

证券研究报告

公司研究——中报点评

开山股份（300257.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2018.5.10

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

陈磊 研究助理

联系电话：+86 10 83326706

邮箱：chenleia@cindasc.com

相关研究

《持续推进海外地热项目建设，逐步实现战略转型》2018.05.10

《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

《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

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

高端制造初见成效，地热业务拓展可期

2018 年 08 月 22 日

事件：公司发布 2018 年半年度报告。2018 年上半年公司实现营业收入 13.47 亿元，同比增长 23.91%；归属于上市公司股东的净利润 5308.82 万元，同比增长 67.14%；归属于上市公司股东的扣非净利润 5001.29 万元，同比增长 57.55%；基本每股收益 0.0627 元/股，同比增长 67.20%。

点评：

- **空气压缩机行业龙头，坚定转型全球领先的可再生能源运营跨国公司。**公司成立以来专注于空气压缩机制造业务，其中螺杆空气压缩机制造规模已达亚洲第一、全球第三。近年来，公司以独创的“一井一站”模块化地热电站模式开拓海外地热发电市场，挑战目前主流的中央电站地热发电技术，目标未来 3-5 年拥有 1GW 以上的地热资源开发权，目前已在美国、匈牙利和印尼拥有地热发电项目。公司地热电站运营规模扩大及未来模块化电站模式占比提升又将推动公司上游产品销售，形成良好共振。
- **螺杆机业绩大幅增长，公司成本控制能力增强。**公司近年来重点开拓螺杆膨胀发电机在海外地热发电市场的应用及螺杆空气压缩机的海外市场，螺杆机械产品是公司主要业绩来源，2018 年上半年实现营业收入 11.66 亿元，同比增长 30.19%，占公司总营收的 86.57%，实现毛利率 24.82%，同比下降 1.96 个百分点。公司活塞机、压力容器和铸件业务分别实现营收 0.40、0.37 和 0.21 亿元，同比增长 6.90%、14.01% 和 -2.36%，毛利率分别同比增长 -1.89%、-3.47 和 0.87ppt。受主要产品毛利率下滑影响，公司整体毛利率下降 1.73 个百分点至 24.08%。上半年公司成本控制能力提升，期间费用率同比下降 1.83 个百分点至 18.28%。
- **地热电站项目建设加速，进程未受印尼地震影响。**今年 6 月，公司在印尼的 SMGP 项目首期已开始并网发电，是继去年 11 月匈牙利 Turawell 地热发电项目后又一实现并网发电的海外地热项目。截至 2018 年上半年，公司在建工程为 23.24 亿元，创近年新高，包括印尼 SMGP 项目、SGI 项目及美国地热项目正加速推进。公司 8 月发布澄清公告，公司地热项目所在地苏门答腊和弗洛雷斯岛据印尼地震震中较远，项目建设不受影响，同时公司投保了包括自然灾害险等在内的多个险种，有效降低了不可控风险。
- **研发团队积累深厚，研发投入占比保持逐年增长态势。**公司螺杆机械研发团队以国际顶尖螺杆专家、“国家千人计划”入选者汤炎博士为技术领军人物，同时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 公司和美国 OME 公司地热开发平台和全球地热开发团队。2018 年上半年，公司研发费用支出为 0.35 亿元，同比增长 37.64%，

占营收的比重提高 0.26ppt 至 2.62%，占比保持逐年增长态势。

- **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，归母净利润分别为 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 8 月 22 日收盘价（11.88 元）的市盈率分别为 41、25 和 15 倍，基于公司布局的地热领域广阔前景及公司较好的技术储备，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素:** 海外地热项目投资实施不达预期；核心技术人员流失风险；财务费用增加。

公司财务数据

	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)	102	98	41	25	15
市净率 P/B(倍)	2.95	3.01	2.83	2.54	2.16

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 8 月 22 日收盘价

资产负债表

	单位:百万元				
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	5,029.38	5,983.24	8,083.01	10,672.44	12,998.54
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
归属母公司股东权益	3,460.66	3,381.31	3,605.84	4,011.84	4,709.78
负债和股东权益	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	102	98	41	25	15
P/B	2.95	3.01	2.83	2.54	2.16
EV/EBITDA	42.79	39.11	23.16	15.39	9.76

利润表

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	129.98	131.04	318.50	519.64	893.29
所得税	29.07	26.75	67.25	109.72	188.62
净利润	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
归属母公司净利润	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

	单位:百万元				
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	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。

陈磊，研究助理，吉林大学硕士，2018年7月加盟信达证券研发中心，目前从事新能源研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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）；	买入：股价相对强于基准 20% 以上；	看好：行业指数超越基准；
时间段：报告发布之日起 6 个月内。	增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：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。