



东兴证券
DONGXING SECURITIES

LNG装备重回增长通道，氢能装备持续布局有望放量

——富瑞特装（300228）2016 年年报及 2017 年一季报点评

2017 年 04 月 27 日

强烈推荐/首次

富瑞特装

财报点评

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

事件：

公司发布 2016 年年度报告，2016 年公司实现营业收入 8.86 亿元，同比降低 31.99%；实现归母净利润-2.99 亿元，同比降低 1923.71%，由盈转亏；EPS 为-0.63 元。

公司发布 2017 年一季度报告，2017 年一季度公司实现营业收入 3.20 亿元，同比增长 141.65%；实现归母净利润 1859 万元，同比增长 171.91%，扭亏为盈；EPS 为 0.04 元。

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万元）	154.32	403.81	132.52	229.84	209.89	314.25	320.24
增长率（%）	-68.22%	-11.68%	-66.83%	-33.52%	36.01%	-22.18%	141.65%
毛利率（%）	25.25%	26.69%	12.63%	25.60%	25.09%	26.54%	28.44%
期间费用率（%）	50.63%	27.79%	40.52%	35.62%	36.88%	40.70%	24.28%
营业利润率（%）	-26.16%	-6.84%	-33.80%	-20.49%	-18.31%	-70.24%	3.21%
净利润（百万元）	-30.98	-9.22	-29.06	-49.72	-29.70	-188.79	14.25
增长率（%）	-148.91%	-126.24%	-200.21%	-313.64%	-04.13%	1948.05%	-149.05%
每股盈利（季度，元）	-0.10	-0.03	-0.09	-0.10	-0.08	-0.41	0.04
资产负债率（%）	44.23%	47.27%	47.42%	46.60%	44.34%	54.47%	55.78%
净资产收益率（%）	-1.52%	-0.45%	-1.43%	-2.48%	-1.50%	-10.56%	0.80%
总资产收益率（%）	-0.85%	-0.24%	-0.75%	-1.32%	-0.83%	-4.81%	0.35%

观点：

➤ 行业低迷致使2016年全年亏损，2017Q1业绩亮眼，拐点已现

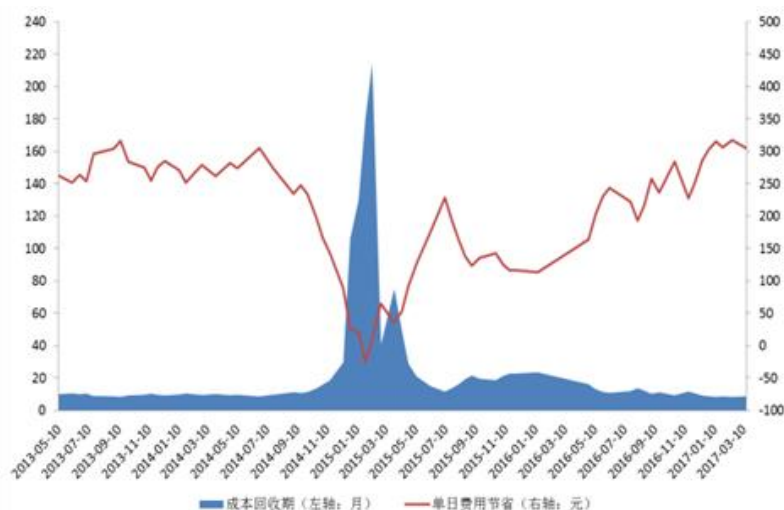
公司2016年实现营业收入8.86亿元，同比降低31.99%，其中低温储运应用设备实现销售收入4.19亿元，同比降低54.60%。公司低温储运应用设备主要包括车、船用的LNG气瓶、供气系统等产品，一直以来公司营业收入增长的主要驱动业务。2014-2016年公司低温储运应用设备占主营业务收入比例分别为79.31%、70.87%和47.31%，产品毛利率分别为37.01%、30.08%和19.80%。从2015年起，由于国际原油价格暴跌带来国内成品油价相应下行，同时天然气价格机制尚未理顺，使得油气价差收窄，天然气汽车应用的经济性大大降低，LNG应用装备的市场需求大幅减少，造成了公司低温储运应用设备的销售收入大幅度萎缩和毛利率下降，同时公司在2016年计提了约2亿的资产减值损失，对公司年度业绩造成了不利影响。

公司2017Q1实现营业收入320.24亿元，同比增长达到141.65%，实现归母净利润1859万元，扭亏超过4000万元，预收账款为2.76亿元，较2016年末增加8345万元，表明公司气瓶设备的需求复苏和整体接单能力回暖。2016年1月起油价上涨以及2015年非民用天然气下调0.7元/方共同使得了油气价差拉大，油气价差是天然气终端应用的核心驱动力，在现有油气价差及国家对清洁能源应用的支持政策下，LNG应用的经济性和装备市场的需求有了明显改善。

➤ 车用天然气经济性再现，LNG装备重回增长通道

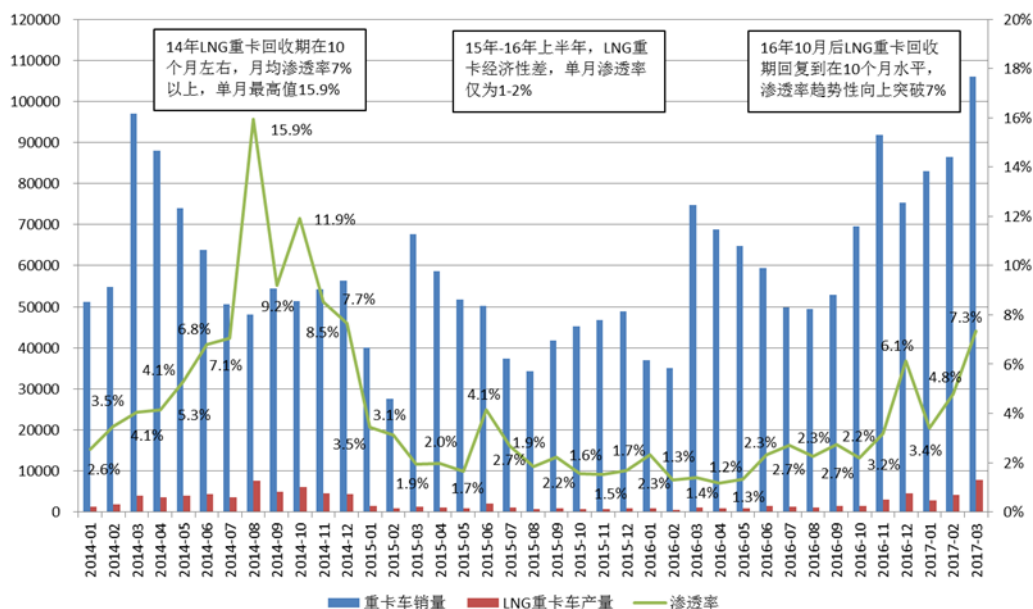
天然气汽车的保有量增速对于天然气经济性指标十分敏感，以LNG重卡车为例，2014年11月LNG重卡车的成本回收期在10个月以下，之后由于油气价差收窄，成本回收期逐步上升使得LNG重卡车几乎没有经济性，产销量也极度低迷，2016年随着油价上涨LNG重卡回收期逐步恢复到2014年水平。2014年，LNG重卡车单月渗透率平均约为8%，峰值为15.9%，2015年渗透率在1-2%之间，2016年10月后渗透率逐渐回复到了5%左右，在今年3月渗透率达到了7.3%。我们判断未来油气价差将维持或进一步拉大，LNG重卡车渗透率将趋势性突破10%，带动LNG装备应用市场重回上升通道。

图 1: 2013-2017 年 LNG 重卡车平均成本回收期



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：2014-2017 年 LNG 重卡车产量及渗透率



资料来源：Wind，第一商用车网，东兴证券研究所

➤ 持续布局氢能装备业务，有望放量

公司长期以来持续布局燃料电池产业链和氢能装备的业务，2014 年公司投资氢阳能源从事常温常压液态有机储氢材料的开发和产业化试验，目前公司积极开展高压车用氢气瓶、加氢站等氢能应用装备的技术和产品的研发。公司 2016 年 11 月与普拉格能源及国内某专用车有限公司共同签订了《燃料电池物流车示范推广应用合作开发框架协议》，目标在 2017-2019 年三年内完成 13500 辆燃料电池商用汽车的示范推广应用，其中 2017 年完成 500 辆。预计 2017 年公司通过燃料电池物流车的供氢系统和加氢站设备实现销售收入约 1 亿元，未来随着燃料电池商用车的商业化应用，公司氢能装备业务有望放量，增厚公司业绩。

盈利预测与投资评级：

我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 16.9 亿元、24.9 亿元和 35.1 亿元，净利润分别为 1.39 亿元、2.17 亿元和 2.77 亿元，EPS 分别为 0.29 元、0.46 元和 0.59 元，对应 PE 分别为 40.0X、25.8X 和 20.1X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，目标价 14 元。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,303.39	886.50	1,687.42	2,494.86	3,513.07
增长率（%）	-34.95%	-31.99%	90.35%	47.85%	40.81%
净利润（百万元）	12.08	-297.27	139.26	216.65	277.38
增长率（%）	-94.40%	-2560.48	-146.85	55.58%	28.03%
净资产收益率（%）	0.82%	-17.29%	7.66%	11.00%	12.82%
每股收益(元)	0.06	-0.63	0.29	0.46	0.59
PE	196.17	-18.68	40.05	25.75	20.11
PB	1.71	3.21	3.07	2.83	2.58

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

风险提示：

油价下跌风险，LNG 装备市场竞争加剧，氢能装备拓展不及预期。

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		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2447	2174	1806	2348	2987	营业收入	1303	887	1687	2495	3513
货币资金	745	496	638	823	878	营业成本	912	675	1136	1657	2355
应收账款	817	655	555	684	962	营业税金及附加	9	12	17	25	35
其他应收款	17	15	29	43	60	营业费用	87	99	110	175	246
预付款项	61	71	71	71	71	管理费用	220	194	270	399	562
存货	657	806	467	681	968	财务费用	41	48	30	18	24
其他流动资产	37	48	48	48	48	资产减值损失	39.17	198.57	2.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1400	1753	1437	1313	1187	公允价值变动收益	-0.43	0.55	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	82	65	45	45	45	投资净收益	-4.52	-11.93	2.00	0.00	0.00
固定资产	951.59	1174.5	1062.9	938.19	842.51	营业利润	-11	-351	125	221	290
无形资产	185	225	210	195	180	营业外收入	20.44	21.87	23.00	25.00	25.00
其他非流动资产	56	63	0	0	0	营业外支出	1.05	3.98	1.00	0.00	0.00
资产总计	3846	3927	3244	3661	4174	利润总额	9	-333	147	246	315
流动负债合计	1731	1888	1193	1459	1777	所得税	-3	-36	7	30	38
短期借款	742	867	338	509	661	净利润	12	-297	139	217	277
应付账款	561	599	622	726	903	少数股东损益	-4	1	0	0	0
预收款项	151	193	193	193	193	归属母公司净利润	16	-299	139	217	277
一年内到期的非流	3	44	0	0	0	EBITDA	273	13	282	364	440
非流动负债合计	87	251	173	173	173	BPS (元)	0.06	-0.63	0.29	0.46	0.59
长期借款	55	173	173	173	173	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1818	2139	1366	1631	1950	成长能力					
少数股东权益	20	61	61	61	61	营业收入增长	-34.95	-31.99	90.35%	47.85%	40.81%
实收资本(或股本)	292	471	474	474	474	营业利润增长	-104.43	3171.3	-135.49	77.55%	31.20%
资本公积	1027	864	864	864	864	归属于母公司净利润	-146.63	55.58%	-146.63	55.58%	28.03%
未分配利润	615	313	362	438	535	获利能力					
归属母公司股东权	2008	1727	1817	1969	2163	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	3846	3927	3244	3661	4174	净利率(%)	0.93%	-33.53	8.25%	8.68%	7.90%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	0.43%	-7.60%	4.29%	5.92%	6.65%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	0.82%	-17.29	7.66%	11.00%	12.82%
经营活动现金流	67	-64	684	97	11	偿债能力					
净利润	12	-297	139	217	277	资产负债率(%)	47%	54%	42%	45%	47%
折旧摊销	242.76	316.05	0.00	124.77	125.67	流动比率	1.41	1.15	1.51	1.61	1.68
财务费用	41	48	30	18	24	速动比率	1.03	0.72	1.12	1.14	1.14
应收账款减少	0	0	101	-129	-279	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.37	0.23	0.47	0.72	0.90
投资活动现金流	-432	-267	190	0	0	应收账款周转率	2	1	3	4	4
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	应付账款周转率	2.22	1.53	2.76	3.70	4.31
长期股权投资减少	0	0	40	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-5	-12	2	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.06	-0.63	0.29	0.46	0.59
筹资活动现金流	647	84	-695	88	44	每股净现金流(最新)	0.96	-0.53	0.38	0.39	0.12
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.87	3.67	3.83	4.15	4.56
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	157	178	3	0	0	P/E	196.17	-18.68	40.05	25.75	20.11
资本公积增加	633	-163	0	0	0	P/B	1.71	3.21	3.07	2.83	2.58
现金净增加额	282	-248	179	185	55	EV/EBITDA	12.78	468.58	19.35	14.93	12.57

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

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。

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。

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法律责任。

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。