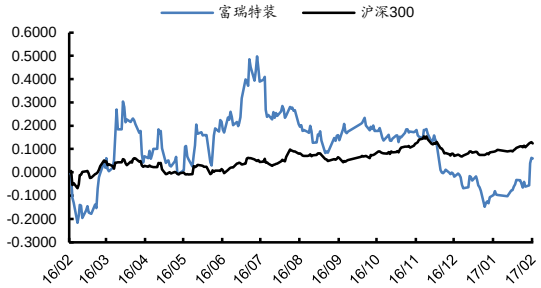
研究所
证券分析师：冯胜 S0350515090001
0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn
联系人：张翠翠 S0350115090020
021-20281096 zhangcc@ghzq.com.cn

天然气设备产业迎来复苏，公司业绩有望企稳回升

——富瑞特装（300228）动态点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
富瑞特装	18.7	-10.0	4.0
沪深 300	3.2	-0.0	12.4

市场数据	2017/02/24
当前价格（元）	14.30
52 周价格区间（元）	11.39-28.02
总市值（百万）	6730.01
流通市值（百万）	5527.55
总股本（万股）	47063.01
流通股（万股）	38654.19
日均成交额（百万）	306.45
近一月换手（%）	52.38

相关报告

《富瑞特装（300228）调研简报：氢能技术与平台优势明显，燃料电池产业加速进行（增持）*化工行业*代鹏举》——2016-06-17

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- **油气价差逐渐扩大，天然气设备行业有望迎来复苏。**2016 年 11 月以来，受欧佩克及非欧佩克国家减产协议达成，加之同期进口 LNG 冲击导致国内气价出现下行波动，油气价差持续扩大。截止到 2017 年 1 月，国内 0#柴油和 LNG 的单位热值价差为 0.17 元/MJ，天然气性价比已恢复到 2014 年 11 月的水平。我们认为随着油价回暖以及气价下行预期增强，油气价差有望回归至 2014 年 6 月油价大幅下跌前的水平。天然气设备企业盈利能力与油气价差呈显著正相关，受益于油气价差扩大，天然气设备行业有望迎来复苏。

- **公司传统 LNG 装备业务迎来拐点，预计 2017 年将开始放量。**国内油气价差自 2016 年 7 月开始呈现扩大态势，但天然气产业景气度传导至中游制造业具有一定时滞，导致 2016 年公司 LNG 装备业务仍然大幅下滑。2017 年 1 月我国 LNG 大巴和重卡产量分别同比增长 388%和 257%，我们认为这是天然气在交通领域经济性回升的标志，公司传统 LNG 气瓶业务将直接受益。2016 年 7 月公司公告拟以 7900 万元收购陕西泓澄新能源有限公司 85%股权，后者在 LNG 液化生产、销售、储运、充装等运营业务的丰富经验，通过本次收购有助于公司积累 LNG 液化项目的经验，为海外战略的实施奠定基础。我们认为随着天然气设备行业逐渐复苏以及公司产业链布局不断完善，2017 年公司 LNG 装备业务有望触底反弹。

- **多重布局齐发力，开拓氢能装备领域。**公司借助传统 LNG 装备技术优势，顺应新能源汽车发展趋势，通过多重布局大力拓展氢能装备领域：1）2016 年 3 月公司与如皋经济开发区签订《氢能源汽车产业战略合作意向书》，如皋经开区将负责加氢站的选址、土地提供、包括国家加氢站建设补贴在内的相关配套政策支持以及加氢站的建设审批协助工作，从而加快推进氢能源汽车应用的示范项目建设；2）2016 年 5 月公司出资 279 万与其他合伙人共同投资张家港新云科技，完成后公司与新云科技合资建立张家港富瑞氢能装备公司，后者主要提供氢能技术、装备和一站式解决方案；3）2016 年 11 月公司与 PlugPower 和国内某专用车有限公司签订了《燃料电池物流车示范推广应用合作开发框架协议》，通过与国内外知名企业的合作，借助其在燃料电池和新能源汽车制造方面的专业技术优势，有助于促进公司自身的氢能源装备产品销售，从而将氢能源装备制造打造成公司新的利润增长点。

- **股权激励绑定利益，彰显公司发展信心。**公司发布《2017 年股票期权与限制性股票激励计划（草案）》，拟向 123 名激励对象按 6.58 元/

股的价格授予 436.1 万股限制性股票，按 13.15 元/股的价格授予 436.1 万股股票期权。限制性股票的解锁条件和股票期权的行权条件均为 2017-2019 年净利润不低于 2500 万元、3500 万元、4500 万元。我们认为本次股权激励顺利实施后，将有利于激发核心团队的积极性，提高经营效率，促使公司业绩持续增长。

- **上调公司至"买入"评级：**基于审慎性原则，暂不考虑本次股权激励对公司股本的影响，预计 2016-2018 年公司净利润分别为-293 百万元、109 百万元、205 百万元，对应 EPS 分别为-0.62 元/股、0.23 元/股、0.44 元/股，按照 2 月 24 日收盘价 14.30 元计算，对应 PE 分别为-23、62、33 倍。我们认为随着油气价差扩大天然气产业链经济性开始凸显，公司传统 LNG 装备业务将直接受益；同时公司多举措布局氢能装备领域，有望成为新的增长点，上调公司至"买入"评级。

- **风险提示：**国际油价大幅下跌;气改政策推进不及预期；进口 LNG 价格上涨；公司燃料电池发展不及预期。

表1：公司盈利及估值预测（暂不考虑本次股权激励对公司股本的影响）

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	1303	778	1360	1882
增长率(%)	-35%	-40%	75%	38%
净利润（百万元）	16	(293)	109	205
增长率(%)	-92%	-1888%	--	89%
摊薄每股收益（元）	0.06	-0.62	0.23	0.44
ROE(%)	0.81%	-16.35%	5.79%	10.09%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表2：富瑞特装盈利预测表（暂不考虑本次股权激励对公司股本的影响）

证券代码:	300228.SZ		股价:	14.30	投资评级:	买入		日期:	2017/02/24
财务指标	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	**每股指标与估值**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	0.81%	-16.35%	6%	10%	EPS	0.06	-0.62	0.23	0.44
毛利率	30%	19%	32%	33%	BVPS	6.87	3.77	3.95	4.30
期间费率	27%	37%	23%	21%	**估值**				
销售净利率	1%	-38%	8%	11%	P/E	255.16	-22.99	61.98	32.77
成长能力					P/B	2.08	3.79	3.62	3.32
收入增长率	-35%	-40%	75%	38%	P/S	3.21	8.65	4.95	3.58
利润增长率	-92%	-1888%	--	89%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
总资产周转率	0.34	0.23	0.36	0.43	**营业收入**	**1303**	**778**	**1360**	**1882**
应收账款周转率	1.39	0.91	1.89	2.55	营业成本	912	633	928	1253
存货周转率	1.39	0.86	0.88	0.91	营业税金及附加	9	5	10	13
偿债能力					销售费用	87	70	72	101
资产负债率	47%	47%	51%	53%	管理费用	220	170	197	263
流动比	1.41	1.35	1.35	1.38	财务费用	41	40	28	26
速动比	1.03	0.85	0.78	0.75	其他费用/（-收入）	(44)	(222)	(13)	(13)
					营业利润	**(11)**	**(362)**	**112**	**212**
资产负债表(百万元)	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	营业外净收支	19	14	14	24
现金及现金等价物	745	254	504	668	**利润总额**	**9**	**(348)**	**126**	**236**
应收款项	939	859	719	737	所得税费用	(3)	(52)	19	35
存货净额	657	739	1061	1398	**净利润**	12	(296)	108	200
其他流动资产	105	140	218	264	少数股东损益	(4)	(3)	(1)	(5)
流动资产合计	**2447**	**1993**	**2502**	**3068**	**归属于母公司净利润**	**16**	**(293)**	**109**	**205**
固定资产	952	904	860	817					
在建工程	5	16	27	37	**现金流量表（百万元）**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
无形资产及其他	185	185	171	158	**经营活动现金流**	**67**	**(542)**	**238**	**134**
长期股权投资	82	83	83	83	净利润	12	(296)	108	200
资产总计	**3846**	**3357**	**3820**	**4340**	少数股东权益	(4)	(3)	(1)	(5)
短期借款	742	762	812	892	折旧摊销	66	66	64	60
应付款项	772	531	703	811	公允价值变动	(0)	0	0	0
预收帐款	151	144	288	451	营运资金变动	(6)	(309)	68	(121)
其他流动负债	66	43	53	63	**投资活动现金流**	**(432)**	**36**	**32**	**33**
流动负债合计	**1731**	**1480**	**1856**	**2217**	资本支出	(438)	37	32	33
长期借款及应付债券	55	55	55	55	长期投资	(51)	(1)	0	0
其他长期负债	32	32	32	32	其他	57	(0)	0	0
长期负债合计	**87**	**87**	**87**	**87**	**筹资活动现金流**	**(126)**	**79**	**28**	**39**
负债合计	**1818**	**1566**	**1943**	**2304**	债务融资	(68)	20	50	80
股本	292	471	471	471	权益融资	787	0	0	0
股东权益	2028	1791	1877	2036	其它	(845)	59	(22)	(41)
负债和股东权益总计	**3846**	**3357**	**3820**	**4340**	**现金净增加额**	**(492)**	**(428)**	**299**	**206**

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【机械军工组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3 年机械行业实业工作经验，3 年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

【分析师承诺】

冯胜，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。