

# 受经济寒流冲击，伴清洁能源起飞

## ——中泰股份（300435）半年报点评

2016年08月09日

推荐/首次

中泰股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
任天辉	联系人	
	rentianhui1989@hotmail.com	010-66554037
叶盛	联系人	
	yesheng@dxzq.net.cn	010-66554022
陈皓	联系人	
	chenhao_@dxzq.net.cn	010-66555446

### 事件：

公司报告期内营业收入 1.34 亿元，归属上市公司股东净利润 2888.24 万元，扣非后归属上市公司净利润 2412.07 万元，同比下降 28.29%、14.17%、18.49%。

### 公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	147.55	80.02	105.96	117.56	158.92	88.15	45.22
增长率（%）	-	11.84%	1.73%	7.35%	7.71%	10.17%	-57.33%
毛利率（%）	37.31%	41.00%	30.02%	27.98%	40.69%	38.03%	31.17%
期间费用率（%）	10.90%	14.41%	12.46%	8.09%	9.59%	14.26%	25.91%
营业利润率（%）	18.39%	23.10%	16.47%	16.36%	26.52%	23.38%	28.92%
净利润（百万元）	28.80	15.60	18.05	19.79	38.93	17.71	11.17
增长率（%）	-	48.53%	-06.42%	-07.25%	35.16%	13.53%	-38.12%
每股盈利（季度，元）	0.48	0.20	0.23	0.24	0.48	0.22	0.05
资产负债率（%）	57.30%	46.74%	39.25%	32.82%	30.94%	33.94%	34.36%
净资产收益率（%）	9.69%	2.72%	3.11%	3.09%	6.08%	2.68%	1.71%
总资产收益率（%）	4.14%	1.45%	1.89%	2.08%	4.20%	1.77%	1.12%

### 观点：

**宏观环境低迷，成套装置收入成拉低业绩主因。**公司主营深冷工艺技术设备，产品主要应用于煤化工、石油化工和天然气等行业。报告期内，公司实现营业收入1.34亿元，同比下降28.29%。主营业务中，板翘式换热器营业收入同比增长30.13%，毛利率增长1.94%；冷箱营业收入同比增长45.07%，毛利率下降13.18%；成套装置营业收入同比大幅下降84.91%，毛利率下降8.5%。我们认为，公司业绩下降的主要原因为下游企业固定资产投资中设备投资大约占到投资总额的60%-80%，受宏观环境低迷影响，企业投资和采购意愿下降，公司成套装置在手订单受到冲击拉低总体业绩。板翘式换热器作为公司拳头产品，设计及生产标准已达

国际先进水平, 在绕管式换热器的研发和国内在LNG运输船舶BOG再液化技术研发及设备制造领域已取得技术突破。公司不断通过市场现有订单中争取更大份额, 产品已出口至23个国家, 出口毛利率目前高于国内20%。我们认为伴随公司对主营产品精益求精的研发追求和海内外客户的不断拓展, 凭借技术过硬和优秀项目管理能力, 业绩复苏指日可待。

**调整业务重点, 拥抱清洁能源行业。**公司凭借深冷技术优势对天然气产业链进行优化, 主营业务将向清洁能源行业倾斜。作为优质的清洁能源, 天然气近年来在全球范围内被大力推广。我国顺应全球潮流, 于2014年发布《中国能源行动计划2014-2020》提出“十三五”期间我国一次能源消费中天然气的比例将在2020年提高到10%以上。当前我国天然气消费量保持上升趋势, 但与发达国家仍存在较大差距, 将在未来具有巨大的发展空间。另外, 作为新兴清洁能源的氢能源被全球所重视, 深冷技术是目前以煤、石油、天然气等化石原料为原材料大规模提取氢气体的主要方法, 公司将顺应氢能发展趋势, 布局业务增长点, 在未来有望借助清洁能源行业发展带来业绩提升。

**优化产品全流程管理, 内外战略打造强大竞争优势。**公司未来将维持每年3%的研发投入继续深耕主营业务技术, 优化产品生产过程。由于报告期内应收账款回收问题对经营产生一定程度影响, 公司将加强项目管理和收款条件的风险控制, 提高客户服务并将现有经营模式升级为“设备制造+投资运营”, 逐步开展自主投资业务。另外立足于公司长期发展战略, 公司仍在积极寻求外延并购机会, 未来有望通过收购兼并符合企业发展战略的标的打造更为强大竞争优势。

## 结论:

中泰股份作为科研技术雄厚的深冷技术工艺设备及解决方案提供商, 报告期内其业绩由于宏观经济萎靡拉低业绩收入。但我们认为经济周期影响下, 公司凭借强大技术优势和经营模式升级, 业绩复苏可期。另外公司利用深冷技术储备积极布局清洁能源行业, 有望顺应能源趋势形成新的业绩增长点。综上, 我们认为公司业绩发展可持续性较强。预计公司2016年-2018年的营业收入分别为5.94亿元、7.07亿元和7.75亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为0.95亿元、1.11亿元和1.20亿元, 每股收益分别为0.39元、0.45元和0.49元, 对应PE分别为51.79X、44.27X、40.72X。首次覆盖给予“推荐”评级, 给予6个月目标价21元。

**风险提示:** 天然气价格保持高位, 市场竞争加剧

**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
<b>流动资产合计</b>	556	789	1056	1040	1034	<b>营业收入</b>	433	462	594	707	775
货币资金	190	233	478	379	320	<b>营业成本</b>	270	300	426	507	555
应收账款	142	237	195	233	255	营业税金及附加	3	4	6	7	8
其他应收款	7	7	9	11	12	营业费用	10	8	18	21	23
预付款项	54	35	39	44	50	管理费用	37	42	52	62	68
存货	130	111	140	167	182	财务费用	5	-1	0	0	0
其他流动资产	0	130	130	130	130	资产减值损失	18.39	14.26	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	141	139	152	184	238	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.12	3.13	0.00	0.00	0.00
固定资产	99.90	83.06	81.91	35.04	42.37	<b>营业利润</b>	90	97	91	110	121
无形资产	35	34	30	27	24	营业外收入	4.53	11.49	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.94	0.65	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	696	928	1208	1225	1272	<b>利润总额</b>	94	108	111	130	141
<b>流动负债合计</b>	393	242	243	265	278	所得税	14	16	17	20	21
短期借款	75	25	0	0	0	<b>净利润</b>	80	92	95	111	120
应付账款	59	90	70	83	91	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	220	80	80	80	80	归属母公司净利润	80	92	95	111	120
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	139	140	110	145	168
<b>非流动负债合计</b>	6	45	39	39	39	<b>BPS (元)</b>	1.33	1.23	0.39	0.45	0.49
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	399	287	282	304	317	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	14.00%	6.86%	28.35%	19.14%	9.64%
实收资本(或股本)	60	82	245	245	245	营业利润增长	17.33%	7.77%	-6.27%	20.72%	10.30%
资本公积	42	321	350	350	350	归属于母公司净利润	20.83%	15.56%	2.34%	17.00%	8.72%
未分配利润	174	246	293	348	409	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	297	641	926	921	955	毛利率(%)	37.53%	35.07%	28.17%	28.37%	28.46%
<b>负债和所有者权益</b>	696	928	1208	1225	1272	净利率(%)	18.47%	19.97%	15.93%	15.64%	15.51%
<b>现金流量表</b>						<b>单位:百万元</b>					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利润(%)	11.48%	11.48%	9.96%	7.83%	9.03%
						ROE(%)	26.88%	14.42%	10.21%	12.01%	12.59%
<b>经营活动现金流</b>	134	-61	117	84	128	<b>偿债能力</b>					
净利润	80	92	95	111	120	资产负债率(%)	57%	31%	23%	25%	25%
折旧摊销	43.87	43.74	0.00	34.66	46.70	流动比率	1.41	3.26	4.35	3.93	3.72
财务费用	5	-1	0	0	0	速动比率	1.08	2.80	3.77	3.30	3.06
应收账款减少	0	0	42	-37	-22	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.72	0.57	0.56	0.58	0.62
<b>投资活动现金流</b>	-4	-134	-50	-150	-150	应收账款周转率	3	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.18	6.20	7.39	9.22	8.89
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	1	3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.33	1.23	0.39	0.45	0.49
<b>筹资活动现金流</b>	-67	241	178	-33	-36	每股净现金流(最新)	1.05	0.57	1.00	-0.40	-0.24
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.96	7.85	3.78	3.76	3.90
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	22	163	0	0	P/E	15.04	16.26	51.79	44.27	40.72
资本公积增加	0	279	29	0	0	P/B	4.04	2.55	5.29	5.32	5.12
<b>现金净增加额</b>	63	47	245	-99	-58	EV/EBITDA	7.82	10.16	144.43	31.20	27.21

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

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。

### 陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016 年加入东兴证券研究所，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。