



买入（维持）

所属行业：公用事业/燃气  
当前价格(元)：14.91

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

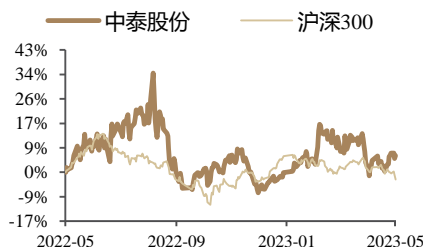
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

研究助理

卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.39	-3.16	2.25
相对涨幅(%)	6.69	1.29	8.21

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中泰股份（300435.SZ）：23Q1业绩稳定增长，看好全年业绩放量》，2023.4.25
- 《中泰股份（300435.SZ）：2022业绩高增，新签订单创历史新高，深冷设备&气体运营不断突破》，2023.4.8
- 《中泰股份（300435.SZ）：业绩稳定增长，气体运营业务蓄势待发》，2022.10.25
- 《中泰股份（300435.SZ）：深冷专家，气体运营打造第二增长曲线》，2022.10.21

# 中泰股份（300435.SZ）：首台国产 LNG 热交换器获认证，公司技术实力再获证明

投资要点

- **事件**：5月23日，公司自主加工、装配的国内首台 LNG 运输船货物深冷铝制板翅式热交换器获中国船级社颁发的型式认可证书，设备所有部件原材料均实现国产化，打破了我国 LNG 运输船货物深冷再液化装置及其组件长期依赖进口的局面，标志着我国绿色能源核心设备国产化方面取得又一关键性突破。
- **全零件实现国产化，公司设备制造实力再获认证**。公司深耕深冷设备行业多年，核心产品板翅式换热器被广泛运用于煤化工（公司市占率第一）、天然气、石化、氢能等领域，技术实力出众。此次获认证的铝制板翅式热交换器，是 LNG 深冷再液化装置的核心设备之一，而真空钎焊式铝制板翅式热交换器是众多类型热交换器中换热效率最高的一种：换热面积是同等大小的传统管壳式热交换器的 6~10 倍；重量仅为同等换热能力的管壳式热交换器的 20%。此外，铝合金具备更优良的耐低温性能，获认证的产品正常工作温度为 -176℃，设计温度可达 -196℃，换热面积 7200 平方米，设计压力 2.4 兆帕，是国内首台用于 LNG 运输船货物深冷再液化装置的国产设备，所有部件原材料均实现了国产化，零部件加工、装配均由公司自主完成，实现了核心技术和工艺自主可控，公司扎实的设备制造能力再次被验证。
- **设备订单充裕，产能扩张+下游需求景气+产品体系升级有望持续推动公司业绩增长**。（1）产能扩张方面：公司自主投建的新建产能预计于 2023 年陆续投产，届时换热器产能可增加 2-3 倍，我们认为公司能够有效缩短订单交货周期，加快收入确认进程，并提升订单获取能力；（2）在手订单情况：截至 2023 年 3 月 31 日，公司在手设备订单 18.6 亿元，2022 年新签设备订单 13.4 亿元，创历史新高；（3）产品多领域实现突破：2022 年公司取得了多套精制氮氩氙气体装置销售合同，将公司深冷技术的积累延伸至半导体等稀有气体领域；推出新品——绕管式换热器，有望延伸公司在化工项目中的工艺段，提高单位合同标的；2023 年 3 月中标 7 万 Nm<sup>3</sup>/h 深冷制氮空分，为业主提供氮气增产新解决方案。业务多点开花叠加行业景气提升，我们看好公司设备业务的长期稳定增长。
- **气体运营稳步推进，打开业绩增长天花板**。（1）工业大宗&电子特气：山东章丘 3.5 万 m<sup>3</sup> /h 气体运营项目投产在即，长约合同+余量气体分销带来稳定现金流和利润增量空间；孙公司河北瑞尔泰利用唐山当地丰富的液氧资源，开展氮氩气体的精制和销售，项目有望于年内投产；（2）燃气基本盘稳健，3060 大背景下天然气终端需求有望进一步提升。
- **投资建议与估值**：我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入为 40.54 亿元、48.94 亿元、57.69 亿元，增速分别为 24.5%、20.7%、17.9%。归母净利润分别为 3.72 元、4.80 亿元、5.77 亿元，增速分别为 33.8%、29%、20.3%。对应 PE 为 15.3X、11.8X、9.8X。维持“买入”评级。
- **风险提示**：上游大宗原材料价格上涨风险、在手订单交付不及预期风险、新建产能推进不及预期风险、商誉减值风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	380.63		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	340.63	营业收入(百万元)	2,407	3,256	4,054	4,894	5,769
52 周内股价区间(元):	13.08-18.99	(+/-)YOY(%)	21.7%	35.3%	24.5%	20.7%	17.9%
总市值(百万元):	5,675.24	净利润(百万元)	245	278	372	480	577
总资产(百万元):	4,858.92	(+/-)YOY(%)	25.1%	13.3%	33.8%	29.0%	20.3%
每股净资产(元):	7.61	全面摊薄 EPS(元)	0.65	0.73	0.98	1.26	1.52
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	18.9%	17.1%	18.6%	19.8%	20.7%
		净资产收益率(%)	9.7%	9.9%	11.7%	13.1%	13.6%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.73	0.98	1.26	1.52
每股净资产	7.41	8.38	9.64	11.16
每股经营现金流	0.76	1.29	1.95	1.83
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	37.83	15.26	11.83	9.84
P/B	1.80	1.78	1.55	1.34
P/S	1.74	1.40	1.16	0.98
EV/EBITDA	11.04	7.65	5.50	4.18
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	17.1%	18.6%	19.8%	20.7%
净利润率	8.5%	9.2%	9.8%	10.0%
净资产收益率	9.9%	11.7%	13.1%	13.6%
资产回报率	5.9%	6.8%	7.8%	8.4%
投资回报率	7.1%	9.5%	11.2%	12.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	35.3%	24.5%	20.7%	17.9%
EBIT 增长率	10.9%	49.9%	29.1%	20.4%
净利润增长率	13.3%	33.8%	29.0%	20.3%
偿债能力指标				
资产负债率	39.7%	42.0%	39.9%	38.1%
流动比率	1.5	1.5	1.7	1.8
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.4
现金比率	0.8	0.7	0.9	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	63.6	70.0	66.8	68.4
存货周转天数	37.8	45.6	41.7	41.7
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	3.8	4.7	5.5	6.3

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	278	372	480	577
少数股东损益	-1	0	0	0
非现金支出	125	155	172	192
非经营收益	1	18	14	8
营运资金变动	-115	-53	76	-80
经营活动现金流	288	492	742	696
资产	-260	-229	-227	-261
投资	0	0	0	0
其他	100	11	13	15
投资活动现金流	-160	-218	-214	-246
债权募资	330	27	-113	-90
股权募资	15	0	0	0
其他	-25	-29	-27	-23
融资活动现金流	320	-2	-140	-113
现金净流量	451	272	388	338

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 24 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,256	4,054	4,894	5,769
营业成本	2,700	3,300	3,924	4,574
毛利率%	17.1%	18.6%	19.8%	20.7%
营业税金及附加	13	20	24	32
营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
营业费用	41	61	83	108
营业费用率%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%
管理费用	99	142	181	231
管理费用率%	3.1%	3.5%	3.7%	4.0%
研发费用	60	85	103	127
研发费用率%	1.8%	2.1%	2.1%	2.2%
EBIT	316	474	612	737
财务费用	-19	-3	-3	-3
财务费用率%	-0.6%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	9	11	13	15
营业利润	345	477	615	740
营业外收支	10	0	0	0
利润总额	355	477	615	740
EBITDA	404	629	784	929
所得税	78	105	135	163
有效所得税率%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司所有者净利润	278	372	480	577

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,283	1,555	1,944	2,281
应收账款及应收票据	637	821	899	1,085
存货	280	412	448	523
其它流动资产	327	489	536	622
流动资产合计	2,527	3,278	3,827	4,511
长期股权投资	56	56	56	56
固定资产	859	872	888	914
在建工程	329	379	429	479
无形资产	336	347	336	328
非流动资产合计	2,157	2,230	2,285	2,354
资产总计	4,684	5,509	6,112	6,865
短期借款	536	563	450	360
应付票据及应付账款	393	556	616	740
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	764	1,027	1,203	1,346
流动负债合计	1,693	2,146	2,270	2,446
长期借款	100	100	100	100
其它长期负债	68	68	68	68
非流动负债合计	168	168	168	168
负债总计	1,861	2,314	2,438	2,614
实收资本	381	381	381	381
普通股股东权益	2,819	3,191	3,671	4,248
少数股东权益	3	3	3	3
负债和所有者权益合计	4,684	5,509	6,112	6,865

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

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，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。