使公司迅速进入高成长阶段。而我们认为，公司整体业绩短期较难出现高速增长，平稳增长的可能性较大。

首先，公司现有透平设备的业务增长或将放缓。逻辑有四点：第一，透平设备主要用于冶金、石化新建产能时的需求，而这两个行业的固定资产增速将放缓；第二，轴流式压缩机是气体压缩机中的一个细分品种，与往复式压缩机、离心式压缩机、螺杆式压缩机原理、结构、应用领域都不同，而沈鼓作为高压离心压缩机和往复式压缩机的龙头，与陕鼓都能在各自的领域独霸，却很难进入对方的市场。因而，陕鼓很难进入其他压缩机产品的领域；第三，全球来看，行业的领先企业不仅生产轴流、离心、往复式压缩机，也生产泵、汽轮机、压力容器等相关设备，具备向客户提供全套动力系统解决方案的能力，而以目前国内的竞争状况，陕鼓很难发展成这样的全能选手；第四，全球领先的透平机械企业的透平机械销售额也只有 40~50 亿人民币，并不比目前陕鼓大很多，表明透平机械的市场容量可能非常有限。

第二，公司新业务目前占比较小，要替代传统业务成为公司最主要的板块仍需要一个较长的过程。透平机械服务方面，我们认为公司 3~5 年能实现的收入大约为 15 亿，公司或需要 8~10 年才能够实现 40 亿左右的服务收入规模。工业气体领域，公司具有现金充裕等方面的优势，可以分享工业气体市场的广阔空间，但到 2012 年，预计工业气体的收入为 5~6 亿元，占总收入比重仍比较小。污水处理方面，公司仍处于研发阶段。

但是，我们认为，公司的管理层激励机制充分，具有管理创新的能力、突破自我的魄力和长远的战略眼光，而且公司新兴业务的市场空间十分广阔，长期前景看好，因而公司的长期发展值得密切关注。

股价变化的催化因素

(1) 新接订单超出预期；(2) 工业气体、污水处理等新兴业务有突破性进展

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、传统透平机械增速放缓低于预期;
- 2、新业务增速低于 40%;

内容目录

投资摘要	2
内容目录	4
图表目录	4
陕鼓动力：国内轴流式透平机械龙头	5
主营透平压缩机组、工业流程能量回收装置、透平鼓风机组等	5
技术领先，在多项细分市场份超 80%	6
传统透平机械业务成长速度或将放缓	7
轴流式透平机械主要运用于冶金、石化新增产能，增长或放缓	7
轴流式压缩机与其他种类压缩机的差异较大，拓展新应用领域较难	7
全球领先透平企业的收入规模并不大，显示市场空间有限	9
布局服务、工业气体、水处理，以期战略转型	11
规划未来 5 年，系统服务、能源基础设施与透平设备三足鼎立	11
透平服务：短期有望达 15 亿元空间，长期或与设备销售收入相仿	12
工业气体：分享气体市场的广阔空间，与杭氧相比优势劣势并存	12
污水处理：市场前景广阔，但仍处于研发阶段，技术有待市场检验	14
短期增长稳定，长期值得关注，谨慎推荐	15
短期业绩稳定增长，预计 10~12 年的复合增长为 20%	15
激励到位，管理优秀，公司的发展可长期持续关注	15
10~12 年 EPS 预计为 0.53、0.65 和 0.74 元/股，给予“谨慎推荐”评级	16
附表 1：财务预测与估值	17
国信证券投资评级	18
免责条款	18

图表目录

图 1：陕鼓动力产品线	5
图 2：2007~2009 陕鼓动力的分产品销售收入	5
图 3：2009 年陕鼓动力主营业务收入的产品构成	5
图 4：2009 年陕鼓动力主营业务收入的行业构成	6
图 5：2007~2009 年陕鼓动力分产品毛利率	6
图 6：GE Oil/Gas 产品线	10
图 7：公司发展战略与规划	11
表 1：陕鼓动力市场份额	6
表 2：风机按压力大小和价值量范围分类	8
表 3：压缩机按结构特点分类	8
表 4：沈鼓与陕鼓在细分产品市场的占有率	9
表 5：陕鼓服务项目与收入预计	12
表 6：陕鼓服务项目收入测算	12
表 7：陕鼓与杭氧的工业气体项目	13
表 8：陕鼓与杭氧的工业气体项目收益率比较	14
表 9：分项业务预测	15

陕鼓动力：国内轴流式透平机械龙头

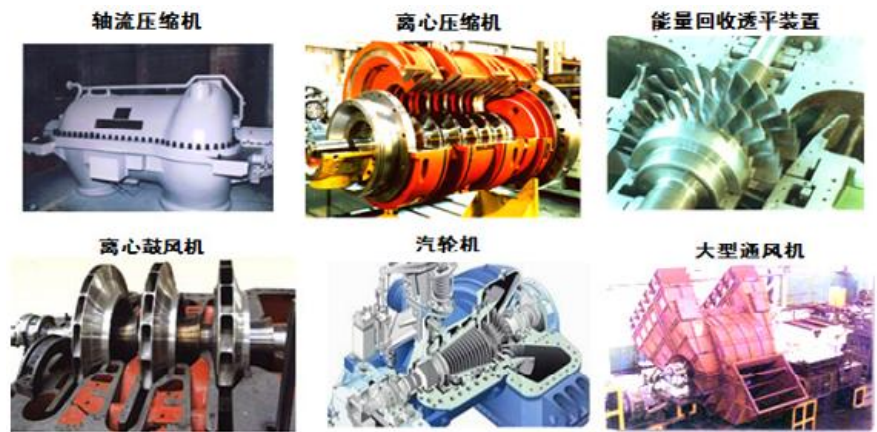
主营透平压缩机组、工业流程能量回收装置、透平鼓风机组等

陕鼓动力主营产品为透平压缩机组、工业流程能量回收装置、透平鼓风机组等，主要应用于冶金、石化、电力、环保、制药等行业。

透平是外来语 turbine 的音译技术名词，它泛指具有叶片或叶轮的动力机械，如透平压缩机、汽轮机、透平膨胀机、燃气轮机等。

工业流程能量回收装置是将流程工业中产生的具有一定压力和温度的废气的能量转换成机械能进行发电的一种装置，包括透平、发电机、联轴器、润滑油系统、阀门组、控制系统等机器或系统的集成。

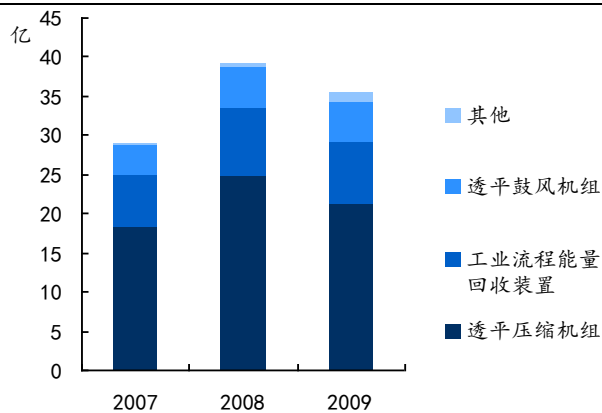
图 1：陕鼓动力产品线



资料来源：国信证券经济研究所

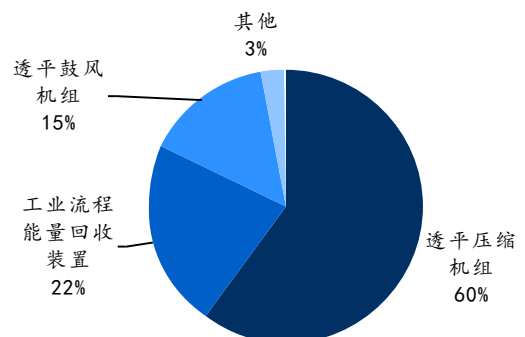
公司 07~09 年的收入分别达到 28.8 亿、39.1 亿 35.4 亿，其中以透平压缩机组为主，09 年实现 21 亿收入，占总收入比重为 60%。

图 2：2007~2009 陕鼓动力的分产品销售收入



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

图 3：2009 年陕鼓动力主营业务收入的产品构成

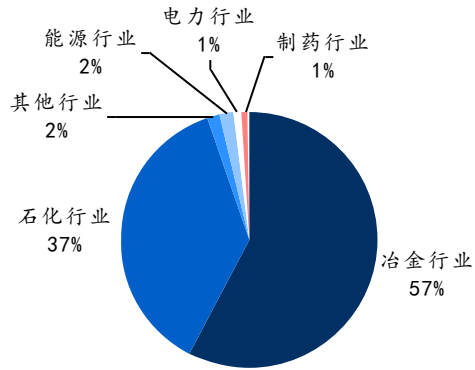


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

公司产品主要应用在冶金行业，多年占比超 50%，目前逐步加强石化行业的开拓，减少对冶金行业的依赖。

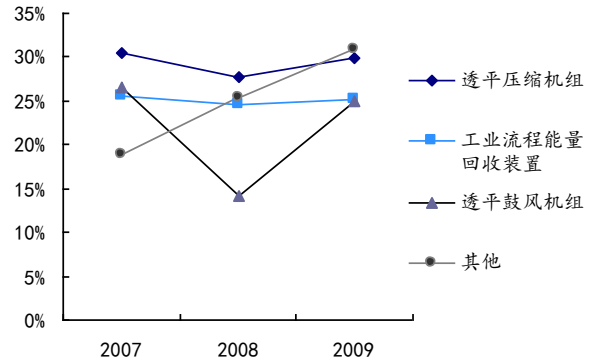
公司过去三年的综合毛利率为 28.7%、25.2%和 28.1%。

图 4：2009 年陕鼓动力主营业务收入的行业构成



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

图 5：2007~2009 年陕鼓动力分产品毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

技术领先，在多项细分市场份额超 80%

公司技术水平领先，尤其在轴流压缩机、空分用压缩机和工业流程能量回收装置中市场份额领先。透平压缩机组中的 AV100-17 型轴流压缩机、工业流程能量回收装置中的高炉煤气余压透平机组和 50MW 煤气联合循环发电 CCGP 装置先后分别荣获国家科学技术进步二等奖。

表 1：陕鼓动力市场份额

产品类别	细分产品	2008	2007	2006
透平压缩机组	AV90 及以上轴流压缩机	80%	90%	50%
	AV80 及以下轴流压缩机	96%	96%	98%
	空分用压缩机 (主要是 RIK)	65%	70%	32%
工业流程能量回收装置	TRT	82%	70%	78%
	三合一、四合一机组	90%	80%	100%

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所

传统透平机械业务成长速度或将放缓

轴流式透平机械主要运用于冶金、石化新增产能，增长或放缓

轴流压缩机的应用领域并不多，主要应用场合有：

1、冶金行业：高炉鼓风机及离心风机改造，燃烧高炉煤气燃气蒸汽联合循环发电装置 CCGT 煤气加压机；2、炼油行业：500 万吨以上催化裂化装置主风机；3、大型空气分离设备；4、PTA；5、硝酸；6、大型风源风洞实验装置；7、大型液化天然气装置；8、电站增压流化床燃气蒸汽联合循环发电装置（PFBC-CC）主风机。

上述应用的下游行业新增产能及新的固定资产投资增速上升的可能性逐步减少。以石化领域为例，假设一年新投产两座 500 万吨以上大型炼油催化裂化装置、三套大型 PTA 基地、5 套大型硝酸生产基地，则对应的轴流透平机械、三合一、四合一透平机组的需求大约为 10~15 亿。而目前陕鼓在石化行业的销售额约为 13 亿。其他一些应用或者也难带来大幅度的新增需求。

TRT 机组市场需求方面，目前国内钢铁企业高炉已配置和已订货的 TRT 机组共有 253 套，除去部分年久淘汰的高炉及国家宏观调控政策要求淘汰 300m³ 以下高炉，从目前掌握的情况来看还有 160 余座高炉未配置 TRT 机组。2006~2009 年，陕鼓平均每年约销售 TRT 机组 70 台套，则剩余的 160 座高炉将支持陕鼓 TRT 领域销售两~三年。预计两、三年后，TRT 机组的需求将等待国际市场的开发。

轴流式压缩机与其他种类压缩机的差异较大，拓展新应用领域较难

轴流式压缩机是风机中一种较为细分的产品。总体而言，风机是一种将机械能转变为气体的能量，用来给气体增压与输送气体的机械，是各种流体过程工艺中起到“心脏”作用的装备，包括化肥、石油工业、生物化工、制药、农药染料、食品、炼油、轻工、热电、核工业、公用工程、冶金、环境等。

根据压力大小的不同和运转形式的不同，风机应用的领域迥然不同。

按照出口压力大小分类，可以分为通风机（0~15kPa）、鼓风机（15~200kPa）和压缩机（>200kPa）。这三种风机的价值差异非常大。陕鼓所生产的风机主要是风机行业中技术含量最高，单机价值含量最大的风机：压缩机；此外也有部分鼓风机。

表 2: 风机按压力大小和价值量范围分类

风机大类	风压	典型价格范围	生产公司	风机分类	2009 年销售单价	
通风机	0 ~ 15kPa	<10 万元	南风股份	工业民用建筑类	0.32	万元
			南风股份	核电类	2.5	万元
			南风股份	公路隧道地铁	3.9 ~ 4.6	万元
			金通灵	通用离心风机	5.8	万元
鼓风机	15 ~ 200kPa	10 ~ 200 万元	金通灵	大型离心风机	49	万元
			金通灵	高压离心风机	63	万元
			陕鼓动力	透平鼓风机	172	万元
透平压缩机	>200kPa	>200 万元	陕鼓动力	透平压缩机	1413	万元

数据来源: 国信证券经济研究所

按照压缩机结构特点分类, 则可以分成往复式结构和旋转式结构, 往复式结构的特点是压比高、流量小, 而旋转式的结构特点是压比低、流量大。旋转式结构中又可以划分为回转式(典型为螺杆压缩机)、叶轮(透平)式; 叶轮(透平)式的压缩机又可以按照气体的流向分为离心压缩机和轴流压缩机。

陕鼓最为擅长的是轴流式压缩机, 市场份额超 90% 以上, 同时也生产部分的离心压缩机, 但不生产往复式和螺杆式的压缩机。

表 3: 压缩机按结构特点分类

	往复式结构	旋转式结构		
	压比高、流量小	回转式	叶轮(透平)式	叶轮(透平)式
	往复式压缩机	螺杆压缩机	离心压缩机	轴流压缩机
最大压力	3500bar	45bar	200bar	25bar
流速范围(万立方米/小时)	1	4	0.2 ~ 45	15 ~ 120
压力比	-	-	60	12
最大功率	7000kw	3000kw	50000kw	90000kw
优点	简单易维护、压力比大	结构紧凑	高压、大功率	高效率、高流速、大功率
缺点	占地体积大 流量小	维护复杂 流量小	造价高 压力比低	造价高 压力比低

数据来源: 国信证券经济研究所

离心压缩机与轴流压缩机的应用场合有相通之处, 主要区别在于离心压缩机适用于高压的环境, 而轴流压缩机虽无法适用于超高压, 但适用于对效率要求较高的环境(轴流压缩机的工作效率比离心式的高 10%, 同时造价也更高)。

轴流压缩机以冶金应用为主, 而离心压缩机主要应用于石化领域, 尤其在乙烯、丙烯生产过程中起到主机的核心作用。国内的沈鼓集团是生产高压离心压缩机领域的龙头。

由于陕鼓和沈鼓在各自的细分市场中领先优势明显, 陕鼓擅长轴流压缩机, 沈鼓擅长高压离心压缩机和往复式压缩机, 双方都为我国冶金石化关键装备的国产化作出了重要的贡献, 但同时, 双方都很难进入对方垄断的领域。

表 4: 沈鼓与陕鼓在细分产品市场的占有率

	细分产品	市场占有率
沈鼓	军工行业核动力潜艇主泵和往复压缩机	70%
	石化行业往复压缩机	80%
	化肥往复压缩机	60%
	高压离心压缩机	80%
陕鼓 (2008 年)	AV90 及以上轴流压缩机	80%
	AV80 及以下轴流压缩机	96%
	空分用压缩机 (主要是 RIK)	65%
	TRT	82%
	三合一、四合一机组	90%

数据来源: 国信证券经济研究所

全球领先透平企业的收入规模并不大, 显示市场空间有限

经历了不断地并购重组后, 国外大型透平压缩机制造商形成了由 GE Oil/Gas、EBARA、MAN TURBO、SIEMENS、MHI、DRESSER-RAND 等几大集团主导的格局。

参对国外压缩机制造企业的发展, 陕鼓未来透平机械可发展的空间似乎并不吸引人。

首先, 全球领先的压缩机制造企业的透平机械销售规模并不大。

MAN TURBO 2009 年收入仅为 13.9 亿欧元, 其中不仅包括透平机械, 也包括螺杆压缩机、汽轮机、膨胀机和售后服务等。DRESSER-RAND 的 2009 年透平机械销售额大约仅为 45 亿人民币 (收入为 23 亿美元, 其中 55% 为设备销售, 45% 为售后服务, 而 55% 的设备销售中透平压缩机的销售仅占到 53.4%)。因而, 就透平压缩机的设备销售而言, 全球几大压缩机巨头并不比陕鼓 30~40 亿元的收入规模大很多, 可见, 透平压缩机设备本身的市场容量较为有限。

另一方面, 国内的竞争格局不利于陕鼓像国外竞争者那样发展成全能型的动力解决方案提供商。

在行业集中度不断加大的背景下, 各大压缩机制造企业变得更为全能, 业务范围涵盖了与压缩机相关的主要辅助机械, 不但生产离心压缩机、轴流压缩机、往复压缩机等各种压缩机, 同时也设计制造汽轮机、燃气透平甚至电机。这种更完整的设计制造能力将为客户提供更完善的全套动力解决方案。下图显示了 GE Oil/Gas 非常完整的产品线。

但陕鼓目前只在轴流压缩机领域占有绝对领先的地位, 其他涉足的领域如离心压缩机、控制系统、汽轮机等产品规模 and 市场份额都较小, 此外还有大量的领域没有涉足, 如往复式压缩机、螺杆式压缩机、泵、反应器等。

图 6: GE Oil/Gas 产品线



资料来源: 国信证券经济研究所

除了压缩机领域陕鼓与沈鼓划“江”而治，国内的汽轮机制造也是另有龙头——杭州汽轮机厂。陕鼓只是在近几年才开始自己设计制造汽轮机。在这种状况下，陕鼓、沈鼓的产品线与国外压缩机制造企业相比都较为狭窄，各自的发展都容易受到局限。

目前，沈鼓、陕鼓目前都在资本运作上动作频频，沈鼓引入了中石化、中石油作为战略投资者，陕鼓与上鼓签订了收购的框架协议，这虽有利于两者拓展产品线，但是，两者在透平机械领域的天然分割将继续影响双方的发展空间。

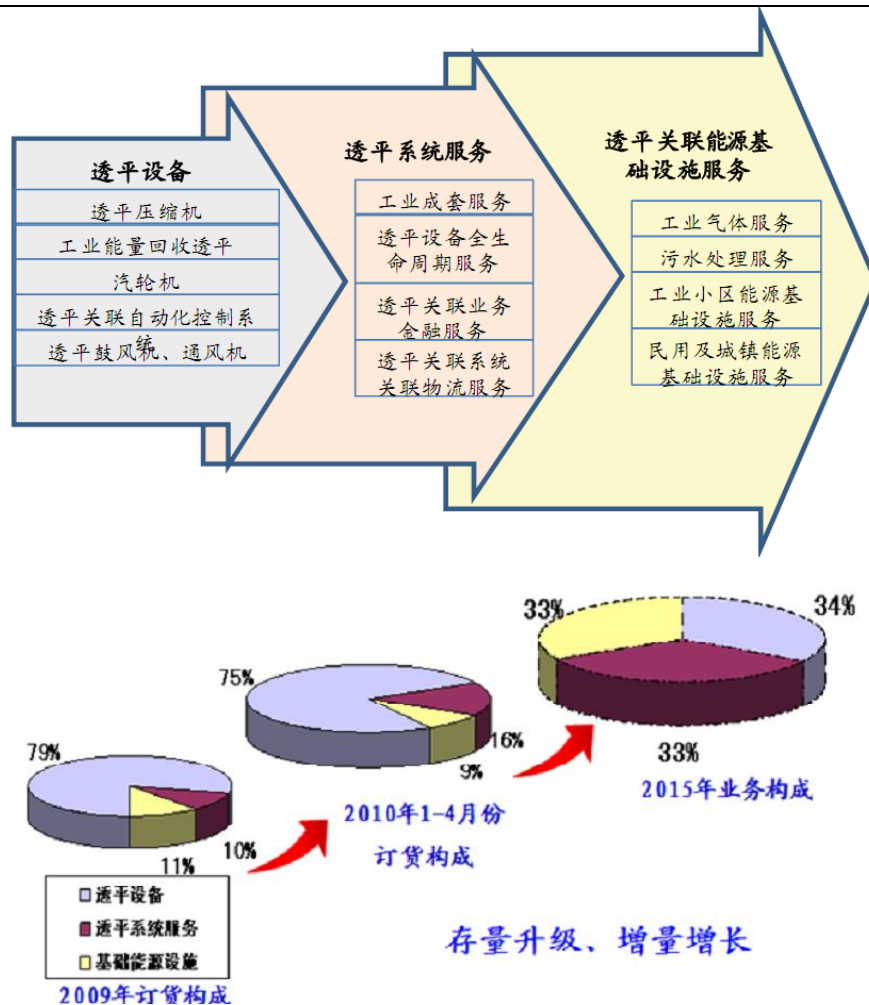
布局服务、工业气体、水处理，以期战略转型

规划未来 5 年，系统服务、能源基础设施与透平设备三足鼎立

在上述背景下，陕鼓正在努力拓展新的领域，主要包括两大部分，第一是透平系统服务，第二是透平关联能源基础设施服务，包括工业气体、水处理、向居民小区提供热、电、水综合能源供应方案等。公司计划到 2015 年实现透平设备、透平系统服务和透平关联能源基础设施服务各占三分之一。

我们认为，公司转向服务与新兴领域的动作体现了管理层的战略眼光和突破自我的魄力，然而，处于转型期的公司要在 2015 年前实现这一蓝图将面临诸多不确定性。

图 7: 公司发展战略与规划



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

透平服务：短期有望达 15 亿元空间，长期或与设备销售收入相仿

一台透平机械的寿命长达 20~30 年，更新需求市场很少，但透平机械的叶轮寿命为 50000 小时，约为 6~8 年，密封材料、轴瓦等均为易耗品，这带来了大量的备品备件需求，此外，作为在恶劣工矿下高速运转的动设备，透平机械的动平衡测试、控制系统升级、润滑、除垢等服务需求也很多。

基于上述需求，公司提出了全生命周期监测与服务的理念，通过延伸服务内容来扩大服务占收入的比重。

中期而言（3~5 年），公司可能实现的服务项目及收入预计为 11~15 亿元，相对于 09 年 3 亿，年复合增长率为 30%~60%。

表 5：陕鼓服务项目与收入预计

服务项目	年收入（基于目前已销售设备规模估计）
钢铁行业轴流压缩机的叶片维护	4.1 亿
高炉余压回收透平的叶片维护	2 亿
密封材料、轴瓦等备品备件	1 亿
代理进口设备的改造、维修安装、翻新	千万元
旋转机械润滑油	千万元
自动喷药除垢实现在线清洗	千万元
控制系统等	3~4 亿
远程故障诊断系统	千万元
合计	11~15 亿

数据来源：国信证券经济研究所

长期而言（8~10 年），因为我们发现，全球领先的透平机械公司大部分服务与设备销售的规模相仿，因而预计公司未来的服务收入有望达到 40 亿元。目前，中国的存量透平机械量不大，年龄也非常年轻，陕鼓从 2000 年到 2009 年已经销售的设备存量大约为 186 亿元，假设 10~18 年陕鼓平均每年销售 45 亿元的设备，则到 2018 年陕鼓销售的设备存量达到 591 亿元，再假设每 100 元设备销售将带来后续 7% 的年服务收入，则总共将带来年 41 亿元的服务收入。敏感性分析测算显示，2018 年，陕鼓的服务收入有望达到 35 亿元~51 亿元。

表 6：陕鼓服务项目收入测算

2018 年陕鼓的服务销售规模		设备销售 100 元带来的每年对应的服务需求比例				
		5%	6%	7%	8%	9%
2010~2018 年	40	27	33	38	44	49
均设备销售假设	45	30	35	41	47	53
(亿元)	50	32	38	45	51	57
	55	34	41	48	55	61

数据来源：国信证券经济研究所

工业气体：分享气体市场的广阔空间，与杭氧相比优势劣势并存

陕鼓的空气压缩机是生产工业气体的空气分离设备的主要设备之一，借助在空分设备用压缩机领域的市场地位（全国空气分离设备用压缩机的市场占有率达到 70%），陕鼓开始进入工业气体领域。陕鼓并不具备空分设备的制造能力，因而需

要向空分设备制造商购买除压缩机以外的空分设备,随后由自己负责空分设备的运营维护,并实现气体销售。

关于工业气体市场的前景、竞争格局以及核心竞争力方面的研究可以参考我们 2010 年 6 月 28 日《杭氧股份深度报告》。

需要补充的是冶金、石化客户将制气外包的动力何在:从气体运营项目的 ROE 测算来看,基本都达 30%之高,这样高的投资回报率下,冶金、石化客户为什么要把制气流程外包呢?其中最主要的原因是,自有制氧部门状况下的气体运营是不专业且不具备规模效应的。对于专业气体公司,一支专业的维护队伍可同时面对多个项目的服务,而企业内部自产气体则在维护成本、维护效率上远远不如专业气体公司,其自投项目的 ROE 就会大大降低。这也是气体外包成为无可阻挡的趋势的最重要的推手。

陕鼓进入工业气体市场的动力来自于:工业气体市场广阔、增长稳定,气体运营模式能为公司带来稳定现金流,陕鼓对空分设备中的大型空气压缩机的制造和维护十分熟悉,在冶金、石化领域有一定的客户基础。

目前,陕鼓已经签订了陕化和金石两个大型气体运营项目,下表同时列出了陕鼓与竞争对手杭氧已签项目基本情况。

表 7: 陕鼓与杭氧的工业气体项目

		杭氧			陕鼓	
		吉林气体项目	河南气体项目	济源钢铁项目	陕化项目	金石化肥项目
新建项目制氧量	立方米/小时	2*25000	20000	25000	2*40000	2*40000
总项目制氧量	立方米/小时	50000	33600	50000	80000	80000
新建项目总投资	万元	33421	13600	-	51,070	42,175
设备投资	万元	21723	8089	-	39900	32000
收入(不含税)	万元	26928	15316	-	21,142	28,779
利润总额	万元	5045	1851	-	6,189	5,916
供气时间		第一期 2010 年 9 月开始供气,第二期 2011 年 10 月开始供气	2009 年开始供气	-	2011 年 6 月开始供气	第一期投产供气不晚于 2010 年 12 月 31 日,第二期投产供气不晚于 2011 年 12 月 31 日

数据来源:公司公告、国信证券经济研究所

从内部财务收益率而言,杭氧的两个项目略高于陕鼓。我们认为其中的原因可能有两方面,第一,陕鼓在投标过程中压低了价格,第二,陕鼓不具备设备制造能力,因而设备投资要高于杭氧。从收入/总投资和设备投资/制氧量两个指标来看,杭氧单位投资产生的收入明显高于陕鼓,且产生单位制氧量所需要的设备投资额也略高于陕鼓。

表 8: 陕鼓与杭氧的工业气体项目收益率比较

	杭氧		陕鼓	
	吉林气体项目	河南气体项目	陕化项目	金石化肥项目
内部财务收益率	15.90%	15.90%	13.90%	12.40%
收入/总投资	81%	113%	41%	68%
设备投资/制氧量	0.43	0.40	0.50	0.40

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所

因而，若要比比较陕鼓和杭氧在进入气体领域的优势和劣势，则我们认为，陕鼓的优势在于现金充沛（账面 50 个亿）且领导层具有较强的战略眼光，杭氧的优势则在于具备空分设备制造能力所带来的成本优势、交货期优势、维护优势和客户对品牌信赖度的优势。

污水处理：市场前景广阔，但仍处于研发阶段，技术有待市场检验

2009 年，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”，针对污水处理及资源化的工程技术问题进行专门研究和开发。陕鼓在临潼厂区边建立了一座占地 110 亩的陕鼓生态园，并在职工住宿区建立了污水处理中心。

公司进军污水处理领域得到了西安市相关部门的支持，在 2009 年 4 月 24 日，陕鼓集团与西安市发改委、临潼区、周至县、商南县、勉县签订了总额超过 25 亿元的污水处理项目合作意向书。不过直到目前，这些合作意向尚未落实成真正的订单，陕鼓的污水处理工艺研究还有待进一步成熟。但是，这将有可能成为公司未来的爆发增长点，其进展需要进一步观察。

短期增长稳定，长期值得关注，谨慎推荐

短期业绩稳定增长，预计 10~12 年的复合增长为 20%

陕鼓目前在手订单达到 70 亿元（不包括工业气体项目），将有力保障公司未来两年的业绩。

随着传统设备市场进入成熟阶段，新兴业务快速成长，公司未来三年的收入结构将出现较大的变化。透平设备服务、工业气体、其他新兴业务将从目前占比小于 5% 提高到 2012 年的 30%，而传统业务增速将逐步放缓。

10~12 年，综合毛利率将保持平稳，并小幅提高，原因是服务、工业气体等项目的毛利率略高于原来的设备销售的毛利率。

表 9：分项业务预测

分项业务预测	2008	2009	2010E	2011E	2012E
透平压缩机组					
销售收入（百万元）	2478	2120	2437	2681	2896
增长率	37.0%	-14.5%	15.0%	10.0%	8.0%
工业流程能量回收装置					
销售收入（百万元）	844	784	862	949	854
增长率	21.5%	-7.2%	10.0%	10.0%	-10.0%
透平鼓风机组					
销售收入（百万元）	554	533	587	645	742
增长率	54.0%	-3.7%	10.0%	10.0%	15.0%
透平机械服务					
销售收入（百万元）			500	700	1000
增长率				40.0%	42.9%
工业气体项目					
销售收入（百万元）				210	500
增长率					138.1%
其他业务					
销售收入（百万元）	67	172	190	208	313
增长率	36.3%	157.9%	10.0%	10.0%	50.0%
营业收入	3,943	3,609	4,576	5,394	6,304
增长率	35.4%	-8.5%	26.8%	17.9%	16.9%
毛利小计	987	998	1,275	1,515	1,788
增长率	18.2%	1.1%	27.7%	18.8%	18.0%
综合毛利率	25.0%	27.7%	27.9%	28.1%	28.4%

数据来源：国信证券经济研究所

激励到位，管理优秀，公司的发展可长期持续关注

陕鼓一直在不断地做“减法”，将一些非核心的部门逐步剥离，例如将铸造车间、设备维护等工作进行了外包。公司虽是典型的机械制造企业，但是其固定资产从 2000 年初的 24% 占比下降到目前的 9%，同时，账上的现金大幅增加，募集资金后，现金量接近 50 亿元。轻资产模式下，公司变得更为灵活，抗风险的能力也得到加强，为公司投入精力于加强服务环节打下了良好的基础。

轻资产模式的另一面是对外协、外包工作的高效率管理,从目前的运营情况看,公司在供应链管理、质量控制方面表现良好,体现了出色的管理能力。

另外,陕鼓采取金融合作的方式进行销售,与多家银行达成战略合作伙伴关系,与部分具有良好信用水平的客户签订产品销售金融合作协议。此销售模式有利于公司开拓市场并与客户保持良好的关系,对于公司拓展现有业务和拓展重投资的工业气体业务是相当重要的尝试。

由于公司管理层具备优秀的管理能力,而且新拓展的业务市场空间广阔,因而,公司的长期发展值得关注。

10~12年EPS预计为0.53、0.65和0.74元/股,给予“谨慎推荐”评级

预计公司10~12年的EPS为0.53、0.65和0.74元/股,三年复合增长率为20%,对应16.3的股价PE为31倍、25倍和22倍。

我们认为,公司传统业务的市场空间虽然有限,但是管理层在良好的股权激励条件下具备突破自我、创新求变的精神,较早地为企业转型开始了铺垫,目前,透平系统服务、气体项目已经初具雏形,将在未来三年内快速成长,此外,污水处理领域在研发和推广方面都打下了基础,可能成为未来爆发增长的突破口。因而,给予“谨慎推荐”评级。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	3098	5419	6052	7006	营业收入	3609	4576	5394	6304
应收款项	2148	2507	2955	3454	营业成本	2611	3301	3878	4516
存货净额	1065	1235	1444	1681	营业税金及附加	16	20	24	28
其他流动资产	1101	1373	1618	1891	销售费用	96	130	153	179
流动资产合计	7474	10595	12131	14094	管理费用	439	511	574	670
固定资产	739	1355	1617	1715	财务费用	(71)	(73)	(74)	(53)
无形资产及其他	201	193	185	177	投资收益	22	22	22	22
投资性房地产	52	52	52	52	资产减值及公允价值变动	(27)	(27)	(27)	(27)
长期股权投资	7	10	14	17	其他收入	0	0	0	0
资产总计	8473	12205	13998	16055	营业利润	513	681	833	960
短期借款及交易性金融负债	177	200	200	200	营业外净收支	25	0	0	0
应付款项	2614	3294	3853	4485	利润总额	538	681	833	960
其他流动负债	3009	3852	4484	5223	所得税费用	75	102	125	154
流动负债合计	5800	7346	8538	9909	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	20	20	20	20	归属于母公司净利润	463	579	708	806
其他长期负债	56	56	56	56					
长期负债合计	76	76	76	76					
负债合计	5875	7421	8613	9984					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	2597	4783	5385	6070					
负债和股东权益总计	8473	12205	13998	16055					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	463	579	708	806
资产减值准备	(25)	29	1	14
折旧摊销	79	110	145	169
公允价值变动损失	27	27	27	27
财务费用	(71)	(73)	(74)	(53)
营运资本变动	77	752	290	376
其它	25	(29)	(1)	(14)
经营活动现金流	645	1469	1169	1378
资本开支	(37)	(774)	(426)	(300)
其它投资现金流	463	0	0	0
投资活动现金流	423	(778)	(430)	(304)
权益性融资	0	1693	0	0
负债净变化	20	0	0	0
支付股利、利息	(443)	(87)	(106)	(121)
其它融资现金流	409	23	0	0
融资活动现金流	(437)	1629	(106)	(121)
现金净变动	631	2320	634	954
货币资金的期初余额	2468	3098	5419	6052
货币资金的期末余额	3098	5419	6052	7006
企业自由现金流	504	611	658	1011
权益自由现金流	933	695	721	1056

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.47	0.53	0.65	0.74
每股红利	0.45	0.08	0.10	0.11
每股净资产	2.64	4.38	4.93	5.56
ROIC	16%	45%	-162%	-139%
ROE	18%	12%	13%	13%
毛利率	28%	28%	28%	28%
EBIT Margin	12%	13%	14%	14%
EBITDA Margin	15%	16%	17%	17%
收入增长	-8%	27%	18%	17%
净利润增长率	1%	25%	22%	14%
资产负债率	69%	61%	62%	62%
息率	2.7%	0.5%	0.7%	0.7%
P/E	35.2	31.3	25.6	22.5
P/B	6.3	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	42.2	35.3	29.4	26.0

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
		廖喆	021-60933162	岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高宇	0755-82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张旭	010-66026340
				蔺晚熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周琦	0755-82133568	刘洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑云	021-60875163
				毛甜	021-60933154
交易策略					
戴军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戡	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				黎敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				徐冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn