



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩符合预期，能源EPC与船用LNG有望提供新增长动力

——厚普股份（300471）2016 年年报点评

2017 年 04 月 20 日

强烈推荐/上调

厚普股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
陈皓	联系人		
	chenhao_@dxzq.net.cn	010-66555446	
任天辉	联系人		
	rentianhui1989@hotmail.com	010-66554037	

事件：

公司发布 2016 年年度报告，2016 年公司实现营业收入 13.01 亿元，同比增长 16.87%；实现归母净利润 1.67 亿元，同比降低 5.23%；EPS 为 1.14 元，同比降低 16.58%。

公司 2016 年四季度营业收入为 5.61 亿元，同比增长 40.12%，净利润为 7952 万元，同比增长 50.37%，毛利率为 27.28%，同比降低了 13.2 个百分点。

公司拟向全体股东每 10 股转增 15 股，每 10 股派发现金红利 3.3 元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	279.56	275.45	400.23	163.61	296.72	279.92	560.78
增长率（%）	20.70%	6.09%	26.57%	3.58%	6.14%	1.62%	40.12%
毛利率（%）	43.93%	44.28%	40.48%	40.89%	43.95%	38.74%	27.28%
期间费用率（%）	25.87%	21.09%	26.79%	40.66%	24.63%	28.36%	10.89%
营业利润率（%）	15.78%	20.42%	12.29%	-1.34%	14.76%	8.99%	13.67%
净利润（百万元）	39.64	57.35	52.89	7.18	52.02	29.55	79.52
增长率（%）	58.03%	18.47%	-27.64%	-73.10%	31.22%	-48.48%	50.37%
每股盈利（季度，元）	0.56	0.78	0.36	0.05	0.35	0.20	0.53
资产负债率（%）	34.80%	30.64%	37.58%	33.45%	32.30%	27.39%	28.92%
净资产收益率（%）	2.99%	3.69%	3.60%	0.48%	3.50%	1.84%	4.64%
总资产收益率（%）	1.95%	2.56%	2.25%	0.32%	2.37%	1.33%	3.30%

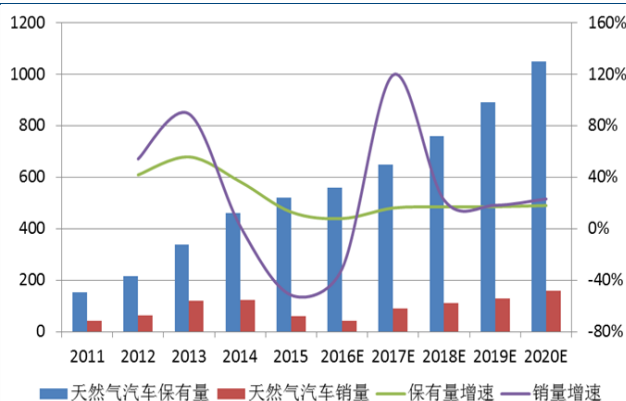
观点:

➤ 公司业绩平稳, 加气站订单将提速

公司2016年营业收入为13.01亿元, 同比增长16.9%, 业绩为1.67亿元, 同比基本持平。其中公司LNG加气站成套设备和CNG加气站设备的销售收入分别为7.24亿元和1.66亿元, 两项合计占总收入比例达到68.4%, 加气站设备的销售收入是公司目前主要的营收驱动力。

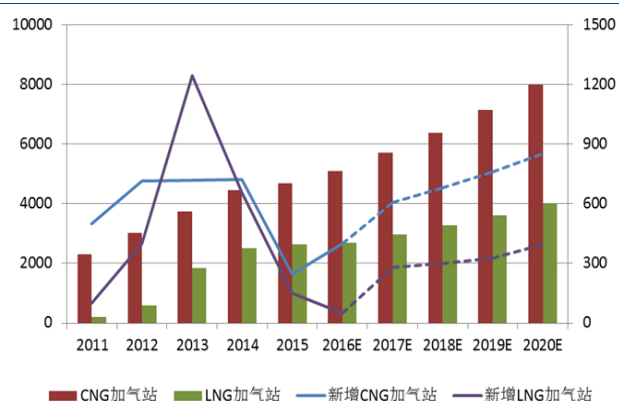
2016年1月至今, 国际原油价格上涨约40%, 带动国内成品油价格上升, 同时2015年发改委下调非居民用气0.7元/方, 使得国内油气价差重新扩张, 大大提振了国内天然气消费终端的车用、船用天然气的经济性。据我们测算, 当下CNG出租车平均回收期约3.5个月, LNG重卡车平均回收期约11个月, 车用天然气经济性回复到了2014年水平, 将促进天然气汽车保有量、渗透率以及加气站保有量增长提速。我们预计2017年到2020年, 全国天然气加气站 (CNG加气站和LNG加气站总计) 新建数量超过5000座, 公司作为天然气加气站龙头, 将充分受益。

图 1: 我国天然气汽车保有量和销量预测



资料来源: 中国汽车工程学会, 东兴证券研究所

图 2: 我国加气站保有量 (左轴) 和新增量 (右轴) 预测



资料来源: 中国汽车工程学会, 国际燃气网, 东兴证券研究所

➤ 船用LNG市场有望打开

船用LNG的应用起步晚于车用天然气市场, 近期限制船用LNG应用的主要因素已经逐渐消除, 我们认为目前船用LNG市场迎来发展利好: 1) LNG动力船改建获得补贴支持, 改造市场有望兴起; 2) 2016年起油价逐步上行, 油气价差拉大, 天然气经济性重现; 3) 加注船和加注站的建设规范出炉, 船用LNG加注设施数量将快速上升。综合来看, 我们认为到2020年我国内河LNG动力船的保有量有望达到6000艘, 加注站建设达到200座。

公司重点布局船用LNG业务, 目前包括LNG动力船的供气系统、控制系统的提供, 以及船用天然气加注站的设备销售。公司控股子公司沅江厚普与湖南沅江市人民政府签署了《关于建设LNG船舶产业链项目合同书》, 拟建造10艘5000吨级LNG船舶和6艘LNG加注趸船。我们预计公司船用LNG业务将在2017年下半年起逐渐实现收入, 增厚公司业绩。

➤ 能源EPC具备广阔前景

公司通过外延并购, 形成了以四川宏达为主的清洁能源EPC业务的板块。其中, 公司2016Q4收入的大幅

增长主要来源于四川宏达，但同时宏达部分业务毛利率较低，导致公司2016Q4的毛利率同比下降13.2个百分点，全年综合毛利率下降7.9个百分点。随着公司承接的业务量和累积经验的上升，我们预计四川宏达的EPC业务毛利率将逐步攀升。

四川宏达公司与云南中城燃气有限公司签订了金额为2.2亿的《水富至昭通天然气输送管道项目总承包合同》，该合同预计在今年内完工结算，将带来很大的收入与业绩增量。公司通过四川宏达、重庆欣雨及科瑞尔等子公司布局了天然气产业链上、中、下游，已具备了承建天然气分布式能源站的能力。天然气分布式能源产业在2015年从在建、筹建项目数量和规模上都体现出了发展加速的趋势，到2020年，天然气分布式能源市场装机规模预计可达到2700-3000万千瓦。按分布式能源投资额5000元/千瓦计算，到2020年市场规模可达到约1350-1500亿元，增量规模约为794-944亿元，其中设备类投资占比为80%左右。我们判断公司能源EPC业务具备广阔应用前景，未来为公司新的增长驱动力。

盈利预测与投资评级：

我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 16.7 亿元、21.6 亿元和 28.6 亿元，净利润分别为 2.11 亿元、2.68 亿元和 3.60 亿元，EPS 分别为 1.43 元、1.81 元和 2.43 元，对应 PE 分别为 28.3X、22.3X 和 16.6X，上调至“强烈推荐”评级，目标价 48 元，具备约 20%上涨空间。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,113.20	1,301.02	1,670.95	2,159.04	2,865.98
增长率（%）	16.25%	16.87%	28.43%	29.21%	32.74%
净利润（百万元）	176.57	168.27	211.52	268.13	360.59
增长率（%）	-1.69%	-4.70%	25.70%	26.76%	34.48%
净资产收益率（%）	12.01%	9.96%	10.99%	12.77%	15.45%
每股收益(元)	1.37	1.14	1.43	1.81	2.43
PE	29.47	35.33	28.29	22.32	16.60
PB	4.06	3.56	3.11	2.85	2.56

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

风险提示：

油气价波动，车用天然气加气站订单量不及预期，船用 LNG 市场推进缓慢。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1912	1639	1926	2228	2569	营业收入	1113	1301	1671	2159	2866
货币资金	1062	618	809	972	1146	营业成本	633	842	1064	1354	1767
应收账款	399	783	824	887	942	营业税金及附加	11	16	17	22	29
其他应收款	18	43	56	72	96	营业费用	98	106	150	194	258
预付款项	30	16	16	16	16	管理费用	180	179	251	324	430
存货	340	149	175	223	290	财务费用	-2	-5	-2	10	9
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	12.90	20.58	2.00	0.00	0.00
非流动资产合计	442	771	924	889	847	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4	7	68	68	68	投资净收益	0.79	1.34	0.00	0.00	0.00
固定资产	138.18	192.87	189.51	257.14	318.78	营业利润	181	143	189	255	374
无形资产	26	32	29	26	22	营业外收入	24.85	57.41	60.00	60.00	50.00
其他非流动资产	1	0	0	0	0	营业外支出	0.17	1.54	0.00	0.00	0.00
资产总计	2354	2410	2850	3117	3416	利润总额	206	199	249	315	424
流动负债合计	859	688	803	896	960	所得税	29	31	37	47	64
短期借款	0	0	517	589	603	净利润	177	168	212	268	361
应付账款	176	303	146	167	218	少数股东损益	0	1	0	0	0
预收款项	427	149	149	149	149	归属母公司净利润	177	167	212	268	361
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	218	184	211	301	424
非流动负债合计	26	9	104	104	104	BPS (元)	1.37	1.14	1.43	1.81	2.43
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	885	697	907	1000	1064	成长能力					
少数股东权益	0	33	33	33	33	营业收入增长	16.25%	16.87%	28.43%	29.21%	32.74%
实收资本(或股本)	148	148	148	148	148	营业利润增长	-1.74%	-20.85	31.64%	35.27%	46.50%
资本公积	902	973	973	973	973	归属于母公司净利润	26.41%	26.76%	26.41%	26.76%	34.48%
未分配利润	527	584	637	704	794	获利能力					
归属母公司股东权	1470	1680	1925	2099	2334	毛利率(%)	43.13%	35.26%	36.33%	37.28%	38.36%
负债和所有者权	2354	2410	2865	3133	3432	净利率(%)	15.86%	12.93%	12.66%	12.42%	12.58%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	7.50%	6.94%	7.42%	8.60%	10.56%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	12.01%	9.96%	10.99%	12.77%	15.45%
经营活动现金流	64	-96	-262	194	296	偿债能力					
净利润	177	168	212	268	361	资产负债率(%)	38%	29%	32%	32%	
折旧摊销	38.42	45.53	0.00	35.55	41.55	流动比率	2.23	2.38	2.40	2.49	2.67
财务费用	-2	-5	-2	10	9	速动比率	1.83	2.17	2.18	2.24	2.37
应收账款减少	0	0	-41	-63	-55	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.55	0.63	0.72	0.87
投资活动现金流	-184	-275	-178	0	0	应收账款周转率	3	2	2	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.19	5.44	7.45	13.81	14.90
长期股权投资减少	0	0	-62	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.37	1.14	1.43	1.81	2.43
筹资活动现金流	850	-75	658	-32	-121	每股净现金流(最新)	4.93	-3.01	1.46	1.09	1.18
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	9.93	11.33	12.98	14.16	15.74
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	92	0	0	0	0	P/E	29.47	35.33	28.29	22.32	16.60
资本公积增加	824	71	0	0	0	P/B	4.06	3.56	3.11	2.85	2.56
现金净增加额	730	-447	217	162	175	EV/EBITDA	22.52	29.16	27.00	18.64	12.82

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016 年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。