

厚普股份 (300471.SZ) 其它通用设备行业

评级：买入 维持评级

公司深度研究

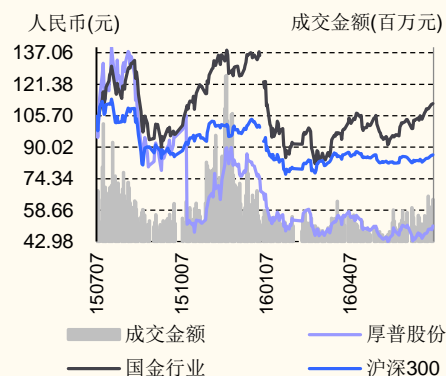
市场价格 (人民币)：50.78 元

战略转型为综合清洁能源工程设备服务商

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	86.09
总市值 (百万元)	7,513.82
年内股价最高最低 (元)	139.76/42.98
沪深 300 指数	3216.80



公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	3.181	1.188	1.223	1.795	2.258
每股净资产 (元)	10.26	9.93	14.32	15.29	16.99
每股经营性现金流 (元)	2.41	0.43	1.23	1.59	2.09
市盈率 (倍)	N/A	62.80	40.19	27.39	21.77
行业优化市盈率 (倍)	40.37	70.57	52.54	52.54	52.54
净利润增长率 (%)	20.20%	-2.04%	2.99%	46.72%	25.82%
净资产收益率 (%)	31.01%	11.96%	7.76%	10.68%	12.08%
总股本 (百万股)	56.40	147.97	147.97	147.97	147.97

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

打造清洁能源应用领域整体解决方案服务商：厚普的战略定位是天然气行业工程设备综合服务商。基于天然气加气站产品，涵盖清洁能源相关的各种工程服务和设备。公司在天然气加气站领域市场占有率超过 40%，未来行业地位将继续维持。2015 年 12 月，公司收购四川宏达，此公司是专业的油气工程总包公司，业务覆盖范围广，项目业绩丰富。收购完成后，公司可借助自身的核心技术和强大的营销网络，结合宏达的相关资质将业务范围拓展至天然气全产业链，可将公司打造为清洁能源应用领域整体解决方案服务商。

■ **天然气行业整体上仍有发展空间，布局全产业链确定性强：**目前我国天然气消费占比仅 5%，世界平均水平为 24%，国家规划 2020 年天然气消费量在一次能源消费中的比重达到 10% 以上，消费量达到 3600 方以上，市场潜力巨大。天然气整体有确定性的增长，但是各个细分领域，存在不确定性。公司战略是服务于天然气的各个领域，将随着天然气行业的整体发展而成长。

■ **天然气各种应用有望崛起：**目前我国天然气应用领域的发展具有广阔的空间。我国天然气管道总量和天然气发电装机总量和发达国家相比仍有非常大的提升空间，国家规划 2020 年相关应用将有大幅度的增长；气价下调和政策推动作为催化剂促进 LNG 车船高速发展，同时将带动 LNG 加气站的需求持续扩大。天然气发电是消化天然气的有效手段，十三五期间将大力发展。

■ **提前布局氢能产业，为公司提供估值支撑。**公司已提前布局氢能产业，研发氢能充能装置已进入产品测试阶段。虽然目前氢能的大规模应用还存在很多制约因素，但是氢能是未来的方向。公司的提前布局短期内无法贡献业绩，但为公司提供了估值支撑。

投资建议

■ 公司在战略布局上思路明确，也有实力实现业务扩张。预测公司 2016-2018 年实现营业收入 13.2、18.6 和 26.3 亿元，实现净利润 1.81、2.67 和 3.34 亿，EPS 分别为 1.22 和 1.80 和 2.56 元。对应当前 PE 分别为 41x、28x 和 19x。如果考虑股权激励费用，2016-2017 年公司实际主业利润分别约为 2.4 亿和 3.1 亿。对应 PE 为 30.5x 和 23.9x。考虑到 2016 年底估值切换，按照 2017 年公司主营业务利润的 30x-40x 估值，目标价为 63-84 元。

风险

■ 小非减持压力，国际原油价格持续下跌的风险。

相关报告

- 《继续布局船用 LNG，坚定看好行业发展前景-厚普股份公司点评》，2016.6.20
- 《一季度为业绩低点，仍看好行业回暖趋势-厚普股份公司点评》，2016.4.27
- 《行业即将回暖，布局充电桩产业-厚普股份公司点评》，2016.4.26
- 《行业拐点带动龙头成长-厚普股份公司研究》，2016.2.2

徐才华 分析师 SAC 执业编号：S1130516010004
(8610)66216932
xucaihua@gjzq.com.cn

潘贻立 分析师 SAC 执业编号：S1130515040004
(8621)60230252
panyili@gjzq.com.cn

沈伟杰 联系人
(8621)60870933
shenweijie@gjzq.com.cn

内容目录

1、清洁能源应用领域整体解决方案服务商	3
1.1 厚普的定位是天然气全行业综合设备制造商	3
1.2 收购四川宏达，布局天然气全产业链	3
2、天然气行业整体上仍有发展空间，布局全产业链确定性强	5
2.1 中国天然气能源消费整体仍有很大的成长空间	5
2.2 天然气价格下调预期明确	6
2.3 天然气消费量增速将逐渐回升	7
3、天然气各种应用有望崛起	8
3.1 天然气管道：建设迎来高速发展期	8
3.2 天然气发电：用气大户	9
3.3 天然气车船：LNG 重卡销量回暖，船用 LNG 需求即将释放	11
3.4 LNG 加气站：数量仍有较大提升空间	12
4、公司已提前布局氢能源产业，未来或有万亿级别市场	13
4.1 氢能源产业市场前景广阔，制约因素短期内无法突破	13
4.2 加氢站建设尚未进入产业化阶段，未来需求主要靠政府规划。	14
5、管理层战略思路明确，公司将受益于整个天然气行业发展	14

图表目录

图表 1：公司的加气站设备已处于行业龙头	3
图表 2：四川宏达主营业务	4
图表 3：四川宏达目前业务布局情况	4
图表 4：公司完成天然气全产业链布局	5
图表 5：中国能源消费占比	6
图表 6：我国天然气消费量	6
图表 7：我国天然气定价相关政策	7
图表 8：天然气消费量	7
图表 9：天然气消费量占比	7
图表 10：预计到 2020 年国内天然气消费量	8
图表 11：各国天然气干线长度	8
图表 12：2020 年全国天然气管道规划	9
图表 13：中国天然气发电装机总量	10
图表 14：冷热电三联供示意图	10
图表 15：天然气汽车外观	11
图表 16：2014 年以来我国 LNG 动力船相关政策	12
图表 17：中国 LNG 加气站分布图	12
图表 18：2015 年国内已投运 LNG 加气站数量（座）	13
图表 19：质子交换膜燃料电池工作原理	13
图表 20：公司业务模型	15

1、清洁能源应用领域整体解决方案服务商

1.1 厚普的定位是天然气全行业综合设备制造商

公司传统业务主要集中在天然气汽车领域，主要产品是 LNG 和 CNG 加气站成套设备及相关配件。公司在天然气加气站领域处于业内领先地位，LNG 和 CNG 加气站产品的市场份额均超过 40%。

公司在 2015 年上市之后，战略定位转为天然气行业各种工程、设备的综合服务企业，未来的业务将扩展到清洁能源领域产品的研发、设计、生产、销售和售后，以及天然气产业链相关工程的设计施工等。

图表 1：公司的加气站设备已处于行业龙头



来源：公司网站、国金证券研究所

公司做出这样的战略调整主要的初衷：一是公司上市以后，募得大量资金。无论是外延式收购还是自主研发，都有实力向其他领域拓展；二是天然气汽车只是天然气行业的一部分，其发展受到宏观经济波动，政策等各方面影响比较多，而整个天然气需求的大幅增长是更确定的趋势。公司从天然气汽车产业链拓展到整个天然气产业链，其未来的成长空间更大，确定性更强。

公司战略转型的路径有两条，从业务模式上，是从单纯的设备制造业转向工程施工和提供设备一体化的 EPC 模式。从业务领域上看，是从天然气汽车加气站领域转向更广泛的天然气行业的各种装备和工程，进而拓展至整个新能源领域的各种装备和工程。

技术成熟和优质客户资源是公司转型的内在条件。天然气设备拥有较高的技术壁垒，对产品安全性和可靠性要求高，公司从事天然气设备的研制和技术服务多年，掌握了真空模块和深冷流场分流均衡等天然气业内的核心技术，积累了丰富的产品制造、安装、维护等方面的经验。同时，公司的客户覆盖面广泛，公司不仅与中石油、中石化等国内主要天然气加气站运营商建立了良好的合作关系，公司的中小客户市场在强大的营销网络的推动下也在不断拓展。

1.2 收购四川宏达，布局天然气全产业链

通过收购四川宏达天然气工程公司，加快了公司转型的步伐。使公司直接获得了从设备到工程总包，从天然气汽车到能源工程的入口。

4400 万现金收购四川宏达：2015 年 12 月，公司决定用现金以 1642 万元的价格收购四川宏达石油天然气工程有限公司 67% 的股权，在收购完成后另外对宏达公司增资 2770 万元，将其注册资本由 2230 万元增加至 5000 万元，增资完成后公司持有四川宏达 85.28% 的股权。

四川宏达是专业的油气工程总包公司。四川宏达目前涉及的领域包括炼油工程、化工、管道输送、城镇燃气、海洋油气开发、海底管道工程、原油和成品油储

库、天然气储库、天然气净化与天然气液化、LNG 工厂、天然气门站、储备站、调压站、燃气汽车加气站等行业。目前的业务主要是设计，未来的发展方向是工程总包，并和厚普股份合作，提供相应的设备。

公司拥有工程设计、勘察、施工和特种设备设计等多项资质，是中国石油、中国石化、中海油、等企业的服务资源市场成员。公司目前也在积极在各个领域获取更高等级的总包、工程资质。

图表 2：四川宏达主营业务



来源：公司官网、国金证券研究所

低成本完成天然气全产业链布局，打造清洁能源应用领域整体解决方案服务商。四川宏达深耕油气行业多年，项目业绩丰富。但自身规模所限，主要涉及的仍是工程设计。虽然接触的大项目很多，但收入不高。2015 年的油价大幅下挫导致油气服务方面的企业收入下滑严重，厚普股份仅以 4400 万元即完成产业链的重要布局。通过收购宏达，公司具备了将业务范围拓宽至天然气全产业链以及整个能源工程的能力。

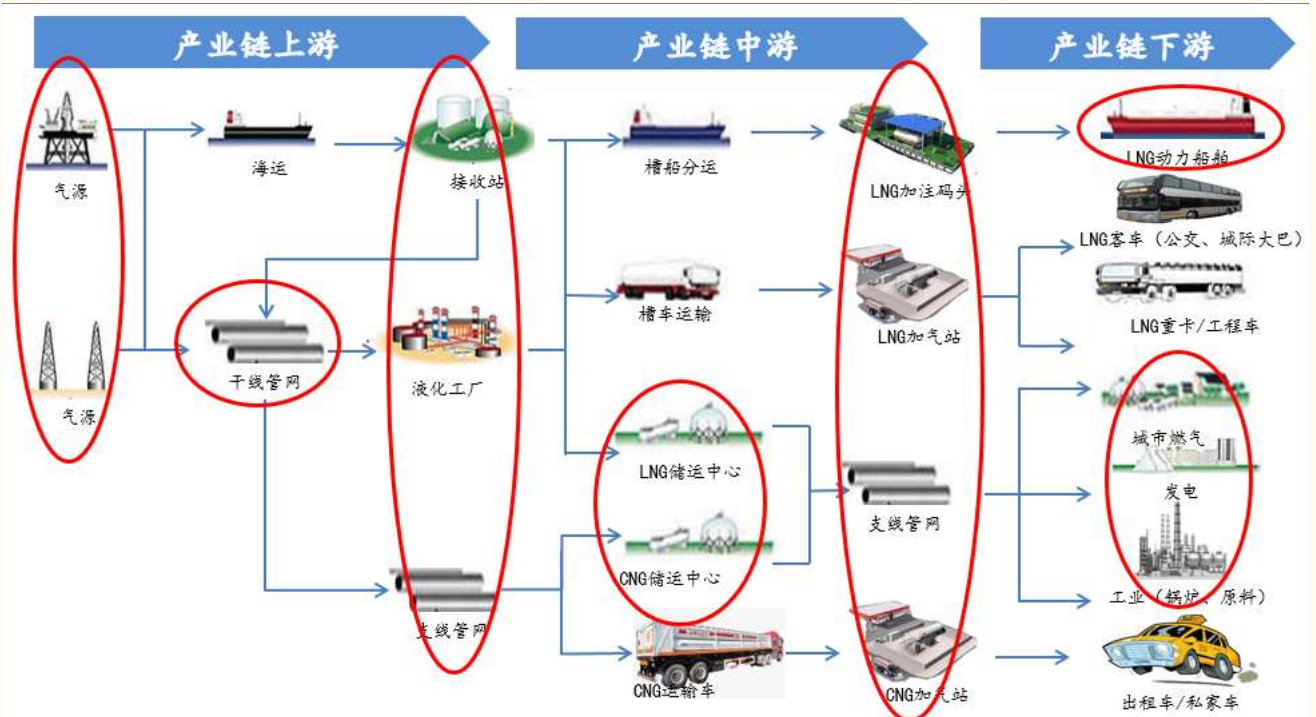
两家公司协同效应明显，取长补短具有战略性意义。四川宏达在清洁能源领域接触的项目和客户比厚普股份更广，可为厚普股份提供更广阔的市场拓展空间。厚普股份作为上市公司和设备制造商，实力远强于宏达，未来也能够协助宏达的业务从原有的工程设计转向工程总包，快速做大收入规模。

图表 3：四川宏达目前业务布局情况

	业务类型	目前主要经营业务	未来发展方向
上游	天然气开采	现有的业务集中在油气田地面工程和钻前工程及井口气项目等	承担与天然气开采有关的所有业务
中游	干线管网	工程建设前期及工程设计全过程（占管道总投资的 5%）	工程建设前期、工程设计和工程总承包
	支线管网	工程建设前期及工程设计全过程（占管道总投资的 5%）	工程建设前期、工程设计和工程总承包
	储运	门站、储备站或调压站工程设计	门站、储备站或调压站工程设计和工程总承包
下游	城市燃气管网	工程建设前期、工程设计和工程总承包（占管道工程总投资的 85%）	工程建设前期、工程设计和工程总承包
	发电	具有相关业务能力，但缺少相关资质	工程咨询、工程设计和工程总承包
	加气站	工程设计及工程总承包	工程设计及工程总承包

来源：国金证券研究所

图表 4：公司完成天然气全产业链布局



来源：国金证券研究所

2、天然气行业整体上仍有发展空间，布局全产业链确定性高

天然气下游应用较广泛，大致可分为居民气、工业、化工、发电/热、车/船用气等领域。由于各自领域天然气需求的驱动因素不同，这些细分领域的发展特征也差别很大。

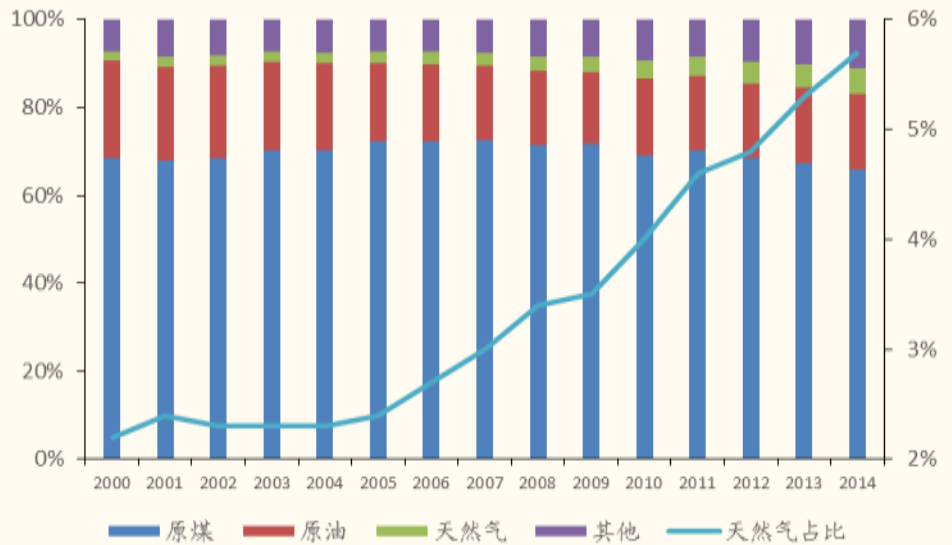
例如：居民用气主要用于家庭烹饪，需求非常稳定，增速较低，但确定性强。其主要驱动力是管道天然气到户数量的增长。而车用气主要用于重卡、客车，其需求的驱动力来自于天然气价格和石油产品之间的价格差。而中国目前天然气价格是由发改委确定，石油产品价格基本根据国际油价波动，因此天然气和石油产品的价差波动也很大。2015年以来，油价的大幅下跌导致了行业的大幅下滑。

因此，中国天然气整体有确定性的增长，但是各个细分领域，存在不确定性。公司之前的业务主要集中在车用气领域，最近受油价波动的影响较大，增速放缓。公司业务逐渐扩展到天然气各个领域之后，就能够受益于天然气整体需求的增长，无论哪个细分领域发展起来，公司都会随之一同成长。

2.1 中国天然气能源消费整体仍有很大的成长空间

我国天然气能源消费占比仍较低。中国的能源消费结构中煤炭占 68%（世界平均 30%）、原油占 18%（世界平均 32%）、天然气却仅占 5%（世界平均 24%）。近 10 年，随着天然气、水能、核能和风能利用比例的提高，原油占比有所下降，但是原煤消费占比始终维持 70% 的高位，是世界平均水平的 2 倍多。而水能及其他新能源又难以快速提高，未来优化能源结构只能落在天然气肩上。

图表 5：中国能源消费占比

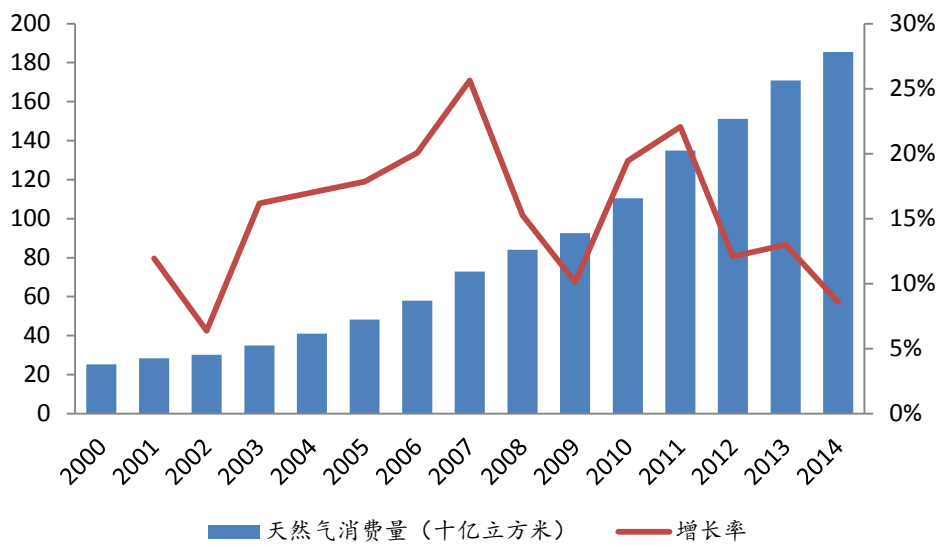


来源：国家统计局、国金证券研究所

2020 年天然气消费占比将达 10%，增长空间巨大。2014 年 11 月 4 日，国家发改委发布关于印发的《国家应对气候变化规划（2014-2020 年）》指出，2020 年天然气消费量在一次能源消费中的比重达到 10% 以上，利用量达到 3600 亿立方米。2015 年中国天然气消费量仅 1932 亿方，较 2014 年增长 5.7%。要实现 2020 年目标，未来天然气消费增速需要快速提高至 15% 左右。

经历过十年高速发展，目前是天然气行业增速低点。2000 年，我国开始大力推广清洁能源政策，天然气消费量快速提升。2000 年我国天然气消费量仅为 245 亿立方米，至 2014 年已达到 1845 亿立方米，实现 6.5 倍多的增长。2000-2014 年平均增速超过 15%。2012 年之后，经济增长趋缓，天然气消费增速开始下滑。2013 年下半年，天然气价格大幅上涨，以及石油产品价格下滑和经济的进一步下滑，导致天然气消费增速继续下降，至 2015 年消费增速已经低至 10 年以来的最低点。

图表 6：我国天然气消费量



来源：国家统计局、国金证券研究所

2.2 天然气价格下调预期明确

中国天然气消费量增速大幅下滑，除了经济下滑导致需求减少之外，不完善的

定价机制也是重要原因。

政府天然气价格改革决心明确。目前，中国天然气价格仍是由政府管制。天然气定价长期采用成本加成模式，由发改委定价，价格无法与市场波动同步变化。

2015年12月，发改委表示电力、石油等竞争性环节将放开，其最终目的是放开气源价格。随着天然气价格改革的推进，天然气价格由供求关系决定的程度将持续提升。

图表 7：我国天然气定价相关政策

时间	事件
2011 年底	广东、广西两地启动了由价格管制的成本加成法向市场净回值法转变的试点
2013 年	《国家发展改革委员会关于调整天然气价格的通知》将两广试点经验渐进式向全国推广
2013 年 6 月	上调门站价格，平均价格由 1.69 元/方涨至 1.95 元/方。2015 年存量气和增量气并轨。
2014 年 3 月	国家发改委发布《关于建立健全居民生活用气阶梯价格制度的指导意见》，要求在 2015 年底前建立居民生活用气的阶梯价格制度
2015 年 2 月	天然气价格正式并轨。各省增量气最高门站价格每立方米下降 0.44 元
2015 年 11 月	天然气价格下调 0.7 元
2015 年 12 月	国家发改委副主任连维良在第十三届中国改革论坛上表示，石油天然气、盐业等重要行业改革方案也即将出台，2016 年电力、石油等竞争性环节将真正放开
2016 年 1 月	发改委发布消息，设置油价调控上限为每桶 130 美元，下限为每桶 40 美元

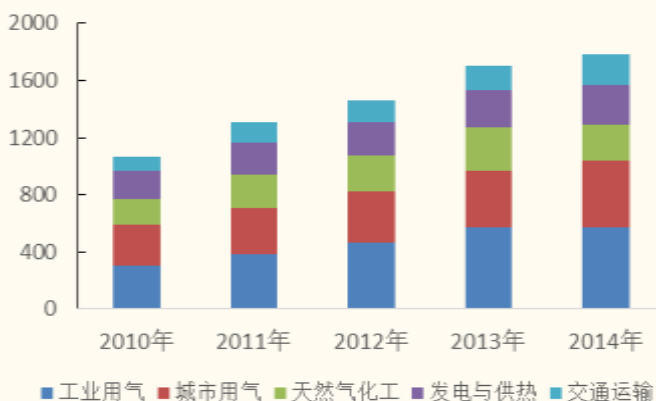
来源：发改委官网，国金证券研究所

天然气供大于求趋势明显，价格下调预期明确。2013 年之前，我国是一个“少气的国家”，天然气发展长期受供应制约。但最近两年，天然气的供应开始过剩，供给增速明显高于需求增长。按照目前进口天然气和国产气的规划，到 2020 年，天然气供应量将达到 3600 亿立方米/年几乎是确定性事件，而按照目前的需求增长，则很难消化掉这么多的天然气。未来供给过剩将是天然气行业的趋势，如果按照市场规律定价，天然气价格很可能进一步下跌。

2.3 天然气消费量增速将逐渐回升

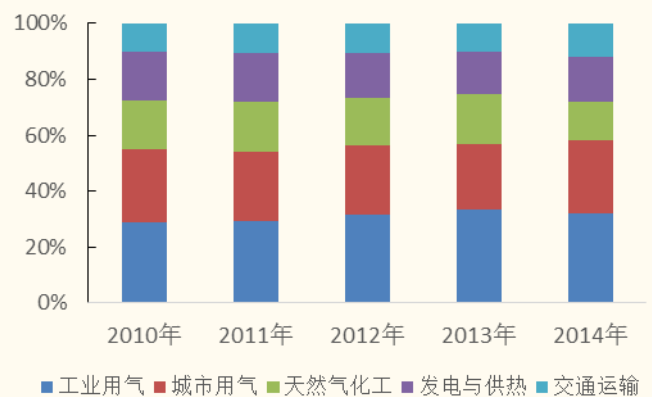
过去几年天然气消费结构保持稳定。天然气应用市场可分为五个方面，包括工业用气、城市用气、天然气化工、交通运输用气和发电供热用气。2010-2014 年，国内天然气消费量结构基本稳定，天然气化工消费量占比略有下滑，交通运输业用气占比呈小幅上升趋势。

图表 8：天然气消费量



来源：国金证券研究所

图表 9：天然气消费量占比



来源：国家统计局，国金证券研究所

工业用气未来增速有限。传统的天然气消费大户陶瓷、玻璃等工业产业产能过剩严重，对天然气的需求减少。这部分需求对天然气价格不敏感。从长期来看，国家现阶段正在进行大刀阔斧的供给侧改革，预计未来五年工业企业天然气需求量

增长有限。最近两年天然气价格的居高不下导致很多工业企业亏损严重，天然气降价可降低企业使用成本，对需求恢复有一定的作用。

车用气可能随油价反弹而复苏。2005年天然气汽车（CNG和LNG）保有量仅为9.7万辆，而到2014年增至230万辆，年均增长率达42%。由于油价的下跌，天然气燃料的经济性大幅下降，使得天然气汽车吸引力不足，2015年天然气重卡销量较上年度下滑70%以上。目前原油价格已由底部大幅反弹，目前维持在50美元/桶左右，天然气的经济性已经开始显现，且天然气下调预期明确，未来天然气的经济性将逐步恢复，天然气汽车销量将逐步恢复增长势头。

发电用气需求空间巨大。天然气发电具有清洁性、提高安全可靠性以及高效利用能源三大优势。目前发达国家天然气发电已进入相对稳定的阶段，装机容量比例较为合理，其中美国为39%、日本为29%、英国为34%，而目前我国装机容量仅为3%左右，同发达国家相比仍有较大差距。目前我国天然气发电装机总量不超过4000万千瓦，国家规划至2020年，天然气发电装机总量将达到10000万千瓦，市场空间巨大。

天然气消费量增速回升拐点确立。天然气消费量对价格较为敏感，2015年1-10月天然气消费量同比增速仅为2.7%，在11月气价下调后，2015年11月至2016年3月，天然气消费量达到936亿立方米，同比增速高达12.89%，其中1-3月增速更是达到了18%。

图表 10：预计到 2020 年国内天然气消费量

	2013 年	2014 年	2020 年
工业用气	569.08	571.52	805
城市用气	397.85	464.36	980
天然气化工	305.42	250.04	420
发电与供热	257.24	285.76	630
交通运输	175.78	214.32	665
合计	1705.37	1786	3500

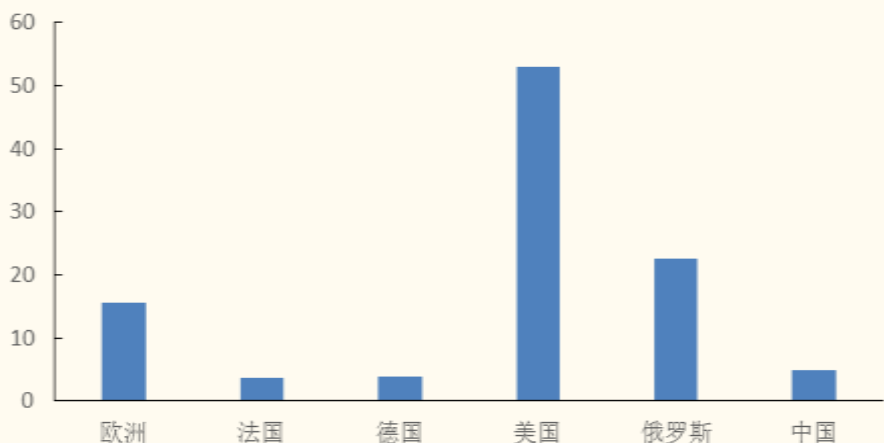
来源：国金证券研究所

3、天然气各种应用有望崛起

3.1 天然气管道：建设迎来高速发展期

中国天然气管道总量仍有非常大的提升空间。管道是油气长距离运输的最佳方式，近年我国天然气管道建设正处于快速增长期，2008年，天然气管道里程数仅为3.1万公里，截至2015年底，我国天然气管道长度达约10万公里，年复合增速达到15%以上。而美国天然气管道在2013年底达到了198万公里，其中干线管道长度达49万公里，可以看出我国的天然气管道、管网建设仍处于初期。

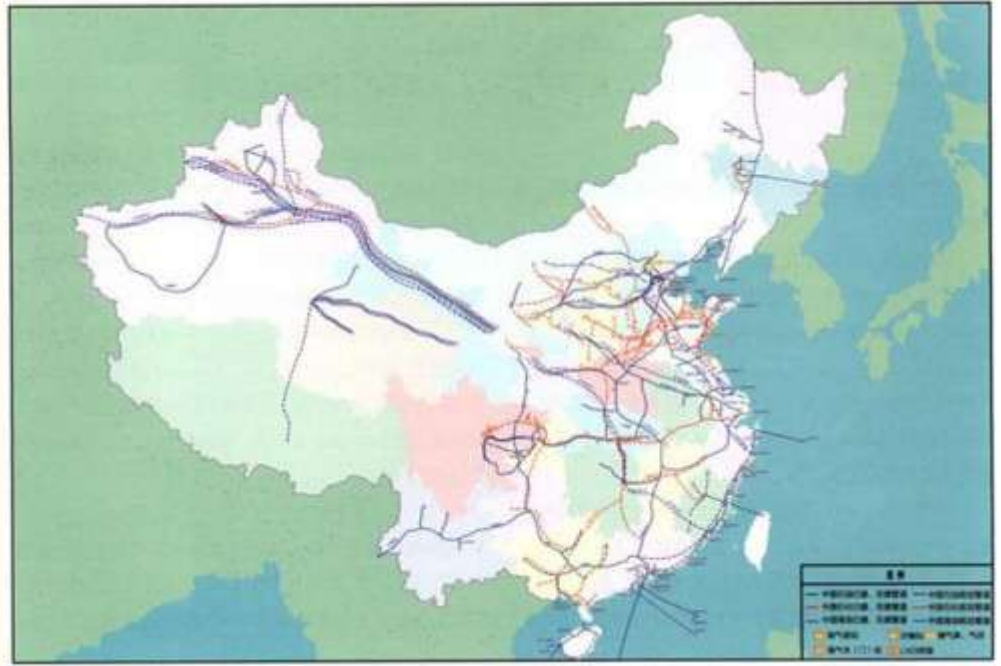
图表 11：各国天然气干线长度



来源：国金证券研究所

规划 2020 年我国天然气管道长度将达 15 万公里。天然气消费量的提高，离不开基础设施的完备。我国规划到 2020 年天然气一次消费占比将提升至 10%，可以预计，未来五年国家将大力建设天然气管道。根据国家“十三五”规划前期研究，到 2020 年，全国长输管网总规模将达 15 万千米左右（含支线），输气能力达 4800 亿立方米/年左右。

图表 12：2020 年全国天然气管道规划



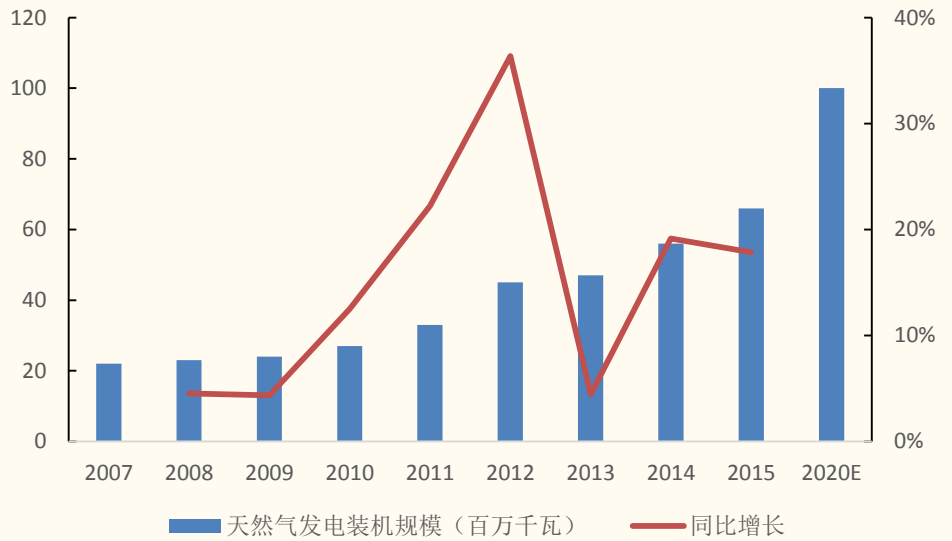
来源：公开资料、国金证券研究所

天然气管道建设项目市场空间较大。目前国内拟建设和在建的主要天然气管道干线包括新粤浙、陕京四线、中俄天然气管线和西气东输四线，四条管线总长度约 1.6 万公里。按照天然气管道建设投资 300 万元/公里计算，现有规划的管道建设需求将带来 480 亿元的市场空间。当前我国天然气管道总长约为 10 万公里，预计 2020 年将达到 15 万公里，经过测算五年市场空间大约为 1500 亿元，平均每年达到 300 亿元。

3.2. 天然气发电：用气大户

天然气发电逆势增长。在经济增速放缓，电力需求疲软，煤电、水电等平稳发展的情况下，燃气发电量和装机容量却出现大幅增长。2015 年燃气发电量 1658 亿千瓦时，比 2014 年的 1333 亿千瓦时同比增长 24.4%。发电装机容量 2015 年为 6637 万千瓦，比 2014 年的 5697 万千瓦同比增长 16.5%。按照 1 方天然气发 5 度电计算，2015 年发电消耗天然气约为 330 亿方，约占天然气总消费量的 17%。

图表 13：中国天然气发电装机总量



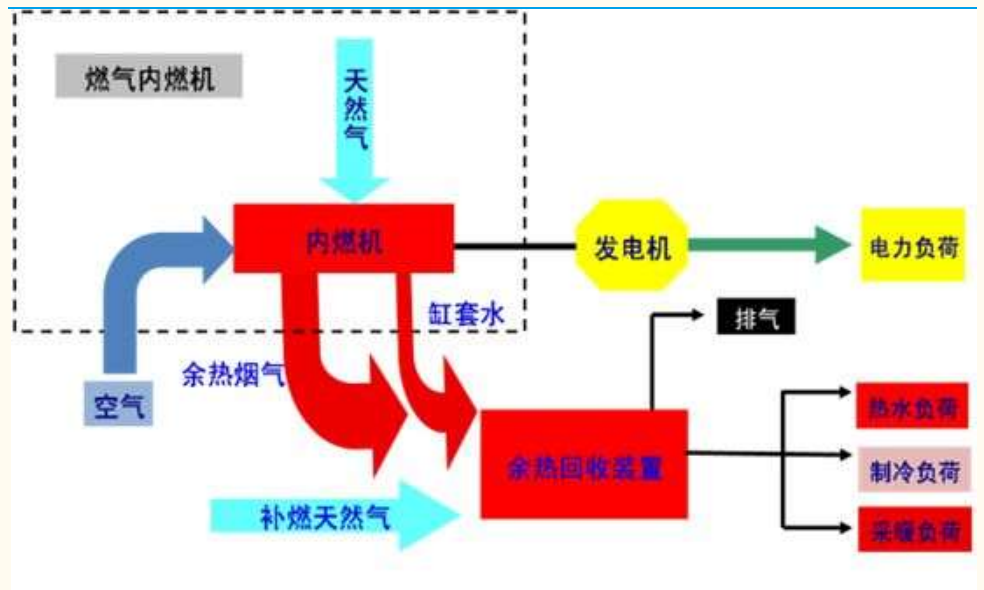
来源：国金证券研究所

天然气发电量占比仍然很低。虽然近两年燃气发电出现大幅增长，但在整个电源比重中还很低。2015 年火电发电量达 37649 亿千瓦时，而燃气发电量只有 1658 亿千瓦时，仅占火电发电量的 4.4%，未来替代空间巨大。

到 2020 年装机总量将达 10000 万千瓦。根据中电联发布的《“十三五”天然气发电需求预测》，预计到 2020 年我国天然气发电规模为 1 亿千瓦左右，其中分布式 4000 万千瓦。目前，集中式天然气发电装机总量达到 5600 万千瓦，分布式天然气发电装机总量仅 1000 万千瓦，装机容量缺口很大。

天然气分布式发电优势明显。天然气分布式发电是指利用天然气，通过冷热电三联供的方式实现能源的梯级利用。分布式能源系统相对于传统的集中式供能的能源系统而言，不需要进行电网远距离高压输电，直接接入终端用户，具有能源高效利用、节能减排效应明显和更高的安全性、可靠性。

图表 14：冷热电三联供示意图



来源：国金证券研究所

主要障碍逐步解决，天然气分布式迎发展良机。之前，阻碍天然气分布式能源系统推广的有三个主要问题，包括无法并网、气价过高和燃气轮机购买和维护的成本过高。目前，这些障碍正在逐步解决。第一，随着我国天然气供给的激

增以及天然气价格机制的改革，未来天然气价格将继续下调，天然气供给能够得到保障；第二，2014 年国家电网已允许燃气分布式发电并网；第三，国内企业正积极通过并购合作等手段，试图掌握燃气轮机的核心技术，燃气轮机有望走向国产化，未来设备的购买和维护成本将大幅降低。

3.3 天然气车船：LNG 重卡销量回暖，船用 LNG 需求即将释放

天然气汽车是具有推广价值的低污染汽车。天然气汽车以其低排放（天然气汽车的排放污染大大低于以汽油为燃料的汽车，尾气中不含硫化物和铅，一氧化碳降低 80%，碳氢化合物降低 60%，氮氧化物降低 70%）、抑制温室效应和摆脱对石油的依赖三大特性，正在世界范围内得到普及和推广。

图表 15：天然气汽车外观



来源：互联网，国金证券研究所

天然气汽车保有量低，发展空间大。过去十年，天然气汽车经历了一个高速的发展过程，2005 年天然气汽车保有量仅为 9.7 万辆，而到 2014 年增至 230 万辆，年均增长率达 42%。由于油价的下跌，天然气燃料的经济性大幅下降，使得天然气汽车吸引力不足，销量大幅下降。然而我国汽车保有量在 2014 年底达到 1.54 亿辆，天然气汽车保有量占比仅达 0.14%，未来市场提升的空间还很大。

油价下跌曾一度摧毁天然气汽车经济性，2016 年将逐渐恢复。由于油价的下跌，天然气燃料的经济性大幅下降，使得天然气汽车吸引力不足，销量大幅下降。2015 年 11 月 20 日天然气价格大幅下调，今年以来油价逐步回升。天然气汽车与成品油比价优势将逐渐恢复。

LNG 船舶行业刚刚进入集中发展阶段。我国 LNG 动力船起步于 2010 年，起初以混合燃料进行试航，至今已积累了一定的发展经验。此后经过几年的发展，LNG 动力船的数量逐渐增加，配套的加气站设施开始陆续到位。2013 年，国内第一座 LNG 船舶加气站建成投产。截至 2015 年 1 月，我国经核准同意进行试点的船舶规模已达到 118 艘。按航行水域划分，内河船舶 115 艘，海船 2 艘，江海联运船舶 1 艘。

LNG 动力船是我国政策支持和鼓励的项目之一。国家发展改革委 2012 年发布的《天然气利用政策》指出，鼓励天然气利用项目有关技术和装备自主化，鼓励和支持船舶天然气加注设施和设备建设；在内河、湖泊和沿海航运的以天然气（尤其是液化天然气）为燃料的运输船舶（含双燃料和单一天然气燃料运输船舶），在天然气利用顺序中属于第一类优先类。同年发布的《天然气“十二五”发展规划》也明确指出，要鼓励和支持天然气分布式能源、LNG 汽车和船舶燃料等高效天然气利用项目，制定船用 LNG 燃料相关技术标准规范，鼓励地方出台相关政策支持天然气分布式能源项目，加大市场开发力度。

图表 16: 2014 年以来我国 LNG 动力船相关政策

时间	政策	主要内容
2014 年 4 月	财政部、交通运输部联合发布《内河船型标准化补贴资金管理办法》	规定新建船舶总吨位不低于 400t 的 LNG 船舶，在 2013 年 10 月 1 日至 2015 年 3 月 31 日期间建造完工的，根据主机功率不同，给予单船补贴 85 万~140 万元；在 2015 年 4 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日期间建造完工的，根据主机功率不同，给予单船补贴 63 万~100 万元
2014 年 4 月	国家海事局和国家能源局联合发布《中华人民共和国海事局关于推进船舶应用液化天然气燃料工作有关事项的通知》	规定了 LNG 试点船舶的检验发证、技术要求，试点方案的审核论证要求，以及 LNG 船舶设计和改造单位的资质要求
2014 年 9 月	交通运输部发布《水运行业应用液化天然气试点示范工作实施方案》	指出重点在港口机械设备、港作拖轮运输船、工程船等领域开展 LNG 试点工作，其中运输船应先从普通货船开始，逐步过渡到客滚船和危险品船；同时也关注岸基式、移动式 LNG 加注站建设和运营
2015 年 6 月	交通部研究起草了《船舶与港口污染防治专项行动实施方案（2015~2020 年）》（征求意见稿）	实施方案提出推进 LNG 等清洁能源在水运行业的应用；提升防治科技水平；提高水运物流组织水平等十项任务

来源：财政部、海事局、交通部官网，国金证券研究所

政策有新的突破，看好未来 LNG 船市场。2014 年来，相关部门出台多项政策，对 LMG 动力船的规格型号、建造方案批准流程、试点领域、布局网络等进行了规范和规划，使得 LNG 船的推广有更为具体的指导，LNG 船的推广进入实际落地阶段，预计 LNG 船用设备需求即将释放。

3.4 LNG 加气站：数量仍有较大提升空间

2012 年-2014 年我国天然气加气站总数量，从 2787 座增至 6000 座左右，年均增长 47%，其中 LNG 加气站 2000 座左右。主要分布在新疆、内蒙、甘肃、河北、山东一线。四川盆地的川渝地区。目前加气站在向东北及中东部地区扩散。部分沿海地区由于靠近 LNG 接收站，有一定发展。

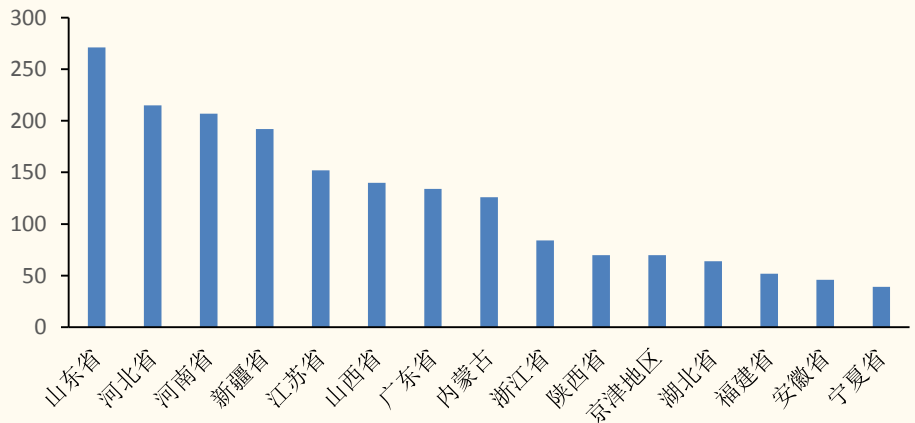
图表 17: 中国 LNG 加气站分布图



来源：中国 LNG 汽车网、国金证券研究所

各地政府推广加气站建设。中国各省市将发展天然气作为能源结构调整的重要措施，为天然气汽车的发展提供了广阔的空间。北京、浙江、安徽、甘肃、四川、福建、海南等省市相继提出建设天然气加气站、推广天然气汽车的规划。如浙江省计划到 2020 年建成 326 座天然气加气站；四川省计划到 2018 年在高速沿线建设 153 座 LNG 加气站；昆明计划到 2020 年建设 125 座社会车辆加气站和 27 座公交车加气站。

图表 18：2015 年国内已投运 LNG 加气站数量（座）



来源：中国 LNG 汽车网，国金证券研究所

经过测算，我们预计 2020 年我国 LNG 重卡保有量约为 42.9 万辆，LNG 客车保有量约为 11 万辆，2020 年我国 LNG 重卡和 LNG 客车对 LNG 的总需求量约为 2788 万吨，2020 年我国 LNG 加气站总需求量约为 8908 座。2015 年我国加气站总量约为 2167 座，到 2020 年，我国还需新增 LNG 加气站大约为 6291 座，市场空间大约 160 亿元。

4、公司已提前布局氢能源产业，未来或有万亿级别市场

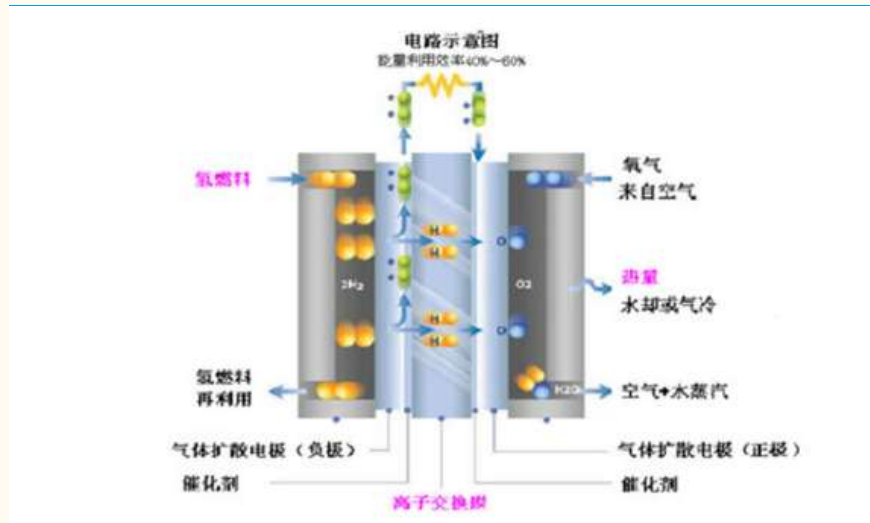
4.1 氢能源产业市场前景广阔，制约因素短期内无法突破

氢能源具有较高应用价值，市场发展前景广阔。氢能源具有热值高、零污染（产物只有水）、应用方式多样和来源广泛等诸多优点。以氢为燃料的燃料电池通过将氢能转换成电能应用在新能源汽车上，与传统内燃机汽车和纯电动车相比具有零排放污染物和续航里程长的特点。

日经 BP 清洁技术研究所 2013 年 10 月 24 日发行的报告《世界氢基础设施项目总览》提出，2015 年全球氢基础设施的市场规模约 7 万亿日元左右，到 2050 年将达到约 160 万亿日元，超过 8 万亿人民币。

高成本是制约氢能源燃料电池汽车发展的最重要因素。从氢燃料电池汽车动力系统成本构成来看，占比最大的是燃料电池系统，其造价约占总成本的三分之二。燃料电池的构成中，质子交换膜、催化剂、石墨双极板等加工成本极高，导致燃料电池成本约为汽油、柴油发动机成本 20 倍左右。

图表 19：质子交换膜燃料电池工作原理



来源：国金证券研究所

燃料电池汽车实现国产化，大规模发展时机尚未成熟。5月福田汽车接到了100辆欧辉氢燃料电池电动客车的订单。该总订单量为100辆，预计今年底前交付60辆，明年底交付40辆。此订单产品采用最先进的氢燃料电池技术，且此订单是目前全球最大批量的氢燃料电池电动客车订单。本次订单的顺利履行，也将有利于推动国内氢燃料电动汽车的市场化进程。由于燃料汽车在各方面的局限仍未突破，车辆成本也较燃油汽车成本高出许多，我们判断氢燃料电池汽车是发展趋势，长期向好，但大规模发展的时机尚未成熟。

4.2 加氢站建设尚未进入产业化阶段，未来需求主要靠政府规划。

目前加氢站主要集中在欧美日韩。截至2015年，全球共有193座加氢站，主要分布在美国、欧洲和日本和韩国。根据神华北京清洁能源研究所的数据，到2020年，全球有望建成数百座加氢站，其中美国东北各州规划建设100座，日本规划建设100座，德国50座，英国68座。此外，日本、美国和欧洲等已经制定了燃料电池汽车推广及加氢站基础设施建设的发展战略，未来加氢站建设进度有望加快。

国内加氢站数量稀少，设备成本较高。与国外大规模建站不同，目前中国现有加氢站数量稀少，且没有长期规划。国内加氢站仅有4个，分别位于北京、上海、郑州、深圳。国内加氢站稀缺的主要原因一个是氢燃料电池汽车较少导致需求不足，其次是装备大多依靠进口，这直接导致建站成本居高不下，加氢站设备的自主研发必不可少。类似于加氢站这种需求较少的新兴产业，成本较高投资回报期很长，必须通过政府的大力推广和规划才能逐步发展起来。

公司已提前布局氢能产业，已进入产品测试阶段。公司于2015年下半年开始研发氢能充能装置，目前已经进入样机测试阶段。2016年，在去年的基础上，公司开始研发双枪氢能充装装置，该装置集成了大、小两种加氢枪，采用新型的管道工艺，能同时为氢燃料电池大巴车和氢燃料电池小轿车充装氢气。

对公司氢能相关项目近期不太可能贡献业绩。长远来看，氢能燃料存在巨大的市场发展空间，公司着手开发燃料电池的氢能充能装置对公司在时机到来时快速拓展市场、提升业绩有很大的好处，有助于公司的长远发展。但由于氢能利用技术的有待提高，该项目在近期对公司做出实质性贡献的可能性不大。所以该项目短期内不应对判断公司股价及发展前景造成影响。

5、管理层战略思路明确，公司将受益于整个天然气行业发展

公司管理层战略思路明确。近年来受国际、国内油价的持续处于低位的影响，油气价差的幅度缩小，使得车用天然气的价格优势被严重削弱，公司的业绩受到了影响。

一方面，公司深度布局天然气产业链。公司深耕天然气行业多年，具有深厚的技术基础和广泛的营销网络优势，通过收购完成了相关布局，将以工程设计、总包为主线，向上下产业链延伸，扩大公司的业务范围，面向更广阔的市场，打造成清洁能源及相关应用领域整体解决方案服务商。

另一方面，公司利用在加气站领域的核心技术优势，横向布局其他清洁能源的相关产业，虽然目前氢能的大规模应用还存在很多制约因素，但是氢能是未来的方向，具有广阔的市场空间，公司的提前布局为未来公司的发展奠定了良好的基础。

公司将充分受益于整个天然气行业的发展。收购四川宏达完成后，公司业务将不仅仅局限于车用气领域，而是具备了将业务范围拓宽至天然气全产业链的能力。天然气行业不同的下游应用的需求驱动因素不同，公司之前集中于车用气领域，受油价波动影响较大。我们认为中国天然气行业的整体发展是具有确定性的，但在各细分领域存在不确定性，公司已布局全产业链，预计未来将随着天然气行业的整体发展而发展，“十三五”期间更看好天然气管道和天然气发电的发展趋势。

6、盈利预测与投资建议

图表 20: 公司业务模型

		2014	2015	2016	2017	2018
CNG 加气站设备	销售数量	1786	1850	2035	2239	2462
	销售单价	10	10	10	10	10
	销售收入	17485	18038	19841	21825	24008
	增长率		3%	10%	10%	10%
	毛利率	55%	55%	55%	55%	55%
	毛利收入	9617	9921	10913	12004	13204
		2014	2015	2016	2017	2018
LNG 加气站设备	销售数量	287	320	360	432	562
	销售单价	245	250	255	260	260
	销售收入	70341	80000	91800	112320	146016
	增长率		14%	15%	22%	30%
	毛利率	41%	41%	39%	40%	41%
	毛利收入	28840	32800	35802	44928	59867
		2014	2015	2016	2017	2018
LNG 专项设备	销售收入	2152	2450	3000	3800	4100
	增长率		0	0	0	0
	毛利率	0	0	0	0	0
	毛利收入	904	1029	1260	1596	1722
			2014	2015	2016	2017
其他收入	销售收入	5500	6000	7000	8000	9000
	增长率		0	0	0	0
	毛利率	1	1	1	1	1
	毛利收入	3025	3300	3850	4400	4950
			2014	2015	2016	2017
船用 LNG	销售收入				10000	30000
	增长率					200%
	毛利率				30%	30%
	毛利收入				3000	9000
		2014	2015	2016	2017	2018
能源工程	销售收入			10000	30000	50000
	增长率				200%	67%
	毛利率			15%	15%	15%
	毛利收入			1500	4500	7500
		2014	2015	2016	2017	2018
合计	销售收入	95478	106488	131641	185945	263124
	增长率		12%	24%	41%	42%
	毛利率	44%	44%	41%	38%	37%
	毛利收入	42385	47050	53325	70428	96243
	成本	53093	59438	78317	115517	166881

来源: 国金证券研究所

公司传统 CNG、LNG 加气站等传统 2016 年略有增长, 但因为行业景气度一半, 竞争加剧, 毛利率水平有所下降。考虑到成品油价格进一步提升以及天然气门站价格有进一步下调的预期, 未来行业增速会恢复。

船用 LNG 设备是公司的募投项目。预计 2017 年开始贡献收入。考虑到船用 LNG 设备个性化程度更高, 业务刚刚启动, 产品的综合毛利不会太高。

借助收购的四川宏达公司，预计公司今年开始获得能源工程相关的订单，且未来工程业务会加快推进。此类项目以工程总包和提供部分设备的形式运作，所以总体毛利水平远低于设备制造。

公司 2015 年实施股权激励，2016 年约产生费用 6000 万元，2017 年产生 3000 万元。

基于以上假设，预测公司 2016-2018 年实现营业收入 13.2、18.6 和 26.3 亿元，实现净利润 1.81、2.67 和 3.34 亿，EPS 分别为 1.22 和 1.80 和 2.56 元。

对应当前 PE 分别为 41x、28x 和 19x。如果考虑股权激励费用，2016-2017 年公司实际主业利润分别约为 2.4 亿和 3.1 亿。对应 PE 为 30.5x 和 23.9x。

在经济下行压力较大的背景下，公司仍能保持业绩稳定增长，且估值较低，具有较高的安全边际。公司在清洁能源工程服务领域的布局提供了广阔的业绩成长空间，同时，公司在燃料电池领域的技术储备能够提供估值支持。

公司上刚满一年，与同期上市的公司项目涨幅严重落后，后续有修复的空间。维持公司“买入”评级。考虑到 2016 年底估值切换，按照 2017 年公司主营业务利润的 30x-40x 估值，目标价为 63-84 元。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	837	958	1,113	1,316	1,859	2,631	货币资金	342	334	1,062	1,840	1,757	2,304
增长率		14.4%	16.2%	18.3%	41.3%	41.5%	应收款项	210	306	479	399	553	776
主营业务成本	-477	-534	-633	-783	-1,155	-1,669	存货	601	560	340	837	1,234	1,783
%销售收入	57.0%	55.8%	56.9%	59.5%	62.1%	63.4%	其他流动资产	16	24	30	41	60	85
毛利	360	423	480	533	704	962	流动资产	1,169	1,224	1,912	3,117	3,604	4,948
%销售收入	43.0%	44.2%	43.1%	40.5%	37.9%	36.6%	%总资产	84.8%	81.4%	81.2%	84.8%	81.8%	90.3%
营业税金及附加	-7	-8	-11	-11	-15	-21	长期投资	3	3	4	4	4	4
%销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	固定投资	177	237	389	498	730	453
营业费用	-88	-95	-98	-118	-167	-237	%总资产	12.9%	15.7%	16.5%	13.6%	16.6%	8.3%
%销售收入	10.5%	9.9%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%	无形资产	21	30	38	55	73	91
管理费用	-100	-124	-180	-224	-242	-342	非流动资产	209	280	442	560	800	532
%销售收入	11.9%	12.9%	16.1%	17.0%	13.0%	13.0%	%总资产	15.2%	18.6%	18.8%	15.2%	18.2%	9.7%
息税前利润 (EBIT)	166	197	192	180	280	363	资产总计	1,378	1,504	2,354	3,677	4,404	5,480
%销售收入	19.8%	20.6%	17.2%	13.7%	15.1%	13.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-4	-1	2	22	27	30	应付款项	888	850	640	1,229	1,749	2,486
%销售收入	0.5%	0.1%	-0.2%	-1.7%	-1.5%	-1.2%	其他流动负债	32	47	219	112	157	211
资产减值损失	-6	-11	-13	-11	-15	-18	流动负债	920	897	859	1,341	1,906	2,697
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	28	28	26	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	948	926	885	1,341	1,906	2,697
营业利润	156	184	180	191	293	375	普通股股东权益	429	579	1,470	2,331	2,488	2,765
营业利润率	18.6%	19.2%	16.2%	14.5%	15.7%	14.3%	少数股东权益	2	0	0	4	10	18
营业外收支	17	25	25	25	25	25	负债股东权益合计	1,378	1,504	2,354	3,677	4,404	5,480
税前利润	173	209	205	216	318	400	比率分析						
利润率	20.6%	21.9%	18.4%	16.4%	17.1%	15.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-25	-30	-29	-31	-46	-58	每股指标						
所得税率	14.6%	14.3%	14.3%	14.5%	14.5%	14.5%	每股收益	2.647	3.181	1.188	1.223	1.795	2.258
净利润	147	179	176	185	272	342	每股净资产	7.599	10.259	9.932	14.324	15.285	16.988
少数股东损益	-2	0	0	4	6	8	每股经营现金净流	2.612	2.406	0.432	1.235	1.591	2.095
归属于母公司的净利润	149	179	176	181	266	334	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.230	0.300	0.350
净利率	17.8%	18.7%	15.8%	13.8%	14.3%	12.7%	回报率						
							净资产收益率	34.83%	31.01%	11.96%	7.76%	10.68%	12.08%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.83%	11.93%	7.47%	4.92%	6.03%	6.10%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	32.85%	29.15%	11.18%	6.61%	9.59%	11.14%
净利润	148	180	177	185	272	342	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	33.33%	14.38%	16.25%	18.26%	41.25%	41.51%
非现金支出	14	23	26	24	35	47	EBIT 增长率	61.83%	18.93%	-2.68%	-5.85%	55.35%	29.32%
非经营收益	1	-2	0	-16	-16	-16	净利润增长率	45.21%	20.20%	-2.04%	2.99%	46.72%	25.82%
营运资金变动	-15	-65	-139	8	-32	-32	总资产增长率	49.02%	9.16%	56.48%	56.19%	19.78%	24.43%
经营活动现金净流	147	136	64	201	259	341	资产管理能力						
资本开支	-104	-66	-167	-115	-245	255	应收账款周转天数	68.8	83.6	108.2	100.0	100.0	100.0
投资	0	-11	-16	-1	0	0	存货周转天数	357.0	396.5	259.6	390.0	390.0	390.0
其他	0	0	-2	0	0	0	应付账款周转天数	86.2	83.6	89.3	84.0	84.0	84.0
投资活动现金净流	-104	-77	-184	-116	-245	255	固定资产周转天数	37.4	52.2	45.3	40.6	54.5	41.8
股权募资	0	0	900	719	-60	0	偿债能力						
债权募资	-54	0	0	-26	0	0	净负债/股东权益	-79.39%	-57.65%	-72.29%	-78.80%	-70.33%	-82.78%
其他	-30	-28	-48	0	-37	-49	EBIT 利息保障倍数	41.6	147.9	-114.3	-8.3	-10.4	-11.9
筹资活动现金净流	-84	-28	852	693	-98	-49	资产负债率	68.76%	61.54%	37.58%	36.48%	43.28%	49.21%
现金净流量	-40	31	731	778	-84	547							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-02-02	买入	49.30	76.00~86.00
2	2016-04-26	买入	49.17	76.00~86.00
3	2016-04-27	买入	49.94	N/A
4	2016-06-28	买入	46.90	N/A

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD