

开山股份 (300257.SZ) 其它通用设备行业

评级：增持 维持评级

公司点评

罗立波

分析师 SAC 执业编号：S1130512010004
(8621)61038326
luolib@gjzq.com.cn

董亚光

分析师 SAC 执业编号：S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

螺杆膨胀发电站上市，签约重要销售代理协议

事件

1月7日，公司公告自主研发成功新产品朗肯循环螺杆膨胀发电站（ORC 螺杆膨胀发电站），并将于近期在全球范围内上市销售。同时，公司与美国阿拉斯加州的 Chena Power 公司签署了《销售代理框架协议》，约定自首台交付给 Chena Power 公司的产品开始发电之日起两年内，Chena Power 公司销售 ORC 螺杆膨胀发电站的装机容量要求累计达到 40,000KW 以上。

评论

新产品简介：ORC 螺杆膨胀机发电站是低品位能源回收装备，用于将饱和蒸汽、80℃以上热水以及烟道废气等低品位能源转化为高品质的电力，符合节能减排、能源梯度利用政策导向，有良好的市场前景。公司的螺杆膨胀机产品谱率功率范围从 1.5KW 到 1200KW，公司现已在全球申请多项相关的发明专利。对于低品位能源的回收，其商业应用价值取决于热源条件和螺杆膨胀机性能，最终检验标准就是发电成本高低。假设一台净发电功率为 100KW 的发电机组售价在 100 万元，年发电时间 7200 小时，如果要求在 3 年以内收回成本，则可比电价须在 0.46 元以上。对于同样的净发电功率的机组，其造价取决于两个方面，一是热源的条件，包括温差、稳定性、介质等；二是螺杆膨胀机的内在性能，这主要取决于它的型线设计、加工制造水平等。公司的首台 ORC 螺杆膨胀发电站产品在元立钢铁厂利用饱和蒸汽进行试验，运行获得成功，也达到了经济性的标准。

合作对象情况：美国阿拉斯加州的 Chena Power 是一家致力于提供可再生能源解决方案的企业，特别是在地热利用方面。而阿拉斯加州的地热发电具有优越的利用条件，一是地热资源丰富，二是气温低，热水与外界的温差大，三是地广人稀，交通不便，当地其他形式的能源发电成本也较高。此前，Chena Power 曾与美国联合技术公司（UTC）旗下的能源部门（开利，Carrier）合作，在阿拉斯加州建设了若干台 200KW 的 ORC 螺杆膨胀机，据当时的报告显示，其单机制造成本在 \$1350/KW，包括热水井、机房、电源系统等项目总成本接近 \$5000/KW。从运行成本来看，总的发电成本在从 86 美分/KWh 降至 6-7 美分/KWh。此次，Chena Power 选择与开山合作，成为公司授权的在美国阿拉斯加州的独家代理销售商，并承诺不销售与 ORC 螺杆膨胀机发电站相竞争的产品，这表明 Chena Power 对开山 ORC 螺杆膨胀机产品具有很高的认可程度。

合作对公司利润有积极影响：公司第一台销售给 Chena Power 的 ORC 螺杆膨胀发电站预计将在 2013 年 2 月交付。而根据协议，Chena Power 在首台产品开始发电之日起两年内，累计销售的装机容量达到 40,000KW 以上。如果我们按照 1 万元/KW 的价格计算，则累计的销售额应达到人民币 4 亿元左右。从制造加工的角度，螺杆膨胀发电站的主机与公司现有的螺杆空压机非常相似，而因为竞争非常有限，其利润要更为丰厚，预计其净利润水平可达到 25% 左右。除了直接的利润贡献以外，与 Chena Power 的合作也为公司在工业低温余热回收、国内地热利用、燃油发电机组余热回收等领域推广产品提供示范作用。

投资建议

基于公司螺杆膨胀发电站的积极进展，我们预测该项业务 2013-2014 年分别为公司新增销售收入 250 百万元、387 百万元，毛利率预测为 45.0%；调整后公司的盈利预测为：2012-2014 年分别实现营业收入 1,693 百万元、2,127 百万元、2,469 百万元，归属母公司股东的净利润 316 百万元、429 百万元、511 百万元，对应的 EPS 分别为 1.104 元、1.499 元、1.786 元，2012-2014 年净利润预测的上调幅度为 0.0%、14.3%、16.9%。公司目前股价对应 2012 年 31.24 倍 PE 和 2013 年 23.6 倍 PE，我们继续给予“增持”的投资评级。

图表1: 开山股份的分项业务预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
螺杆机						
销售收入 (百万元)	626.28	1,066.65	1,407.52	1,252.69	1,403.02	1,571.38
增长率 (YOY)	47.89%	70.32%	31.96%	-11.00%	12.00%	12.00%
毛利率	30.17%	27.63%	30.47%	31.30%	31.20%	31.10%
销售成本 (百万元)	437.36	771.93	978.66	860.60	965.28	1,082.68
增长率 (YOY)	37.60%	76.50%	26.78%	-12.06%	12.16%	12.16%
毛利 (百万元)	188.92	294.73	428.86	392.09	437.74	488.70
增长率 (YOY)	78.85%	56.01%	45.51%	-8.57%	11.64%	11.64%
占总销售额比重	65.71%	65.61%	71.00%	74.00%	65.97%	63.65%
占主营业务利润比重	84.00%	77.63%	86.24%	85.24%	70.13%	65.72%
活塞机						
销售收入 (百万元)	106.21	356.86	363.02	225.07	236.32	248.14
增长率 (YOY)	112.22%	235.99%	1.72%	-38.00%	5.00%	5.00%
毛利率	12.70%	12.05%	5.81%	8.00%	8.00%	8.00%
销售成本 (百万元)	92.73	313.85	341.93	207.07	217.42	228.29
增长率 (YOY)	106.89%	238.46%	8.95%	-39.44%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	13.49	43.01	21.09	18.01	18.91	19.85
增长率 (YOY)	157.88%	218.96%	-50.98%	-14.61%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	11.14%	21.95%	18.31%	13.29%	11.11%	10.05%
占主营业务利润比重	6.00%	11.33%	4.24%	3.91%	3.03%	2.67%
压力容器						
销售收入 (百万元)	81.62	75.55	76.34	83.98	94.06	105.34
增长率 (YOY)	-31.97%	-7.44%	1.05%	10.00%	12.00%	12.00%
毛利率	4.19%	8.10%	13.88%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	78.20	69.43	65.74	71.38	79.95	89.54
增长率 (YOY)	-31.26%	-11.22%	-5.31%	8.58%	12.00%	12.00%
毛利 (百万元)	3.42	6.12	10.60	12.60	14.11	15.80
增长率 (YOY)	-44.99%	79.01%	73.15%	18.84%	12.00%	12.00%
占总销售额比重	8.56%	4.65%	3.85%	4.96%	4.42%	4.27%
占主营业务利润比重	1.52%	1.61%	2.13%	2.74%	2.26%	2.12%
铸件						
销售收入 (百万元)	87.49	44.40	14.84	10.39	10.39	10.39
增长率 (YOY)	-12.79%	-49.26%	-66.57%	-30.00%	0.00%	0.00%
毛利率	8.03%	9.75%	6.89%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本 (百万元)	80.47	40.07	13.82	9.35	9.35	9.35
增长率 (YOY)	-16.08%	-50.21%	-65.51%	-32.34%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	7.02	4.33	1.02	1.04	1.04	1.04
增长率 (YOY)	58.40%	-38.35%	-76.36%	1.54%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	9.18%	2.73%	0.75%	0.61%	0.49%	0.42%
占主营业务利润比重	3.12%	1.14%	0.21%	0.23%	0.17%	0.14%
螺杆膨胀机						
销售收入 (百万元)					250.00	387.50
增长率 (YOY)						55.00%
毛利率					45.00%	45.00%
销售成本 (百万元)					137.50	213.13
增长率 (YOY)						55.00%
毛利 (百万元)					112.50	174.38
增长率 (YOY)						55.00%
占总销售额比重					11.76%	15.70%
占主营业务利润比重					18.02%	23.45%
其他						
销售收入 (百万元)	51.54	82.38	120.79	120.79	132.87	146.16
增长率 (YOY)	66.05%	59.84%	46.63%	0.00%	10.00%	10.00%
毛利率	23.39%	38.20%	29.57%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	39.48	50.91	85.08	84.56	93.01	102.31
增长率 (YOY)	55.34%	28.94%	67.13%	-0.62%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	12.06	31.47	35.71	36.24	39.86	43.85
增长率 (YOY)	114.51%	161.05%	13.48%	1.47%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	5.41%	5.07%	6.09%	7.14%	6.25%	5.92%
占主营业务利润比重	5.36%	8.29%	7.18%	7.88%	6.39%	5.90%
销售总收入 (百万元)	953.15	1625.84	1982.52	1692.93	2126.66	2468.91
销售总成本 (百万元)	728.25	1246.18	1485.24	1232.95	1502.50	1725.30
毛利 (百万元)	224.90	379.66	497.28	459.97	624.16	743.61
平均毛利率	23.60%	23.35%	25.08%	27.17%	29.35%	30.12%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 开山股份的三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	953	1,626	1,983	1,693	2,127	2,469
增长率		70.6%	21.9%	-14.6%	25.6%	16.1%
主营业务成本	-728	-1,246	-1,485	-1,233	-1,503	-1,725
%销售收入	76.4%	76.6%	74.9%	72.8%	70.7%	69.9%
毛利	225	380	497	460	624	744
%销售收入	23.6%	23.4%	25.1%	27.2%	29.3%	30.1%
营业税金及附加	-3	-3	-6	-5	-6	-7
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-22	-40	-49	-42	-53	-62
%销售收入	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-32	-54	-83	-85	-108	-127
%销售收入	3.3%	3.3%	4.2%	5.0%	5.1%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	169	282	359	328	456	547
%销售收入	17.7%	17.4%	18.1%	19.4%	21.4%	22.2%
财务费用	-3	-4	11	52	55	62
%销售收入	0.3%	0.2%	-0.5%	-3.1%	-2.6%	-2.5%
资产减值损失	-3	-1	-5	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	3	4	5
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.8%	0.8%
营业利润	163	278	365	381	513	613
营业利润率	17.1%	17.1%	18.4%	22.5%	24.1%	24.8%
营业外收支	2	0	2	7	6	6
税前利润	165	278	367	388	519	619
利润率	17.3%	17.1%	18.5%	22.9%	24.4%	25.1%
所得税	-32	-55	-57	-64	-80	-96
所得税率	19.2%	19.8%	15.6%	16.5%	15.5%	15.5%
净利润	133	223	310	324	439	523
少数股东损益	20	19	16	8	10	12
归属于母公司的净利润	114	204	294	316	429	511
净利率	11.9%	12.5%	14.8%	18.7%	20.2%	20.7%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	114	95	1,902	2,136	2,504	2,943
应收款项	153	150	244	237	267	309
存货	153	251	404	338	412	473
其他流动资产	20	36	59	51	62	71
流动资产	440	532	2,610	2,762	3,245	3,796
%总资产	55.6%	49.3%	78.5%	77.5%	79.8%	81.8%
长期投资	0	0	15	16	15	15
固定资产	306	469	623	709	723	738
%总资产	38.8%	43.4%	18.7%	19.9%	17.8%	15.9%
无形资产	38	70	67	74	81	87
非流动资产	351	548	714	800	821	843
%总资产	44.4%	50.7%	21.5%	22.5%	20.2%	18.2%
资产总计	791	1,080	3,324	3,562	4,065	4,638
短期借款	50	180	0	0	0	0
应付款项	335	441	447	360	440	506
其他流动负债	43	32	10	28	31	33
流动负债	428	653	457	388	471	539
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	428	653	457	388	471	540
普通股股东权益	331	396	2,841	3,140	3,550	4,043
少数股东权益	32	30	26	34	44	56
负债股东权益合计	791	1,080	3,324	3,562	4,065	4,638

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.064	1.903	2.053	1.104	1.499	1.786
每股净资产	3.093	3.702	19.870	10.980	12.414	14.135
每股经营现金净流	1.870	2.256	0.771	2.698	3.325	3.889
每股股利	0.000	0.000	1.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	34.40%	51.39%	10.33%	10.06%	12.08%	12.64%
总资产收益率	14.40%	18.86%	8.83%	8.87%	10.55%	11.01%
投入资本收益率	33.01%	37.36%	10.57%	8.63%	10.72%	11.28%
增长率						
主营业务收入增长率	31.49%	70.58%	21.94%	-14.61%	25.62%	16.09%
EBIT增长率	91.96%	67.45%	27.08%	-8.64%	39.10%	19.99%
净利润增长率	84.00%	78.80%	44.24%	7.56%	35.77%	19.12%
总资产增长率	42.28%	36.55%	207.91%	7.16%	14.12%	14.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.0	30.4	30.3	45.0	40.0	40.0
存货周转天数	69.4	59.1	80.5	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	102.7	83.8	88.1	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	112.4	91.3	109.7	140.2	112.4	99.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.61%	19.95%	-66.35%	-67.29%	-69.66%	-71.79%
EBIT利息保障倍数	60.2	74.1	-33.0	-6.3	-8.3	-8.8
资产负债率	54.11%	60.49%	13.75%	10.90%	11.59%	11.64%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-06-05	增持	31.09	69.05 ~ 69.05
2	2012-08-24	增持	25.73	N/A
3	2012-10-23	增持	26.65	N/A
4	2012-11-22	增持	28.75	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B