

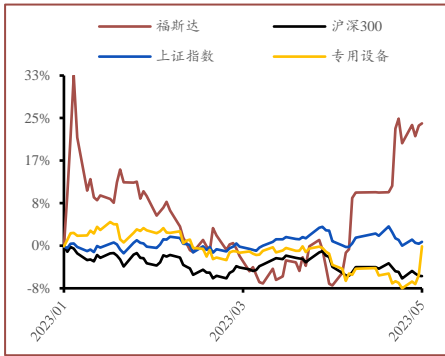
流程工业景气度高企，国内空分小巨头乘风而起

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-05-18
收盘价(元)	33.26
流通股本(亿股)	0.40
每股净资产(元)	8.24
总股本(亿股)	1.60

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超

SAC 证书编号: S0160522080002
shewc@ctsec.com

分析师 郝思行

SAC 证书编号: S0160519100001
haosx@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **国内深冷装备小巨人，技术实力处行业前列。** 公司是国内深冷装备小巨人，主要产品包括空气分离设备及液化天然气装置，2007 年与德国林德签订战略合作协议，为林德研发和制造空分装置，在此期间公司产品质量和项目管理水平得到大幅提升，与林德的合作经历也为公司海外竞标项目提供了竞争力。公司分别于 2013 年和 2016 年首先成功签订 6 万等级空分设备和 8 万等级空分设备，技术实力得到下游客户认可，成为国内少数几家正式进入特大型空分领域的企业之一。
- ❖ **流程工业海外景气度高企，国内景气度回升：** 目前，海外流程工业景气度高企，是油气资源国产能结构调整（向下游延伸）、中国一带一路助力下的全球产能重建和高油气价格的合力，中东、俄罗斯、北非、南美等地区的油气、化肥、钢铁项目建设加速。与此同时，随着国内大型石化及煤化工项目的审批和建设恢复，受疫情等原因积压的项目释放，国内流程工业景气度开始回升。公司深冷设备广泛应用于天然气、煤化工、石油化工、冶金、核电、航空航天、半导体、多晶硅片、新能源电池、工业气体等行业，随着全球流程工业景气度共振向上，公司基本面迎来利好。
- ❖ **欧美外资退出俄罗斯市场，中国企业或受益。** 俄乌冲突以来，欧美与俄罗斯双方互相制裁，受多方压力、经商环境以及制裁等因素影响，欧美众多企业退出俄罗斯市场或缩减俄罗斯市场业务规模，林德、法液空等全球龙头的退出，为中国企业留出空白市场，中国企业或受益。
- ❖ **订单创新高，毛利率有望回升。** 2022 年公司全年签订合同订单约 37.75 亿元，从签订项目数量、订单金额以及完成年初公司制订目标百分比来看，国内国外都超额完成既定目标，并且创下历史新高。受国内外定价及竞争环境差异的影响，深冷设备毛利率差异明显，2022 年公司外贸毛利率达 38%，国内毛利率仅 17%，2022 年公司海外项目受到国际物流的影响，海外项目确认收入较少，海外收入占比下降至 16%，因此毛利率亦下滑至 20%。在海外流程工业景气度高企，物流因素解决的背景下，预计 2023 年公司毛利率有望回升。
- ❖ **投资建议：** 我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 2.95 亿元、5.16 亿元和 6.07 亿元。对应 PE 分别为 18.0 倍、10.3 倍和 8.8 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：** 宏观经济下行的风险，全球流程工业景气度不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1447	1886	2588	4331	4980
收入增长率(%)	34.19	30.37	37.19	67.36	15.00
归母净利润(百万元)	160	142	295	516	607
净利润增长率(%)	10.65	-11.38	108.18	74.68	17.70
EPS(元/股)	1.33	1.18	1.85	3.23	3.80
PE	0.00	0.00	18.01	10.31	8.76
ROE(%)	32.10	22.78	18.73	24.65	22.49
PB	0.00	0.00	3.37	2.54	1.97

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1446.69	1886.01	2587.50	4330.50	4980.08	成长性					
减:营业成本	1113.14	1507.75	1992.38	3291.18	3784.86	营业收入增长率	34.2%	30.4%	37.2%	67.4%	15.0%
营业税费	4.88	7.31	13.29	22.24	25.58	营业利润增长率	5.7%	-16.3%	144.3%	74.7%	17.7%
销售费用	27.65	34.93	48.30	86.61	99.60	净利润增长率	10.6%	-11.4%	108.2%	74.7%	17.7%
管理费用	41.53	40.00	67.79	129.92	149.40	EBITDA 增长率	-9.1%	-0.5%	117.2%	66.4%	14.4%
研发费用	72.95	90.17	131.49	220.06	253.07	EBIT 增长率	-15.2%	-0.9%	115.4%	73.4%	15.0%
财务费用	4.97	0.58	-0.79	-5.69	-22.93	NOPLAT 增长率	-10.5%	4.9%	85.9%	73.4%	15.0%
资产减值损失	-13.63	-18.18	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	49.8%	35.3%	119.3%	29.4%	26.8%
加:公允价值变动收益	0.46	-0.79	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	47.3%	24.8%	153.2%	32.7%	29.0%
投资和汇兑收益	22.64	3.01	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	170.01	142.32	347.63	607.24	714.70	毛利率	23.1%	20.1%	23.0%	24.0%	24.0%
加:营业外净收支	2.08	1.84	0.00	0.00	0.00	营业利润率	11.8%	7.5%	13.4%	14.0%	14.4%
利润总额	172.09	144.16	347.63	607.24	714.70	净利润率	11.1%	7.5%	11.4%	11.9%	12.2%
减:所得税	11.92	2.22	52.14	91.09	107.21	EBITDA/营业收入	12.8%	9.7%	15.4%	15.3%	15.3%
净利润	160.17	141.94	295.48	516.15	607.50	EBIT/营业收入	11.2%	8.5%	13.4%	13.9%	13.9%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	224.74	391.90	636.90	1498.76	1609.72	固定资产周转天数	34	42	53	35	29
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	18	8	85	19	54
应收账款	271.32	423.63	645.39	1143.75	913.76	流动资产周转天数	434	488	519	555	476
应收票据	0.88	137.54	52.36	265.45	100.03	应收帐款周转天数	69	66	74	74	74
预付帐款	145.48	274.38	358.99	593.00	681.95	存货周转天数	143	124	144	144	144
存货	490.15	544.46	1049.05	1583.24	1443.89	总资产周转天数	446	471	495	473	513
其他流动资产	12.22	18.17	18.17	18.17	18.17	投资资本周转天数	149	155	247	191	211
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	32.1%	22.8%	18.7%	24.7%	22.5%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.9%	4.9%	7.0%	7.2%	8.6%
投资性房地产	27.71	31.03	31.03	31.03	31.03	ROIC	25.6%	19.8%	16.8%	22.5%	20.4%
固定资产	133.77	218.52	372.20	409.33	391.20	费用率					
在建工程	9.63	6.02	0.00	0.00	0.00	销售费用率	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
无形资产	67.47	68.12	68.12	68.12	68.12	管理费用率	2.9%	2.1%	2.6%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	4.36	5.10	5.10	5.10	5.10	财务费用率	0.3%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.5%
资产总额	2028.64	2908.28	4212.01	7160.10	7040.95	三费/营业收入	5.1%	4.0%	4.5%	4.9%	4.5%
短期债务	92.12	156.18	156.18	156.18	156.18	偿债能力					
应付帐款	327.41	479.74	535.64	1141.65	787.23	资产负债率	75.4%	78.6%	62.5%	70.8%	61.6%
应付票据	379.62	723.28	554.18	1556.05	870.72	负债权益比	306.5%	366.8%	167.0%	242.0%	160.7%
其他流动负债	53.06	83.90	83.90	83.90	83.90	流动比率	1.13	1.12	1.42	1.31	1.51
长期借款	0.00	20.00	20.00	20.00	20.00	速动比率	0.44	0.50	0.64	0.68	0.75
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	58.13	38.59	49.22	85.36	98.16
负债总额	1529.61	2285.25	2634.60	5066.55	4339.89	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.00	0.14	0.00	0.00	0.00
股本	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00	分红比率					
留存收益	161.21	283.95	579.43	1095.58	1703.08	股息收益率			0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	499.03	623.03	1577.41	2093.56	2701.06	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	1.33	1.18	1.85	3.23	3.80
净利润	160.17	141.94	295.48	516.15	607.50	BVPS(元)	4.16	5.19	9.86	13.08	16.88
加:折旧和摊销	22.31	22.73	52.34	62.87	68.12	PE(X)	0.0	0.0	18.0	10.3	8.8
资产减值准备	40.39	72.50	0.00	0.00	0.00	PB(X)	0.0	0.0	3.4	2.5	2.0
公允价值变动损失	-0.46	0.79	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	7.96	3.77	7.05	7.05	7.05	P/S	0.0	0.0	2.1	1.2	1.1
投资收益	-22.86	-0.18	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	-0.7	-1.2	12.2	6.0	5.1
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-179.89	-214.09	-561.72	382.84	-514.66	PEG	0.0	—	0.2	0.1	0.5
经营活动产生现金流量	21.26	20.98	-206.85	968.91	168.01	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-21.88	-56.09	-200.00	-100.00	-50.00	REP					
融资活动产生现金流量	27.97	59.64	651.85	-7.05	-7.05						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，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。