

机械设备行业

陕鼓动力 (601369)

评级: 增持

节能环保研究小组

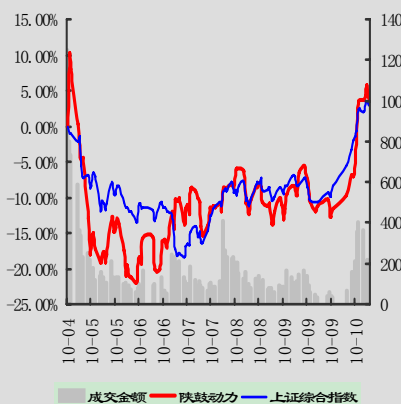
联系人: 节能环保研究小组
电 话: 010-88086830-707
邮 箱: zhaogh@rxzq.com.cn

目标涨幅: +25%

6-12个月目标价(元): 25.00

最新股价(元): 20.01

公司股价与上证综指比较



基础数据: 2010/09/30

总股本(万股): 109,251

流通A股(万股): 10,925

每股净资产(元): 4.37

净资产收益率 TTM(%): 17.64

资产负债率(%): 58.69

传统制造产业转型升级的样板

投资要点

- 公司以透平设备为核心产品，正逐步拓展到专业设备维修服务、工业气体供应、节能环保、公用事业等领域。公司是我国重大装备制造行业的龙头企业，主营透平压缩机组、工业流程能量回收装置、透平鼓风机组等三大类透平机械，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。工业流程能量回收装置作为高效节能环保产品，是钢铁企业节能减排的优选方案之一。
- 公司产业结构调整正在进行时：提高专业化服务产值的占比，进军工业气体领域。公司传统产品主要应用于钢铁、冶金领域，市场景气度受宏观经济的固定资产投资影响极大，未来发展空间有限。公司充分发挥国内透平机械龙头的专业优势，深入挖掘增值服务，为透平设备提供全生命周期的诊断、维修、保障一体化服务。公司还依托自身的空分压缩机产品和客户优势进军下游气体行业，在一个朝阳产业上迈出了第一步。目前，我国的工业气体市场正处于快速发展时间，预计 2016 年的市场将达到千亿之多，行业的年均增速在 15% 左右。
- 盈利预测与估值。综合各方面分析，我们预计 2010-2012 年，公司净利润将分别达到 7.28 亿元、7.79 亿元、10.04 亿元，将实现每股收益为：0.66 元、0.71 元、0.82 元，对应 PE 分别为 30 倍、28 倍、24 倍。考虑到公司产业结构升级的前景，可以给予公司 2011 年业绩 35 倍的市盈率，目标价为 25 元，尚有 +25% 的上涨空间，投资评级为“增持”。

盈利预测与估值

财务科目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,943	3,609	4,480	5,549	6,695
同比增长(%)	35	-8	24	24	21
营业利润(百万元)	503	513	726	869	1,004
同比增长(%)	20	2	42	20	16
净利润(百万元)	457	463	728	779	899
同比增长(%)	26	1	57	7	15
每股收益(元)	0.41	0.42	0.66	0.71	0.82
PE	49	48	30	28	24

正文目录

1、公司是一家以透平机械为核心产品的现代化装备制造企业	5
1.1 公司发展简介	5
1.2 公司主营产品的市场占有率高	5
2、公司是国内的风机行业龙头，综合竞争优势明显	8
2.1 风机行业概述	8
2.2 公司在风机行业竞争优势明显	10
2.3 公司通过技术升级和产品出口，不断寻找新的市场机会	13
3、公司不断提升专业服务能力，提高运营服务的营收占比	14
3.1 公司战略布局三大业务：透平设备、过程服务、运营管理	14
3.2 洞察市场需求，提供全生命周期专业服务	15
3.3 公司订单结构变化反映业务转型可期	15
4、拓展产业链下游，进军朝阳产业	16
4.1 工业气体行业发展前景乐观	16
4.2 公司是国内空气压缩机领域的龙头	17
4.3 公司在工业气体领域的布局	18
5、盈利预测与估值	19
5.1 核心假设	19
5.2 分项盈利预测	19
5.3 综合盈利预测	21
5.4 公司估值	22
6、风险提示	22

图表目录

图表 1 公司主营产品结构（2009 年度）	7
图表 2 公司产品的下游行业构成（2009 年度）	8
图表 3 风机行业受宏观经济固定资产投资影响较大.....	9
图表 4 公司轴流压缩机的市场占有率（2006-2008）	11
图表 5 公司空分用压缩机的市场占有率（2006-2008）	11
图表 6 公司TRT产品的市场占有率（2006-2008）	12
图表 7 公司经营利润率在行业平均水平之上.....	13
图表 8 公司主营成本构成.....	14
图表 9 公司主营结构逐步优化.....	15
图表 10 我国工业气体未来市场容量预测.....	16
图表 11 工业气体生产流程示意.....	17

表格目录

表格 1 公司主营产品介绍.....	6
表格 2 透平压缩机盈利预测.....	19
表格 3 工业流程能量回收装置盈利预测.....	20
表格 4 透平鼓风机盈利预测.....	20
表格 5 工业气体盈利预测.....	20
表格 6 未来三年公司业务综合预测.....	21
表格 7 陕鼓动力（601369）盈利预测表.....	21

1、公司是一家以透平机械为核心产品的现代化装备制造企业

1.1 公司发展简介

公司系经西安市政府于1999年4月26日作出的《关于同意发起设立西安陕鼓动力股份有限公司的批复》（市政函[1999]19号）批准，由陕西鼓风机（集团）有限公司等五家公司以发起设立方式于1999年6月30日设立的股份有限公司。

经中国证券监督管理委员会证监许可[2010]375号文核准，公司首次公开发行A股109,251,349股。公司A股上市经上海证券交易所上证发字[2010]15号文批准于2010年4月28日起上市交易，股票代码为601369。

公司上市后，陕鼓集团持有占公司总股本61.58%的股份，为公司的控股股东。公司的实际控制人为西安市国资委，持有公司控股股东陕鼓集团的全资股东——西安工业资产经营有限公司的全部股权。

1.2 公司主营产品的市场占有率高

公司以透平设备为核心产品，将自身经营范围逐步拓展到设备维修服务提供、工业气体供应、节能环保、公用事业等领域。公司是我国重大装备制造行业的龙头企业，主营透平压缩机组、工业流程能量回收装置、透平鼓风机组等三大类透平机械，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。其中，工业流程能量回收装置属于高效节能环保产品。

近年来，公司加大对系统技术与关联技术的研究、开发和应用，通过以主导产品为核心的成套技术和设备为客户提供工业流程节能改造以及基于主导产品的专业化外包和平台服务。2008年，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的市场占有率分别在90%、65%和80%以上。

公司以上述透平设备产品为核心，不断拓展服务领域，改进经营结构。公司在提升设备全生命周期维护服务价值的同时，也在向产业下游进行经营拓展。2010年，公司通过公开发行股票，募集资金16亿元，主要投向工业气体供应的两个项目，这标志着公司正式试水工业气体供应领域。

表格 1 公司主营产品介绍

产品名称	产品图例	产品简介	产品用途
轴流压缩机		轴流压缩机是把机械能转化为气体能量的一种透平机械，其内部的气流基本沿压缩机轴向流动。	轴流压缩机主要用于冶金行业的高炉鼓风机站、炼油厂的催化裂化装置、发酵行业的压缩机站、化肥硝酸装置、大型空分装置、大型风源风洞试验、液化天然气、污水处理及电站等。
透平压缩机		离心压缩机是把原动机的机械能转化为气体能量的一种透平机械，其内部的气流沿垂直于压缩机轴的径向进行的。	离心压缩机主要用于炼油厂的催化裂化装置、石化、煤化工、冶金、空分装置、动力、制药、污水处理等领域。
空分压缩机		空分压缩机属于离心压缩机的一种，主要用于提高气体的压力，通过其他空分装置，将所需要的气体从空气中分离。	空分压缩机主要用于冶金、化肥、化工、石化领域。
工业流程能量回收装置		工业流程能量回收装置是利用工业流程中的气体所具有的压力能、热能做功来进行能量回收的一种节能装置。	工业流程能量回收装置主要用于冶金行业高炉煤气余压能量回收、石油化工业烟气能量回收及硝酸尾气能量回收。该装置不产生任何污染、可实现无公害发电，是现代国际、国内公认的节能环保产品。
透平鼓风机		离心鼓风机是依靠输入的机械能，提高气体压力并排送气体的透平机械，对气体压力的提升范围为 15KPa-35KPa，其内部的气流沿垂直于鼓风机轴的径向	离心鼓风机主要用于石化、冶金、制药、化肥、环保、水泥、电站等行业。

通
风
机



进行。

通风机是依靠输入的机械能，提高气体压力并排送气体的机械，对气体的压力提升小于 15KPa。

主要应用于冶金、石化、电站锅炉、纺织、制药、化肥、环保、水泥、地铁等行业。包括各种型号的大型轴流、离心通风机及烧结(SJ)风机、除尘风机、环冷风机、高温风机等,按照内部气流流向主要分为离心式和轴流式。

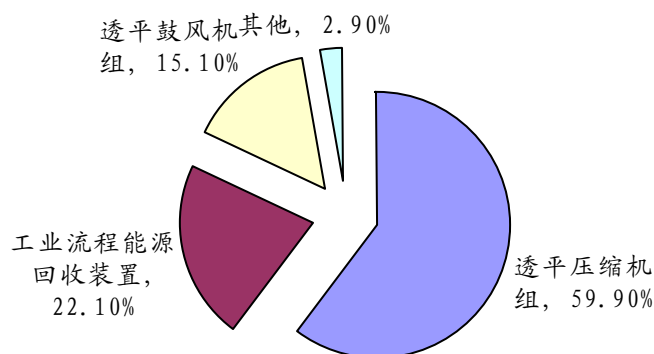
透平机械 系统服务

主要包括备品备件及维修服务、专业化外包服务。其中，专业化外包服务是指公司总承包与客户主业配套的、以公司核心产品为主的业务相关流程,建成后，公司通过后期运营获得持续收益。

资料来源：公司资料、日信证券研发部

公司主导产品是透平压缩机组。从产品构成分析，公司的主要产品为透平压缩机组、工业流程能量回收装置、透平鼓风机组和其他主营业务收入。其中，透平压缩机组是公司的主导产品。2007 年-2009 年，透平压缩机组的营业收入连续三年占据公司营业总收入的 60%左右。

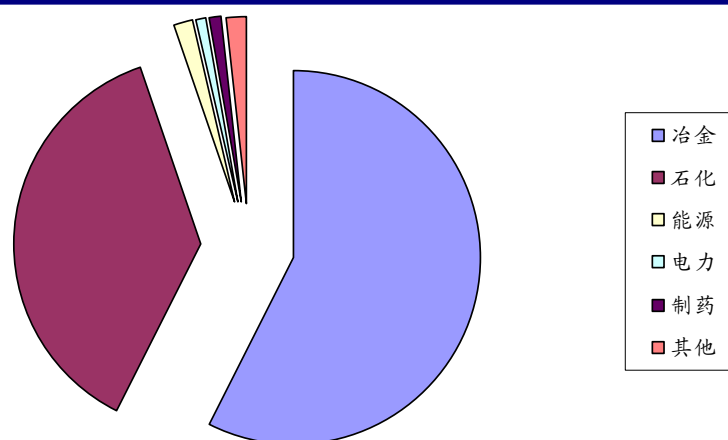
图表 1 公司主营产品结构（2009 年度）



资料来源：公司年报、日信证券研发部

公司客户主要集中在冶金、石化领域。一直以来，公司的主要产品透平压缩机组、工业流程能量回收装置的客户主要在冶金、石化行业，主营业务收入中 90%以上来自于这两个行业。其中，冶金行业是公司的第一大客户来源，对公司主营业务收入的贡献一直保持在 50%以上。近年来，为降低对冶金行业的依赖，公司加大了对石化以及其他行业的营销力度，在石化等其他行业的销售额稳步提高。2009 年，来自石化行业的销售收入占到公司主营业务收入的 37.2%。同时，公司也注重在能源、电力、制药等新行业的应用和推广，以便实现公司经营风险的进一步分散。

图表 2 公司产品的下游行业构成（2009 年度）



资料来源：公司年报、日信证券研发部

2、公司是国内的风机行业龙头，综合竞争优势明显

2.1 风机行业概述

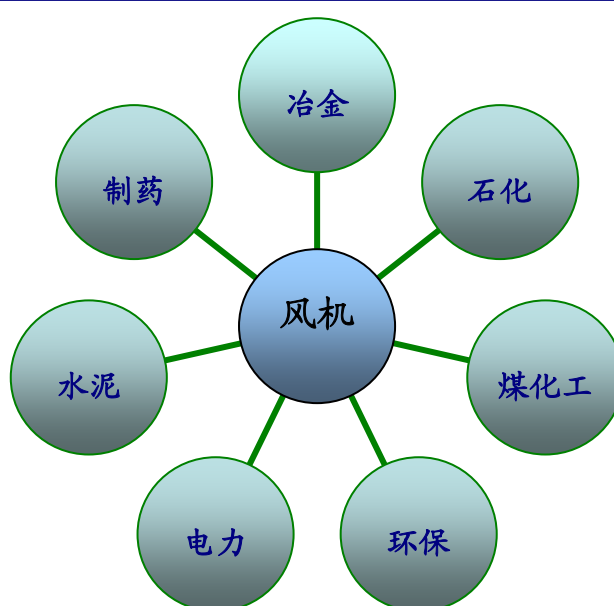
透平机械泛指具有叶片或叶轮的动力机械。风机和工业流程能量回收装置均属于透平机械。公司产品主要包括压缩机、鼓风机、通风机以及工业流程能量回收装置等透平机械设备。

风机行业的发展主要受宏观经济固定资产投资影响。风机是用于输送气体并改变气体能量的一种通用机械，主要用于气体增压、循环、通风换气、排尘等，被广泛应用于冶金、石化、电力、环保、制药等国民经济的各个领域。关于风机的分类方面：按出口压力分，风机分为压缩机、鼓风机和通风机三大类；按气体流动方向与风机轴线的相对位置分，又可分为轴流风机、离心风机和斜流风机或混流风机。目前应用较为广泛的风机主要有：离心压缩机、轴流压缩机、离心鼓风机、离心通风机、轴流通风机等。

风机的下游行业主要是冶金、石化、煤化工、环保、电力、水泥及制药等行业，下游行业的基本建设、发展状况以及国家政策将直接影响到风机行业产品的市场需求量，进而影响行业的发展态势。因此可以说，风机行业的发展主要受国家工业化和城市化进程、宏观经济周期、下游行业经济周期、行业内投资建设周期影响。国家宏观经济形势的变化、有关产业政策的调整都会影响到风机行业景气度。“十五”以来，我国冶金、石化等重大流程工业的固定资产投资增长迅速，从而拉动了国内市场对轴流压缩机、大型离心压缩机和能量回收透平等重大技术装备类风机产品市场需求快速增长。透平压缩机组与工业流程能量回收装置是冶金、石化等工业生产流程中的重要设备。由于冶金、石化等流程工业生产能力的快速增长

带动了市场对该类装备需求的快速增长。二十世纪 90 年代初，我国轴流压缩机与高炉能量回收透平的市场需求每年仅有十几台套。2003 年至 2007 年 5 年间，我国的轴流压缩机组市场需求达到 620 余台，TRT 需求达到 350 余台，空分压缩机需求 140 余台，硝酸及 PTA 机组需求 50 余台套。

图表 3 风机行业受宏观经济固定资产投资影响较大



资料来源：日信证券研发部

公司所处的重大技术装备类风机市场竞争者较少。目前，风机行业的竞争格局大体上分为重大技术装备类风机市场和一般功能性风机市场两个层次。

重大技术装备类风机市场是风机产品的高端市场，重大技术装备类风机技术含量高，结构复杂，制造精度要求高，设计制造的难度大。目前，我国重大技术装备类风机市场中的主要企业有德国曼透平公司、日本三井、美国 GE、德国西门子、陕鼓和沈鼓。国内其他企业在该市场所占的份额很小。德国曼透平公司、日本三井、美国 GE、德国西门子的产品主要有轴流压缩机、离心压缩机、汽轮机等，在中国市场销售的主要产品为大型轴流压缩机和离心压缩机。公司和沈鼓是我国重大技术装备类风机骨干制造企业。

一般功能性风机市场是风机产品的中低端市场。中端市场产品主要包括中低速离心压缩机、鼓风机、大型及特种用途通风机。这些产品的研发与生产要求具有一定的技术水平，目前该市场主要企业有陕鼓、沈鼓、重庆通用工业（集团）公司、上海鼓风机厂有限公司等。国内部分从事气体分离机械、航空发动机行业的企业也逐渐向该市场拓展业务，但由于该类市场的产品技术更新快且营销渠道壁垒较高，这些新进入者并未改变竞争格局。

低端市场产品主要为技术含量低的中小型工业通风机，这一市场竞争最为激烈，生产企业超过一千家，普遍规模较小。

工业流程能量回收装置是用来回收工业流程中余压、余热能量的装置，主要有高炉能量回收透平、尾气能量回收透平和烟气能量回收透平三种。

2.2 公司在风机行业竞争优势明显

公司拥有业内领先的轴流压缩机、能量回收透平装置、空分用压缩机等核心技术。公司是风机行业最早实现系统集成技术的企业，具有系统技术的优势。公司通过对整个产业链的工序进行整合和分工，提升自身在高附加值的研发设计以及核心部件产品制造方面的竞争能力，削减在铸造等低附加值领域的投资，提升了公司产品的综合盈利能力。

公司具有工业流程关联技术优势，在对工业领域核心设备及技术研究的前提下，扩展到相关联工艺流程及设备的研究和开发，提供整个工业流程所需要的设备、技术、监测、维护等功能需求。公司建立了世界唯一的 TRT 工艺流程试验台，模拟进行高炉顶压的高精度稳定性控制研究；在行业首家研制的旋转机械远程在线监测及故障诊断技术已在 60 家客户得到应用。

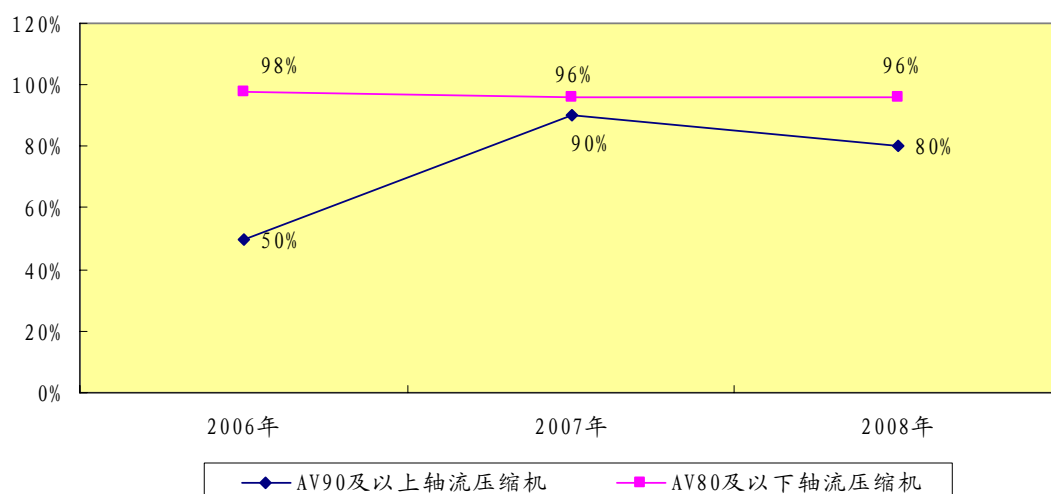
公司具有主机技术优势，拥有门类齐全的国际先进的主机技术，其中引进消化吸收后再创新的轴流压缩机技术和自主研发的能量回收透平装置达到国际先进水平，具有高效节能和降噪环保特点，在国民经济重大技术装备领域得到广泛应用。通过与国外先进公司合作制造和自主研发并行研制的离心压缩机技术和离心鼓风机技术采用三元流先进技术设计和 CFD 流场分析，在煤化工、石油化工、冶金等领域普遍应用，技术达到国内先进水平，其中空分用压缩机技术达到国际先进水平，公司在该等设备上的生产优势为进入工业气体行业奠定了良好的基础。

在轴流压缩机市场，公司产品技术领先。公司主要竞争对手是德国曼透平公司和日本三井。2006 年--2008 年的三年里，公司在国内轴流压缩机产品市场占有率高达 90%以上。

公司与德国曼透平公司和日本三井的竞争主要集中在 AV90 轴流压缩机及以上产品。随着本公司 AV90 及以上大型轴流压缩机设计与制造能力的提升，相应市场竞争力将持续提高，市场占有率大幅度提升。目前，公司已有六台 AV100 成功投产运行。

公司在 AV80 及以下的轴流压缩机国内市场占有绝对优势，自 2006 年以来国内市场占有率一直在 90%以上。本公司轴流压缩机已出口至印度、苏丹、巴西、土耳其、马来西亚等国。

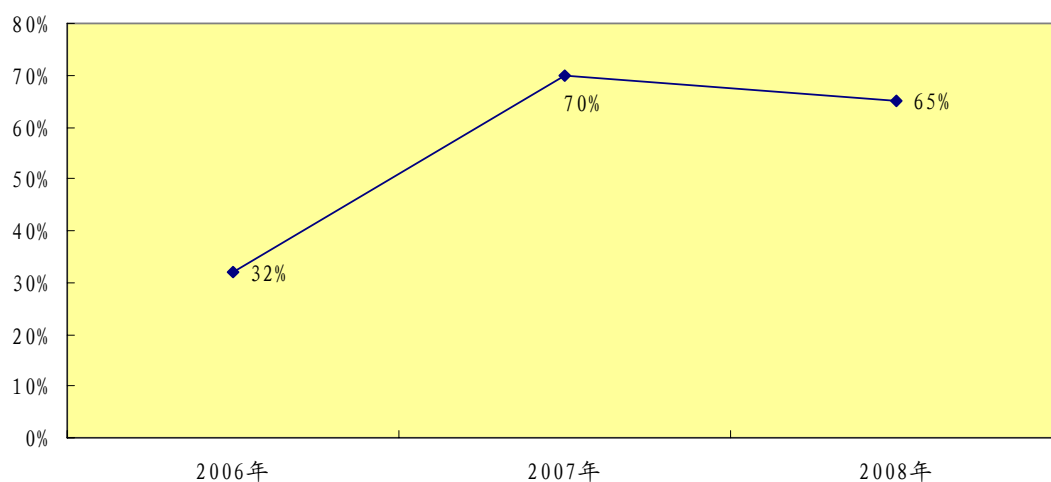
图表 4 公司轴流压缩机的市场占有率（2006-2008）



资料来源：中国通用机械工业协会、日信证券研发部

在离心压缩机市场，公司具有一定竞争优势。公司主要竞争对手有德国曼透平公司、德国西门子、美国GE 和沈鼓。公司拥有 6 万等级空分用压缩机的设计与制造能力，为山东华鲁恒升制造的 4.8 万 m^3/h 空分压缩机已成功投运，自 2005 年以来公司签订的空分压缩机组合同已超过 80 台套。公司负责生产的 60 万吨PTA 压缩机组已完成生产并安装调试，于 2009 年 11 月 15 日投产成功。

图表 5 公司空分用压缩机的市场占有率（2006-2008）

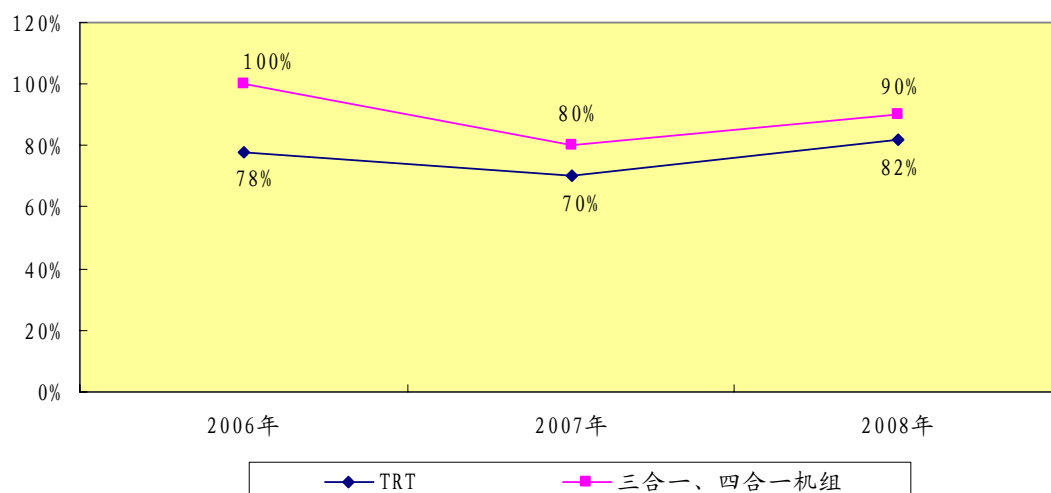


资料来源：中国通用机械工业协会、日信证券研发部

在TRT 产品市场，公司处于行业领先地位。公司的主要竞争对手是日本川崎、三井等，与日本公司竞争的产品主要集中在 4,000 m^3 以上高炉的大型TRT产品上。随着公司大型TRT 产品设计与制造能力的提升，加上国家对重大技术装备制造业的大力扶持，公司大型TRT 产品

的市场竞争能力将会进一步提升。

图表 6 公司 TRT 产品的市场占有率（2006-2008）



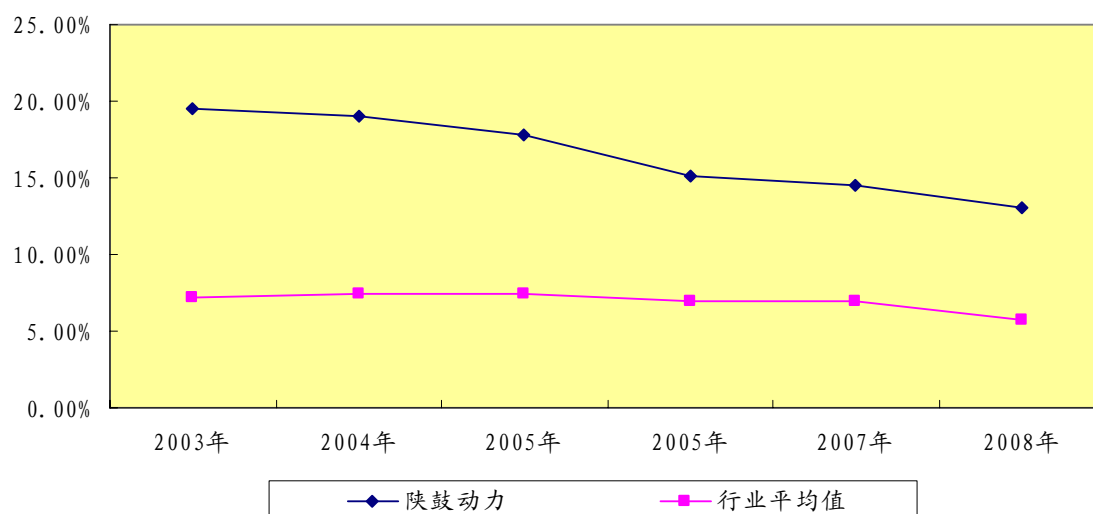
资料来源：中国通用机械工业协会、日信证券研发部

与此同时，公司的TRT产品还远销海外。目前，公司的TRT 产品已经销售到巴西、印度、土耳其等国家，5,250m³ 高炉TRT 成功出口到韩国市场，占领了国际市场制高点。预计未来五至十年，公司此类产品在国际国内市场上还存在较大的增长空间。

公司经营利润率远高于行业平均利润率。据中国通用机械工业协会统计显示，自 2003 年以来，公司经营利润率一直保持在行业平均利润率的 2 倍以上，显示出了远高于行业平均水平的盈利能力。

但随着近些年国内外企业的进入，行业竞争日益激烈，公司经营利润率一直处于下滑态势。预计未来随着公司调整产品结构，在确立高端市场的领先地位之后，利润率情况会有所好转。

图表 7 公司经营利润率在行业平均水平之上



资料来源：中国通用机械工业协会、日信证券研发部

2.3 公司通过技术升级和产品出口，不断寻找新的市场机会

国家政策大力扶持。2009 年 2 月 4 日，国务院常务会议审议并原则通过装备制造业调整振兴规划。会议指出，“装备制造业是为国民经济各行业提供技术装备的战略性产业，关联度高、吸纳就业能力强、技术资金密集，是产业升级、技术进步的重要保障和国家综合实力的集中体现。加快振兴装备制造业，必须依托国家重点建设工程，大规模开展重大技术装备自主化工作；通过加大技术改造投入，增强企业自主创新能力，大幅度提高基础配套件和基础工艺水平；加快企业兼并重组和产品更新换代，促进产业结构优化升级，全面提升产业竞争力。”

产业升级提供机遇。国家流程工业大型化、新型替代能源、二氧化碳减排等产业政策的出台，将引领我国现代工业进行大规模的技术改造和产业升级。在这个过程中，就会催生各类型的大型透平压缩机、鼓风机及通风机以及工业流程能量回收装置的巨大需求，从而为公司的未来发展带来新的历史发展机遇。目前，公司已经募集资金加大该领域的布局。

未来相当长一段时期内，国家将加快经济增长方式的转变，这将对重大技术装备制造企业产生重大影响。一方面，国家倡导循环经济的政策，以及能源价格的持续走高，必将促进市场对工业流程能量回收装置的需求；另一方面，国家倡导科学发展观，提高经济增长方式和质量，将进一步加大节能、减排和促进环保产业发展，将为以开发生产节能环保产品和提供节能改造服务为重点发展目标的重大技术装备制造企业带来发展机遇。

产品出口逐渐扩大。随着我国风机企业产品设计与制造水平的提升，风机产品的出口呈现显著的增长趋势，我国的大型风机产品已经出口到美洲、欧洲、非洲、亚洲等国家和地区，

中小风机已出口至世界各地。在国家支持装备制造业政策的扶持下，公司将进一步加大了国际市场开拓，大型风机产品的出口将持续增长。特别是轴流压缩机、工业流程能源回收装置等核心产品在国际市场上富有竞争力，向全世界展示了中国制造的新面貌。

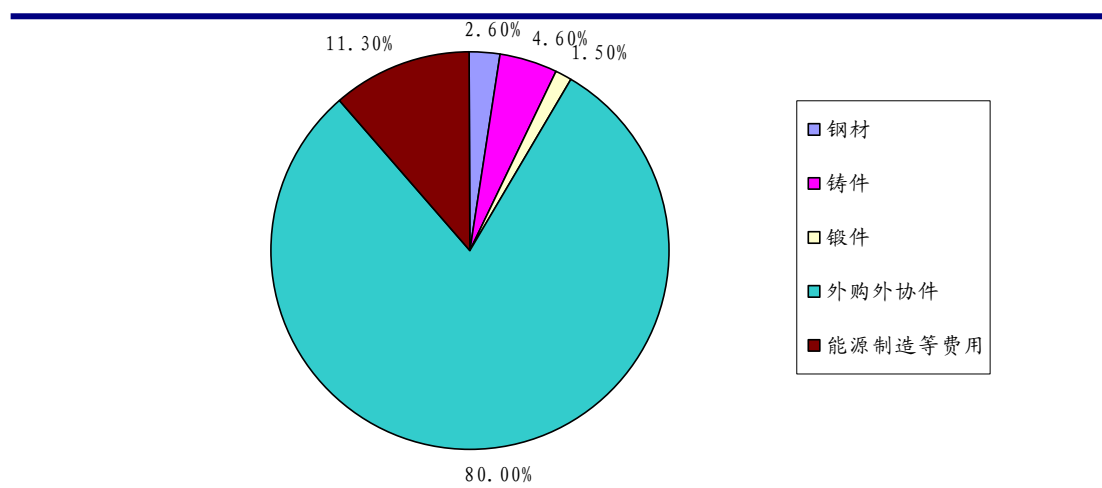
3、公司不断提升专业服务能力，提高运营服务的营收占比

3.1 公司战略布局三大业务：透平设备、过程服务、运营管理

公司经营由“提供单机硬件产品”转向“提供系统解决方案”。“十五”初期以来，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，使公司从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。

随着公司逐步提升自身在产业链上的地位，公司已经摆脱原来的“购置原材料自己加工”的模式，把这些低附加值的工作大都外包出去。这反映在公司的主营业务成本中，钢材等主要机械产品原材料占据成本只有 2.6%，而外购外协件占据总成本的高达 80%之多。

图表 8 公司主营成本构成



资料来源：公司年报、日信证券研发部

目前，公司把自身未来的业务发展规划为三块，分别为透平设备、透平系统服务、能源基础设施服务。目前，透平设备在主营业务收入中占比较高，大约70%-80%。根据公司的战略部署，公司计划到2015年，透平设备收入、透平系统服务收入以及能源基础设施服务在公司营收中的占比大致相同。

3.2 洞察市场需求，提供全生命周期专业服务

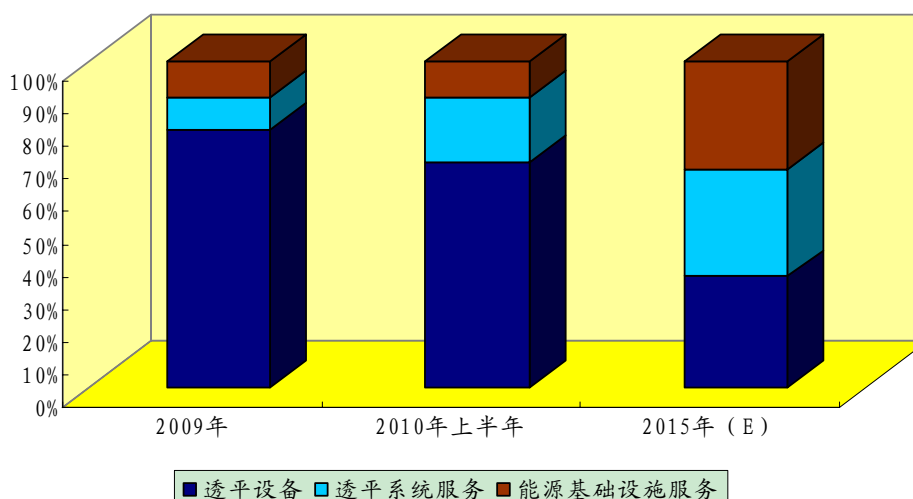
在现有的透平使用领域，由于客户自身提供的专业服务不到位，难以最大化地发挥设备的使用效率，造成资源的浪费。公司针对自身产品特点，以及每个行业所面临着使用环境的不同，分别开发出系统的全生命周期服务方案，从实时诊断到现场维修，从实施润滑油保护到更换叶片。目前，公司建立了数百人的维修服务队伍，利用国内首家透平机械远程在线监测及故障诊断中心，为客户提供全天候的远程在线监测、专家远程会诊、专家现场诊断、机组状态评估等一系列全生命周期服务保障。

目前，公司的远程在线监测系统运行良好，颇受用户欢迎，不但公司透平设备的客户纷纷上线接受服务，其他竞争对手所销售透平设备的客户也被吸引加入其中，以期获得更加专业、更加及时、更全方位的保障服务。

3.3 公司订单结构变化反映业务转型可期

2009 年的订单统计显示，公司三大业务透平设备、透平系统服务以及能源基础设施服务在营业收入中所占的比重分别为：79%、10%、11%。而 2010 年上半年的订单显示，透平设备、透平系统服务以及能源基础设施服务在营业收入中所占的比重分别为：69%、20%、11%，透平设备所占比重下降了 10 个百分点，而透平系统服务所占比重提高了 10 个百分点。根据公司规划，预计到 2015 年，公司业务将形成三足鼎立的局面。

图表 9 公司主营结构逐步优化



资料来源：公司年报、日信证券研发部

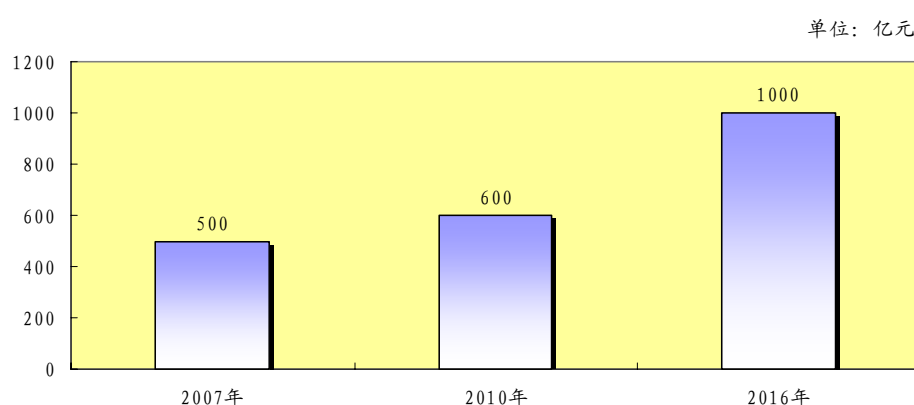
4、拓展产业链下游，进军朝阳产业

4.1 工业气体行业发展前景乐观

第三方供气模式颇受欢迎。在世界各国的工业化进程中，随着钢铁、石油化工生产规模大型化，项目投资规模越来越大，项目的技术要求越来越高，项目投资企业为了降低投资额度，减少融资压力并能够专注于钢铁和石油化工等项目的核心技术，越来越希望能够将与钢铁、石油化工核心技术无关的提供辅助能源部分由外部专业化机构进行承包，工业气体行业就是很重要的一块。从国外钢铁、石油化工大型化的发展轨迹来看，通过工业气体公司专业供气，不仅可以为客户节省前期投资和后续的运营费用，更重要的是专业化服务提高了气体供应的可靠性和有效运营时间，可以为客户有效降低整体运营成本。目前，在我国每年新建的工业气体项目中，42%采用第三方供气模式，另外 58%是企业自建。预计到 2016 年，新建气体项目中，采用第三方供气模式的将占据半壁江山。

预计未来五年，我国工业气体市场的复合增长率在 15%左右。随着工业领域专业化分工的进一步提高，预计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。我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，我国已经开发出来的供气市场占整个市场实际需求的 30%-40%。根据各国工业气体行业的发展经验，一国工业气体行业的发展速度基本上等同于该国 GDP 增速的两倍。又根据《2008 年中国工业气体行业调查研究报告》，预计我国的工业气体市场规模在 2010 年有望达到 600 亿元，到 2016 年将达到 1,000 亿元。

图表 10 我国工业气体未来市场容量预测



资料来源：《2008 年中国工业气体行业调查研究报告》、日信证券研发部

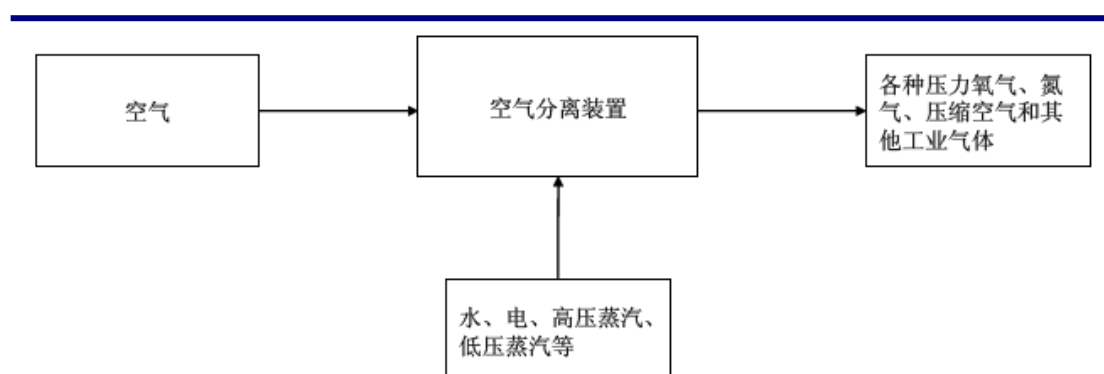
外资厂商在我国工业气体市场上处于主导地位。目前，在我国从事工业气体经营与服务的企业主要包括林德集团、法液空集团、普莱克斯公司、上海盈德气体有限公司、武钢

氧气有限责任公司等。空分设备市场产品主要由法液空、林德、德国曼透平公司、德国西门子、杭州杭氧股份有限公司、陕鼓及沈鼓等国内外少数企业提供，其中多数企业仅向用户提供空分设备，仅有法液空、林德两家公司已开展工业气体服务业务。当前，外资建厂数目占全国工业气体企业总数的 70%以上，市场份额占市场总量的 90%左右，尤以法液空、林德公司为主要龙头。

4.2 公司是国内空气压缩机领域的龙头

压缩机和分馏塔是气体生产的两个关键设备。气体厂的生产流程主要为利用空气分离装置和相应的处理方法，将工业生产所需的各种压力氧气、氮气和其他工业气体从空气中分离出来，在此过程中，需要消耗水、电，并由高压蒸汽和低压蒸汽提供相应的动力。在这个过程中，关键技术和设备主要是两个部分：压缩和分离，对应的关键设备分别是：离心压缩机、分馏塔。

图表 11 工业气体生产流程示意



资料来源：公司资料、日信证券研发部

空分设备制造商发展工业气体是对空分设备制造与销售的拓展和延伸。由于供应工业气体与空分装置的制造与销售在技术、客户等方面具有协同效应，国际大型工业气体供应商林德集团、法液空集团均是从空分设备制造开始，之后延伸进入工业气体行业并取得成功。目前，杭州杭氧股份有限公司和四川空气分离设备集团有限责任公司等空分设备制造企业利用空分设备制造优势，也正积极参与工业气体经营与服务。

公司在工业气体领域具有技术优势和客户优势。公司研制生产的空分装置用压缩机组，目前最大规模已达到 48,000Nm³/h，公司目前的空分市场业绩主要在 20,000-50,000 Nm³/h 等级空分装置用离心压缩机。2008 年，公司在国内配套空气压缩机组市场占有率达到 65%。目前，公司正积极研发 50,000Nm³/h 以上的大型空分装置国产化技术。公司在向用户提供空分装置的同时，利用企业多年工程成套优势，开展了空分项目工程总承包业务，从技术实力、工程建设能力和工程管理经营上，都具备了开展工业气体项目运营的条件。

4.3 公司在工业气体领域的布局

工业气体业务是公司未来的发展战略之一,公司将利用在空分压缩机组制造方面的技术优势、对空分装置项目总承包的经验优势和长期以来的客户基础,主要为冶金及石化领域的客户提供工业气体。

目前,公司通过募集资金加大了两个项目的投资,分别是:石家庄金石空分装置工业气体项目和陕西陕化空分装置工业气体项目。

石家庄金石空分装置工业气体项目,预计年收入3亿以上,两期工程分别于2010年底和2011年底开始供气。本项目为陕化公司节能减排技改项目提供配套装置和服务,总投资51,070万元,完工后将建成两个40,000Nm³/h空分装置,向金石公司出售作为其生产原料的氮气、氧气、氩气和其他压缩气体。

本项目达产后,按照双方合同约定的销售价格及正常供气量,预计年销售收入33,671万元(含税),利润总额5,916万元,销售税金及附加179万元,投资利润率14.0%,投资利税率18.7%,全部投资回收期7.3年(税后、含建设期2年),全部投资内部收益率12.4%(税后),项目盈亏平衡点52.3%,即生产能力达到设计产能的52.3%时,达到盈亏平衡。

本项目建设期为两年,计划于2009年10月完成筹备及工程设计,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。供气日后的第二十个周年日本项目合同到期。

陕西陕化空分装置工业气体项目,预计年收入2亿以上,于2011年6月开始供气。本项目为陕化公司节能减排技改项目提供配套装置和服务,总投资51,070万元,完工后将建成两个40,000Nm³/h空分装置对应的工业气体项目,向陕化公司出售氧气、氮气、液氧、液氮、液氩和压缩空气等气体产品。

本项目达产后,按照双方合同约定的销售价格及正常供气量,预计年销售收入24,736万元(含税),利润总额6,189万元,销售税金及附加2,175万元,投资利润率13.1%,投资利税率16.4%,全部投资回收期7.6年(税后、含建设期2.5年),全部投资内部收益率13.9%(税后),项目盈亏平衡点48.8%,即生产能力达到设计产能的48.8%时,达到盈亏平衡。

本项目建设期为2.5年,计划2009年10月完成厂房工程设计和确认、工程招标、基建筹备等,2010年3月开始工程实施,2011年5月建设完工,双方约定2011年6月15日开始供气。2031年6月,本项目合同到期。合同期满后,如双方达成一致,则可视实际需要延续合同。

5、盈利预测与估值

5.1 核心假设

- 1) 公司募投项目进展顺利;
- 2) 工业气体客户生产经营状况良好;
- 3) 期间费用率, 研发投入逐步提高, 其他费用率基本保持稳定;
- 4) 公司继续享受 15% 的所得税率。

5.2 分项盈利预测

透平压缩机。预计 2010-2012 年, 公司透平压缩机的销售收入将分别达到 2500 百万元、2950 百万元、3393 百万元, 增长率分别达到 18%、18%、15%。在公司主营业务收入中的比重有所下降, 分别为 56%、53%、51%。作为成熟行业的绝对龙头, 预计公司的产品毛利率基本保持相对稳定, 分别为: 32%、31%、31%。

表格 2 透平压缩机盈利预测

年份	2010E	2011E	2012E
销售收入 (百万元)	2,500	2,950	3,393
YOY (%)	18	18	15
占主营收入的比重 (%)	56	53	51
销售成本 (百万元)	1,705	2,036	2,341
毛利率 (%)	32	31	31

资料来源: 日信证券研发部

工业流程能量回收装置。预计 2010-2012 年, 公司工业流程能量回收装置的销售收入将分别达到 1480 百万元、1776 百万元、2042 百万元, 增长率分别达到 89%、20%、15%。在公司主营业务收入中的比重有所下降, 分别为 33%、32%、31%。公司作为行业龙头, 对市场有相对强的控制能力。但考虑到随着 2010 年国内产业冲击节能减排“十一五”目标的结束, 预计各大行业的旺盛需求热情将有所降温。相应地, 预计公司产品的毛利率将会小幅回落、回归到正常水平, 分别为: 37%、35%、33%。

表格 3 工业流程能量回收装置盈利预测

年份	2010E	2011E	2012E
销售收入（百万元）	1,480	1,776	2,042
YOY（%）	89	20	15
占主营收入的比重（%）	33	32	31
销售成本（百万元）	937	1,154	1,368
毛利率（%）	37	35	33

资料来源：日信证券研发部

透平鼓风机组。随着金融危机影响的逐步消除，预计透平鼓风机的需求将出现恢复性增长。预计 2010-2012 年，公司透平鼓风机产品的销售收入将分别达到 410 百万元、451 百万元、496 百万元，增长率分别达到-23%、10%、10%。在公司主营业务收入中的比重有所下降，分别为 9%、8%、7%。产品毛利率将恢复到行业平均水平，分别为：15%、25%、25%。

表格 4 透平鼓风机盈利预测

年份	2010E	2011E	2012E
销售收入（百万元）	410	451	496
YOY（%）	-23	10	10
占主营收入的比重（%）	9	8	7
销售成本（百万元）	349	338	372
毛利率（%）	15	25	25

资料来源：日信证券研发部

工业气体。随着工业气体项目在 2011 年达产，预计气体产品的销售收入将分别达到 242 百万元、582 百万元，增长率将达到 141%。在公司主营业务收入中的比重快速上升，分别为 4%、9%。随着公司产品被市场接受和认可，公司将会逐步脱离之前的低价竞争策略，产品毛利率逐步向行业平均水平靠拢，分别为：23%、25%。

表格 5 工业气体盈利预测

年份	2010E	2011E	2012E
销售收入（百万元）	0	242	582
YOY（%）	--	--	141
占主营收入的比重（%）	0	4	9
销售成本（百万元）	0	186	437
毛利率（%）	--	23	25

资料来源：日信证券研发部

5.3 综合盈利预测

综上，我们预计：2010-2012 年，公司主营业务收入将分别达到 4480 百万元、5549 百万元、6695 百万元，增长率分别达到 24%、24%、21%。公司综合毛利率保持相对稳定，分别达到 32%、31%、31%。

表格 6 未来三年公司业务综合预测

年份	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	4,480	5,549	6,695
YOY（%）	24	24	21
营业成本（百万元）	3,052	3,804	4,643
综合毛利率（%）	32	31	31

资料来源：日信证券研发部

表格 7 陕鼓动力（601369）盈利预测表

单位：百万元	2008A	2009 A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	3,943	3,609	4,480	5,549	6,695
营业总成本	3,440	3,118	3,756	4,682	5,693
营业成本	2,956	2,611	3,052	3,804	4,643
营业税金及附加	18	16	27	33	40
销售费用	112	96	116	144	160
管理费用	404	439	560	694	837
财务费用	-41	-71	-80	-90	-95
资产减值损失	52	27	80	97	107
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	61	22	2	2	2
营业利润	503	513	726	869	1,004
加：营业外收入	12	32	122	39	43
减：营业外支出	0	6	2	2	2
利润总额	514	538	846	906	1,045
减：所得税	57	75	118	126	146
净利润	457	463	728	779	899
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	457	463	728	779	899
基本每股收益(元)	0.46	0.47	0.66	0.71	0.82
全面摊薄每股收益(元)	0.41	0.42	0.66	0.71	0.82

资料来源：日信证券研发部

5.4 公司估值

我们预计 2010-2012 年，公司净利润将分别达到 7.28 亿元、7.79 亿元、10.04 亿元，将实现每股收益为：0.66 元、0.71 元、0.82 元，对应 PE 分别为 30 倍、28 倍、24 倍。考虑到公司产业结构升级的前景，可以给予公司 2011 年业绩 35 倍的市盈率，对应的目标价为 25 元，尚有+25%的上涨空间，投资评级为“**增持**”。

6、风险提示

第一，技术运营风险。由于公司正处于产业结构调整和业务转型过程中，对新的商业模式的把握和相关技术的支撑将起到决定性作用，建议关注公司技术研发的进展。

第二，气体市场风险。工业气体项目的正常运行以客户的正常生产经营为基础，气体客户项目的推迟以及停产均会对气体项目造成致命影响，从而大幅降低项目的盈利水平。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。