

研究所

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

## 赛道好+质地优，戴维斯双击开启新篇章

### ——厚普股份（300471）深度报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
厚普股份	25.9	16.7	1.7
沪深300	4.0	8.7	18.6

#### 市场数据

2017-09-13

当前价格（元）	18.01
52周价格区间（元）	13.48 - 20.74
总市值（百万）	6677.57
流通市值（百万）	3902.52
总股本（万股）	37077.00
流通股（万股）	21688.61
日均成交额（百万）	90.78
近一月换手（%）	59.28

#### 相关报告

《厚普股份（300471）动态研究：签署40亿战略合作协议，EPC业务实现重大突破》

——2017-08-30

《厚普股份（300471）半年报点评：中报业绩基本持平，转型EPC初见成效》——2017-08-22

《厚普股份（300471）深度报告：雾霾助推天然气清洁产业复苏，环保EPC业务高成长》

——2017-01-13

《厚普股份（300471）事件点评：LNG船舶产业迎来高速发展，公司船用LNG业务方兴未艾》

——2016-12-29

《厚普股份（300471）事件点评：LNG产业或

#### 投资要点：

■ **赛道好：天然气行业趋势持续好转，拐点逻辑充分印证。**我们于《天然气设备行业深度报告》中明确提出产业链复苏的两大逻辑，一是环保压力倒逼的政策催化；二是气价下行预期强化；当前两大逻辑正持续印证。从天然气表观消费量看，2005-2014年我国天然气表观消费量CAGR为14.72%，被业内称为天然气“黄金十年”；2015-2016年行业陷入低迷，表观消费量增速分别为4.15%和6.52%，2017年上半年表观消费量同比增速为15.20%，再度回归历史高值，充分体现行业复苏态势。

■ **质地优：传统主业企稳，EPC业务亮点突出。**

1) **加气站设备业务：**受政策加码及经济性提升影响，LNG重卡单月产量创历史新高，天然气汽车行业有望走出低迷，公司传统主业加气站设备业务或将迎来拐点。

2) **船用LNG业务：**公司在船用LNG领域布局最早，成立子公司湖南厚普专项经营船用LNG业务；预计年内公司的试点LNG船舶将开始下水，有望于2018年开始贡献收入。

3) **EPC业务：**2017年上半年公司EPC业务实现收入1.85亿元，超过2016年全年水平。8月30日公司签署40亿永川区战略合作框架协议，目前以宏达公司为核心的EPC业务正实现高速增长。

■ **估值低：龙头应赋估值溢价，戴维斯双击开启新篇章。**我们认为天然气产业链具备高度确定性的投资机会，目前行业关注度虽然持续提升，但总体来看机会仍处于左侧。在这一背景下，公司不仅在业务模式上较其他上市公司更受益于天然气产业整体复苏，同时连续拿单亦彰显出公司全产业链布局的优势与底蕴。随着天然气风口临近，龙头属性带来的标签效应有望为公司带来估值溢价；同时随着天然气行业基本面持续复苏，公司业绩将充分受益，未来有望迎来估值+业绩戴维斯双击行情。

■ **继续维持“买入”评级。**在不考虑船用LNG业务及永川项目的影响下，预计公司2017-19年净利润分别为1.96、2.50、3.25亿元，对应PE分别为34、27、21倍；在考虑船用LNG业务及永川项目的影响下，预计公司2017-19年净利润分别为1.96、3.86、4.78亿元，对应PE分别为34、17、14倍。天然气复苏背景下公司有望迎来戴维斯双击行情，继续维持“买入”评级。

迎拐点，公司全产业链布局蓄势待发》  
——2016-11-25

- **风险提示：**国际油价持续下跌；天然气行业发展不及预期；公司 EPC 业务收入不及预期；战略合作协议实施不及预期；公司项目推进不及预期。

厚普股份盈利及估值预测（暂不考虑船用 LNG 业务及永川项目的影响）

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%。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1301	1363	1722	2217
增长率(%)	17%	5%	26%	29%
净利润（百万元）	167	196	250	325
增长率(%)	-5%	17%	27%	30%
摊薄每股收益（元）	0.45	0.53	0.67	0.88
ROE(%)	9.77%	10.48%	12.07%	13.95%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、赛道好：天然气行业趋势持续好转，拐点逻辑充分印证 .....	5
2、质地优：传统主业企稳，EPC 业务亮点突出 .....	8
2.1、加气站设备业务：行业有望走出低迷，公司业绩逐步企稳 .....	8
2.2、船用 LNG 业务：静待花开，业绩弹性良好 .....	10
2.3、EPC 业务：持续拿单彰显龙头风范，业绩有望高速增长 .....	11
3、估值低：龙头应赋估值溢价，戴维斯双击开启新篇章 .....	13
4、风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1: 2017 年 2 月以来中国 LNG 现货价格走势 .....	6
图 2: 我国气改政策进程 .....	6
图 3: 我国天然气表观消费量及增速 .....	7
图 4: 我国进口 LNG 消费量及同比增速 .....	7
图 5: 我国 LNG 重卡产量变化趋势 .....	9
图 6: 公司全产业链布局示意图 .....	11
图 7: 公司商务模式构思 .....	12
表 1: 十三五全国能源消费结构变化情况 .....	5
表 2: 我国加气站增长模型 .....	8
表 3: 公司加气站设备盈利预测 .....	9
表 4: 公司船用 LNG 业务业绩预测 .....	10
表 5: 公司公告订单情况 .....	12
表 6: 公司业绩拆分及估值预测 (不考虑船用和永川项目) .....	13
表 7: 公司业绩拆分及估值预测 (考虑船用和永川项目) .....	13
表 8: 公司盈利及估值预测 (暂不考虑船用 LNG 业务及永川项目的影响) .....	14
表 9: 厚普股份盈利预测表 (暂不考虑船用 LNG 业务及永川项目的影响) .....	16

## 1、赛道好：天然气行业趋势持续好转，拐点逻辑充分印证

在我们发布的深度报告《天然气设备行业系列报告一：环保助推+气价下行，我国天然气设备行业迎来复苏》中，明确提出天然气产业链复苏的两大逻辑：一是**环保压力倒逼的政策催化，天然气已被明确为国家主体能源**。根据能源局 2017 年发布的《能源发展“十三五”规划》，到 2020 年天然气在能源消费结构中所占比例将提高到 10%以上，对应 2016-2020 年我国天然气消费量的 CAGR 接近 15%。二是**气价下行预期强化，天然气的经济性在车用、发电等领域逐步提升**；其核心逻辑是受进口 LNG 冲击及气改政策逐步落地，气价已经开始新一轮下降，且下行预期增强。

**首先看环保倒逼的推动：1) 逻辑充分印证，环保力度空前强大。**一方面，环保部于 2016 年 9 月启动垂改，大幅增强基层执法力度；另一方面，环保督查力度空前，中央督查前三轮合计拘留 930 人，约谈近 13000 人，问责超过 10000 人。**2) 环保逻辑偏短期，长期看能源结构调整。**在我们发布的《华北无煤区专题报告》中，通过对 100 项政策的梳理，明确提出“十三五”将是我国能源结构调整的关键阶段，而以气代煤则是政策中最为明确的方向。我们认为，环保推动下的煤改气只是表象，背后蕴含的深层次逻辑是国家能源布局的战略调整，这将推动天然气产业迎来长足发展。

表 1：十三五全国能源消费结构变化情况

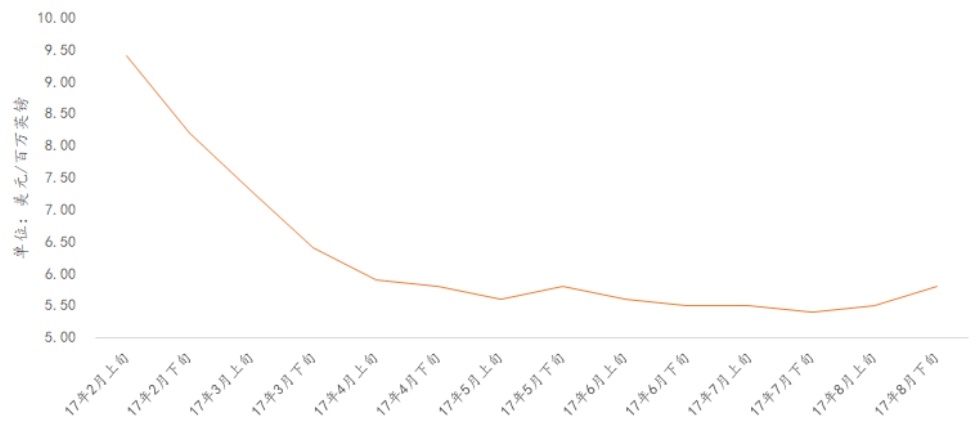
能源消费总量	2015 年	2020 年	2016-2020CAGR
能源消费总量 (亿吨标准煤)	43	50	3.06%
煤炭消费总量 (亿吨标准煤)	27.50	29	1.07%
天然气消费总量 (亿吨标准煤)	2.54	5	14.53%
其他能源消费总量 (亿吨标准煤)	12.96	16	4.30%
能源消费	2015 年	2020 年	2016-2020 变化趋势
煤炭消费占比	63.95%	58.00%	-5.95%
天然气消费占比	5.90%	10.00%	4.10%
其他能源消费占比	30.15%	32.00%	1.85%

资料来源：《能源发展“十三五”规划》、国海证券研究所

注：能源品种折标准煤系数参照综合能耗计算通则 (GBT 2589—2008)

**我们认为气价下行主要受两大因素影响：一是低价进口 LNG 的推动。**随着美国在页岩气革命后从天然气净进口国变为净出口国，以及日本重启核电带来的 LNG 需求下降，东亚 LNG 现货市场正从卖方市场向买方市场转变，LNG 现货价格持续走低。截止到 2017 年 8 月下旬，东亚 LNG 到岸价为 5.8 美元/百万英热 (约 1.4 元/方)，较 2 月下降 38%。

图 1: 2017 年 2 月以来中国 LNG 现货价格走势



资料来源: 安迅思、国海证券研究所

气价下行的第二个逻辑是天然气市场化改革的深化。由于我国天然气定价尚未市场化, 因此进口 LNG 现货的价格福利并未转移到下游的消费者, 而是被三桶油所消化。根据上海石油天然气中心出售的现货 LNG 进行统计, 三桶油出售的 LNG 现货交易价格在 2.6 元/方左右, 远高于同期进口成本。气改的核心就是通过市场化供需定价的方式, 引入民营资本进入垄断领域, 改变原有的行政定价模式; 因此在低价现货 LNG 冲击的背景下, 气改有望降低国内气价水平。

政策不断落地, 气改深化逻辑得以印证。1) 2017 年 4 月 10 日, 上海对工业用户天然气销售(基准)价格每立方米降低 0.4 元, 对化学工业区用户天然气销售(基准)价格每立方米降低 0.1 元; 2) 2017 年 5 月 21 日, 中共中央、国务院印发了《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》; 3) 2017 年 8 月 30 日, 国家发改委发布《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》, 同时降低非居民用气门站价 0.1 元/方。自 2015 年 11 月天然气门站价下调 0.7 元/方后, 国内气改政策出台进入井喷期; 其中油气改革总纲领出台实现定调, 管输费用公开表明气改正式步入深水区, 我们对气改政策的后续发展充分乐观, 国内气价长期向下趋势基本确定。

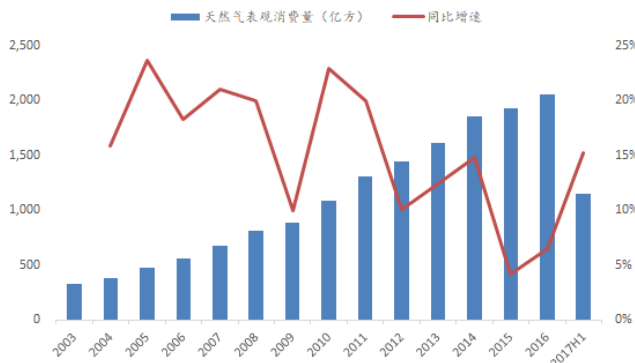
图 2: 我国气改政策进程



资料来源: 发改委、国海证券研究所

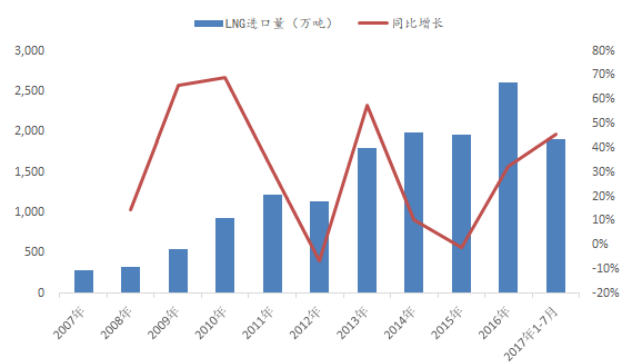
行业复苏趋势已悄然确立。1) 天然气表观消费量。2005-2014 年我国天然气表观消费量 CAGR 为 14.72%，被业内称为天然气“黄金十年”；2015-2016 年行业陷入低迷，表观消费量增速分别为 4.15%和 6.52%，2017 年上半年表观消费量同比增速为 15.20%，再度回归历史高值，充分体现行业复苏态势。2) LNG 进口量。2014、2015 年我国 LNG 进口量同比增速分别为 10.35%和-1.17%，此后受美国页岩气革命以及日本重启核电影响，2016 年 LNG 进口量同比增长 32.50%，2017 年 1-7 月 LNG 进口量较去年同期增长 45.46%。海气登陆作为我国天然气进口的四大通道之一（另外三大是西气东输、缅气入滇、北气南下），对国内气价供应格局的影响正不断深化。

图 3：我国天然气表观消费量及增速



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

图 4：我国进口 LNG 消费量及同比增速



资料来源：海关总署、国海证券研究所

从影响上来看，与“黄金十年”相比，此次天然气行业复苏将带来更加深刻的变化。

一是基数更大，产生的机会便更大。经过近 20 年的发展，我国天然气行业已初步形成规模，2017 年与 2004 年天然气表观消费量增速都在 15%左右，但 2017 年 15%增速对应的绝对值为 308 亿方，是 2004 年 15%增速对应绝对值的 5.4 倍。更高的基数带来更大增量，从而引致更多的投资。

二是主导者不同，从企业主导转变为国家主导。天然气“黄金十年”的主导者是大型国企，由中石油旗下昆仑能源牵头，带动一轮投资热潮，究其本质，是企业层面的经营布局。但此轮行业复苏，首先是发改委明确天然气在 2020 年占一次能源消费比重为 10%，其次能源局确立天然气为我国主体能源，同时党中央、国务院亦出台油气改革总纲领，其本质是国家层面的战略布局。根据我们在深度报告中的测算，预计 2016-2020 年我国天然气设备市场规模将接近 1 万亿元，考虑到相关维护、维修以及配件收入，对应市场规模预计将达 2 万亿元，对应 2016-2020 年每年 4000 亿的市场空间。

站在当前时点看未来，“十三五”甚至未来更久的期间，鲜有行业能够像天然气一样，不仅确定性较高，同时具备万亿级的增量空间。然大风将起，谁最受益？我们对业内上市公司进行了系统梳理，从行业契合度、业绩增长潜力、公司估值三个维度筛选，认为厚普股份最有可能在这轮行业复苏中脱颖而出。

## 2、质地优：传统主业企稳，EPC 业务亮点突出

公司的业务分为三大板块：CNG/LNG 加气站设备业务、船用 LNG 业务以及天然气 EPC 业务。

### 2.1、加气站设备业务：行业有望走出低迷，公司业绩逐步企稳

从行业层面来看：LNG 重卡产量历史最高，行业有望走出低迷。2015-2016 年我国加气站建设陷入低迷，2015 年我国 CNG/LNG 加气站新增数量分别为 245、150 座；2016 年新增数量分别为 400、50 座，较 2014 年呈现大幅下滑。究其原因，主要在于两点：一是 2015-16 年天然气行业景气度处于历史低点，下游增长乏力；二是反腐等政治因素导致以企业层面为主导的“黄金十年”节奏放缓，新增加气站需求降低。

然而从动态角度分析，短期内反腐带来的政治影响已逐步消除，2017 年环保高压下北方部分港口禁止燃煤货车入港，如天津港明确规定 2017 年 7 月底前不再接收柴油货车运输集港煤炭，短期内将对天然气汽车需求产生拉动作用。长期来看，国家已酝酿制定禁售燃油车时间表，这将对天然气汽车发展形成利好。同时根据政策规划及深度报告测算，预计 2020 年我国 CNG 汽车和 LNG 汽车保有量分别为 850 万辆和 150 万辆，假设 1000 台 CNG 汽车对应 1 个 CNG 加气站，200 个 LNG 汽车对应 1 个 LNG 加气站，则 2017-2020 年我国 CNG 加气站和 LNG 加气站增量分别为 3400 个和 4800 个。根据中国石油石化委员会技装委的数据，CNG/LNG 加气站设备投资额分别为 400/300 万元，按此标准测算每年 CNG/LNG 加气站设备市场规模为 34/36 亿元。

表 2：我国加气站增长模型

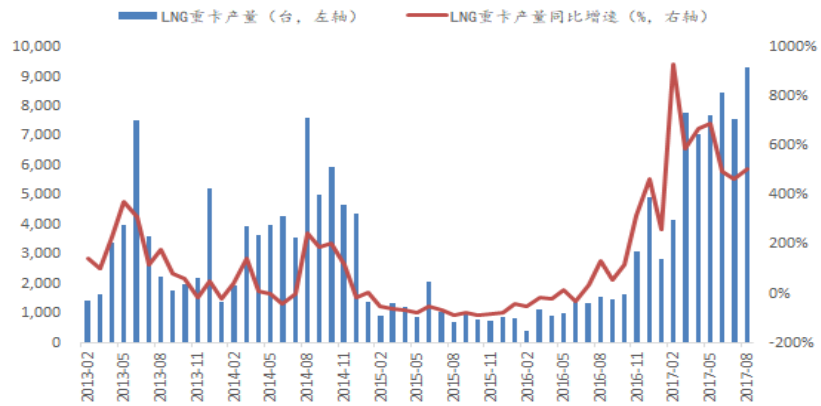
	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
CNG 加气站保有量 (个)	3014	3732	4455	4700	5100	5950	6800	7650	8500
LNG 加气站保有量 (个)	600	1844	2500	2650	2700	2963	3226	3489	3752
CNG 加气站新增量 (个)	714	718	723	245	400	850	850	850	850
LNG 加气站新增量 (个)	400	1244	656	150	50	1200	1200	1200	1200

资料来源：中国能源网、国海证券研究所

LNG 重卡的产量数据亦充分印证了这一观点。2017 年 1-8 月 LNG 重卡累计产量为 54725 台，而 2015 年全年只有 12721 台，2016 年全年只有 19601 台，且 2017 年 8 月 LNG 重卡产量达到历史最高单月水平。LNG 重卡产量暴增充分印证前文中的逻辑，随着渗透率不断提升，势必引致更多的加气站设备需求。



图 5: 我国 LNG 重卡产量变化趋势



资料来源: 节能与新能源汽车网、国海证券研究所

从公司层面来看: 国内加气站设备龙头, 业绩有望企稳。公司是国内为数不多以加气站设备为主营业务的标的, 产品市占率高居国内第一。同时公司坚持发展能源物联网, 通过对加气站数据进行实时监控, 并向用户提供数据支持, 能够进一步增强客户黏性。我们认为, 虽然当前公司加气站设备业务出现明显下滑, 但随着行业的复苏, 未来这一板块业绩有望企稳回升。

表 3: 公司加气站设备盈利预测

营业收入 (亿元)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
LNG 加气站成套设备	4.15	5.96	7.03	7.95	7.24	4.34	4.78	5.26
YOY		43.61%	17.95%	13.09%	-8.93%	-40.00%	10.00%	10.00%
CNG 加气站设备	1.54	1.74	1.75	1.74	1.66	1.16	1.28	1.41
YOY		12.99%	0.57%	-0.57%	-4.60%	-30.00%	10.00%	10.00%
LNG 专项设备	0.22	0.27	0.21	0.72	0.53	0.37	0.41	0.45
YOY		22.73%	-22.22%	242.86%	-26.39%	-30.00%	10.00%	10.00%
其他主营业务 (含贸易)	0.37	0.40	0.59	0.71	1.99	1.39	1.53	1.69
YOY		8.11%	47.50%	20.34%	180.28%	-30.00%	10.00%	10.00%
传统主业合计	6.28	8.37	9.58	11.12	11.42	7.27	8.00	8.80
YOY		33.28%	14.46%	16.08%	2.70%	-36.34%	10.00%	10.00%
毛利润 (亿元)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
LNG 加气站成套设备	1.30	2.33	2.85	3.12	2.76	1.68	1.83	2.02
CNG 加气站设备	0.84	0.96	0.96	0.97	0.89	0.64	0.70	0.77
LNG 专项设备	0.08	0.11	0.09	0.37	0.28	0.20	0.22	0.24
其他主营业务 (含贸易)	0.18	0.20	0.32	0.35	0.66	0.63	0.69	0.76
传统主业合计	2.40	3.60	4.22	4.81	4.59	3.14	3.44	3.79
YOY		50.00%	17.22%	13.98%	-4.57%	-31.56%	9.57%	10.22%
毛利率 (%)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
LNG 加气站成套设备	31.33%	39.09%	40.54%	39.25%	38.10%	38.65%	38.36%	38.50%
CNG 加气站设备	54.55%	55.17%	54.86%	55.75%	53.73%	55.00%	55.00%	55.00%
LNG 专项设备	36.36%	40.74%	42.86%	51.39%	52.83%	53.00%	53.00%	53.00%
其他主营业务 (含贸易)	48.65%	50.00%	54.24%	49.30%	33.15%	45.00%	45.00%	45.00%
传统主业合计	38.22%	43.01%	44.05%	43.26%	40.19%	43.21%	43.04%	43.13%

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

## 2.2、船用 LNG 业务：静待花开，业绩弹性良好

根据政策规划，2015 年我国气化船舶保有量接近于 0，到 2020 年气化船舶增长为 6 万艘。从市场竞争格局来看，目前船用 LNG 领域布局的公司包括厚普股份、中集安瑞科、富瑞特装、天海防务等，其中厚普股份布局最早，并成立子公司湖南厚普专项经营船用 LNG 业务。预计年内公司的试点 LNG 船舶将开始下水，有望于 2018 年开始贡献收入。

未来，公司船用 LNG 收入包括船舶改造、加注站设备和加注站运营三个方面。我们分别予以分析：1) 船舶改造：单台改造费用为 80 万元，考虑到厚普股份布局较早，我们假设公司 2018 年船舶改造市占率为 1%，此后每年增加 0.5 个百分点；2) 加注站设备：船用加注站设备价格为 1000 万/个，考虑到厚普在车用加气站设备上的优势，假设公司 2018 年船用加注站设备的市占率为 3%，此后每年增加 0.5 个百分点；3) 加注站运营：根据草根调研，每个 LNG 加注站服务 20 艘船，每艘船的年耗气量为 45.2 万方。公司沅江项目主要涉及 6 个加注站，其中 2 个已经拿到批文，我们假设公司 2018-20 年加注站运营量为 2、5、10 个，即 2017-2020 年年加气量分别为 0.18、0.45、0.90 亿方。综上所述，构建公司船用业务增长模型。

表 4：公司船用 LNG 业务业绩预测

	2017E	2018E	2019E	2020E
气化船舶销量 (万艘)	0.97	1.17	1.40	1.68
气化船舶改装费用 (亿元)	77.76	93.31	111.97	134.37
船用加注站新增量 (个)	486	583	700	840
船用加注站设备市场 (亿元)	48.60	58.32	69.98	83.98
船用天然气 (亿方)	81	133	197	271
船用加注站运营收入 (亿元)	296	466	653	855
公司船舶改装市占率	0.00%	1.00%	1.50%	2.00%
公司船用加注站设备市占率	0.00%	3.00%	3.50%	4.00%
公司船用加注站年加气量 (亿方)	0.00	0.18	0.45	0.90
公司船用加注站加气单价 (元/方)	3.68	3.50	3.32	3.16
公司船舶改装收入 (亿元)	0.00	0.93	1.68	2.69
公司船用加注站设备收入 (亿元)	0.00	1.75	2.45	3.36
公司加注站运营收入 (亿元)	0.00	0.63	1.50	2.85
公司船用加注站运营市占率	0.00%	0.14%	0.23%	0.33%
公司船舶改装毛利率	35.00%	35.50%	36.00%	36.50%
公司船用加注站设备毛利率	35.00%	35.50%	36.00%	36.50%
公司加注站运营毛利率	32.50%	33.00%	33.50%	34.00%
公司船舶改装净利率	10.00%	10.50%	11.00%	11.50%
公司船用加注站设备净利率	10.00%	10.50%	11.00%	11.50%
公司加注站运营净利率	9.00%	9.50%	10.00%	10.50%
公司船舶改装毛利润	0.00	0.33	0.60	0.98
公司船用加注站设备毛利润	0.00	0.62	0.88	1.23
公司加注站运营毛利润	0.00	0.21	0.50	0.97

公司船舶改装净利润	0.00	0.10	0.18	0.31
公司船用加注站设备净利润	0.00	0.18	0.27	0.39
公司加注站运营净利润	0.00	0.06	0.15	0.30
合计营业收入（亿元）	0.00	3.31	5.63	8.90
合计毛利润（亿元）	0.00	1.16	1.99	3.18
合计净利润（亿元）	0.00	0.34	0.60	0.99
平均毛利率	-	35.02%	35.33%	35.70%
平均净利率	-	10.31%	10.73%	11.18%

资料来源：中国能源网、国海证券研究所

## 2.3、EPC 业务:持续拿单彰显龙头风范，业绩有望高速增长

公司自 2015 年开始已经在战略上摆脱了对加气站设备行业的惯性依赖，目前以宏达公司为核心的 EPC 业务正实现高速增长。2017 年上半年公司 EPC 业务实现收入 1.85 亿元，超过 2016 年全年水平。我们认为，公司 EPC 业务具备三大优势：

1) 全产业链布局带来的技术与设备优势。公司以加气站设备起家，自 2015 年 11 月开始先后收购成都科瑞尔、四川宏达、重庆欣雨完成天然气的全产业链布局。目前，公司除燃气轮机主机等少部分核心设备外，能够生产绝大多数天然气 EPC 项目所需要的设备。在天然气行业整体复苏的背景下，公司以设备为切入点，通过全产业链布局的 EPC 模式能够实现业务快速扩张。

图 6：公司全产业链布局示意图



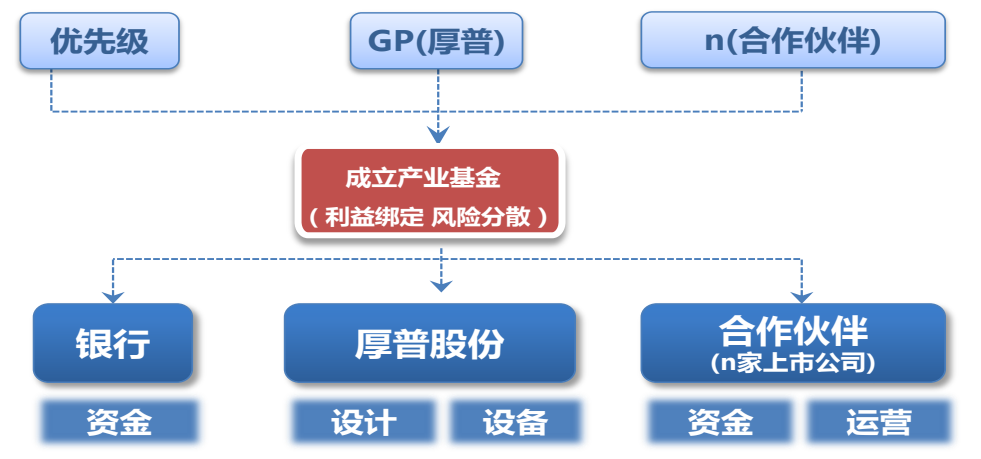
资料来源：公司公告、国海证券研究所

2) 订单地域分散彰显公司渠道优势。渠道优势是衡量公司 EPC 业务能力的重要因素，无论是厚普还是宏达，均起家于成都市，然而公司却与重庆市永川区签署 40 亿战略合作协议，且公布的其他订单亦在地域上呈现出分散性，表明公司具备良好的渠道能力。

3) 商务模式优势：专注设计、设备。确切的说，公司业务是 EP 而非 EPC，其中工程部分通常仅做高毛利率的设备安装工程，土建工程则采取外包方式。同时，公司在 EPC 业务过程中专注于设计与设备，以永川区项目为例，公司通过与政

府签订战略协议拿到项目的统筹权，再与下游运营商成立产业基金的方式绑定双方利益，并引入银行杠杆资金作为优先级缓解资金压力。这种模式下，一方面公司能够专注于自身强项——设计与设备，牵头一揽子规划的本质依旧是为设备销售提供渠道；另一方面公司通过成立产业基金的方式，引入多方资本参与，能够有效缓解公司资金压力，为业务快速扩张奠定基础。

图 7：公司商务模式构思



资料来源：公司公告、国海证券研究所

**强者不惧质疑，持续拿单彰显龙头风范。**公司于 2015 年 12 月收购四川宏达才正式切入 EPC 市场，彼时市场普遍怀疑公司的业务能力。然而 2016 年以来，公司已先后中标水富至昭通天然气输送管道 EPC 项目等 4 个项目，合计金额为 7.18 亿元。2017 年 8 月，公司与重庆市永川区政府签署 40 亿战略合作协议，再度凸显公司 EPC 业务的竞争优势。我们认为，一方面公司连续拿单已充分彰显公司 EPC 业务实力；另一方面公司在永川区项目的布局表明 EPC 业务已非着眼于单个项目，而是关注于产业全局，这与天然气行业整体复苏的趋势高度契合，未来业绩有望充分受益。

表 5：公司公告订单情况

项目名称	项目金额 (亿元)	中标时间
水富至昭通天然气输送管道 EPC 项目	2.21	2016 年
大丰畜禽粪污无害化处理及沼气综合利用 EPC 项目	0.87	2016 年
迪庆天然气支线管道工程 EPC 项目	3.5	2017 年
盘锦 10MW 分布式光伏发电项目	0.6	2017 年
合计	7.18	

资料来源：公司公告、国海证券研究所

### 3、估值低：龙头应赋估值溢价，戴维斯双击开启新篇章

我们分两种情形对公司进行业绩拆分，详见下表：

表 6：公司业绩拆分及估值预测（不考虑船用和永川项目）

业务项目		2016A	2017E	2018E	2019E
传统主业	传统主业营业收入（亿元）	11.42	7.27	8.00	8.80
	传统主业营业收入 YOY（%）	2.70%	-36.34%	10.00%	10.00%
	传统主业务务毛利率（%）	40.19%	43.21%	43.04%	43.13%
	传统主业务务毛利（亿元）	4.59	3.14	3.44	3.79
	传统主业务务净利率（%）	20.00%	24.00%	24.00%	24.75%
	传统主业务务净利（亿元）	2.28	1.74	1.92	2.18
EPC 业务 (不考虑永川项目)	EPC 业务营业收入（亿元）	1.59	6.36	9.22	13.37
	EPC 业务营业收入 YOY（%）	-	300.00%	45.00%	45.00%
	EPC 业务毛利率（%）	14.03%	22.00%	23.00%	24.00%
	EPC 业务毛利（亿元）	0.22	1.40	2.12	3.21
	EPC 业务净利率（%）	3.00%	8.00%	8.00%	8.00%
	EPC 业务净利（亿元）	0.05	0.51	0.74	1.07
其他因素	股权激励费用（亿元）	0.66	0.29	0.16	0.00
合计	合计营业收入（亿元）	<b>13.01</b>	<b>13.63</b>	<b>17.22</b>	<b>22.17</b>
	合计业务营业收入 YOY（%）	<b>17%</b>	<b>5%</b>	<b>26%</b>	<b>29%</b>
	合计业务毛利率（%）	<b>37.00%</b>	<b>33.31%</b>	<b>32.31%</b>	<b>31.59%</b>
	合计业务毛利（亿元）	<b>4.81</b>	<b>4.54</b>	<b>5.56</b>	<b>7.00</b>
	合计业务净利率（%）	<b>12.85%</b>	<b>14.41%</b>	<b>14.50%</b>	<b>14.65%</b>
	合计业务净利（亿元）	<b>1.67</b>	<b>1.96</b>	<b>2.50</b>	<b>3.25</b>
	合计净利增速（%）	<b>-5%</b>	<b>17%</b>	<b>27%</b>	<b>30%</b>

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 7：公司业绩拆分及估值预测（考虑船用和永川项目）

业务项目		2016A	2017E	2018E	2019E
传统主业	传统主业营业收入（亿元）	11.42	7.27	8.00	8.80
	传统主业营业收入 YOY（%）	2.70%	-36.34%	10.00%	10.00%
	传统主业务务毛利率（%）	40.19%	43.21%	43.04%	43.13%
	传统主业务务毛利（亿元）	4.59	3.14	3.44	3.79
	传统主业务务净利率（%）	20.00%	24.00%	24.00%	24.75%
	传统主业务务净利（亿元）	2.28	1.74	1.92	2.18
船用 LNG	船用 LNG 业务营业收入（亿元）	0.00	0.00	3.31	5.63
	船用 LNG 业务营业收入 YOY（%）	-	-	-	69.85%
	船用 LNG 业务毛利率（%）	-	-	35.02%	35.33%
	船用 LNG 业务毛利（亿元）	0.00	0.00	1.16	1.99
	船用 LNG 业务净利率（%）	-	-	10.31%	10.73%

	船用 LNG 业务净利 (亿元)	0.00	0.00	0.34	0.60
EPC 业务 (考虑永川项目)	EPC 业务营业收入 (亿元)	1.59	6.36	29.22	33.37
	EPC 业务营业收入 YOY (%)	-	300.00%	359.47%	14.20%
	EPC 业务毛利率 (%)	14.03%	22.00%	23.00%	24.00%
	EPC 业务毛利 (亿元)	0.22	1.40	6.72	8.01
	EPC 业务净利率 (%)	3.00%	8.00%	6.00%	6.00%
	EPC 业务净利 (亿元)	0.05	0.51	1.75	2.00
其他因素	股权激励费用 (亿元)	0.66	0.29	0.15	0.00
合计	合计营业收入 (亿元)	<b>13.01</b>	<b>13.63</b>	<b>40.53</b>	<b>47.80</b>
	合计营业收入 YOY (%)	<b>17%</b>	<b>5%</b>	<b>197%</b>	<b>18%</b>
	合计业务毛利率 (%)	<b>37.00%</b>	<b>33.31%</b>	<b>27.94%</b>	<b>28.85%</b>
	合计业务毛利 (亿元)	<b>4.81</b>	<b>4.54</b>	<b>11.32</b>	<b>13.79</b>
	合计业务净利率 (%)	<b>12.85%</b>	<b>14.41%</b>	<b>9.53%</b>	<b>10.01%</b>
	合计业务净利 (亿元)	<b>1.67</b>	<b>1.96</b>	<b>3.86</b>	<b>4.78</b>
	合计净利增速 (%)	<b>-5%</b>	<b>17%</b>	<b>97%</b>	<b>24%</b>

资料来源：公司公告，国海证券研究所

在不考虑船用 LNG 业务及永川项目的影响下，预计公司 2017-19 年净利润分别为 1.96、2.50、3.25 亿元，对应 PE 分别为 33、26、20 倍；在考虑船用 LNG 业务及永川项目的影响下，预计公司 2017-19 年净利润分别为 1.96、3.86、4.78 亿元，对应 PE 分别为 33、17、13 倍。

表 8：公司盈利及估值预测（暂不考虑船用 LNG 业务及永川项目的影响）

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	1301	1363	1722	2217
增长率 (%)	17%	5%	26%	29%
净利润 (百万元)	167	196	250	325
增长率 (%)	-5%	17%	27%	30%
摊薄每股收益 (元)	0.45	0.53	0.67	0.88
ROE (%)	9.77%	10.48%	12.07%	13.95%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

戴维斯双击行情渐近，继续维持“买入”评级。我们认为天然气产业链是具备高度确定性的投资机会，目前行业关注度虽然持续提升，但总体来看机会仍处于左侧。在这一背景下，厚普股份不仅在业务模式上较其他上市公司更受益于天然气产业整体复苏，同时连续拿单亦彰显出公司全产业链布局的优势与底蕴。随着天然气风口临近，龙头属性带来的标签效应将为公司带来估值溢价；同时随着天然气行业基本面持续复苏，公司业绩将充分受益，未来有望迎来估值+业绩戴维斯双击行情，继续维持“买入”评级。

## 4、风险提示

- 1) 国际油价持续下跌;
- 2) 天然气行业发展不及预期;
- 3) 公司 EPC 业务收入不及预期;
- 4) 战略合作协议实施不及预期;
- 5) 公司项目推进不及预期

表 9: 厚普股份盈利预测表 (暂不考虑船用 LNG 业务及永川项目的影响)

证券代码:	300471.SZ				股价:	18.01	投资评级:	买入	日期:	2017-09-13
<b>财务指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	10%	10%	12%	14%	EPS	0.45	0.53	0.67	0.88	
毛利率	35%	33%	32%	32%	BVPS	4.53	4.95	5.49	6.19	
期间费率	23%	20%	18%	16%	<b>估值</b>					
销售净利率	13%	14%	15%	15%	P/E	39.93	34.08	26.73	20.56	
<b>成长能力</b>					P/B	3.98	3.64	3.28	2.91	
收入增长率	17%	5%	26%	29%	P/S	5.14	4.90	3.88	3.01	
利润增长率	-5%	17%	27%	30%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
总资产周转率	0.54	0.47	0.53	0.60	营业收入	1301	1363	1722	2217	
应收账款周转率	1.52	1.30	1.52	1.82	营业成本	842	909	1165	1516	
存货周转率	5.65	5.65	5.65	5.65	营业税金及附加	16	17	21	27	
<b>偿债能力</b>					销售费用	106	102	112	133	
资产负债率	29%	36%	36%	37%	管理费用	179	164	189	222	
流动比	2.38	1.95	2.04	2.14	财务费用	(5)	(10)	(14)	(18)	
速动比	2.17	1.79	1.86	1.93	其他费用/(-收入)	(19)	20	10	5	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业利润	143	201	257	342	
现金及现金等价物	618	783	1032	1346	营业外净收支	56	29	37	41	
应收款项	856	1046	1133	1215	利润总额	199	231	294	382	
存货净额	149	164	210	273	所得税费用	31	35	44	57	
其他流动资产	16	17	21	27	净利润	168	196	250	325	
<b>流动资产合计</b>	<b>1639</b>	<b>2010</b>	<b>2395</b>	<b>2861</b>	少数股东损益	1	0	0	0	
固定资产	193	803	763	725	归属于母公司净利润	167	196	250	325	
在建工程	480	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
无形资产及其他	32	32	29	26	经营活动现金流	(96)	308	298	379	
长期股权投资	7	7	7	7	净利润	168	196	250	325	
<b>资产总计</b>	<b>2410</b>	<b>2912</b>	<b>3254</b>	<b>3679</b>	少数股东权益	1	0	0	0	
短期借款	0	40	40	40	折旧摊销	15	13	43	41	
应付款项	354	719	792	861	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	149	81	102	132	营运资金变动	(280)	99	5	13	
其他流动负债	185	193	241	307	<b>投资活动现金流</b>	<b>(275)</b>	<b>(131)</b>	<b>40</b>	<b>38</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>688</b>	<b>1033</b>	<b>1175</b>	<b>1340</b>	资本支出	(284)	(130)	40	38	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(3)	0	0	0	
其他长期负债	9	9	9	9	其他	11	(0)	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>537</b>	<b>1</b>	<b>(50)</b>	<b>(65)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>697</b>	<b>1042</b>	<b>1184</b>	<b>1349</b>	债务融资	0	40	0	0	
股本	371	371	371	371	权益融资	27	0	0	0	
股东权益	1713	1870	2070	2330	其它	510	(39)	(50)	(65)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2410</b>	<b>2912</b>	<b>3254</b>	<b>3679</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>165</b>	<b>178</b>	<b>288</b>	<b>352</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所



## 【机械组介绍】

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。