

电改大幅超预期 天然气加气轮机

——派思股份（603318）事件点评

2016年07月27日

强烈推荐/首次

派思股份 事件点评

事件：

2016年7月26日晚间公司公告，公布非公开发行股票预案，募集资金不超过人民币73,000万元（含本数），扣除发行费用后将全部投资于鄂尔多斯一期 $110 \times 10^4 \text{ Nm}^3/\text{d}$ 天然气液化工厂建设项目、济南力诺派思 $2 \times 1.8\text{MW}$ 天然气分布式能源站项目、石家庄派诚利盛 $1 \times 1.8\text{MW}$ 天然气分布式能源站项目，以及偿还银行贷款和补充流动资金。

主要观点：

1、供给需求双管齐下天然气迎黄金时代

我们认为鄂尔多斯一期 $110 \times 10^4 \text{ Nm}^3/\text{d}$ 天然气液化工厂建设项目如果达成，公司将完成从天然气生产到分布式能源的全产业链布局。从需求侧来看，随着我国GDP的增长和人民生活水平的提高，能源消费持续增长，如果我国人均能源消费达到美国的人均水平的一半，这需要我国的能耗总量在现有基础之上增加65%。我国在《巴黎协定》谈判过程中提出到2030年左右碳排放量达到峰值，单位GDP碳排放量比2005年下降60%~50%，非化石能源占一次能源消费比重达到20%左右，任务十分艰巨。发改委今日发布做好2016年度煤炭消费减量替代有关工作的通知，严格煤炭消费量控制，实行煤炭消费量减量替代。因此天然气作为清洁能源的主力军，其市场有望迎来黄金发展期。从供给侧来看，我们认为我国非常规天然气——煤层气将成为未来清洁能源发展的重要方向。我国煤层气资源丰富，全国大于5000亿 m^3 的盆地共有14个，位居世界第三。我国煤层气的产地往往位于偏远地区，远离天然气管网，而新建管网投资成本太高，因此液化自然成为煤层气储运的一个较好选择。开采的煤层气经预净化处理之后进行液化提纯，成为合格的液化天然气产品，极大地方便了从产地到用户的储运。我们认为公司此次募投鄂尔多斯天然气液化工厂将正是看准了天然气液化储运的市场空间，随着项目达产，公司未来有望进入快速增长通道。CCHP系统（分布式能源系统）是天然气分布式能源的重要组成部分，有助于促进天然气的综合有效利用。

郑岗钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120012

任天辉

010-66554037 rentianhui1989@hotmail.com

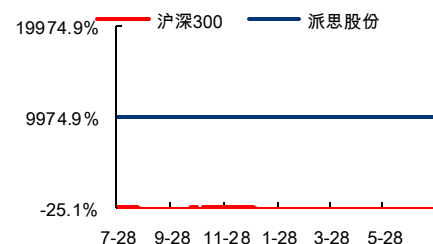
叶盛

010-66554022 yesheng@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	17.01-46.02
总市值（亿元）	62.21
流通市值（亿元）	18.06
总股本/流通A股（万股）	36570/10620
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	9.19

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

2、电改超预期解决分布式能源发电痛点

公司此次发布的募投项目主要由石家庄和济南两地分布式能源站项目组成，准确把握了我国能源结构调整的市场动向。CCHP 系统在我国尚属一项新技术，因此设计沿用电力行业。按照已有标准，国内 CCHP 系统基本运行设计策略是“以热定电”，即 CCHP 系统依据供热（冷）量来确定发电量。由于受到电力法的限制，我国现有的 CCHP 系统采用“并网不上网”的运行方式，即 CCHP 系统运行无法满足电负荷时可向电网购电进行补充，但无法向电网售电。“以热定电”使得终端用户的热（冷）负荷与电负荷无法完全符合 CCHP 正常运行时的热电比，所以在热负荷远大于电负荷期间产生大量多余电力。由于“并网不上网”的运行方式，在产生多余电力时，只能降低系统发电效率，过低的发电效率将影响系统经济性甚至导致系统停机。日前，国家发改委、国家能源局发布了作为我国电力体制改革中，六项改革配套文件之一的《关于有序放开发用电计划工作的通知》，政府于 2015 年底出台《关于有序放开发用电计划的实施意见》，仅时隔半年，便展开《通知》的公开征求意见工作，其推进速度超过了业内普遍预期。《通知》表示以后有序放开发用电计划，各地应制定措施保障落实。我们认为 CCHP 系统产生的气电在电改不断加速推进的过程中有望实现上网售电，这将有效解决 CCHP 系统痛点，分布式能源市场爆发指日可待。

3、收购 Opera 掌握微型燃气轮机核心技术

公司控股股东派思投资在 2015 年 9 月收购荷兰小型径流式燃气轮机公司 Opra75%股权，拥有 CCHP 系统核心装备生产能力。CCHP 系统主要由动力系统、供热系统、制冷系统三大部分组成，其中动力系统是其最核心装备。在具体的项目中，能否根据负荷大小、负荷性质，合理地确定燃气动力设备的类型、容量，是直接影响项目在建成后能否经济运行的关键。CCHP 系统通常采用燃气轮机、内燃机和燃料电池系统等。燃气轮机系统利用天然气驱动并发电，将排气引入余热锅炉内，以低压蒸汽或热水形式回收，满足用户采暖、空调和热水的需求。燃气轮机由于具有高效、环保、排烟温度较高、便于热回收、可利用的热能连续稳定等特点，成为 CCHP 系统的最主要动力装置之一。近年来微型燃气轮机成为市场新的热点，尤其是在美国发展十分迅猛。2001~2007 年美国能源部推出持续 6 年的先进微型燃气轮机项目，旨在发展高效、环保、低成本的微型燃气轮机。放眼世界，具备微型燃气轮机生产能力的企业凤毛麟角，包括美国的 Solar 公司、Capstone 公司和英国的 Bowman 公司等。我们认为公司在 2015 年收购 Opra 十分具备战略眼光，是公司在 CCHP 系统战略布局的重要一环。此次定增方案的披露将公司未来在天然气分布式能源领域的布局全貌展露无遗，我们十分看好公司未来在能源领域的发展前景。

结论:

公司对我国能源市场有着十分深刻的认识，在天然气分布式能源市场上的布局已趋完善。同时通过外延并购掌握微型燃气轮机核心技术，未来随着我国电力改革以及煤炭替代进程的不断加速，公司业绩有望得到快速释放。我们预计公司 2016 年-2018 年的营业收入分别为 3.78 亿元、4.85 亿元和 6.02 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 0.35 亿元、0.45 亿元和 0.58 亿元，每股收益分别为 0.10 元、0.12 元和 0.16 元，对应 PE 分别为 177.06X、136.62X、106.33X。首次关注给予“强烈推荐”评级。

风险提示：分布式能源行业政策实施不达预期、天然气行业发展不及预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	416	650	701	777	1018	营业收入	362	345	378	485	602
货币资金	108	55	199	110	122	营业成本	244	234	255	328	408
应收账款	179	373	245	359	496	营业税金及附加	2	3	3	4	4
其他应收款	3	4	4	6	7	营业费用	6	7	7	9	11
预付款项	16	97	132	181	267	管理费用	49	51	51	67	84
存货	93	85	97	123	151	财务费用	14	15	13	14	14
其他流动资产	7	13	6	-26	-59	资产减值损失	6.12	12.49	8.37	8.99	9.95
非流动资产合计	241	302	239	215	191	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	15	12	12	12	12	投资净收益	-0.22	-1.65	0.00	0.00	0.00
固定资产	108.69	169.29	181.91	172.82	155.76	营业利润	41	21	41	55	71
无形资产	21	20	18	16	14	营业外收入	2.05	2.60	2.58	2.41	2.53
其他非流动资产	26	42	0	0	0	营业外支出	0.10	0.33	0.15	0.20	0.23
资产总计	657	952	940	992	1209	利润总额	43	23	44	57	73
流动负债合计	323	466	195	236	450	所得税	7	5	9	12	15
短期借款	201	276	0	6	172	净利润	36	19	35	45	58
应付账款	82	92	76	111	139	少数股东损益	0	-1	0	0	0
预收款项	4	20	26	24	36	归属母公司净利润	36	19	35	46	59
一年内到期的非	0	19	19	19	19	EBITDA	84	64	76	92	108
非流动负债合计	47	15	0	0	-12	BPS (元)	0.40	0.17	0.10	0.12	0.16
长期借款	35	0	0	0	-12	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	370	481	195	236	439	成长能力					
少数股东权益	0	9	9	9	8	营业收入增长	-5.50%	-4.95%	9.72%	28.31%	24.12%
实收资本(或股	90	120	366	366	366	营业利润增长	-25.05%	-47.94%	95.59%	31.83%	29.45%
资本公积	30	155	155	155	155	归属于母公司净利	82.42%	29.60%	82.42%	29.60%	28.49%
未分配利润	149	166	159	141	112	获利能力					
归属母公司股东	287	462	736	748	762	毛利率(%)	32.75%	32.00%	33.25%	33.44%	33.78%
负债和所有者权	657	952	940	992	1209	净利率(%)	9.89%	5.42%	9.24%	9.33%	9.66%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元						总资产净利润(%)	5.45%	2.02%	3.74%	4.59%	4.84%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	12.48%	4.17%	4.77%	6.09%	7.68%
经营活动现金流	6	-225	177	-39	-74	营运能力					
净利润	36	19	35	45	58	总资产周转率	0.59	0.43	0.40	0.50	0.55
折旧摊销	29.47	28.28	0.00	23.47	23.75	应收账款周转率	2	1	1	2	1
财务费用	14	15	13	14	14	应付账款周转率	5.63	3.97	4.49	5.17	4.81
应收账款减少	0	0	128	-115	-136	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	0	7	-2	12	每股收益(最新摊	0.40	0.17	0.10	0.12	0.16
投资活动现金流	-50	-70	33	-9	-10	每股净现金流(最新	0.21	-0.47	0.39	-0.24	0.03
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.18	3.84	2.01	2.04	2.08
长期股权投资减	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	0	-2	0	0	0	P/E	42.53	100.06	177.06	136.62	106.33
筹资活动现金流	64	237	-67	-41	96	P/B	5.35	4.43	8.45	8.32	8.16
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	19.81	35.55	79.28	66.75	57.96
长期借款增加	0	0	0	0	-12						
普通股增加	0	30	245	0	0						
资本公积增加	0	125	0	0	0						
现金净增加额	19	-57	144	-89	12						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

叶盛

机械行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2 年证券研究经验，2015 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司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。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。