

暂无评级

兰石重装 603169.SH

当前股价: 11.17 元

2017 年 09 月 04 日

国内领先石化装备制造转型工程总承包商

基础数据

上证综指	3367
总股本(万股)	102542
已上市流通股(万股)	46627
总市值(亿元)	115
流通市值(亿元)	52
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	0.3
资产负债率	67.0%
主要股东	兰州兰石集团公司
主要股东持股比例	54.39%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

兰石重装是历史悠久、国内领先的石化装备制造商, 受益炼化及煤化工行业景气复苏, 公司设备订单触底反弹。公司战略推进工程总承包商转型, 订单获取及外延收购进展较为顺利。同时, 公司涉足核电等清洁能源装备领域。

- **公司是国内石化装备先驱。**公司拥有 60 余年装备制造历史, 在四合一连续重整反应器、板焊式加氢反应器、换热器等产品国内绝对领先, 煤化工设备在神华宁煤等项目中广泛应用。2015 年通过定增在青岛、新疆布局新产能, 目前股价显著低于 2015 年定增价 15.71 元/股。
- **营业收入重回增长轨道, 折旧影响业绩表现。**公司 2015、2016 及 2017 年上半年收入同比增长 8.9%、10.2%、57.5%。公司厂区搬迁累计获得补偿款 12.83 亿元, 但每年增长折旧及财务费用 1.2 亿元, 影响净利润表现。
- **战略转型工程总承包商, 拟收购瑞泽石化, 完善工程 EPC 业务布局, 打开未来成长空间。**公司 2014 年开始战略转型工程 EPC 业务, 目前累计签订近 80 亿元的工程 EPC 订单。公司正积极推动现金与股权支付收购洛阳瑞泽石化工程公司, 以实现设计、工程能力、客户的协同效应, 继续拓展工程 EPC 业务。
- **受益炼化及煤化工下游景气复苏, 公司订单触底反弹。**“十三五”期间国内七大炼化基地建设, 以及煤化工温和复苏有望提振石化及煤化工设备。公司订单触底反弹, 2017 年上半年新签订单 22.30 亿元, 同比增长 184.64%。公司过去两年获得恒力石化、浙江石化、恒逸(文莱)等石化项目大型设备合同。
- **涉足核电及其他新能源领域。**公司目前拥有压力容器核二级资质, 曾为田湾 3、4 号机组提供压力容器装置。公司积极布局风电、光伏等新能源领域, 获得了甘肃阿克塞光热发电项目订单。
- **首次覆盖, 暂无评级。**我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 25.96、39.03、55.36 亿元, 2017-2019 年 EPS 分别为 0.06、0.22、0.39。
- **风险提示:** 资产收购计划取消; 炼化基地建设低于预期; 煤化工复苏低于预期; 重大合同意外取消; 主要股东减持

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

刘旭

liuxu2@cmschina.com.cn
S1090516090004

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2466	1736	2596	3903	5536
同比增长	70%	-30%	50%	50%	42%
营业利润(百万元)	752	1	44	204	388
同比增长	988%	-100%	2875%	363%	90%
净利润(百万元)	646	16	62	227	400
同比增长	49%	-97%	280%	264%	76%
每股收益(元)	0.63	0.02	0.06	0.22	0.39
PE	17.7	697.6	183.4	50.4	28.6
PB	3.7	3.8	3.8	3.5	3.2

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、兰石重装是我国领先的石化装备制造制造商.....	4
1、公司拥有 60 余年石化装备制造经验	4
2、公司主要产品及竞争格局	5
3、公司逐步形成兰州、青岛、新疆三地产能布局	7
二、公司战略转型工程 EPC 总承包商.....	8
1、2014 年开始布局向工程 EPC 业务转型	8
2、拟收购瑞泽石化，进一步强化工程总承包能力	9
三、受益下游行业回暖，公司订单触底反弹.....	11
1、七大炼化基地开工建设，将极大地提升炼化设备需求	11
2、煤化工理性复苏，提振设备需求	12
3、传统炼化基地搬迁有望带来新增设备需求.....	15
4、公司设备订单触底反弹，创历史同期新高.....	16
四、公司布局核电及其他新能源领域.....	17
1、公司积极拓展核电装备领域.....	17
2、公司布局风电、光伏等新能源领域.....	17
五、盈利预测与投资建议.....	17
1、主要的业绩预期假设	17
2、投资建议.....	19
3、风险提示.....	20

图表目录

图 1: 兰石重装收入增长.....	5
图 2: 兰石重装净利润增长.....	5
图 3: 兰石重装 2016 年收入结构.....	5
图 4: 兰石重装各业务毛利率变化.....	5
图 5: 公司主要产品.....	6
图 6: 兰石重装历史 PE Band.....	20
图 7: 兰石重装历史 PB Band.....	20
表 1: 公司主要产品市场占有率.....	6
表 2: 兰石重装涉及行业的竞争格局.....	6
表 3: 兰石重装非公开发行募集资金投入项目情况表.....	7
表 4: 2013-2017 年公司签订的重大项目.....	8
表 5: 我国七大炼化一体化基地情况以及其它炼化基地情况.....	11
表 6: “十三五”重点发展的示范项目情况表.....	13
表 7: 2016、2017 年通过环评的煤化工项目情况表.....	14
表 8: 我国大型石化厂搬迁情况表.....	15
表 9: 销售收入结构预测.....	18
表 10: 盈利预测简表.....	18
表 11: 各季度业绩回顾.....	19
表 12: 估值对比表.....	19

一、兰石重装是我国领先的石化装备制造商

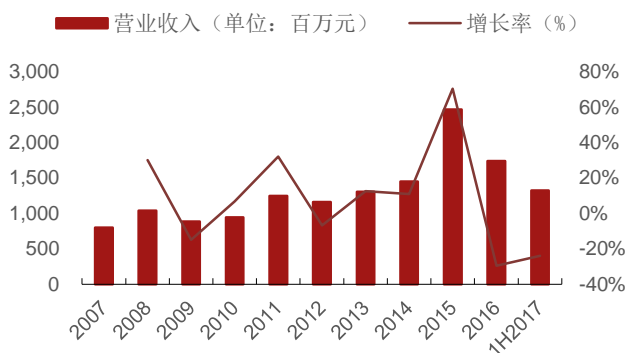
1、公司拥有 60 余年石化装备制造经验

兰石重装的前身是我国“一五”期间 156 个国家重点建设项目中的一项—兰州炼油化工设备厂，国产第一台板焊结构加氢反应器、第一台四合一连续重整反应器、第一台螺纹锁紧环式高压换热器以及第一台分置式连续重整反应器、第一台板式换热器等装备均由公司前身兰石总厂制造。目前，公司主营业务包括炼油及煤化工高端压力容器装备、快速锻压机组装备、板式换热器、核电新能源等多个高端能源装备的研发、设计及制造，公司致力于为客户提供从研发、设计、制造、安装到售后技术服务的全过程解决方案，产品应用于石油、化工、核电、军工、新能源、冶金、航空航天、农业等多个行业。公司于 2014 年 10 月 9 日在上交所上市。

尽管行业低迷，公司营业收入保持增长，净利润受收入结构调整、固定资产折旧及财务费用增长增加影响，明显下降。2007-2014 年，我国石化行业迎来新一轮固定资产投资高峰，与此同时煤化工产业起步发展，公司营业收入及净利润持续增长，营业收入从 2007 年的 7.99 亿元增长到 2015 年的 14.47 亿元，净利润从 2007 年的 6098 万元增长到 2014 年的 4.33 亿元（包括部分土地补偿款）。2015-2016 年受订单下降影响，外加公司实施“出城入园”项目，固定资产折旧及财务费用增长，公司营业收入和净利润受到影响，扣除土地补偿款，2015 年营业收入 15.76 亿元，同比增长 8.87%，扣非后净利润 1207 万元，同比下降 75.66%。2016 年营业收入 17.36 亿元，同比增长 10.16%，扣非净利润 574 万元，同比下降 52.51%。公司 2017 年营业收入 13.21 亿元，同比增长 57.45%，归母净利润 1221 万元，同比下降 34.74%。

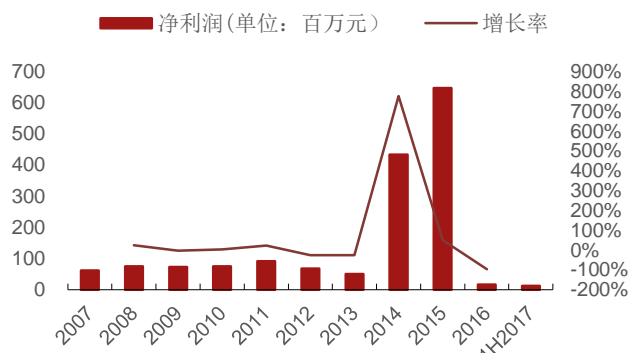
“出城入园”项目为公司带来充裕现金，但增加了短期固定资产折旧和财务费用，对净利润造成不良影响。2013 年 6 月，兰石重装委托兰石集团统一争取出城入园的政策，统一融资，并对兰石重装出城入园产业升级项目进行建设，“出城入园”产业升级项目历时 15 个月，于 2014 年 9 月竣工交付。该项目被甘肃省人民政府确定为 2-14 年重点推进的省列重大项目之一，位于兰州新区，项目内容包括炼化容器板块、换热板块、通用板块和相关办公用房及辅助设施。根据工程项目建设部分测算，总投资大概为 20.40 亿元。通过“出城入园”项目，公司移交原址七里河厂区土地使用权，公司分别于 2014 年 12 月、2015 年 6 月获得搬迁补偿款 4.93 亿元，土地转让收入 8.90 亿元，并结转搬迁支出 1.00 亿元，合计净收入 12.83 亿元。与此同时，“出城入园”产业升级项目增加了公司固定资产折旧及财务费用，合计年增长额为 1.2 亿元左右。

图 1: 兰石重装收入增长情况



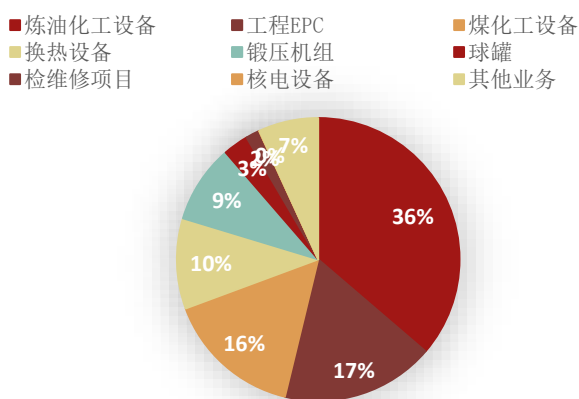
资料来源: 公司年报、招商证券

图 2: 兰石重装净利润增长情况



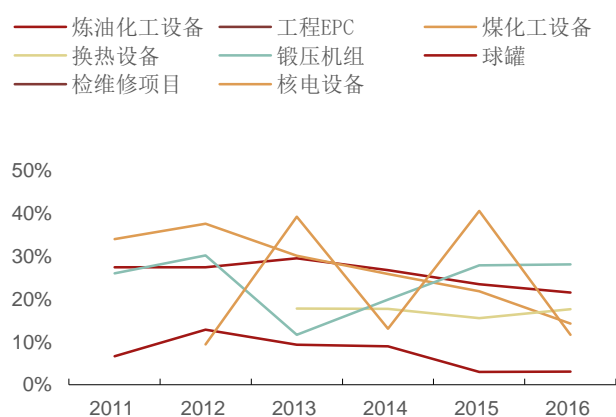
资料来源: 公司年报、招商证券

图 3: 兰石重装收入结构 (2016 年年报)



资料来源: 公司年报、招商证券

图 4: 兰石重装各业务毛利率变化



资料来源: 公司年报、招商证券

2. 公司主要产品及竞争格局

公司经过 60 余年的发展, 主营业务已形成炼油及煤化工高端压力容器装备、锻压机组装备、换热设备和核电及新能源装备等多个高端装备研发设计制造板块, 提供高端装备从研发、设计、制造、安装到售后技术服务的全过程解决方案, 是大型高端装备制造企业。公司主要产品包括四合一连续重整反应器、加氢反应器、螺纹锁紧环式高压换热器、煤化工设备、大型球形储罐、再生器、快速锻造液压机组、可拆式板式换热器等。

公司是我国炼油化工行业提供核心装备的国家骨干企业, 主要产品在各细分产品领域均排名国内前列。公司是壳牌、BP、林德、法液空、塞班等国际知名公司的合格设备供应商, 是中石化认定的 3 家静设备战略供应商之一, 中石化设备材料出口一体化团队成员单位及中石油的战略供应商。按照招股书信息, 截至 2014 年上半年, 公司为国内各炼油厂供应板焊式加氢反应器 200 余台、四合一连续重整反应器 53 台、螺纹锁紧环式高压换热器 390 台、分置式重整反应器 88 台, 上述产品公司市场占有率分别为 80%、100%、50%和 80%。

图 5: 公司主要产品



资料来源: 公司年报、招商证券

表 1: 公司主要产品市场占有率

产品名称	2014 年上半年	2013 年	2012 年	2011 年
四合一连续重整反应器		独家生产		
板焊式加氢反应器	63%	64%	68%	65%
螺纹锁紧环式高压换热器	52%	50%	60%	53%
冷热高压分离器	47%	48%	52%	55%

资料来源: 招股说明书、招商证券

表 2: 兰石重装涉及行业的竞争格局

涉及行业	行业特点	竞争格局	主要竞争对手
炼油及煤化工大型、重型高端压力容器设备制造行业	大型企业主导行业格局; 核心竞争力在于技术与工艺	目前, 我国压力容器持证制造厂家共有 3200 多家, 行业规模在不断扩大, 整个行业的生产能力不断提高。但行业发展不平衡, 中、低端产品市场竞争激烈, 高端产品制造受制于资金及技术水平的限制。	国外: 美国 ABB 鲁姆斯集团公司、美国邵尔 (Shaw) 集团、德国鲁奇 (lurgi) 集团、日本制钢所株式会社 (jsw); 国内: 中国重型机械研究院有限公司、太原重型机械集团有限公司
锻压设备制造行业	资本密集、人力密集的行业, 而技术积累、资金成为企业发展的关键因素。	中国规模以上的企业有 500 多家, 以中小企业为主; 在快速锻造液压机组方面, 公司在国内市场中一直处于领先地位; 就全球来看, 德国技术较为领先, 代表着快锻液压机的发展方向 and 水平	国外: 德国西马克梅尔 (SMS Meer) 工程有限公司、德国威普客 (Wepuko) 液压公司、美国 Oilgear Towler 公司; 国内: 中国重型机械研究院有限公司、太原重型机械集团有限公司

换热器制造行业

行业生产集中度低;前 30 家企业的生产集中度仅为 43.6%,而全球范围内,世界 8 大跨国公司占 75-80%;行业研发和创新能力低;换热器行业制造技术水平低

近年来,国内换热器行业生产规模迅速扩大,换热器企业近 2000 家,其中销售收入超过 500 万元的企业在 900 家以上。此外,大量外资企业已经完成在中国的布局,原有竞争格局逐渐被打破。

外资企业:阿法拉伐、Tranter PHE Inc、舒瑞普(北京、苏州)、APV(上海、北京)等;国内企业:兰石换热、蓝科石化、四平维克斯、四平巨元、沈阳太宇、上海艾克森等。

资料来源:公司年报、招商证券

3、公司逐步形成兰州、青岛、新疆三地产能布局

通过多年建设,公司拥有兰州新区高端能源装备研发设计制造基地、青岛西海岸新区高端能源装备制造、研发设计及出口基地、新疆哈密大型能源装备设计制造三大基地和超大型压力容器现场制造移动工厂,三大基地恰处于“一带一路”沿线经济带。其中:兰州新区高端能源装备研发设计制造基地处于丝绸之路经济带的“钻石节点”,可为中西部地区炼油化工及煤化工企业就近提供高压容器产品;青岛公司位于国家级新区青岛西海岸新区内,紧靠青岛跨海大桥和港口,主要以国内大型重型装备及核电新能源装备为主,兼顾沿海、内陆及国外出口市场;新疆公司位于新疆哈密地区哈密市工业园区,北邻霍连高速,以超大型煤制气、煤制油、煤焦油加氢用气化炉、费托反应器、炼化加氢反应器等核心设备为主,兼顾煤化工配套设备,主要开拓新疆煤化工市场及中亚市场。三大基地与移动工厂相结合,实现产能最佳配置,完善生产布局,使得竞争优势得到进一步提升。

公司 2015 年启动非公开发行股票项目,于当年 11 月获得证监会批文,2016 年 1 月完成发行。该次非公开发行股票共发行股份约 7957 万股,发行价格为 15.71 元/股,募集资金总额为 12.50 亿元,募集资金将投入青岛核电设备基地、新疆移动工厂及兰州新厂区建设。其中,青岛核电厂房建设项目于 2015 年 3 月开工,于同年 12 月交付试运行投产。该项目新增产为 8,800 吨,使青岛生产基地总产能到 13100 吨。而新疆超大型容器移动工厂项目完成后,将增产 7000 吨。

表 3: 兰石重装非公开发行募集资金投入项目情况表

序号	项目名称	预计总投资额	募集资金拟投入额
1	青岛兰石重装机械设备有限公司专业核电装备生产厂房建设项目	45000	45,000.00
2	兰石重装“出城入园”产业升级完善项目	15000	15,000.00
3	新疆兰石重装能源工程有限公司建设项目	5000	35,000.00
4	补充流动资金	30000	30,000.00
	合计	140000	125000

资料来源:公司公告、招商证券

二、公司战略转型工程 EPC 总承包商

1、2014 年开始布局向工程 EPC 业务转型

公司战略推进石化设备制造向工程化、成套化迈进，逐步实现 EPC 工程总包，为客户提供从研发、设计、制造、安装到售后技术服务的全过程解决方案。公司 2015 年开始，凭借公司核心装备制造技术与经验，成立检维修项目解决客户差异化需求，延伸公司服务产业链，形成了以“核心制造+成套服务”的全过程解决方案。同时，公司从 2014 年开始，积极实施单一装备制造向工程总包转型。一般而言，在大型炼化项目中，核心设备只占项目建设产值的十分之一，进军工程 EPC 业务，一方面可以带动公司的设备销售，另一方面可以有效拓展公司的潜在市场，壮大公司的收入规模的利润来源。

公司于 2014 年与吉林省弘泰能源签订了 15 万吨/年煤焦油轻质化项目合同，并已于 2015 年正式投产运营；2015 年下半年中标张掖市晋昌源煤业有限公司 20 万吨/年中温焦油加氢项目；2016 年公司依托兰石品牌的外在形象及公司资产规模、装备能力、智能化水平大幅提升的绝对优势，加快技术研发成果转化，新签订 EPC 合同订单达 70 多亿元，截止 2017 年年中，公司实施建设的张掖晋昌源、凯德尼斯、宣力环保、盘锦浩业、兰石金化等 5 个 EPC 工程总包项目正在有序推进。其中，盘锦浩业 120 万吨/年芳烃项目是公司取得的首个炼油领域 EPC 项目，宣力环保 50 万吨/年煤焦油加氢项目是公司首个煤化工循环经济示范项目，兰石金化项目是国内首个千吨级循环流化床加压煤气化示范工程。基于良好的项目运维能力，继公司与盘锦浩业签署 120 万吨/年芳烃项目合同后，2017 年 6 月，公司再次与盘锦浩业签订 160 万吨/年加氢裂化及 6 万 Nm³ h 干气制氢、140 万吨/年延迟焦化项目工程总承包合同，合同金额达 7.5 亿元，该项目是公司从单一装备制造向工程总包转型取得的又一重大成果。多个 EPC 项目的承接与建设，有效提升了公司的品牌价值与品牌形象。

表 4：2013-2017 年公司签订的重大项目

公司	中标时间	项目名称	合同金额	运行状态
兰石重装	2013 年	吉林弘泰能源 15 万吨/年煤焦油轻质化项目	3.23 亿	已交付
兰石重装	2015 年	张掖市晋昌源煤业公司 20 万吨/年中温煤焦油加氢项目	5.5 亿元	建造中
兰石重装	2016 年	新疆宣力环保能源有限公司 50 万吨/年煤焦油加氢项目	11 亿元	建造中
兰石重装	2016 年	盘锦浩业化工公司 120 万吨/年芳烃项目	10 亿元	建造中
兰石重装	2016 年	柬埔寨 500 万吨/年炼油厂项目一期工程--2017 年 4 月 28 日合同终止	6.2 亿美元	取消
兰石重装	2016 年	兰石金化千吨级循环流化床加压煤气化示范项目	17980 万元	建造中
兰石重装	2017 年	浙江石油化工有限公司 4000 万吨/年炼化一体化项目一期工程 400 万吨/年柴油加氢裂化装置项目	11540 万元	建造中

兰石重装	2017 年	盘锦浩业化工公司 160 万吨/年加氢裂化及 6 万 Nm ³ /h 干气制氢、140 万吨/年延迟焦化项目设计采购施工总承包项目	75000 万元	建造中
------	--------	--	----------	-----

资料来源：公司年报、招商证券

2、拟收购瑞泽石化，进一步强化工程总承包能力

为有效推动兰石重装转型升级的步伐，快速充实公司全容器制造与服务业务领域研发设计和工程总承包的紧缺力量，实现石化装备产业链全流程覆盖及业务的纵向一体化，助推企业加快向综合性工程公司的战略转型，进一步增强未来的整体盈利能力和核心竞争能力，有效弥补公司在石油化工、煤化工等领域设备和工程方面的设计短板，公司于 2016 年启动并实施对洛阳瑞泽石化工程有限公司 51% 股权的收购工作。

瑞泽石化拥有化工石化医药行业专业甲级资质，客户积累全面，设计经验丰富。瑞泽石化成立于 2008 年，位于洛阳市高新技术开发区，注册资本 5000 万元，作为化工石化行业专业甲级设计院，主要从事石油化工、煤化工领域的技术开发、技术咨询、项目可行性研究、技术评估和验证、工程设计、工程总承包、工程管理、工程采购等服务业务。瑞泽石化拥有化工石化医药行业（化工工程、石油及化工产品储运、炼油工程）专业甲级设计资质，并可从事资质证书许可范围内相应的建设工程总承包业务以及项目管理和相关的技术与管理服务。瑞泽石化自成立以来，致力于石化领域新技术和新工艺的研发，拥有多项核心技术及工艺流程，已经完成和正在进行的石化工程设计项目近 100 个，遍及中石油、中海油、中石化、中国化工集团公司以及地方炼油企业等 130 余个炼油化工企业

瑞泽石化具有扎实的技术积累和丰富的项目实践经验。瑞泽石化具有炼油厂全流程设计能力：从常减压装置、石脑油连续重整装置、芳烃装置、馏分油加氢装置、加氢裂化装置，到处理重油的催化裂化装置、焦化装置、渣油加氢装置，以及液化气深加工和煤焦油加工技术，炼化企业仅需提出技术要求及技术参数，瑞泽石化就能为其设计一套或多套技术方案；特别是拥有完全自主知识产权的移动床技术，该技术使瑞泽石化与国内同行相比拥有领先的竞争优势，已广泛用于石脑油连续重整和轻烃芳构化等工业装置。在目前我国汽柴油产品质量升级的大背景下，连续重整装置不仅是能提供高辛烷值汽油组分，还能副产大量廉价氢气，为下游加氢装置提供氢源，因此该装置在炼油厂的重要性与日俱增。当一个设计院对炼油厂的核心装置拥有竞争优势时，该优势会放大到全厂设计中，瑞泽石化便是因此获得的中国万达天弘化学有限公司、山东亚通石化公司、中海石化（营口）有限公司、盘锦浩业化工有限公司等企业的全厂装置的设计任务。

瑞泽石化收入快速增长。截至 2016 年 12 月 31 日，瑞泽石化总资产 2.65 亿元。2015 年公司的营业收入为 5219 万元，净利润为 1939 万元，2016 年公司营业收入实现高速增长，达到 9441 万元，净利润也增长到 2745 万元。根据交易安排，瑞泽石化承诺在 2017 年~2019 年的年度净利润分别达到 4100 万元、5450 万元、7150 万元。

交易正在有序推进中。根据发行股份及支付现金购买资产方案，瑞泽石化 100% 股权最终评估价值为 8.02 亿元，交易价格为 4.08 亿元购买 51% 的股权，其中以现金对价支付 1.02 亿元，以非公开发行股票对价 3.06 亿元，共发行股票数量为 2609 万股，每股交易价格为 11.73 元，向马晓等 8 名交易对方（除第九大股东李曼玉以外）发行的股份的

锁定期为 12 个月，并约定分别于 2017 年、2018 年、2019 年，在不需要进行业绩补偿的情况下，解禁马晓等 8 名交易对方所持股份的 50%、20%、30%。公司于 2017 年 2 月披露本次发行股份及支付现金预案，3 月就预案恢复交易所问询函，6 月得到甘肃国资委核准，并通过股东大会批准，6 月 27 日，证监会受理。公司 8 月向证监会提交了发行股份及支付现金购买资产报告书（修订稿），正在等待进一步审核意见。

瑞泽石化与兰石重装协同效应显著：

- **瑞泽石化设计能力突出，技术积累全面，有效补充公司技术能力。**洛阳瑞泽石化工程有限公司作为化工石化行业专业甲级设计院，具有炼油厂全流程设计能力：从常减压装置、石脑油连续重整装置、芳烃装置、馏分油加氢装置、加氢裂化装置，到处理重油的催化裂化装置、焦化装置、渣油加氢装置，以及液化气深加工和煤焦油加工技术，炼化企业仅需提出技术要求及技术参数，瑞泽石化就能为其设计一套或多套技术方案；特别是拥有完全自主知识产权的移动床技术，该技术使瑞泽石化与国内同行相比拥有领先的竞争优势，该技术已广泛应用于石脑油连续重整和轻烃芳构化等工业装置。
- **在石化装备制造产业链上发挥协同效应，提升公司 EPC 工程的竞争力。**兰石重装和瑞泽石化作为石化产业链上下游关系企业，各自拥有我国石化装备产业链制造和设计环节的核心领先技术。兰石重装通过并购瑞泽石化，可以充分完善上市公司在全容器制造与服务业务领域研发设计和工程总承包业务的紧缺力量，有效地弥补上市公司在石油化工、煤化工等领域设备和工程方面的设计环节短板，促进上市公司由大型、重型压力容器装备单台产品制造向全容器装备研发、设计、制造、安装到售后技术服务全过程解决方案的一体化综合性工程公司转型，提升上市公司 EPC 工程总承包的订单竞争力和整体水平。
- **整合彼此客户资源，合力开拓新市场。**通过本次并购重组，兰石重装和瑞泽石化可以抓住全国油品质量升级所带来的国内炼油装置加快增加加氢裂化、加氢精制或催化重整等二次加工装置和制氢装置的市场机会，充分发挥双方在连续重整装置、加氢装置、甚至炼油厂全厂建设和承接 EPC 工程项目上的结合优势，并在并购完成后持续释放双方结合所带来的“1+1>2”的协同效应，双方优势互补、资源共享、强强联合，促使双方共同转型和互利共赢。
- **为兰石重装培养稳定有力的业绩增长点，进一步增强公司未来的整体盈利能力，同时进一步提升公司的综合竞争能力、抗风险能力和持续发展能力。**本次交易完成后，上市公司将实现石化装备产业链全流程覆盖，石化装备业务的纵向一体化程度将得到大大提高，上市公司向全容器装备研发、设计、制造、安装到售后技术服务全流程解决方案的一体化综合性工程公司的战略转型将进一步加快，EPC 工程总承包能力也将大大增强，EPC 工程总承包订单数量和质量预期可观。以此为基础，上市公司将拥有一个重要的稳定有力的业绩增长点，业务规模、盈利水平预期将得到显著提升，上市公司总资产、归属于母公司股东的权益和净利润也将预期稳步提升。同时，随着业务规模和盈利水平的提升，上市公司的综合竞争能力、抗风险能力和持续发展能力也将进一步增强，有利于从根本上保护上市公司及其股东特别是中小股东的利益，使股东利益最大化。

三、受益下游行业回暖，公司订单触底反弹

1、七大炼化基地开工建设，将极大地提升炼化设备需求

我国石化产业规模已位居世界前列，但同时也面临着结构性矛盾较为突出和产业布局不尽合理等问题。例如，我国炼油能力已经达到了 7.5 亿吨/年，但是炼油企业平均规模与世界平均水平相比明显偏低，呈现“多、小、散、乱”的格局；乙烯、芳烃（对二甲苯）等为代表的大宗基础原料进口量较大，2016 年我国乙烯进口量约 165 万吨，对二甲苯进口量约 1240 万吨；化工新材料、工程塑料、高端聚烯烃、特种橡胶等高端产品的自给率偏低，严重依赖于进口。

为推动石化产业绿色、安全、高效发展，从源头上破除产业发展的“邻避效应”，2015 年 5 月经国务院同意，国家发改委印发《石化产业规划布局方案》，提出通过科学合理规划，优化调整布局。重点建设包括上海漕泾、大连长兴岛（西中岛）、河北曹妃甸、江苏连云港、浙江宁波、福建古雷、广东惠州等在内的七大石化基地建设。要求新建炼油、乙烯、对二甲苯项目应布局在石化产业基地内，按照炼化一体化、装置大型化的要求建设；新设立的石化产业基地应布局在地域空间相对独立、安全防护纵深广阔的孤岛、半岛、废弃盐田等区域，按照产业园区化、炼化一体化、装置大型化、生产清洁化、产品高端化的要求，统筹规划，有序建设，产业链设置科学合理，原油年加工能力可达到 4000 万吨以上，规划面积不小于 40 平方公里。2016 年 9 月，工信部印发《石化和化学工业发展规划（2016-2020）》也提出有序推进七大石化产业基地及重大项目建设，增强烯烃、芳烃等基础产品保障能力，提高炼化一体化水平。

随着《石化产业规划布局方案》的顺利实施，预计 2020 年我国炼油综合加工能力为 7.9 亿吨/年，乙烯、芳烃生产能力分别为 3350 万吨/年、3065 万吨/年；2025 年炼油、乙烯、芳烃生产加工能力分别为 8.5 亿吨/年、5000 万吨/年和 4000 万吨/年。届时，七大基地炼油、乙烯、芳烃产能将分别占全国总产能的 40%、50%和 60%，从而大幅度提高我国石化产业集中度，实现规模化、基地化布局，增强企业和产业国际竞争力和市场抗风险能力，推动石化产业由大到强，从根本上推进产业实现提质增效、转型升级。

表 5：我国七大炼化一体化基地情况以及其它炼化基地情况

七大炼化基地	代表项目名称	投资者	投资金额	新增产量	投产时间
大连长兴岛（西中岛）	中石油炼化一体化项目	中石油	*	一期工程为 1500 万吨/年炼油；二期工程为 2500 万吨/年炼油	2018-2022
	大连长兴岛恒力石化产业园炼化一体化项目	恒力石化	740 亿	建设 450 万吨/年芳烃联合装置、2000 万吨/年炼油化工装置	2017-2020
上海漕泾	中石化高桥石化漕泾炼油化工一体化项目	中石化	*	2000 万吨/年炼油（1500 万吨/年炼油工程+500 万吨/年润滑油搬迁工程）、100 万吨/年乙烯	
广东惠州	中海油惠州炼化二期项目	中海油	506 亿	在一期 1200 万吨/年炼油装置的基础上，新建 1000 万吨/年炼油、100 万吨/年乙烯装置	2017 年中
福建古雷	中国石化古雷炼化一体化项目	中石化	一期投资 355 亿	1600 万吨/炼油、120 万吨/年乙烯及下游 27 套化工装置	2018 年-
河北曹妃甸	中石化曹妃甸千万吨级炼油项目	中石化	267.65 亿元	1200 万吨/年炼油及 100 万吨/年乙烯	

江苏连云港	中石化连云港炼化一体化项目	中石化	230 亿	一期项目为包括 1200 万吨/年炼油，二期再扩大 2000 万吨/年炼油	
浙江宁波	中石化镇海炼化一体化项目	中石化	*	年产 1500 万吨炼油、120 万吨乙烯扩建工程	
其它炼化基地	代表项目名称	投资者	投资金额	新增产量	投产时间
广东湛江	中科合资广东炼化一体化项目	中石化、科威特等	599 亿	原油炼化能力 1500 万吨，乙烯 100 万吨	2020 年
福建泉州	中化泉州石化 100 万吨/年乙烯及炼油改扩建项目	中石化	433 亿	在已建 1200 万吨/年炼油基础上，扩建达到 1500 万吨/年，并建设 100 万吨/年乙烯项目	2019 年
浙江舟山	浙江舟山特大型炼化一体化项目	荣盛集团、桐昆集团	1600 亿	炼油能力将达到 4000 万吨/年，360 万吨/年的乙烯	2018-2020

资料来源：招商证券整理

2、煤化工理性复苏，提振设备需求

暂停 6 年后，煤化工投资项目得到重启。国家能源局 2015 年 5 月正式发布《煤炭清洁高效利用行动计划(2015~2020 年)》，明确提出要“统筹推进现代煤化工产业发展”。这意味着，在 2009 年被踩了刹车的煤化工行业，正在被逐步启动。伴随着供给侧改革的推进，煤化工行业发展进入新周期。一方面，新型煤化工行业进入成长期，项目成本大幅下降，叠加石油价格的不断上涨，各类煤化工项目经济性逐级显现放大；另一方面，传统煤化工行业技改促进煤化工设备需求增长，现阶段传统煤化工合成氨产能过剩，无疑也是供给侧改革的一个着力点。煤化工是以煤为原料，经过化学加工使煤转化为气体、液体、固体燃料及化学品，生产出各种化工产品的工业。煤制油、煤制气是解决国内油气起源短缺的有效方式，涉及国家能源安全重要战略。以我国第一批建设的大唐克旗煤制气项目为例，项目由大唐能源化工有限责任公司、北京市燃气集团、中国大唐集团公司、天津市津能投资公司共同投资建设，通过自行建设克旗到北京的输气管道，与中石油北京天然气管线相连，煤制气产品通过该管道直接供应北京市场。项目分三期建设，每期产能均为 13.3 亿方/年，I 期于 2013 年底投产。截止 2016 年 2 月底，项目已完成投资 265 亿元，累计生产天然气 11 亿标立方米、副产品焦油、粗酚、硫磺、硫铵等超过 20 吨。2016 年，项目计划生产天然气 11.33 亿立方米，预计实现销售收入 24 亿元；以及各类副产品超过 20 吨，副产品预计实现销售收入 2.3 亿元。

习总书记到神华宁东项目基地视察。2016 年 7 月 19 日，习近平总书记赴宁东能源化工基地，详细了解全球单体规模最大的煤制油工程项目——神华宁煤煤间接液化示范项目建设的进展情况，肯定了我国在煤化工领域取得的创新成就。2016 年 12 月 28 日，神华宁煤集团 400 万吨/年煤炭间接液化示范项目建成投产，习近平总书记再次作出重要批示，强调要加快推进能源生产和消费革命，增强我国能源自助保障能力。

《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》印发，重要煤化工项目得到政策支持。2016 年底，我国发布《能源发展“十三五”规划》，规划指出：按照国家能源战略技术储备和产能储备示范工程的定位，合理控制发展节奏，强化技术创新和市场风险评估，严格落实环保准入条件，有序发展煤炭深加工，稳妥推进煤制燃料、煤制烯烃等升级示范，增强项目竞争力和抗风险能力。严格执行能效、环保、节水和装备自主化等标准，积极探索煤炭深加工与炼油、石化、电力等产业有机融合的创新发展模式，力争实现长期稳

定高水平运行。“十三五”期间，煤制油、煤制天然气生产能力达到 1300 万吨和 170 亿立方米左右。《规划》划定了“十三五”期间煤炭深加工建设重点项目：1) 煤制油：宁夏神华宁煤二期、内蒙古神华鄂尔多斯二三线、陕西兖矿榆林二期、新疆甘泉堡、新疆伊犁、内蒙古伊泰、贵州毕节、内蒙古东部；2) 煤制天然气：新疆准东、新疆伊犁、内蒙古鄂尔多斯、山西大同、内蒙古兴安盟。2017 年 2 月，国家能源局印发了《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》，作为首个国家层面的煤炭深加工产业规划，也是“十三五”期间 14 个能源专项规划中唯一经由国务院批准的规划，其明确煤炭深加工产业发展定位的同时，也为未来煤炭清洁高效利用指明了方向。主要包括煤炭深加工产业示范的指导思想、基本原则、发展目标、主要任务和保障措施。《规划》明确，到 2020 年，已建成的示范项目实现安全、环保、稳定运行，自主技术和装备可靠性得到验证，煤制清洁燃料和化工原料得到市场认可和应用，装备自主化率进一步提高，推动形成技术路线完整、产品种类齐全的煤炭深加工产业体系，为产业长远可持续发展打下坚实基础。为推动煤炭深加工产业向更高水平发展，“十三五”期间，将重点开展煤制油、煤制天然气、低阶煤分质利用、煤制化学品、煤炭和石油综合利用等 5 类模式以及通用技术装备的升级示范。

表 6：“十三五”重点发展的示范项目情况表

新建项目种类	项目名称	示范任务
煤制油	潞安长治 180 万吨/年高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目	适用于当地高硫煤的 3000 吨级干粉煤气化技术工业化示范、费托合成及高端油品和化学品生产技术示范、煤制油带动甲醇等传统煤化工改造升级示范。
煤制油	伊泰伊犁 100 万吨/年煤炭间接液化示范项目	3000 吨级多喷嘴对置式水煤浆气化技术工业化示范、改进型费托合成反应器及新一代催化剂示范、机械蒸发加结晶处理浓盐水示范。
煤制油	伊泰鄂尔多斯 200 万吨/年煤炭间接液化示范项目	改进型费托合成反应器和第二代费托合成催化剂示范、日投煤量 4000 吨自主大型粉煤气化炉工业化示范、百万吨级费托合成及油品加工成套技术和关键装备工业化应用、煤炭间接液化工工艺流程优化示范。
煤制油	贵州渝富毕节（纳雍）200 万吨/年煤炭间接液化示范项目	高硫煤炭清洁高效综合利用示范、煤炭间接液化制汽油示范。
煤制天然气	苏新能源和丰 40 亿立方米/年煤制天然气项目	大连化物所自主甲烷化技术工业化示范、重大装备自主化示范。
煤制天然气	北控鄂尔多斯 40 亿立方米/年煤制天然气项目	新型高压固定床气化工业化示范、自主甲烷化技术工业化示范、高含盐废水资源化利用示范。
煤制天然气	山西大同 40 亿立方米/年煤制天然气项目	固定床与气流床组合气化工工艺示范、自主甲烷化技术工业化示范、高浓盐水杂盐纯化和结晶盐分离技术应用示范。
煤制天然气	新疆伊犁 40 亿立方米/年煤制天然气项目	固定床碎煤加压气化废水高效处理示范、自主甲烷化技术工业化示范、重大装备自主化示范、大型煤化电热一体化示范。
煤制天然气	安徽能源淮南 22 亿立方米/年煤制天然气项目	适用于淮南高灰熔点煤的东方炉煤气化技术示范、大连化物所自主甲烷化技术工业化示范。

低阶煤分质利用	京能锡盟 500 万吨/年褐煤热解分级综合利用项目	两段转体炉煤热解技术百万吨级工业化示范、半焦水煤浆气化工业化示范、低温热解与间接液化技术组合示范。
低阶煤分质利用	陕煤化榆林 1500 万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目	百万吨级低阶煤热解工业化示范、热解-气化一体化 (CGPS) 技术的大型工业化示范、焦油加氢制芳烃及航空燃料大型工业化示范、先进水处理技术工业化示范、关键装备自主化示范。
低阶煤分质利用	延长石油榆林 800 万吨/年煤提取焦油与制合成气一体化 (CCSI) 产业示范项目	煤提取煤焦油与制合成气一体化 (CCSI) 技术百万吨级工业化示范、煤油共炼 (YCCO) 技术百万吨级工业化示范、油化电多联产示范。
低阶煤分质利用	陕西龙成煤清洁高效利用有限公司 1000 万吨/年粉煤清洁高效综合利用一体化示范项目	单系列 200 万吨/年旋转床低阶煤低温热解技术装备示范、煤焦油和热解气深加工工艺技术示范
低阶煤分质利用	呼伦贝尔圣山 30 万吨/年褐煤清洁高效综合利用示范项目	热溶催化技术 (高液体收率的褐煤催化加氢热解技术) 工业化示范。

资料来源:《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》、招商证券

多项条件成熟,大型煤化工项目有望开闸。煤化工的生产伴随着废水、废气、固体废弃物的产生,对环境的影响较大。对环保指标的要求贯穿煤化工项目设计、建设、试车、运行的全流程。受污染问题影响,煤化工行业经历多年静默期。十八大以来,国家将环境保护提升到了一个新的高度,一系列国家级的环保政策相继出台。2013年6月,《大气污染防治行动计划》出台,2014年4月全国人大常委会审议通过的《环保法修订案》,2015年4月的《水污染防治行动计划》出台。2014年开始,一系列政策出台及审批趋于严格促进煤化工项目环评收紧。受环评难度加大影响,2014-2015年间,仅2014年间一个煤化工项目通过环评审核,2015年未有项目通过环评。期间,苏新能源塔城40亿立方米煤制气项目、北控集团鄂尔多斯40亿立方米煤制气项目、中海油大同40亿立方米煤制气项目、伊犁新天20亿立方米煤制气项目、山西潞安180万吨煤制油项目的环境影响评估报告均未予通过,环评成为阻碍煤化工项目开工的最大障碍。2016年,煤化工项目环评大门重新打开。随着煤化工项目工艺技术的不断成熟,之前环评不合格的也都已进行了相关改进,达到了环评的要求。2016年度已获得国家环保部环评批复的新建煤化工项目共有6个。

表 7: 2016、2017 年通过环评的煤化工项目情况表

时间	项目	科目	规模	投资	进度
2016年3月1日	中海油低变质烟煤示范利用项目	低变质烟煤示范利用			已批复
2016年3月1日	山西潞安矿业高硫煤清洁利用项目	高硫煤清洁利用优化电热一体化			已批复
2016年4月1日	苏新能源和丰煤制天然气项目	煤制天然气	40亿方/年		已批复
2016年4月1日	内蒙古北控新泰煤制天然气项目	煤制天然气	40亿方/年		已批复
2016年7月1日	中电投与道达尔煤制聚烯烃项目	煤制聚烯烃项目	80万吨/年		已批复
2016年7月1日	内蒙古伊泰煤碳间接液化示范项目	煤炭间接液化示范项目	200万吨/年		已批复
2017年2月1日	中石化织金煤化工项目	一期煤制聚烯烃、二	一期60万吨/年煤制	520亿	已批复

		期煤制气、三期煤制醋酸项	聚烯烃项目、二期 40 亿方/年煤制气、三期 60 万吨/年煤制醋酸项目		
2017 年 3 月 1 日	青海矿业集团烯烃项目	烯烃	60 万吨/年	211.44 亿	同意开展前期工作
2017 年 8 月 1 日	陕西煤业化工集团神木天元化工粉煤分质综合利用示范项目	粉煤分质综合利用	660 万吨/年		正式受理

资料来源：政府官网、招商证券

公司在煤化工领域技术及项目积累雄厚，有望充分受益煤化工温和复苏。凭借雄厚的生产制造技术在国内率先进入煤化工装备制造领域，公司研发制造的煤化工设备、煤焦油超临界溶剂加氢反应器、隔膜式换热器、煤化工核心设备等具有国际先进水平，多次填补了中国煤化工装备国产化的空白。2006 年完成了神华集团直接液化整套实验装置和间接液化高压分离器的制造。2009 年完成了神华集团宁煤烯烃项目原料分离罐、锁斗、渣收集槽和缓冲罐等产品的制造；同年，完成了甘肃华亭中煦煤化工有限公司气化炉的研制，成为我国煤化工核心装备制造领域的主要供应商之一。

3、传统炼化基地搬迁有望带来新增设备需求

传统大型炼化基地搬迁有望带来新增设备需求。在过去的半个多世纪中，中国的化工企业布局有着依水而建的原则，在沿江、沿河地带，各种化工项目星罗棋布。国家环保部此前排查显示，全国约 81% 的化工石化建设项目布设在江河水域、人口密集区等环境敏感区域。政府集中计划下搬迁的背景可以追溯到上个世纪 90 年代中期国家开始施行的“退二进三”政策，即退出重污染、能耗大的第二产业，进入商业、服务业等第三产业，这是一个城市产业升级的路径。随着中国城镇化进程的发展，“城围石化”问题近几年愈加凸显，为了彻底解决石化项目、尤其是大型炼化一体化项目的安全生产和环境问题，搬迁被屡屡提及，并有多项搬迁项目进入规划议程。不过，受资金、旧厂拆卸、人员安置等诸多因素制约，目前国内石化搬迁项目多数进展缓慢或搁浅，搬迁之路步履艰辛。目前国内拟进行搬迁的大型石化项目包括高桥石化、青岛石化、广州石化、湛江东兴、燕山石化、大连石化、兰州石化、金陵石化及济南石化 9 个，合计炼能达 1.092 亿吨，占当前中国炼厂总炼能 7.6571 亿吨（截至 2015 年年底数据）的 14.3%。现在炼厂建设，规模至少 1000 万吨，很多都是 2000-3000 万吨，由此装置规模变大，一般来说投资 1000 亿，10% 用于炼化设备，大型石化基地搬迁有望带来大量新增设备及需求。

表 8：我国大型石化厂搬迁情况表

炼厂	炼能(万吨/年)	项目名称	搬迁地点	搬迁进展
高桥石化	1,300	漕泾炼化一体化项目	上海化学工业区	因环保问题关停
青岛石化	500	量家口异地扩建项目	青岛量家口	暂缓
广州石化	1320	*	湛江、惠州、广州南沙	选址不确定
湛江东兴	500	中石化湛江炼油项目	湛江东海岛	2019 年

燕山石化	1350	曹妃甸千万吨级 炼油项目	河北曹妃甸	消息确定
大连石化	2050	中石油大连长兴 岛项目	长兴岛西中岛石化产 业园区	搁浅
兰州石化	1,300	*	兰州新区石化产业园 区	意向
金陵石化	1800	*	连云港	意向
济南炼化	800	*	济南市商河县	意向

资料来源：政府官网、招商证券

4、公司设备订单触底反弹，创历史同期新高

2016 年公司在重大客户及 EPC 项目订单取得突破。2016 年，公司在重大行业项目、客户开发、战略合作等各方面均取得了新突破，使公司在行业内的知名度和地位大幅提升。

(1) 重大设备订单方面：公司先后取得单笔制造合同最大的恒力石化（大连）炼化有限公司 2000 万吨/年炼化一体化项目合同订单，合同金额达 3.165 亿元，及单笔出口最大的恒逸实业（文莱）有限公司 PMB 石油化工项目合同订单，合同金额达 1.4 亿元人民币。**(2) 公司在 EPC 领域取得新突破，**公司签订并实施建设的 EPC 工程总包订单达 30.28 亿元，创历史新高。受益“一带一路”政策，包括恒逸（文莱）PMB 石油化工项目订单、取得美国玉皇化工有限公司天然气制甲醇项目，柬埔寨 500 万吨/年炼油厂项目一期工程总承包订单，公司在海外订单金额达到 40 多亿元。此外，公司积极推动检维修业务发展，年内共承接检维修任务 160 余项，累计实现产值超过 6000 万元，形成了公司新的利润增长点。

2017 年新签订单大幅增长 184.64%。**(1) EPC 方面，**2017 年上半年，公司实施的晋昌源、凯德尼斯、宣力环保、盘锦浩业、兰石化等 5 个 EPC 项目有序推进，基于良好的项目运维能力，继公司与盘锦浩业签署 120 万吨/年芳烃项目合同后，2017 年 6 月，公司再次与盘锦浩业签订 160 万吨/年加氢裂化及 6 万 Nm³ h 干气制氢、140 万吨/年延迟焦化项目工程总承包合同，合同金额达 7.5 亿元，该项目是公司从单一装备制造向工程总包转型取得的又一重大成果。多个 EPC 项目的承接与建设，有效提升了公司的品牌价值与品牌形象。**(2) 重大设备方面，**公司与浙江石油化工有限公司签订 4000 万吨/年炼化一体化项目一期工程，合同金额 1.154 亿元。**(3) 设备检维修方面，**公司凭借自身核心装备制造技术与经验，以客户需求为导向，为客户提供差异化服务，共承接检维修项目 66 项，累计发生产值约 3410 万元。凭借“兰石品牌”、系统性的市场营销策略和产能扩充带来的规模经济优势，公司营销订货业绩较去年同期有较大幅度增长，2017 年上半年，公司新增订货 22.30 亿元，同比上年同期增长了 184.64%，创造同期历史新高，为公司持续生产经营提供了良好的保障。

四、公司布局核电及其他新能源领域

1、公司积极拓展核电装备领域

公司是我国最早涉及核电等新能源设备的企业之一，2006 年国内第一家取得中国民用核安全设备（热交换器）核三级产品设计与制造许可证，2013 年公司旗下全资子公司青岛公司取得中国民用核安全设备（压力容器、储罐、热交换器）制造许可证，标志着公司已成为国内能够制造新一代核岛安全级别为二、三级容器设备的厂家之一。未来公司会根据市场需求和研发情况，谋求取得核岛安全级别一级的容器设备制造资质。

在板式换热器研发制造领域，公司通过引进德国技术，相继完成了一系列换热器产品的开发应用，全焊式板式换热器填补了中国板式换热器行业的一项空白，宽通道焊接式板式换热器打破了国外公司对中国市场的垄断，H450/H500 系列大型板式换热器成功应用于多个核电站。

2015 年 1 月，公司与中国核电工程有限公司签订合同，为田湾 3、4 号机组放射性废物处理中心提供核级压力容器“H0028（AB）旋流器泥浆接收槽”，并于 2015 年 12 月 21 日验收合格，顺利发运出厂。田湾核电站 3、4 号机组废物处理中心压力容器项目是公司的首个核级产品，也是青岛公司自 2013 年 5 月取得民用核压力容器制造许可证后，发运出厂的首台核级压力容器设备。

2、公司布局风电、光伏等新能源领域

公司积极布局风电、光伏等新能源领域。公司目前具备生产制造风电、光伏、光热等新能源相关设备的能力，正在加强与高校及科研院所等机构的合作，着力突破一批自主知识产权，在生物质能源、潮汐能、地热等新能源开发利用装备方面实现新突破。

2016 年 2 月，兰石重装公司获得甘肃阿克塞高温熔盐型光热槽式发电测试平台项目（800 米回路试验装置）中核心设备熔盐储罐及热/冷罐制造订单。国内目前批复的光热发电项目仅有甘肃阿克塞县 50 兆瓦光热并网发电、青海省德令哈 50 兆瓦光热发电两个项目。其中阿克塞 50MW 发电项目是由天津滨海光热发电投资有限公司在阿克塞县投资建设的亚洲第一座示范性高温熔盐型槽式光热发电项目。该光热发电项目中 800 米回路试验装置是国内第二套试验装置。兰石重装公司此次获得该项订单为公司后续取得阿克塞县 50 兆瓦光热发电其他装置及国内今后光热项目订单奠定了坚实基础。

五、盈利预测与投资建议

1、主要的业绩预期假设

盈利预测假设：

- 1) 公司炼油化工设备及煤化工设备受益下游景气复苏及新建产能建设，2017-2019 订单触底反弹，并保持在较快收入水平；

- 2) 延续近期市场开拓力度, 公司工程总承包业务快速发展;
- 3) 公司售后服务市场逐步发展, 检维修收入保持平稳增长。

表 9: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1421	1558	1685	2596	3903	5536
炼化化工设备	895	640	630	850	1190	1547
EPC 工程项目			304	790	1541	2619
煤化工设备	102	469	270	365	474	569
锻压机组	175	127	179	233	280	322
换热设备	197	242	155	187	216	242
球罐	21	64	50	60	70	79
检维修项目			27	38	54	75
核电设备	4	1	1	1	1	2
其它	26	15	68	72	76	81
收入增长率						
炼化化工设备	38.1%	-28.5%	-1.7%	35.0%	40.0%	30.0%
EPC 工程项目				160%	95.0%	70.0%
煤化工设备	-67.0%	360%	-42.4%	35.0%	30.0%	20.0%
锻压机组	32.6%	-27.6%	41.5%	30.0%	20.0%	15.0%
换热设备	235%	22.6%	-35.6%	20.0%	16.0%	12.0%
球罐	-75.9%	205%	-21.4%	20.0%	16.0%	12.0%
检维修项目				40.0%	40.0%	40.0%
核电设备	-46.9%	-66.7%	-48.3%	20.0%	50.0%	50.0%
毛利率						
炼化化工设备	26.8%	23.4%	21.5%	18.0%	20.0%	22.0%
EPC 工程项目			3.0%	10.0%	11.0%	11.5%
煤化工设备	25.9%	21.8%	14.3%	15.0%	15.5%	15.5%
锻压机组	19.9%	27.9%	17.7%	17.7%	17.8%	18.0%
换热设备	17.7%	15.5%	28.1%	27.5%	27.8%	28.1%
球罐	8.9%	3.0%	3.1%	3.5%	3.5%	3.5%
检维修项目			23.7%	25.0%	25.0%	25.0%
核电设备	13.1%	40.6%	11.7%	12.0%	15.0%	20.0%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 10: 盈利预测简表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2466	1736	2596	3903	5536
营业成本	1347	1421	2176	3265	4626
营业税金及附加	45	15	22	33	46
营业费用	53	56	75	105	149
管理费用	154	124	169	211	249
财务费用	90	92	110	85	77
资产减值损失	24	26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	752	1	44	204	388
营业外收入	8	14	14	14	14
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	758	14	57	217	400
所得税	111	(2)	(6)	(11)	0

净利润	646	16	62	227	400
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	646	16	62	227	400
EPS (元)	0.63	0.02	0.06	0.22	0.39

资料来源：公司数据、招商证券

表 11: 各季度业绩回顾

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业收入	230	1478	379	380	398	441	397	500	165	1156
营业毛利	54	895	74	95	54	102	75	83	14	156
营业费用	13	13	11	17	10	15	15	15	12	21
管理费用	34	23	28	69	35	35	28	25	31	31
财务费用	18	26	29	17	21	16	29	26	29	31
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	-11	783	6	-26	-12	31	3	-21	-58	74
归属母公司净利润	-13	670	5	-16	-10	29	6	-8	-55	67
EPS (元)	-0.01	0.65	0.00	-0.02	-0.01	0.03	0.01	-0.01	-0.05	0.07
主要比率										
毛利率	23.7%	60.6%	19.5%	25.1%	13.6%	23.2%	19.0%	16.6%	8.7%	13.5%
营业费用率	5.9%	0.9%	2.8%	4.4%	2.6%	3.3%	3.8%	3.1%	7.0%	1.8%
管理费用率	14.7%	1.6%	7.3%	18.2%	8.8%	8.0%	7.1%	5.1%	18.7%	2.6%
营业利润率	-4.8%	53.0%	1.7%	-6.8%	-3.0%	7.1%	0.9%	-4.3%	-35.0%	6.4%
有效税率	-20.2%	14.7%	32.6%	35.9%	-35.7%	12.9%	15.7%	55.8%	0.9%	7.3%
净利率	-5.6%	45.3%	1.3%	-4.1%	-2.5%	6.5%	1.4%	-1.6%	-33.3%	5.8%
YoY										
收入	75.5%	154%	23.7%	-11.6%	73.3%	-70.2%	4.7%	31.7%	-58.4%	162%
归属母公司净利润	60.8%	856%	-50.9%	-104%	-22.9%	-95.7%	13.0%	-49.4%	458%	135%

资料来源：公司数据、招商证券

2、投资建议

首次覆盖，暂无评级。我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 25.96、39.03、55.36 亿元，2017-2019 年 EPS 分别为 0.06、0.22、0.39。公司是国内领先的石化装备制造商，将充分受益国内炼化及煤化工景气复苏，公司积极推进工程总承包商转型，将打开公司成长空间。

表 12: 估值对比表

公司	代码	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		16	17E	18E	16	17E	18E			
兰石重装	603169.sh	0.02	0.06	0.22	698	186	50	4.7	0.3	114.5
石化装备业务										
杭氧股份	002430.sz	(0.29)	0.29	0.33	(44)	45	39	2.6	(3.7)	125.2
天沃科技	002564.sz	(0.41)	0.47	0.59	(23)	20	16	3.1	(7.2)	70.4
陕鼓动力	002255.sz	0.12	0.23	0.30	67	36	27	2.7	3.9	50.8
金通灵	300091.sz	0.08	0.22	0.40	202	75	43	8.8	8.6	93.6
平均					135	44	31	4.3		
工程总包业务										

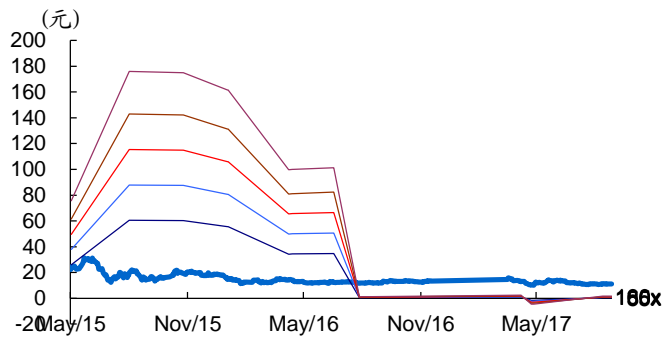
中国化学	601117.sh	0.36	0.49	0.59	20	15	12	1.6	6.4	361.6
三维工程	002469.sz	0.02	-	-	332	-	-	4.0	1.4	39.1
东华科技	002140.sz	0.18	0.31	0.39	71	42	33	3.2	4.3	58.0
平均					141	29	23	2.9		

资料来源：公司数据、招商证券。除兰石重装、天沃科技、杭氧股份外，其余公司数据采用 WIND 一致预期

3、风险提示

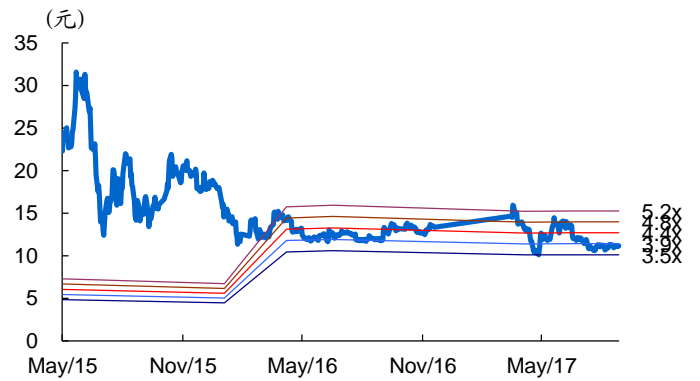
资产收购计划取消；炼化基地建设低于预期；煤化工复苏低于预期；重大合同意外取消；主要股东减持

图 6：兰石重装历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 7：兰石重装历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5347	4477	4842	6352	8312
现金	1685	622	1006	1027	1381
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	55	120	179	269	382
应收款项	1284	1416	1454	2077	2791
其它应收款	30	27	40	60	85
存货	1728	2014	1737	2280	2769
其他	564	279	426	638	905
非流动资产	2494	3027	2947	2872	2801
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2134	2193	2130	2069	2012
无形资产	165	161	145	131	118
其他	195	673	672	672	672
资产总计	7841	7504	7789	9224	11113
流动负债	4272	4136	4369	5594	7151
短期借款	1933	2226	1600	1500	1400
应付账款	837	726	1111	1667	2362
预收账款	358	484	741	1112	1575
其他	1144	700	917	1315	1814
长期负债	446	384	384	384	384
长期借款	7	0	0	0	0
其他	439	384	384	384	384
负债合计	4718	4519	4752	5978	7535
股本	1025	1025	1025	1025	1025
资本公积金	1196	1196	1196	1196	1196
留存收益	901	763	815	1024	1356
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3123	2985	3037	3246	3578
负债及权益合计	7841	7504	7789	9224	11113

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(261)	(471)	1230	263	638
净利润	646	16	62	227	400
折旧摊销	103	105	119	114	110
财务费用	92	96	110	85	77
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	(1231)	(695)	937	(209)	(2)
其它	128	7	2	45	52
投资活动现金流	(676)	(422)	(39)	(39)	(39)
资本支出	(676)	(424)	(39)	(39)	(39)
其他投资	0	2	0	0	0
筹资活动现金流	2063	(167)	(806)	(204)	(246)
借款变动	548	121	(686)	(100)	(100)
普通股增加	434	0	0	0	0
资本公积增加	1152	0	0	0	0
股利分配	(89)	(154)	(10)	(19)	(68)
其他	17	(135)	(110)	(85)	(77)
现金净增加额	1125	(1061)	385	21	353

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2466	1736	2596	3903	5536
营业成本	1347	1421	2176	3265	4626
营业税金及附加	45	15	22	33	46
营业费用	53	56	75	105	149
管理费用	154	124	169	211	249
财务费用	90	92	110	85	77
资产减值损失	24	26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	752	1	44	204	388
营业外收入	8	14	14	14	14
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	758	14	57	217	400
所得税	111	(2)	(6)	(11)	0
净利润	646	16	62	227	400
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	646	16	62	227	400
EPS (元)	0.63	0.02	0.06	0.22	0.39

主要财务比率

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	70%	-30%	50%	50%	42%
营业利润	988%	-100%	2875%	363%	90%
净利润	49%	-97%	280%	264%	76%
获利能力					
毛利率	45.4%	18.1%	16.2%	16.3%	16.4%
净利率	26.2%	0.9%	2.4%	5.8%	7.2%
ROE	20.7%	0.6%	2.1%	7.0%	11.2%
ROIC	14.0%	2.0%	3.7%	6.4%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	60.2%	60.2%	61.0%	64.8%	67.8%
净负债比率	25.4%	30.5%	20.5%	16.3%	12.6%
流动比率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5
存货周转率	0.9	0.8	1.2	1.6	1.8
应收帐款周转率	2.1	1.3	1.8	2.2	2.3
应付帐款周转率	1.6	1.8	2.4	2.4	2.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.63	0.02	0.06	0.22	0.39
每股经营现金	-0.25	-0.46	1.20	0.26	0.62
每股净资产	3.05	2.91	2.96	3.17	3.49
每股股利	0.15	0.01	0.02	0.07	0.12
估值比率					
PE	17.7	697.6	183.4	50.4	28.6
PB	3.7	3.8	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	4.6	22.4	16.0	10.8	7.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2015 年上海第一财经最佳分析师第二名。2016 年《每市组合》超额收益率和绝对收益率机械行业第二名。

刘旭，清华大学会计学硕士，曾从事跨境私募股权投资工作，2016 年 1 月加入招商证券任机械行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。