

陕鼓动力 601369. SH

产业升级的标杆，在沉默中爆发

事件：公司股价在 6 月 30 日逆市上涨 4.98%

研究结论

- **代理人问题圆满解决，下游需求无忧。**陕鼓动力的高管、核心技术人员和销售骨干等 77 人以 8.8 元的统一价格入股公司，这种长效激励机制是国际公认最能解决代理人问题的方案。我们认为公司管理层除了对公司的未来发展的构想不仅具有产业结构调整的前瞻性更具有脚踏实地的精神，在构建经营模式升级的同时狠抓传统业务的销售，在诸多不确定的环境中，在手订单超预期，业绩确定性高增长值得期待。
- **收购上鼓完善产业链，提高自身竞争力。**公司连续十年保持盈利经历了风机行业四次大的变革，现在正着手收购上鼓，在电站风机和风电风机方面崭露头角，从而进军核电市场。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。
- **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：**化工气体工程项目的竞标、国家有关节能环保支撑政策的相继出台和“十二五”规划循环经济战略举措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。

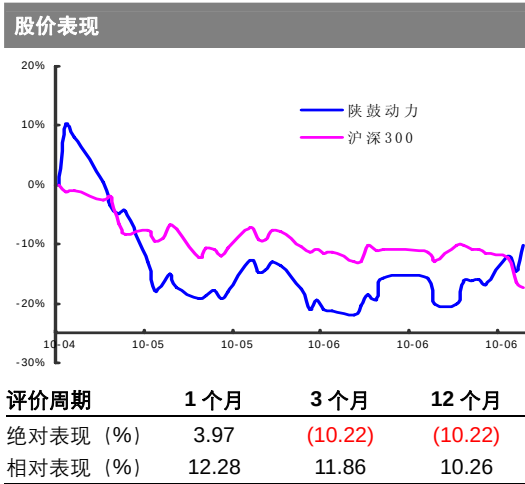
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



周凤武 机械行业资深分析师
8621-50366888 x 6100
zhoufw@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010048

胡耀文 机械行业研究助理
8621-63325888-6103
huyaowen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110060048

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价(2010年6月30日)	17.30 元				
目标价格	20.30 元				
总股本/流通 A 股(百万股)	1093/87				
A 股市值(百万元)	18900				
国家/地区	中国				
行业	机械				
报告日期	2009 年 7 月 1 日				



主要财务指标 (百万)	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

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	主要财务比率				
负债合计	5875	6493	8156	9887	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	1	1	成长能力				
股本	983	983	983	983	营业收入	-8.5%	26.4%	23.0%	19.4%
资本公积	660	660	660	660	营业利润	2.0%	25.6%	20.0%	14.2%
留存收益	953	1525	2156	2868	净利润	1.3%	23.4%	20.6%	13.4%
归属母公司股东权益合计	2597	3168	3800	4512	获利能力				
负债和股东权益	8473	9661	11956	14400	毛利率	27.7%	28.7%	28.2%	27.7%
现金流量表					净利率	12.8%	12.5%	12.3%	11.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	17.8%	18.0%	18.1%	17.3%
经营活动现金流	694	693	1264	1370	ROIC	-121.2%	-352.0%	-178.5%	-105.7%
净利润	463	571	689	781	偿债能力				
折旧摊销	106	120	149	174	资产负债率	69.3%	67.2%	68.2%	68.7%
财务费用	-71	-6	-11	-16	净负债比率				
投资损失	-22	-28	-37	-29	流动比率	1.29	1.32	1.30	1.32
营运资金变动	-171	57	453	451	速动比率	1.10	1.12	1.12	1.14
其它	389	-21	21	8	营运能力				
投资活动现金流	694	-607	-304	-147	总资产周转率	0.43	0.50	0.52	0.51
资本支出	168	280	308	193	应收账款周转率	3	3	3	3
长期投资	452	-6	1	0	应付账款周转率	1.53	1.78	1.80	1.76
其他	1314	-333	4	47	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-342	-68	-1	-38	每股收益	0.47	0.58	0.70	0.79
短期借款	59	-79	33	4	每股经营现金流	0.71	0.70	1.29	1.39
长期借款	20	7	9	12	每股净资产	2.64	3.22	3.86	4.59
普通股增加	556	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-556	0	0	0	P/E	34.52	27.97	23.20	20.46
其他	-421	4	-43	-54	P/B	6.15	5.04	4.20	3.54
现金净增加额	0	18	959	1185	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