

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

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

业绩符合预期，地热业务与全球化布局奠定成长基础

2022年04月27日

事件: 2022年4月27日, 公司发布2021年年报。报告期内, 公司实现收入34.8亿元, 同比增长14.91%; 公司实现归属于上市公司股东的净利润3亿元, 同比增长18.23%。

点评:

- **地热与压缩机业务同比增长, 盈利能力稳中有升。**2021年, 开山股份实现营业总收入34.8亿元, 同比增长14.91%。其中压缩机系列产品收入26.66亿元, 同比增长14.7%, 公司SMGP电站2021年度售电收入3830万美元, 相对2020年地热发电1.96亿实现快速增长。公司2021年毛利率和净利率分别为30.01%和8.86%, 相对2020年略有提升, 随着地热业务和离心机等高端大型设备收入占比的提升, 公司盈利能力有望保持稳中有升的态势。
- **地热技术得以验证, 万事俱备静待“腾飞”。**地热发电是清洁、可再生、可持续、低碳足迹、低温室气体排放的能源。开山股份地热发电业务经过近3年的并网验证, 公司地热发电站在可用性、发电效率、地热资源依赖度、投资成本、建设周期、全流程开发能力等方面的优势得以凸显, 装机规模逐年增长。2021年全球累计装机量为15854MW, 2021年全球新增装机量为246MW, 开山股份2021年地热发电装机量(包括EPC项目)约48.2MW, 全球市占率接近20%; 开山股份地热发电业务主要布局的印尼和美国市场地热资源丰富, 同时具有良好的政策环境, 印尼RUPTL规划至2030年地热能原计划新增装机容量为3355兆瓦, 占总再生能源计划新增装机容量的8%, 而美国市场具有灵活的税收优惠制度和发达的新能源投资组合融资市场; 公司目前在手项目丰富, 并且多个在建项目正有序进行, 公司印尼SGI项目已经于2022年一季度并网, 年内还有更多电站并网。目前公司地热业务技术全球领先, 地热资源足以支撑长期发展, 政策环境较好, 在足够的资金支持下, 公司地热业务将快速成长。
- **全球化布局稳步推进, 技术实力持续领先。**开山股份是国内率先投资螺杆压缩机研发制造并取得成功的企业, 公司在国内依靠领先技术奠定了优势地位, 并着手开拓全球市场。公司在美国有多个研发中心, 国内有四个研发中心, 产品能效水平总体处于行业领先地位, 并且公司在工艺压缩机、气体压缩机、冷媒压缩机、鼓风机、真空泵等应用领域均有国际一流水准的产品在全球销售, 技术能力覆盖螺杆式、高压往复式、离心式、轴流式、涡旋式等几乎所有领域, 同时, 在无油螺杆压缩机等高端产品也在国内占有领先地位; 2009年公司在北美设立了研发中心, 从2011年开始, 公司先后在墨尔本、台中、Loxley、孟买、迪拜、华沙、胡志明市等地设立渠道公司, 并且拥有KCA美国子公司和LMF奥

地利子公司。美国子公司 KCA 快速成长，仅用三年时间在美国市场占有率达到 8.6%，预算收入约 4000 万美元。印度市场销售成倍增长，亚太地区也逐渐突破，公司全球化布局正逐渐显现成效。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2022 年至 2024 年净利润分别为 4.63 亿元、7.25 亿元、10.35 亿元，相对应的 EPS 分别为 0.47 元/股、0.73 元/股和 1.04 元/股，对应当前股价 PE 分别为 25 倍、16 倍和 11 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,032	3,485	3,651	4,912	6,341
增长率 YoY %	15.2%	14.9%	4.8%	34.5%	29.1%
归属母公司净利润 (百万元)	257	304	463	725	1,035
增长率 YoY%	68.4%	18.2%	52.4%	56.7%	42.7%
毛利率%	30.3%	30.0%	34.0%	35.6%	36.9%
净资产收益率ROE%	5.4%	6.2%	8.6%	11.9%	14.5%
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.31	0.47	0.73	1.04
市盈率 P/E(倍)	45.50	51.23	25.25	16.11	11.29
市净率 P/B(倍)	2.46	3.21	2.17	1.91	1.64

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 04 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	4,152	3,519	3,294	5,013	6,717	
货币资金	1,721	977	194	897	1,455	
应收票据	525	1	530	713	921	
应收账款	571	621	600	807	1,042	
预付账款	97	70	67	89	112	
存货	1,177	1,272	1,304	1,719	2,184	
其他	61	579	598	788	1,003	
非流动资产	6,840	8,089	8,740	9,821	11,319	
长期股权投资	90	65	72	79	86	
固定资产	1,989	3,689	4,669	5,623	6,674	
无形资产	306	335	358	381	404	
其他	4,454	4,000	3,642	3,739	4,155	
资产总计	10,991	11,608	12,034	14,834	18,035	
流动负债	4,448	5,231	5,086	7,050	9,101	
短期借款	1,825	2,232	2,372	3,522	4,672	
应付票据	814	743	733	961	1,217	
应付账款	1,082	1,088	1,057	1,386	1,754	
其他	728	1,168	924	1,181	1,458	
非流动负债	1,789	1,452	1,552	1,652	1,752	
长期借款	1,709	1,371	1,471	1,571	1,671	
其他	81	81	81	81	81	
负债合计	6,238	6,683	6,638	8,702	10,852	
少数股东权益	-7	4	12	23	39	
归属母公司	4,761	4,921	5,384	6,109	7,144	
负债和股东权益	10,991	11,608	12,034	14,834	18,035	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,032	3,485	3,651	4,912	6,341
同比	15.2%	14.9%	4.8%	34.5%	29.1%
归属母公司净利润	257	304	463	725	1,035
同比	68.4%	18.2%	52.4%	56.7%	42.7%
毛利率 (%)	30.3%	30.0%	34.0%	35.6%	36.9%
ROE%	5.4%	6.2%	8.6%	11.9%	14.5%
EPS (摊薄)(元)	0.30	0.31	0.47	0.73	1.04
P/E	45.50	51.23	25.25	16.11	11.29
P/B	2.46	3.21	2.17	1.91	1.64
EV/EBITDA	22.55	28.39	15.03	11.10	8.70

利润表		单位:百万元				
会计年度	202	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	3,03	3,485	3,651	4,912	6,341	
营业成本	2,11	2,439	2,410	3,161	4,000	
营业税金及附加	16	29	31	41	53	
销售费用	110	152	157	206	260	
管理费用	256	271	274	334	412	
研发费用	106	118	119	152	190	
财务费用	119	104	144	175	225	
减值损失合计	-31	-47	-30	-30	-30	
投资净收益	10	13	18	10	13	
其他	13	28	37	30	32	
营业利润	302	365	542	852	1,215	
营业外收支	1	-7	-1	-1	-1	
利润总额	304	357	541	851	1,214	
所得税	40	48	70	115	164	
净利润	264	309	471	736	1,050	
少数股东损益	7	5	8	11	16	
归属母公司净	257	304	463	725	1,035	
EBITDA	610	668	1,042	1,467	1,960	
EPS (当	0.30	0.31	0.47	0.73	1.04	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	202	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	269	439	383	1,092	1,506
净利润	264	309	471	736	1,050
折旧摊销	180	193	381	450	535
财务费用	100	115	156	190	249
投资损失	-10	-13	-18	-10	-13
营运资金变动	-298	-185	-637	-305	-345
其它	32	20	30	30	30
投资活动现金	-680	-1,381	-1,014	-1,522	-2,019
资本支出	-680	-1,359	-1,025	-1,525	-2,025
长期投资	0	-22	-7	-7	-7
其他	0	0	18	10	13
筹资活动现金	1,69	202	-152	1,132	1,071
吸收投资	1,07	0	0	0	0
借款	2,43	1,952	240	1,250	1,250
支付利息或股息	-122	-213	-156	-190	-249
现金流净增加额	1,00	-858	-783	702	558
	3				

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	hanqiuyue@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
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@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	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	sun tong@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	刘韵	13620005606	liuyun@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；	看好 ：行业指数超越基准；
	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。