

厚普股份 (300471)

加气设备龙头再启程，页岩气开发带来新机遇

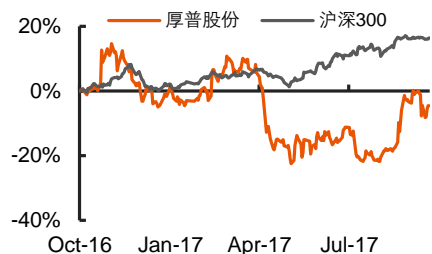
强烈推荐 (首次)

现价: 17.17 元

主要数据

行业	机械
公司网址	www.hqhop.com
大股东/持股	江涛/32.28%
实际控制人	江涛
总股本(百万股)	371
流通 A 股(百万股)	217
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	63.66
流通 A 股市值(亿元)	37.21
每股净资产(元)	4.60
资产负债率(%)	35.40

行情走势图



证券分析师

黎焜 投资咨询资格编号
S1060516060001
021-38640739
LIKUN235@PINGAN.COM.CN

研究助理

胡小禹 一般从业资格编号
S1060116080082
021-38643531
HUXIAOYU298@PINGAN.COM.CN

吴文成 一般从业资格编号
S1060117080013
021-20667267
WUWENCHENG128@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **从加气设备制造商到清洁能源整体解决方案提供商:** 厚普股份是我国加气设备龙头企业，国内市占率接近 40%。2015 年公司收购四川宏达(能源工程设计与总包)和成都科瑞尔(低温制冷技术)，2016 年收购重庆欣雨(压力容器设计制造)，公司逐渐具备了为天然气全产业链提供装备的能力，及为清洁能源领域提供整体解决方案的能力。未来公司将重点围绕全资子公司四川宏达，全面展开全产业链发展战略。
- **LNG 重卡渗透率持续提升，加气站需求有望恢复:** 随着我国环保政策日趋严格，及国内油气改革逐步深入推进，未来 5 年，我国天然气行业将迎来快速发展的黄金时期。2017 年 1-8 月份，我国 LNG 重卡累计总销量达 55312 辆，同比增长 547.30%。我们认为今年 LNG 重卡产销两旺的主要原因之一是环保政策趋严，而这个因素在未来仍将继续存在，LNG 重卡的渗透率有望进一步提升，并进而带动对 LNG 加气站的需求。
- **与永川政府签订合作协议开发页岩气，明后年业绩将显著增厚:** 2017 年 8 月 28 日，厚普股份与重庆市永川区人民政府签订了《页岩气综合利用战略合作协议》，预计整个协议投资规模总计约人民币 40 亿元。协议的条款显示，公司在整个协议执行过程中享有比较大的主动权，协议所涉及的项目有望较大比例转化为公司的营业收入，显著增厚明后年业绩。
- **投资建议:** 随着四川宏达等公司的收购完成，厚普股份已经从单纯的加气设备制造商，转型成为清洁能源整体解决方案提供商。2017 年 8 月，公司与重庆市永川区政府签订合作协议开发页岩气，协议共涉及投资约 40 亿，预计将显著增厚公司明后年业绩。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.46 元、0.81 元、1.19 元，对应当前股价的市盈率分别为 38 倍、21 倍、15 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** (1) 油气改革进展不及预期; (2) 与永川市政府的协议进展不及预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1113	1,301	1,561	2,672	3,478
YoY(%)	16.2	16.9	20.0	71.2	30.2
净利润(百万元)	177	167	169	300	439
YoY(%)	-1.7	-5.2	1.2	76.9	46.7
毛利率(%)	43.1	35.3	30.9	29.0	29.9
净利率(%)	15.9	12.9	10.8	11.2	12.6
ROE(%)	12.0	9.8	9.2	15.4	20.0
EPS(摊薄/元)	0.48	0.45	0.46	0.81	1.19
P/E(倍)	36.1	38.0	37.6	21.2	14.5
P/B(倍)	4.3	3.8	3.5	3.3	2.9

正文目录

一、从设备制造商到清洁能源整体解决方案提供商	4
1.1 厚普股份是全球加气设备供应商龙头	4
1.2 收购四川宏达，向整体解决方案提供商转型	6
1.3 2016 年是公司业绩低点，转型成功迎来新机遇	7
二、环保政策推动天然气产业发展，公司有望持续受益	8
3.1 环保政策发力，天然气消费迎来高增长	8
2.2 LNG 重卡渗透率有望继续提升，带动加气设备需求恢复	9
三、与永川政府签订合作协议，明后年业绩有望大幅增长	12
3.1 与永川政府签订合作协议开发页岩气，涉及总投资额约 40 亿	12
3.2 2017 年-2020 年将是重庆市页岩气开发利用的投资高潮期	13
四、投资建议	15
五、风险提示	16

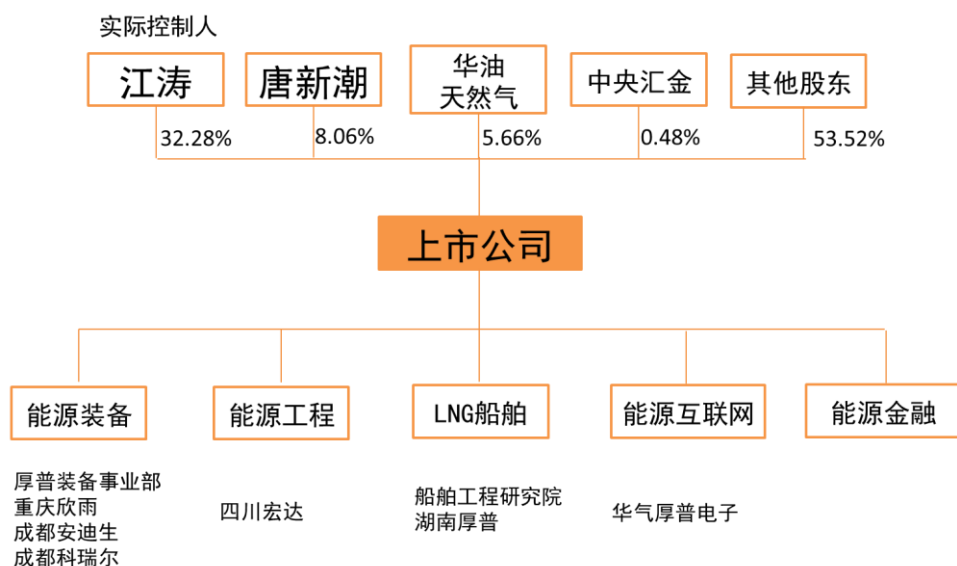
图表目录

图表 1	厚普股份股权结构及业务板块	4
图表 2	公司主要加气设备	4
图表 3	CNG 加气站	5
图表 4	LNG 加气站	5
图表 5	厚普股份已具备为天然气全产业链供应设备的能力	5
图表 6	四川宏达业务领域及代表性项目	6
图表 7	厚普股份全资收购四川宏达, 产生 1+1 大于 2 的效果	7
图表 8	公司加气设备销售收入(亿元)	7
图表 9	公司各类收入占比(%)	7
图表 10	公司历年营业收入(亿元)	8
图表 11	公司历年归母净利润(亿元)	8
图表 12	2017 年上半年上市公司各项收入及占比	8
图表 13	天然气的优势	9
图表 14	我国天然气发展的十二五成就和十三五规划	9
图表 15	我国天然气重卡和柴油重卡经济性分析	10
图表 16	我国 LNG 重卡销量(辆)	10
图表 17	我国 LNG 重卡产量渗透率(%)	11
图表 18	我国各地出台的针对柴油车的环保政策	11
图表 19	我国加气站数量	12
图表 20	厚普股份与永川政府合作协议的具体项目计划	13
图表 21	重庆市页岩气投资规划(2017-2020 年)(亿元)	14
图表 22	我国煤、天然气和原油的储产比(年)	15
图表 23	页岩气藏示意图	15
图表 24	公司产品营业收入及毛利率预测	16

一、从设备制造商到清洁能源整体解决方案提供商

2015年6月上市之初，厚普股份是一家专门从事天然气汽车加气设备制造及其信息监管系统集成的公司。通过2015年收购四川宏达(能源工程设计与总包)和成都科瑞尔(低温制冷技术)，2016年收购重庆欣雨(压力容器设计制造)，公司逐渐具备了为天然气全产业链提供装备的能力，及为清洁能源领域提供整体解决方案的能力。未来公司将重点围绕全资子公司四川宏达，全面展开天然气全产业链发展战略。

图表1 厚普股份股权结构及业务板块



资料来源：公司半年报、招股说明书，平安证券研究所

1.1 厚普股份是全球加气设备供应商龙头

加气站，主要用于为天然气动力汽车加注天然气，按照加注天然气的形态不同可分为CNG（压缩天然气）加气站和LNG（液化天然气）加气站。加气设备是厚普股份的起家之本。CNG加气站在国内应用及普及时间相对较早，公司在成立以后，即开始涉足CNG加气机等CNG加气设备的生产制造及相关信息技术的研发；公司从2007年开始介入LNG加气产品的技术储备和研发，2010年LNG加气设备开始为公司贡献营业收入，2011年LNG加气设备超过CNG加气设备成为公司最大的收入来源。

图表2 公司主要加气设备

分类	产品	用途
CNG 加气设备	触摸屏加气机	目前较先进的 CNG 加气机
	通用性智能加气机	一种用于贸易结算并具有网络化管理、高安全性的加气计量装置
	程序控制盘	用于 CNG 加气机
	CNG 压缩天然气加气机检定装置	用来检测加气机的准确性和重复性
LNG 加气	LNG 加气站成套设备	为 LNG 重卡等加注 LNG

分类	产品	用途
设备	L-CNG 加气站成套设备	用于将 LNG 转换为 CNG, 并为 CNG 汽车储气瓶充装 CNG
	L-CNG/LNG 加气站成套设备	同时可以加注 LNG 和 CNG 的成套装备

资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

公司 CNG 加气设备的销量远高于 LNG 加气设备, 但 LNG 加气设备对技术的要求更高, 因此单价也远高于 CNG 加气站, 根据公司以往的经营数据, CNG 加气设备平均约 9 万-10 万元/套, LNG 加气站成套设备价格达到 220 万-250 万/套。

图表3 CNG 加气站



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

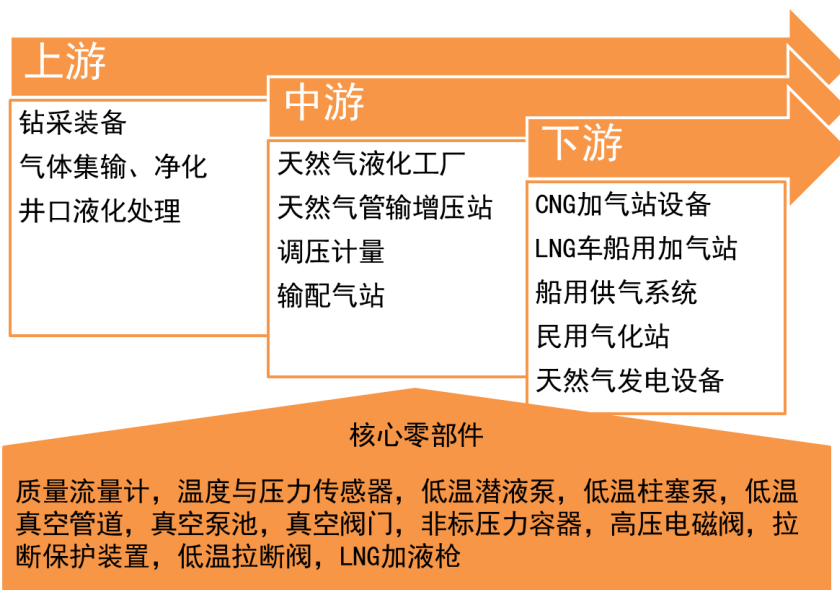
图表4 LNG 加气站



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

厚普股份是我国最早的加气设备制造商之一, 在此领域竞争优势明显, 目前市场份额在 30%-40% 左右。得益于连续成功的收购, 目前厚普股份的产品已不仅仅局限于 CNG、LNG 加气设备, 而是有了为天然气全产业链供应设备的能力, 在天然气设备领域的竞争力和知名度进一步提升。

图表5 厚普股份已具备为天然气全产业链供应设备的能力



资料来源: 公司年报, 半年报, 平安证券研究所

1.2 收购四川宏达，向整体解决方案提供商转型

收购四川宏达，使公司完成了从一个设备制造商到一个解决方案提供商的转型。四川宏达自身是一个能源工程解决方案提供商，其以设计为基础，向客户提供天然气、光伏、环保等行业的项目策划、工程咨询、专业尽职调查、工艺包研发、工程总承包、项目管理、工程设计等全过程、全方位技术服务。图表 6 为四川宏达历史上的代表性项目，可以看到四川宏达大部分业务集中在天然气领域，上中下游的业务都有涉及。

图表6 四川宏达业务领域及代表性项目

领域	代表性项目
石油天然气开采运输	中石油西南油气田分公司各气矿、作业区钻前工程、气田地面集输、气田管线安全隐患整改、智能检测及缺陷修复、排污系统改造、管线迁改等
	云南省水富至昭通 280KM 天然气输送管道工程
	贵州省中缅管道支线瓮安都匀-瓮安输气管线工程、华能焦化 120 万方/天焦炉煤气工程中铝贵州分公司“油改气”配套焦炉煤气长输管线项目
	四川省中石化达竹、淮口、达州、罗江、巴中等各地加油站、油库新建及技改工程；绵阳江油绵洲燃气有限公司江油中坝-青莲天然气管道工程
化工领域(LNG 液化站)	中石油西南油气田分公司重庆市北碚、巴南、九龙、合川、大竹等公管中心各类新建、技改工程及加油站油气回收改造工程
	山西省天然气公司灵石通义公司天然气液化天然气（5×104m3/d）、压缩天然气（10×104m3/d）模块化调峰工程
	重庆民生能源股份有限公司丁家（5×104m3/d）、石柱黄水（10×104m3/d）深冷调峰工程天然气
	内蒙古鄂托克前旗叶天然气液化厂（15×104m3/d）
	中海油湖北三江液化天然气有限责任公司鄂州撬装液化装置建设工程（3×104Nm3/d）
燃气	云南水富中城液化天然气有限公司天然气液化工厂（30×104m3/d）
	云南省昆明市、昭通市（含十县一区）、普洱市、个旧市、玉溪市景谷县、罗平县、弥勒县、会泽县、易门县等各级市、区、县天然气气化项目及各级地方燃气输配系统
	贵州省贵阳市、黔东南地区从江县、容江县、遵义市、瓮安县、丹寨县城市天然气供气工程及各级地方燃气管道供气工程
	四川省成都市、德阳、遂宁、峨眉山市、攀枝花、达州、南充、等各级市、区、县天然气气化项目及各级地方燃气输配系统工程
	重庆市、江津、合川、长寿、忠县、秀山、互助、巫山等十余市区县天然气利用供气工程

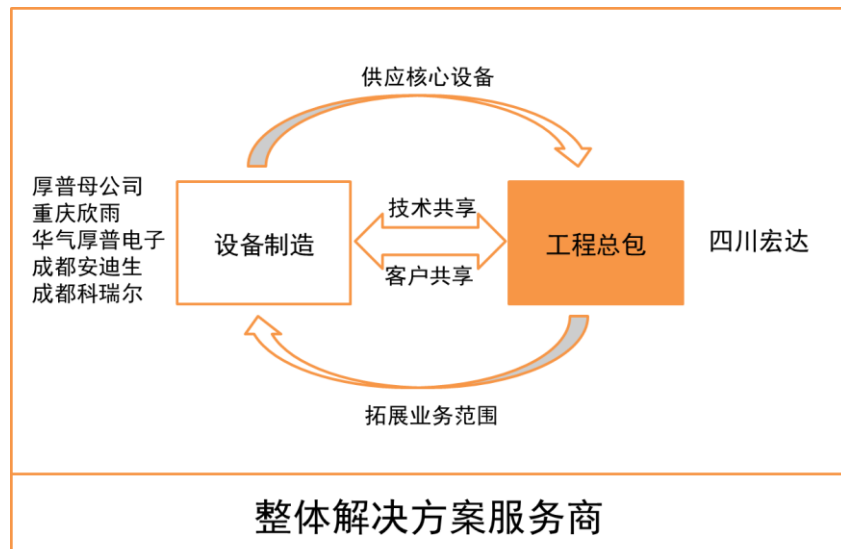
资料来源：宏达官方网站，平安证券研究所

厚普股份母公司与四川宏达在业务上有很强的互补性：

- （1）首先厚普股份母公司可以为四川宏达供应核心设备，大大增强了宏达的竞争力；
- （2）另一方面，四川宏达的加入，大大拓宽了厚普股份的业务范围，使其由一个设备供应商，向清洁能源整体解决方案服务商转型；
- （3）最后，二者同作为重点布局天然气行业的公司，在上下游的资源及技术方面的共享，产生了1+1 大于 2 的效果。

公司提出“未来公司全产业链发展战略将重点围绕全资子公司宏达展开”。自从四川宏达被收购以来，二者之间的协同作用和互补性体现的很明显，2017年上半年，四川宏达营业收入和净利润分别达到1.86亿元和1712万元，已经超过了其2016年整体营业收入(1.64亿元)和净利润(812万元)，其与母公司之间良好的化学反应正在发生。

图表7 厚普股份全资收购四川宏达，产生1+1大于2的效果

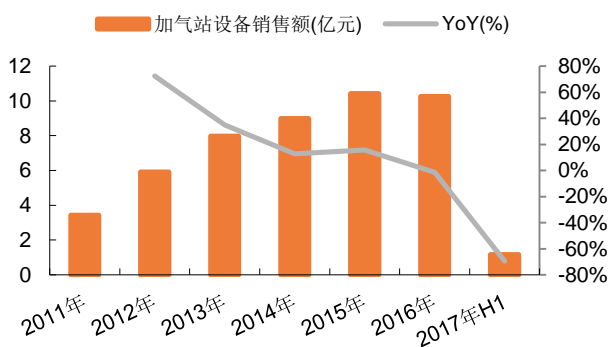


资料来源：新闻整理、招股说明书、公司公告，平安证券研究所

1.3 2016 年是公司业绩低点，转型成功迎来新机遇

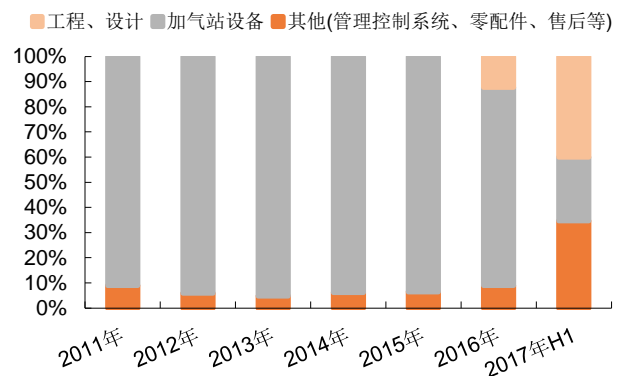
2005年-2015年是我国加气站数量高速增长阶段，同时也是厚普股份快速发展的阶段。2011年到2015年，厚普股份加气设备收入从3.43亿增长到10.41亿，复合增速达到32%。2015年以后，受到全球原油价格大幅下跌的影响，国内车用天然气的性价比下降，国内加气站建设有所放缓，这对厚普股份的加气设备销售有较大影响，2016年及2017年上半年，公司加气设备销售收入都出现了下滑，其中2017年上半年同比下降了69.45%，同时加气设备销售收入在总收入中的占比也在降低。

图表8 公司加气设备销售收入(亿元)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

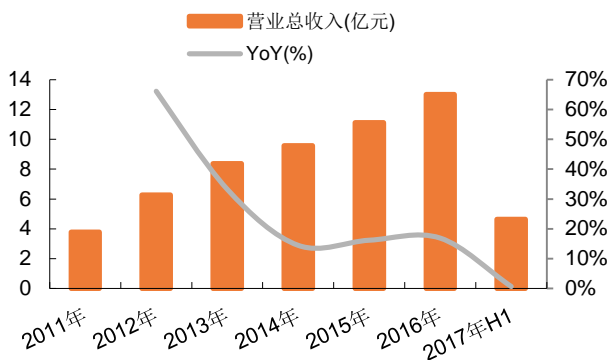
图表9 公司各类收入占比(%)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

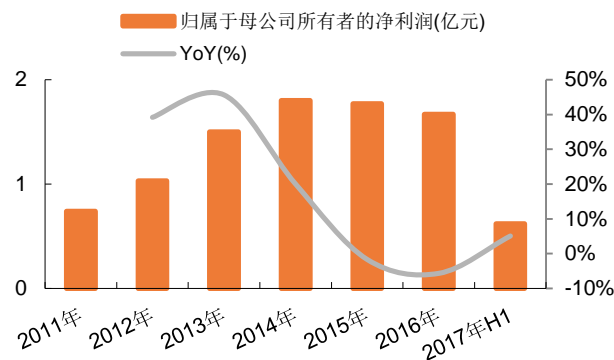
尽管上市公司加气设备收入下滑，但由于成功收购了四川宏达，上市公司 2017 年上半年的总营业收入和归母净利润同比都有了小幅增长。上市公司提出未来公司的全产业链发展战略将重点围绕四川宏达展开，二者之间的协同效应已经开始显现。

图表10 公司历年营业收入(亿元)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表11 公司历年归母净利润(亿元)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表12 2017年上半年上市公司各项收入及占比

产品	营业收入(亿元)	占比(%)
工程、设计收入	1.85	40.0%
加气设备	1.17	25.3%
其他	1.61	34.7%
合计	4.63	

资料来源:2017年半年报, 平安证券研究所

二、 环保政策推动天然气产业发展，公司有望持续受益

3.1 环保政策发力，天然气消费迎来高增长

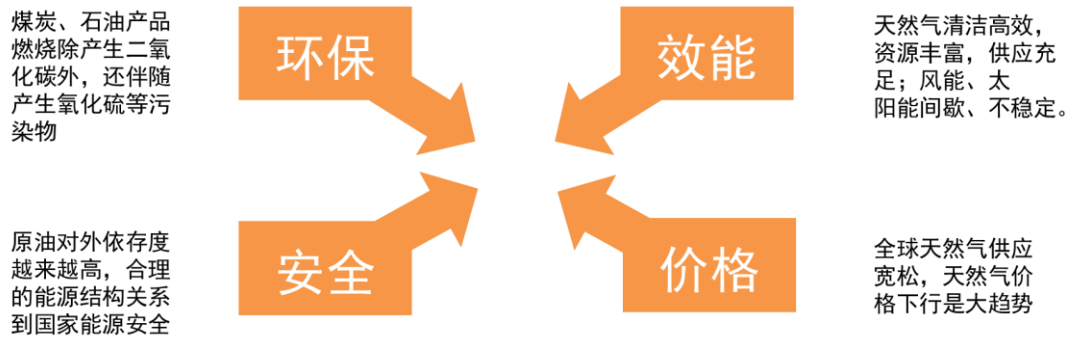
天然气行业是一个充满朝气的行业。我国是化石能源消费大国，但大量的煤炭、石油的燃烧已经导致了严重的环境问题。与煤炭、石油相比，天然气是非常清洁的能源。常用燃煤中除含有碳元素外，还含有硫、氮、磷、砷等元素，燃烧产生二氧化硫、氧化氮、粉尘等有害物质，并残留大量废渣；常用的石油产品如汽油、柴油、煤油等，其主要成分为大分子烷烃，常无法完全燃烧而排放大量油烟，另外汽油中也常含有硫、铅等有害健康的元素。

天然气主要成分是甲烷，很容易完全燃烧；且其中所含的硫、氮等元素非常少，与煤炭、石油等燃料相比，天然气燃烧过程主要产生二氧化碳和水，二氧化硫、氧化氮等影响人类呼吸系统健康的物质极少，产生的二氧化碳也仅为煤的 40% 左右；且由于天然气在常温常压下是气态，燃烧后无废渣、废水产生。

从燃烧效率来看，天然气的燃烧发热量略低于石油，但远高于煤炭，石油的平均低位发热量为 41.87MJ/kg，天然气为 38.97MJ/kg，原煤为 20.93MJ/kg。

总之，天然气较煤炭、石油等而言，在安全性、效率、环保等方面优势非常明显。大量的煤炭、柴油的燃烧是导致我国严重空气污染的重要原因，积极推广天然气等清洁能源，逐步改变当前的能源消费结构，是解决当前环境顽疾的必行之路。目前天然气在我国一次能源消费中的占比仅为 6.2%，该水平远低于全球水平，与美国、俄罗斯等天然气消费大国相比差距更大(2016 年全球 24.1%，美国 31.5%，俄罗斯 52.2%)，未来的提升空间仍然非常巨大。

图表13 天然气的优势



资料来源：《天然气十三五发展规划》，中石油网站，平安证券研究所

我国政府已经意识到当下严重的环境问题，并正在给予高度的重视，天然气产业已成为我国“十三五”期间重点支持的产业之一。十二五期间，天然气在我国一次能源消费中的占比从 4.4% 上升到 5.9%，而《天然气发展十三五规划》提出，到 2020 年，天然气在我国一次能源消费中的占比将达到 10%。考虑到我国能源消费量的不断升高，“十三五”规划的天然气消费量增长较“十二五”期间更加可观。2017 年 7 月 4 日，国家发改委出台了《加快推进天然气利用的意见》，明确提出要将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源之一(过去天然气一直被定位为我国的过渡能源)。随着我国环保政策日趋严格，国内油气改革逐步深入推进，未来 5 年，我国将迎来天然气行业发展的黄金时期。厚普股份作为天然气行业整体解决方案提供商，面临着重大发展机遇。

图表14 我国天然气发展的十二五成就和十三五规划

天然气发展十二五成就和十三五规划			
指标	2010 年	2015 年	2020 年 E
累计探明储量(万亿立方米)	9.1	13	16
产量(亿立方米/年)	952	1350	2070
消费量(亿立方米/年)	1075	1931	3600
占一次能源消费占比(%)	4.4	5.9	10
进口量(亿立方米/年)	170	614	
天然气管道里程(万公里)	4.26	6.4	10.4
管道一次运输能力(亿立方米)	960	2800	4000
LNG 接收能力(万吨/年)	1610	4380	

资料来源：BP，《天然气发展十三五规划》，平安证券研究所

2.2 LNG 重卡渗透率有望继续提升，带动加气设备需求恢复

交通领域是天然气的重要应用领域之一，每年全国所消费的天然气中，有约 14% 用于交通领域。我们认为在天然气逐步成为主体能源的过程中，天然气动力汽车，尤其是 LNG 重卡将会迎来快速发展。

在当前的柴油价格和 LNG 价格下，LNG 重卡有着显著的经济性：以 LNG 价格 4000 元/吨(约 3 元/方)和柴油价格 6 元/L 计，相较于柴油重卡，LNG 重卡每年可节省燃料费 10-11 万。若假设重卡的使用寿命为 5 年，则在整个使用期间，LNG 重卡可节省燃料费用 50-60 万，而 LNG 重卡的价格只比柴油重卡高 8-10 万元。

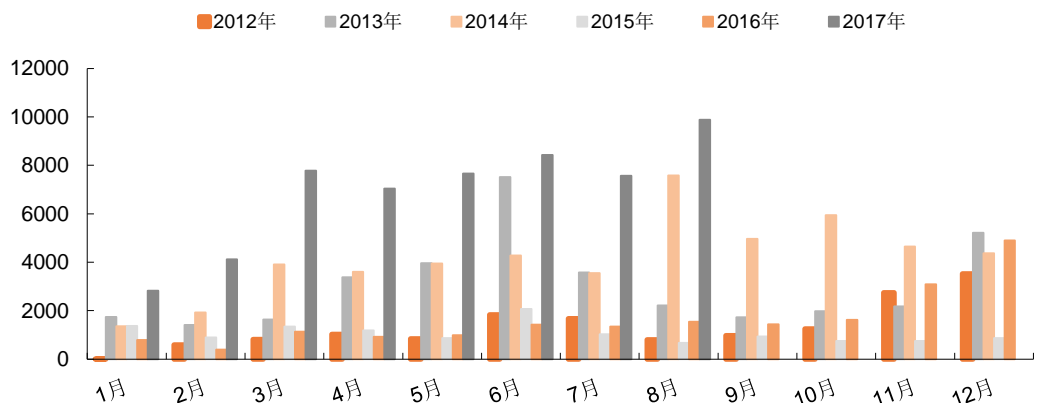
图表15 我国天然气重卡和柴油重卡经济性分析

假设	(以下假设数据仅示意平均水平)
重卡载重量	30 吨
重卡时速	60km/h
每日行程	400km
每年总运输里程	120000km
每百公里耗油量	40L
每百公里耗 LNG 量	50 方
柴油价格	6 元/L
LNG 价格	3 元/方
经济性评价	
每年节约燃料费	10.8 万
LNG 重卡改装费	8-10 万

资料来源：根据中国燃气网，液市网等新闻整理，平安证券研究所

2017 年，我国 LNG 重卡销量增速惊人并持续超预期：8 月份我国共销售 LNG 重卡 9887 辆，同比增长 542.01%；1-8 月份累计总销量达 55312 辆，同比增长 547.30%。今年八月份的 LNG 重卡销量已经达到历史的最高点。

图表16 我国 LNG 重卡销量(辆)



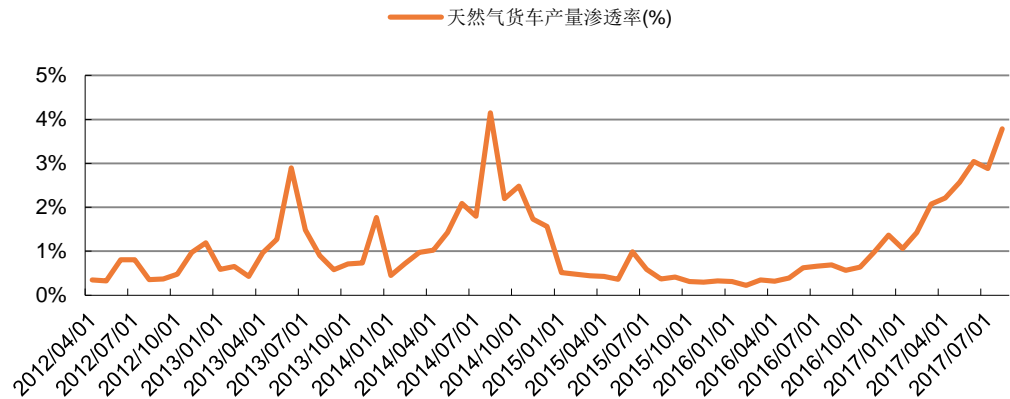
资料来源：wind，平安证券研究所

我们认为，导致今年 LNG 重卡销量增速表现抢眼的原因有三：

- (1) 国际原油价格的回暖，使天然气的性价比提高；
- (2) 国内油气改革取得实质性进展，民营企业开始涉足 LNG 进口，天然气管网定价机制也正在逐步理顺，这些都使国内天然气价格呈下降趋势；
- (3) 环保政策发力，天津、深圳、成都、郑州等城市相继出台限制柴油车进入的政策。

尤其对于第三个因素，在环保政策越来越严厉的情况下，乘用车和轻型货车适合以电动车来代替，而对柴油重卡，LNG重卡几乎是唯一的替代品。一个城市对柴油车的限制，所影响的不仅是该城市的LNG重卡的保有量，而是会带动周围区域的重卡都进行更换。另一方面，我国环保政策政策刚性很强，一经严格执行，只有继续上坡的可能性，而几乎不存在下坡的可能性，因此在今年导致LNG重卡销量快速上涨的因素，以后将仍然持续存在并强化，，因此我们认为我国LNG重卡的渗透率有望进一步提升。

图表17 我国LNG重卡产量渗透率(%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表18 我国各地出台的针对柴油车的环保政策

地区	部门	文件	时间	内容
全国	交通部 发改委 工信部 公安部 等	《促进道路货运行业健康稳定发展行动计划(2017-2020年)》	2017年9月19日	加快中置轴汽车列车等先进车型推广应用，完善制度标准。鼓励各地创新政策措施，推广标准化、厢式化、轻量化、清洁能源货运车辆。
京津冀	环保部	《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》	2017年3月23日	7月底前，天津港不再接收柴油货车运输的集港煤炭。9月底前，天津、河北及环渤海所有集疏港煤炭主要由铁路运输，禁止环渤海港口接收柴油货车运输的集疏港煤炭。
深圳	深圳市政府	《深圳市大气环境质量提升计划(2017—2020年)》	2017年2月13日	全面推动电动、天然气等新能源车替代轻型柴油车。2017年6月底前，依法禁止轻型柴油货车和小型柴油客车新注册登记及转入。
成都	成都市政府	《成都市支持新能源汽车推广应用的若干政策》	2017年7月20日	3年内逐步取消燃油货车车辆入城证发放
郑州	郑州市		2017年8月2日	自10月1日起，全天内重型

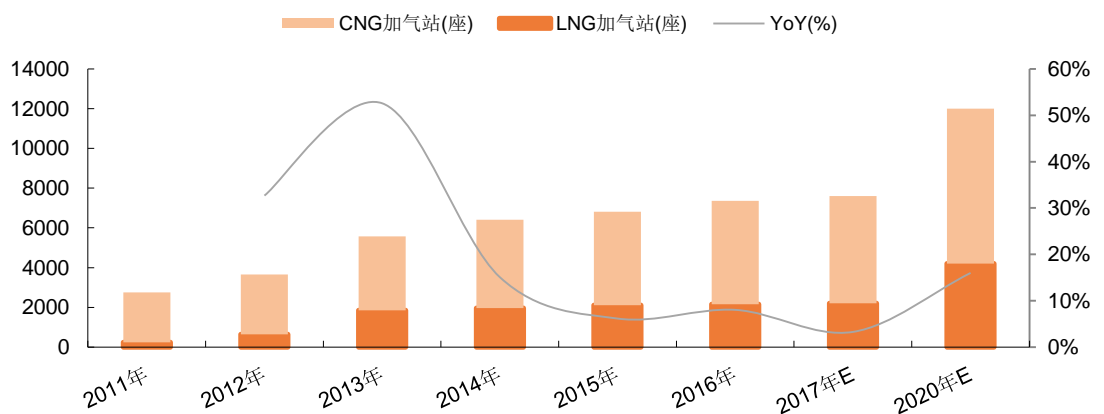
地区	部门	文件	时间	内容
	政府			柴油车禁止驶入郑州市区四环以内道路,西四环(含)以东,北四环(含)以南,107辅道(含)以西,南四环(含)以北范围以内区域
山东	山东省政府	《山东省落实〈京津冀及周边地区2017—2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案〉实施细则》	2017年9月29日	2017年10月起,济南、淄博、济宁、泰安、莱芜、德州、聊城、滨州、菏泽9市禁止销售普通柴油(沿海港口向远洋船舶销售普通柴油除外)和低于国六标准的车用汽柴油

资料来源:各省市政府网站、交通部网站等,平安证券研究所

2016年-2017年是我国加气站建设的低潮期,预计随着我国LNG重卡保有量不断提高,将带动加气站建设的需求逐渐恢复。截至到2016年底,我国共有CNG加气站5196座,LNG加气站2163座,在2010年-2016年之间,新建的CNG和LNG加气站中厚普股份的市占率分别约为38%和39%(按照每座LNG加气站配2套设备、每座CNG加气站配5套设备估算;我们与行业内从业者进行交流,得知CNG加气站配4-6套加气设备室比较常见的状况),在全国有着很强的竞争力。经过15、16年加气站行业的低潮期,作为龙头的厚普股份市占率有望进一步提高。

根据发改委发布的《天然气发展十三五规划》,到2020年各类天然气车辆保有量将达到约1000万辆,产量达到120万台/年,配套建设加气站将超过1.2万座,船用加注站超过200座。随着加气站数量逐渐增加,LNG重卡将有更大的运输半径,二者相互促进,在未来五年有望迎来快速发展。

图表19 我国加气站数量



资料来源:根据产业信息网、厚普股份招股书、国际燃气网等网站整理,平安证券研究所

三、与永川政府签订合作协议,明后年业绩有望大幅增长

3.1 与永川政府签订合作协议开发页岩气,涉及总投资额约40亿

随着公司全产业链布局成效渐显,市场影响力和品牌知名度也在逐步提高。2017年8月28日,厚

普股份与重庆市永川区人民政府签订了《页岩气综合利用战略合作协议》，并就永川区清洁能源综合利用相关项目建立战略合作关系。此次战略合作协议具体包括页岩气综合利用项目、气化长江项目、安全（环保）治理项目等共 9 个项目，共带动投资规模总计约人民币 40 亿元。

图表20 厚普股份与永川政府合作协议的具体项目计划

项目类别	具体项目计划
页岩气综合利用项目	建设 200 万方/天页岩气液化工厂
	2×35MW 级天然气分布式能源项目及园区热力管网建设
	设立售电公司及存量和增量输配电网设施建设
	城市智慧能源监管平台项目
气化长江项目	永川油气电氢加注站项目
	LNG 船舶加气站项目
安全（环保）治理项目	LNG 船舶改造项目
	危险化学品监管平台项目
	固废及废水处理项目

资料来源：公司公告，平安证券研究所

此次厚普股份与永川区政府签订的战略合作协议中，厚普股份的职责明确如下：

- （1）负责永川区清洁能源综合利用项目的投融资工作，并对项目所需资金的募集、投资、管理、控制、退出进行统筹实施。
- （2）负责拟投建项目的工程设计、工程建设、工程采购、工程运营及项目移交等内容。
- （3）在项目需求的前提下，达到相应的投资强度及赋税强度等指标并带动当地产业实现程度规模化。

协议中的权利一项中，**列明的厚普股份的权利也非常值得关注**，协议指出厚普股份享有：

- （1）依据拟投项目的收益测算及整体工程安排进行优先投资项目的选择权。
- （2）拟投建项目的投融资管理及 EPC 总包或分包的安排权利。
- （3）项目投产后的运营、收益、退出等权利。

可以看到，**战略合作协议中给予厚普股份的权利决定了公司在整个协议执行过程中享有比较强的主动权**，协议所涉及的项目有望较大比例转化为公司的营业收入。

3.2 2017 年-2020 年将是重庆市页岩气开发利用的投资高潮期

重庆市是我国率先启动页岩气开发的地区之一。根据重庆市政府 2016 年发布的页岩气开发规划，到 2017 年，页岩气开发利用的累计投资要达到 878 亿元，实现页岩气产能 150 亿立方米/年，全产业链产值 730 亿元；到 2020 年，累计投资要达到 1654 亿元，实现页岩气产能 300 亿立方米/年，全产业链产值 1440 亿元。涪陵、永川、富顺、黔江都是重庆重要的页岩气区块。永川区政府也于 2016 年发布规划，“十三五”期间，永川区政府将与中石化、中石油合作对永川区块进行勘探开发，预计总投资超过 60 亿元，页岩气年产能能力达到 20 亿立方米，产值达到 50 亿元。永川区是页岩气资源富集地区，勘测储量约有 6000 亿立方米，未来页岩气发展潜力巨大。

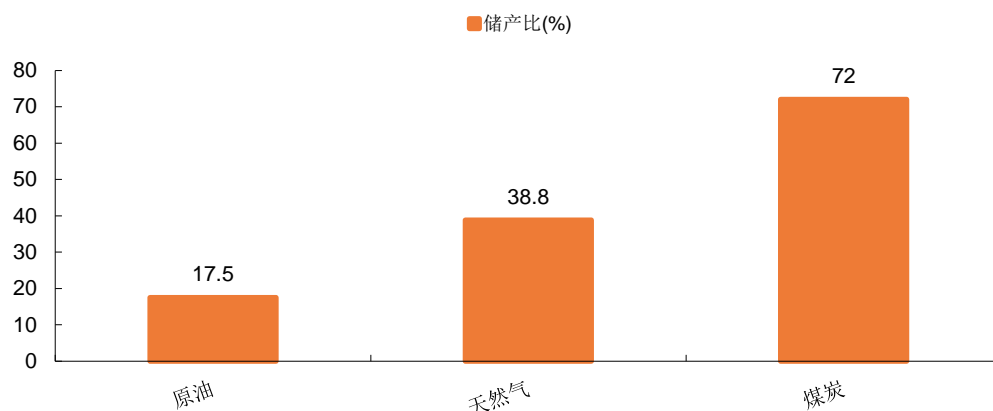
图表21 重庆市页岩气投资规划 (2017-2020年) (亿元)

项目名称	建设内容	2017年			2020年				
		累计投资	产能	产量	产值	累计投资	产能	产量	产值
合计		600	150	100	279	1200	300	200	557
涪陵页岩气开发项目	投产400口井,建成产能110亿立方米/年。	330	100	71	197	360	110	80	222
宣汉—巫溪页岩气开发项目	投产67口井,建成产能80亿立方米/年。	70	15	10	28	300	80	50	139
忠县—丰都页岩气开发项目	投产49口井,建成产能30亿立方米/年。	35	10	5	14	150	30	20	56
彭水页岩气开发项目	部署三维地震150平方公里,投产150口井,建成产能20亿立方米/年。	65	10	5	14	120	20	15	42
丁山核心区页岩气开发项目	钻井25—35口,建成井工厂平台6—10个,建成产能15亿立方米/年。	30	5	3	8	90	15	10	28
荣昌—永川页岩气开发项目	钻井25—35口,建成井工厂平台6—8个,建成产能15亿立方米/年。	20	3	2	6	90	15	10	28
渝西页岩气开发项目	部署三维地震500平方公里,投产24口井,建成产能10亿立方米/年。	20	3	2	6	30	10	5	14
中国石油对外合作项目(大足、荣昌北、富顺—永川)	加大勘探开发力度,力争尽快实现产能。	15	2	1	3	30	10	5	14
其他页岩气开发项目	加大勘探开发力度,力争尽快实现产能。	15	2	1	3	30	10	5	14

资料来源:重庆市政府网,平安证券研究所

我国是煤炭的产销大国,我国煤炭的储量比天然气大很多。根据BP公司的报告,我国天然气和煤炭的储产比分别为38.8年和72年。

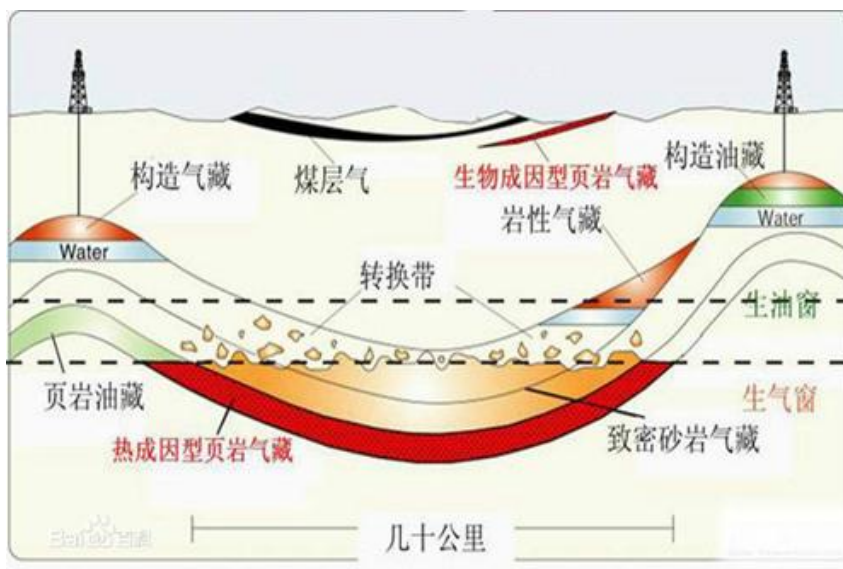
图表22 我国煤、天然气和原油的储产比(年)



资料来源: BP, 平安证券研究所

页岩气的大范围开采使用有望改变天然气在储量上的劣势地位。页岩油气的开发和使用已经在美国取得极大成功,并对全球油气的供需格局产生了极大影响。世界能源研究所的研究称,中国的页岩气储量高达 30 万亿立方米,是美国的左右,是目前我国已探测到的常规气藏的 8 倍左右。随着页岩油气开采技术从美国向全球扩散,我们判断 5-10 年内中国的页岩气有望迎来大规模开采和应用,重庆地区的页岩气开发只是万木之一叶,相信在能源结构转变的大浪潮中,不断成长的厚普股份还会迎来更多机遇。

图表23 页岩气藏示意图



资料来源: 方物网, 平安证券研究所

四、投资建议

全资子公司四川宏达与母公司之间的协同效应逐渐显现,厚普股份已经从之前的加气设备制造商,转型成为清洁能源整体解决方案提供商,未来公司的全产业链布局将围绕四川宏达展开。2017 年 8

月，公司与重庆市永川区政府签订合作协议开发页岩气，协议共涉及投资约 40 亿，预计将显著增厚公司明后年业绩。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.46 元、0.81 元、1.19 元，对应当前股价的市盈率分别为 38 倍、21 倍、15 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

图表24 公司产品营业收入及毛利率预测

产品	指标	2015 年	2016 年	2017 年 E	2018 年 E	2019 年 E
CNG 加气站	营业收入 (亿元)	1.74	1.66	0.71	0.91	1.22
	增速(%)	-0.57%	-4.60%	-57.18%	28.31%	33.33%
	毛利率(%)	55.17%	53.79%	53.21%	53.00%	53.00%
LNG 加气站	营业收入 (亿元)	7.95	7.24	3.10	7.30	12.77
	增速(%)	13.09%	-8.93%	-57.18%	135.35%	75.00%
	毛利率(%)	39.25%	38.08%	38.00%	37.20%	37.20%
能源工程 建设	营业收入 (亿元)		1.59	7.60	15.01	16.90
	增速(%)			377.99%	97.50%	12.59%
	毛利率(%)		14.03%	20.52%	19.10%	19.00%
LNG 船舶	营业收入 (亿元)			0.00	0.10	0.50
	增速(%)					400.00%
	毛利率(%)				28.00%	28.00%
其他	营业收入 (亿元)	1.43	2.52	4.20	3.40	3.40
	增速(%)	78.75%	76.22%	66.67%	-19.05%	0.00%
	毛利率(%)	49.65%	28.97%	40.63%	49.00%	49.00%
合计	营业收入 (亿元)	11.12	13.01	15.61	26.72	34.78
	增速(%)	16.08%	17.00%	19.99%	71.15%	30.19%
	毛利率(%)	43.08%	35.38%	30.89%	29.04%	29.93%

资料来源: wind, 平安证券研究所

五、 风险提示

- (1) 永川页岩气开发项目无法如期进行;
- (2) 国内油气改革推进速度低于预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1639	2141	3967	4116
现金	618	878	1293	1683
应收账款	783	636	1793	1369
其他应收款	43	30	96	68
预付账款	16	40	55	68
存货	149	478	624	792
其他流动资产	29	80	107	136
非流动资产	771	839	1173	1412
长期投资	7	10	14	17
固定资产	193	313	552	750
无形资产	32	37	39	42
其他非流动资产	540	479	568	603
资产总计	2410	2979	5140	5528
流动负债	688	1136	3182	3318
短期借款	0	0	1373	1439
应付账款	303	310	767	618
其他流动负债	385	826	1042	1261
非流动负债	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9
负债合计	697	1146	3191	3328
少数股东权益	33	33	33	34
股本	148	371	371	371
资本公积	973	751	751	751
留存收益	666	786	991	1276
归属母公司股东权益	1680	1800	1916	2167
负债和股东权益	2410	2979	5140	5528

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-96	396	-355	896
净利润	168	169	300	440
折旧摊销	15	18	31	47
财务费用	-5	4	54	98
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-289	207	-739	311
其他经营现金流	15	0	0	0
投资活动现金流	-275	-84	-365	-286
资本支出	241	64	331	235
长期投资	0	-3	-4	-4
其他投资现金流	-34	-24	-37	-54
筹资活动现金流	-75	-53	-238	-286
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	222	0	0
资本公积增加	71	-222	0	0
其他筹资现金流	-147	-53	-238	-286
现金净增加额	-443	259	-958	324

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1301	1561	2672	3478
营业成本	842	1079	1896	2437
营业税金及附加	16	15	18	21
营业费用	106	115	134	151
管理费用	179	164	220	247
财务费用	-5	4	54	98
资产减值损失	21	18	34	45
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	143	167	318	480
营业外收入	57	31	35	37
营业外支出	2	2	1	1
利润总额	199	198	352	516
所得税	31	29	52	76
净利润	168	169	300	440
少数股东损益	1	-0	0	1
归属母公司净利润	167	169	300	439
EBITDA	196	194	392	604
EPS(元)	0.45	0.46	0.81	1.19

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	16.9	20.0	71.2	30.2
营业利润(%)	-20.8	16.7	89.6	51.2
归属于母公司净利润(%)	-5.2	1.2	76.9	46.7
获利能力				
毛利率(%)	35.3	30.9	29.0	29.9
净利率(%)	12.9	10.8	11.2	12.6
ROE(%)	9.8	9.2	15.4	20.0
ROIC(%)	9.0	8.3	9.3	13.1
偿债能力				
资产负债率(%)	28.9	38.5	62.1	60.2
净负债比率(%)	-36.1	-47.9	4.1	-11.1
流动比率	2.4	1.9	1.2	1.2
速动比率	2.2	1.5	1.1	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.46	0.81	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.48	1.07	-0.96	2.42
每股净资产(最新摊薄)	4.53	4.86	5.17	5.84
估值比率				
P/E	38.0	37.6	21.2	14.5
P/B	3.8	3.5	3.3	2.9
EV/EBITDA	29.6	28.6	16.6	10.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033