

方正证券研究所证券研究报告

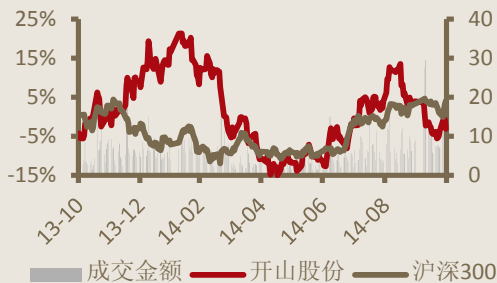
开山股份(300257)

公司调研简报
2014.10.31 强烈推荐

通用机械行业

中小盘首席分析师：李大军
执业证书编号：S1220514050001
TEL：010-68582852
E-mail：lidajun@foundersc.com
中小盘分析师：刘建民
执业证书编号：S1220514060008
TEL：010-68584841
E-mail：liujianmin@foundersc.com
联系人：刘育华
TEL：010-68582892
Email：liuyuhua@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入	1949.23	2278.80	3137.60	4056.16
(+/-)	20.54%	16.91%	37.69%	29.28%
净利润	350.63	416.20	618.10	873.99
(+/-)	18.55%	18.70%	48.51%	41.40%
EPS(元)	0.82	0.97	1.44	2.04
P/E	47.44	35.41	23.84	16.86

相关研究

项目稳定推进，安全边际十分明显
有能力成为全球性新能源公司

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件

近期我们调研了公司，与公司管理层进行了交流。

投资要点

新业务：

1.2014 年是公司开展膨胀机业务第二年。第一年推出产品，建成电站，主要做应用和实验。第二年是把产品谱系做齐，同时把以前发现的问题进行有效解决。2014 年公司膨胀机业务主要在三方面取得了进展：

(1) 产品谱系逐步完善。高压、大流量的产品都已经成熟推向市场，订单也很多，ORC 膨胀机单机最小 50KW，最大到 2300KW 都有订单，产品应用正在进行中。后续还会有一些开发。

(2) 可靠性问题基本解决。公司采取了多种措施降低工质泵的故障率，最终通过开发螺杆工质泵彻底解决了该问题，产品的可靠性得到了很大提升，用户满意度不断提高。

(3) 在商业模式上取得了突破。在资金模式上，逐渐减少合同能源管理订单比例，同时不断拓展新的商业模式，比如融资租赁等，有效满足了用户的需求。

2.石油炼化行业现状为公司推广膨胀机创造了机遇：

(1) 我国炼油能力已经过剩，虽然芳烃的进口量还有约 40%，但如果现在的在建项目建设完成后，基本也将属于饱和状态。国内石化工程公司新业务方向集中在两方面，一是开拓海外市场，继续做增量，二是从存量市场挖掘潜力，比如通过推广公司膨胀机产品做节能改造。

(2) 我国的芳烃项目（除了海南炼化）基本不挣钱，因为海南炼化项目能够实现盈利，其二期项目已从 60 万吨扩容到 100 万吨。海南炼化项目之所以能够盈利，主要是因为该项目不需要用外网 1 度电，还可以对外输送。目前，大部分石油炼厂都在推进能效倍增计划，都会在低温余热方面做文章。一个 1000 万吨的炼油厂，能够换出来的热水是 2000 吨，对应的膨胀机的装机功率是 12000KW（不包括芳烃），能发出上亿度电，市场空间很大。

(3) 中石化曾计划投入大笔资金来发展地热发电，但中国在中低温地热方面还没有发出来过一度电。从世界范围来看，高温地热占 15%，中低温地热占 85%。而在中石化内部有大量与地热热水类似的中低温热水存在，

如凝结水等。在我国地热产业产业政策不明朗、资金投入大的情况下，我们预测中石化将转而将资金投向中低温余热利用，技术成熟后可以进一步移植至地热发电。

4. 在新业务膨胀机业务发电方面，公司将主要依托工程公司的技术实力进行市场拓展，如公司与中冶在钢铁领域的合作进行就非常顺利，如宣钢的成功案例。公司将进一步寻找这样的合作伙伴，我们乐观的预计，公司在石化领域类似的合作将在年底或明年一季度有所成果。在新能源领域，公司将以美国奥玛特公司为榜样，不光提供设备，还将参与项目的经营。

传统业务：

1. 房地产景气度下行，对公司传统压缩机业务影响很大，目前增量市场十分有限，但“节能”的空间很大，压缩机的耗电量占全世界总耗电量的30%，其中空气压缩机的耗电量占10%。一台空气压缩机的生命周期里，80%是电费，购置和维护成本只占20%。通过推广节能新产品、开拓存量的节能改造业务，公司可以有效冲抵传统压缩机增量下降对公司业绩的影响。

(1) 公司的压缩机产品比同类品牌产品能够节能15%~25%。我们预计2014年公司二级压缩机销量600台，按每台35万元测算，可为公司贡献收入2.1亿元，预计贡献净利润8000万元以上。预计2014年公司二级压缩机将销售1000台左右，对应收入为3.5亿元，净利润1.2亿元以上，公司未来的目标是做到2000台，实现收入7亿元以上。

(2) 公司也做了商业模式上的创新，逐步从产品供应商向服务提供商进行转变。通过免费做项目改造，分享节省下来的电费收入，这种模式在福建和广东都取得了成功。公司计划在造船、家电等行业进行重点突破。

盈利预测与投资建议

预计2014年-2016年公司收入22.8/31.4/40.6亿元，同比增长16.9%/28.6%/29.3%，归母净利润4.16/6.1/8.8亿元，对应每股收益为0.97/1.43/2.04元，对应PE为35/24/17倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示

低温发电技术推广进度低于预期风险，项目不能稳定运营风险，高温热泵业务以及外延式收购不确定性风险，技术人员流失风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2674.53	3187.50	4447.49	5566.25	经营活动现金流	410.15	488.43	768.44	578.29
现金	1678.34	2201.97	3038.90	3780.15	净利润	356.50	425.58	625.12	881.41
应收账款	320.01	311.82	463.56	606.74	折旧摊销	94.51	169.21	168.55	212.80
其它应收款	3.94	0.58	6.20	2.72	财务费用	-53.30	-32.50	-33.42	-4.29
预付账款	23.17	41.18	37.01	52.43	投资损失	-4.05	-2.30	-3.04	-3.13
存货	572.11	560.36	796.17	993.05	营运资金变动	-48.66	-73.66	11.73	-508.14
其他	76.95	71.59	105.65	131.17	其它	65.16	2.09	-0.51	-0.36
非流动资产	1194.40	1169.06	1475.30	1766.89	投资活动现金流	-290.76	-143.66	-471.25	-500.90
长期投资	21.89	31.48	39.22	46.39	资本支出	266.62	-29.51	297.44	283.32
固定资产	892.58	876.23	1106.07	1320.31	长期投资	0.12	9.59	7.74	7.17
无形资产	169.52	182.07	231.88	285.96	其他	-24.02	-163.58	-166.07	-210.41
其他	51.18	23.73	28.46	34.45	筹资活动现金流	-233.38	-150.50	-225.66	-198.15
资产总计	3868.93	4356.56	5922.79	7333.14	短期借款	44.26	-29.51	4.92	6.56
流动负债	635.15	850.69	2055.79	2793.73	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	44.26	344.11	1114.42	1982.99	其他	-277.65	-120.99	-230.58	-204.70
应付账款	442.22	418.94	763.64	657.24	现金净增加额	-113.99	194.27	71.54	-120.76
其他	148.67	87.65	177.73	153.50					
非流动负债	5.00	1.67	2.22	2.96	主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	5.00	1.67	2.22	2.96	营业收入	20.54%	16.91%	37.69%	29.28%
负债合计	640.15	852.36	2058.01	2796.70	营业利润	20.00%	17.10%	48.75%	41.19%
少数股东权益	29.11	38.49	45.51	52.93	归属母公司净利润	18.55%	18.70%	48.51%	41.40%
归属母公司股东权益	3199.66	3465.71	3819.27	4483.52	获利能力				
负债和股东权益	3868.93	4356.56	5922.79	7333.14	毛利率	29.14%	29.00%	31.61%	35.09%
					净利率	18.29%	18.68%	19.92%	21.73%
					ROE	11.22%	12.36%	16.78%	20.81%
					ROIC	9.79%	10.17%	12.09%	13.51%
					偿债能力				
					资产负债率	16.55%	19.56%	34.75%	38.14%
					净负债比率	1.37%	9.82%	28.84%	43.71%
					流动比率	4.21	3.75	2.16	1.99
					速动比率	3.31	3.09	1.78	1.64
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.55	0.61	0.61
					应收账款周转率	0.16	0.14	0.15	0.15
					应付账款周转率	3.73	3.76	3.63	3.71
					每股指标(元)				
					每股收益	0.82	0.97	1.44	2.04
					每股经营现金	0.96	1.14	1.79	1.35
					每股净资产	7.53	8.17	9.01	10.57
					估值比率				
					P/E	47.44	35.41	23.84	16.86
					P/B	5.20	4.25	3.86	3.29
					EV/EBITDA	30.62	20.30	14.33	10.16

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com