

# 厚普股份 (300471.SZ)

## 油气价差进一步扩大，前瞻布局全产业链

### 核心观点:

#### ● 能源转型推进，天然气产业未来空间大

根据能源局发布的《能源发展“十三五”规划》，到2020年，天然气在能源消费结构中所占比例将提高到10%以上。预计天然气消费量将至少是目前消费量的1倍以上。产业发展空间大。近期随着石油价格回升，气油价格比从2016年高点一路回落，不断创近几年的新低，天然气经济效益凸显，有望提振中游和下游产业相关需求。

#### ● 三合一战略部署，公司有望稳步成长。

公司在稳定主业传统车用LNG/CNG加气站设备的前提下，大力发展船用LNG加气站设备及其运营，控股子公司沅江厚普公司与湖南省沅江市人民政府签署《关于建设LNG船舶产业链项目合同书》，建造10艘5000吨级LNG船舶和6艘LNG加注式趸船。与此同时，通过外延发展，公司已经初步具备了覆盖清洁能源上中下游全产业链的设计、工程、设备集成、装备应用等综合能力，初步构建了天然气全产业链的布局。随着天然气产业的持续发展和扩大，公司业务有望实现积极的转型和稳步成长。

#### ● 盈利预测和投资评级

预计公司2017~2019年将分别实现营业收入1548百万元、1832百万元和2218百万元，实现归属上市公司股东净利润分别为217百万元、275百万元和331百万元，EPS分别为1.47元、1.86元和2.23元，对应PE分别为34倍、27倍和22倍。考虑到行业景气向好和公司业务拓展积极，首次覆盖给予公司“买入”的投资评级。

#### ● 风险提示

车用设备在手订单下滑，导致业绩低于预期；宏观经济波动风险和油价波动风险；船用装备业务扩展低于预期风险；业务布局整合低于预期风险。

### 盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	957.59	1,113.20	1,305.62	1,547.87	1,832.32
增长率(%)	14.38%	16.25%	17.29%	18.55%	18.38%
EBITDA(百万元)	206.89	204.92	165.50	231.82	298.76
净利润(百万元)	179.59	176.57	167.46	217.33	274.90
增长率(%)	20.00%	-1.69%	-5.16%	29.78%	26.49%
EPS(元/股)	3.184	1.193	1.132	1.469	1.858
市盈率(P/E)	-	62.52	44.14	34.01	26.89
市净率(P/B)	-	7.51	4.51	3.99	3.47
EV/EBITDA	-1.61	48.68	39.56	27.68	20.91

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

49.95元

报告日期

2017-03-13

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	148/87
流通A股市值(百万元)	7,408
每股净资产(元)	9.93
资产负债率(%)	37.58
一年内最高/最低(元)	58.01/42.98

### 相对市场表现



分析师: 刘芷君 S0260514030001



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

分析师: 罗立波 S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

### 相关研究:

## 目录索引

公司概况 .....	4
行业篇：能源转型推进，天然气产业未来空间大 .....	6
长期：清洁能源消费比重增加，天然气未来充满潜力 .....	6
短期：油价企稳回升，油气价差有望进一步拉大 .....	7
总体：天然气产业发展空间大，优质企业迎发展良机 .....	10
公司篇：借东风、布局天然气全产业链 .....	12
车用装备：有望随油气价差扩大而出现回升 .....	12
船用装备：切入船用领域，争取二次腾飞 .....	14
收购并举，构建天然气全产业链布局 .....	16
布局氢能源，静待燃料电池产业风口 .....	18
盈利预测与投资建议 .....	18
风险提示 .....	20

## 图表索引

图 1: 公司部分产品示例 .....	4
图 2: 公司六大业务板块格局 .....	4
图 3: 公司历年收入构成和毛利率情况 (百万元) .....	5
图 4: 公司净利润及增速情况 (百万元) .....	5
图 5: 中国能源消费总量与天然气占比 .....	6
图 6: 2005 年一次能源消费结构 .....	6
图 7: 2015 年一次能源消费结构 .....	6
图 8: 天然气基础储量 .....	7
图 9: 油价历年表现分析 .....	8
图 10: 全球的石油产销平衡状况 (百万桶/天) .....	9
图 11: 国内柴油价格和 LNG 价格及二者价格比 .....	9
图 12: 2015 年中国天然气能源消费占比与其他国家水平对比 .....	10
图 13: 我国天然气消费量和产量 (亿立方米) .....	10
图 14: 天然气产业链概述 .....	11
图 15: 中国 LNG 汽车保有量及增速 .....	12
图 16: 中国 LNG 加气站保有量及增速 .....	12
图 17: 中国 CNG 汽车保有量及增速 .....	12
图 18: 中国 CNG 加气站保有量及增速 .....	12
图 19: LNG 重卡牵引车销售与增速 (单位: 辆) .....	13
图 20: LNG 重卡牵引车销售量与气柴比的相关性 .....	14
图 21: LNG 与重油污染物排放比较图 (单位: kg) .....	15
图 22: 公司研发费用情况 .....	17
图 23: 公司员工构成 .....	17
图 24: 公司天然气产业链布局 .....	17
图 25: 公司生产的氢燃料加注设备 .....	18
图 26: 各国加氢站建设与规划对比 .....	18
图 27: 公司收入预测 .....	19

## 公司概况

成都华气厚普机电设备股份有限公司(以下简称:公司)成立于2005年1月7日,于2015年6月11日在深圳证券交易所创业板上市。

公司自成立以来,一直专业从事天然气汽车加气站设备及信息化集成监管系统的研发、设计、生产、销售和服务,主要产品包括CNG加气站设备、LNG加气站成套设备和专项设备,以及CNG/LNG信息化集成监管系统,同时提供零配件销售和维修服务。

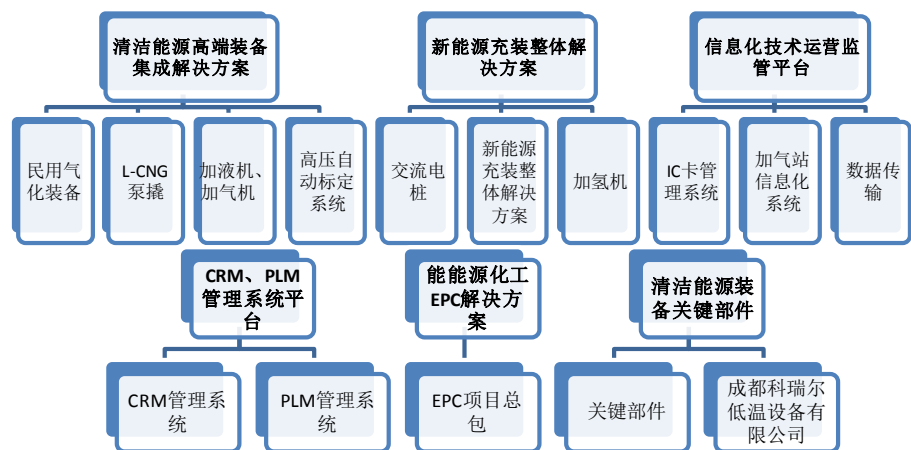
经过持续不断的战略升级及产业拓展,公司逐步形成了六大业务板块:清洁能源应用的高端装备集成板块;新能源充装整体解决方案板块;基于互联网+、云计算、大数据分析等技术的运营和监管平台板块;基于CRM、PLM系统的站点运维服务板块;能源化工工程咨询、勘察、设计、施工、安装、管理等工程业务板块;清洁能源装备关键部件研发制造板块。

图1: 公司部分产品示例



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

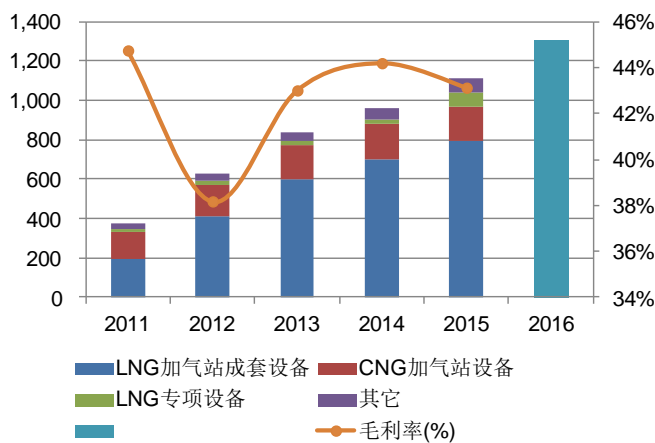
图2: 公司六大业务板块格局



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

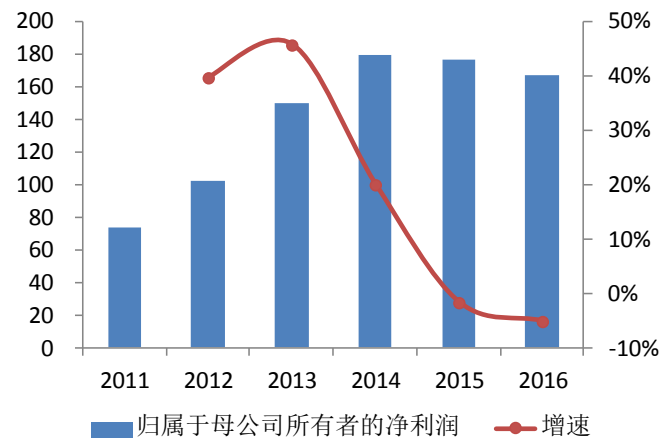
受益于下游需求的快速增长，从2011到2015年，公司营业收入从3.78亿元增长到11.13亿元，复合增速高达31.0%；归属母公司的净利润0.73亿元增长至1.77亿元，复合增速为24.78%。2016年，根据公司业绩快报，公司实现营业收入13.06亿元，同比增长17.3%，在宏观经济走弱和行业需求疲软的背景下依然通过提升工程设计能力、扩大业务范围从而实现了收入的快速增长；而行业竞争加大则影响了公司当期毛利率，股份支付费用等也对当期净利润产生一定影响，2016年公司实现归属母公司股东净利润1.67亿，同比下滑5.15%。

图3：公司历年收入构成和毛利率情况（百万元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：公司净利润及增速情况（百万元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

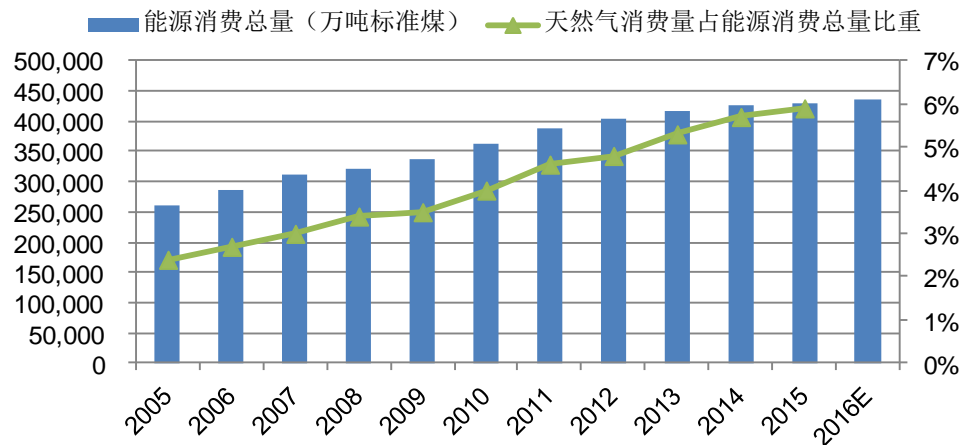
公司为国家认定的高新技术企业，技术中心被认定为四川省企业技术中心，目前已取得专利172项、其中发明专利12项，实用新型专利138项，外观设计专利22项，软件著作权42项，软件产品登记29项；防爆合格证29项，CE认证8项（数据统计截止2015年12月31日）。公司先后参与了六项国家标准、规范及两项地方标准的起草和编制，为行业的规范、良性发展做出积极贡献。目前有注册商标60枚，四川省著名商标1枚。公司CNG加气机通过了欧盟ATEX防爆体系认证，LNG集装箱撬装通过欧盟PED（G模式）承压设备安全认证及MD机械指令认证，LNG加气机通过欧盟ATEX防爆认证。公司“基于网络化管理的高安全性CNG加气机”获得国家科技部科技型中小企业技术创新基金并通过验收；LNG加气机及LNG加气站成套设备通过四川省科技厅科技成果鉴定，总体上处于国内领先水平；公司LNG/L-CNG全撬装加气装置通过四川省科技厅科技成果鉴定，处于国际领先水平；双泵撬智能LNG加气站成套设备通过四川省科技厅科技成果鉴定，总体技术处于国内领先水平。

## 行业篇：能源转型推进，天然气产业未来空间大

### 长期：清洁能源消费比重增加，天然气未来充满潜力

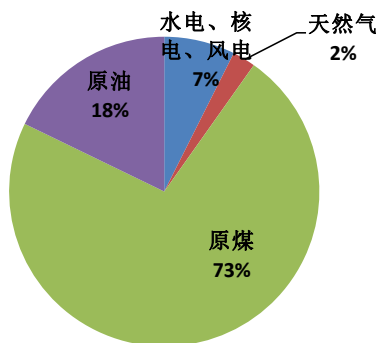
**清洁能源消费比重增加：**以往，受到我国资源禀赋的特点与经济发展阶段性的束缚，在一次能源中，煤炭和石油的消费长期占90%左右。相比之下，广义上的清洁能源如天然气、水电、核电、风电、太阳能等仅占10%左右。随着以煤炭为主的能源结构造成生态环境压力不断增大，能源转型和结构升级成为政府关注的重点。自2005年2月，第一部清洁能源法律《中华人民共和国可再生能源法》通过以来，我国陆续制定了系列政策措施，逐步加强对清洁能源，尤其是可再生能源发展的引导和支持，天然气等清洁能源消费量占比稳步提高，我国天然气消费量占一次能源总消费量从2005年的2.4%稳步提升到2015年的5.9%，而煤炭消费量占比从2005年的72%下降至历史最低点64%。

图5：中国能源消费总量与天然气占比



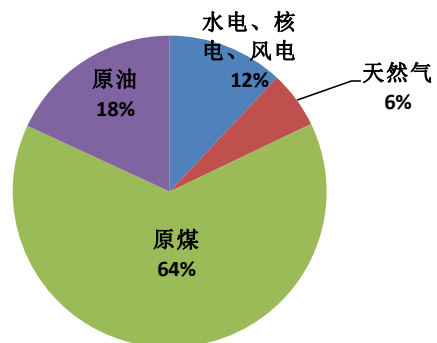
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图6：2005年一次能源消费结构



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

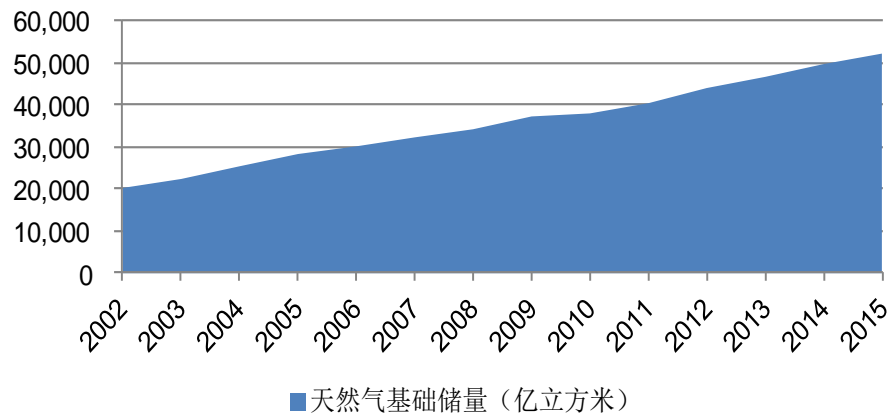
图7：2015年一次能源消费结构



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

**国内天然气资源储量充沛，潜力大：**截止2015年底，全国累计探明常规天然气地质储量13.01万亿立方米，剩余可采储量5.2万亿立方米；累计探明煤层气地质储量6293亿立方米，剩余可采储量3063亿立方米；累计探明页岩气地质储量5441亿立方米，剩余可采储量1302亿立方米。充沛的能源储量也为天然气产业的长期发展解决后顾之忧，提供发展的基石。

图8：天然气基础储量



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

### 短期：油价企稳回升，油气价差有望进一步拉大

**油气价差缩小导致天然气需求放缓：**我国天然气出厂价定价机制经历了政府同意定价阶段、政府定价与指导价并存阶段、国家指导定价阶段，并自2011年起，通过在“两广”地区开展试点，我国逐步引入和推广“市场净回值”定价方法，将天然气价格与其替代能源，成品油、液化石油气（LPG）及燃料油的价格挂钩，而该类替代能源都与原油价格紧密挂钩。2014年国际原油价格大幅下跌，带动这些替代能源价格亦大幅下跌，天然气与替代能源的价差收窄，经济性优势大幅削弱。部分地区甚至出现气改油、煤的“逆替代”现象，导致天然气需求放缓。

**国际原油价格经过触底反弹，现小幅回升。**而在油价持续下跌至最低点26美金/桶后，油价出现缓慢攀升。2016年11月30日，石油输出国组织(OPEC)在维也纳举行落实减产协议的会议，会上，OPEC在时隔8年后达成首次限产协议，11个国家将合计减产116.6万桶/日，减产至3250万桶/日；减产协议将从今年1月开始实施。预计总削减量在60万桶/日，其中俄罗斯承诺减产30万桶/日。

图9: 油价历年表现分析



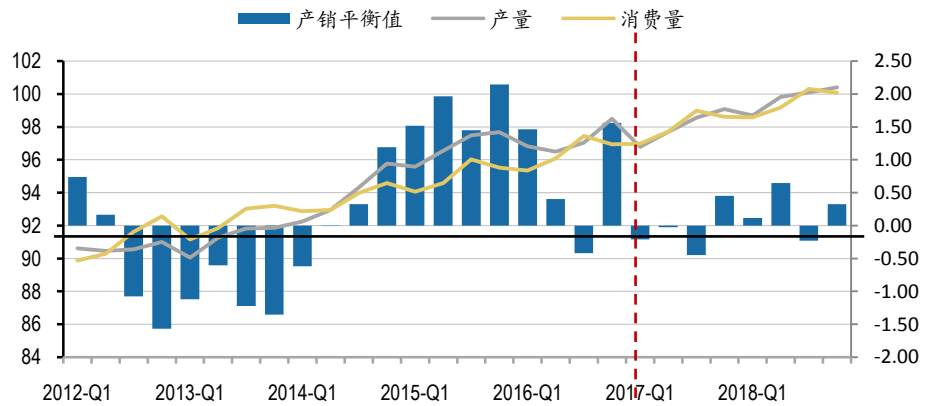
数据来源：彭博，综合整理，广发证券发展研究中心

**OPEC限产执行情况良好：**石油输出国组织（OPEC）消息人士在周二（2月22日）减产监督审议会议结束后表示，11个非OPEC成员国减产完成率至少将达到60%，显著高于之前的市场预期。同时，包括国际能源署（IEA）、OPEC、美国能源信息署（EIA）等多方的数据均显示OPEC成员国的减产执行结果良好。以EIA于2月7日公布数据来看，签署减产协议的十个成员国在2017年1月的原油产量较2016年10月基准减少90万桶/日，相比120万桶/日的承诺减产产量减产完成率为75%。

**供需回归平衡，预计油价企稳回升：**根据EIA在2017年2月7日发布的最新短期能源展望中预测，2016年Q4供给仍然严重过剩，达156万桶/日，这应该与美国圣诞节放假导致需求下降有关。但2017和2018年显示为供需动态平衡，是从2014年以来的第一次。2017年四季度的产销平衡值分别为-21、-3、-45、45万桶/日。全球原油市场正再次走向供需平衡。EIA预测2017、2018年Brent原油价格分别为55、57美元/桶，未来两年油价仍然温和增长。



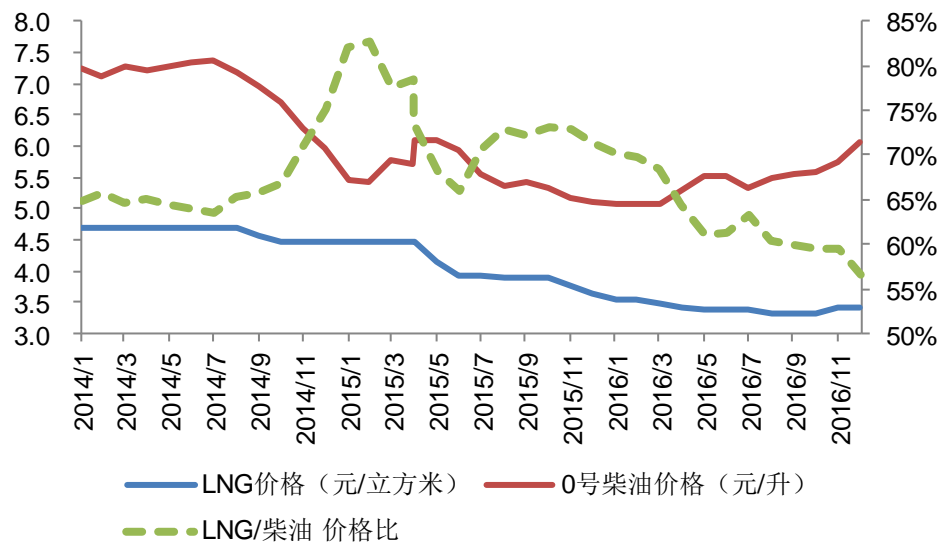
图10: 全球的石油产销平衡状况 (百万桶/天)



数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

油气价差逐步拉大,有望恢复天然气低价优势。随着国际原油价格的稳步回升,天然气原有低价格的优势逐步突显。根据wind数据显示,随着国际油价从2016年初的价格最低点逐步反弹,国内油价也进入上涨通道,因此LNG/柴油价格比值逐步回落,一般经验认为当低于LNG/柴油价格比值低于70%时,天然气的经济效益将对下游应用有明显带动,而当前此比值2016年初的超过70%一路回落到2017年1月的56.6%,不断创近几年的新低。随着未来油价的持续回暖,我们认为油气价差有望进一步拉大,天然气的经济效益恢复,利好相关设备需求。

图11: 国内柴油价格和LNG价格及二者价格比

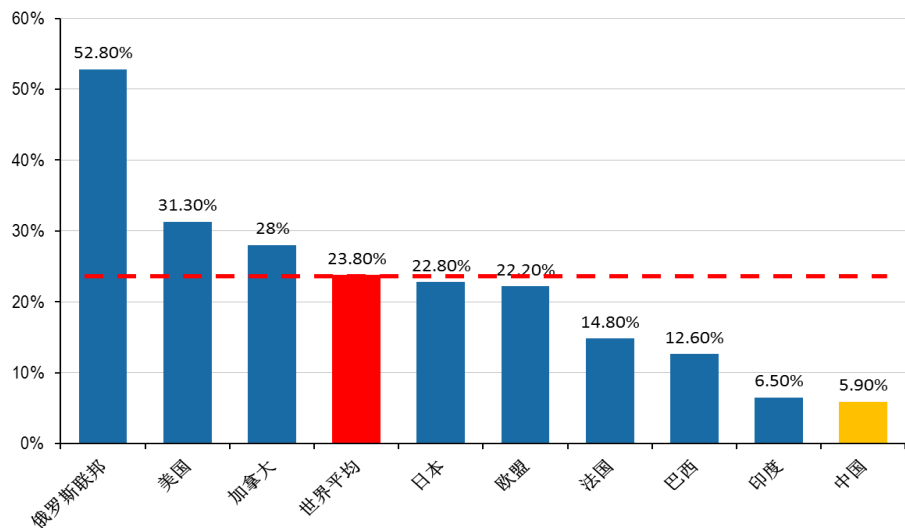


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

总体：天然气产业发展空间大，优质企业迎发展良机

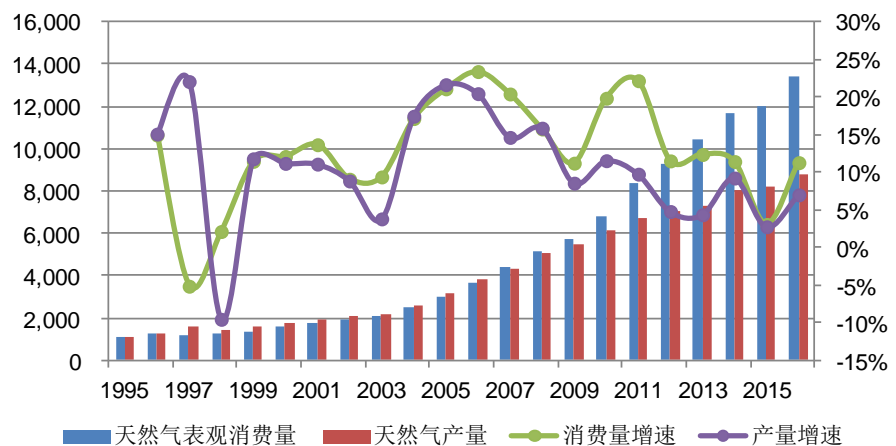
未来我国天然气消费将进一步提升：2016年我国表观天然气消费量达1.33万亿立方米，同比增长11.30%，天然气的消费在一次能源中消费占比有明显在提升，但5.9%的比例也远低于国际平均水平（23.8%），人均天然气消费量仅为140立方米，未来提升空间较大。为实现工业转型，推动淘汰落后产能、调整能源结构，2014年国务院发布《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》，提出“2020年，非化石能源占一次能源消费比重达到15%，到2030年提高到20%左右”的发展目标。在2016年底的全国能源工作会议上，提出2017年煤炭消费比重下降到60%左右，天然气消费比重升到6.8%左右，非化石能源消费比重提高到约14.3%。而2017年1月5日，能源局发布的《能源发展“十三五”规划》中，更指出“到2020年，天然气在能源消费结构中所占比例将提高到10%以上”。即，到2020年，天然气消费量将至少是目前消费量的1倍以上。产业发展空间大。

图12：2015年中国天然气能源消费占比与其他国家水平对比



数据来源：《BP Statistical Review of World Energy 2016》，广发证券发展研究中心

图13：我国天然气消费量和产量（亿立方米）

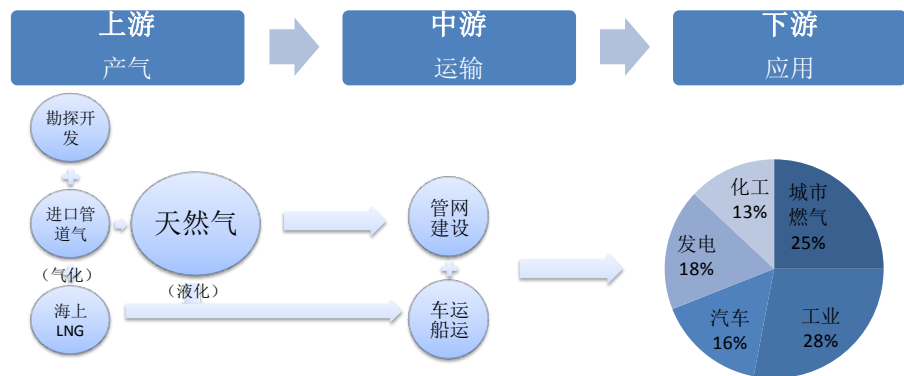


数据来源：国家统计局，wind资讯，广发证券发展研究中心

**环保需求推进“煤改气”加速：**作为世界最大的二氧化碳排放国，中国快速的经济增长背后是能源消费的快速攀升和巨大的环境代价。特别是近年来频发的雾霾天气，更让人们和政府将节能减排与能源转型放在重要位置。除了2014国务院发布《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》外，2017年2月28日环保部、发改委、财政部和国家能源局4部委联合北京市、天津市、河北省、山西省、山东省、河南省发布《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，方案制订了强有力的煤改气行动计划，咨询机构Wood Mackenzie称，**拟议的额外需求会使中国的天然气需求增长四分之一，约为500亿立方米，比法国一年的消费量还要高。**环保需求刺激行业发展加速，带动相关设备，尤其是中游及下游的产业相关产品。

天然气产业链大体上的组成为上游的勘探、开发、净化、分离、液化等、中游的接收、储存、装载、输送、供气等，以及下游的各行业和终端应用。总体上上游景气程度由天然气价格决定，而中游的景气度则受下游需求驱动，下游需求可由经济效益、政策补贴或环保标准等多因素影响。目前国内上游的资源开发和中游的管道建设主要由国内三桶油主导，而更加市场化的下游应用则有望在未来产业发展的背景下涌现一批优质民营企业。

图14：天然气产业链概述



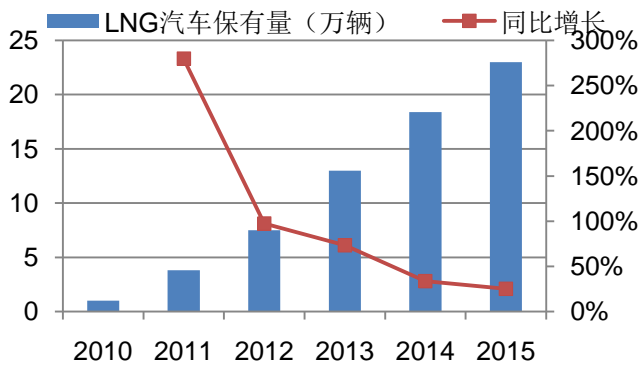
数据来源：综合整理，CEIC，广发证券发展研究中心

## 公司篇：借东风、布局天然气全产业链

### 车用装备：有望随油气价差扩大而出现回升

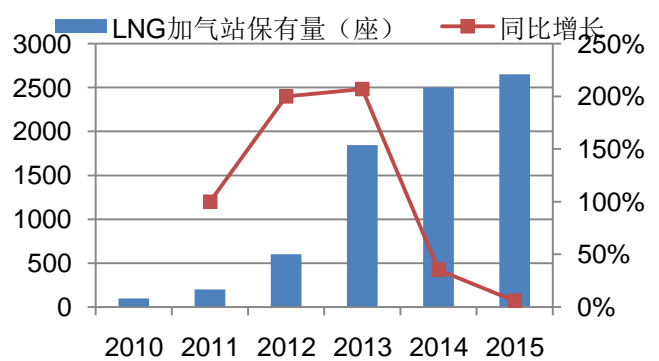
**LNG/CNG汽车保有量和加气站发展快速：**LNG/CNG汽车具有低成本、低排放、抑制温室效应和降低对石油依赖度等优点。在国内，油气价差长期维持，LNG/CNG汽车的天然气消耗量比汽油汽车燃料消耗量低25%，经济效益可观。自2012年起，我国LNG汽车保有量以及加气站数量稳居世界第一位。截至2015年底，我国LNG汽车保有量为23万辆，其加气站为2650座，分别同比增长25%和6%。CNG汽车保有量为496万辆，其加气站为4700座，分别同比增长12.4%和5.5%。

图15：中国LNG汽车保有量及增速



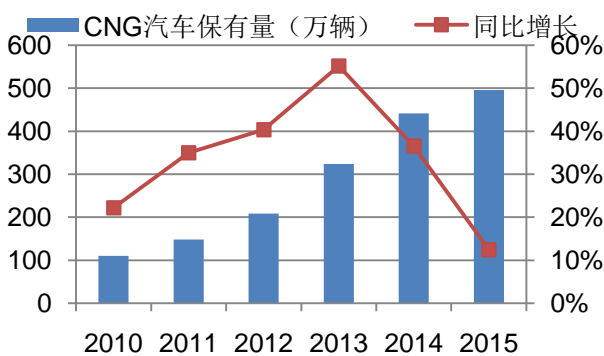
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图16：中国LNG加气站保有量及增速



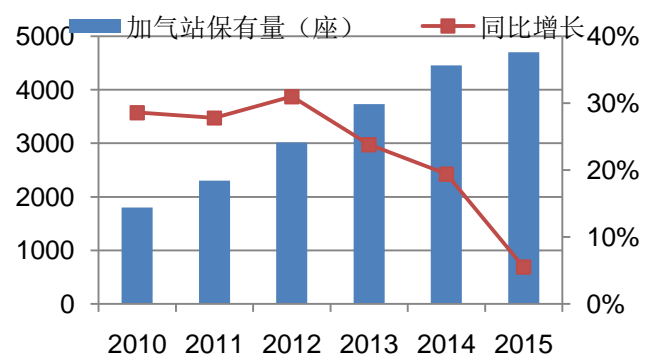
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图17：中国CNG汽车保有量及增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图18：中国CNG加气站保有量及增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

**长期仍有很大发展空间：**2015年，我国有12个城市CNG汽车保有量超10万辆。主要分布在新疆、山东等省份。CNG汽车保有量最多的城市乌鲁木齐为20.5万辆，占其当地总体汽车保有量的25.9%。根据中国能源报报道，2016年1月，仅12个省份、自治区CNG汽车保有量超10万辆。随着天然气低价成为常态化，预计“十三五”期间将还会有潍坊、伊犁、绵阳等一批城市的CNG汽车保有量跨入10万辆行列。

根据国家能源局、国务院发展研究中心和国土资源部联合发布的《2016年中国天然气发展报告》，2015年中国天然气汽车保有量约500万辆，用气量超过200亿立方米，2020年实现气化车辆1000万辆，2030年实现气化车辆1400万辆。随着汽车保有量的快速增加，也将伴随加气站需求的大量涌现，行业仍有很大发展空间。

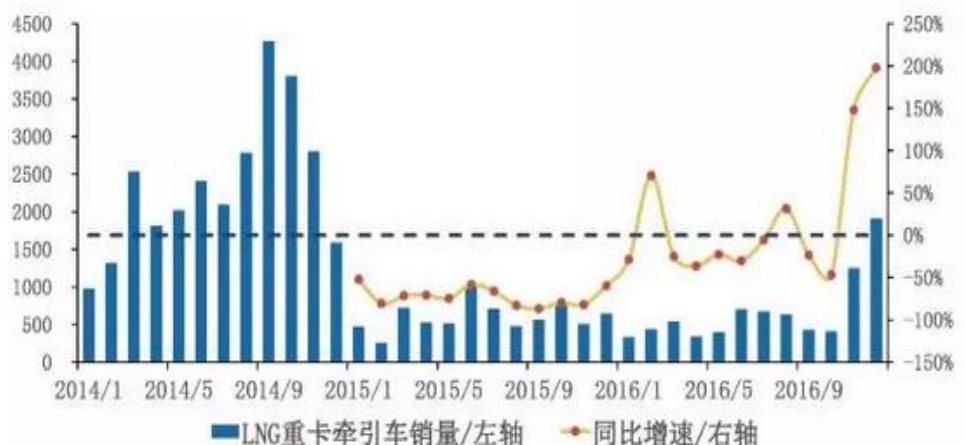
表1: 2015年CNG汽车保有量逾10万辆城市明细表

排名	城市	CNG汽车保有量（万辆）	当地汽车保有量（万辆）	占比
1	乌鲁木齐	20.5	79	25.95%
2	德州	17	75	22.67%
3	东营	16	55	29.09%
4	兰州	13.5	80.46	16.78%
5	银川	13.5	57.89	23.32%
6	巴州	13.2	25.9	50.97%
7	昌吉州	13	40.28	32.27%
8	成都	12.4	366	3.39%
9	廊坊	12	90	13.33%
10	阿克苏	12	44	27.27%
11	石家庄	10.5	170	6.18%
12	淄博	10.5	80	13.13%

数据来源：中国能源网，广发证券发展研究中心

**气油比不断下降，有利于主业需求回升：**由于国际原油价格下滑，天然气经济效益削弱，过去两年国内 LNG/CNG设备应用装备市场需求下滑，公司虽然在在手订单执行和业务拓展的基础上实现了主营收入的快速增长，但在毛利率上也受到行业影响。随着国际原油价格回升，气油比持续下降，下游车辆销售已出现明显回升：根据汽车行业数据，2016年11月、12月，LNG重卡牵引车销量分别超过1200辆、1900辆，同比增速分别超过140%、190%。由于气柴比近期持续维持低位，天然气重卡需求端的回暖在几个月反弹明显。而未来油气价差的持续拉大，将维持LNG/CNG车辆的销量复苏，进而也有利于加气站相关设备需求复苏。

图19: LNG重卡牵引车销售与增速（单位：辆）



数据来源：汽车行业协会数据，综合整理，广发证券发展研究中心

图20: LNG重卡牵引车销售量与气柴比的相关性



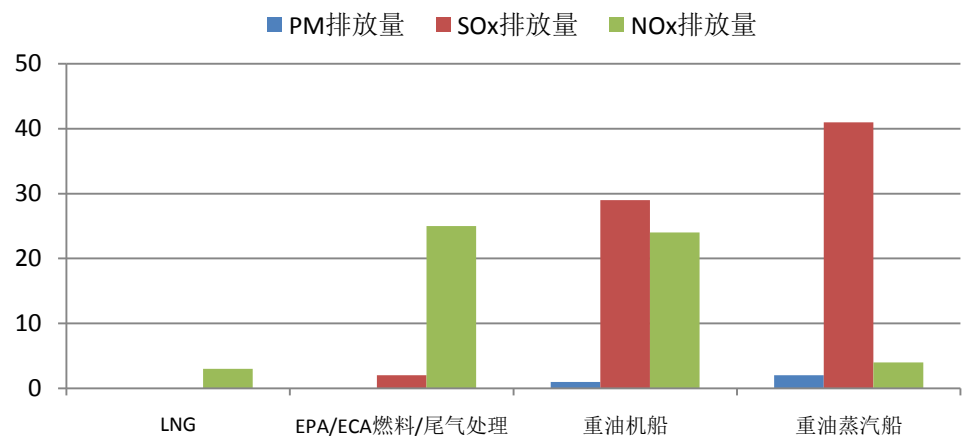
数据来源: 汽车行业协会数据、综合整理, 广发证券发展研究中心

公司自成立后就涉足CNG加气站加气设备及相关技术和产品, 从2007年开始介入LNG加气产品的技术研发, 并抓住国内大力发展LNG产业的契机, 获得了LNG产品营收的快速增长, 并在2011年超过CNG产品成为公司最大的营业收入来源。2015年公司LNG加气站设备实现营业收入795百万元, 占公司主营业务收入的71.38%; 同期CNG加气站设备收入174百万元, 占公司主营收入的15.66%。公司凭借先进的技术、优良的管理水平、可靠的产品质量和完善的售后服务体系成为国内天然气加气站设备的主要供应商, 具有较高的市场地位和较明显的竞争优势, 在客户中建立了良好声誉。虽然车用加气设备需求在2016年有所减速, 但随着油气价差的进一步拉大, 预计公司主业将随下游需求好转而出现回升。

### 船用装备: 切入船用领域, 争取二次腾飞

**航运船舶加入节能减排大军, 油改气进程推进:** 目前, 依据我国环境科学研究院研究结果显示, 航运污染已成为集机动车尾气污染、工业企业排放之后的第三大大气污染源。在交通运输部发布的《公路水路交通运输节能“十二五”规划》明确要求, 至“十二五”末, 营运船舶单位运输周转量能耗要比2005年下降15%, 二氧化碳排放要比2005年下降16%。以LNG作为船用动力燃料, 相比重油二氧化氮排放量可减少约80%、二氧化碳排放量约降低25%, 二氧化硫以及颗粒物排放量为零。与使用柴油相比, 硫氧化物排放量为零、氮氧化物排放减少85%~90%和二氧化碳排放减少15%~20%。在经济效益方面, LNG作为船替代燃料, 相对柴油、汽油而言, 可节约燃料成本25%~30%, 降低维修保养费10%以上。船用LNG燃料凭借其绿色环保和低价位, 正逐步扩大其使用范围, 船舶油改气改造稳步进行中。

图21: LNG与重油污染物排放比较图 (单位: kg)



数据来源:《天然气技术与经济》,广发证券发展研究中心

表2: 不同燃料排放污染物的比较表 (单位: g/kW·h)

排放物 燃料	SO <sub>2</sub>	NO <sub>x</sub>	PM	CO <sub>2</sub>
残硫燃料油 3.5 % S	13.0	9 ~ 12	1.50	580 ~ 630
海洋馏分油 0.5 % S	2.0	8 ~ 11	0.25 ~ 0.50	580 ~ 630
轻油0.1 % S	0.4	8 ~ 11	0.15 ~ 0.25	580 ~ 630
LNG	0	2	0	430 ~ 480

数据来源:《天然气技术与经济》,广发证券发展研究中心

**政策扶持, 补贴力度大。**LNG船舶作为新能源动力船受到国家政策的大力扶持, 给予较大优惠: 2012年财政部发布的《关于节约能源使用新能源车船车船税政策的通知》中, 明确表示对使用新能源的车船“免征车船税”。同时, 政府对节能减排项目更予以财政补贴。2012年3月, 国家财政部公布《交通运输节能减排专项资金管理暂行办法》, 支持公路水路交通运输节能减排工作, 并对节能减排量可以量化的项目, 给予一次性奖励。根据年节能量按每吨标准煤不超过600元或采用替代燃料的按被替代燃料每吨标准油不超过2000元给予奖励, 对单个项目的补助原则上不超过1000万元; 对难以量化的项目, 按投资额的一定比例核定补助额度, 补助比例不超过设备购置费或项目建筑安装费的20%; 对单个项目的补助额度不超过1000万元。

**LNG船市场空间可观。**我国已于2010年开始在内河发展天然气动力船, 据不完全统计, 截至2014年末, 经国家批准同意进行试点的LNG动力船舶规模达到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; 国内已有内河LNG加气站约6座。目前, 我国船舶“油改气”市场正逐步步入正轨, 预计我国现有内河船舶的潜在改造规模为29,000 ~ 35,000艘, 沿海港作拖船潜在改造规模为200 ~ 300艘。全国LNG动力船舶加注站点规划布局249个。预测到2020年, 内河新造LNG动

力运输船累计将达10,750~12,550艘,沿海新造LNG动力运输船舶累计将达1,300~1,600艘。

**船用LNG装备有望成为公司第二大业务板块:** 公司积极推动多项船用LNG装备相关业务和产品的发展。根据公司公告,公司已设立厚普股份船舶工程设计研究院,收购了重庆欣雨公司,合资成立了湖南厚普公司。后者与湖南省汉寿县人民政府签署“LNG船舶产业链”项目合作协议。项目将涉及建造LNG动力货船70艘、LNG工程船2艘、LNG加注站2座,以及LNG设备装配基地等,实现LNG清洁能源产业的快速发展,并带动相关产业的联动发展。第一、二期项目工程共计能带动产业约10亿元。2016年年底,其控股子公司沅江厚普公司与湖南省沅江市人民政府签署《关于建设LNG船舶产业链项目合同书》,建造10艘5000吨级LNG船舶和6艘LNG加注式趸船,预计将带动2亿元以上产值。

**表3: 公司船用LNG装备相关业务产品进展**

序号	项目名称	研发内容及目标	目前进展
1	船舶燃料(LNG)控制系统	船舶燃料控制系统采用双核备份的汽车级芯片研发,稳定可靠、结构紧凑、组合方便。该产品的研发有利于公司盈利点的增加。	样机测试
2	LNG船用加注撬产品	公司通过报送船级社检验,将加注量30方/小时的LNG船用加注系统模块化、标准化设计,并取得了相应的产品证书。使得加注撬在项目现场只需进行工艺连接及电气接线便可投入使用,可缩短项目周期、便于客户灵活选配、降低成本,较大幅度地提高了生产效率,节约相应人力成本。	研发完成
3	天然气燃料动力船DCS气体控制系统	采用分布式双路供电,带有安全保护功能的双冗余CAN总线网络控制系统。该产品最终将通过中国船级社检验并取得船用产品证书,广泛应用于天然气燃料动力船舶市场。	研发启动
4	内河LNG燃料动力船舶供气撬	本项目是研发气化为400标方/小时,储罐容积为3方~20方的一系列符合国家规范的内河LNG燃料动力船舶供气撬产品。通过该项目的研发,缩短项目建造周期,降低产品成本,满足现行规范要求的标准船型市场需求,目前正在申请船级社型式认可证书。	研发启动

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

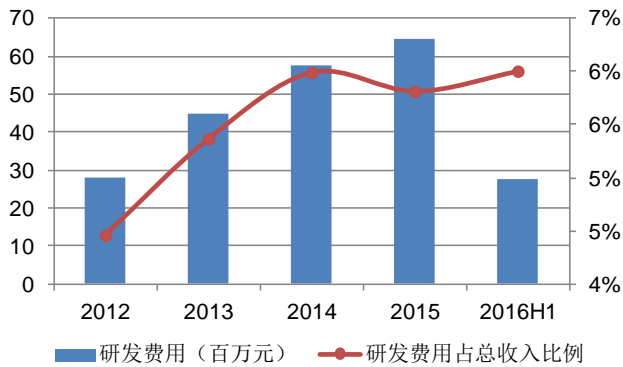
### 收购并举, 构建天然气全产业链布局

**客户基础良好:** 天然气设备行业对供应商的专业性、安全性和可靠性都有较高要求,行业具有严格的市场准入制度,供应商需经过考核合格后方具备供货资质。公司经过多年努力,已经形成了稳定、优质的客户群:与中石油、中石化、新奥能源等国内主要天然气加气站运营商建立了良好的合作关系,建立了长期的合作伙伴关系。

**研发实力突出:** 公司长期致力于天然气加气站设备的核心设备的研究和开发,积累了丰富的行业经验,掌握了大量的相关数据,能够根据客户需求高效地开发出所需产品。截止到2016年6月底,公司获得授权专利200项(其中发明专利14项、实用新型专利161项、外观设计专利25项);软件著作权42项,软件产品登记13项;并在报告期内完成了国家企业技术中心项目申报。公司技术人员大多具备多年天然气设备行业从业经验,资深技术骨干均持有公司股份。

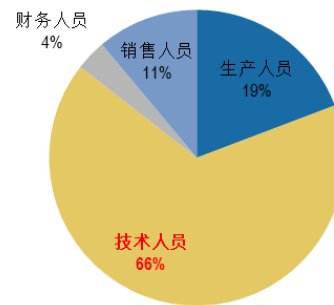


图22: 公司研发费用情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

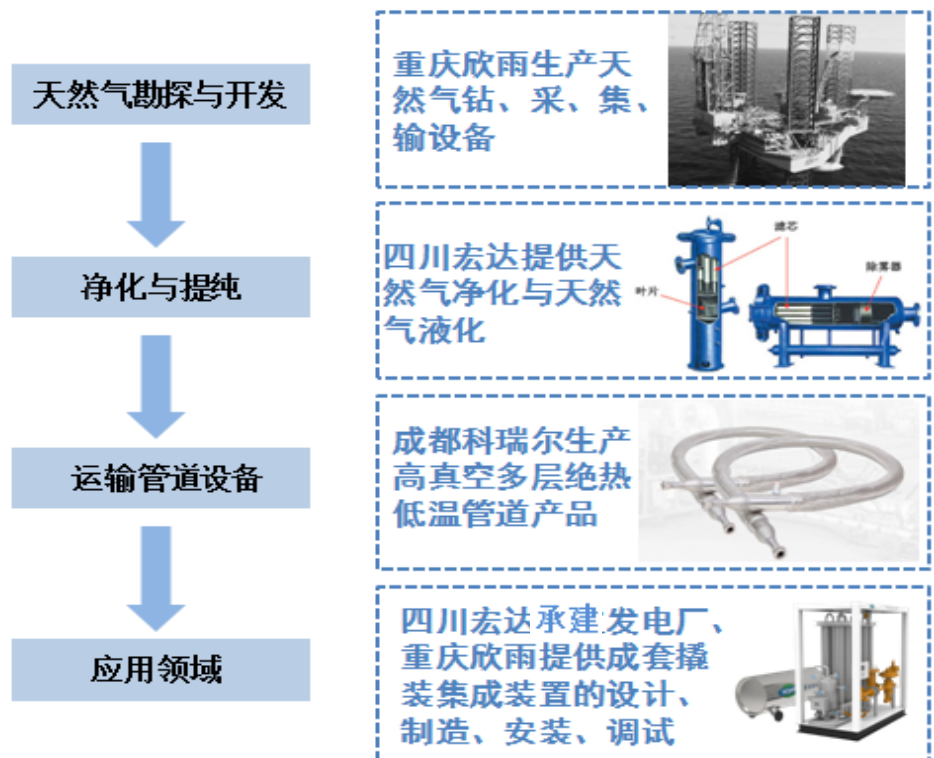
图23: 公司员工构成



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

通过进一步扩展清洁能源产业链的业务布局, 公司已经初步具备了覆盖清洁能源上中下游全产业链的设计、工程、设备集成、装备应用等综合能力。子公司安迪生于2015年11月, 出资2391万元收购成都科瑞尔100%股权; 2015年底, 公司公告以现金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, 其后公司通过增资和自然人股权收购完成对宏达公司100%控股; 2016年初, 收购重庆欣雨80%股权。进而公司业务初期布局完成, 从天然气的勘探采输到处理应用均有涉及, 成功构建天然气能源全产业链布局。

图24: 公司天然气产业链布局



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 布局氢能源，静待燃料电池产业风口

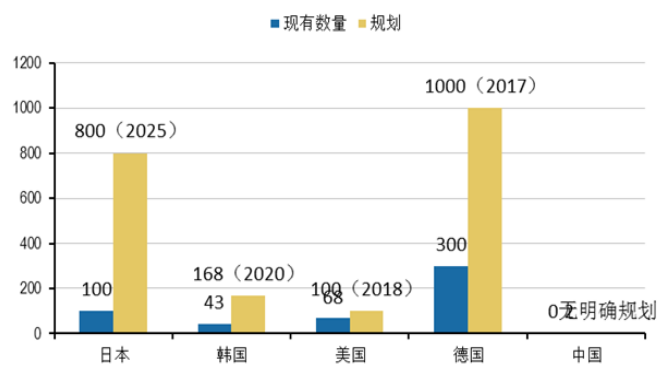
公司公告披露，利用在CNG/LNG领域的技术储备和产业积累，公司依据国标GB/T 31138，研发了加注压力达35Mpa的氢能充装装置。这是国内具有领先优势的成熟产品。目前国内氢能源产品尚未大规模产业化，但在日美欧等发达国家，军有燃料电池汽车推广及加氢站基础设施建设的发展战略。为了实现该目标，世界各国纷纷制定了各自的加氢站建设规划以配合燃料电池电动汽车的推广应用。公司在氢能源产品上的率先布局，将在产品风口到来之时取得先发优势。

图25: 公司生产的氢燃料加注设备



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

图26: 各国加氢站建设与规划对比



数据来源：各国发展规划，新闻资料综合整理，广发证券发展研究中心

## 盈利预测与投资建议

**三合一战略部署，公司有望稳步成长。**截至2016年底，公司已完成了基本的战略布局，形成清洁能源一体化解决方案供应商。三管齐下：在稳定主业传统车用LNG/CNG加气站设备的前提下，大力发展船用LNG加气站设备及其运营，与此同时，初步构建天然气全产业链的布局，密切关注行业发展机会。随着天然气产业的持续发展和扩大，公司业务有望实现积极的转型和稳步成长。

**股权激励提升公司团队凝聚力，确保发展战略实施：**公司于上市后实施了股权激励计划，向包括公司部分董事（不含独立董事）、高级管理人员、核心业务（技术）人员在内的358个激励对象授予不超过300万股限制性股票，价格60.37元/股。业绩考核指标为以2014年为基准年，2015年度、2016年度、2017年度公司的营业收入增长率分别不低于15%、35%和60%。同时，2015-2017年内，各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。则根据考核指标，2017年公司主营业务收入目标将不低于15.32亿元，净利润不低于1.43亿元。

**前期股东减持情况：**根据相关公告披露，公司上市以来，前后有德同银科和同

德投资（二者为一致行动人）以及自然人股东唐新潮先后发布减持计划。目前，德同银科和同德投资持有的10.66%的股份已经全部减持完毕。自然人股东唐新潮已在3月7日完成300万股的减持计划，减持后剩余持股1196万股，占总股份的8.06%。

我们预计公司2017~2019年将分别实现营业收入1548百万元、1832百万元和2218百万元，实现归属上市公司股东净利润分别为217百万元、275百万元和331百万元，EPS分别为1.47元、1.86元和2.23元，对应PE分别为34倍、27倍和22倍。考虑到行业景气向好和公司业务拓展积极，首次覆盖给予公司“买入”的投资评级。

图27：公司收入预测

## 产品销售收入

单位：人民币百万元

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>LNG加气站成套设备</b>						
销售收入	596.31	703.41	794.60	834.33	917.76	1,027.89
增长率 (YOY)	43.81%	17.96%	12.96%	5.00%	10.00%	12.00%
毛利率	39.06%	40.56%	39.21%	36.00%	37.50%	39.00%
销售成本	363.37	418.14	483.00	533.97	573.60	627.02
增长率 (YOY)	27.70%	15.07%	15.51%	10.55%	7.42%	9.31%
毛利	232.94	285.27	311.60	300.36	344.16	400.88
增长率 (YOY)	79.03%	22.47%	9.23%	-3.61%	14.58%	16.48%
占总销售额比重	71.23%	73.46%	71.38%	63.90%	59.29%	56.10%
占主营业务利润比重	64.69%	67.41%	64.90%	55.24%	52.25%	50.32%
<b>CNG加气站设备</b>						
销售收入	173.61	174.80	174.31	191.74	220.50	253.58
增长率 (YOY)	12.82%	0.69%	-0.28%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	55.19%	55.18%	55.37%	56.00%	55.00%	55.00%
销售成本	77.79	78.35	77.79	84.37	99.23	114.11
增长率 (YOY)	10.94%	0.72%	-0.71%	8.45%	17.61%	15.00%
毛利	95.82	96.45	96.52	107.37	121.28	139.47
增长率 (YOY)	14.40%	0.66%	0.07%	11.25%	12.95%	15.00%
占总销售额比重	20.74%	18.25%	15.68%	14.69%	14.25%	13.84%
占主营业务利润比重	26.61%	22.79%	20.10%	19.75%	18.41%	17.51%
<b>LNG专项设备</b>						
销售收入	27.44	21.25	72.44	94.17	113.01	135.61
增长率 (YOY)	23.83%	-22.56%	240.89%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	40.74%	42.45%	50.76%	48.00%	45.00%	42.00%
销售成本	16.26	12.23	35.67	48.97	62.15	78.65
增长率 (YOY)	11.22%	-24.78%	191.66%	37.28%	26.92%	26.55%
毛利	11.18	9.02	36.77	45.20	50.85	56.96
增长率 (YOY)	48.28%	-19.32%	307.65%	22.93%	12.50%	12.00%
占总销售额比重	3.28%	2.22%	6.51%	7.21%	7.30%	7.40%
占主营业务利润比重	3.11%	2.13%	7.66%	8.31%	7.72%	7.15%
<b>其它</b>						
销售收入	39.81	58.13	71.85	185.37	296.60	415.24
增长率 (YOY)	6.99%	46.02%	23.60%	158.00%	60.00%	40.00%
毛利率	50.54%	55.86%	49.00%	49.00%	48.00%	48.00%
销售成本	19.69	25.66	36.64	94.54	154.23	215.92
增长率 (YOY)	4.29%	30.32%	42.79%	158.02%	63.14%	40.00%
毛利	20.12	32.47	35.21	90.83	142.37	199.31
增长率 (YOY)	9.77%	61.38%	8.44%	157.97%	56.73%	40.00%
占总销售额比重	4.76%	6.07%	6.45%	14.20%	19.16%	22.66%
占主营业务利润比重	5.59%	7.67%	7.33%	16.70%	21.61%	25.02%
<b>销售收入小计</b>	<b>837.17</b>	<b>957.59</b>	<b>1113.20</b>	<b>1305.62</b>	<b>1547.87</b>	<b>1832.32</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>477.11</b>	<b>534.38</b>	<b>633.10</b>	<b>761.85</b>	<b>889.21</b>	<b>1035.70</b>
<b>毛利</b>	<b>360.06</b>	<b>423.21</b>	<b>480.10</b>	<b>543.77</b>	<b>658.66</b>	<b>796.61</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>43.01%</b>	<b>44.20%</b>	<b>43.13%</b>	<b>41.65%</b>	<b>42.55%</b>	<b>43.48%</b>

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 风险提示

- 1、车用设备在手订单下滑，导致业绩低于预期
- 2、宏观经济波动风险和油价波动风险
- 3、船用装备业务扩展低于预期风险
- 4、业务布局整合低于预期风险

至12月31日	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1224	1912	1897	2198	2580
货币资金	334	1062	843	975	1143
应收及预付	330	509	636	736	870
存货	560	340	417	487	568
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	280	442	466	512	557
长期股权投资	3	4	4	4	4
固定资产	137	138	135	132	127
在建工程	100	251	301	351	401
无形资产	30	38	26	25	25
其他长期资产	10	11	0	0	0
<b>资产总计</b>	1504	2354	2363	2710	3136
<b>流动负债</b>	897	859	724	854	1005
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	897	691	724	854	1005
其他流动负债	0	168	0	0	0
<b>非流动负债</b>	28	26	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	28	26	0	0	0
<b>负债合计</b>	926	885	724	854	1005
股本	56	148	148	148	148
资本公积	78	902	902	902	902
留存收益	445	587	755	972	1247
归属母公司股东权	579	1470	1637	1854	2129
少数股东权益	0	0	2	2	2
<b>负债和股东权益</b>	1504	2354	2363	2710	3136

至12月31日	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	958	1113	1306	1548	1832
营业成本	534	633	762	889	1036
营业税金及附加	8	11	13	15	18
销售费用	95	98	118	139	165
管理费用	124	180	261	286	330
财务费用	1	-2	-9	-8	-9
资产减值损失	11	13	17	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	184	181	145	215	282
营业外收入	25	25	57	40	40
营业外支出	0	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	210	206	201	253	321
所得税	30	29	32	36	46
<b>净利润</b>	180	177	169	217	275
少数股东损益	0	0	2	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	180	177	167	217	275
EBITDA	207	205	165	232	299
EPS (元)	3.18	1.19	1.13	1.47	1.86

	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	136	64	-202	154	189
净利润	180	177	169	217	275
折旧摊销	10	13	13	14	15
营运资金变动	-63	-139	-356	-50	-73
其它	10	13	-29	-28	-28
<b>投资活动现金流</b>	-77	-184	8	-21	-21
资本支出	-66	-167	8	-21	-21
投资变动	-11	-16	0	0	0
其他	0	-2	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-28	852	-26	0	0
银行借款	50	80	0	0	0
债券融资	-50	-80	-26	0	0
股权融资	0	900	0	0	0
其他	-28	-48	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	31	731	-219	132	167
<b>期初现金余额</b>	342	334	1062	843	975
<b>期末现金余额</b>	372	1065	843	975	1143

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	14.4	16.2	17.3	18.6	18.4
营业利润增长	18.1	-1.7	-20.1	48.3	31.3
归属母公司净利润增长	20.0	-1.7	-5.2	29.8	26.5
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	44.2	43.1	41.6	42.6	43.5
净利率	18.8	15.9	13.0	14.0	15.0
ROE	31.0	12.0	10.2	11.7	12.9
ROIC	69.7	40.8	16.2	21.3	24.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	61.5	37.6	30.6	31.5	32.1
净负债比率	-0.6	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5
流动比率	1.36	2.23	2.62	2.57	2.57
速动比率	0.71	1.79	1.96	1.94	1.94
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.66	0.58	0.55	0.61	0.63
应收账款周转率	4.37	3.37	2.63	2.63	2.63
存货周转率	0.92	1.41	1.83	1.83	1.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.18	1.19	1.13	1.47	1.86
每股经营现金流	2.41	0.43	-1.36	1.04	1.27
每股净资产	10.26	9.93	11.06	12.53	14.39
<b>估值比率</b>					
P/E	-	62.5	44.1	34.0	26.9
P/B	-	7.5	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	-1.6	48.7	39.6	27.7	20.9

## 广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。