

陕鼓动力 (601369)

增持 (维持)

营收和毛利率双降，期待国企改革步伐加快

市场数据

报告日期	2014-11-02
收盘价(元)	6.91
总股本(百万股)	1638.77
流通股本(百万股)	1638.77
总市值(百万元)	11323.90
流通市值(百万元)	11323.90
净资产(百万元)	5808.97
总资产(百万元)	14308.14
每股净资产	3.54

相关报告

《陕鼓动力(601369)中期业绩点评：业绩下滑，转型持续进行中》2014-08-25
《透平机械龙头，转型持续进行》2014-03-05
《营收稳步增长，毛利率下滑致净利润负增长》2013-04-19

分析师：

王俊

wangjyjs@xyzq.com.cn

S0190513080001

吴华

wuhua@xyzq.com.cn

S0190511040001

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6289	4988	4897	5271
同比增长	4.1%	-20.7%	-1.8%	7.6%
净利润(百万元)	916	428	529	562
同比增长	-10.8%	-53.3%	23.5%	6.3%
毛利率	30.5%	24.4%	24.5%	24.7%
净利润率	14.6%	8.6%	10.8%	10.7%
净资产收益率(%)	15.1%	6.6%	8.1%	8.5%
每股收益(元)	0.56	0.26	0.32	0.34
每股经营现金流(元)	0.11	-0.07	0.08	0.32

投资要点

事件：

陕鼓动力披露 2014 年三季报：公司前三季度实现营业总收入 37.10 亿元，同比降 25.32%；营业利润 3.25 亿元，同比降 61.80%；归属于上市公司股东的净利润 2.94 亿元，同比降 60.91%；EPS 为 0.18 元。

公司第三季度单季实现营业总收入 12.07 亿元，同比降 12.96%；营业利润 1.19 亿元，同比降 45.06%；归属于上市公司股东的净利润 1.06 亿元，同比降 45.58%；EPS 为 0.07 元。

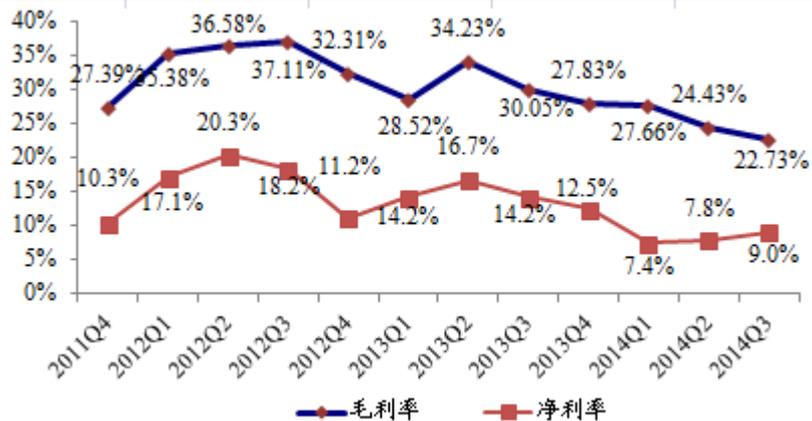
点评：

- **公司前三季度实现营业总收入 37.10 亿元，同比降 25.32%。**我们分析，由于公司部分下游领域的客户受行业周期不利影响的情况仍然存在，产能过剩、固定资产投资增速放缓等不利因素仍在持续作用，这成为公司营业收入下滑的主要原因。
- **公司前公司前三季度毛利率为 24.94%，比去年同期下降 6.28 个百分点。**毛利率自 2013Q2 后持续走低，我们认为，主要原因是下游需求的减弱导致行业内产能过剩以及过度竞争，其中能量转换设备业务成为拉低公司毛利率的主要业务。
- **公司盈利能力降至历史最低点。**公司前三季度三费率比去年同期提升 1.43 个百分点至 14.28%，资产减值损失同比增 39.17%，归母公司净利润同比降低 60.91%。由于综合毛利率下滑，加之三费率提升和资产减值损失的增加使得净利润继续走低，净利率为 8%，约为去年同期的一半。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

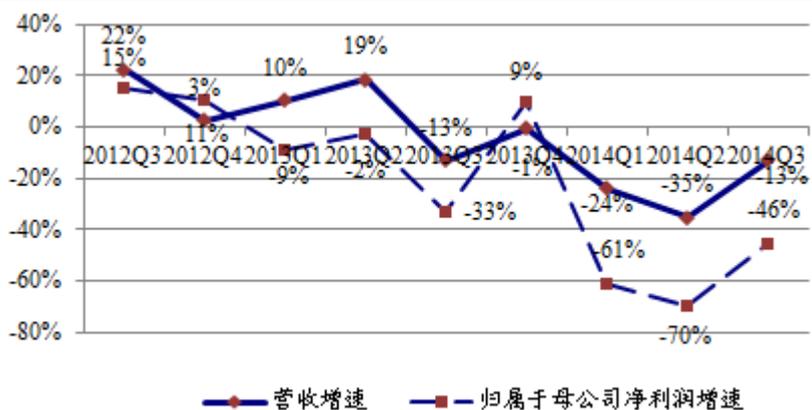
- **公司资产负债表有所恶化。**在营业收入下降 25.32% 的背景下，公司应收账款同比增长 19.84%，应收票据同比下降 28.99%，存货同比增 3.95%；应付账款同比增 8.06%，同时公司预收账款同比下降 1.48%。各指标变动方向并不乐观。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 14-16 年的 EPS 分别为 0.26、0.32 和 0.34 元，净利润增长率分别为 -54%、24% 和 6%，当前股价对应公司的 2014、2015 年 PE 分别为 27 倍和 22 倍，PB 为 1.95 倍。公司是国内重大技术装备类风机制造的龙头企业，正在进行第二次转型，在国家宏观经济增速下滑的背景下，公司转型过程的确略显艰难。公司业务面向的三大市场领域需求短期面临调整、长期看仍有一定空间，而且近期公司已经开始在国企改革方面有所行动，与达刚路机进行换股，未来国企改革有看点。我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**竞争加剧致新设备制造毛利率下滑；二、三板块业务推广速度缓慢

图 1、公司单季度毛利率和净利率变化



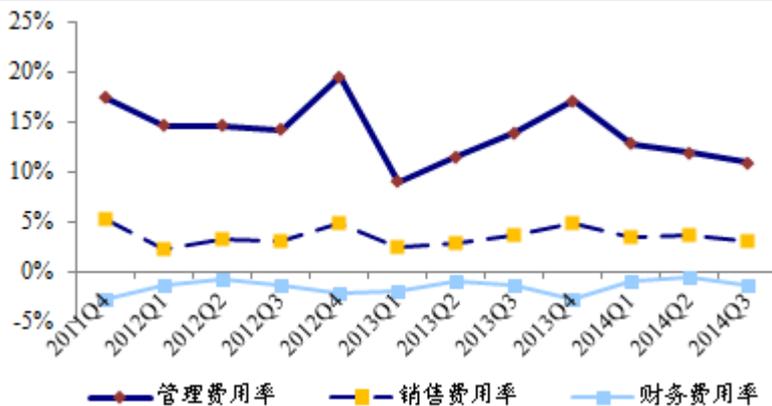
数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 2、公司单季度营收增速和归属于母公司净利润增速变化



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 3、公司单季度三项费用率变化



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	11994	11691	10835	10541
货币资金	2622	2825	2074	1581
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2303	2424	2350	2319
其他应收款	12	14	14	15
存货	1534	1226	1204	1253
非流动资产	2623	2754	3121	3648
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	169	165	200	250
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1519	1908	2245	2619
在建工程	266	283	291	396
油气资产	0	0	0	0
无形资产	191	179	167	155
资产总计	14617	14445	13956	14189
流动负债	8014	7589	7060	7219
短期借款	30	0	0	98
应付票据	1149	1734	1701	1826
应付账款	3162	2262	2182	2303
其他	3673	3592	3177	2992
非流动负债	320	143	144	146
长期借款	0	0	0	0
其他	320	143	144	146
负债合计	8333	7732	7204	7365
股本	1639	1639	1639	1639
资本公积	1725	1725	1725	1725
未分配利润	1884	2268	2250	2262
少数股东权益	203	205	206	208
股东权益合计	6284	6713	6752	6824
负债及权益合计	14617	14445	13956	14189

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	919	428	529	562
折旧和摊销	168	199	261	328
资产减值准备	135	154	20	-4
无形资产摊销	8	8	8	8
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-108	-95	-86	-62
投资损失	-189	-160	-160	-160
少数股东损益	3	1	2	2
营运资金的变动	-820	-580	-441	-129
经营活动产生现金流量	173	-113	125	526
投资活动产生现金流量	-463	251	-471	-686
融资活动产生现金流量	-438	66	-406	-332
现金净变动	-726	204	-752	-492
现金的期初余额	3194	2622	2825	2074
现金的期末余额	2468	2825	2074	1581

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6289	4988	4897	5271
营业成本	4370	3770	3699	3970
营业税金及附加	51	36	34	38
销售费用	209	175	171	184
管理费用	789	648	637	685
财务费用	-107	-95	-86	-62
资产减值损失	135	154	20	-4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	189	160	160	160
营业利润	1030	459	582	619
营业外收入	29	32	31	32
营业外支出	-2	4	3	3
利润总额	1061	488	610	648
所得税	143	59	79	84
净利润	919	429	530	564
少数股东损益	3	1	2	2
归属母公司净利润	916	428	529	562
EPS (元)	0.56	0.26	0.32	0.34

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性				
营业收入增长率	4.1%	-20.7%	-1.8%	7.6%
营业利润增长率	-8.2%	-55.4%	26.6%	6.4%
净利润增长率	-10.8%	-53.3%	23.5%	6.3%
盈利能力				
毛利率	30.5%	24.4%	24.5%	24.7%
净利率	14.6%	8.6%	10.8%	10.7%
ROE	15.1%	6.6%	8.1%	8.5%
偿债能力				
资产负债率	57.0%	53.5%	51.6%	51.9%
流动比率	1.50	1.54	1.53	1.46
速动比率	1.30	1.38	1.36	1.28
营运能力				
资产周转率	0.43	0.34	0.34	0.37
应收帐款周转率	2.65	1.75	1.65	1.81
每股资料(元)				
每股收益	0.56	0.26	0.32	0.34
每股经营现金	0.11	-0.07	0.08	0.32
每股净资产	3.71	3.97	3.99	4.04
估值比率(倍)				
PE	12.73	27.23	22.04	20.74
PB	1.92	1.79	1.78	1.76

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhud@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn	刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
地址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048) 传真: 0755-82562090					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。