

2017年03月24日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

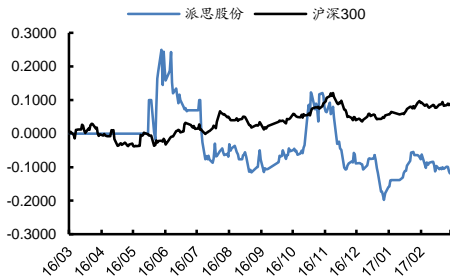
## 立足燃气输配及应用，深耕分布式能源

### ——派思股份（603318）动态点评

研究所

证券分析师：冯胜 S0350515090001  
0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
派思股份	-4.6	-3.3	-11.9
沪深 300	-0.3	4.7	8.8

市场数据	2017/03/24
当前价格（元）	13.72
52 周价格区间（元）	12.15-59.9
总市值（百万）	5017.40
流通市值（百万）	1457.06
总股本（万股）	36570.00
流通股（万股）	10620.00
日均成交额（百万）	107.13
近一月换手（%）	60.47

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

### 投资要点：

- 公司是燃气输配和燃气应用等领域专业的成套设备供应商。公司产品主要应用于燃气输配和燃气电站应用方面，两大主营业务占公司营收的四分之三以上，且燃气输配产品在公司营收占比过半。《能源发展“十三五”规划》提到 2020 年我国天然气消费量达到 3526 亿方，以 2015 年 1931 亿方为基准，CAGR 达到 12.80%。我们认为在价格下行背景下，天然气的消费需求将带动天然气基础设施投资增长，公司将受益于这一发展趋势。
- 微型燃气轮机技术自主，分布式能源项目具备核心设备优势。1) 根据《关于发展天然气分布式能源的指导意见》的规划，到 2020 年将在全国规模以上城市推广使用分布式供能系统，装机规模达到 5000 万千瓦，在 2015 年国内装机规模 1112 万千瓦基础上，成长空间广阔。2) 2015 年 9 月公司控股股东派思投资收购荷兰 OPRA 燃气轮机公司。OPRA 是全球 2MW 以下的小型燃气轮机技术领先的供应商，其产品特点一是装机容量小，能实现小范围电量自供，如工厂和酒店等；其二在于能够实现多单元组合，满足 2MW 到 10MW 的负荷变动。3) 截至目前，上海、长沙、青岛先后出台地补政策，具示范意义。随着国家环保要求不断提高和地补政策日渐普及，天然气分布式能源项目迎来发展良机；凭借在小型燃机上的自有技术优势，公司分布式能源运营业务有望充分受益。
- 计划非公开发行 6.8 亿元，增强公司分布式能源运营能力。2017 年 3 月公司发布非公开发行股票预案，计划募资 6.8 亿元，主要用于：1) 鄂尔多斯一期 110 × 104Nm<sup>3</sup>/d 天然气液化工厂建设项目 43950 万元；2) 济南力诺派思 2 × 1.8MW 天然气分布式能源站项目 4090 万元。天然气液化项目为天然气产业链的上游，分布式能源站项目为天然气产业链的下游；上游气源保障能力有利于公司天然气分布式能源业务的发展，看好公司在产业链的综合布局。
- 布局城镇燃气行业，寻求新的利润增长点。公司于 2017 年 1 月签订《购买资产协议》，以现金支付方式收购标的公司 80% 股权，进军城镇燃气行业。1) 城镇燃气的经营范围和利润点主要来自输气管道的安装及燃气销售。2) 自贡华燃承诺标的公司 2017-2019 年度净利润分别不低于 4800 万元、6500 万元及 8400 万元；按收购 80% 股权计算，标的公司的收购对价在 2017-2019 年度依次对应 6.8、5.0 和 3.9 倍。我们认为城镇燃气业务现金流稳定，是对天然气产业布局的有效补充；能够提升公司业绩，有助于实现公司股权激励的行权条件。

- **首次覆盖给予公司“增持”评级:** 基于审慎性原则, 暂未考虑非公开发行及收购对公司业绩及股本的影响, 预计 2016-2018 年公司净利润分别为 7 百万元、43 百万元、61 百万元, 对应 EPS 分别为 0.02 元/股、0.11 元/股、0.16 元/股, 按照 3 月 24 日收盘价 13.72 元计算, 对应 PE 分别为 636、116、82 倍。公司在天然气分布式能源业务方面具备核心技术优势, 且作为项目运营方公司将最大程度受益于补贴政策红利, 在天然气产业链复苏的大背景下, 看好公司长期发展, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 天然气消费量下降; 地补政策不及预期; 募投项目进展缓慢; 城镇燃气推进受阻; 收购进展不达预期。

表1: 公司盈利及估值预测 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	345	342	392	480
增长率 (%)	-5%	-1%	15%	22%
净利润 (百万元)	19	8	43	61
增长率 (%)	-46%	-59%	448%	41%
摊薄每股收益 (元)	0.16	0.02	0.12	0.17
ROE (%)	4.09%	1.65%	8.46%	10.90%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表2: 派思股份盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	603318.SH		股价:	13.72	投资评级:	增持	日期:	2017/03/24	
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	4.09%	1.65%	8%	11%	EPS	0.16	0.02	0.12	0.17
毛利率	32%	28%	35%	34%	BVPS	3.84	1.28	1.38	1.51
期间费率	22%	23%	20%	17%	<b>估值</b>				
销售净利率	6%	2%	11%	13%	P/E	85.77	635.60	115.94	82.08
<b>成长能力</b>					P/B	3.58	10.72	9.98	9.09
收入增长率	-5%	-1%	15%	22%	P/S	4.79	14.66	12.78	10.44
利润增长率	-46%	-59%	448%	41%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
总资产周转率	0.36	0.33	0.36	0.40	营业收入	345	342	392	480
应收账款周转率	0.86	0.84	0.97	1.24	营业成本	234	245	254	317
存货周转率	2.76	1.57	1.64	2.12	营业税金及附加	3	3	3	4
<b>偿债能力</b>					销售费用	7	6	7	9
资产负债率	51%	54%	53%	54%	管理费用	51	58	56	58
流动比	1.39	1.33	1.35	1.38	财务费用	15	14	13	12
速动比	1.21	1.04	1.08	1.14	其他费用/(-收入)	(14)	(15)	(17)	(18)
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	营业利润	21	2	42	63
现金及现金等价物	55	14	58	166	营业外净收支	2	7	8	9
应收款项	401	407	403	388	利润总额	23	9	50	72
存货净额	85	157	156	151	所得税费用	5	1	8	11
其他流动资产	110	144	157	168	净利润	19	8	43	61
流动资产合计	650	722	773	872	少数股东损益	(1)	0	(0)	0
固定资产	169	161	154	147	归属于母公司净利润	19	8	43	61
在建工程	53	63	75	85	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
无形资产及其他	20	20	19	18	经营活动现金流	(225)	(50)	45	110
长期股权投资	12	13	13	13	净利润	19	8	43	61
<b>资产总计</b>	<b>952</b>	<b>1034</b>	<b>1099</b>	<b>1210</b>	少数股东权益	(1)	0	(0)	0
短期借款	276	306	336	366	折旧摊销	9	9	9	9
应付款项	112	132	116	110	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	20	43	60	87	营运资金变动	(252)	(68)	(6)	40
其他流动负债	58	60	60	71	投资活动现金流	(70)	(10)	(15)	(12)
流动负债合计	466	541	572	633	资本支出	(47)	(2)	(5)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	2	(1)	0	0
其他长期负债	15	15	15	15	其他	(25)	(7)	(10)	(10)
长期负债合计	15	15	15	15	筹资活动现金流	253	28	21	18
负债合计	481	556	587	649	债务融资	40	30	30	30
股本	120	366	366	366	权益融资	165	0	0	0
股东权益	471	478	512	561	其它	48	(2)	(9)	(12)
负债和股东权益总计	952	1034	1099	1209	现金净增加额	(41)	(32)	52	115

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【机械军工组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3年机械行业实业工作经验，3年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

## 【分析师承诺】

冯胜，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。