

强烈推荐-A (首次)**陕鼓动力 601369.SH**

目标估值: 22.00-24.00 元

当前股价: 16.16 元

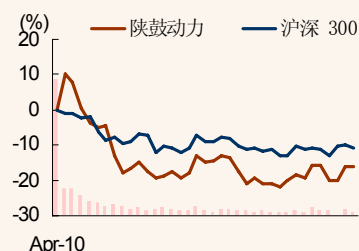
2010 年 6 月 24 日

具备长远发展战略的透平机械服务龙头**基础数据**

上证综指	2570
总股本 (万股)	109251
已上市流通股 (万股)	8740
总市值 (亿元)	177
流通市值 (亿元)	14
每股净资产 (MRQ)	2.5
ROE (TTM)	21.9
资产负债率	69.1%
主要股东	陕西鼓风机集团公司
主要股东持股比例	61.57%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	4	4
相对表现	4	22	15

**相关报告**

1、《陕鼓动力(601369)- 致力业务模式创新的透平机械制造龙头》
2010/4/13

王轶铭

0755-82960334
wangym@cmschina.com.cn
S1090210030004

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090208040193

事件:

2010 年 23 日我们邀请了陕鼓动力董事长印建安先生等公司高管参加招商证券中期策略会, 会上投资者与公司管理层就公司经营现状和未来的发展战略进行了深入广泛的交流。

交流纪要和讨论:

公司的产品广泛运用在国民经济各个领域: 公司主要产品包括: 轴流压缩机、离心压缩机、能量回收装置、离心鼓风机、汽轮机、大型通风机。公司产品主要实现机械能或电能与气体热能或势能之间的能量相互转化。属于通用机械行业, 产品广泛应用在冶金、石油、化工、电力、环保、能源、制药、国防、城建等领域。

图 1: 公司的主要产品

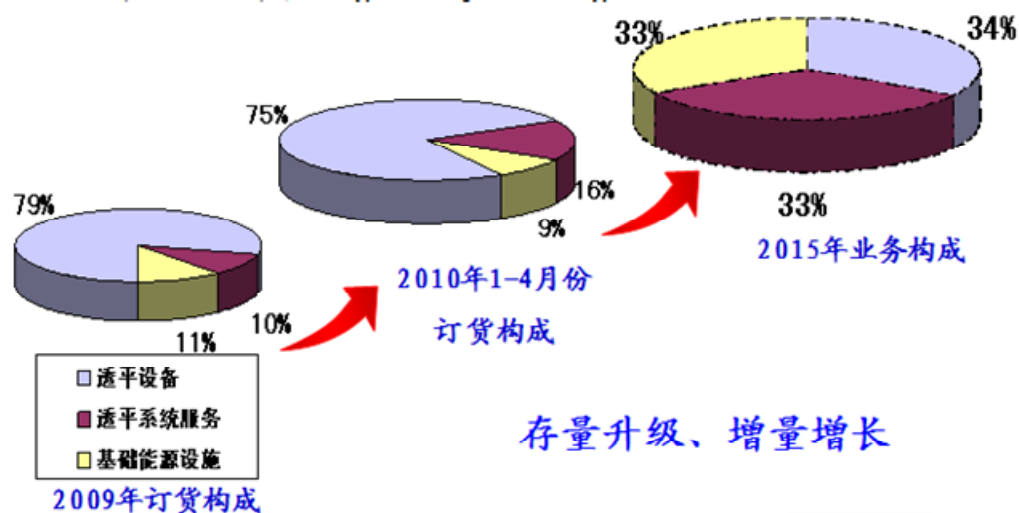
资料来源: 公司公告, 招商证券

长远清晰的发展战略保证了公司未来的成长: 公司管理层认为传统制造业的发展已经到了一个瓶颈, 尽管中国由于后发因素, 还有一定的增长空间, 但是距离发展的天花板已经不远了。早在 2003 年公司成功实现第一次转型, 由一个普通的纯制造类型的企业变为轻资产的系统集成商。以公司承接的工程总包项目上海宝钢 TRT EPC 项目是行业内第一个工程总包项目为例, 系统集成的收入是单机制造的好几倍。正因为成功转型为轻资产的系统集成商, 公司利润率远远高于行业内其他公司的利润率水平。

公司目前正在实施第二次转型, 公司业务规划为三大业务板块透平设备、透平系统服务、透平关联的能源基础设施建设与运营。09 年 1-4 月订单的业务结构分别为 75%、16%、9%, 公司计划到 2015 年实现透平设备、透平系统服务、能源基础设施服务各占比 33%。

在交流过程中, 管理层优秀的管理能力、行业前瞻性的战略眼光、良好的学习能力和勇于开拓的精神给投资者留下深刻印象。

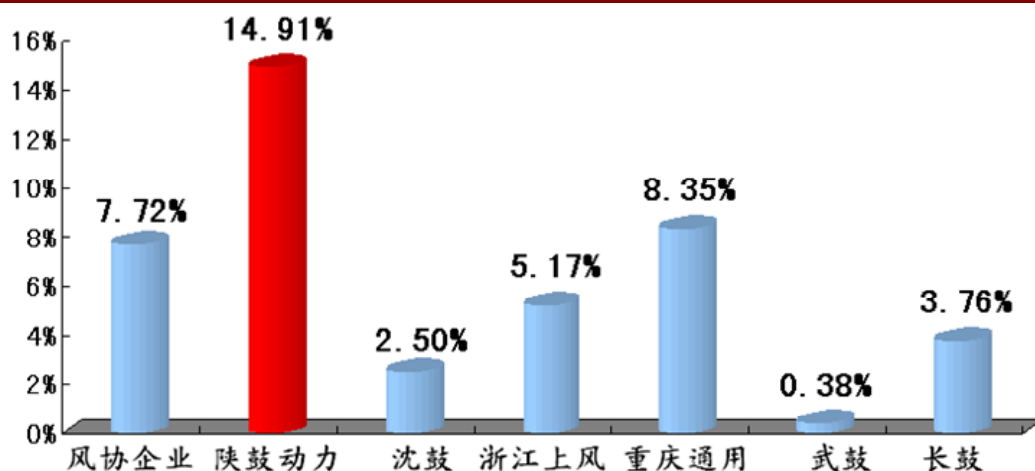
图2：公司实施战略转型，持续优化业务结构



数据来源：公司公告、招商证券研发中心

国家对冶金、化工等行业的调整对于公司而言机遇大于困难：交流中许多投资者担心国家调控下游行业将影响公司发展。公司管理层举了一个现实的例子：唐山地区的一家冶金企业，在国家调控政策出台后，主动投资5亿元上节能环保项目，问及原因时，企业表示切身感受到调控带来生死存亡的压力，于是改变了以前不重视的态度，主动加大投资提高自身竞争力。公司管理层认为：1、由于钢铁行业对中小项目的限制，许多企业主动关停中小项目，改上大项目。虽然对公司有一定影响，但是增加了大型项目的需求。2、以前企业对节能环保不是很重视，现在由于没有节能环保项目可能被政府直接关掉，现实的生存压力和提高自身竞争力的需要促使企业主动上节能环保项目，增加了对节能环保的需求。从今年的订单增长情况来看，可以印证了公司管理层的判断。

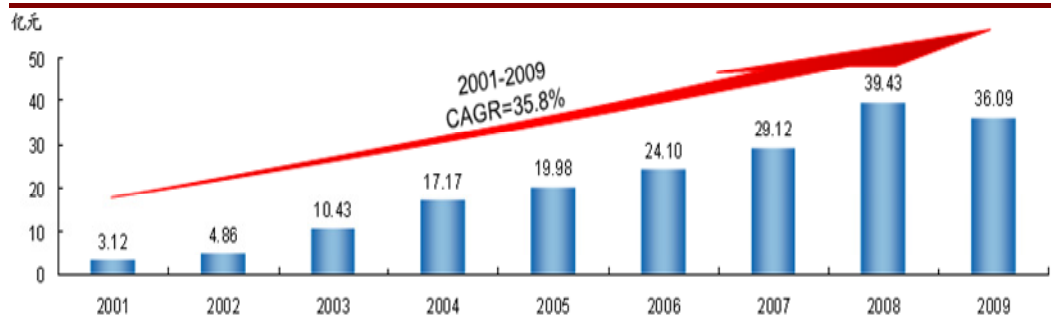
图3：2009年中国风机行业利润情况



数据来源：《2009年中国风机行业统计年鉴》、招商证券研发中心

公司已经在透平机械设备领域取得了巨大的成功：在过去十年中，公司从2001销售收入3.12亿增长为2009年36亿。09年风机行业效益指数在全国风机行业排名第一。国内市场上，在轴流压缩机、TRT、大型空分设备领域基本上占据了80%左右的市场份额。与国际巨头的差距也日益缩小，09年的业务规模看，国际巨头MAN透平的收入规模仅为公司的3.76倍、利润为2.88倍。

图4：公司营业收入持续增长



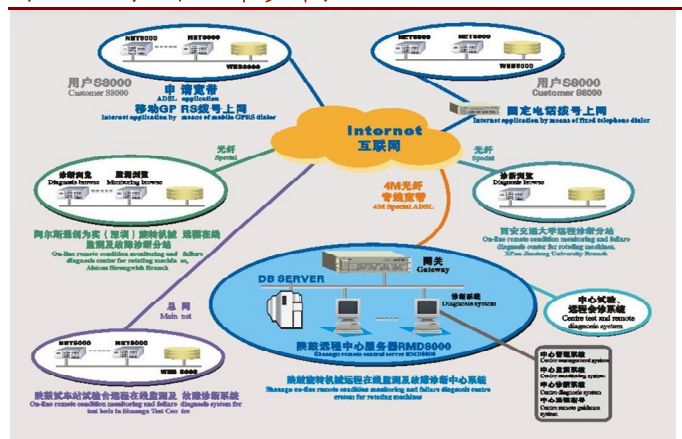
数据来源：公司公告、招商证券研发中心

公司建立了完善的供应链管理系统：03 年成立了由 56 家国内外优秀企业组成的陕鼓动力成套技术设备协作网，强化了系统集成和系统服务的能力。其中包括像 GE、西门子、上海电气这样的知名企业。

公司实施透平机械服务的核心优势：1、公司产品的市场占有率高。2、公司 03 年建立的远程故障诊断系统已经与公司销售给客户的设备连接，可以实时监控这些设备的使用状况。由于该系统先进和卓越的表现，远程故障诊断系统不仅监控陕鼓生产的设备，国际巨头法液空的空分设备也连在该系统上，由公司负责监控管理。印总风趣的表示“远程故障诊断系统让我们不仅照顾自己家的孩子，还同时照顾别人家的孩子”。我们认为该系统帮助公司获取了无与伦比的信息优势，凭借该系统公司可以发现许多客户实际需求，拓展更多新的盈利点。比如，公司新推出的透平机械专用润滑油和除垢剂业务等。

空分项目实施进展顺利，未来将稳步推进：公司目前已经签约了 4 个空分投资项目，石家庄的金石 2 套空分项目预计 2010 年底第一套建设完成。目前正在谈投资项目还有 2 个，由于空分项目的前期投入较大，所以公司将逐年稳步推进空分项目的进展。

图 5：公司远程故障诊断系统



资料来源：招商证券研发中心

图 6：公司污水处理工程研究中心



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

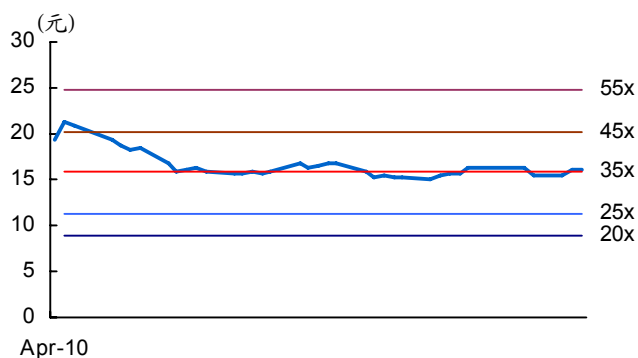
能源基础服务是长期的新增看点：公司认为自身核心优势是一个能量转换，涉及水、电、暖、气等业务，能够在城镇化过程中对居民和工业需要的能源基础服务提供打包式的一站式服务，例如将污水处理、垃圾处理、供热、供气等建立一个集中的处理中心。公司已经开始研究分布式的污水处理系统，并在自己公司建立了一个污水处理工程试验中心，对公司自身的生活污水和工业污水进行成功的处理。目前公司示范项目运转良好，年运营维持费用仅几十万左右。现在已经有政府在与公司联系。

公司近期的经营形势良好：我们估计公司目前在手订单约 80 亿元，主要原因是上半年新签订单同比大幅增长。公司是小批量单件生产的模式，生产周期比较长，可以到 10-12 个月左右，因此 2010 年大部分是完成 2009 年的订单。相信随着公司透平服务项目和空分项目的占比逐渐增加，未来几年公司收入将保持在 25-30% 左右增速，利润增长将在 30-40% 左右。

风险提示：公司战略转型的进度低于预期。

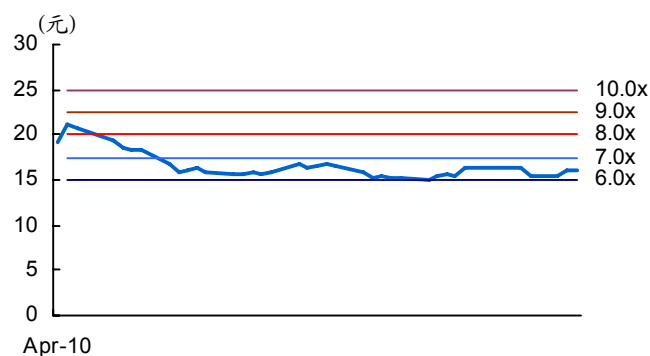
投资建议“强烈推荐-A”：我们预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.55、0.77、1.03 元，考虑公司的行业龙头地位，管理层优秀的管理能力、服务转型和战略超前，产品的节能环保概念，以及公司流通盘仅 1 亿股等综合因素，给予公司估值溢价，按照 2011 年 30 倍 PE 估值，目标价 22-24 元。首次给予“强烈推荐-A”投资评级。

图 7：陕鼓动力历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 8：陕鼓动力历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

- 1、《陕鼓动力(601369)- 致力业务模式创新的透平机械制造龙头》2010/4/13

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7158	7474	10284	12593	16034
现金	2468	3098	4729	5420	6742
交易性投资	524	61	0	0	0
应收票据	735	874	1152	1498	1947
应收款项	1174	1249	1631	2121	2757
其它应收款	19	25	43	56	73
存货	1110	1065	1381	1770	2285
其他	1129	1101	1348	1728	2230
非流动资产	971	998	1588	1864	1849
长期股权投资	3	7	7	7	7
固定资产	456	649	1401	1695	1696
无形资产	197	201	181	163	146
其他	315	142	0	0	0
资产总计	8129	8473	11873	14457	17884
流动负债	5498	5800	7195	9193	11834
短期借款	118	177	110	110	110
应付账款	1764	1658	2177	2791	3603
预收账款	2755	2771	3629	4652	6005
其他	861	1193	1279	1639	2116
长期负债	43	76	20	20	20
长期借款	0	20	20	20	20
其他	43	56	0	0	0
负债合计	5541	5875	7215	9213	11854
股本	428	983	1093	1093	1093
资本公积金	1216	660	2190	2190	2190
留存收益	944	953	1375	1961	2746
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2587	2597	4657	5244	6029
负债及权益合计	8129	8473	11873	14457	17884

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	708	694	974	1326	1745
净利润			602	838	1121
折旧摊销			103	144	155
财务费用			(31)	(43)	(53)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			198	365	502
其它			102	21	20
投资活动现金流	(418)	380	(710)	(426)	(140)
资本支出			(774)	(426)	(140)
其他投资			64	0	0
筹资活动现金流	(37)	(342)	1367	(208)	(283)
借款变动			(67)	0	0
普通股增加			109	0	0
资本公积增加			1530	0	0
股利分配			(181)	(251)	(336)
其他			(24)	43	53
现金净增加额	254	732	1630	691	1322

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3943	3609	4800	6240	8112
营业成本	2956	2611	3456	4431	5719
营业税金及附加	18	16	24	31	41
营业费用	112	96	134	175	227
管理费用	404	439	528	686	892
财务费用	(41)	(71)	(31)	(43)	(53)
资产减值损失	52	27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	61	22	0	0	0
营业利润	503	513	689	960	1286
营业外收入	12	32	3	3	3
营业外支出	0	6	0	0	0
利润总额	514	538	692	963	1289
所得税	57	75	90	125	168
净利润	457	463	602	838	1121
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	457	463	602	838	1121
EPS (元)	0.85	0.42	0.55	0.77	1.03

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	35%	-8%	33%	30%	30%
营业利润	20%	2%	34%	39%	34%
净利润	26%	1%	30%	39%	34%
获利能力					
毛利率	25.0%	27.7%	28.0%	29.0%	29.5%
净利率	11.6%	12.8%	12.5%	13.4%	13.8%
ROE	14.1%	16.0%	12.9%	16.0%	18.6%
ROIC	15.2%	13.6%	12.0%	14.8%	17.4%
偿债能力					
资产负债率	68.2%	69.3%	60.8%	63.7%	66.3%
净负债比率	1.5%	2.3%	1.1%	0.9%	0.7%
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	3.2	2.4	2.8	2.8	2.8
应收帐款周转率	3.9	3.0	3.3	3.3	3.3
应付帐款周转率	1.9	1.5	1.8	1.8	1.8
每股资料(元)					
每股收益	0.85	0.42	0.55	0.77	1.03
每股经营现金	1.66	0.71	0.89	1.21	1.60
每股净资产	6.05	2.64	4.26	4.80	5.52
每股股利	0.00	0.00	0.17	0.23	0.31
估值比率					
PE	19.0	38.1	29.3	21.1	15.7
PB	2.7	6.1	3.8	3.4	2.9
EV/EBITDA	71.3	70.6	47.8	34.2	26.2

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王轶铭，南京航空航天大学空气动力学学士、湖南大学精算专业硕士，5 年航天航空国防科研工作经历，通过北美产险精算师考试 EXAM1-5，机械军工行业分析师，曾获 2009 年《新财富》机械行业最佳分析师第一名（小组）。

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2007 年第二名，2008 年第五名，2009 年第一名；2009 年水晶球机械行业最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。