

循环经济第一鼓，成长动力无限

研究结论

- **把握产业政策灵魂升级营运模式。**陕鼓动力是国内风机行业的领军企业，主要产品涵盖透平压缩机组、工业流程能量回收装置和透平鼓风机组等，下游涵盖冶金、石化、煤化工等重工业领域。公司销售收入子行业占比超过 17%，利润总额占比更是超过 40%。我们认为公司的成功离不开其清晰的自身定位和前瞻性的发展战略。公司洞悉行业发展规律结合自身优势果断改变经营模式，结合中外经验目标直指国际气体领域魔法师。同时，公司发展路线清晰走在产业政策的最前端，盈利模式稳定，新的经营模式有望带领公司步入跨越式发展期。
- **行业壁垒明显，核心竞争力突出。**良好的自身定位来源于不断巩固自身核心竞争力：1. 灵活的机制：公司是在业内和陕西省率先进行改制的大型国有企业，实现了管理层持股的股权激励。2. 领先的业务模式：公司在业内率先实现了由单机技术向系统集成技术的模式转变，逐步发展成为工业流程的系统集成商和服务商。3. 公司在业内拥有国内领先的技术和研发团队。4. 公司长期以来建立的优质客户资源。
- **循环经济第一鼓，将受强化政策扶持。**伴随着我国产业结构调整的如火如荼，公司外包式能源管理的发展思路完全顺应产业政策，必将得到政策的强化扶持，成为经营模式转型成功的有利保障。同时，公司的能量回收装置是降低冶金工业能耗、排放的环保产品，成为节能减排的最大受益者。另一方面，“十二五”规划的出台将进一步完善相关循环经济发展的刺激政策，我们认为公司做为循环经济和节能减排的明星企业，将有望受到政策强化支持，提升发展速度和相应的盈利空间。
- **工业气体是未来最大亮点，成长潜力无限。**公司从一个传统的制造业慢慢发展壮大，下游大部分依赖冶金和低端鼓风机组，正在转变成一个有着强大技术壁垒的高端气体解决方案供应商，完全占领整个产业链，下游延伸到化工、电子、医疗、食品饮料等各大领域。我们认为随着一批化学工业园的新建和规划，公司工业气体业务有望在未来三年进入高速发展期。从中长期来看，我们认为工业气体的运用将不断扩展，尤其是电子、食品饮料和医疗。更不容忽视的是伴随钢铁企业的不断整合和制造业的西部转移，公司传统下游需求将保持稳定增长。
- **催化剂和风险因素：**国家有关节能环保支撑政策的相继出台和“十二五”规划循环经济的即将公布都是公司发展和盈利的催化剂。目前，由于公司的下游冶金和化工与宏观密切相关，宏观的不确定性对公司的业绩和发展新业务的风险明显存在。
- **估值与投资建议：**鉴于公司是循环经济的龙头企业，将享受节能减排的溢价。我们给予公司 35 倍 PE 的估值水平，对应 2010 年预测 EPS 的合理股价为 20.3 元，给予公司买入投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业资深分析师

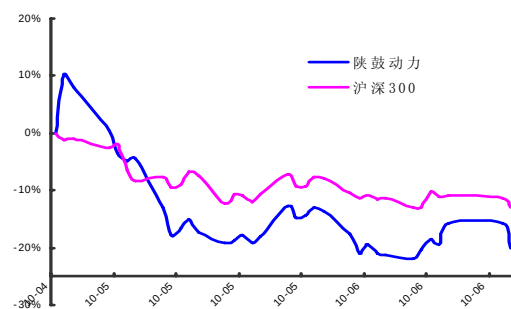
8621-50366888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010048

投资评级	买入	增持	中性	减持	(首次)
股价(2010年6月20日)	15.41 元				
目标价格	20.30 元				
总股本/流通 A 股(百万股)	87/1093				
A 股市值(百万元)	16835.63				
国家/地区	中国				
行业	机械				
报告日期	2009 年 6 月 22 日				

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	(1.66)	(20.03)	(20.03)
相对表现 (%)	1.27	(3.33)	(6.39)

资料来源：WIND

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	3609	4561	5611	6697	
同比(%)	-8%	26%	23%	19%	
归属母公司净利润	463	571	689	781	
同比(%)	1%	23%	21%	13%	
毛利率(%)	27.7%	28.7%	28.2%	27.7%	
ROE(%)	17.8%	18.0%	18.1%	17.3%	
每股收益(元)	0.47	0.58	0.70	0.79	
P/E (倍)	34.52	27.97	23.20	20.46	
P/B (倍)	6.15	5.04	4.20	3.54	
EV/EBITDA	27	20	16	14	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

一、透平机械龙头步入新的辉煌	4
1、风机行业的领跑者演绎盈利传奇	4
2、深化核心竞争力实现高端市场进口替代	5
3、引领结构调整实现营业模式的脱变	7
二、产业政策植入骨髓，循环经济第一鼓	8
1、合同能源管理照亮公司成长路径	8
2、工业流程循环利用的标杆，节能减排的使者	8
3、“十二五”将有望得到政府强化扶持	9
三、下游市场开拓，成长脉络清晰	9
1、钢铁整合和设备绿色升级是业绩支撑	9
2、化工市场全面打开摆脱冶金依赖性	10
3、跻身气体供应商，坐享工业园区硕果	11
4、中长期看好电子、食品饮料、医疗下游需求	12
四、盈利预测与相对估值比较	13
五、风险因素和催化剂	15

图表目录

图 1：2008 年陕鼓集团销售收入在细分子行业占比	4
图 2：2008 年陕鼓集团的利润在细分子行业占比	5
表 1：过去三年公司核心产品的销量和市场占有率	5
图 3：核心竞争力分析	6
图 4：新经营模式分析	7
图 5：新模式带来盈利上的突出优势	8
图 6：我国四大举措扶持合同能源管理	8
图 7：相关环保行业归类	9
图 8：中国将用五年完成美国二十多年的任务	9
图 9：淘汰落后产能可能带来机遇	10
图 10：我国钢铁行业对节能减排存量需求巨大	10
图 11：全球与中国工业气体生产总值对比与占比	11
图 12：我国工业气体处在初级成长空间巨大	12
表 2：我国新建和规划中的化工工业园	12
图 13：工业气体下游拓展分析	13
图 14：公司的销售收入预测	13
图 15：公司相关业务的毛利率假设	14
图 16：可比公司估值比较	14

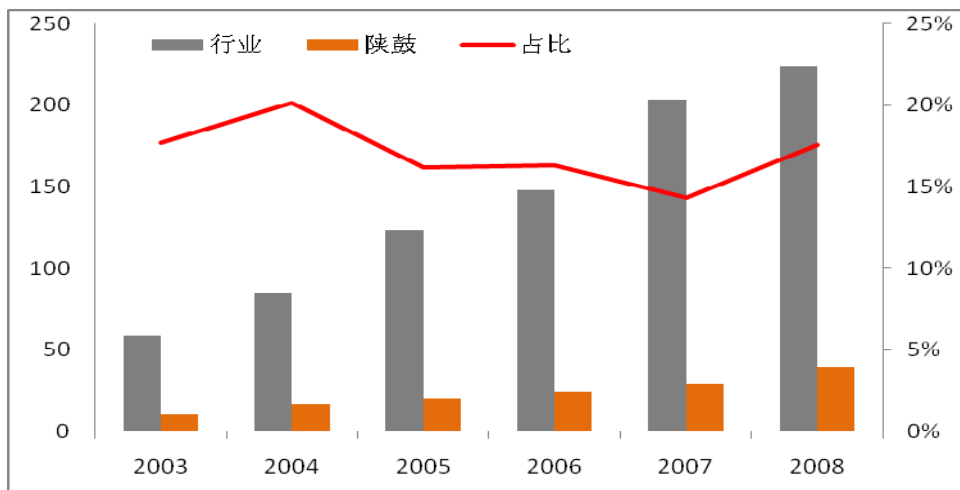
一、透平机械龙头步入新的辉煌

陕鼓动力的前身是陕西鼓风机厂，始建于 1968 年，1996 年改制为陕西鼓风机集团有限公司，1999 年由陕鼓集团等五家公司成立了西安陕鼓动力股份有限公司，集团主要资产均放入陕鼓动力。目前，陕鼓集团持有 69.39% 的股权，公司实际控制人是西安市国资委。

1、风机行业的领跑者演绎盈利传奇

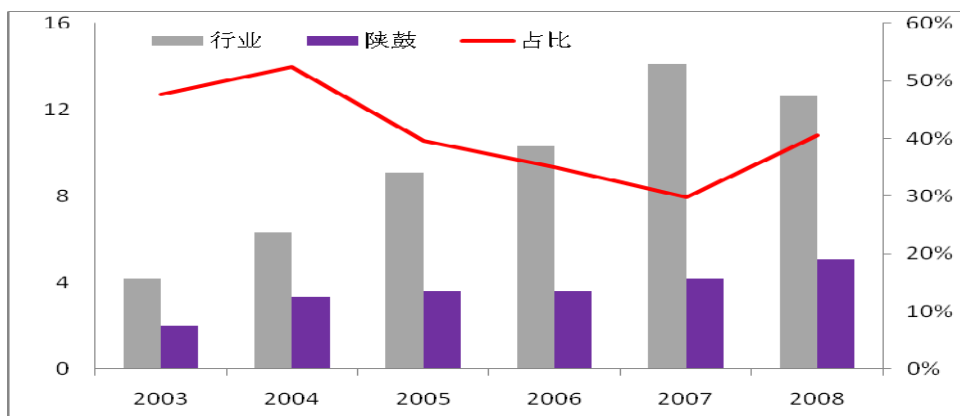
公司主要从事以风机为核心的相关透平产品及其配件的制造、成套服务等，主要产品为透平压缩机组、工业流程能量回收装置、透平鼓风机组等三大类，长期以来处于风机行业龙头地位，根据行业协会数据，2008 年公司销售收入占风机行业 17.6%。在机械行业中风机行业隶属于通用机械行业，2008 年工业生产总产值占通用机械行业的 12%，而通用机械大约占到整个机械行业的 4%。

图 1：2008 年陕鼓集团销售收入在细分子行业占比



资料来源：东方证券研究所

即使陕鼓动力的销售收入不到沈鼓的 65% 排行行业第二，其盈利能力也足已显现其行业龙头地位，2008 年公司利润占行业的 40.7%，2007 年曾经一度超过 50% 独占半壁江山。如此高的盈利能力当仁不让的可谓是风机行业中的“Apple”。

图 2：2008 年陕鼓集团的利润在细分子行业占比


资料来源：东方证券研究所

公司高效的盈利水平并非传奇，而出自于高端市场的定位和清晰的发展战略。公司的专业化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，其中，工业流程能量回收装置属于高效节能环保产品。透平压缩机组的主导产品轴流压缩机和空分压缩机、工业流程能量回收装置的主导产品能量回收透平 2008 年市场占有率分别为 90%、65%和 80%以上，可谓是高处不胜寒。

表 1：过去三年公司核心产品的销量和市场占有率

产品类别	产品	指标	2006	2007	2008
透平压缩机组	AV90 以上轴流压缩机	订货量 (套)	5	18	4
		市场占有率	50%	90%	80%
	AV80 以下轴流压缩机	订货量 (套)	103	162	53
		市场占有率	98%	96%	96%
	空分用压缩机 (主要是 RIK)	订货量 (套)	10	24	13
		市场占有率	32%	70%	82%
工业流程能量回收装置	TRT	订货量 (套)	86	116	53
		市场占有率	78%	70%	82%
	三合一、四合一机组	订货量 (套)	8	8	9
		市场占有率	100%	80%	90%

资料来源：东方证券研究所

2、深化核心竞争力实现高端市场进口替代

传奇是否能延续？答案首先在于其核心竞争力。

◆ 核心技术优势

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。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 CCPP 装置先后分别荣获国家科学技术进步二等奖，透平压缩机组中的轴流压缩机及工业流程能量回收装置于 2004 年、2005 年相继获得国家质量监督检验检疫总局颁发的“中国名牌”称号。2006 年，“陕鼓”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”；陕鼓品牌被商务部授予“2006 最具市场竞争力品牌”；2007 年入选中国品牌 500 强，排名第 58 位；2009 年，

公司荣获“全国质量奖”。从 2002 年起，本公司主要经济指标居于国内同行业首位，从 2005 年起，连续两年获《中国工业报》发布的中国工业行业排头兵企业。近年来，本公司先后荣获全国质量效益型先进企业、全国用户满意企业、全国诚信企业、国家重大技术装备国产化突出贡献企业、国家重大装备制造企业先进集体等荣誉 200 多项，得到了市场和社会的广泛认可。

◆ 售后服务优势

公司设有为用户提供全方位一站式系统服务的产品服务中心，并建有颇具实力的服务团队，确保了用户的所有服务需求都能得到快速、有效解决。公司能提供全天候快速服务，设有 365 天×24 小时客户服务热线，随时接受用户提出的咨询、服务请求及投诉。为了向用户提供更快捷的服务，公司组建了远程在线监测与故障诊断中心，利用用户现场通过互联网传回机组运行的实时数据，利用前沿故障分析技术进行机组运行状态分析，对用户进行预知性维修检修和超前性备品备件准备，确保了服务的快速响应。

◆ 品牌优势

公司从五个方面大力推进品牌建设：以“向上向善，优良风气创未来”的核心价值观为导向，打造公司文化品牌；以“提升企业产品和服务的竞争优势”为目标，打造公司产品品牌；以“提高对市场客户的反应速度和解决问题的能力”为原则，打造公司市场品牌；以“提升员工整体素质，激发员工对工作的激情”为要求，打造公司员工品牌；以“强化对外形象，提高社会对企业的认知度”为目的，打造公司公共品牌形象。通过近年来的工作，本公司的社会赞誉度和认可度得到快速提升，公司品牌价值也持续提高，2005 年以来，本公司连续四年被评为“中国品牌 500 强企业”。2006 年 6 月 1 日，公司商标被认定为“中国驰名商标”。

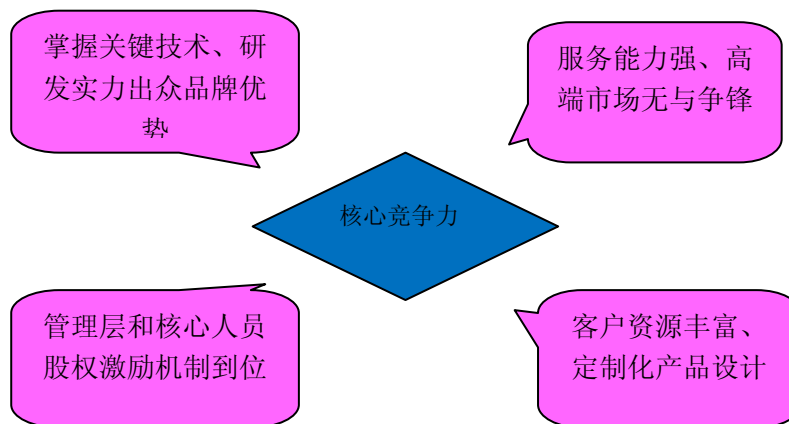
◆ 有效的激励机制

多达 77 位公司核心管理层、技术人才和业务骨干在 2007 年 11 月以每股 8.8 元入股公司。一方面，他们与公司共发展的雄心让我们看到公司的美好未来；另一方面，这也最好地解决了股份公司的疑难杂症委托人问题。我们认为该方案将对公司未来的发展起到相当积极的作用。

◆ 优质的客户资源网络

从公司的重大销售合同，不难发现公司与国内知名冶金、石化企业如首钢、济南钢铁、包钢、中国石化、中石油等。长期公司一直用其卓越技术和服务能力保持着非常强大的客户资源网络，这也是大型制造业难以逾越的技术壁垒之一。

图 3：核心竞争力分析



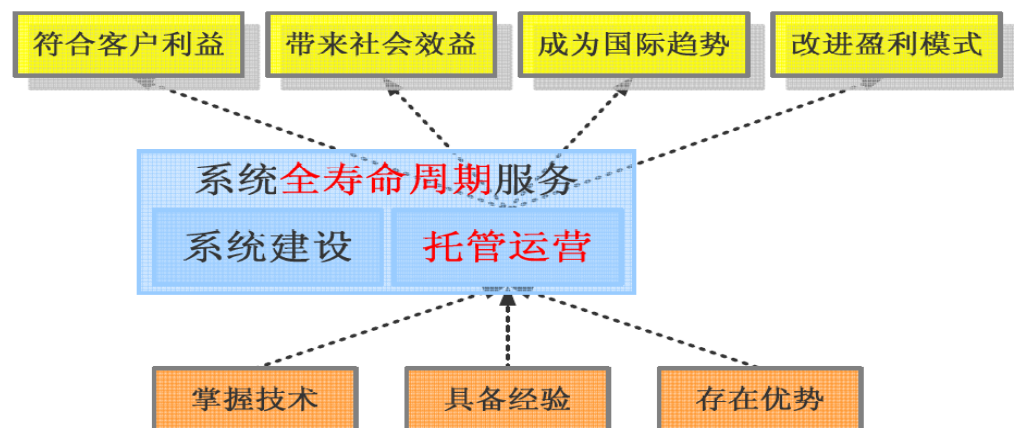
资料来源：东方证券研究所

3、引领结构调整实现营业模式的蜕变

公司的传奇更离不开前瞻的发展路径，跟随着中国经济发展的不同阶段，公司已经完成一次又一次的改变：第一阶段：从传统制造业向系统集成的改变大规模地提高了公司的盈利空间；第二阶段：从产品营销到品牌经营的改变，第三阶段：从传统的销售模式向金融合作模式转变；第四阶段：从传统制造业向提供服务转变。我们预计未来伴随着相关服务业务占比的提高，公司的盈利空间也将大大提升。

经营模式的转变来自于国外知名企业的成功经验，打造成为真正的国际工业气体供应商龙头，完成整个产业链的整合。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，将不断扩大了公司解决和设计工业气体的问题；另一方面，完全打开下游市场成为循环经济发展的工业龙头。

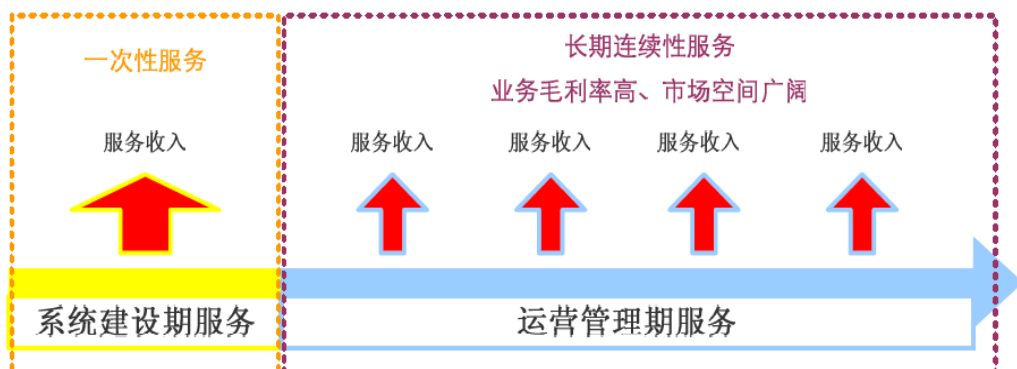
图 4：新经营模式分析



资料来源：东方证券研究所

公司进入工业气体行业万事俱备只欠东风。公司经过近七年的不懈努力，具备了 1) 在国内的空分压缩机组领域已经取得了相当比例的市场份额，2008 年全国产机组已达到 23 套，占三分之一以上，并且基本完成了核心部件的自主研发。2) 在成套工程总承包方面公司已经打造出“陕鼓模式”，积累了丰富的项目管理经验；3) 在技术、运营、管理和人才储备上均做出了较为充分准备。4) 公司长期服务于冶金、石化、化肥等行业，产品质量和企业信誉得到客户的认可，积累了大量的客户资源。我们认为公司完全具备所有的必要条件成为工业气体的龙头填补国内空白，另一方面来讲，新的经营模式将进一步打开公司的盈利空间。

图 5：新模式带来盈利上的突出优势



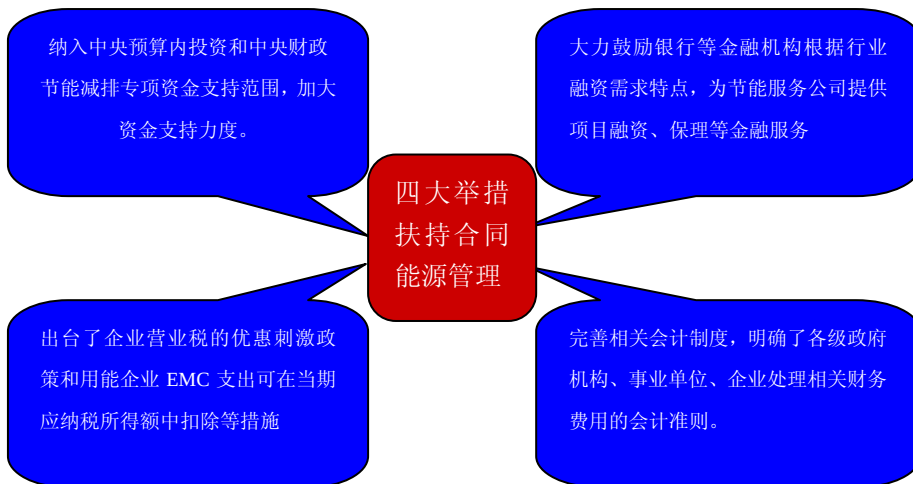
资料来源：东方证券研究所

二、产业政策植入骨髓，循环经济第一鼓

1、合同能源管理照亮公司成长路径

所谓“东风”便是我国大力推进节能减排、倡导绿色经济发展。财政部和发改委已经明确今年将拨款专项资金 20 亿，奖励在节能减排中做出巨大贡献的企业。作为工业流程能量回收装置，公司无疑就是最直接的受益者。我们认为相关业务可能在政策刺激下需求获得超预期增长，另一方面也将 在公司转变销售模式的关键时期成为最大受益者。

图 6：我国四大举措扶持合同能源管理



资料来源：东方证券研究所

2、工业流程循环利用的标杆，节能减排的使者

TRT 是国际公认的钢铁企业重大能源回收装置，既能为钢铁行业节省成本支出，又能减少环境污染。日本在 80 年代，大型高炉 80% 都已经安装。我国近几年高炉安装 TRT 的进度加快。鞍钢在安装一套 TRT 装置以后，每天节省成本 15—16 万元，韶钢高炉 TRT 装置每年产生经济效益达到 5300 万元。

一般而言，钢厂安装 TRT 收回投资期为 2—3 年。除了发电，TRT 的安装能够大量减少粉尘，一套 1000 立方米的高炉每天可减少粉尘排放 720Kg，一年可减少空气污染粉尘 5962 吨。此外，还可消除减压阀组 110—140 分贝噪音。

图 7：相关环保行业归类

环保子行业	内涵
环境保护产品生产	水污染治理设备、空气污染治理设备、固体废物处理处置与回收利用设备、噪声与振动控制设备、放射性与电磁波污染防护设备、污染治理专用药剂和材料、环境监测仪器等。
资源综合利用产业	在矿产资源开采过程中对共生、伴生矿进行综合开发与合理利用；对生产过程中产生的废渣、废水（液）、废气、余热、余压等进行回收和合理利用；对社会生产和消费行回收和再生利用。过程中产生的各种废旧物资进
环境保护服务业	环境技术与产品的研发、环境工程设计与施工、环境监测、环境咨询、污染治理设施运营、环境贸易与金融服务等。
洁净产品产业	有机食品及其他有机产品、低毒低害产品、低排放产品、低噪声产品、可生物降解产品、节能产品、节水产品及其他产品（其中：有机食品、节能产品和节水产品统计范围为通过国家有关机构认证的产品）。

资料来源：东方证券研究所

3、“十二五”将有望得到政府强化扶持

伴随着“十二五”规划出台的日益临近，我们的研究成果预测“十二五”绿色经济的强化支持将史无前例，工业流程的节能减排将成为重中之重。我国的绿色经济发展将快于发达国家，主要体现于国际间的相互约束，中国的节能减排意识在“十二五”有了重大突破，将在“十二五”规划得到相当大的重视，程度将有望达到美国二十年的目标总和。

图 8：中国将用五年完成美国二十多年的任务

阶段	投资水平	工作重点美国经历时间	预计中国经历时间
初步发展低	识别环境保护的优先级别和策略	70 年代初	“十一五”
基础设施建设最快	大量投资于环保基础设施	70 年代	“十二五”
监管加强较快	环保法规发展促使对工业的环保管理和污染控制加大投资	80 年代	“十二五”
市场促进较快	财政和经济激励措施刺激企业主动改善环境、提高生产率	90 年代开始	“十二五”

资料来源：东方证券研究所

三、下游市场开拓，成长脉络清晰

1、钢铁整合和设备绿色升级是业绩支撑

下游冶金需求将有望来自于钢铁整合带来的需求。我国的钢铁工业“十五”以来发展迅速，根据中国钢铁工业协会统计数据，我国粗钢产量在 2008 年达到了 5 亿吨，占世界粗钢产量 38%，并且连续十三年居世界第一，粗钢产量自 2001 年以来年均增速 18.57%。钢铁行业的稳步发展促进国内钢铁冶炼行业投资额的稳步增长，为重大技术装备类风机行业发展带来重大机遇。在我国钢铁产

量逐步趋于稳定的同时，我国钢铁行业正面临着战略转型。产业集中度偏低以及高附加值、高技术含量产品比例偏低的现状以及高能耗、低效率的粗放式发展模式已经不能适应我国经济发展的需要。国家 2005 年发布的《钢铁产业发展政策》和 2009 年初发布的《钢铁产业调整和振兴计划》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，这都将为我国重大技术装备类风机行业带来重大的发展机遇；而钢铁企业产品结构的调整也为我国重大技术装备类风机行业提出新的挑战，研发实力较弱、技术落后的风机制造企业将在此番调控中被逐渐淘汰，而拥有核心技术、较强的研发实力并且具备产业转化能力的企业将获益。

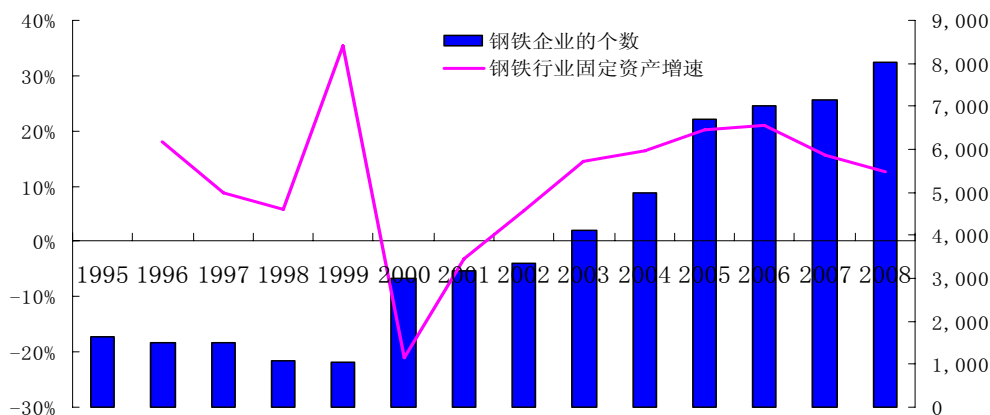
图 9：淘汰落后产能可能带来机遇

日程表	高炉	转炉/电炉	淘汰总产能
2010 年前	300 立方米或以下高炉产能 5340 万吨	20 吨或以下转炉、电炉产能 320 吨	5660 万吨
2011 年前	400 立方米或以下高炉	30 吨或以下转炉和电炉	7200 万吨
发达国家标准	1000 立方米以下高炉	n. a.	目前总产能的 60%以上

资料来源：东方证券研究所

冶金设备的存量需求仍然较大，尤其在节能减排领域的更新升级将成为需求增长的爆发点。我们认为下游的冶金的需求将是一个存量的需求，根据现有的钢厂数据和产量，我们看好整个高炉节能减排配套设备在未来的旺盛需求。

图 10：我国钢铁行业对节能减排存量需求巨大



资料来源：东方证券研究所

2、化工市场全面打开摆脱冶金依赖性

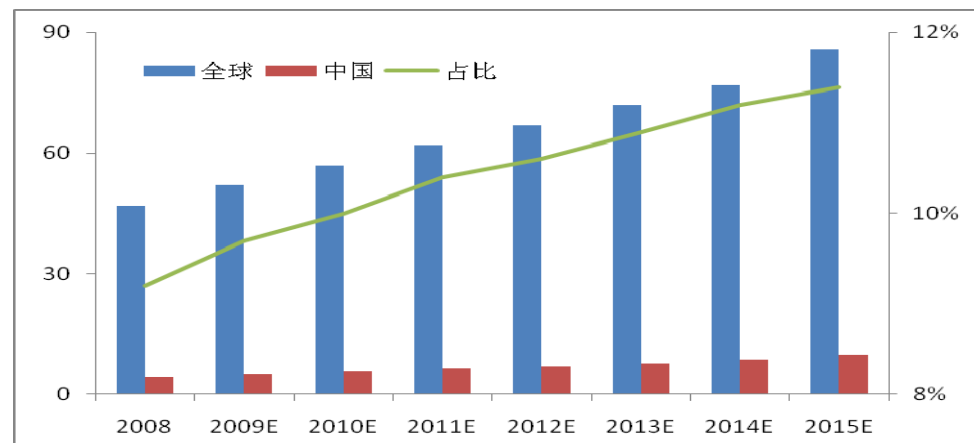
陕鼓在化工领域正越走越宽。“十一五”期间，我国将继续加大对石化行业的固定资产投资，石化行业的发展速度将会加快。其中，我国的炼油能力将由 2005 年的 3.28 亿吨增长到 2010 年的 4 亿吨。国家重点建设青岛、大连、福建、天津、镇海、广州等炼油厂，在全国形成 20 多个千万吨级的原油加工基地，新增或改造千万吨级炼油配套装置 14 套。我国的乙烯生产能力将由 2005 年的 790 余万吨增长到 2010 年的 1,800 万吨，重点建设抚顺、天津、镇海、大庆等 7 个大型乙烯装置，在全国形成十几个百万吨级乙烯生产基地。在 PTA 行业，我国将重点建设仪征、济南、涪陵、大连、惠州等十几个项目，PTA 产能将由 2005 年的 660 万吨增长到 2010 年 1,600 万吨。根据化工在线分析预测，2009 年合成氨市场仍将保持稳定，新建装置项目计划延展受到国家产业政

策的鼓励。合成氨主要生产产品尿素供应依旧紧张，今后 5-10 年内，我国尿素的需求将增加 1000 万吨以上。

3、跻身气体供应商，坐享工业园区硕果

工业气体领域是公司未来亮点。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、氟气、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。根据国外工业气体巨头林德集团的成功经验，气体装置已在食品饮料、资源勘探、冶金化工、宇航、电子、医疗领域有着广泛的应用。伴随着人类对资源高效利用的不断追求，我们认为气体在各个领域的运用将步入高速发展期。根据国情，我们预计短期内工业气体需求的增长将在电子、冶金、化工全面爆发；中期，新一轮城市化进程后的中国将前所未有地关注食品饮料科技化的保鲜，从而再度引爆对相关气体装置的需求；而长期，相关气体在医疗领域的运用将进入一个黄金时代。我们认为公司已经迈入一个崭新的纪元有望在国务院战略性新新兴产业背景下，在三年内成为工业气体的航空母舰。

图 11：全球与中国工业气体生产总值对比与占比

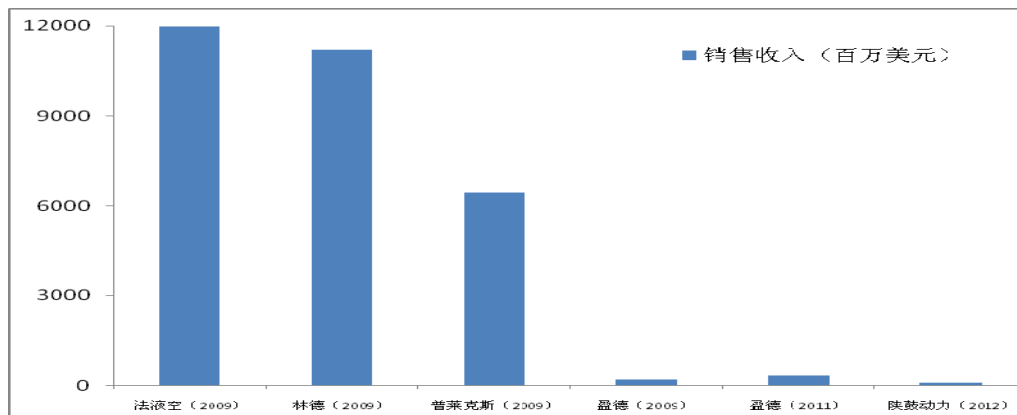


资料来源：东方证券研究所

在我国经济重化工业的趋势下，石油化工和煤化工等工业气体下游行业均向大型化方向发展，工业气体的需求量也随之不断增长，已发展成为与钢铁工业并驾齐驱的工业气体需求大户。我国将改造一批大型炼油厂、化肥厂，建设若干个百万吨级乙烯和芳烃的生产基地。同时我国正加快发展新型煤化工基地，煤制油、煤制烯烃、煤制甲醇和二甲醚，都需要大量空分装置分离生产工业气体，为我国工业气体行业发展带来了新的机遇。同时，煤气化联合循环发电、液化天然气接收站、熔融还原炼铁及氢能等新技术的启动也将给工业气体行业带来新的市场。

未来几年全球工业气体市场将稳定增长，主要工业气体公司的平均销售收入有望以每年 5%~6% 的速度增长，而亚洲工业气体市场的增速有望达到两位数，成为全球市场增长的引领者。中国是世界上工业气体行业最活跃的市场之一，世界上新增的气体需求量中一半来自于中国。根据《2008 年中国工业气体行业调查研究报告》的预测，在 2007 年中国工业气体行业约 500 亿元市场规模的基础上，2010 年国内市场规模将达到约 600 亿元，到 2016 年将达到约 1,000 亿元，未来发展前景十分可观。

图 12：我国工业气体处在初级成长空间巨大



资料来源：东方证券研究所

伴随我国一批高科技化学工业园的新建，我们认为工业气体将成为其中基础配套设施的必备环节。陕鼓动力将是非常有利的竞争者，在未来两年里填补国内的空白，在已有的两个募投项目上承揽更具挑战和规模的化工项目。我们看好公司工业气体在未来三到五年将有井喷式的发展，另一方面公司改变经营模式带来的盈利空间完全释放也将开花结果。

表 2：我国新建和规划中的化工工业园

国家级	市级工业园区	
南京化学工业园；	中国石油化学（泰州）开发园	陈家港化工园区
南京经济开发区精细化工工业园；	徐州东兴化工科技园	双港化工园区
常州滨江化学工业园；	扬州（仪征）化学工业园区	中国精细化工（泰兴）开发园
南通化学工业园。	镇江新区（镇江经济开发区）	南通经济技术开发区
	中国精细化工（常州）开发园	海门青龙化工园区
省级化学工业园	江苏溧阳开发区绸缪精细化工	如东县洋口化学工业园
镇江国际化学工业园；	江苏扬子江国际化学工业园	
常熟国际化学工业园；	连云港大浦化工区	
江苏扬子江国际化学工业园；	连云港市堆沟港化学工业园	
江苏太仓港港口开发区石化工业区；	峰山化工园区	
扬州经济开发区化学工业园；	射阳化工园区	
中国精细化工（泰兴）开发园区。	盐城沿海化工园区	

资料来源：东方证券研究所

4、中长期看好电子、食品饮料、医疗下游需求

工业气体领域的发展标志我国对资源利用的效率，也是循环经济的第一步。工业气体的下游广阔，除了冶金和化工两大工业，其他众多行业都存在需求。我们认为中长期来看伴随技术的不断成熟，其在电子、食品饮料和医疗等众多领域的运用将大大加强。

图 13：工业气体下游拓展分析

下游行业(亿美元)	2007	2008	2010	2015	2008-2010E CAGR	08 年占比	2015 年占比
钢铁	1.29	1.35	1.49	2.08	4.9	28.5	24.3
化工	1.2	1.3	1.5	1.99	7.4	27.5	23.2
医药	0.42	0.49	0.64	1.16	13.9	10.4	13.5
电子	0.35	0.39	0.47	0.82	9	8.2	9.6
玻璃	0.18	0.21	0.26	0.41	11.5	4.4	4.8
食品	0.16	0.19	0.26	0.5	15	4	5.8
有色	0.04	0.04	0.05	0.07	12	0.8	0.8
其他	0.6	0.74	1.01	1.54	16.6	15.6	18
合计	4.24	4.73	5.68	8.57	9.6	100	100

资料来源：东方证券研究所

四、盈利预测与相对估值比较

根据公司提够的历史销售数据结合对下游的景气度判断和国家产业政策的理解,我们对公司未来五年各大版块收入做了如下预测:

图 14：公司的销售收入预测

(百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	2914.75	3943.54	3589.27	4535.95	5579.70	6659.90	7716.11	8833.13
透平压缩机组	1808.57	2478.30	2119.53	2429.60	2731.70	3004.14	3175.70	3347.26
轴流压缩机	1556.33	1708.77	1318.68	1471.60	1509.20	1740.27	1872.92	2005.57
台数	103.00	103.00	66.00	65.00	70.00	70.00	70.00	70.00
单价	15.11	16.59	19.98	22.64	21.56	24.86	26.76	28.65
离心压缩机	87.04	120.12	257.40	254.50	324.00	392.16	441.00	489.84
台数	32.00	52.00	52.00	50.00	60.00	60.00	60.00	60.00
单价	2.72	2.31	4.95	5.09	5.40	6.54	7.35	8.16
空分压缩机	176.64	649.40	514.25	703.50	898.50	871.71	861.78	851.85
台数	6.00	20.00	17.00	25.00	30.00	30.00	30.00	30.00
单价	29.44	32.47	30.25	28.14	29.95	29.06	28.73	28.40
工业流程能量回收装置	697.68	844.65	764.36	1202.35	1461.00	1625.76	1833.41	2081.87
TRT	697.68	598.65	437.36	548.35	610.80	605.52	609.12	612.72
台数	68.00	65.00	44.00	55.00	60.00	60.00	60.00	60.00

单价	10.26	9.21	9.94	9.97	10.18	10.09	10.15	10.21
BPRT		246.00	327.00	654.00	850.20	1020.24	1224.29	1469.15
yoy growth			32.93	100.00	30.00	20.00	20.00	20.00
透平鼓风机组	359.50	553.59	533.38	504.00	633.00	600.00	600.00	600.00
工业气体收入					254.00	830.00	1407.00	1984.00
金石项目					183.00	337.00	337.00	337.00
陕化项目					71.00	240.00	240.00	240.00
未来新签项目					0.00	830.00	830.00	1407.00
其他	49.00	67.00	172.00	400.00	500.00	600.00	700.00	820.00

资料来源：东方证券研究所

毛利率的预测主要根据公司在行业中的溢价能力和行业的发展趋势作出如下假设：

图 15：公司相关业务的毛利率假设

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
透平压缩机组	30%	30%	30%	30%	30%
工业流程能量回收装置	27%	27%	27%	27%	27%
透平鼓风机组	24%	23%	22%	21%	20%
工业气体项目	18%	19%	20%	22%	24%
其他	32%	33%	34%	35%	36%
合计	29%	28%	28%	28%	28%

资料来源：东方证券研究所

相对估值比较

- 相同行业公司：杭氧股份
- 可比概念版块公司：杭氧股份、东湖高新、华光股份、创业环保、三聚环保、万邦达、龙净环保
- 相同经营模式公司：万邦达、杭氧股份

图 16：可比公司估值比较

证券代码	证券简称	预测 PEG 值 2010	市净率 (PB)	预测市盈率 PE, 2010	总市值 (百万元)
300055.SZ	万邦达	0.53	6.07	56.68	9472.32
300056.SZ	三维丝	1.08	5.39	52.80	1781.00
002158.SZ	汉钟精机	0.70	7.03	36.54	4148.87
600388.SH	龙净环保	4.84	2.85	21.16	5690.22

600133.SH	东湖高新	0.45	4.58	33.48	4152.07
600475.SH	华光股份	0.52	3.72	22.63	3845.12
600874.SH	创业环保	1.62	2.67	30.89	8934.45
300072.SZ	三聚环保	1.85	20.04	65.83	4549.32
601369.SH	陕鼓动力	1.12	6.16	27.97	16835.63
002430.SZ	杭氧股份	1.53	10.53	30.92	9311.22
	平均	1.38	6.56	38.30	

资料来源：东方证券研究所

五、风险因素和催化剂

风险因素：目前，由于公司的下游冶金和化工与宏观密切相关，宏观的不确定性对公司的业绩和发展新业务的风险明显存在。

催化剂：国家有关节能环保支撑政策的相继出台和“十二五”规划循环经济的即将公布都是公司发展和盈利的催化剂。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7474	8447	10510	12887	营业收入	3609	4561	5611	6697
现金	3098	3116	4075	5261	营业成本	2611	3251	4029	4844
应收账款	1249	1420	1786	2178	营业税金及附加	16	22	26	31
其它应收款	25	31	35	45	营业费用	96	127	154	184
预付账款	1094	1304	1614	1971	管理费用	439	508	636	764
存货	1065	1226	1478	1682	财务费用	-71	-6	-11	-16
其他	943	1350	1522	1751	资产减值损失	27	44	41	37
非流动资产	998	1214	1446	1513	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	7	4	5	5	投资净收益	22	28	37	29
固定资产	649	897	1145	1271	营业利润	513	644	773	882
无形资产	201	210	221	206	营业外收入	32	16	20	23
其他	142	104	76	31	营业外支出	6	3	3	4
资产总计	8473	9661	11956	14400	利润总额	538	657	789	901
流动负债	5800	6421	8072	9790	所得税	75	86	101	119
短期借款	177	98	131	136	净利润	463	571	689	781
应付账款	1658	2005	2482	3016	少数股东损益	0	0	0	0
其他	3965	4318	5459	6639	归属于母公司净利	463	571	689	781
非流动负债	76	71	83	97	EBITDA	548	758	910	1040
长期借款	20	27	36	47	EPS (元)	0.47	0.58	0.70	0.79
其他	56	45	48	49					
负债合计	5875	6493	8156	9887					
少数股东权益	0	0	1	1					
股本	983	983	983	983					
资本公积	660	660	660	660					
留存收益	953	1525	2156	2868					
归属母公司股东权益合计	2597	3168	3800	4512					
负债和股东权益	8473	9661	11956	14400					

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	694	693	1264	1370
净利润	463	571	689	781
折旧摊销	106	120	149	174
财务费用	-71	-6	-11	-16
投资损失	-22	-28	-37	-29
营运资金变动	-171	57	453	451
其它	389	-21	21	8
投资活动现金流	694	-607	-304	-147
资本支出	168	280	308	193
长期投资	452	-6	1	0
其他	1314	-333	4	47
筹资活动现金流	-342	-68	-1	-38
短期借款	59	-79	33	4
长期借款	20	7	9	12
普通股增加	556	0	0	0
资本公积增加	-556	0	0	0
其他	-421	4	-43	-54
现金净增加额	0	18	959	1185

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-8.5%	26.4%	23.0%	19.4%
营业利润	2.0%	25.6%	20.0%	14.2%
净利润	1.3%	23.4%	20.6%	13.4%
获利能力				
毛利率	27.7%	28.7%	28.2%	27.7%
净利率	12.8%	12.5%	12.3%	11.7%
ROE	17.8%	18.0%	18.1%	17.3%
ROIC	-121.2%	-352.0%	-178.5%	-105.7%
偿债能力				
资产负债率	69.3%	67.2%	68.2%	68.7%
净负债比率				
流动比率	1.29	1.32	1.30	1.32
速动比率	1.10	1.12	1.12	1.14
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.50	0.52	0.51
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	1.53	1.78	1.80	1.76
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.58	0.70	0.79
每股经营现金流	0.71	0.70	1.29	1.39
每股净资产	2.64	3.22	3.86	4.59
估值比率				
P/E	34.52	27.97	23.20	20.46
P/B	6.15	5.04	4.20	3.54
EV/EBITDA	27	20	16	14

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn