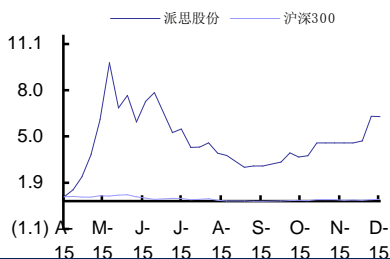


证券研究报告—公司分析
公用事业
燃气 II
派思股份(603318)
买入

昨收盘: 59.11 元 (首次评级)

2015年12月28日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	120/30
总市值/流通(百万元)	7,117/1,779
上证综指/深圳成指	3,628/12,981
12个月最高/最低(元)	101.73/9.39

相关研究报告:
证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513050004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析
分布式天然气行业领跑者, 进入加速成长通道
公司概况: 从燃气输配系统行业龙头向综合燃气服务商迈进

公司目前主业是为客户提供燃气输配和应用领域成套设备, 处于稳定略有增长状态。今年上市后, 将加快产业链拓展, 向综合燃气服务商快速迈进: 1) 向下游城市燃气领域拓展; 2) 利用在分布式天然气领域优势, 项目进入加速释放通道。

分布式天然气在中国仍处于萌芽阶段, 千亿蓝海市场亟待释放

分布式天然气项目具有经济性好、安全性高的特点, 在发达国家早已得到广泛应用: 如美国天然气分布式能源装机容量约 5600 万千瓦, 发电量占比达 9%。中国十二五规划建设 1000 个分布式天然气项目, 但实际上只建设了约 100 个, 仍处于萌芽阶段, 预计 2016 年将进入分布式天然气“元年”。

行业驱动 1: 环保要求提升决定我国能源结构中天然气占比必然提升

我国天然气消费量占比仅 6%, 显著低于世界水平 23%。随着环保要求提升, 天然气比例必将提升, 且条件已经具备: ①天然气管网建设逐渐完善; ②禁煤区要求越来越严; ③全球天然气供应充分, 中国价格处下降通道。

行业驱动 2: 天然气价格下调将大幅提升分布式天然气项目盈利水平, 市场亟待释放

1月20号起非居民用天然气门站价格降低 0.7 元/方, 终端价格预计会顺应下降, 将使得分布式天然气项目经济性大幅提升: 回收期从 10 年到 6-7 年左右。

公司是分布式天然气行业的领跑者, 从明年开始将最大限度受益行业爆发

- ◇ **收购荷兰 OPRA 小型燃机公司, 技术优势明显。** 目前国内仍没有燃气轮机制造核心技术, 而燃气轮机约占到总项目投资成本搞, 维护成本高。
- ◇ **经过 2-3 年准备, 项目经验优势明显, 未来进入项目加速释放期。** 公司 13 年形成分布式天然气团队, 目前已签约项目 3 个, 第一个项目预计明年年中投产, 而已经做过方案项目约 100-200 个, 未来随着项目经济性提升, 预计很多项目将重新具备推广价值, 进入加速落定期。
- ◇ **管理层年轻有为、锐意进取。** 公司董事长谢刚先生年仅 40 岁, 对行业发展趋势认识深刻、锐意进取; 公司管理团队经过多年磨合和完善的激励机制, 是公司未来长期核心竞争力之一。

借助上市平台, 公司打造综合燃气解决方案提供商, 特别是分布式天然气行业空间广阔, 公司优势明显, 未来将推动公司业绩进入高成长通道。公司上市后, 借助资本平台, 按照公司战略, 未来预计将向下游城市燃气运营等领域拓展, 同时分布式燃气项目将进入项目加速释放通道, 应给与较高估值。我们预计公司 2015-2017 年利润分别为 0.28/0.65/1.76 亿元, 买入。

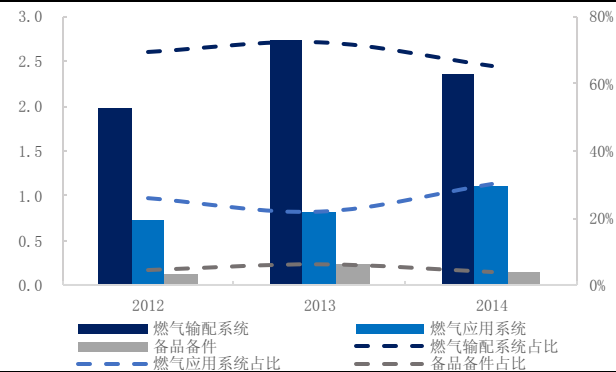
盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	384	362	289	438	919
(+/-%)	34.0%	-5.5%	-20.2%	51.6%	109.7%
净利润(百万元)	50	36	28	65	176
(+/-%)	9.9%	-28.5%	-20.9%	130.6%	169.0%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.30	0.31	0.73	1.95
EBIT Margin	18.1%	15.6%	18.5%	22.1%	27.7%
净资产收益率(ROE)	19.5%	12.5%	9.1%	17.8%	34.1%
市盈率(PE)	141.9	198.6	187.8	81.4	30.3
EV/EBITDA			82.2	45.4	21.1
市净率(PB)	27.6	24.8	17.1	14.5	10.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

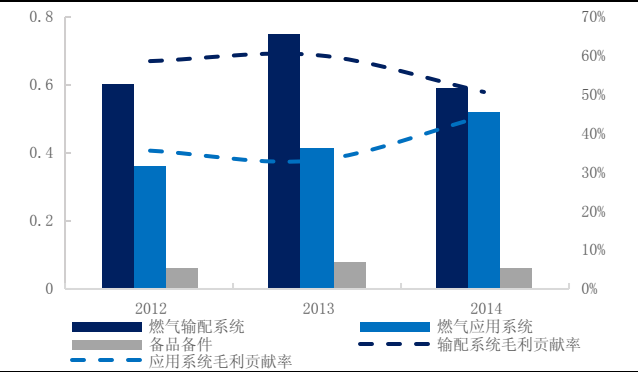
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 主营业务营收 (亿元) 及占比情况 (右轴, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 主营业务毛利 (亿元) 及毛利贡献率 (右轴, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 截至 2010 年国外分布式能源发展情况

国家	能源站/项目数量	装机容量	发电量占比
美国	6000 座	9200 万 KW	14%
其中天然气分布式能源	--	5600 万 KW	9%
日本	8000 多个	944 万 KW	3.40%
欧盟 27 国	--	1 亿 KW	11%
荷兰	--	--	40%
丹麦	--	--	50%

资料来源: 分布式能源专委会、EIA、《中国能源》、国信证券经济研究所整理

表 2: 我国天然气分布式能源项目

地区	项目数量	总装机容量 (万千瓦)	项目情况
北京	17	40	已建
上海	35	20	在建、已建
广东	9	260	在建、已建

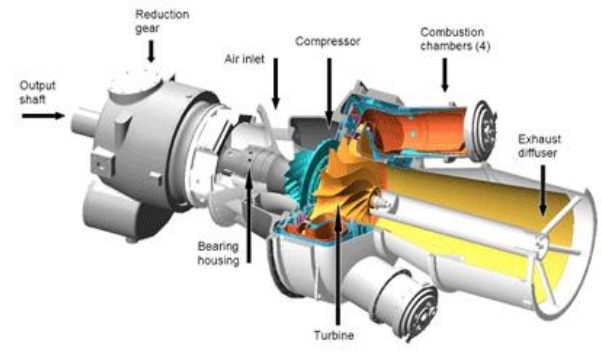
资料来源: 分布式能源专委会、国信证券经济研究所整理

图 3: 俄罗斯 TNK-BP 油田安装了 6 台 OP16 燃气轮机



资料来源: 公司网站、国信证券经济研究所整理

图 4: 荷兰 OPRA OP16 燃气轮机内部零件



资料来源: 公司网站、国信证券经济研究所整理

表 3: 公司在手天然气分布式能源项目情况

日期	项目	项目进度
2013 年	大连医科大学附属第一医院金州新区医疗中心建设天然气分布式能源站	--
2014 年	四平市中心人民医院建设天然气分布式能源站	施工期, 预计 2016 年投产
2015 年	济南力诺产业园分布式能源项目	施工期, 预计 2016 年投产

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	108	236	100	100
应收款项	193	140	211	459
存货净额	93	67	97	189
其他流动资产	22	33	35	78
流动资产合计	416	477	443	827
固定资产	175	201	635	1498
无形资产及其他	21	20	19	18
投资性房地产	30	30	30	30
长期股权投资	15	20	25	28
资产总计	657	748	1152	2401
短期借款及交易性金融负债	201	500	819	1778
应付款项	110	80	109	221
其他流动负债	12	38	36	64
流动负债合计	323	618	965	2063
长期借款及应付债券	35	(195)	(195)	(195)
其他长期负债	12	14	16	17
长期负债合计	47	(181)	(179)	(178)
负债合计	370	437	785	1885
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	287	311	367	516
负债和股东权益总计	657	748	1152	2401

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.40	0.31	0.73	1.95
每股红利	0.24	0.05	0.11	0.29
每股净资产	3.18	3.46	4.07	5.73
ROIC	11%	9%	12%	14%
ROE	12%	9%	18%	34%
毛利率	33%	35%	36%	38%
EBIT Margin	17%	19%	22%	28%
EBITDA Margin	19%	24%	31%	37%
收入增长	-5%	-20%	52%	110%
净利润增长率	-29%	-21%	131%	169%
资产负债率	56%	58%	68%	79%
息率	0%	0%	0%	0%
P/E	148.9	187.8	81.4	30.3
P/B	18.6	17.1	14.5	10.3
EV/EBITDA	80.9	82.2	45.4	21.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	362	289	438	919
营业成本	244	188	281	567
营业税金及附加	2	2	2	5
销售费用	6	6	9	18
管理费用	49	40	49	74
财务费用	14	7	15	46
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(6)	(13)	(5)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	41	33	77	207
营业外净收支	2	0	0	0
利润总额	43	33	77	207
所得税费用	7	5	12	31
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	36	28	65	176

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	36	28	65	176
资产减值准备	0	5	24	49
折旧摊销	10	17	37	87
公允价值变动损失	6	13	5	2
财务费用	14	7	15	46
营运资本变动	(66)	70	(49)	(194)
其它	0	(5)	(24)	(49)
经营活动现金流	(14)	128	59	71
资本开支	(24)	(60)	(500)	(1000)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(24)	(65)	(505)	(1003)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	35	(230)	0	0
支付股利、利息	(22)	(4)	(10)	(26)
其它融资现金流	38	299	319	958
融资活动现金流	64	65	309	932
现金净变动	27	128	(136)	0
货币资金的期初余额	82	108	236	100
货币资金的期末余额	108	236	100	100
企业自由现金流	(29)	72	(429)	(890)
权益自由现金流	44	135	(122)	29

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资 评 级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资 评 级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
周瑞		汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
王玮		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
边祎维		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
夏坤		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				