

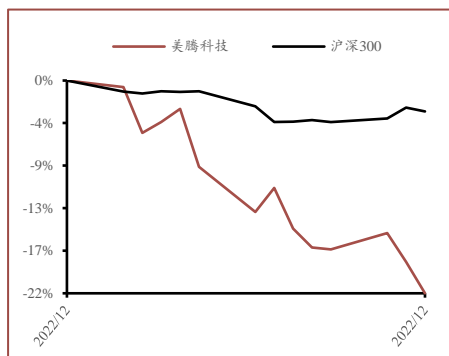
智能干选机龙头企业，领航洗选行业改造浪潮

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2022-12-28
收盘价(元)	39.04
流通股本(亿股)	0.20
每股净资产(元)	6.46
总股本(亿股)	0.88

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超

SAC 证书编号: S0160522080002
shewc@ctsec.com

联系人 赵璐

zhaolu@ctsec.com

相关报告

1. 《矿山机械专题系列报告(一): 干法选矿蓝海开启, 关注设备投资机会》
2022-12-7

核心观点

- ❖ **精耕煤炭领域的干选机龙头企业, 技术引领行业趋势。**公司成立于 2015 年, 以煤炭行业为第一切入点, 深耕煤炭干选及煤炭行业智能化, 已成为煤炭干选机领域龙头企业, 技术始终引领行业趋势。公司业务主要包括智能装备、智能系统与仪器, 其中智能装备主要为公司各类煤炭及非煤领域干选机, 智能系统与仪器主要包括智能无人装车系统、选煤厂智能化系统, 2022 年 Q1-Q3, 公司两项业务收入分别为 2.03/0.91 亿元, 占业务收入比重分别为 64.85%、29.02%。
- ❖ **湿法选矿弊端渐显, 干法选矿初露头角:** 根据公司招股书, 目前我国入选煤炭中, 湿选占比 95.76%, 是最常用传统分选方式, **干法渗透率仅 4.24%, 未来提升空间大。**我国煤炭资源丰富的中西部及北方地区水资源受限, 且湿选会导致部分易泥化煤产生煤泥, 致煤回收率下降, 并产生环境污染问题。光电干选设备是对传统块煤分选的突破, X 射线及 γ 射线、红外、可见光、激光及紫外线识别等, 针对物体的不同特征建立相应模型并通过不同喷吹策略进行分选。
- ❖ **光电干选优势明显, 有望加速替代湿法选煤部分环节:** 1) 从分选精度看, 光电干选煤中带矸、矸中带煤率可达到 1-3%, 接近重介浅槽; 2) 从经济性看, 光电干选加工成本低、品销售产出更高: 根据《美腾科技首次公开发行并在科创板上市申请文件审核问询函的回复》, 以 300 万吨年产能矿井为例, 光电干选、重介浅槽工艺流程整体需要设备 9 台、32 台, 初始系统投资成本分别为 2500、4500 万元, 且水耗、电耗、介耗、人力成本、折旧等后续维护成本分别为 692、1520 万元/年, 此外, 光电干选的精煤水分更低, 避免了次煤泥的产生, 可实现更高吨煤产出约 1754 万元/年, 经济性显著。3) 从政策角度看, 目前国家和煤炭行业对干选支持力度越来越大, 技术不断成熟, 行业规范愈加完善。根据我们在往期报告《矿山机械专题系列报告(一): 干法选矿蓝海开启, 关注设备投资机会》中的测算, **国内煤炭领域智能干选设备累计市场规模约为 220 亿元, 全球累计市场空间约为 440 亿元。**
- ❖ **进入非煤矿山领域及工业, 打开第二成长空间:** 有色金属、黑色金属、非金属矿业与煤炭行业采选工艺有相似之处, 且煤炭分选对指标要求更高, 因此煤炭行业干选技术平移至非煤领域具备一定的优势。公司智能干选业务(XRT) 目前已在磷矿、铝土矿、钒矿领域签订了销售合同, 在铅锌、铜、萤石、锰、钨等其他矿种也实现了识别技术突破。根据我们在往期报告《矿山机械专题系列报告(一): 干法选矿蓝海开启, 关注设备投资机会》中的测算, **国内非煤矿山智能干选设备累计市场空间约为 105 亿元, 海外非煤矿山累计市场空间约为 147 亿元。**2021 年, 公司 XRT 产品实现收入 0.21 亿元, 占收入比重为 5.44%。截至 2022 年 Q3, 公司 XRT 在手订单为 0.65 亿元。
- ❖ **在手订单充足, 募投项目扩产助力公司长期发展:** 根据公司招股书, 2022 年 Q3 末在手订单金额为 6.97 亿元, 2021 年全年约为 5.57 亿元。公司生产存

在明显月度波动，旺季产能紧张。本次募投项目总投资为 1.21 亿元，主要用于建设智能装备生产及测试基地，**预计达产后公司新增年产 80 台智能干选设备及其他仪器**，更好满足市场需求。根据公司招股书，预计项目建设期为 18 个月，试投产首年及第二、三年预计达到产能 60%/80%/100%。

- ❖ **盈利预测与投资评级：**目前干选处于渗透率快速提升阶段，公司为国内智能干选机龙头企业，有望充分受益行业技术趋势的变革。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 5.11/7.27/9.68 亿元，归母净利润 1.18/1.70/2.25 亿元，对应 PE 分别为 29.2/20.4/15.4 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**下游需求不及预期、技术研发不及预期、煤炭行业景气度波动、市场竞争加剧风险

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	321	384	511	727	968
收入增长率 (%)	33.1	19.3	33.2	42.4	33.0
归母净利润 (百万元)	92	86	118	170	225
净利润增长率 (%)	45.0	-6.3	37.4	43.7	32.6
EPS (元/股)	1.4	1.3	1.3	1.9	2.5
PE	0.0	0.0	29.2	20.4	15.4
ROE (%)	38.6	24.9	8.2	10.6	12.3
PB	0.0	0.0	2.4	2.1	1.9

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	321.48	383.54	510.99	727.50	967.72	成长性					
减:营业成本	119.16	163.08	232.58	338.81	463.31	营业收入增长率	33.1%	19.3%	33.2%	42.4%	33.0%
营业税费	3.08	5.88	7.07	10.07	13.39	营业利润增长率	46.4%	-12.6%	45.3%	43.7%	32.6%
销售费用	37.17	47.29	61.32	83.66	106.45	净利润增长率	45.0%	-6.3%	37.4%	43.7%	32.6%
管理费用	33.69	37.89	48.54	67.66	87.10	EBITDA 增长率	46.0%	-7.0%	35.2%	42.0%	32.4%
研发费用	42.26	52.68	61.06	83.66	106.45	EBIT 增长率	46.5%	-13.6%	43.0%	42.9%	33.0%
财务费用	-0.01	-0.48	-0.17	-0.53	1.08	NOPLAT 增长率	44.8%	-10.3%	40.0%	42.9%	33.0%
资产减值损失	-1.88	-0.18	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	164.9%	47.9%	310.0%	11.6%	13.8%
加:公允价值变动收益	-1.59	-0.78	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	189.9%	45.0%	316.9%	11.8%	14.0%
投资和汇兑收益	-0.54	-1.78	-1.53	-1.45	-0.97	利润率					
营业利润	103.84	90.79	131.90	189.48	251.18	毛利率	62.9%	57.5%	54.5%	53.4%	52.1%
加:营业外净收支	0.26	3.20	0.00	0.00	0.00	营业利润率	32.3%	23.7%	25.8%	26.0%	26.0%
利润总额	104.10	93.99	131.90	189.48	251.18	净利润率	28.5%	22.4%	23.1%	23.3%	23.2%
减:所得税	12.35	8.05	13.85	19.90	26.37	EBITDA/营业收入	34.1%	26.6%	27.0%	26.9%	26.8%
净利润	91.75	85.94	118.05	169.58	224.81	EBIT/营业收入	33.5%	24.3%	26.1%	26.2%	26.2%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	89.81	103.46	1187.87	1178.99	1395.69	固定资产周转天数	9	7	6	4	3
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	146	198	149	190	143
应收账款	109.39	201.01	163.53	367.30	346.42	流动资产周转天数	528	629	1288	1119	973
应收票据	53.05	62.92	85.11	126.73	156.39	应收帐款周转天数	111	146	128	131	133
预付帐款	7.07	9.37	13.51	19.67	26.85	存货周转天数	313	349	322	329	330
存货	129.06	187.12	228.77	391.19	458.55	总资产周转天数	438	563	902	1025	916
其他流动资产	20.69	41.76	41.76	41.76	41.76	投资资本周转天数	270	335	1030	807	691
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	38.6%	24.9%	8.2%	10.6%	12.3%
长期股权投资	0.00	0.45	0.67	0.93	1.21	ROA	18.6%	12.2%	6.4%	7.4%	8.5%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	40.0%	24.2%	8.3%	10.6%	12.4%
固定资产	7.68	7.31	8.42	8.51	8.09	费用率					
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用率	11.6%	12.3%	12.0%	11.5%	11.0%
无形资产	0.86	1.43	1.95	2.50	3.04	管理费用率	10.5%	9.9%	9.5%	9.3%	9.0%
其他非流动资产	0.00	5.80	5.80	5.80	5.80	财务费用率	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%
资产总额	493.33	706.57	1854.75	2286.06	2639.85	三费/营业收入	22.0%	22.1%	21.5%	20.7%	20.1%
短期债务	0.00	0.00	-2.59	-5.18	-7.33	偿债能力					
应付帐款	37.63	67.20	67.19	132.99	142.75	资产负债率	51.8%	51.2%	22.5%	29.7%	30.6%
应付票据	9.73	42.63	1.04	71.64	31.84	负债权益比	107.5%	105.0%	29.1%	42.3%	44.1%
其他流动负债	21.65	28.19	28.19	28.19	28.19	流动比率	1.89	1.89	4.46	3.35	3.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.10	1.09	3.64	2.56	2.46
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	1838.75	—	-964.66	-290.30	-224.02
负债总额	255.60	361.86	417.56	679.30	808.28	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	66.32	66.32	88.43	88.43	88.43	分红比率					
留存收益	84.60	160.60	278.65	448.24	673.05	股息收益率			0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	237.73	344.70	1437.18	1606.77	1831.58	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	1.43	1.30	1.33	1.92	2.54
净利润	91.75	85.94	118.05	169.58	224.81	BVPS(元)	3.58	5.20	16.25	18.17	20.71
加:折旧和摊销	1.92	8.87	4.72	5.56	6.18	PE(X)	0.0	0.0	29.2	20.4	15.4
资产减值准备	7.58	8.36	0.00	0.00	0.00	PB(X)	0.0	0.0	2.4	2.1	1.9
公允价值变动损失	1.59	0.78	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.06	0.00	-0.14	-0.66	-1.13	P/S	0.0	0.0	6.8	4.7	3.6
投资收益	-0.23	0.15	1.53	1.45	0.97	EV/EBITDA	-0.8	-0.9	16.4	11.6	7.9
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-82.69	-62.28	-0.08	-170.85	-1.13	PEG	0.0	—	0.8	0.5	0.5
经营活动产生现金流量	19.78	36.35	124.08	5.09	229.69	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	10.29	-13.05	-11.65	-12.04	-11.97	REP					
融资活动产生现金流量	51.37	-14.62	971.98	-1.93	-1.03						

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。