

陕鼓动力 (601369)

拟收购捷克 EKOL, 技术互补进军海外

——公司收购 EKOL 公司事件点评

	王浩 (分析师)	吕娟 (分析师)	黄琨 (分析师)
	0755-23976068	021-38676139	021-38674935
	wanghao013539@gtjas.co	lvjuan@gtjas.com	huangkun010844@gtjas.com
证书编号	S0880513090004	S0880511010047	S0880513080005

本报告导读:

拟收购捷克 EKOL 公司, 将与公司原有技术形成互补, 未来有望在海外和国内市场协同发展。

投资要点:

进军蒸汽轮机制造领域, 与公司原有汽轮机技术形成互补协同发展。维持公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.25、0.29、0.36 元, 考虑公司未来国企改革预期, 具备良好的发展前景, 维持目标价为 11.57 元, 给予增持评级。

事件: 公司于 1 月 22 日晚间发布公告称, 公司拟以 13.39 亿捷克克朗 (约 3.47 亿元人民币) 的价格收购捷克 EKOL 公司 100% 股权。

收购对利润增厚有限, 但可技术互补并拓展海外市场。 EKOL 公司是中东欧地区中型蒸汽轮机的主要制造商, 能提供蒸汽轮机生产销售、EPC 工程总包、燃汽轮机维护、锅炉设计等服务。其 2014 年 (未经审计) 的资产总额为 12.90 亿捷克克朗 (约 3.34 亿元人民币), 净利润为 344.8 万捷克克朗 (约 89.30 万元人民币)。本次收购完成后, EKOL 将与公司既有的汽轮机技术形成互补, 有利于公司提供更优化的工业压缩机+驱动汽轮机的综合解决方案, 巩固行业龙头地位; 有利于公司拓展海外销售渠道, 积累海外 EPC 工程经验; 有利于公司在海外市场拓展包括生物质发电在内的分布式清洁能源工程市场。

陕西国企改革有望深化, 公司将深化改革求多元化发展。 公司将积极推进两个转变的发展战略, 抓住国企改革机遇, 贯彻创新驱动发展战略, 进一步提升公司能量转换装备研发能力、核心装备制造能力、系统集成和系统服务的能力, 向新型能源、节能环保等更广泛的流程工业领域拓展。

风险提示: 收购不达预期的风险; 财务风险; 销售金融合作的风险。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,042	6,289	4,904	5,350	5,933
(+/-)%	17.3%	4.1%	-22.0%	9.1%	10.9%
经营利润 (EBIT)	1,039	923	408	507	636
(+/-)%	26.9%	-11.2%	-55.8%	24.3%	25.6%
净利润	1,026	916	402	482	588
(+/-)%	23.2%	-10.8%	-56.1%	20.0%	22.1%
每股净收益 (元)	0.63	0.56	0.25	0.29	0.36
每股股利 (元)	0.35	0.30	0.13	0.16	0.19

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	19.3%	17.5%	11.9%	13.1%	14.3%
净资产收益率 (%)	18.1%	15.1%	6.7%	7.7%	8.9%
投入资本回报率 (%)	48.0%	29.2%	13.1%	17.2%	24.1%
EV/EBITDA	9.7	10.3	19.3	16.1	13.4
市盈率	13.8	15.5	35.4	29.5	24.1
股息率 (%)	4.0%	3.5%	1.5%	1.8%	2.2%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 11.57

上次预测: 11.57

当前价格: 8.67

2015.01.23

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.43-9.90
总市值 (百万元)	14,208
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,639/1,639
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	22.77
日均成交值 (百万元)	185.31

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,809
每股净资产	3.54
市净率	2.4
净负债率	-32.76%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.14	0.05
Q2	0.20	0.06
Q3	0.12	0.06
Q4	0.10	0.08
全年	0.56	0.25

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	31%	46%
相对指数	-11%	-13%	-18%

相关报告

《改革为基, 变局中谋发展的优质国企》
2014.12.08

模型更新时间: 2015.01.23

股票研究

工业
资本货物

陕鼓动力 (601369)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 11.57

上次预测: 11.57

当前价格: 8.67

公司网址

www.shaangu.com

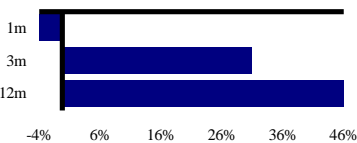
公司简介

公司是重大装备制造行业的龙头企业,是为冶金、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的制造商、集成商和服务商。
公司的专业化产品有透平压缩机组、工业流程能量回收装置、透平鼓风机组等三大类。

财务预测 (单位: 百万元)

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表							
营业收入	4,350	5,150	6,042	6,289	4,904	5,350	5,933
营业成本	2,982	3,418	3,897	4,370	3,622	3,974	4,424
税金及附加	29	38	47	51	20	21	24
营业费用	139	183	197	209	167	187	208
管理费用	566	776	941	789	647	701	771
EBIT	579	819	1,039	923	408	507	636
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0	0	0
投资收益	2	116	166	189	200	220	250
财务费用	-71	-115	-83	-107	-35	-30	-25
营业利润	650	933	1,121	1,030	442	537	662
所得税	102	128	122	143	68	82	100
少数股东损益	0	0	0	3	1	2	2
净利润	665	833	1,026	916	402	482	588
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	5,543	3,564	3,368	2,622	3,210	3,518	4,135
其他流动资产	5,294	9,013	9,205	9,372	8,253	8,672	9,334
长期投资	5	125	203	496	336	367	378
固定资产合计	897	1,339	1,625	1,784	1,722	1,629	1,527
无形及其他资产	275	311	371	343	317	311	299
资产合计	12,016	14,352	14,771	14,617	13,839	14,499	15,674
流动负债	7,011	9,050	8,866	8,014	7,392	7,767	8,617
长期负债	114	125	135	320	252	271	268
股东权益	4,891	5,177	5,769	6,284	6,195	6,460	6,789
投入资本(IC)	-563	1,475	2,164	3,163	3,117	2,940	2,644
现金流量表							
NOPLAT	503	710	929	799	348	433	544
折旧与摊销	87	100	125	176	178	195	210
流动资金增量	(110)	1,624	466	966	(102)	(34)	(148)
资本支出	169	442	285	159	109	93	99
自由现金流	648	2,875	1,805	2,100	534	688	705
经营现金流	1,588	1,201	205	173	311	499	710
投资现金流	(594)	(2,541)	(28)	(463)	263	98	143
融资现金流	1,577	(607)	(414)	(438)	14	(288)	(236)
现金流净增加额	2,571	(1,947)	(238)	(729)	588	308	617
财务指标							
成长性							
收入增长率	20.5%	18.4%	17.3%	4.1%	-22.0%	9.1%	10.9%
EBIT 增长率	31.0%	41.3%	26.9%	-11.2%	-55.8%	24.3%	25.6%
净利润增长率	43.6%	25.3%	23.2%	-10.8%	-56.1%	20.0%	22.1%
利润率							
毛利率	31.5%	33.6%	35.5%	30.5%	26.1%	25.7%	25.4%
EBIT 率	13.3%	15.9%	17.2%	14.7%	8.3%	9.5%	10.7%
净利润率	15.3%	16.2%	17.0%	14.6%	8.2%	9.0%	9.9%
收益率							
净资产收益率(ROE)	13.6%	16.1%	18.1%	15.1%	6.7%	7.7%	8.9%
总资产收益率(ROA)	5.5%	5.8%	6.9%	6.3%	2.9%	3.3%	3.8%
投入资本回报率(ROIC)	-89.3%	48.1%	42.9%	25.3%	11.2%	14.7%	20.6%
运营能力							
存货周转天数	125	134	156	140	148	133	131
应收账款周转天数	118	119	114	136	172	140	140
总资产周转天数	860	934	880	853	1059	967	928
净利润现金含量	2.39	1.44	0.20	0.19	0.78	1.03	1.21
资本支出/收入	3.88%	8.57%	4.72%	2.53%	2.23%	1.74%	1.66%
偿债能力							
资产负债率	59.3%	63.9%	60.9%	57.0%	55.2%	55.4%	56.7%
净负债率	-111.6%	-68.8%	-57.6%	-41.3%	-43.7%	-48.3%	-55.0%
估值比率							
PE	14.3	17.1	13.8	15.5	35.4	29.5	24.1
PB	2.9	2.7	2.5	2.3	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	17.0	12.3	9.7	10.3	19.3	16.1	13.4
P/S	3.27	2.76	2.35	2.26	2.90	2.66	2.39
股息率	5.8%	4.0%	4.0%	3.5%	1.5%	1.8%	2.2%

绝对价格回报 (%)

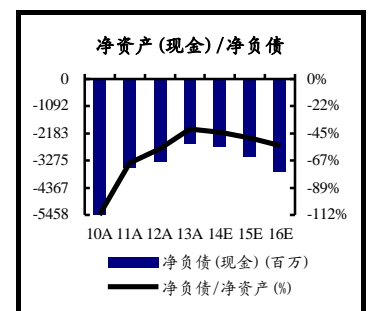
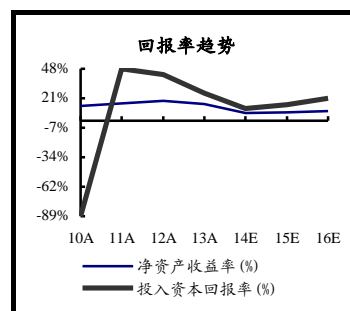
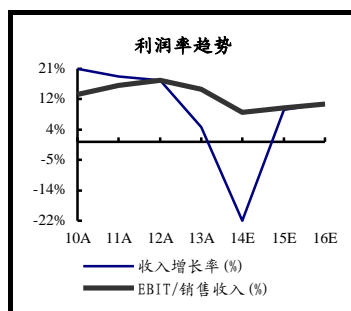


52 周价格范围

5.43-9.90

市值 (百万)

14,208



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		