

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

开山股份(300257)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘卓 机械设备行业分析师

执业编号: S1500519090002

联系电话: 010-83326753

邮箱: liuzhuoa@cindasc.com

刘俊奇 研究助理

邮箱: liujunqi@cindasc.com

自研“双热源”机组并网，地热资源充沛

2022年03月28日

事件: 2022年3月28日，公司发布《关于印尼PT Sokoria地热公司第一期电站(5兆瓦)投入商业运营的公告》，SGI项目已于2022年3月28日当地时上午10点51分完成了第一期电站的额定容量测试。

点评:

- **“SGI”项目第一期成功并网，该电站为印尼最小规模独立地热电站之一。**2021年，开山股份于2016年8月通过子公司收购了PT Sokoria地热公司(简称“SGI”)，SGI项目共30兆瓦，分四期建设，PPA时长为30年，购电价格为12.5美分/千瓦时。SGI项目于当地时间2022年3月28日完成了第一期电站的额定容量测试，外送功率为4.718兆瓦。电站于2022年3月28日当地时间上午11点投入商业运营，预计年电费收入约500万美元。SGI第一期电站是印尼最小规模独立地热电站之一，目前小于10MW的小型地热电站在印尼还处于试验阶段，SGI项目的顺利并网给印尼东部偏远岛屿开发分布式地热电站，提供高效、经济、可靠的新能源电力起到示范作用，有助于公司地热业务的后续开展以及公司成套发电设备业务的发展。
- **全球首套“双热源ORC膨胀发电机组”投入运营，公司地热发电技术再次得以体现。**SGI项目采用的开山股份自主研发、制造的“蒸汽+盐水”双热源有机工质朗肯循环膨胀(简称“ORC”)发电机组，可同时接收地热蒸汽、地热盐水两种热源，地热盐水的蒸汽热效率较高，可提升机组整体发电效率。开山的双热源ORC膨胀发电机组体现了公司发电设备发电效率高，可适配小功率发电的技术优势，可有效开发全球其他较低焓值、较低井口压力的地热资源。
- **在手地热资源丰富，地热业务进入收获期。**公司11年开始涉足余热回收领域，13年开始接触地热发电项目，19年开始地热发电，20年地热发电收入从0.59亿提升到1.96亿。目前公司拥有印尼SMGP和美国Wabuska等多个地热发电项目，其中印尼GMGP一期和二期已经稳定上网。根据2月7日公告信息，公司将支付6000万美元的对价收购卖方持有的Inter Investment Pte. Ltd.公司100%股权，从而获取标的公司顶级地热资源，共计7个项目，发电潜力高达990兆瓦，公司正不断获得优质地热资源。
- **高端大型压缩机设备实现突破，海外市场打开成长空间。**国内无油压缩机、离心压缩机等高端压缩机领域技术相对落后，多数企业正处于研发或者前期推广阶段，开山股份在大型、高端压缩机领域取得突破，离心压缩机已经取得一定市场，正与阿特拉斯等国际龙头同台竞技。公司在国内螺杆压缩机已具备明显的竞争优势，正大力发展海外市场，2020年海外业务收入高达7.95亿元，占公司总收入的26%。2022年初公司海外业务保持较好的发展势头，有望持续扩大海外收入规模。

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

- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2021 年至 2023 年净利润分别为 3.14 亿元、5.44 亿元、8.61 亿元, 相对应的 EPS 分别为 0.32 元/股、0.55 元/股和 0.87 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 43 倍、25 倍和 16 倍。维持公司“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观环境恶化; 项目融资不及预期; 财务费用增加及汇率变动风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,633	3,022	3,475	4,222	5,570
增长率 YoY %	0.8%	14.8%	15.0%	21.5%	31.9%
归属母公司净利润(百万元)	153	256	314	544	861
增长率 YoY%	24.2%	67.8%	22.6%	73.4%	58.2%
毛利率%	28.9%	30.0%	29.0%	32.1%	33.0%
净资产收益率 ROE%	4.2%	5.4%	6.2%	9.7%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.30	0.32	0.55	0.87
市盈率 P/E(倍)	60.44	45.50	43.06	24.83	15.70
市净率 P/B(倍)	2.60	2.86	2.67	2.41	2.09

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 03 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	2,807	4,138	4,964	6,436	8,735	
货币资金	610	1,719	2,279	3,258	4,584	
应收票据	381	524	505	613	809	
应收账款	574	561	638	775	1,022	
预付账款	68	97	111	129	168	
存货	1,115	1,176	1,365	1,587	2,064	
其他	58	61	66	74	88	
非流动资产	5,345	6,824	8,031	9,163	10,223	
长期股权投资	80	90	97	104	111	
固定资产	2,103	1,975	3,261	4,446	5,537	
无形资产	251	306	329	352	375	
其他	2,911	4,453	4,343	4,261	4,200	
资产总计	8,152	10,962	12,994	15,600	18,958	
流动负债	2,725	4,436	6,048	8,001	10,385	
短期借款	974	1,825	2,965	4,115	5,265	
应付票据	504	814	946	1,100	1,430	
应付账款	716	1,081	1,257	1,461	1,901	
其他	532	716	880	1,324	1,789	
非流动负债	1,837	1,787	1,887	1,987	2,087	
长期借款	1,764	1,709	1,809	1,909	2,009	
其他	73	78	78	78	78	
负债合计	4,563	6,222	7,935	9,987	12,472	
少数股东权益	-7	-7	-1	7	20	
归属母公司	3,597	4,747	5,061	5,605	6,466	
负债和股东权益	8,152	10,962	12,994	15,600	18,958	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	2,633	3,022	3,475	4,222	5,570	
同比	0.8%	14.8%	15.0%	21.5%	31.9%	
归属母公司净利润	153	256	314	544	861	
同比	24.2%	67.8%	22.6%	73.4%	58.2%	
毛利率(%)	28.9%	30.0%	29.0%	32.1%	33.0%	
ROE%	4.2%	5.4%	6.2%	9.7%	13.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.30	0.32	0.55	0.87	
P/E	60.44	45.50	43.06	24.83	15.70	
P/B	2.60	2.86	2.67	2.41	2.09	
EV/EBITDA	29.97	25.60	20.55	14.28	10.24	

利润表		单位:百万元				
会计年度	201	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	2,63	3,022	3,475	4,222	5,570	
营业成本	1,87	2,115	2,467	2,868	3,730	
营业税金及附	14	16	21	22	29	
销售费用	139	104	112	122	139	
管理费用	268	255	271	300	343	
研发费用	87	106	125	131	164	
财务费用	41	119	137	182	219	
减值损失合计	-43	-31	-10	-10	-10	
投资净收益	7	10	10	13	17	
其他	11	13	18	22	28	
营业利润	187	299	361	621	982	
营业外收支	-1	1	-1	0	0	
利润总额	186	301	360	621	982	
所得税	33	37	40	68	108	
净利润	153	263	320	553	874	
少数股东损益	0	7	6	8	13	
归属母公司净	153	256	314	544	861	
EBITDA	388	609	795	1,168	1,628	
EPS(当)	0.18	0.30	0.32	0.55	0.87	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	201	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	29	262	498	1,055	1,458	
净利润	153	263	320	553	874	
折旧摊销	140	175	315	389	462	
财务费用	51	100	171	229	288	
投资损失	-7	-10	-10	-13	-17	
营运资金变动	-355	-297	-308	-113	-159	
其它	47	29	10	10	9	
投资活动现金	-739	-675	-1,522	-1,519	-1,515	
资本支出	-739	-675	-1,525	-1,525	-1,524	
长期投资	0	0	-7	-7	-7	
其他	0	0	10	13	17	
筹资活动现金	390	1,692	1,584	1,443	1,382	
吸收投资	0	1,075	0	0	0	
借款	1,73	2,432	1,240	1,250	1,250	
支付利息或股息	-195	-122	-171	-229	-288	
现金流净增加额	-300	1,002	561	979	1,326	

研究团队简介

刘卓，对外经济贸易大学金融学硕士，2017年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

刘俊奇，上海交通大学动力工程硕士，2021年加入信达证券研发中心，现从事机械设备行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。	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。	看涨： 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。