



增持（维持）

所属行业：公用事业/燃气
当前价格(元)：14.36

证券分析师

李骥

资格编号：S0120521020005

邮箱：lijj3@tebon.com.cn

联系人

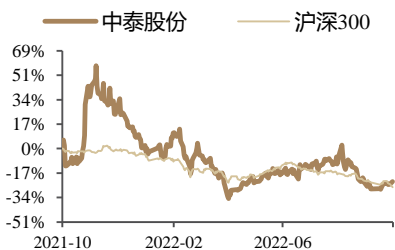
郭雪

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.84	-13.70	-12.55
相对涨幅(%)	6.62	-2.70	1.73

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《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)：业绩稳定增长，气体运营业务蓄势待发

投资要点

- 事件：**公司发布2022年三季度业绩公告，2022Q3实现营业收入7.85亿元，同比增长54.63%；实现归属于上市公司股东的净利润7886.23万元，同比增长33.89%，实现基本每股收益0.21元，归母净利润增幅小于营收增幅主要原因系公司依据账龄计提了约2500万元坏账；2022Q1-Q3实现经营活动现金流净额2.54亿元，业绩符合我们此前的预期。
- 合成气行业景气度高，制造板块复苏带来营收快速增长。**公司是国内领先的深冷技术厂商，掌握深冷行业主要设备——换热器的核心技术，产品被广泛应用于天然气、煤化工等领域，总包生产了国内第二大LNG液化装置(300万方/天)，且煤气化提纯氢与一氧化碳的深冷技术段实现完全国产替代。2021年以来，随着“十三五”期间合成氨落后产能淘汰完成，叠加原油价格走高，煤化工、天然气等行业经济性凸显，带动下游需求复苏，深冷设备行业迎来新一轮景气。截至2022年7月，设备板块在手订单17.18亿元，其中合成气相关行业占比约为40%。公司现有产线处于超负荷生产状态，自建的深冷设备新产能预计于2022年底逐步投产，届时公司有望突破产能瓶颈，迎来业绩突破。
- 天然气实现顺价+分销渠道拓展，燃气板块量价齐升。**公司2019年通过收购山东中邑燃气正式进入天然气运营领域，顺利打通天然气上下游产业链。中邑在德州地区拥有近千公里的燃气管线及十余座加气站，分销能力较强。2022Q1由于外部环境导致天然气价格急剧上升，公司未能及时实现顺价，致使2022H1燃气业务毛利率同比下降6.82pct，截至三季度末，公司基本实现顺价，且燃气板块业务增量主要来源于分销，经营质量有效提升。
- 布局工业气体，发挥设备制造优势有效降低成本。**2021年公司通过自主投资，在山东章丘建设第一套3.5万m³/h的空分设备，正式进入气体运营领域。公司工业气体业务模式主要为现场制气，合约多为10年以上“照付不议”长期合约，能够为公司提供稳定现金流；余量气体则可通过零售方式分销至终端带来额外盈利。我们认为公司凭借多年设备制造积累以及在山东地区良好的客户基础，能够实现低成本切入工业气体市场，在中小空分设备行业实现差异化竞争。
- 投资建议与估值：**我们预计公司2022-2024年分别实现营业收入为33.36亿元、42.50亿元、53.67亿元，增速分别为38.61%、27.37%、26.29%。归母净利润分别为2.80亿元、3.59亿元、4.96亿元，增速分别为14.1%、28.4%、38%。维持增持投资评级。
- 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		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	308.17	营业收入(百万元)	1,978	2,407	3,336	4,250	5,367
52 周内股价区间(元):	12.13-29.51	(+/-)YOY(%)	91.2%	21.7%	38.6%	27.4%	26.3%
总市值(百万元):	5,465.89	净利润(百万元)	196	245	280	359	496
总资产(百万元):	4,573.61	(+/-)YOY(%)	153.3%	25.1%	14.1%	28.4%	38.0%
每股净资产(元):	7.22	全面摊薄 EPS(元)	0.52	0.65	0.74	0.94	1.30
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	20.8%	18.9%	15.4%	16.1%	17.3%
		净资产收益率(%)	8.5%	9.7%	10.0%	11.4%	13.6%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 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	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.65	0.74	0.94	1.30
每股净资产	6.62	7.37	8.31	9.61
每股经营现金流	0.83	1.65	0.99	1.78
每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	37.83	19.52	15.21	11.02
P/B	3.53	1.95	1.73	1.49
P/S	2.26	1.64	1.29	1.02
EV/EBITDA	22.71	9.83	7.64	5.08
股息率%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.9%	15.4%	16.1%	17.3%
净利润率	10.2%	8.4%	8.5%	9.2%
净资产收益率	9.7%	10.0%	11.4%	13.6%
资产回报率	6.3%	6.0%	6.8%	7.9%
投资回报率	7.9%	9.4%	10.8%	12.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	21.7%	38.6%	27.4%	26.3%
EBIT 增长率	6.6%	11.9%	28.6%	38.2%
净利润增长率	25.1%	14.1%	28.4%	38.0%
偿债能力指标				
资产负债率	35.5%	39.5%	40.0%	41.7%
流动比率	1.6	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.3
现金比率	0.6	0.6	0.6	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	70.9	70.0	70.4	70.2
存货周转天数	53.4	51.1	52.3	52.3
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
固定资产周转率	2.8	4.0	5.2	7.4

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	245	280	359	496
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	89	145	156	162
非经营收益	-4	-2	-7	-10
营运资金变动	-16	206	-130	29
经营活动现金流	315	629	378	676
资产	-214	-251	-157	-63
投资	0	0	0	0
其他	-51	7	9	12
投资活动现金流	-265	-244	-149	-51
债权募资	50	-165	0	0
股权募资	0	2	0	0
其他	-11	-5	-1	-1
融资活动现金流	39	-168	-1	-1
现金净流量	91	217	228	624

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 24 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,407	3,336	4,250	5,367
营业成本	1,951	2,824	3,567	4,441
毛利率%	18.9%	15.4%	16.1%	17.3%
营业税金及附加	9	11	15	20
营业税金率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%
营业费用	40	43	65	90
营业费用率%	1.7%	1.3%	1.5%	1.7%
管理费用	88	117	165	208
管理费用率%	3.7%	3.5%	3.9%	3.9%
研发费用	40	44	56	77
研发费用率%	1.7%	1.3%	1.3%	1.4%
EBIT	285	319	410	567
财务费用	-16	-3	-3	-3
财务费用率%	-0.7%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	6	7	9	12
营业利润	306	322	413	570
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	311	322	413	570
EBITDA	366	463	566	729
所得税	66	42	54	74
有效所得税率%	21.1%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	245	280	359	496

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	846	1,062	1,290	1,914
应收账款及应收票据	468	642	823	1,036
存货	285	396	511	636
其它流动资产	429	547	661	801
流动资产合计	2,029	2,647	3,285	4,387
长期股权投资	49	49	49	49
固定资产	853	841	813	724
在建工程	107	122	132	137
无形资产	344	448	467	452
非流动资产合计	1,888	1,994	1,996	1,897
资产总计	3,916	4,642	5,281	6,284
短期借款	165	0	0	0
应付票据及应付账款	334	632	704	917
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	805	1,114	1,322	1,616
流动负债合计	1,303	1,746	2,026	2,533
长期借款	20	20	20	20
其它长期负债	68	68	68	68
非流动负债合计	88	88	88	88
负债总计	1,391	1,834	2,114	2,621
实收资本	378	381	381	381
普通股股东权益	2,522	2,804	3,164	3,659
少数股东权益	4	4	4	4
负债和所有者权益合计	3,916	4,642	5,281	6,284

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料科学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队 2017 年获新财富最佳分析师评比有色金属类第 3 名、水晶球第 4 名。2018 年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021 年 2 月加盟德邦证券。

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经营范围包括证券投资咨询业务。