



机械：陕鼓动力（601369）点评报告

2014年08月27日

走在谷底，仰望天空

推荐

⑤ 下游需求萎缩致收入下降，但无碍业务转型进程

公司 2014 年中期实现 25 亿元收入，同比下降 30.11%，只完成了 2014 年预算目标的 38.51%；期间实现净利润 1.9 亿元，与去年同期相比下滑 65.85%，只完成 2014 年预算目标的 25.36%。公司下游以冶金和石化行业为主，而这两个行业都在经历着全行业的周期下行，固定资产与装备投资规模持续放缓甚至下滑，公司部分下游领域的客户受行业整体影响，经营状况出现困难，公司的贷款回收周期较前期进一步延长。所以，公司收入同比下降无可避免。虽然如此，公司从设备向服务和气体运营商的转型脚步未受影响。上半年设备收入 18.4 亿元占产品收入 73.8%，2011-2013 年的设备收入占比分别为 86.4%、84.2%、76.4%，设备收入的占比明显逐年下降。

⑤ 订单额变化预示全年收入同比降幅会好于半年，结构转变预示转型成效

公司 2014 年上半年累计实现订货 345,935.21 万元，与去年同期相比下滑 18.71%，该下降幅度小于同期收入的降幅。在订单同比降幅小于同期收入的同比降幅，且年初在手订单额可以覆盖下一年度收入的情况下，我们有理由相信年底的收入降幅应该可以收窄。另外，2010 年时公司产品、服务和运营的新接订单比例为 79.78%、20.09%、0.12%，2012 年时这一比例变为 63.15%、33.19%、3.66%，至 2014 上半年这一比例已经变为 45.34%、42.20%、12.47%。订单结构的转变明显，新接订单中服务的比重已经几乎与设备并肩。

⑤ 开拓新领域、冲破国外垄断，产品创新打拼未来

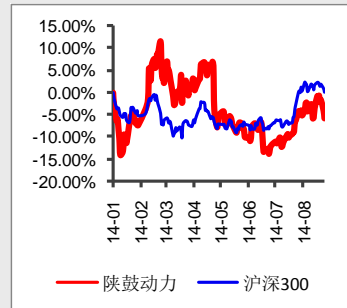
新签订徐州东兴能源有限公司 4 万 Nm<sup>3</sup>/h 焦炉煤气制 LNG 总包项目，焦炉煤气制 LNG 项目符合环保和节能的政策，是未来可开拓的重要领域。新签订湖北华电武昌热电有限公司 2×185MW 燃气-蒸汽联合循环机组项目天然气压缩机组。该项目机组采用整体撬装结构，是国产化天然气发电行业首台首套机组，属打破国外垄断的进口替代产品。新签订哈尔滨广瀚燃气轮机有限公司中海油黄岩 14-1 气田开发项目管线压缩机组，目前国内管线压缩机市场大部分被国外公司产品垄断，此产品亦是进口替代的创新。公司凭借国内一流的研发实力在诸多有前景的领域和国外垄断的领域有所突破，为未来的发展提供了坚实基础。

⑤ 中期是业绩低点，给予推荐的投资评级

由于下游经营状况导致公司部分订单无法在上半年实现收入，而应收账款拖期也增加了坏账计提。这都是冶金、石化下游的投资放缓所致，但是公司的业务转型已见成效，而政府的微刺激政策将会对公司下游行业的状况有所缓解。那么，公司下半年的业绩环比应可以明显回升。我们预测公司 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.3、0.43、0.59 元，鉴于目前股价对应 2014 年业绩预测的 PE 不足 20 倍，我们给予推荐的评级。

市场表现

截至 2014.08.26



市场数据

2014-08-26

A 股收盘价 (元)	5.96
A 股一年内最高价 (元)	7.35
A 股一年内最低价 (元)	5.43
上证指数	2207.11
市净率	1.7
总股本 (万股)	163877
实际流通 A 股 (万股)	163877
限售的流通 A 股 (万股)	0

分析师：刘宏程  
执业证书号：S1490514020002  
电话：010-58565133  
邮箱：liuhongcheng@hrsec.com.

证券研究报告

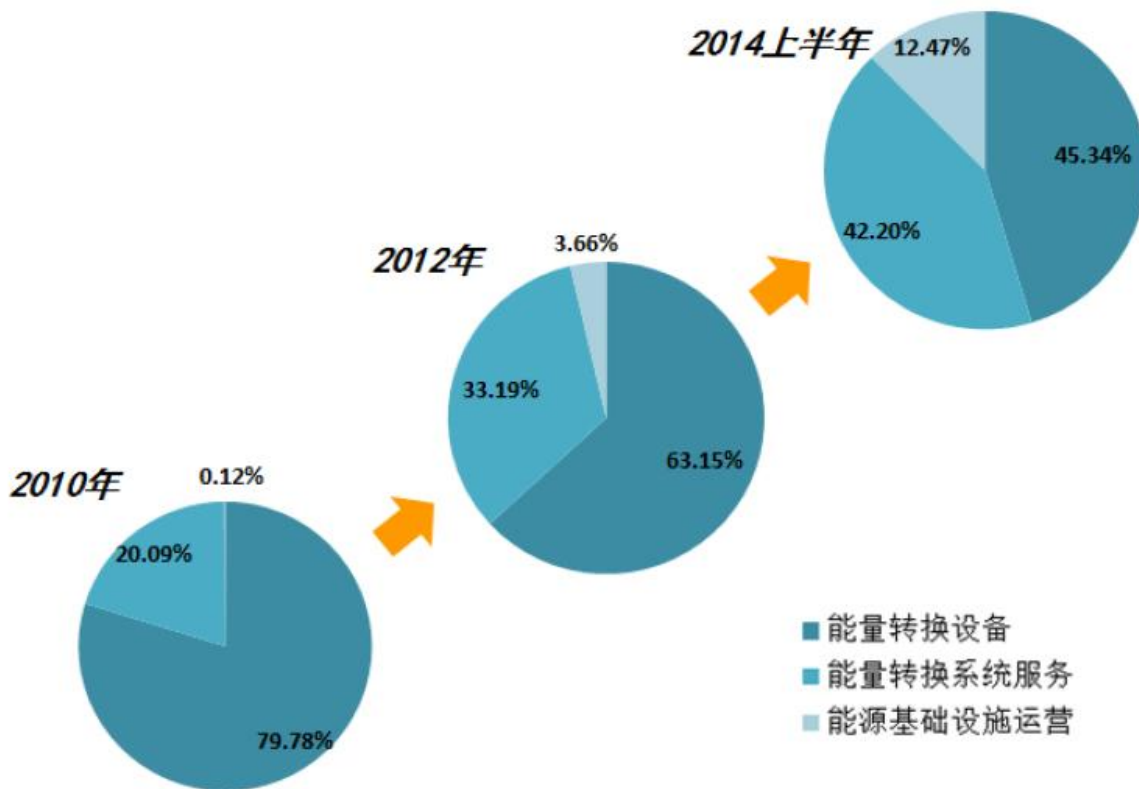
⑤ 风险提示：

部分客户经营状况进一步恶化导致部分订单被取消或延期，国家刺激政策未能使得下游需求恶化的状况有所缓解，公司新产品未能得到市场的认可。

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	6,041.74	6,288.53	5,829.40	6,723.18	7,878.81
同比增长(+/-%)	17.3%	4.1%	-7.3%	15.3%	17.2%
归属净利润（百万元）	1,026.32	915.61	495.67	681.66	963.65
同比增长(+/-%)	23.2%	-10.5%	-46.2%	43.5%	37.8%
每股收益（元）	0.63	0.56	0.30	0.43	0.59
PE	9.52	10.67	19.90	13.85	10.04
PB	1.72	1.61	1.52	1.42	1.29

图表 1：2010-2014 上半年三大产品领域订货结构演变



资料来源：公司公告

附表：

利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,041.7	6,288.5	5,829.4	6,723.2	7,878.8
营业成本	3,897.4	4,370.0	4,305.7	4,883.4	5,613.7
营业税金及附加	46.9	51.2	46.6	53.8	63.0

营业费用	197.2	209.1	192.4	221.9	275.8
管理费用	940.6	789.3	828.8	895.1	966.7
财务费用	-82.6	-107.0	-93.2	-86.6	-99.9
资产减值损失	87.1	135.0	128.9	86.6	80.7
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	166.2	189.1	151.2	151.2	151.2
<b>营业利润</b>	<b>1,121.4</b>	<b>1,029.9</b>	<b>571.5</b>	<b>820.2</b>	<b>1,130.1</b>
营业外收入	38.9	29.3	0.0	0.0	0.0
营业外支出	12.2	-2.0	0.0	0.0	0.0
<b>利润总额</b>	<b>1,148.1</b>	<b>1,061.1</b>	<b>571.5</b>	<b>820.2</b>	<b>1,130.1</b>
所得税	121.8	142.6	77.1	110.7	152.6
<b>净利润</b>	<b>1,026.3</b>	<b>918.5</b>	<b>494.3</b>	<b>709.5</b>	<b>977.5</b>
少数股东权益	0.0	2.9	3.5	4.3	5.1
归属母公司所有者净利润	1,026.3	915.6	490.8	705.1	972.5
EPS (元)	0.63	0.56	0.30	0.43	0.59

**资产负债表**

单位：百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>12,572.9</b>	<b>11,993.7</b>	<b>11,475.0</b>	<b>13,220.1</b>	<b>15,358.0</b>
现金	3,368.4	2,621.7	2,882.0	3,301.2	3,836.5
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	1,382.7	1,207.2	1,165.9	1,411.9	1,636.5
应收款项	1,741.3	2,303.2	2,145.2	2,474.1	2,935.6
其他应收款	9.2	11.8	11.1	12.9	14.3
存货	1,806.9	1,534.2	1,519.0	1,775.0	2,148.6
其他	4,264.5	4,315.7	3,751.7	4,245.0	4,786.5
<b>非流动资产</b>	<b>2,197.6</b>	<b>2,623.5</b>	<b>2,603.5</b>	<b>2,644.8</b>	<b>2,657.7</b>
长期股权投资	165.2	168.8	168.8	168.8	168.8
固定资产	1,404.3	1,518.9	1,636.1	1,670.8	1,639.0
无形资产	194.8	190.8	217.1	242.1	265.8
其他	433.4	745.0	581.4	563.1	584.1
<b>资产总计</b>	<b>14,770.5</b>	<b>14,617.2</b>	<b>14,078.5</b>	<b>15,864.9</b>	<b>18,015.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,866.4</b>	<b>8,013.7</b>	<b>7,286.2</b>	<b>8,538.7</b>	<b>9,944.8</b>
短期负债	43.5	29.5	0.0	0.0	0.0
应付账款	2,486.6	3,161.7	2,583.4	2,930.0	3,368.2
预收账款	4,343.5	3,485.1	3,089.6	3,697.7	4,333.3
其他	1,992.8	1,337.4	1,613.2	1,910.9	2,243.2
<b>长期负债</b>	<b>135.3</b>	<b>319.7</b>	<b>179.1</b>	<b>215.1</b>	<b>274.0</b>
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	135.3	319.7	179.1	215.1	274.0
<b>负债合计</b>	<b>9,001.7</b>	<b>8,333.4</b>	<b>7,465.3</b>	<b>8,753.8</b>	<b>10,218.8</b>
股本	1,638.8	1,638.8	1,638.8	1,638.8	1,638.8
资本公积金	1,665.1	1,724.9	1,724.9	1,724.9	1,724.9
留存收益	2,357.3	2,699.3	3,042.9	3,536.5	4,217.2
少数股东权益	100.8	203.2	206.6	211.0	216.0
母公司所有者权益	5,668.0	6,080.6	6,406.5	6,900.1	7,580.9
<b>负债及权益合计</b>	<b>14,770.5</b>	<b>14,617.2</b>	<b>14,078.5</b>	<b>15,864.9</b>	<b>18,015.7</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	<b>117.8</b>	<b>37.8</b>	<b>494.5</b>	<b>601.0</b>	<b>761.0</b>
净利润	1,026.3	918.5	492.9	705.3	969.3
折旧摊销	<b>125.0</b>	<b>176.4</b>	<b>212.8</b>	<b>235.6</b>	<b>254.1</b>
财务费用	-86.8	-108.5	-91.5	-81.8	-90.4
投资收益	<b>-166.3</b>	<b>-190.5</b>	<b>-152.7</b>	<b>-152.3</b>	<b>-152.3</b>
营运资金变动	-700.4	-820.2	-49.8	-160.1	-278.0
其他	-80.1	62.0	82.8	54.2	58.2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-28.1</b>	<b>-463.0</b>	<b>-10.0</b>	<b>-92.4</b>	<b>-91.9</b>
资本支出	-117.1	-390.0	-164.0	-244.0	-244.0
其他投资	89.0	-73.0	154.0	151.6	152.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-575.0</b>	<b>-451.9</b>	<b>-323.3</b>	<b>-232.8</b>	<b>-332.9</b>
借款变动	43.5	-14.0	-29.5	0.0	0.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	31.7	59.8	0.0	0.0	0.0
股利分配	-573.6	-573.6	-244.7	-350.5	-482.1
其他	-76.6	75.9	-49.1	117.8	149.2

**主要财务比率**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	17.3%	4.1%	-7.3%	15.3%	17.2%
营业利润	20.2%	-8.2%	-44.7%	43.1%	37.4%
净利润	23.2%	-10.5%	-46.3%	43.1%	37.4%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	35.5%	30.5%	26.1%	27.4%	28.7%
净利率	17.0%	14.6%	8.5%	10.5%	12.3%
ROE	18.1%	15.1%	7.8%	10.5%	13.5%
ROIC	18.3%	15.1%	7.3%	10.7%	14.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	60.9%	57.0%	53.4%	56.0%	58.1%
流动比率	1.42	1.50	1.56	1.52	1.50
速动比率	0.90	0.91	0.99	0.96	0.96
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.41	0.43	0.42	0.43	0.45
存货周转率	2.16	2.85	2.83	2.75	2.61
应收账款周转率	1.93	1.79	1.76	1.73	1.72
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.63	0.56	0.30	0.43	0.59
每股经营现金	0.12	0.11	0.30	0.37	0.46
每股净资产	3.46	3.71	3.85	4.06	4.36
每股股利	0.35	0.35	0.15	0.19	0.24
<b>估值比率</b>					
PE	9.52	10.67	19.96	13.93	10.13
PB	1.72	1.61	1.55	1.47	1.37

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

## 免责声明

刘宏程，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)