

## 证券研究报告

### 公司研究——年报点评

#### 开山股份（300257.sz）



上次评级：买入，2017.11.07

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

马步芳 研究助理

联系电话：+86 10 83326842

邮箱：mabufang@cindasc.com

#### 相关研究

《把控核心技术布局地热市场，即将步入成长兑现期》2017.4.25

《螺杆机业务带来稳定业绩增长，地热电站即将步入兑现期》2017.9.6

《三季度实现业绩增长，地热电站兑现将大幅增厚公司业绩》2017.11.7

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

# 持续推进海外地热项目建设，逐步实现战略转型

2018年05月10日

**事件1：**公司于2018年4月18日发布2017年年报。2017年公司实现营业收入22.21亿元，比上年同期增加28.58%；实现归属于上市公司股东的净利润1.04亿元，同比增长4.93%；实现扣非后净利润0.97亿元，同比增长17.38%；基本每股收益0.12元，同比增长0.00%。

**事件2：**公司于2018年4月25日发布2018年第一季度报告。报告期内公司实现营业收入5.92亿元，比上年同期增加17.44%；实现归属于上市公司股东的净利润0.27亿元，同比增长50.60%；实现扣非后净利润0.26亿元，同比增长45.38%；基本每股收益0.03元，同比增长50.00%。

2018年4月17日，公司召开第三届董事会第二十二次会议，审议通过了《关于2017年度利润分配预案的议案》，公司拟以现有股本858,000,000股为基数，按每10股派发现金红利1.0元（含税），本次派发现金红利总金额85,800,000.00元，剩余未分配利润539,898,956.80元结转到以后年度分配。

#### 点评：

- **实现盈利增长，海外地热项目持续推进。**公司于2018年4月18日发布2017年年报。2017年公司实现营业收入22.21亿元，比上年同期增加28.58%；实现归属于上市公司股东的净利润1.04亿元，同比增长4.93%。2017年年底在建工程较年初增加102937.26万元，主要是本期OTP印尼子公司SMGP公司、匈牙利项目SGI项目地热开发增加所致。2018年公司将以印尼SMGP240兆瓦地热电站建设为重，除实现首期30兆瓦装机调试发电外，确保年内完成50~100兆瓦的装机、调试，在地热行业确立起与传统发电模式完全不同的“一井一站”地热发电模式，树立起地热发电模式的新标杆，进一步加快海外地热项目开发建设，有利于公司业绩进一步提高。
- **把控核心设备，独创“一井一站”技术获广泛认可。**公司主要从事螺杆空气压缩机、螺杆膨胀发电机及应用于其他领域螺杆压缩机的研发、制造，以及开拓螺杆膨胀发电机在海外地热发电市场等可再生能源领域的应用。公司自成立以来一直从事空气压缩机的研发、制造，螺杆空气压缩机能效等技术水平处于行业领先地位，制造规模亚洲第一、全球第三，在各行业得到了广泛的应用；公司螺杆膨胀发电机拥有核心自主知识产权、技术水平全球领先，符合能源梯度利用和节能减排需要，除在国内余热余压低品位能源回收利用领域获得广泛应用外，近年来公司以螺杆膨胀发电技术和成套设备为分布式电站的核心关键设备，独创推出的“一井一站”地热发电全新技术路径得到了海外地热发电市场的认可，正在大力开拓海外地热发电应用市场，并已初见成效，2017年公司海外地热市场开拓除已在美国、匈牙利、印尼地热发电市

场初见成效外，还在肯尼亚、土耳其等国地热发电市场取得了实际进展。

- **围绕战略转型目标，积极开展资本运作，开拓海外市场。**公司螺杆膨胀发电技术及装备拥有核心自主知识产权，技术水平全球领先，符合节能减排政策导向，特别是基于螺杆膨胀发电技术及装备为分布式地热电站核心关键技术和设备的“一井一站”地热发电全新技术路径在地热发电领域具有颠覆性的巨大应用潜力，公司已经确立向全球领先的可再生能源运营企业和地热发电成套设备提供商战略转型。2017年4月14日，公司公告的控股孙公司 Open Mountain Energy , LLC (简称“OME公司”)下属子公司 Whitegrass No. 1, LLC 与 Homestretch Geothermal 2010, LLC 签订了 60 万美元的《资产收购、项目开发和提成协议》。2017年7月28日，公司公告，美国 OME 下属公司 Star Peak Geothermal, LLC 与 Presco Energy, LLC.签订了 300 万美元的《资产购买、项目开发和提成协议》。公司以新加坡 KS ORKA 公司和美国 OME 公司为开拓全球地热市场的主要平台，引进海外地热开发资深专业从业人员组成地热市场开发专业团队，积极开拓印尼、肯尼亚、土耳其、美国等国家及欧洲地热资源发电市场，目前已经取得印尼 240MW Sorik Marapi 地热项目和 30MW Sokoria 地热项目，匈牙利布达佩斯 Turawell 地热公司 30MW(首期 2.7MW)地热发电项目，美国 Wabuska 地热发电项目和 Star Peak 地热项目。截止目前，匈牙利 Turawell 地热项目和美国 Wabuska 地热项目均已安装完成，电站都已建成投入发电运行，运行情况良好。2017 年公司地热发电市场开发团队还在其他多个国家和地区接洽开拓地热发电项目。
- **公司坚持创新驱动，研发投入保持逐年增长。**2017 年公司研发费用支出为 8241 万元，比 2016 年研发投入增长了 34.89%，占公司营业业务收入 3.71%，占营业收入的比重提高了 0.18 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，截止目前已拥有各项专利 122 项，其中 2017 年新获得各项专利 10 项，受理中各项专利 33 项。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2018 年、2019 年、2020 年营业收入分别为 36.47 亿元、54.59 亿元、80.33 亿元，归属净利润分别为 2.49 亿元、4.06 亿元、6.98 亿元，EPS 分别为 0.29、0.47、0.81 元，对应 5 月 10 日收盘价 (19.05 元) 的市盈率分别为 66、40 和 23 倍，我们维持公司“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

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,727.54	2,221.28	3,647.26	5,459.14	8,033.22
增长率 YoY %	5.47%	28.58%	64.20%	49.68%	47.15%
归属母公司净利润(百万元)	99.46	104.36	248.85	406.00	697.94

增长率 YoY%	-43.48%	4.93%	138.46%	63.15%	71.91%
毛利率%	24.87%	26.60%	29.93%	31.03%	32.55%
净资产收益率 ROE%	2.93%	3.05%	7.12%	10.66%	16.00%
摊薄每股收益 (元)	0.12	0.12	0.29	0.47	0.81
市盈率 P/E(倍)	164	157	66	40	23
市净率 P/B(倍)	4.72	4.83	4.53	4.07	3.47

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 5 月 10 日收盘价

资产负债表

	单位:百万元				
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	3,038.14	2,853.45	3,759.55	5,586.93	7,612.60
货币资金	1,153.10	863.71	302.29	498.12	243.06
应收票据	295.76	379.61	623.31	932.96	1,372.87
应收账款	653.06	596.23	1,259.06	1,884.54	2,773.14
预付账款	34.19	32.37	50.74	74.75	107.58
存货	826.07	878.17	1,420.79	2,093.20	3,012.59
其他	75.97	103.36	103.36	103.36	103.36
<b>非流动资产</b>	1,991.24	3,129.79	4,323.45	5,085.51	5,385.94
长期投资	56.70	64.91	64.91	64.91	64.91
固定资产	843.00	794.22	1,586.15	3,135.70	3,776.36
无形资产	190.34	225.63	222.43	222.27	231.87
其他	901.21	2,045.02	2,449.97	1,662.63	1,312.81
<b>资产总计</b>	5,029.38	5,983.24	8,083.01	10,672.44	12,998.54
<b>流动负债</b>	1,482.63	1,980.18	3,885.98	6,065.50	7,686.93
短期借款	250.00	340.68	1,340.68	2,340.68	2,340.68
应付账款	588.89	815.93	1,278.87	1,884.12	2,711.66
其他	643.74	823.57	1,266.42	1,840.70	2,634.58
<b>非流动负债</b>	58.41	621.78	588.82	588.82	588.82
长期借款	5.85	557.67	557.67	557.67	557.67
其他	52.56	64.12	31.15	31.15	31.15
<b>负债合计</b>	1,541.04	2,601.96	4,474.80	6,654.32	8,275.75
少数股东权益	27.69	-0.03	2.37	6.28	13.00
<b>归属母公司股东权益</b>	3,460.66	3,381.31	3,605.84	4,011.84	4,709.78
<b>负债和股东权益</b>	5029.38	5983.24	8083.01	10672.44	12998.54

重要财务指标

	单位:百万元				
主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,727.54	2,221.28	3,647.26	5,459.14	8,033.22
同比	5.47%	28.58%	64.20%	49.68%	47.15%
归属母公司净利润	99.46	104.36	248.85	406.00	697.94
同比	-43.48%	4.93%	138.46%	63.15%	71.91%
毛利率	24.87%	26.60%	29.93%	31.03%	32.55%
ROE	2.93%	3.05%	7.12%	10.66%	16.00%
每股收益(摊薄, 元)	0.12	0.12	0.29	0.47	0.81
P/E	164	157	66	40	23
P/B	4.72	4.83	4.53	4.07	3.47
EV/EBITDA	67.98	60.81	34.95	22.63	14.35

利润表

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1,727.54	2,221.28	3,647.26	5,459.14	8,033.22
营业成本	1,297.91	1,630.43	2,555.50	3,764.93	5,418.58
营业税金及附加	13.35	18.61	30.55	44.55	65.55
营业费用	85.76	105.79	177.38	265.50	390.69
管理费用	223.60	300.19	482.49	722.18	1,062.70
财务费用	-30.08	20.05	31.53	67.34	82.77
资产减值损失	27.11	33.26	62.39	86.86	132.45
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.73	8.21	3.79	4.58	5.53
<b>营业利润</b>	111.62	131.75	311.21	512.35	886.00
营业外收入	21.04	0.43	9.29	9.29	9.29
营业外支出	2.68	1.14	2.00	2.00	2.00
<b>利润总额</b>	129.98	131.04	318.50	519.64	893.29
所得税	29.07	26.75	67.25	109.72	188.62
<b>净利润</b>	100.91	104.29	251.25	409.91	704.66
少数股东损益	1.45	-0.07	2.40	3.91	6.72
<b>归属母公司净利润</b>	99.46	104.36	248.85	406.00	697.94
EBITDA	244.20	283.57	522.01	850.50	1,341.39
EPS	0.12	0.12	0.29	0.47	0.81

现金流量表

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	81.66	178.32	-473.78	263.60	457.76
净利润	100.91	104.29	251.25	409.91	704.66
折旧摊销	122.87	124.44	168.84	271.41	376.25
财务费用	-8.64	28.09	34.67	59.46	71.86
投资损失	-1.73	-8.21	-3.79	-4.58	-5.53
营运资金变动	-144.97	-68.37	-624.12	-538.89	-791.74
其它	13.22	-1.91	-300.62	66.29	102.25
<b>投资活动现金流</b>	-424.84	-962.47	-967.18	-1,008.31	-640.96
资本支出	-120.10	-927.95	-970.98	-1,012.89	-646.48
长期投资	-359.90	-13.90	3.79	4.58	5.53
其他	55.16	-20.62	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	40.34	394.60	879.53	940.54	-71.86
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	52.71	643.57	1,000.00	1,000.00	0.00
支付利息或股息	12.38	149.51	120.47	59.46	71.86
现金净增加额	-250.00	-458.60	-561.43	195.83	-255.06

## 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**，新能源与电力设备行业首席研究员，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，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事锂电池、动力电池、燃料电池、光伏电池、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，推动行业发展。

**马步芳**，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加盟信达证券研发中心，目前从事能源化工研究。

## 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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@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。	买入：股价相对强于基准 20% 以上； 增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有：股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好：行业指数超越基准； 中性：行业指数与基准基本持平； 看淡：行业指数弱于基准。

## 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。