

# 中泰股份 (300435.SZ)

优于大市

## 2024年业绩预告点评：海外拓展卓有成效，新疆煤化工项目有望带来新增量

### 核心观点

2024年第三季度收入同比增长10.67%，利润同比下滑26.99%。2024年前三季度公司实现营收20.1亿元，同比下滑10.67%，归母净利润1.89亿元，同比下滑26.99%，主要系燃气板块顺价不利、下游客户燃气需求减少、设备交付项目减少。2024年公司预计归母净利润亏损0.60-0.85亿元，主要系燃气板块顺价不利、下游客户燃气需求减少、设备交付项目减少，同时燃气资产计提3.13亿元商誉减值，若不考虑商誉减值归母净利润2.28-2.53亿元。

**公司系化工能源深冷分离工艺段领先企业。**公司着力打造“装备制造+气体运营”的双引擎模式，装备制造板块的产品包括成套装置、冷箱、板翅式换热器，部分产品跻身世界一流水平，主要应用于石化、煤化工、氢能等行业，优质项目丰富；气体运营板块包括燃气运营和其他气体运营。公司积极拓展海外，目前已取得沙特阿美、美国空气化工、法液空等海外客户的深度认可，海外口碑良好。2018-2023年公司收入/归母净利润CAGR为38.65%/38.93%。

**亚太、中东化工景气度较好，国内新疆煤化工项目有望打开增量市场。**从全球看，根据IEA预测，2024-2030年全球石化燃料需求将缓慢增长，并于2030年达到顶峰，其中亚太和中东地区的炼油产能增速较快，我们认为未来五年亚太和中东等地区的化工项目投资有望保持较好景气度。从国内看，煤化工有望打开大的增量市场：新疆具备低成本煤炭资源优势、逐步优化的配套设施，具备大力发展煤化工的产业基础。2024年10月8日，国家能源集团哈密能源集成创新基地项目全面启动建设，总投资1700亿元；据不完全统计，目前新疆地区拟建在建的煤化工项目超过4000亿，大规模建设或将拉动2500-4000亿元的设备投资，公司有望充分受益。

**公司在手订单饱满，毛利率较高的海外订单显著增长。**受益海外石化行业较好景气度目前海外的化工能源项目较多，公司逐步获得沙特阿美、美国空气化工、法液空等海外大客户深度认可，并已进入国际知名工程公司如韩国现代、法国道达尔等工程公司的合格供应商名单，受益于此，公司出口订单从2022年的1.07亿元提升至2023年的4.67亿元，截止2024年9月，公司设备销售在手订单24.76亿元，其中出口订单11.46亿元，公司出口订单占在手订单比例超过46%，往后展望我们认为海外订单有望持续增长；公司2022-23年海外业务毛利率53%/46%，高出国内10-20个百分点，更高毛利率的海外业务占比提升有望带动公司业绩更快成长。另外中期来看，新疆煤化工项目有望批量落地，国内煤化工项目设备订单增长值得期待。

**风险提示：海外订单不及预期；煤化工项目落地不及预期；行业竞争加剧。**

**投资建议：**公司在化工能源深冷分离工艺段有较强优势，海外订单有望持续增长，未来或将充分受益于新疆煤化工产业发展。我们预计2024-2026年归母净利润分别为-0.67/4.00/4.79亿元，对应PE -68/11/9倍，一年期合理估值为12.5-15.5元（对应2025年PE 12-15x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,256	3,047	2,784	3,376	3,931
(+/-%)	35.3%	-6.4%	-8.6%	21.3%	16.4%
净利润(百万元)	278	350	-66.7	400.3	478.5
(+/-%)	13.3%	25.9%	--	-700.1%	19.5%

### 公司研究·财报点评

#### 公用事业·燃气 II

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：杜松阳

0755-81981934

dusongyang@guosen.com.cn

S0980524120002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	12.50 - 15.50元
收盘价	11.29元
总市值/流通市值	4355/4164百万元
52周最高价/最低价	14.33/9.33元
近3个月日均成交额	99.66百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

每股收益 (元)	0.73	0.91	-0.17	1.04	1.25
EBIT Margin	10.5%	11.6%	9.4%	14.3%	14.5%
净资产收益率 (ROE)	9.9%	11.1%	-2.2%	11.7%	12.6%
市盈率 (PE)	15.8	12.7	-66.4	11.1	9.3
EV/EBITDA	14.6	14.7	14.9	9.4	8.4
市净率 (PB)	1.56	1.40	1.43	1.29	1.16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 化工能源深冷装置领先企业

### 化工能源深冷装置领先企业，打造“装备制造+气体运营”双引擎

杭州中泰深冷技术股份有限公司于 2006 年成立，主营业务为深冷技术的工艺开发、设备设计、制造和销售；2015 年在深交所创业板上市；2019 年公司收购山东中邑燃气，进入天然气运营领域，形成了深冷技术设备与天然气运营双轮驱动的业务格局；2022 年公司在唐山新建一套精制氦氙气体的装置，布局稀有气体业务。截至 2024 年底，公司的主营业务包括深冷技术装置、燃气运营、气体运营。

**核心产品为深冷技术装置，部分产品已跻身世界一流水平。**中泰股份的核心业务系化工能源领域的深冷技术装置，含天然气液化装置、大型空分装置、煤化工合成氨配套深冷净化装置、氢气—一氧化碳深冷分离装置、丙烷脱氢制丙烯深冷分离装置、电子特气及稀有气体、分子筛吸附分离装置等。公司核心制造产品——冷箱及铝制板翅式换热器，已跻身世界一流水平。产品主要应用于石化、煤化工等行业。

**参与中科院氢能液化项目，氢能领域具备一定技术优势。**公司目前已经有套氢的制取、提纯业绩，并具备了氢液化核心装置（板翅式换热器）的技术储备。同时，公司也是浙江省科技厅氢液化项目的合作单位之一，与浙江大学联合参与中科院的大型氢液化项目，目前已完成换热器样机内催化剂装填、制造工艺设计及小型氢液化样机的试制。在将来氢能市场化大规模应用后，公司有能力利用现有技术布局加氢站快速切入燃料电池市场，并有效解决氢的制取-储运-消纳问题，形成绿氢-绿色化工的产业闭环。

**公司积极拓展海外业务。**目前已获得沙特阿美、美国空气化工、法液空等海外客户的深度认可，并已进入国际知名工程公司如韩国现代、法国道达尔等工程公司的合格供应商名单，在海外市场上逐步积累起良好的口碑。

表1: 中泰股份主要制造产品

产品类型	产品种类	产品介绍	产品图片
	LNG 装置	中泰的天然气液化装置按规模可分为 5 万方/天、10 万方/天、30 万方/天、50 万方/天、100 万方/天、200 万方/天、300 万方/天等系列；，按气源条件和能耗要求等，可采用 MRC 混合工质制冷（可带预冷）、氮膨胀、带预冷的氮甲烷膨胀和级联式等多种工艺方案。	
成套装置	合成氨液氮洗装置	在新型合成氨工业中，低温甲醇洗和低温液氮洗的深冷净化方法具有能耗低、设备可靠和环境友好的特点。中泰已具有成熟的合成氨液氮洗装置的设计和生产能力，已有数套成功运行的业绩。	
	氢气—一氧化碳分离装置	采用深冷分离法，得到高纯度的一氧化碳，是利用各组份的沸点的不同进行分离。根据原料气中组份的不同，采用不同的组合方式进行分离和提纯。主要设备有：分子筛吸附器、绕管式换热器、冷箱、CO 压缩机和仪表阀门控制系统。	
冷箱	LNG 冷箱	中泰 LNG 冷箱，拥有两相流传热技术专利，同时具有冷箱内脱重烃、脱汞和防汞设计专有设计技术，还可以提供温度场分布的测量设计为 LNG 工厂的制冷剂调配提供依据。	

液氮洗冷箱	液氮洗冷箱主要应用于化肥工业中的净化工艺段，中泰拥有成熟的液氮洗冷箱设计、制造及安装技术，并拥有为 18 万吨/年~60 万吨/年合成氨装置配套业绩。	
乙烯冷箱	中泰拥有设计、制造百万吨级乙烯装置低温冷箱及塔顶冷凝器，CIV 的全套技术和装备，对鲁姆斯流程、SW 流程、Linde 流程等乙烯装置配套冷箱具有熟练的能力和深入的经验。	
空分冷箱	空分冷箱是空气分离装置的核心。	
丙烷脱氢制丙烯冷箱	丙烷脱氢（PDH）工艺中经常采用丙烯和乙烯逐级冷却、分离烯烃，低温段采用多股流冷箱。	
一氧化碳冷箱	冷法是利用各个组分沸点的不同进行分离。根据一氧化碳中其他组份的不同，采用不同的组合方式进行分离和提纯。	
甲醇制烯烃冷箱	以煤或天然气合成的甲醇为原料，借助类似催化裂化装置的流化床反应形式，生产低碳烯烃的化工技术。其烯烃分离深冷分离段采用多股流冷箱。	
铝制钎焊板翅式换热器	钎焊铝制板翅式换热器主要应用于低温空气分离设备、天然气加工与液化设备、石油化工产品的生产及尾气的处理、大型制冷装置等。	
板翅式换热器	中泰设计、制造的塔顶冷凝器采用钎焊铝制板翅式换热器外加不锈钢筒体的结构，称为容器内板翅式换热器。塔顶的气相（热流体）通过接管、进口封头进入换热器内，和冷剂流体进行热交换，经冷却、冷凝成为汽液两相，然后通过出口封头、接管流出塔顶冷凝器。	
PFV		

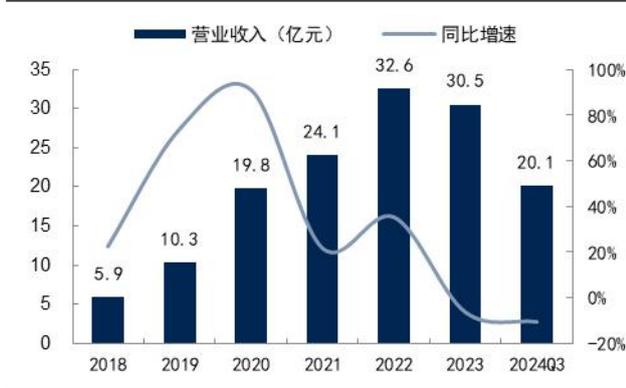
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 财务情况

**公司营收利润均保持稳健增长态势。**2018-2023 年公司收入从 5.9 亿元增长至 30.5 亿元，CAGR 38.65%，其中 2024 年前三季度收入 20.1 亿元，同比下滑 10.67%，主要系燃气板块收入下滑、设备交付项目减少；2018-2023 年公司净利润从 0.68 亿元增长至 3.50 亿元，CAGR 38.93%，其中 2024 年前三季度净利润 1.89 亿元，同比下滑 26.99%，主要系燃气板块顺价不利、下游客户燃气需求减少、设备交付项目减少。

**2024 年计提 3.13 亿商誉减值，归母净利润预亏。**参考 2024 年业绩预告，不考虑商誉减值计提预计归母净利润为 2.28-2.53 亿元，预计将计提商誉减值 3.13 亿元，考虑商誉减值计提预计归母净利润为亏损 0.60-0.85 亿元。计提大额商誉减值主要系上游采购政策调整对中邑燃气造成的影响不可逆转，下游用气需求目前看没有好转的迹象。此次减值后，商誉从 4.49 亿元减少至 1.36 亿元，商誉减值风险有所下降。

图1: 中泰股份历年营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

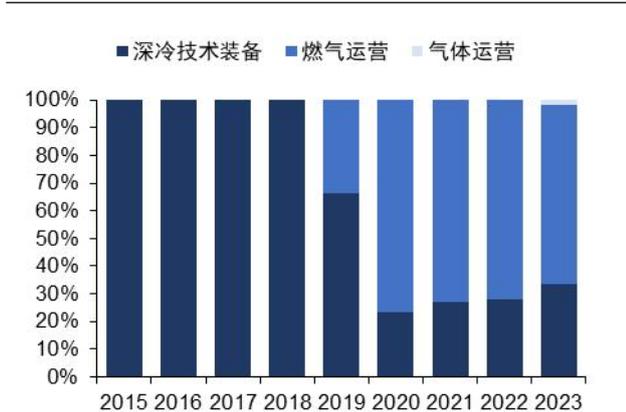
图2: 中泰股份历年业绩及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

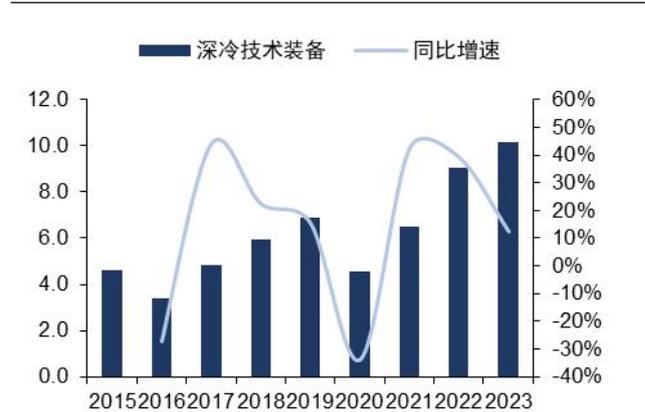
收购燃气资产后燃气收入占比较大, 装备收入逐年提升。产品结构来看, 公司2023年燃气运营、深冷技术装备、气体运营业务收入占比分别为64.99%/33.37%/1.58%。深冷技术装备是公司未来的重要发展方向, 该业务2020-2023年收入CAGR达30.68%, 占公司收入比例逐年增长。

图3: 中泰股份产品收入结构



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2020年后中泰股份深冷技术装备收入保持增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司净利率和期间费用率整体保持稳定。2020-2023年来公司毛利率维持在17-21%区间, 净利率维持在9-10%区间, 整体保持稳定。2018-2020年期间费用率明显下降, 2020年以来期间费用率整体稳定在5.5-7.0%区间。

图5: 中泰股份近五年净利率稳定在 10%附近



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 中泰股份期间费用率整体保持稳定



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**深冷技术设备毛利率稳中有升，明显高于公司平均水平。**2015-2019 年公司深冷技术设备业务贡献主要收入，公司整体毛利率和深冷技术设备相当。2019 年公司收购中吕燃气，燃气板块收入占比较高且毛利率较低，公司平均毛利率在 17-21% 范围内波动，较历史平均水平有所下滑；设备业务毛利率稳中有升，2020-2022 年在 29-30% 范围内波动；2021 年钢铁等原材料价格上涨，当年签订订单的价格较高，带动 2023 年设备毛利率增长至 36.3%，明显高于公司平均水平 19.2%。

图7: 2020 年以来深冷技术设备毛利率明显高于公司整体

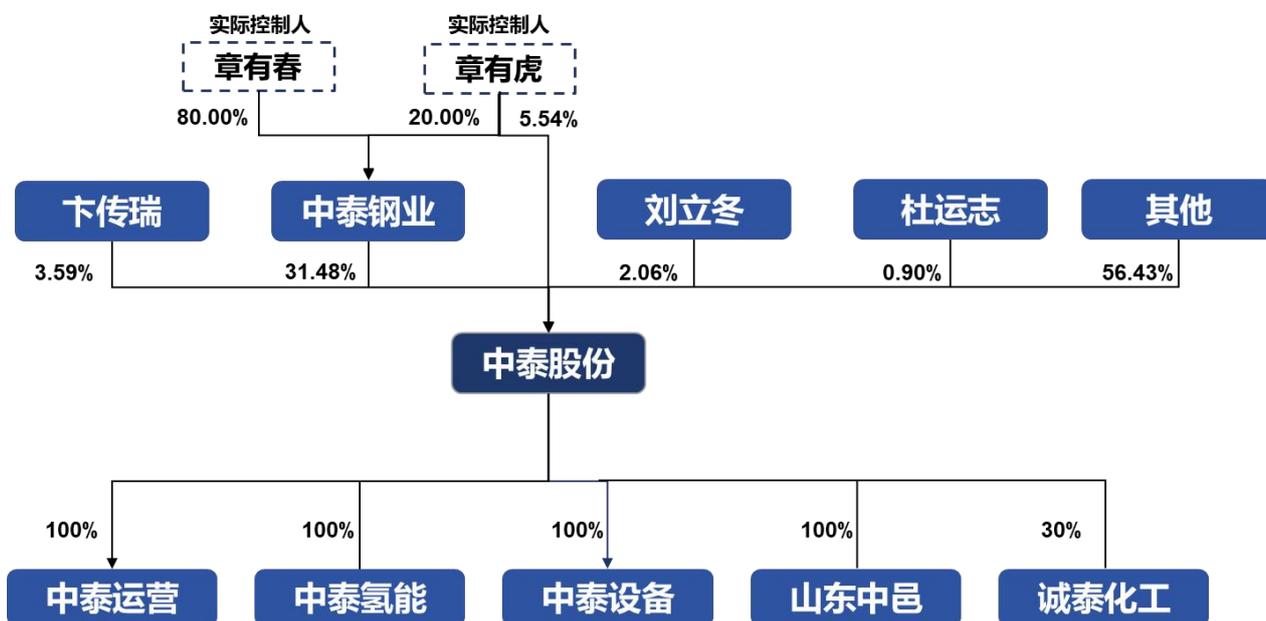


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 股权结构：股权结构稳定

**公司股权结构稳定。**截至 2024 年 9 月 30 日，公司实际控制人是章有春、章有虎，二人合计持有公司 37.02% 股份，公司股权结构较集中。其中章有春担任公司董事长，章有虎担任公司副董事长、总经理、法定代表人，中泰设备总经理。

图8: 公司控股股东及实际控制人情况 (20240930)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

**燃气运营：**公司的燃气运营资产位于山东省德州市。历史上燃气运营项目利润和现金流较好，2024 年上游采购政策调整，民用气与工业用气采购价格并轨，下游顺价机制不畅，民用气亏损经营，同时下游用户用气需求不振，导致 2024 年上半年收入和利润均有下滑。我们认为未来公司的燃气运营业务或将持平或小幅回暖，假设 2024-2026 年该业务收入增速分别为 -20%/10%/10%，毛利率分别为 7.0%/7.5%/8.0%。

**深冷技术设备：**能源化工深冷技术设备方面，公司已成功积累了充足的技术储备、丰富的客户资源以及良好的市场口碑，并凝聚了行业内优秀的技术、营销和管理团队，客户已从国内拓展至全球范围，2025 年高毛利率的海外收入有望快速增长。中期来看，2024 年国家能源集团的哈密项目已经正式启动，新疆煤化工项目有望批量落地，国内设备收入增速值得期待。我们假设 2024-2026 年深冷技术设备收入增速分别为 5.0%/40.0%/25.0%。2023 年公司该业务毛利率为 36.30%，综合考虑公司国内外订单结构、2024 年上半年毛利率情况，我们认为 2024 年该业务毛利率将有所回落，2025 年随着高毛利率的海外收入占比提升，毛利率将有一定增长，2026 年国内项目毛利率或下降。综合来看，我们假设 2024-2026 年毛利率分别为 30.5%/36.0%/33.0%。

**气体运营：**公司经过多年技术研发以及团队建设，目前已具备制取氟气氙氪等稀有气体的技术，成为国内少数具备制取该类气体能力的公司之一，目前已在市场取得一定的订单量我们假设 2024-2026 年航空航天新材料及零部件收入增速分别为 20%/35%/35%。过去两年公司该业务毛利率受产品结构和部分产品降价影响有所下滑，但随着收入规模上升带来规模效应，我们假设 2024-2026 年毛利率分别为 40.00%/41.00%/42.00%。

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收为 27.84/33.76/39.31 亿元，同比变动 -8.64%/+21.27%/+16.43%，毛利率分别为 16.62%/20.62%/20.32%。

表2: 中泰股份业绩拆分

报告期 (亿元, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>燃气运营</b>					
收入	2349	1981	1584	1743	1917
增速	34.3%	-15.7%	-20.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	12.3%	10.4%	7.0%	7.5%	8.0%
<b>深冷技术设备</b>					
收入	907	1017	1068	1495	1869
增速	38.0%	12.1%	5.0%	40.0%	25.0%
毛利率 (%)	29.6%	36.3%	30.5%	36.0%	33.0%
<b>气体运营</b>					
收入	0	48	130	137	144
增速	0.0%	0.0%	170.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	0.0%	21.6%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>营业总收入</b>	3256	3047	2784	3376	3931
增速	35.3%	-6.4%	-8.6%	21.3%	16.4%
毛利率 (%)	17.1%	19.2%	16.6%	20.6%	20.3%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

## 未来 3 年业绩预测

根据以上假设，我们预计 2024-2026 年归属母公司净利润分别为-0.67/4.00/4.79 亿元，其中 2025 年扭亏为盈，2026 年同比增长 19.2%。

表3: 未来三年盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	3256	3047	2784	3376	3931
<b>营业成本</b>	2700	2462	2322	2680	3132
<b>营业税金及附加</b>	13	17	12	14	16
<b>销售费用</b>	41	40	39	41	44
<b>管理费用</b>	99	112	92	99	105
<b>研发费用</b>	60	64	59	61	63
<b>财务费用</b>	(19)	(17)	17	2	(7)
<b>投资收益</b>	9	8	8	8	8
<b>资产减值及公允价值变动</b>	1	(1)	(338)	0	0
<b>其他收入</b>	(27)	55	0	0	0
<b>营业利润</b>	345	432	(87)	488	586
<b>营业外净收支</b>	10	(0)	5	5	3
<b>利润总额</b>	355	431	(82)	493	590
<b>所得税费用</b>	78	82	(16)	94	112
<b>少数股东损益</b>	(1)	(1)	0	(1)	(1)
<b>归属于母公司净利润</b>	278	350	(67)	400	478

资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值

首先对资本成本进行假设。

**Beta 值：**通过 Wind 选取 2019–2024 年可比公司杭氧股份、福斯达的无杠杆 Beta 数据，并参考公司历史无杠杆 Beta，假设无杠杆 Beta 为 1.20；

**无风险利率：**选取最近发行的 10 年期国债利率 2.70%；

**股票风险溢价：**以道琼斯指数近 20 年的年复合增长率 4.36% 为基准，考虑到我国作为新兴资本市场，给与一定溢价，得出股票风险溢价 7.50%；

**$K_d$ ：**为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考，考虑到公司是民企，融资成本较高，给予 2.0% 左右的风险溢价，由此假设债务成本 4.50%；

**永续增长率：**公司产品的下游主要应用在化工能源行业，考虑到新能源发展节奏和国家对传统能源的规划，假设公司永续增长率为 0.00%。

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 11.62%，考虑到公司作为成熟、且能稳定产生现金流的企业，故采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为 16.54 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表4：绝对估值法资本成本假设（截至日期：2025/1/19）

	合理值
无杠杆 Beta	1.2
无风险利率	2.70%
股票风险溢价	7.50%
公司股价（元）	11.56
发行在外股数（百万股）	383
股票市值（百万元）	4430
债务总额（百万元）	500
$K_d$	4.50%
T	19.04%
$K_a$	11.70%
有杠杆 Beta	1.31
$K_e$	<b>12.52%</b>
$E/(D+E)$	89.86%
$D/(D+E)$	10.14%
WACC	<b>11.62%</b>

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表5: FCFF 估值表

单位: 百万元	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	260.5	482.3	571.5	688.4	720.1	758.7	797.5	819.5	842.8	865.7	
所得税税率	19.04%	19.04%	19.04%	19.04%	19.04%	19.04%	19.04%	19.04%	19.04%	19.04%	
EBIT*(1-所得税税率)	210.9	390.5	462.7	557.4	583.0	614.2	645.6	663.5	682.3	700.9	
折旧与摊销	147.5	155.8	161.0	166.2	171.4	176.6	181.8	187.0	192.2	197.4	
营运资金的净变动	36.1	(74.5)	(23.1)	(28.5)	(13.0)	(12.4)	(11.4)	(8.5)	(8.0)	(7.8)	
资本性投资	(100.0)	(80.0)	(80.0)	(80.0)	(80.0)	(80.0)	(80.0)	(80.0)	(80.0)	(80.0)	
FCFF	294.5	391.7	520.6	615.0	661.3	698.4	736.1	762.0	786.5	810.5	6,973.9
PV(FCFF)	263.8	314.4	374.3	396.2	381.6	361.1	340.9	316.2	292.4	269.9	2,322.6
核心企业价值	5,633.5										
减: 净债务	(704.4)										
股票价值	6,337.9										
每股价值(元)	16.54										

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及测算

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 对折现率与永续增长率设置两档分别为 0.2% 的变动幅度, 折现率浮动范围为 10.6-12.6%, 永续增长率的变化范围为 -1.5-+1.5%, 对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 14.57-19.49 元。

表6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

16.54	10.6%	11.1%	11.62%	12.1%	12.6%
1.5%	19.49	18.46	17.54	16.71	15.95
1.0%	19.00	18.04	17.18	16.39	15.67
0.5%	18.57	17.66	16.84	16.10	15.42
0.0%	18.17	17.32	16.54	15.83	15.18
-0.5%	17.81	17.00	16.26	15.58	14.96
-1.0%	17.48	16.71	16.00	15.35	14.76
-1.5%	17.18	16.44	15.77	15.14	14.57

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

### 相对估值

公司产品主要应用于能源化工、电子制造、航空航天以及氢能源等领域, 有较高的技术壁垒和业绩门槛。经过多年努力, 公司已成功积累了充足的技术储备、丰富的客户资源以及良好的市场口碑, 并凝聚了行业内优秀的技术、营销和管理团队。公司已有全部空分、合成氨液氮洗、氢气-一氧化碳深冷分离、制氢以及天然气液化、烷烃脱氢、稀有气体制取等全套产品路线的工艺包技术和业绩, 并已有多项发明专利, 已成功应用于煤化工、石油化工、天然气以及电子行业等领域, 客户已从国内拓展至全球范围。因此我们选择化工能源设备领域的企业杭氧股份、福斯达作为可比公司。

综合考虑可比公司的估值及公司在化工能源深冷技术装置的技术优势和海外业务成长性, 我们预计中泰股份 2024 年-2026 年归母净利润分别为 -0.67/4.00/4.79 亿元, 对应 PE -68/11/9 倍, 一年期合理估值为 12.5-15.5 元(对应 2025 年 PE 12-15x)。

表7: 可比公司估值表值 (20250123)

日期														
序号	分类	证券代码	证券简称	投资评级	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
							2023A	24E	25E	26E	2023A	24E	25E	26E
1	A 股	002430.SZ	杭氧股份	未评级	20.55	202	1.22	1.04	1.33	1.62	17	20	15	13
2	A 股	603173.SH	福斯达	未评级	24.93	40	1.42	1.69	2.18	2.85	18	15	11	9
									平均值		17	17	13	11
1	A 股	300435.SZ	中泰股份	优于大市	11.24	43	0.91	-0.17	1.04	1.25	12	-68	11	9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 所有未评级标的盈利预测均为 Wind 机构一致预测

## 投资建议

综合以上, 我们预计 2024 年-2026 年归属母公司净利润分别为-0.67/4.00/4.79 亿元, 对应 PE -68/11/9 倍, 一年期合理估值为 12.5-15.5 元 (对应 2025 年 PE 12-15x), 首次覆盖给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 13.50-14.00 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.70%、风险溢价 7.50%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的业务结构，最终给予公司 2024 年 13 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

基于国内外化工能源行业的发展趋势和公司自身的业务发展情况，我们假设公司 2024-2026 年收入增长-8.64%/21.27%/16.43%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。如果燃气轮机行业下游需求不达预期，公司未来营收增速可能不达预期。

### 海外订单不及预期的风险

近两年公司成功进入海外大型工程公司供应商名单，根据公开的投资者交流内容，2024 年公司制造板块新签订单 19 亿以上，相较于 23 年有 30%以上的增长，海外订单占比 30%以上，海外订单的增长已经成为公司业绩增长的重要驱动。若未来海外订单增长速度不及预期，公司的收入和利润或受到较大影响。

### 煤化工项目落地不及预期的风险

国家能源集团哈密能源集成创新基地项目已全面启动建设，总投资 1700 亿元；据不完全统计，目前新疆地区拟建在建的煤化工项目超过 4000 亿，未来五年新疆煤化工项目或批量启动。若未来国内煤化工项目落地速度较慢或数量较少，或影响煤化工产业发展。公司作为煤化工深冷技术设备的领先企业，业绩或收到较大影响。

### 行业竞争加剧的风险

随着深冷技术设备行业的快速发展，国内外深冷技术设备制造商纷纷扩大产能，将导致市场竞争更为激烈，公司面临来自诸如住友精密、杭氧股份等国内外企业的竞争，国内小规模制造商的快速发展亦会给企业带来竞争压力。尽管目前公司已经具备了一定的竞争优势，但是如果出现竞争对手增加、竞争对手采取低价策

略等情况，可能面临市场份额被挤压的风险，从而影响公司收入和利润。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1283	1673	1544	1661	1999	营业收入	3256	3047	2784	3376	3931
应收款项	651	582	547	661	764	营业成本	2700	2462	2322	2680	3132
存货净额	280	290	276	299	364	营业税金及附加	13	17	12	14	16
其他流动资产	312	444	346	411	513	销售费用	41	40	39	41	44
<b>流动资产合计</b>	<b>2527</b>	<b>3089</b>	<b>2815</b>	<b>3134</b>	<b>3742</b>	管理费用	99	112	92	99	105
固定资产	1187	1385	1008	944	875	研发费用	60	64	59	61	63
无形资产及其他	336	330	317	304	291	财务费用	(19)	(17)	17	2	(7)
投资性房地产	577	556	556	556	556	投资收益	9	8	8	8	8
长期股权投资	56	56	59	63	65	资产减值及公允价值变动	1	(1)	(338)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4684</b>	<b>5416</b>	<b>4755</b>	<b>5001</b>	<b>5528</b>	其他收入	(27)	55	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	556	981	500	300	200	营业利润	345	432	(87)	488	586
应付款项	393	372	351	394	469	营业外净收支	10	(0)	5	5	3
其他流动负债	744	812	718	803	973	<b>利润总额</b>	<b>355</b>	<b>431</b>	<b>(82)</b>	<b>493</b>	<b>590</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1693</b>	<b>2165</b>	<b>1570</b>	<b>1496</b>	<b>1642</b>	所得税费用	78	82	(16)	94	112
长期借款及应付债券	100	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	(1)	0	(1)	(1)
其他长期负债	68	62	62	62	62	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>278</b>	<b>350</b>	<b>(67)</b>	<b>400</b>	<b>478</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>168</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1861</b>	<b>2227</b>	<b>1632</b>	<b>1559</b>	<b>1704</b>	净利润	278	350	(67)	400	478
少数股东权益	3	22	22	21	20	资产减值准备	30	(58)	5	1	1
股东权益	2819	3167	3101	3421	3804	折旧摊销	84	99	147	156	161
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4684</b>	<b>5416</b>	<b>4755</b>	<b>5001</b>	<b>5528</b>	公允价值变动损失	(1)	1	338	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(19)	(17)	17	2	(7)
每股收益	0.73	0.91	(0.17)	1.04	1.25	营运资本变动	(54)	(68)	36	(75)	(23)
每股红利	0.13	0.17	0.00	0.21	0.25	其它	(31)	58	(5)	(2)	(2)
每股净资产	7.41	8.27	8.09	8.93	9.93	<b>经营活动现金流</b>	<b>307</b>	<b>381</b>	<b>455</b>	<b>481</b>	<b>615</b>
ROIC	9%	8%	7%	17%	20%	资本开支	0	(220)	(100)	(80)	(80)
ROE	10%	11%	-2%	12%	13%	其它投资现金流	100	(100)	0	0	0
毛利率	17%	19%	17%	21%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>93</b>	<b>(320)</b>	<b>(103)</b>	<b>(83)</b>	<b>(82)</b>
EBIT Margin	11%	12%	9%	14%	15%	权益性融资	3	35	0	0	0
EBITDA Margin	13%	15%	15%	19%	19%	负债净变化	80	(100)	0	0	0
收入增长	35%	-6%	-9%	21%	16%	支付股利、利息	(51)	(66)	0	(80)	(96)
净利润增长率	13%	26%	—	-700%	20%	其它融资现金流	(24)	627	(481)	(200)	(100)
资产负债率	40%	42%	35%	32%	31%	<b>融资活动现金流</b>	<b>37</b>	<b>328</b>	<b>(481)</b>	<b>(280)</b>	<b>(196)</b>
息率	1.1%	1.5%	0.0%	1.8%	2.2%	<b>现金净变动</b>	<b>437</b>	<b>390</b>	<b>(129)</b>	<b>117</b>	<b>338</b>
P/E	15.8	12.7	(66.4)	11.1	9.3	货币资金的期初余额	846	1283	1673	1544	1661
P/B	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2	货币资金的期末余额	1283	1673	1544	1661	1999
EV/EBITDA	14.6	14.7	14.9	9.4	8.4	企业自由现金流	0	97	294	392	521
						权益自由现金流	0	623	(201)	190	426

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032