

## 证券研究报告

### 公司研究——季报点评

#### 开山股份（300257.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2016.09.09

**郭荆璞** 首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

**刘强** 分析师

执业编号：S1500514070005

联系电话：+86 10 83326707

邮箱：liuqiang1@cindasc.com

**葛韶峰** 研究助理

联系电话：+86 10 83326705

邮箱：geshaofeng@cindasc.com

#### 相关研究

《引领行业创新发展的未来全球地热龙头》2016.09

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 三季度业绩企稳，地热项目打开成长空间

2016年11月01日

**事件：**公司发布2016年三季报。公司前三季度实现营业收入12.34亿元，同比减少7.02%，归属于上市公司股东的净利润0.75亿元，同比减少55.87%，实现基本每股收益0.088元/股，同比减少55.87%。

其中，第三季度实现营业收入5.08亿元，同比增长65.89%，归属于上市公司股东的净利润0.31亿元，同比增长0.82%，实现基本每股收益0.037元，同比增加0.83%。

#### 点评：

- **三季度实现盈利增长，业绩有望迎来拐点。**公司前三季度实现营业收入12.34亿元，同比减少7.02%，归母净利润0.75亿元，同比减少55.87%。公司前三季度完成了多个子公司的股权收购，储备了具有较高价值的项目，但这些项目前期投资较多导致公司前三季度期间费用同比增长82.63%，期间费用率15.16%，同比增加7.44个百分点，拖累公司归母净利润同比减少55.87%。公司三季度业绩企稳，实现营收5.08亿元，同比增长65.89%，归母净利润0.31亿元，同比增长0.82%。公司前三季度积极探索推进螺杆膨胀发电技术在海内外地热市场的应用，以直接销售、合资合作开发地热资源等多种模式积极介入开发海内外地热市场，带来营收和净利润的增长。
- **开山具备谱系丰富、先进的地热产品和技术。**公司研发成功拥有自主知识产权的螺杆膨胀发电技术，独创推出“一井一站”地热发电技术新路径，并且成功开发了四个系列的螺杆主机用于地热发电，三种不同的发电循环来提高循环的净发电热效率。这对于目前主流的中央电站地热发电技术路径是一次颠覆式的创新，将打通地热发电开发周期过长、投资强度过大等制约地热开发的瓶颈，使得大规模开发地热能资源变为可能。此外，公司完成了对拥有100多年历史的奥地利LMF公司95.5%股权的收购，进一步丰富了公司压缩机产品的谱系，进入了新的应用领域，目前LMF经营已实现盈亏平衡。
- **全球储备大量地热项目，即将进入成长兑现期。**公司通过收购印尼OTP公司100%的股权，获得SMGP项目240MW的特许开发权；收购匈牙利Turawell地热公司51%的股权，获得70MW地热的开发权；拟收购印尼PT Sokoria地热公司95%的股权，从而获得SGPP项目30MW的地热开发权。其中SMGP项目计划在2017年上半年建成项目第一期约50MW，投入商业运行，2019年年中之前全部建成投产。上述项目前期投入使得公司拥有一些具备较高价值的项目储备。SMGP地热项目目前进展顺利，现处于打井阶段。公司现已完成“衢州+上海+重庆+广州+香港+台湾+澳洲+美国+印尼+奥地利”的全国化、全球化布局，资产规模、人员规模、业务规模迅速扩大，预计2017年开始公司将进入成长兑现期。

- **公司拥有全球顶尖的研发团队。**公司一贯注重研发团队建设，在全球范围开发智力资源，建立了以拥有国际顶尖螺杆专家、“国家千人计划”特聘专家汤炎博士为技术领军者的全球螺杆机械研发团队及创新体系，研发实力、能力全球领先，为公司不断创新并巩固核心技术领先优势提供保证。公司辖下有 3 家高新技术企业，研发人员近 200 人，其中“千人计划”成员 3 名。
- **盈利预测与投资评级：**按照公司现有股本，我们预计公司 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 分别为 0.19、0.48、0.68 元，对应 10 月 31 日收盘价（16.04 元）的市盈率分别为 83、33、24 倍，维持“买入”评级。
- **股价催化剂：**印尼项目落地；地热行业发展超预期；“一带一路”的政策契合。
- **风险因素：**1、海外地热项目投资实施不达预期；2、核心技术人员流失风险；3、财务费用增加

#### 公司报告首页财务数据

主要财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,995.30	1,637.87	1,851.53	2,993.81	3,986.13
同比(%)	2.36%	-17.91%	13.04%	61.69%	33.15%
归属母公司净利润	328.01	175.96	166.47	412.23	581.77
同比(%)	-6.45%	-46.36%	-5.39%	147.63%	41.13%
毛利率(%)	27.69%	24.83%	23.16%	30.77%	32.25%
ROE(%)	9.98%	5.25%	4.88%	11.13%	13.85%
每股收益(元)	0.76	0.21	0.19	0.48	0.68
P/E	42	78	83	33	24
P/B	4.08	4.13	3.94	3.52	3.06

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2016 年 10 月 31 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	3,103.27	2,958.27	2,577.85	3,506.89	4,049.32
货币资金	1,656.85	1,369.33	777.72	769.89	466.06
应收票据	322.50	225.74	255.18	412.62	549.38
应收账款	463.71	637.43	720.58	1,165.13	1,551.33
预付账款	18.28	27.39	31.65	46.11	60.08
存货	614.37	606.82	701.15	1,021.57	1,330.90
其他	27.56	91.57	91.57	91.57	91.57
<b>非流动资产</b>	1,242.56	1,266.98	2,192.59	3,072.35	3,491.71
长期投资	49.39	66.42	66.42	66.42	66.42
固定资产	912.92	869.87	936.99	1,796.99	2,569.26
无形资产	210.51	224.65	266.99	295.09	320.00
其他	69.74	106.05	922.19	913.86	536.03
<b>资产总计</b>	4,345.83	4,225.26	4,770.44	6,579.24	7,541.03
<b>流动负债</b>	930.81	836.72	1,032.86	2,423.05	2,794.07
短期借款	0.00	27.66	187.66	1,187.66	1,187.66
应付账款	442.93	405.47	426.79	621.83	810.12
其他	487.88	403.58	418.40	613.56	796.29
<b>非流动负债</b>	8.32	29.47	209.47	209.47	209.47
长期借款	0.00	5.69	185.69	185.69	185.69
其他	8.32	23.78	23.78	23.78	23.78
<b>负债合计</b>	939.14	866.19	1,242.33	2,632.52	3,003.55
少数股东权益	29.74	28.45	31.02	37.39	46.39
归属母公司股东权益	3,376.95	3,330.62	3,497.09	3,909.33	4,491.09
<b>负债和股东权益</b>	4345.83	4225.26	4770.44	6579.24	7541.03

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,995.30	1,637.87	1,851.53	2,993.81	3,986.13
同比(%)	2.36%	-17.91%	13.04%	61.69%	33.15%
归属母公司净利润	328.01	175.96	166.47	412.23	581.77
同比(%)	-6.45%	-46.36%	-5.39%	147.63%	41.13%
毛利率(%)	27.69%	24.83%	23.16%	30.77%	32.25%
ROE(%)	9.98%	5.25%	4.88%	11.13%	13.85%
每股收益(元)	0.76	0.21	0.19	0.48	0.68
P/E	42	78	83	33	24
P/B	4.08	4.13	3.94	3.52	3.06
EV/EBITDA	12.95	41.15	40.90	20.98	14.69

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1,995.30	1,637.87	1,851.53	2,993.81	3,986.13
营业成本	1,442.81	1,231.24	1,422.63	2,072.76	2,700.41
营业税金及附加	11.96	11.27	12.74	19.72	26.25
营业费用	69.73	72.41	81.85	123.11	163.92
管理费用	124.87	139.14	157.29	232.00	308.90
财务费用	-69.36	-61.22	-48.96	-13.47	-3.89
资产减值损失	18.45	26.11	24.03	43.22	57.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.62	2.45	4.12	3.77	3.45
<b>营业利润</b>	400.47	221.37	206.06	520.24	736.97
营业外收入	18.44	6.39	10.09	10.09	10.09
营业外支出	2.43	3.04	3.33	3.33	3.33
<b>利润总额</b>	416.48	224.72	212.82	527.00	743.73
所得税	83.46	46.22	43.77	108.39	152.97
<b>净利润</b>	333.02	178.50	169.04	418.61	590.76
少数股东损益	5.00	2.54	2.57	6.37	8.99
<b>归属母公司净利润</b>	328.01	175.96	166.47	412.23	581.77
EBITDA	531.18	335.24	345.60	721.43	1,030.01
EPS (摊薄)	0.38	0.21	0.19	0.48	0.68

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	283.47	14.43	118.12	54.09	387.04
净利润	333.02	178.50	169.04	418.61	590.76
折旧摊销	113.83	118.41	129.27	179.35	262.57
财务费用	0.87	-7.89	3.51	15.08	23.71
投资损失	-3.62	-2.45	-4.12	-3.77	-3.45
营运资金变动	-174.37	-294.94	-199.08	-589.90	-532.25
其它	13.75	22.80	19.49	34.73	45.70
<b>投资活动现金流</b>	-165.83	-172.50	-1,046.21	-1,046.85	-667.15
资本支出	-145.78	-124.12	-1,050.34	-1,050.63	-670.60
长期投资	4.50	0.00	4.12	3.77	3.45
其他	-24.55	-48.38	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-149.58	-214.14	336.49	984.92	-23.71
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-44.26	33.35	340.00	1,000.00	0.00
支付利息或股息	155.32	219.39	3.51	15.08	23.71
<b>现金净增加额</b>	-32.66	-371.83	-591.61	-7.84	-303.83

## 研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

**郭荆璞**，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下的信达证券，任研究开发中心副总经理、首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

**刘强**，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6 年新能源实业工作经验；实业时的团队在国内最早从事动力电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长。

**葛韶峰**，研究助理，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事能源化工研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。