

陕鼓动力 (601369)

增持 (维持)

收购蒸汽轮机公司，完善公司产品线

市场数据

报告日期	2015-01-22
收盘价(元)	8.67
总股本(百万股)	1638.77
流通股本(百万股)	1638.77
总市值(百万元)	14208.14
流通市值(百万元)	14208.14
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)三季报点评: 营收和毛利率双降, 期待国企改革步伐加快》2014-11-02
《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

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	419	511	539
同比增长	-10.8%	-54.3%	21.9%	5.6%
毛利率	30.5%	24.4%	24.5%	24.7%
净利润率	14.6%	8.4%	10.4%	10.2%
净资产收益率(%)	15.1%	7.1%	8.6%	9.0%
每股收益(元)	0.56	0.26	0.31	0.33
每股经营现金流(元)	0.11	-0.07	0.08	0.32

投资要点

事件:

陕鼓动力披露收购资产方案: 公司收购捷克 EKOL, spol.s r.o., 公司(以下简称“EKOL 公司”)100% 股权。交易价格初步确定为 13.39 亿捷克克朗, 合 3.4 亿人民币。

点评:

- 公司收购中东欧地区中型蒸汽轮机制造商, 与公司既有的汽轮机技术形成互补。EKOL 公司是一家依照捷克法律成立并存续的有限责任公司, 成立于 1991 年, 它是中东欧地区中型蒸汽轮机的主要制造商, 能够向客户提供蒸汽轮机生产销售、EPC 工程总包、燃气轮机维护、锅炉设计等服务。
- 1.3 倍 PB 收购 EKOL, 估值较为合理。公司以 13.39 亿捷克克朗收购 EKOL, 2014 年 PB 为 1.27 倍, PE 为 393 倍; 2013 年 PB 为 1.56, PE 为 14 倍。从 EKOL2014 年未经审计的主要财务指标来看, 公司 2014 年营收和净利润出现较大幅度下滑, 营收为 2.1 亿元, 同比下降 24%, 净利润为 90 万元, 同比下降 96%。由此来看, EKOL2014 年经营情况不是特别理想。同时, 相比于陕鼓动力 2014 年前三季度 37 亿元的营业收入和 2.9 亿元的归母净利润, 预计 EKOL 并表后对公司的业绩增厚不大。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

- **公司收购资产可以完善公司产品链，同时提升公司国际化水平。**具体来说，此次收购对公司有以下几点影响：1、完善公司透平业务全产业链布局，保持和提高公司竞争力；2、提升公司国际化水平，形成海外战略布局；3、获得协同价值，包括汽轮机技术、生物质锅炉技术和海外 EPC 项目经验等。
- **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 34 倍和 28 倍，PB 为 2.4 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，此次收购进一步完善公司产品链、同时提升公司国际化水平，而且前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：**
 - 1) 重化工后期，能量转换设备需求下降
 - 2) 竞争加剧致新设备制造毛利率下滑
 - 3) 二、三板块业务推广速度缓慢

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	11109	10234	10541	
货币资金	2622	2243	1473	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	13863	13356	14189	
流动负债	8014	7589	7060	7842	
短期借款	30	0	0	721	
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	7988	
股本	1639	1639	1639	1639	
资本公积	1725	1725	1725	1725	
未分配利润	1884	1687	1653	1644	
少数股东权益	203	205	206	208	
股东权益合计	6284	6131	6151	6201	
负债及权益合计	14617	13863	13356	14189	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
净利润	919	419	511	539	
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	-84	-65	-36	
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	-112	128	530	
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	-518	-427	265	
现金净变动	-726	-379	-770	108	
现金的期初余额	3194	2622	2243	1473	
现金的期末余额	2468	2243	1473	1581	

利润表		单位:百万元			
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	-84	-65	-36	
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	449	561	593	
营业外收入	29	32	31	32	
营业外支出	-2	4	3	3	
利润总额	1061	478	589	622	
所得税	143	57	77	81	
净利润	919	420	512	541	
少数股东损益	3	1	2	2	
归属母公司净利润	916	419	511	539	
EPS(元)	0.56	0.26	0.31	0.33	

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%	-56.4%	24.8%	5.7%
净利润增长率	-10.8%	-54.3%	21.9%	5.6%
盈利能力				
毛利率	30.5%	24.4%	24.5%	24.7%
净利率	14.6%	8.4%	10.4%	10.2%
ROE	15.1%	7.1%	8.6%	9.0%

偿债能力

资产负债率	57.0%	55.8%	53.9%	56.3%
流动比率	1.50	1.46	1.45	1.34
速动比率	1.30	1.30	1.28	1.18

营运能力

资产周转率	0.43	0.35	0.36	0.38
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	0.31	0.33
每股经营现金	0.11	-0.07	0.08	0.32
每股净资产	3.71	3.62	3.63	3.66

估值比率(倍)

PE	15.52	33.92	27.83	26.35
PB	2.34	2.40	2.39	2.37

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@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@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	zhusd@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
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@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
朱元贱	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	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
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
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@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					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@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。