

审慎推荐-A (维持)

陕鼓动力 601369.SH

目标估值: 27.00 元

当前股价: 22.60 元

2011年3月14日

技术引领成长，服务转型见效

基础数据

上证综指	2934
总股本(万股)	109251
已上市流通股(万股)	10925
总市值(亿元)	214
流通市值(亿元)	21
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	21.5
资产负债率	58.7%
主要股东	陕西鼓风机(集团)
主要股东持股比例	61.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	30	46
相对表现	-2	19	47



相关报告

1、《陕鼓动力(601369)- 模式创新挑战传统估值(制造业模式转型研究之一)》2010/7/9

2、《陕鼓动力(601369)- 受益节能减排 TRT 收入与盈利大增》2010/8/17

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090208040193

研究助理

蔡宇滨

0755-82960064
caiwb@cmschina.com.cn

陕鼓动力年报公告 2010 年公司实现营业收入 43.5 亿元, 同比增长 20.5%, 实现净利润 6.65 亿元同比增长 44%, 超出预期, 如排除铁本钢铁破产诉讼影响净利润为 5.90 亿元, 同比增长 27.5%, 基本符合预期。公司 10 年度订单同比增长 40%, 分配预案每 10 股转增 5 股派 5 元, 维持 “审慎推荐-A” 投资评级。

- **10 年净利润同比增长 44%, 毛利率改善明显。**公司 09 年实现净利润 6.65 亿元, 扣非后净利为 5.90 亿元, 同比增长 27%。透平压缩机组和工业流程能量回收装置毛利率分别提高 1.3 和 9.2 个百分点, 综合毛利率提高 4 个百分点至 31.6%。
- **10 年订货量增长 40%, 透平系统服务占比提高。**10 年公司订货量达到 83 亿, 同比增长 40%, 从结构上看透平设备、系统服务和基础能源措施比例分别为 72:20:8, 系统服务占比提升 10 个百分点, 服务转型效果显现。
- **技术发展引领公司成长。**公司技术水平国内首屈一指, 国内首创烧结余热回收与高炉顶压回收系统二合一新型综合节能解决方案, 公司生产的硝酸四合一机组打破国外垄断, 获得订单达 20 亿。今年 1 月更获得首套 36 万吨硝酸四合一机组合同, 在大型机组国产化再立里程碑。
- **工业气体业务如期进展, 11 年将产生收入。**公司渭南、石家庄、徐州和唐山四大气体工厂投资如期进展, 预期 11 年将开始产生收入。
- **研发支出增加导致管理费用比例提高。**10 年公司管理费用增长 29%, 除发行股票产生费用外, 主要原因是员工薪酬和研发费用增长明显, 10 年公司共投入技术研发费 3.2 亿, 增长 50%以上, 占营业收入比例达到 7.3%。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级:**我们预估 11、12 年每股收益 0.75 元、0.90 元, 对应 11 年动态 PB 为 30 倍, 我们认为公司沿既定的业务转型战略健康发展, 全生命周期服务为客户提供更高附加值, 目前现金流充沛财务状况良好, 为公司开拓新业务和并购整合提供坚实基础, 短期内短期业绩增长爆发力不足, 但长期发展看好, 维持 “审慎推荐-A” 投资评级。
- **风险提示:**原材料成本上升、气体项目投资进度低于预期, 限售股解禁。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	3609	4350	5398	6528	7818
同比增长	-8%	21%	24%	21%	20%
营业利润(百万元)	513	650	932	1125	1354
同比增长	2%	27%	43%	21%	20%
净利润(百万元)	463	665	821	988	1186
同比增长	1%	44%	24%	20%	20%
每股收益(元)	0.42	0.61	0.75	0.90	1.09
PE	53.3	37.1	30.1	25.0	20.8
PB	9.5	5.0	4.8	4.4	4.0

资料来源: 招商证券 (EPS按最新股本摊薄)

表 1、销售收入结构预测

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3943	3609	4350	5398	6528	7730
透平压缩机组	2,478	2,120	2129	2342	2529	2731
工业流程能量回收装置	844	784	1556	1836	2203	2600
透平鼓风机组	554	533	457	503	553	608
工业气体				450	900	1440
其它	49	67	159	207	270	350
收入增长率	35.4%	-8.5%	20.5%	24.1%	20.9%	19.8%
透平压缩机组	37.0%	-14.5%	0.4%	10.0%	8.0%	8.0%
工业流程能量回收装置	21.5%	-7.2%	98.5%	18.0%	20.0%	18.0%
透平鼓风机组	54.0%	-3.7%	-14.3%	10.0%	10.0%	10.0%
工业气体					100.0%	60.0%
其它	36.3%	157.9%	-7.4%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	58.1%	56.9%	66.5%	69.7%	72.8%	72.8%
透平压缩机组	27.8%	29.8%	31.1%	31.0%	31.0%	30.0%
工业流程能量回收装置	24.6%	25.2%	35.4%	34.0%	33.0%	32.0%
透平鼓风机组	14.3%	25.0%	17.1%	20.0%	20.0%	20.0%
工业气体				21.0%	23.0%	24.0%
其它	17.4%	20.9%	42.4%	24.0%	25.0%	25.0%

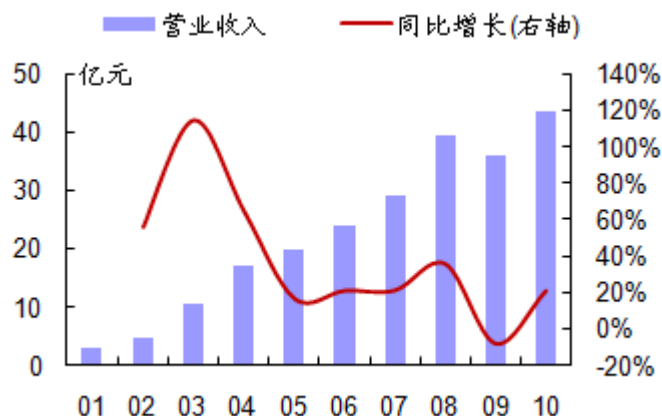
资料来源: 招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
营业收入	884	826	1107	1112	1066	1065
营业毛利	254	262	310	387	355	316
营业费用	25	33	23	33	28	54
管理费用	104	160	118	163	120	164
财务费用	-18	-30	-7	-15	-28	-21
投资收益	15	2	0	0	1	1
营业利润	158	85	155	185	200	111
归属母公司净利润	137	88	137	165	260	103
EPS (元)	0.13	0.08	0.13	0.15	0.24	0.09
主要比率						
毛利率	28.8%	31.8%	28.0%	34.8%	33.3%	29.7%
营业费用率	2.8%	4.0%	2.1%	3.0%	2.6%	5.1%
管理费用率	11.8%	19.4%	10.7%	14.7%	11.3%	15.4%
营业利润率	17.8%	10.3%	14.0%	16.6%	18.7%	10.4%
有效税率	13.8%	16.6%	13.3%	12.6%	12.4%	16.3%
净利率	15%	11%	12%	15%	24%	10%
YoY						
收入			15.3%	18.3%	20.6%	28.9%
归属母公司净利润			27.3%	26.7%	90.5%	16.1%

资料来源: 招商证券

图1: 公司历年营业收入增长示意图



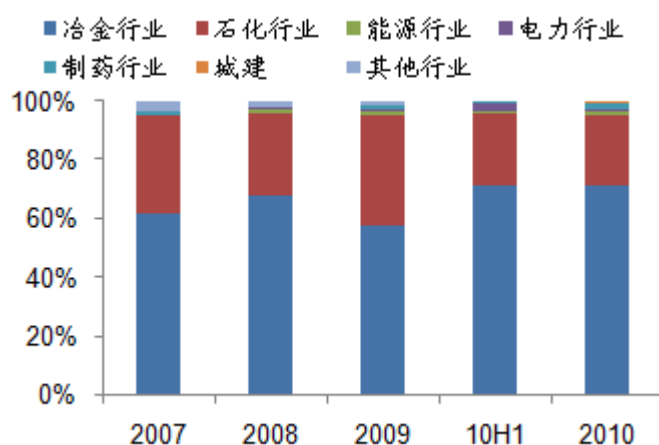
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图2: 公司货币资金变化示意图



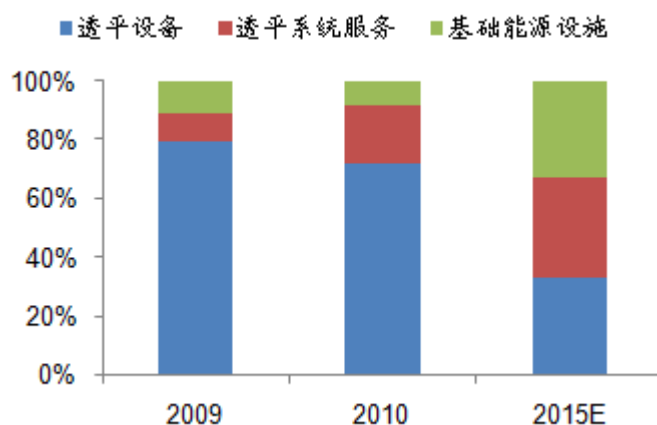
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图3: 公司下游行业分布



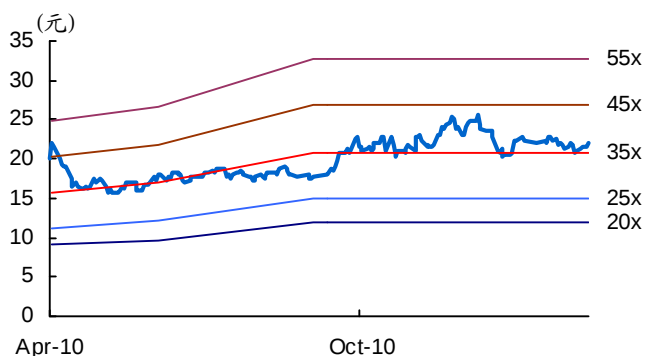
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图4: 公司订单比例



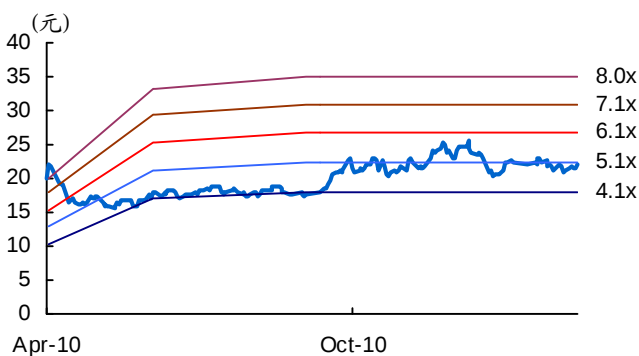
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图5: 陕鼓动力历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图6: 陕鼓动力历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7474	10838	11172	13063	15422
现金	3098	5540	5493	6237	7220
交易性投资	61	3	100	100	100
应收票据	874	1078	1296	1567	1876
应收款项	1249	1401	1458	1763	2111
其它应收款	25	18	27	33	39
存货	1065	983	1324	1612	1953
其他	1101	1814	1476	1752	2123
非流动资产	998	1178	1243	1275	1304
长期股权投资	7	5	5	5	5
固定资产	649	688	797	847	892
无形资产	201	202	182	163	147
其他	142	283	260	260	260
资产总计	8473	12016	12416	14338	16726
流动负债	5800	7011	7250	8730	10478
短期借款	177	63	200	200	200
应付账款	1658	1814	2347	2858	3464
预收账款	2771	3431	2839	3458	4190
其他	1193	1703	1864	2214	2625
长期负债	76	114	0	0	0
长期借款	20	0	0	0	0
其他	56	114	0	0	0
负债合计	5875	7125	7250	8730	10478
股本	983	1093	1093	1093	1093
资本公积金	660	2180	2180	2180	2180
留存收益	953	1618	1893	2335	2975
少数股东权益	0	1	1	1	1
母公司所有者权益	2597	4890	5165	5607	6247
负债及权益合计	8473	12016	12416	14338	16726

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	694	1588	689	1339	1563
净利润			821	988	1186
折旧摊销			110	117	121
财务费用			(76)	(82)	(96)
投资收益			(20)	(20)	(20)
营运资金变动			(100)	300	332
其它			(46)	35	40
投资活动现金流	380	(594)	(290)	(150)	(150)
资本支出			(200)	(150)	(150)
其他投资			(90)	0	0
筹资活动现金流	(342)	1577	(447)	(444)	(431)
借款变动			117	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(546)	(546)	(546)
其他			(18)	102	116
现金净增加额	732	2571	(48)	744	983

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3609	4350	5398	6528	7818
营业成本	2611	2982	3785	4610	5586
营业税金及附加	16	29	22	26	31
营业费用	96	139	173	183	219
管理费用	439	566	583	685	743
财务费用	(71)	(71)	(76)	(82)	(96)
资产减值损失	27	57	0	0	0
公允价值变动收益	0	(1)	0	0	0
投资收益	22	2	20	20	20
营业利润	513	650	932	1125	1354
营业外收入	32	119	20	20	20
营业外支出	6	2	3	3	3
利润总额	538	766	949	1143	1372
所得税	75	102	128	154	185
净利润	463	665	821	988	1186
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	463	665	821	988	1186
EPS (元)	0.42	0.61	0.75	0.90	1.09

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-8%	21%	24%	21%	20%
营业利润	2%	27%	43%	21%	20%
净利润	1%	44%	24%	20%	20%
获利能力					
毛利率	27.7%	31.5%	29.9%	29.4%	28.5%
净利率	12.8%	15.3%	15.2%	15.1%	15.2%
ROE	17.8%	13.6%	15.9%	17.6%	19.0%
ROIC	13.6%	10.1%	13.8%	15.5%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	69.3%	59.3%	58.4%	60.9%	62.6%
净负债比率	2.3%	0.7%	1.6%	1.4%	1.2%
流动比率	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.1	1.4	1.4	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	2.4	2.9	3.3	3.1	3.1
应收帐款周转率	3.0	3.3	3.8	4.1	4.0
应付帐款周转率	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8
每股资料(元)					
每股收益	0.42	0.61	0.75	0.90	1.09
每股经营现金	0.64	1.45	0.63	1.23	1.43
每股净资产	2.38	4.48	4.73	5.13	5.72
每股股利	0.00	0.00	0.50	0.50	0.50
估值比率					
PE	53.3	37.1	30.1	25.0	20.8
PB	9.5	5.0	4.8	4.4	4.0
EV/EBITDA	48.0	37.1	25.6	21.3	17.9

分析师承诺

负责本研究报告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。

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，七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 2009、2010 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名。曾获 2009、2010 年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

蔡宇滨，清华大学与德国亚琛工业大学联合培养管理工程专业硕士、清华大学机械工程专业学士，2009 年加盟招商证券。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。