

日期: 2015年4月14日

行业: 天然气装备制造



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@shzq.com

执业证书编号: S0870510120017

天然气输配设备专业供应商

IPO 价格 RMB6.52 元
上市合理定价 RMB13.86-17.82 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 30.10
 发行后总股本 (百万股) 120.40
 发行数量占发行后总股本 25.00%
 发行方式 网上定价申购
 网下询价配售
 广发证券

主要股东 (发行前)

派思投资 65.89%
 Energas Ltd. 28.24%
 成大沿海基金壹期 3.32%

收入结构 (2014)

燃气输配系统 65.22%
 燃气应用系统 30.31%

报告编号: JIJ15-NSP08

首次报告日期: 2015年4月14日

■ 投资要点:

天然气输配设备专业供应商

公司主营业务是从事燃气输配和燃气应用领域相关产品的设计、生产、销售和服务,主要是为天然气输配提供压力调节系统和天然气发电提供预处理系统。公司作为成套设备供应商,集技术研发、工艺方案制定、设备选型配置、系统集成设计及装配于一身,能够根据客户需求,为客户量身定做并提供技术先进、经济合理的设备和服务。

募投项目扩大产能

公司本次发行募集资金将增资投入生产基地项目和研发中心项目。募投项目建成后,将进一步加大公司的资产规模,改善资产负债结构,提高公司的综合竞争实力和抗风险能力。同时,将会进一步丰富公司的产品线,提高公司产品市场占有率,产品结构将更加合理,公司的盈利能力将显著增强。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况,我们预计 2015、2016 年归属于母公司的净利润分别为 4768 万元和 5893 万元,同比增速分别为 33.02% 和 23.59%,相应的稀释后每股收益为 0.40 元和 0.49 元。

定价结论

公司本次拟发行股份 3010 万股,发行后总股本 12040 万股,公司发行价格为 6.52 元/股。

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 13.86-17.82 元,对应 2015 年每股收益的 35-45 倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	384	362	406	496
年增长率	34.03%	-5.50%	12.01%	22.08%
归属于母公司的净利润	50	36	48	59
年增长率	9.93%	-28.54%	33.02%	23.59%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.42	0.30	0.40	0.49

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 公司的行业分类及简况

公司主营业务是从事燃气输配和燃气应用领域相关产品的设计、生产、销售和服务，主要是为天然气输配提供压力调节系统和天然气发电提供预处理系统。公司产品包括燃气输配系统、燃气应用系统和备品备件三大类。公司所属行业为天然气装备制造制造业。

公司作为成套设备供应商，集技术研发、工艺方案制定、设备选型配置、系统集成设计及装配于一身，能够根据客户需求，为客户量身定做并提供技术先进、经济合理的设备和服务。公司拥有国内特种设备 A 级压力管道元件（仅限燃气调压装置）制造许可证，特种设备 A1 级高压容器（仅限单层）和 A2 级第 III 类低、中压容器设计、制造许可证，以及美国机械工程师协会的 ASME 授权证书。公司拥有 19 项专利（其中核心产品专利技术 14 项）、10 项软件著作权，为公司未来产品的应用和推广提供了技术保障。

图 1 公司产品应用情况



资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等

● 行业增长前景

公司产品与天然气的开发和应用密切相关。随着世界经济的增长，人们的环保意识不断提高，世界各国对清洁能源的需求和投资迅速增加。天然气作为一种清洁、低排放的高效能源，在发电、居民生活、化工等领域都具有巨大的应用空间。天然气行业良好的发展前景直接带动了天然气应用装备制造制造业的快速发展。

天然气应用的主要方式是发电。根据国际能源机构（IEA）预测，世界大多数地区天然气消费增长的驱动力是发电需求，北美、欧洲市场处于

成熟期，未来天然气消费增长主要靠发电和工业拉动；亚太地区处于快速发展期，未来天然气消费增长靠发电、工业和居民消费拉动。预计 2006 年-2030 年期间，全球发电用气的年均增长率将为 2.1%，天然气发电用气在天然气消费结构中的比例将上升到 35%。

未来我国天然气行业将保持持续增长态势。我国节能减排规划、天然气输送管线的建设、天然气发电站和分布式能源的建设、城镇燃气的使用以及天然气加气站的建设将为我国天然气相关行业发展带来难得的机遇。

● 行业竞争结构及公司的地位

(1) 燃气输配系统

目前，国内客户在进行调压站设备采购时普遍采用公开招标制度。通过投标者资格审查后，设备供应商在投标阶段面临其它厂商的直接竞争。燃气输配系统是保证燃气安全输配和电厂稳定运行的重要设备，因此燃气输配系统的竞争主要集中在行业经验、设计能力、报价合理性等方面。

在燃气输配系统细分市场中，公司国内市场的主要竞争对手有：上海飞奥燃气设备有限公司、费希尔久安输配设备（成都）有限公司、特瑞斯能源装备股份有限公司、上海巴安水务股份有限公司、上海发电设备成套设计研究院等。

(2) 燃气应用系统

燃气应用系统属于燃气轮机辅机设备，公司燃气应用系统的销售客户集中在国内外少数几家燃气轮机生产企业，如哈尔滨电气股份有限公司、东方电气集团公司、南京汽轮机（集团）有限责任公司、GE 新比隆公司等。

鉴于燃气轮机主机单体造价高，上述客户尤为关注其产品的辅机设备在性能、质量、同主机之间的匹配等要素。为保障天然气电厂在不同地理环境、不同参数下的良好运行，对辅机设备系统的集成设计提出了较高要求。燃气轮机生产企业会优先选择具有丰富行业经验、销售业绩良好、集成设计能力突出的供应商。燃气轮机生产企业对供应商的管理水平、设计研发能力、质量控制和销售业绩等考核后，双方在相互信任的基础上会建立稳定的合作关系。燃气轮机生产企业在取得发电机组合同后，双方通过议价方式确认由公司向其提供燃气应用系统，市场不存在过度竞争的情况。

国内掌握燃气轮机辅机设备设计、生产能力的供应商数量不多。目前公司主要为哈尔滨电气股份有限公司及其下属企业、南京汽轮机（集团）有限责任公司的燃气轮机和汽轮机配套辅机设备，国内企业科新机电主要为东方电气集团及其下属公司的汽轮机和电机配套辅机设备、上海发电设备成套设计研究院为上海电气电站设备有限公司的燃气轮机配套辅机设备。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司前身系成立于2002年12月4日的大连派思燃气系统有限公司。

派思投资是公司的控股股东。本次发行前，派思投资持有公司的股份数量为5,950万股，占公司总股份的65.89%。谢冰是派思燃气的实际控制人。本次发行前，谢冰通过派思投资间接控制公司65.89%股份。

本次拟发行股份3010万股，发行后总股本12040万股，公司发行价格为6.52元/股。

表1 公司的股东结构情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1	派思投资	5950	65.89%	5950	49.42%
2	Energas Ltd.	2550	28.24%	2550	21.18%
3	成大沿海基金壹期	300	3.32%	300	2.49%
4	金百城投资	230	2.55%	230	1.91%
5	本次发行流通股	-	-	3010	25.00%
7	合计	9030	100.00%	12040	100.00%

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表2 营业收入构成 单位：万元

项目	2014年		2013年		2012年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
主营业务收入	36,071.45	99.52%	38,051.79	99.21%	28,421.11	99.32%
其他业务收入	173.38	0.48%	301.12	0.79%	194.93	0.68%
营业收入	36,244.83	100.00%	38,352.91	100.00%	28,616.04	100.00%

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等

表3 公司产品产量、销量、产销率、销售收入和销售价格情况

时间	产品类别	产量(套)	销量(套)	产销率	销售收入(万元)	平均单价(万元/套)
2014年	调压站	29	32	110.34%	22,386.33	699.57
	其他输配系统	15	16	106.67%	1,252.84	78.30
	模块产品	29	29	100.00%	6,729.19	232.04
	管系产品	36	37	102.78%	4,256.52	115.04
	合计	109	114	104.59%	34,624.87	303.73
2013年	调压站	14	12	85.71%	25,261.15	2,105.10
	其他输配系统	21	21	100.00%	2,179.54	103.79
	模块产品	33	36	109.09%	6,481.35	180.04

	管系产品	24	23	95.83%	1,827.54	79.46
	合计	92	92	100.00%	35,749.58	388.58
2012年	调压站	15	14	93.33%	19,247.61	1,374.83
	其他输配系统	11	11	100.00%	485.09	44.10
	模块产品	29	26	89.65%	4,174.11	160.54
	管系产品	26	26	100.00%	3,227.06	124.12
	合计	81	77	95.06%	27,133.87	352.38

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 4 各类产品销售收入情况 单位: 万元

项目	2014年		2013年		2012年		
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	
调压站	22,386.33	62.06%	25,261.15	66.39%	19,247.61	67.72%	
燃气输配系统	其他输配系统	1,252.84	3.47%	2,179.54	5.73%	485.09	1.71%
	小计	23,639.17	65.53%	27,440.69	72.11%	19,732.71	69.43%
燃气应用系统	模块产品	6,729.19	18.66%	6,481.35	17.03%	4,174.11	14.69%
	管系产品	4,256.52	11.80%	1,827.54	4.80%	3,227.06	11.35%
	小计	10,985.70	30.46%	8,308.88	21.84%	7,401.17	26.04%
	备品备件	1,446.58	4.01%	2,302.22	6.05%	1,287.23	4.53%
	合计	36,071.45	100.00%	38,051.79	100.00%	28,421.11	100.00%

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 5 主营业务毛利构成 单位: 万元、%

项目	2014年		2013年		2012年		
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	
燃气输配系统	5,930.71	50.70%	7,509.92	60.19%	6,011.42	58.65%	
其中: 调压站	5,694.33	48.68%	7,195.87	57.68%	5,926.37	57.82%	
	其他输配系统	236.37	2.02%	314.05	2.52%	85.04	0.83%
燃气应用系统	5,182.88	44.31%	4,119.76	33.02%	3,634.60	35.46%	
其中: 模块产品	3,246.98	27.76%	3,306.40	26.50%	2,240.73	21.86%	
	管系产品	1,935.90	16.55%	813.36	6.52%	1,393.86	13.60%
备品备件	583.20	4.99%	846.62	6.79%	603.56	5.89%	
合计	11,696.79	100.00%	12,476.30	100.00%	10,249.58	100.00%	

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 6 主要业务的毛利率情况%

主要业务	2014年	2013年度	2012年度
燃气输配系统	25.09%	27.37%	30.46%
其中: 调压站	25.44%	28.49%	30.79%
其他输配系统	18.87%	14.41%	17.53%
燃气应用系统	47.18%	49.58%	49.11%
其中: 模块产品	48.25%	51.01%	53.68%
管系产品	45.48%	44.51%	43.19%
备品备件	40.32%	36.77%	46.89%
合计	32.43%	32.79%	36.06%

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等

表 7 在手订单情况

产品类别	目前在手订单情况		去年同期在手订单情况	
	数量	金额 (万元)	数量	金额 (万元)
减压站	10	10,388.62	18	13,364.32
增压站	1	4,543.41	3	7,026.00
其他输配系统	2	1,232.07	-	-
模块产品	5	3,684.04	4	2,888.67
管系产品	5	3,183.51	9	3,030.04
单体设备	4	335.15	8	811.86
合计	27	23,366.80	42	27,120.89

资料来源：公司招股意向书

● 募投项目

公司本次发行募集资金将增资投入生产基地项目和研发中心项目。募投项目建成后，将进一步加大公司的资产规模，改善资产负债结构，提高公司的综合竞争实力和抗风险能力。同时，将会进一步丰富公司的产品线，提高公司产品市场占有率，产品结构将更加合理，公司的盈利能力将显著增强。

表 8 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金	建设期
1	生产基地项目	44,497.74	14,511.34	24 月
2	研发中心项目	3,137.64	1,000.00	18 月
-	合计	47,635.38	15,511.34	

资料来源：公司招股意向书

生产基地项目用于扩建燃气输配产品和燃气应用产品的生产线。项目达产后，将增加各类燃气输配系统 96 套、燃气应用系统 131 套以及相关备品备件的生产能力。其中：生产基地一期项目已于 2013 年 10 月 10 日竣工验收，生产基地二期项目已累计投入 4,779.79 万元，但尚未达到预定可使用状态。截至 2014 年 12 月 31 日，公司生产基地项目已累计投入 15,465.80 万元。

项目达产年将新增销售收入为 54,408 万元，年新增利润总额为 10,954 万元。本项目税后财务内部收益率为 19.38%，税后投资回收期为 6.84 年(含建设期 2 年)，盈亏平衡点为 37.54%，投资收益率为 24.69%。

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2015、2016 年归属于母公司的净利润分别为 4768 万元和 5893 万元，同比增速分别为 33.02% 和 23.59%，相应的稀释后每股收益为 0.40 元和 0.49 元。

表 9 公司损益简表及预测（单位：百万元）

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E
一、营业总收入	384	362	406	496
二、营业总成本	329	321	350	426
营业成本	258	244	273	333
营业税金及附加	3	2	3	3
销售费用	6	6	7	9
管理费用	46	49	57	69
财务费用	10	14	10	12
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	-0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	54	41	56	69
加：营业外收入	5	2	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0
五、利润总额	60	43	56	69
减：所得税	9	7	8	10
六、净利润	50	36	48	59
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	50	36	48	59
总股本（百万股）	120.40	120.40	120.40	120.40
七、每股收益：	0.42	0.30	0.40	0.49

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

四、风险因素

世界政治经济环境变化风险

公司主要产品是调压站和燃气轮机辅机设备，公司产品远销世界五大洲 20 多个国家和地区。公司的生产经营与世界政治经济环境密切相关。目前，世界已探明的天然气储量主要集中在俄罗斯、中东、北美和北非地区，天然气消费以俄罗斯、美国、欧盟、中东、东南亚等气源丰富地区以及中国、印度、南美洲等经济新兴国家为主，如果未来世界政治环境发生变化，或经济形势出现放缓甚至衰退迹象，势必影响天然气开发的投资力度和天然气消费需求，进而影响燃气输配和燃气应用设备的市场需求。

国家产业政策调整风险

天然气作为一种清洁、高效的能源，国家已出台多项政策和措施积极

促进和引导天然气的开发和应用，重点发展燃气应用设备的生产制造。近年来，我国天然气开发和应用呈现快速发展趋势，天然气在我国一次能源消费中的比例不断提高。但是，长期以来煤炭、石油资源在我国一次能源消费中占有绝对份额，天然气占比和利用效率仍然偏低。如果未来国家在能源开发利用方面的产业政策发生变化，能源消费结构未能得到优化，或其他新能源技术取得突破进而迅速推广，仍可能挤占天然气应用的市场空间，从而影响公司的未来发展。

公司业绩波动甚至下降的风险

公司的主要产品为非标设备，各项目合同金额差异较大，公司存在因各期履行的合同金额变化而导致经营业绩波动甚至下降的风险。受 2013 年和 2014 年国家两次上调天然气价格的影响，目前公司在手订单数量和合同总金额较上年同期有所下降。但 2015 年 2 月国家已经下调了天然气价格，燃气电厂建成后的运营成本将大幅降低，预计我国燃气电厂的建设规模和数量将有所增加，对公司未来经营活动产生积极影响。但公司项目执行存在一定的滞后性，目前公司在手订单情况对公司短期经营业绩构成一定的压力，公司存在业绩波动甚至下降的风险。

产品毛利率持续下降风险

报告期内，公司主营产品综合毛利率分别为 36.06%、32.79%、32.43%。公司产品综合毛利率主要受产品类别及其销售占比的综合影响。

如果未来公司产品的销售价格变化，或者出现竞争对手数量增加以及原材料价格大幅上升等导致毛利率下降的不利因素，公司产品综合毛利率存在继续下降的风险，进而对公司经营业绩产生不利影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于 2015、2016 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2015、2016 年平均动态市盈率 46.51 倍、33.95 倍；最近上市的十家主板企业中，2014 年、2015 年、2016 年平均市盈率为 60.20 倍、50.64 倍和 42.69 倍。

表 10 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2013A	2014A/E	2015E	2016E	2013A	2014A/E	2015E	2016E
300228.Sz	富瑞特装	72.90	1.73	1.93	2.00	2.68	42.18	37.84	36.41	27.21
000528.Sz	柳工	13.50	0.30	0.18	0.30	0.40	45.32	76.52	44.82	33.61
000157.Sz	中联重科	7.53	0.50	0.08	0.20	0.28	15.11	97.68	38.03	26.58
000425.Sz	徐工机械	14.81	0.73	0.19	0.32	0.52	20.25	79.22	46.37	28.37
600031.Sh	三一重工	10.13	0.38	0.23	0.29	0.37	26.57	45.00	34.99	27.54

2015 年 4 月 14 日

601038.Sh	一拖股份	14.49	0.22	0.17	0.18	0.24	65.02	86.05	78.45	60.38
	平均						35.74	70.39	46.51	33.95

资料来源: Wind 上海证券研究所

表 11 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
603199.SH	九华旅游	42.24	0.57	0.60	0.66	0.77	74.39	70.85	63.88	54.62
603869.SH	北部湾旅	20.66	0.22	0.24	0.28	0.32	92.29	86.10	74.34	63.92
603338.SH	浙江鼎力	70.39	1.29	1.41	1.63	1.97	54.73	49.75	43.16	35.75
603020.SH	爱普股份	44.09	0.94	0.97	1.18	1.36	46.98	45.61	37.32	32.42
600958.SH	东方证券	31.77	0.19	0.44	0.67	0.85	166.56	71.66	47.21	37.39
603158.SH	腾龙股份	36.51	0.65	0.84	1.10	1.26	56.10	43.60	33.24	28.98
603012.SH	创力集团	27.27	0.78	0.72	0.63	0.75	34.99	37.92	43.20	36.16
603030.SH	全筑股份	37.33	0.42	0.47	0.57	0.68	89.20	79.63	65.70	55.09
603519.SH	立霸股份	38.73	0.62	0.69	0.86	1.04	62.89	56.51	44.93	37.33
603268.SH	松发股份	33.39	0.49	0.55	0.63	0.74	68.46	60.36	53.42	45.21
	平均						74.66	60.20	50.64	42.69

资料来源: Wind 上海证券研究所

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性, 我们认为给予公司合理估值定价为 13.86-17.82 元, 对应 2015 年每股收益的 35-45 倍市盈率。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。