

## 证券研究报告

## 公司研究——年报点评

## 开山股份 (300257.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2016.11.01

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

《三季度业绩企稳, 地热项目打开成长空间》

2016.11

《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

## 把控核心技术布局地热市场, 即将步入成长兑现期

2017年04月25日

**事件:** 2017年4月18日公司发布2016年公司年报, 2016年公司实现营业收入17.28亿元, 同比增长5.47%, 实现归属于上市公司股东的净利润0.99亿元, 同比减少43.48%, 实现基本每股收益0.12元/股, 同比减少42.86%

其中, 2016年第四季度实现营业收入4.94亿元, 同比增长58.84%, 实现归属于上市公司股东的净利润为0.24亿元, 同比增长392%。

## 点评:

- **四季度继续实现盈利增长, 地热电站将成为公司业绩新增长点。**公司2016年实现营业收入17.28亿元, 同比增长5.47%, 归母净利润0.99亿元, 同比减少43.48%。公司本年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, 但這些项目前期投资较多, 导致公司期间费用大幅增长, 拖累公司归母净利润同比减少43.48%。公司四季度业绩企稳, 实现营收4.94亿元, 同比增长58.84%, 归母净利润0.24亿元, 同比增长392%。公司继第三季度后继续迎来业绩增长, 业绩拐点已经到来。预计2017年公司印尼SMGP项目第一期30~50MW地热电站以及匈牙利布达佩斯Turawell地热公司首期2.7MW地热发电项目顺利投运, 届时公司将迎来新的业绩增长点。
- **公司拥有行业领先的余热余压发电技术。**截止2016年年底, 公司共销售螺杆膨胀机178台, 额定装机功率104MW。公司螺杆膨胀机技术不断进步和完善, 根据监测数据, 在用户热源稳定可靠的情况下, 螺杆膨胀发电站的年运行小时都达到了较高水平。2016年内, 中石化海南炼化芳烃冷却水余热回收发电项目两台ORC机组分别运行了8352小时和8304小时, 全年净发电528万KWh; 中石化燕山公司S-Zorb热汽油余热回收发电项目一台ORC膨胀机在停产检修50天左右的情况下运行了7417.3小时, 年内净发电340.7万KWh; 天丰钢铁第一期余热回收发电项目在热源不足且不稳定的情况下, 一台蒸汽膨胀机、三台ORC机组仍分别运行了7185小时、7983小时、8266小时、7681小时, 全年净发电共658万KWh; 由于公司螺杆膨胀机余热余压回收发电的经济性、可靠性让用户满意, 澄星磷化工于2017年年初又签署了购置2台ORC螺杆膨胀机的协议, 协议金额约2900万, 目前正在履行中。
- **把控核心技术, 大力拓展全球地热电站市场。**公司螺杆膨胀发电技术和成套设备拥有核心自主知识产权、技术水平全球领先, 结合公司向全球领先的可再生能源运营跨国公司转型战略, 公司大力招揽全球地热发电领域资深专业从业人员, 组建了新加坡KS ORKA RENEWABLES PTE.LTD.、美国Open Mountain Energy.LLC地热开发平台和全球地热开发运营团队, 将公司技术团队世界领先的地热发电技术和地热开发团队世界一流的地热勘探工程能力、应用能力结合起来。

目前公司已经取得印尼 240MW Sorik Marapi 地热项目和 30MW Sokoria 地热项目，以及匈牙利布达佩斯 Turawell 地热公司 30MW（首期 2.7MW）地热发电项目。2017 年公司将努力抓好印尼 SMGP 项目第一期 30~50MW 地热电站的建设运营，实现年内并网发电的目标；按计划完成其他平台的建设和全年打井目标等，为 2018 年加大开发建设 SMGP 地热发电项目的规模奠定基础；在 2017 年第三季度实现匈牙利布达佩斯 Turawell 地热公司首期 2.7MW 地热发电项目建成并网发电，并继续推进第一期共 30MW 的地热电站开发建设工作；完成 2017 年上半年接到的所有小于 5MW 地热成套发电设备的安装交付。同时，公司将继续在印尼、美国、肯尼亚、土耳其等地继续开拓地热项目，公司希望在未来 3~5 年内能够拥有 1000MW 以上的地热资源开发权。

- **公司坚持创新驱动，研发投入逐年增长。**公司 2016 年研发费用支出为 6109 万元，比 2015 年研发投入增长了 23.88%，占公司营业业务收入 3.54%，占营业收入的比重提高了 0.53 个百分点，公司研发投入占营业收入的比重保持逐年增长的态势。公司十分重视知识产权的管理和保护，截止 2016 年末已拥有各项专利 111 项。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 27.63 亿元、48.73 亿元、70.31 亿元，同比增加 59.95%、76.34%、44.30%，归母净利润分别为 3.52 亿元、6.33 亿元、8.99 亿元，同比增加 253.58%、80.08%、41.88%。按照公司现有股本，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.41 元、0.74 元、1.05 元，对应 4 月 24 日收盘价（20.60 元）的市盈率分别为 50、28 和 20 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

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,637.87	1,727.54	2,763.24	4,872.70	7,031.11
增长率 YoY %	-17.91%	5.47%	59.95%	76.34%	44.30%
归属母公司净利润(百万元)	175.96	99.46	351.66	633.27	898.50
增长率 YoY%	-46.36%	-43.48%	253.58%	80.08%	41.88%
毛利率%	24.83%	24.87%	34.03%	35.30%	35.00%
净资产收益率 ROE%	5.25%	2.93%	9.81%	15.73%	18.75%
每股收益 EPS(元)	0.21	0.12	0.41	0.74	1.05
市盈率 P/E(倍)	100	178	50	28	20
市净率 P/B(倍)	5.31	5.11	4.77	4.07	3.37

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2017 年 4 月 24 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2,958.27	3,038.14	3,941.22	6,035.88	7,951.47
货币资金	1,369.33	1,153.10	1,478.51	1,784.74	1,839.39
应收票据	225.74	295.76	473.08	834.22	1,203.75
应收账款	637.43	653.06	920.72	1,623.60	2,342.79
预付账款	27.39	34.19	48.02	83.05	120.40
存货	606.82	826.07	944.92	1,634.29	2,369.17
其他	91.57	75.97	75.97	75.97	75.97
<b>非流动资产</b>	1,266.98	1,991.24	2,831.69	3,623.37	3,934.51
长期投资	66.42	56.70	56.70	56.70	56.70
固定资产	869.87	843.00	1,142.05	2,220.92	2,906.28
无形资产	224.65	190.34	194.98	193.00	185.29
其他	106.05	901.21	1,437.97	1,152.76	786.25
<b>资产总计</b>	4,225.26	5,029.38	6,772.91	9,659.25	11,885.98
<b>流动负债</b>	836.72	1,482.63	2,998.00	5,241.73	6,556.69
短期借款	27.66	250.00	1,250.00	2,250.00	2,250.00
应付账款	405.47	588.89	827.06	1,430.45	2,073.67
其他	403.58	643.74	920.94	1,561.28	2,233.03
<b>非流动负债</b>	29.47	58.41	33.79	33.79	33.79
长期借款	5.69	5.85	5.85	5.85	5.85
其他	23.78	52.56	27.94	27.94	27.94
<b>负债合计</b>	866.19	1,541.04	3,031.80	5,275.53	6,590.49
少数股东权益	28.45	27.69	32.88	42.22	55.49
归属母公司股东权益	3,330.62	3,460.66	3,708.24	4,341.50	5,240.00
<b>负债和股东权益</b>	4225.26	5029.38	6772.91	9659.25	11885.98

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,637.87	1,727.54	2,763.24	4,872.70	7,031.11
同比	-17.91%	5.47%	59.95%	76.34%	44.30%
归属母公司净利润	175.96	99.46	351.66	633.27	898.50
同比	-46.36%	-43.48%	253.58%	80.08%	41.88%
毛利率	24.83%	24.87%	34.03%	35.30%	35.00%
ROE	5.25%	2.93%	9.81%	15.73%	18.75%
每股收益(元)	0.21	0.12	0.41	0.74	1.05
P/E	100	178	50	28	20
P/B	5.31	5.11	4.77	4.07	3.37
EV/EBITDA	52.82	73.42	29.39	17.71	12.60

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,637.87	1,727.54	2,763.24	4,872.70	7,031.11
营业成本	1,231.24	1,297.91	1,822.85	3,152.72	4,570.37
营业税金及附加	11.27	13.35	21.35	36.28	52.35
营业费用	72.41	85.76	129.67	228.65	329.94
管理费用	139.14	223.60	296.20	522.32	753.69
财务费用	-61.22	-30.08	21.39	70.33	94.49
资产减值损失	26.11	27.11	35.80	64.20	91.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.45	1.73	2.90	2.36	2.33
<b>营业利润</b>	221.37	111.62	438.87	800.55	1,141.21
营业外收入	6.39	21.04	15.29	15.29	15.29
营业外支出	3.04	2.68	2.51	2.51	2.51
<b>利润总额</b>	224.72	129.98	451.65	813.33	1,153.98
所得税	46.22	29.07	94.80	170.72	242.22
<b>净利润</b>	178.50	100.91	356.85	642.61	911.76
少数股东损益	2.54	1.45	5.19	9.35	13.26
<b>归属母公司净利润</b>	175.96	99.46	351.66	633.27	898.50
EBITDA	335.24	244.20	644.22	1,125.27	1,581.77
EPS (摊薄)	0.21	0.12	0.41	0.74	1.05

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	14.43	81.66	473.70	390.99	769.04
净利润	178.50	100.91	356.85	642.61	911.76
折旧摊销	118.41	122.87	154.35	223.17	313.74
财务费用	-7.89	-8.64	38.21	88.77	114.04
投资损失	-2.45	-1.73	-2.90	-2.36	-2.33
营运资金变动	-294.94	-144.97	-98.09	-608.91	-637.37
其它	22.80	13.22	25.27	47.71	69.19
<b>投资活动现金流</b>	-172.50	-424.84	-981.38	-995.99	-600.35
资本支出	-124.12	-120.10	-984.27	-998.35	-602.68
长期投资	0.00	-359.90	2.90	2.36	2.33
其他	-48.38	55.16	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-214.14	40.34	833.09	911.23	-114.04
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	33.35	52.71	1,000.00	1,000.00	0.00
支付利息或股息	219.39	12.38	166.91	88.77	114.04
<b>现金净增加额</b>	-371.83	-250.00	325.41	306.23	54.65

## 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信达证券，现任研究开发中心总经理，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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@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
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@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。