



上市公司调研简评研究报告

结构正在优化

调研目的

了解企业订单承接及生产经营管理情况等。

调研结论

升级正在进行，结构正在优化

公司主营从设备到服务、再到运营的升级正在进行。从三大业务订货占比来看，2009 年透平设备、系统服务和能源基础设施业务分别占 79%、10%和 11%；今年前三季度已经分别占到 71.9%、19.6%和 8.5%，透平系统服务的订货占比明显提高，工业气体新项目正在洽谈，能源基础设施业务占比未来会快速提高。我们预计到 2015 年三大主业订货占比分别达到 34%、33%和 33%。

能量回收装置需求快速增长

由于下游冶金行业投资增速放缓，公司透平压缩机收入增长缓慢，今年上半年仅增长 3.78%；而由于国家节能环保政策的不断推出，新增加项目以及原有项目都安装能量回收装置，公司这方面订单快速增长，上半年实现收入 6.91 亿元，增长 108%；前三季度承接的透平设备订单中，预计能量回收装置占一小半左右。

透平系统服务需求快速增长

公司目前提供的系统服务业务主要包括金融服务、工程成套和全生命周期健康管理等，其中全生命周期服务主要包括七块：方案设计与咨询、工业技术支持、工程建设与成套安装调试、机组更新改造、备件库存、全托式专业化维修、二手设备销售处置。我们预计公司最近重点发展的服务业务主要包括工程总承包（EPC 工程）、远程在线监测系统、维修检修等。远程在线监测系统公司已经扩展到国内几十家客户的几百台机组，部分客户开始缴费。从今年前三季度订货占比来看，系统服务从 10%提高到 19.6%，而上半年订货 42.45 亿元、增长 216%，所以系统服务的需求正在快速增长。

基础能源设施业务（运营）正在按部就班进行

提供工业气体是公司能源设施基础服务的一种，公司正在进行供热、发电、城市污水处理等新领域的业务开发。金石项目和陕化项目正在按部就班进行，预计明年初金石项目一台机组开始供气，下半年陕化项目两台机组正常供气，金石项目另一台机组年底投产；徐州东南项目和唐山松汀项目预计明年下半年会建成供气。工业气体还有其他项目正在洽谈，预计以后会陆续签订。我们预计工业气体项目前景更大、且增长稳定（需求增速是经济增速的 1.5~2 倍左右），公司在工业气体领域开拓有自己独特优势，远期看基础能源设施业务收入占比应该在 50%以上。

陕鼓动力（601369）

维持

增持

高晓春

gaoxiaochun@csc.com.cn

010-85130639

执业证书编号：S1440208050209

当前股价：22.16 元

目标价格 6 个月：26.00 元

调研日期：2010 年 12 月 13 日

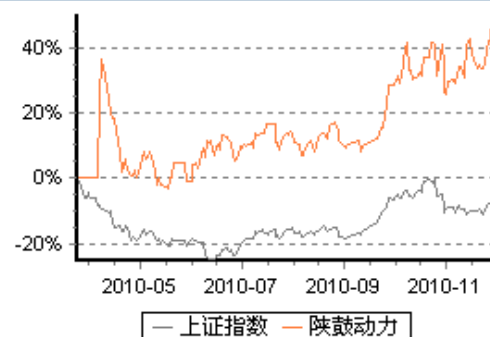
发布日期：2010 年 12 月 27 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
15.5/15.3	35.5/23.7	0.0/7.1
12 月最高/最低价（元）		23.79/0
总股本（万股）		109,251
流通 A 股（万股）		10,925
总市值（亿元）		255
流通市值（亿元）		25.46
近 3 月日均成交量（万）		777
主要股东		
中国农业银行—景顺长城资源垄		0.37%
断股票型证券投资基金		

股价表现



相关研究报告

2010.4.13	从成套到服务
2010.7.16	从设备到气体和服务
2010.8.17	订单结构逐渐优化



现金流充裕，营业外收入加大今年业绩弹性

公司现金流充裕，正在进行风险较小的短期理财产品投资；产品销售金融服务和存款利息收入使财务费用每年为负；三季度铁本项目使营业外收入增加 8800 万元左右，同时公司在三季度计提坏账准备超过 2800 万元，避免业绩单季度较大波动。由于巨额营业外收入的影响，我们预计 2011 年公司净利润增速小于今年增速水平。

盈利预测与估值

沈鼓、陕鼓和上鼓在石化、冶金、电站空分压缩机领域各有侧重，收购上鼓有助于公司完善空分压缩机的产品结构。我们预计，2010~2012 年实现摊薄每股收益 0.64、0.74 和 0.90 元，提高目标价到 26 元，维持“增持”评级；我们继续看好公司从设备到服务、再到运营（气体）的业务升级模式。

预测和比率

	2,009A	2,010E	2,011E	2,012E
主营收入（百万）	3,609.15	4,184.42	5,081.11	6,103.67
主营收入增长率	-8.47%	15.94%	21.43%	20.12%
净利润（百万）	462.80	696.77	808.91	982.99
净利润增长率	1.30%	50.55%	16.09%	21.52%
EPS（元）	0.42	0.64	0.74	0.90
P/E	52.15	34.64	29.83	24.55

表 1：陕鼓动力盈利预测假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
透平压缩机组						
销售收入	180,857.25	247,829.51	211,953.34	227,849.84	250,634.83	275,698.31
增长		37.03%	-14.48%	7.5%	10%	10%
毛利率	30.39%	27.81%	29.79%	33.5%	34%	34%
工业流程能量回收装置						
销售收入	69,480.66	84,437.54	78,394.72	141,110.49	176,388.11	220,485.14
收入增长		21.53%	-7.16%	80%	25%	25%
毛利率	25.64%	24.57%	25.16%	37%	38%	38%
透平鼓风机组						
销售收入	35,950.27	55,359.13	53,338.14	45,337.42	49,871.16	54,858.28
增长		53.99%	-3.65%	-15%	10%	10%
毛利率	26.53%	14.25%	25.05%	10%	12%	14%
工业气体						
销售收入					25,000.00	50,000.00
增长						100%
毛利率					15%	16%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



表 2：陕鼓动力盈利预测表

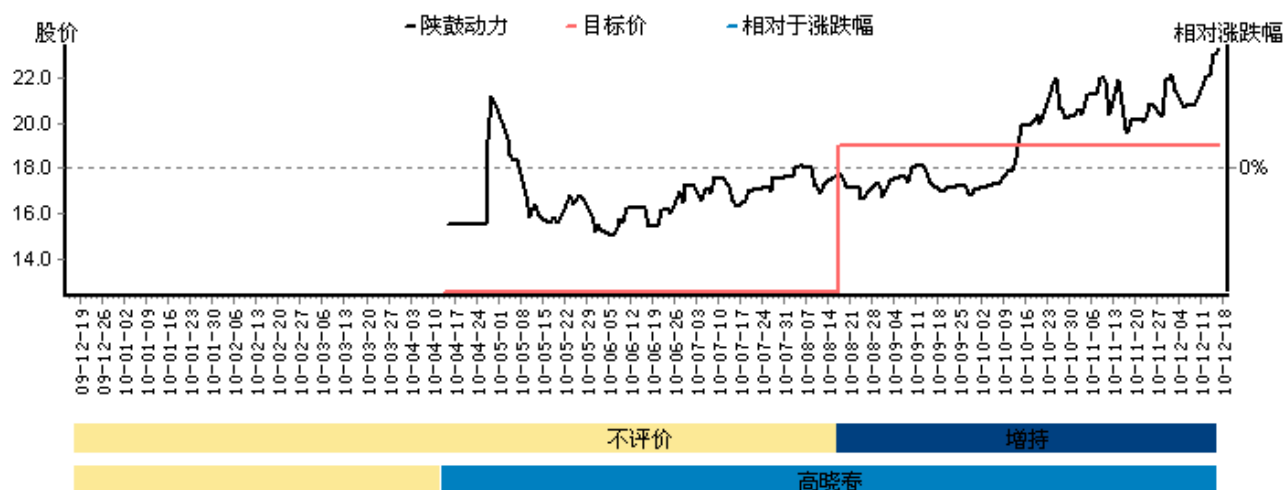
单位：万元

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	394,307.19	360,914.95	418,442.32	508,110.95	610,367.01
减：营业成本	295,597.92	261,074.43	284,041.74	344,143.70	414,180.98
营业税费	1,761.69	1,597.86	2,092.21	2,540.55	3,051.84
销售费用	11,167.93	9,582.39	11,498.87	13,798.64	16,558.37
管理费用	40,427.25	43,944.37	54,930.47	65,916.56	79,099.87
财务费用	-4,069.20	-7,066.96	-8,833.70	-10,158.76	-11,682.57
资产减值损失	5,213.69	2,672.44	6,681.10	5,010.82	3,758.12
加：公允价值变动净收益					
投资净收益	6,073.94	2,165.51	2,817.07	3,380.48	4,056.58
其中：对联营企业投资收益		-46.50			
二、营业利润	50,281.85	51,275.93	70,848.70	90,239.91	109,456.98
加：营业外收入	1,174.46	3,164.61	11,392.59	5,243.88	6,600.36
减：营业外支出	35.61	636.05	262.29	311.31	403.22
非流动资产处置净损失	17.28	496.24			
三、利润总额	51,420.71	53,804.49	81,979.00	95,172.48	115,654.12
减：所得税	5,733.40	7,517.60	12,296.85	14,275.87	17,348.12
四、净利润(含少数股东损益)	45,687.31	46,286.89	69,682.15	80,896.61	98,306.00
减：少数股东损益	3.00	6.69	5.01	6.02	7.22
净利润(不含少数股东损益)	45,684.31	46,280.20	69,677.14	80,890.59	98,298.78
五、摊薄每股收益：	0.42	0.42	0.64	0.74	0.90

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



附:





评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

高晓春，南开大学会计学硕士，机械行业首席分析师；擅长行业和公司基本面分析，对财务分析有独到见解；曾获“工业生产行业最佳分析师”、“十佳明星分析师”、水晶球卖方分析师“机械行业第一名”等奖项。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)