

公司研究

行业：机械

评级：持有

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街九号
院一号楼六层信达证券研发中心

张冬峰、左志方

SAC 执业证书 S1500209090113

010-63081269

zuozhifang@cindasc.com

基础数据

当前股价（元）	18.18
总股本（百万股）	1092
流通股本（百万股）	109
一个月内涨幅	5.19%

陕鼓动力（601369）调研简报

充裕的订单是未来业绩的保证

2010年9月13日

事件：我们于9月7日对公司进行实地调研，就生产经营情况与公司进行了沟通。

投资要点

- **公司主营产品优势明显。**公司主营产品是透平压缩机组、工业流程能量回收装置和透平鼓风机组，其中透平压缩机组占比一直维持在60%以上，是公司的核心业务。透平压缩机主要应用在冶金、石化、煤化工等行业，从公司目前产品的行业分布来看，冶金行业占据了公司50%以上的需求。公司在压缩机领域占据绝大部分的市场份额，尤其是在技术含量较高、毛利率较高的轴流压缩机领域占据90%以上的份额，竞争优势明显。
- **订单充足，结构优化。**公司主营产品的单价较高、生产周期较长，一般成套设备的生产周期12-18个月，因此采用订单制的生产方式。公司半年报显示，上半年新增订单42.45亿元，订单结构为：冶金，58%；化工，33%；石油，5%；其他，4%。对比上半年的收入结构：冶金70.24%，石化24.5%，其他4.1%，目前公司的订单结构优化明显，未来对冶金行业的依赖降低。根据公司的收入和订单状况，保守估计，公司目前在手订单总量超过70亿元，未来业绩增长有保障。
- **依托传统优势，积极进行战略转型。**公司已经明确提出下一阶段的发展战略：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，具体发展策略是：积极拓展透平系统服务领域和透平关联能源技术设施服务领域。我们认为公司具备完成上述战略转型的基础条件。

首先，公司经过长期的发展，已经奠定了国内一流透平设备供应商的地位。粗略估计，公司目前销售的透平设备存量已经达到180多亿元，未来几年内销售收入也将保持在年均40多亿元的规模。虽然透平机械的寿命较长，但是基础部件，特别是叶轮的寿命相对较短，大约在6年左右，这一部分的部件更新需求在未来几年内将会逐渐释放。

另外，公司依靠强大的技术实力，推出了透平设备全生命周期服务。公司于2003年建立了远程故障诊断系统，可以实时监控公司已销售的设备的使用状况，为客户提供全方位的服务。2009年，透平系统服务已经为公司带来约2亿元的收入，未来增长空间巨大。

- **工业气体项目起点高。**公司进军工业气体市场是其战略转型的必然选择。公司生产的空气压缩机是空分设备的主要设备之一，目前已经制造出2万-5万等级的空分压缩机，具备6万等级的生产能力。虽然公司没有生产成套空分设备的能力和

经验，需要从其他企业购买配套设备，但是公司依靠强大的客户资源，已直接进入高端工业气体领域。目前，公司已经签订 4 个气体项目，供气总量在 22 万立方米/小时。其中，陕化和金石都是 2*40000 立方米/小时的项目，相对于杭氧具有一定的规模优势。从金石项目的进展状况来看，金石项目 2011 年 3 月份左右可以开始供气，明年即可产生收益。

- **轻资产运行，现金流充裕。**公司资产总额 107 亿元，其中固定资产 6.5 亿元，现金 50 亿元，属于典型的轻资产企业，与一般机械设备制造企业的资产结构差异较大，但是与公司系统服务商的战略定位相符。另外，在整体经济处于转型期的大背景下，公司充裕的现金流可以为公司提供充分的选择空间，如果新的投资机会出现，公司可以及时做出决策。目前，公司正在试验的污水处理系统运行良好，处理工艺也在进一步研究提升，我们认为公司有足够的资金和技术实力完成污水处理的产业化，在相关政策的支持下，未来可能迎来一轮爆发式的增长。
- **收购上鼓，横向拓展空间。**公司拟收购上海鼓风机厂 60%的股权，目前进展顺利。上鼓生产的设备主要应用在电力行业，如果收购完成，将完善进一步公司的产品线，提高公司的核心竞争力，巩固公司的行业龙头地位，为将来参与国际竞争做好充分的准备。我们认为，兼并扩张是公司快速做大做强的路径之一，通过收购上鼓积累充分的经验，为将来进行更大规模的扩张做好准备。
- **盈利预测：**预计公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.59、0.64 和 0.67 元，给予公司“持有”评级。

立信以诚 财达于通

财务报表预测

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7467	9495	10685	11929
现金	3098	4902	5634	6276
交易性投资	61	0	0	0
应收票据	874	940	1024	1168
应收款项	1249	1253	1365	1527
其它应收款	25	26	48	52
存货	1065	1166	1284	1426
其他	1094	1208	1330	1479
非流动资产	998	1052	1094	1123
长期股权投资	7	7	7	7
固定资产	649	814	873	919
无形资产	201	181	163	146
其他	142	51	52	51
资产总计	8465	10547	11779	13053
流动负债	5800	5975	6719	7478
短期借款	177	0	0	146
应付账款	1658	1858	2078	2257
预收账款	2771	3007	3311	3704
其他	1193	1110	1330	1372
长期负债	70	(30)	(30)	(30)
长期借款	20	(30)	(30)	(30)
其他	50	0	0	0
负债合计	5870	5945	6689	7448
股本	983	1093	1093	1093
资本公积金	660	2245	2245	2245
留存收益	953	1401	1889	2403
少数股东权益	0	0	0	0
母公司所有者权益	2597	4739	5226	5740
负债及权益合计	8468	10684	11915	13189
现金流量表（百万元）				
经营活动现金流	694	749	1037	814
投资活动现金流	380	(211)	(150)	(150)
筹资活动现金流	(342)	1265	(155)	(22)
现金净增加额	732	1803	732	642

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3609	4387	4778	5225
营业成本	2611	3017	3322	3637
营业税金及附加	16	21	22	24
营业费用	96	110	119	131
管理费用	439	526	548	621
财务费用	(71)	(42)	(54)	(53)
资产减值损失	27	27	27	27
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	22	0	0	0
营业利润	513	728	794	839
营业外收入	32	32	32	32
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	538	753	819	864
所得税	75	113	123	130
净利润	463	640	696	735
少数股东损益	0	0	0	0
母公司净利润	463	640	696	735
EPS（元）	0.47	0.59	0.64	0.67

主要财务比率

年成长率	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	-8%	22%	9%	9%
营业利润	2%	42%	9%	6%
净利润	1%	38%	9%	6%
获利能力				
毛利率	28%	31%	30%	30.4%
净利率	13%	15%	15%	14.1%
ROE	18%	14%	13%	12.8%
ROIC	14%	12%	12%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	0.7	0.6	0.6	0.6
净负债比率	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	1.3	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.1	1.4	1.4	1.4
营运能力				
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	2.4	2.7	2.7	2.7
应收帐款周转率	3.0	3.5	3.6	3.6

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。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。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102