

强烈推荐-A (上调)

富瑞特装 300228.SZ

当前股价: 14.5 元

2017 年 03 月 10 日

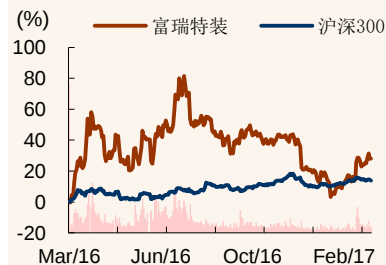
天然气设备显著复苏, 氢能业务打开未来成长空间

基础数据

上证综指	3217
总股本 (万股)	47063
已上市流通股 (万股)	38654
总市值 (亿元)	68
流通市值 (亿元)	56
每股净资产 (MRQ)	4.1
ROE (TTM)	-6.0
资产负债率	44.3%
主要股东	邹品芳
主要股东持股比例	10.47%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	-9	26
相对表现	12	-12	15



资料来源: 贝格数据、招商证券

事件:

近日公司公布 2016 年业绩快报, 2016 年公司营业收入 7.90 亿元, 同比下降 39.38%, 归母净利润-2.92 亿元, 同比下降 1881.04%。

伴随油价上升, 加之 LNG 进口增加, 气价呈现下降趋势, LNG 在交通运输领域经济性明显增强, 天然气重卡销量攀升, 直接利好天然气设备商, LNG 设备龙头富瑞特装将充分受益, 业绩拐点确立。

评论:

1、油价上升, LNG 重卡经济性凸显, 车用瓶销量快速回暖

油价上升, LNG 重卡经济性显著提升。从 2016 年 1 月开始, 国家原油价格已经上涨 48.6%, 同等热值的 LNG 比柴油便宜 30% 乃至 40% 以上, 经济性显著提升。根据我们测算, 假设重卡每天行驶 400 公里, 同性能的 LNG 重卡贵 8 万, 气耗与油耗比为 1.15, 则在 LNG 重卡比较常见的内蒙古、陕西、河北、河南地区的回收期分别为 8.2 个月、5.8 个月、9.1 个月、7.4 个月。终端重卡用户使用 LNG 经济性突出。

天然气货车销量攀升, 伴随重卡销售热潮, 天然气重卡销量有望超预期。自 2016 年 7 月以来, 天然气货车销量明显好转, 其中 2016 年 10 月-2017 年 1 月, 天然气货车销量分别为 1626 辆、3093 辆、4900 辆、2831 辆, 同比增长 117%、314%、464%、257%。随着 LNG 燃料经济性回到 2013-2014 年的历史高峰期, LNG 重卡销量有望重回高位。而与上一轮周期不一样的是, 国内重卡销量也在明显上升, 2016 年 10 月-2017 年 1 月重卡销量 69622、91849、75316、83017 辆, 同比增长 54%、97%、54%、125%。伴随旺盛的重卡需求, 天然气重卡销量有望超预期, 2017 年全年销量或超过 5 万辆。

公司主营天然气储运设备, 拳头产品车用气瓶大瓶市场占有率达到 60%。上一轮销售高峰, 市场火爆, 涌入诸多新进入者, 后来随着市场变冷, 市场参与者开始进行价格战, 到 2015 年, 大部分小厂无力承受, 退出市场。目前公司总的市场占有率在 30%-40% 之间, 产品结构方面 70% 是大瓶, 其余为标准瓶。重卡汽车主要用大瓶, 大瓶相比标准瓶价格低、重量轻、零部件较少, 目前公司是市场上最大的供应商, 目前毛利率在 30% 左右。去年下半年市场转暖, 公司在手订单显著增长, 目前一季度在手订单 5 亿元, 是去年同期的 5 倍。目前公司出现产能瓶颈, 我们预期 2017 年全年公司 LNG 设备板块营业收入有望超过 6 亿元。

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

刘旭

liuxu2@cmschina.com.cn
S1090516090004

2、政策春风拂来，天然气产业链长期发展看好

天然气产业链利好政策不断推出：

- 2016 年 10 月，中国汽车工业学会发布《节能汽车与新能源汽车技术路线图》，将天然气汽车列入节能汽车序列中，提出将发展天然气车辆为方向发展替代燃料汽车，推动汽车燃料的低碳化、多元化。
- 2016 年 12 月，能源局发布《关于加快推进天然气利用的意见》（征求意见稿），提出逐渐将天然气培育成为我国现代能源体系的主体能源，在重庆、江苏、上海和河北开展天然气体制改革试点，并提出要求制定天然气车船补贴政策，并完善以气代煤的财税支持政策。天然气汽车有望比照新能源汽车获得购置补贴、燃料补贴等政策。此外该征求意见稿中提出，到 2020 年，车船用天然气利用规模 500-600 亿立方米，配套建设车用加气站 1.2 万座，船用加注站 200 座以上，到 2030 年，力争实现气化车辆 1400 万辆，气化船舶 8 万艘。
- 2016 年底，能源局发布《能源发展“十三五”规划》，提出到 2020 年天然气在能源消费结构中占比力争达到 10%，而 2015 年我国天然气消费占比不到 6%。并提出要扩大天然气消费市场，创新体制机制，稳步推进天然气接收和储运设施公平开放，鼓励大用户直供，降低天然气利用成本，大力发展天然气分布式能源和天然气调峰电站，在民用、工业和交通领域积极推进以气代煤、以气代油，提高天然气消费比重。
- 2017 年 1 月，国家发改委发布《天然气“十三五”规划》，要求到“十三五”末，天然气消费力争占到一次能源消费比重达到 8.3-10%，并提出以京津冀、长三角、珠三角、东北地区为重点，推进重点城市“煤改气”工程，并再度明确研究制订天然气车船支持政策，2020 年气化各类车辆约 1000 万辆，配套建设加气站超过 1.2 万座，船用加注站超过 200 座。
- 2017 年 2 月，国家能源局发布《2017 年能源工作指导意见》，提出发展目标包括：非化石能源消费比重提高到 14.3%左右，天然气消费比重提高到 6.8%左右，并推进京津冀大气污染防治重点地区气化工程。推动长三角地区船用燃料天然气替代，推进车船用天然气和江海联运试点。

公司围绕 LNG 液化、储存、运输、终端应用进行全产业链装备制造，未来有望充分受益天然气产业的发展。除了 LNG 气瓶业务，公司涉及天然气业务包括：（1）LNG 液化，公司具备中小型液化工厂项目总承包能力（2）LNG 运输，公司产品包括 LNG 带泵运输车、LNG 专用槽车等；（3）下游 LNG 终端应用，公司涉及发动机再制造油改气、并可以为 LNG 加气站提供相应装备。

3、布局氢能装备业务，打开外来成长空间

公司积极借助 LNG 装备技术优势，开拓氢能装备业务。公司 2016 年 3 月与如皋经济开发区签订《氢能源汽车产业战略合作意向书》，共同投资加气站建设、氢能源汽车与氢燃料电池等项目。2016 年 5 月，公司合资成立张家港富瑞氢能装备公司，提供氢能技术、装备和一站式解决方案。

由于氢能产业处于发展初期，公司进行瘦身，聚焦核心优势领域。由于常温常压液态有机储氢材料短期内难以达到大规模市场化应用的成本要求，公司 2016 年底作价 3600

万元将控股子公司氢阳能源 51% 的股权转让给湖北三宁化工, 预计有望在 2017 年为公司节省 5000 万元资金投入。此后, 公司将聚焦高压储氢设备等与原有业务协同性更高、更容易产业化的领域, 预期今年即可面向市场推出高压车用氢气瓶等产品。

4、股权激励计划出台, 激活公司发展活力

2017 年 2 月, 公司公布股权激励计划, 拟向 123 名激励对象按 6.58 元/股授予不超过 436.1 万份的限制性股票, 并以 13.15 元/股的价格授予 436.1 万股股票期权, 分别约占公司总股本 0.927%。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。此次股权激励对应 2017 年合计摊销费用为 1661.55 万元。股权激励计划的推出将凝聚核心团队, 激发经营活力, 推动公司业绩持续增长。

5、投资建议

上调公司评级至“强烈推荐-A”。我们预测公司 2016-2018 年营业收入为 7.91 亿、11.69 亿、14.39 亿元, 公司 2016-2018 年 EPS 为-1.00、0.24、0.37。近期, 重卡销售维持高景气, 油价上升推动 LNG 重卡经济性, 加之新能源补贴退坡提振天然气客车需求, 公司气瓶业务明显回暖。天然气产业利好政策不断推出, 公司氢能业务渐入正轨, 公司长期发展潜力看好, 将迎来传统业务景气恢复和新业务快速成长的良好局面。

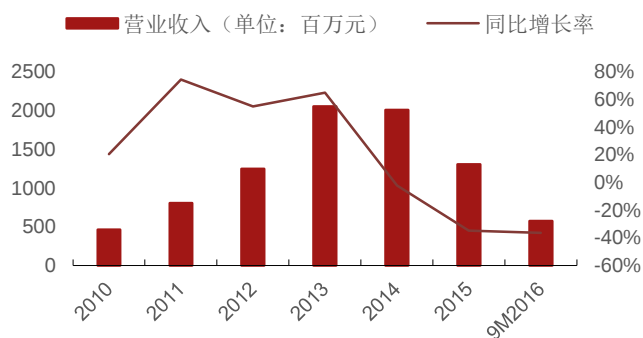
风险提示: 油价明显下跌, 重卡销量低于预期、氢能业务进展低于预期。

表1: 财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2004	1303	791	1169	1439
同比增长	-2%	-35%	-39%	48%	23%
营业利润(百万元)	242	-11	-214	48	94
同比增长	-7%	-104%	1896%	-	97%
净利润(百万元)	218	16	-291	70	107
同比增长	-7%	-92%	-1878%	-	53%
每股收益(元)	1.61	0.06	-1.00	0.24	0.37
PE	8.8	253.0	-14.2	59.2	38.8
PB	1.6	2.1	2.5	2.4	2.3

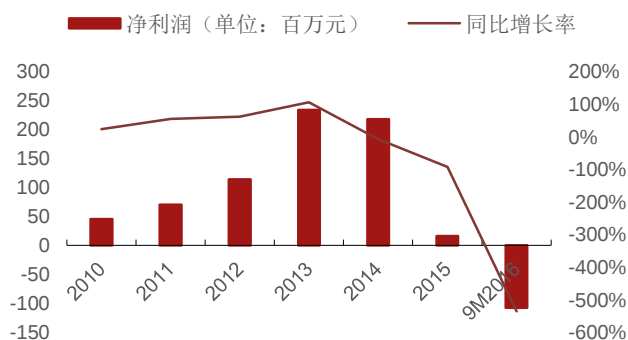
资料来源: 公司数据、招商证券

图1: 富瑞特装收入增长情况



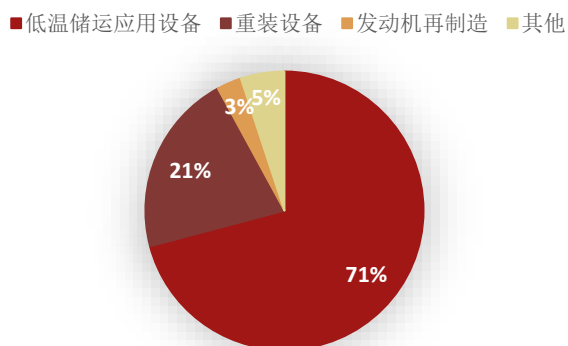
资料来源: 公司定期公告、招商证券

图2: 富瑞特装净利润增长情况



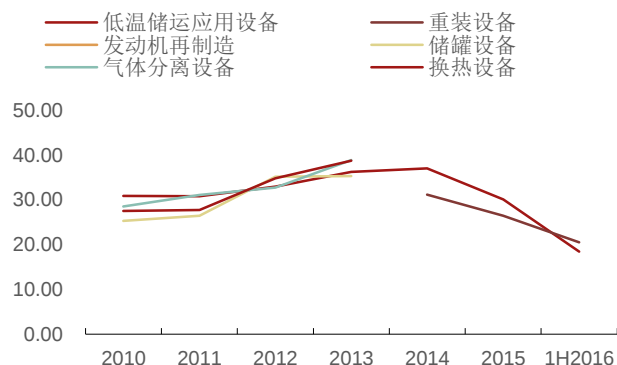
资料来源: 公司定期公告、招商证券

图3: 富瑞特装收入结构 (2015年年报)



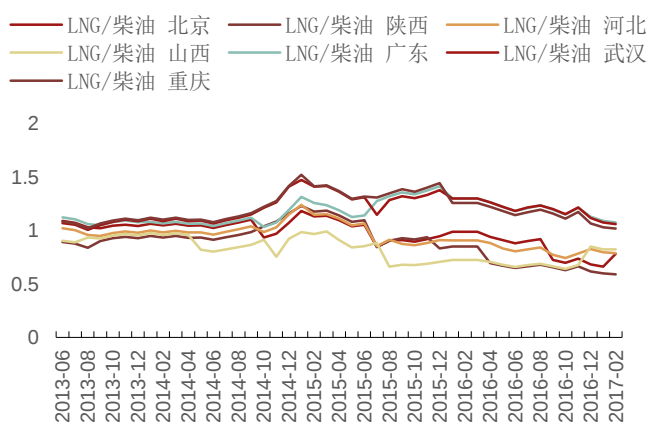
资料来源: 公司定期公告、招商证券

图4: 富瑞特装产品毛利率情况



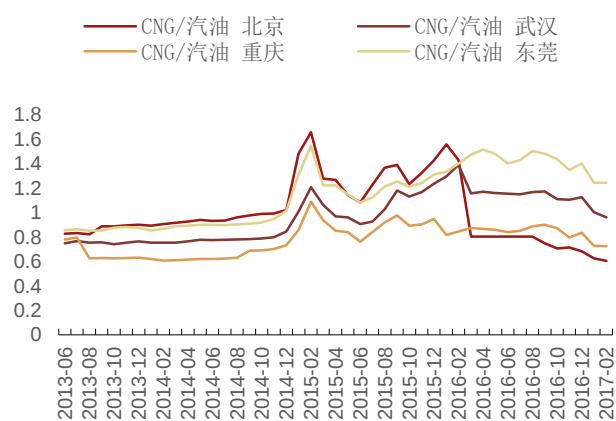
资料来源: 公司定期公告、招商证券

图5: LNG/柴油比价



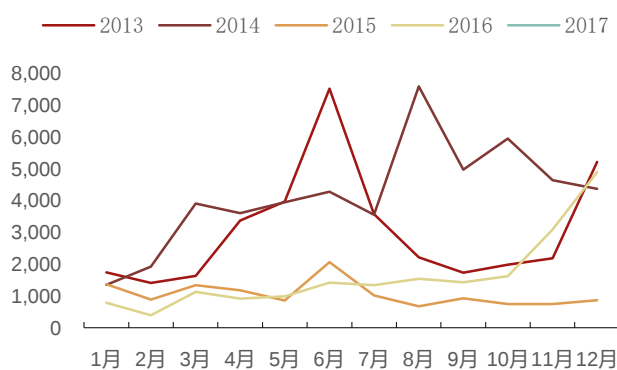
资料来源: WIND、招商证券

图6: CNG/汽油比价



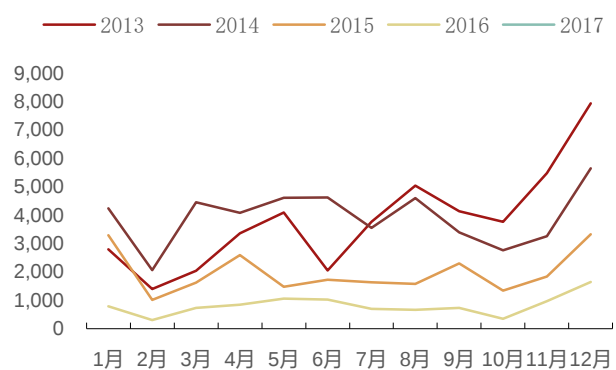
资料来源: WIND、招商证券

图7: 天然气货车及其他车型月度产量 (单位: 辆)



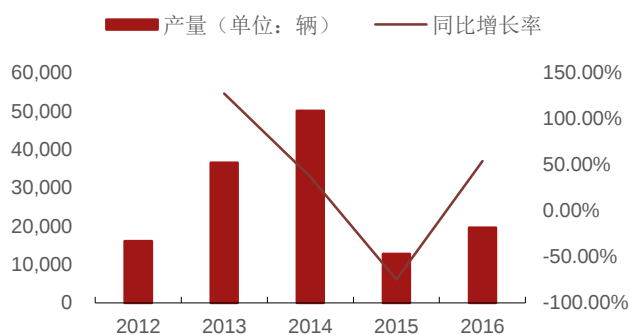
资料来源: 节能与新能源汽车网、招商证券

图8: 天然气客车月度 (单位: 辆)



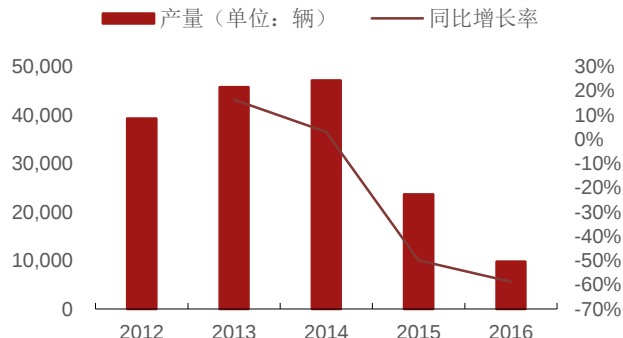
资料来源: 节能与新能源汽车网、招商证券

图 9: 天然气货车及其他车型产量



资料来源: 节能与新能源汽车网、招商证券

图 10: 天然气客车产量



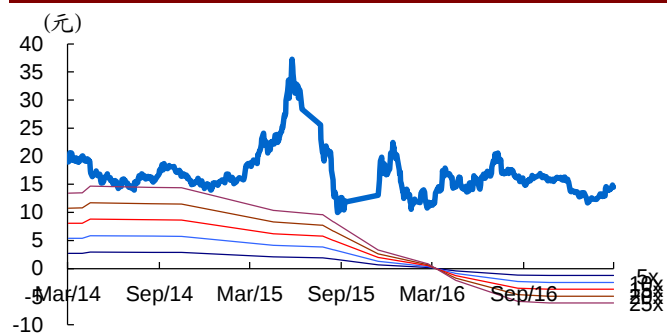
资料来源: 节能与新能源汽车网、招商证券

表 3: 富瑞特装各季度业绩回顾

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
营业收入	400	346	154	404	133	230	210
营业毛利	122	122	39	108	17	59	53
营业费用	19	23	19	27	6	19	23
管理费用	50	41	51	78	33	55	44
财务费用	12	13	9	7	15	8	10
投资收益	-3	1	-2	0	-3	-3	-2
营业利润	32	25	-40	-28	-45	-47	-38
归属母公司净利润	31	24	-30	-8	-26	-46	-36
EPS (元)	0.11	0.08	-0.10	-0.03	-0.09	-0.16	-0.12
主要比率							
毛利率	30.6%	35.2%	25.3%	26.7%	12.6%	25.6%	25.1%
营业费用率	4.8%	6.5%	12.0%	6.7%	4.4%	8.2%	11.1%
管理费用率	12.6%	11.8%	33.0%	19.4%	25.0%	24.1%	21.1%
营业利润率	8.0%	7.4%	-26.2%	-6.8%	-33.8%	-20.6%	-18.3%
有效税率	16.4%	18.4%	9.0%	55.1%	20.5%	-12.2%	-3.0%
净利率	7.7%	6.9%	-19.5%	-2.1%	-19.5%	-20.0%	-17.1%
YoY							
收入	-29.1%	-30.5%	-68.2%	-11.7%	-66.8%	-33.5%	36.0%
归属母公司净利润	-55.5%	-50.7%	-147.4%	-122.6%	-183.9%	-291.9%	19.0%

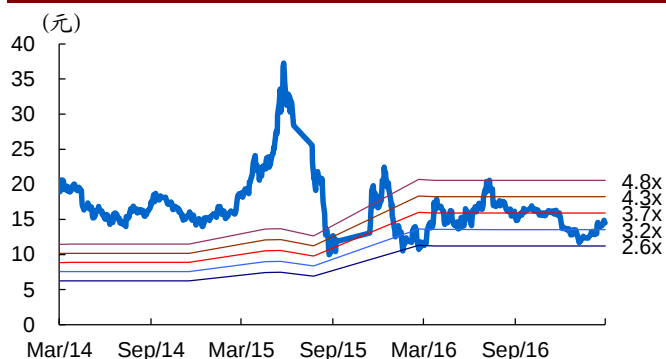
资料来源: 公司数据、招商证券

图 11: 富瑞特装历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 12: 富瑞特装历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2353	2447	1455	1595	1930
现金	370	745	381	93	112
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	259	105	64	95	116
应收款项	771	817	484	715	881
其它应收款	10	17	10	15	19
存货	875	657	448	583	689
其他	69	105	69	94	113
非流动资产	917	1400	1868	2299	2696
长期股权投资	31	82	82	82	82
固定资产	428	952	1445	1898	2313
无形资产	167	185	166	150	135
其他	290	181	175	170	166
资产总计	3270	3846	3323	3894	4626
流动负债	1893	1731	1500	2010	2666
短期借款	764	742	800	1118	1622
应付账款	614	561	387	504	596
预收账款	195	151	104	136	161
其他	320	277	209	253	287
长期负债	144	87	87	87	87
长期借款	101	55	55	55	55
其他	43	32	32	32	32
负债合计	2038	1818	1587	2097	2753
股本	135	292	292	292	292
资本公积金	394	1029	1029	1029	1029
留存收益	699	687	338	405	491
少数股东权益	3	20	78	72	62
归属于母公司所有者权益	1229	2008	1659	1726	1812
负债及权益合计	3270	3846	3323	3894	4626

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	223	67	270	42	206
净利润	218	16	(291)	70	107
折旧摊销	52	74	104	142	177
财务费用	57	41	45	59	85
投资收益	2	5	5	5	5
营运资金变动	(100)	(59)	351	(242)	(170)
其它	(5)	(10)	56	9	3
投资活动现金流	(212)	(432)	(581)	(581)	(581)
资本支出	(188)	(358)	(581)	(581)	(581)
其他投资	(24)	(74)	0	0	0
筹资活动现金流	9	647	(54)	251	394
借款变动	93	(63)	55	318	504
普通股增加	(0)	157	0	0	0
资本公积增加	(2)	634	0	0	0
股利分配	(14)	(24)	(58)	(3)	(21)
其他	(69)	(57)	(50)	(64)	(90)
现金净增加额	20	282	(365)	(288)	19

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2004	1303	791	1169	1439
营业成本	1288	912	629	820	969
营业税金及附加	11	9	6	8	10
营业费用	95	87	63	72	89
管理费用	271	220	152	152	187
财务费用	65	41	45	59	85
资产减值损失	29	39	105	5	0
公允价值变动收益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	(2)	(5)	(5)	(5)	(5)
营业利润	242	(11)	(214)	48	94
营业外收入	26	20	20	20	20
营业外支出	4	1	1	1	1
利润总额	265	9	(195)	67	114
所得税	49	(3)	38	4	17
净利润	216	12	(233)	64	97
少数股东损益	(2)	(4)	58	(6)	(10)
归属于母公司净利润	218	16	(291)	70	107
EPS (元)	1.61	0.06	(1.00)	0.24	0.37

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-2%	-35%	-39%	48%	23%
营业利润	-7%	-104%	1896%	-122%	97%
净利润	-7%	-92%	-1878%	-124%	53%
获利能力					
毛利率	35.7%	30.0%	20.4%	29.9%	32.7%
净利率	10.9%	1.3%	-36.8%	6.0%	7.4%
ROE	17.7%	0.8%	-17.5%	4.1%	5.9%
ROIC	12.0%	1.4%	-7.8%	3.4%	4.3%
偿债能力					
资产负债率	62.3%	47.3%	47.7%	53.8%	59.5%
净负债比率	26.4%	20.8%	25.7%	30.1%	36.2%
流动比率	1.2	1.4	1.0	0.8	0.7
速动比率	0.8	1.0	0.7	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.3	0.2	0.3	0.3
存货周转率	1.4	1.2	1.1	1.6	1.5
应收帐款周转率	2.8	1.6	1.2	2.0	1.8
应付帐款周转率	2.1	1.6	1.3	1.8	1.8
每股资料 (元)					
每股收益	1.61	0.06	-1.00	0.24	0.37
每股经营现金	1.65	0.23	0.92	0.14	0.70
每股净资产	9.09	6.87	5.68	5.91	6.20
每股股利	0.18	0.20	0.01	0.07	0.11
估值比率					
PE	8.8	253.0	-14.2	59.2	38.8
PB	1.6	2.1	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	19.4	93.7	-27.5	58.9	29.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，深圳市地方级领军人才，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。

刘旭，毕业于清华大学会计系，曾从事跨境私募股权投资工作，2016 年 1 月加入招商证券任机械行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。