

优秀的非标压力容器制造商

建议询价区间:

24.00 - 25.90 元

上市首日定价区间:

27.90 - 29.90 元

报告日期: 2011-02-25

报告关键点:

- 📖 公司是国内非标准压力容器制造业的领先企业。
- 📖 预计未来三年中国非标压力容器行业将保持20%以上的增速。
- 📖 我们建议的询价价格为24-25.9元,对应的2011年动态市盈率大约为24-26倍。

报告摘要:

- 公司自成立以来,一直专注非标准压力容器的研发生产。公司是化工装备产品供应商,主营业务是石油化工、煤化工、化工有色金属等领域压力容器、非标设备的设计、制造。自设立以来,公司主营业务未发生变化。公司自行设计制造的许多产品具备国际领先水平。
- 近年来,中国非标压力容器行业发展较快,预计未来三年中国非标压力容器行业将保持20%以上的增速。石油化工、化工、有色金属行业对非标压力容器的市场需求将保持平稳较快增长。“十二五”期间我国将有630亿元的大型乙烯设备市场需求,行业发展前景看好。
- 从未来的增长点来看,公司的增长将主要来自:(1)我国加大对重型、大型化工装备制造能力的投入,实现产品结构的调整和升级,提升国内化工装备制造水平,促进我国重型非标化工装备制造的国产化,替代进口;(2)通过建设与之配套的沿江重件码头项目,解决大型化工装备运输瓶颈和难题,提升公司在国内外市场竞争的综合实力;(3)通过建设技术中心,提升公司的技术研发实力。(4)国内和国际市场对石化等压力容器的需求;(5)公司在营销方面采取积极的策略:充分发挥公司的技术和品牌优势,引进高素质的研发和技术人员,进一步提高产品的功能和性能。
- 我们预计2011、2012两年公司收入增长率为65.2%和17.2%,净利润分别增长45.8%和22%,2011年和2012年EPS分别为1.00和1.22元,未来三年净利润复合增长率24.34%。我们认为公司估值适用的2011年动态市盈率在28-30倍之间,按此计算预计上市合理价格在27.9-29.9元。建议的询价价格为24-25.9元,对应的2011年动态市盈率大约为24-26倍。
- 风险提示:我国的非标压力容器生产厂商众多,但是有资质、具有高压、超高压生产能力的厂商为数不多。激烈的市场竞争可能对本公司的经营构成不利影响。公司产品主要原材料为不锈钢板、不锈钢管、碳钢板、碳钢管、锻件等,价格波动有可能因此而影响本公司产品的生产成本,进而影响本公司的盈利能力。公司的所得税优惠政策存在一定的风险。

发行数据

总股本(万股)	14,191
发行数量(万股)	4,800
网下发行(万股)	960
网上发行(万股)	3,840
保荐机构	国信证券股份有限公司
发行日期	2011-03-02
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

陈玉忠	69.98%
国信弘盛投资有限公司	6.37%
苏州美林集团有限公司	4.48%
张家港市金茂创业投资有限公司	3.91%
苏州汾湖创业投资股份有限公司	3.33%
苏州国润创业投资发展有限公司	3.02%
成都共赢投资有限公司	2.05%
钱凤珠	1.56%
杭州恒祥投资有限公司	1.50%
上海磐石投资有限公司	1.06%

林晟

 0755-82558022
 执业证书编号

张仲杰

 021-68767839
 执业证书编号

行业分析师

 linsheng@essence.com.cn
 S1450511020006

高级行业分析师

 zhangzj@essence.com.cn
 S1450511020002

报告联系人
王舒婷

 021-68765993
 wangst@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	880.2	922.2	996.2	1,645.7	1,928.9
Growth(%)	48.9%	4.8%	8.0%	65.2%	17.2%
净利润	96.8	120.3	130.0	189.5	231.3
Growth(%)	130.1%	24.3%	8.1%	45.8%	22.0%
毛利率(%)	23.3%	27.3%	27.0%	26.9%	26.8%
净利润率(%)	11.0%	13.0%	13.1%	11.5%	12.0%
每股收益(元)	0.68	0.85	0.92	1.00	1.22
每股净资产(元)	1.21	3.23	3.97	10.08	11.06
净资产收益率(%)	56.3%	26.2%	23.1%	9.9%	11.0%
ROIC(%)	117.2%	71.7%	25.9%	27.7%	17.5%

敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 公司简介

1.1. 公司主要从事非标压力容器设计制造

- 公司自成立以来，一直专注非标准压力容器的研发生产。公司是化工装备产品供应商，主营业务是石油化工、煤化工、化工有色金属等领域压力容器、非标设备的设计、制造。自设立以来，公司主营业务未发生变化。公司自行设计制造的许多产品具备国际领先水平。

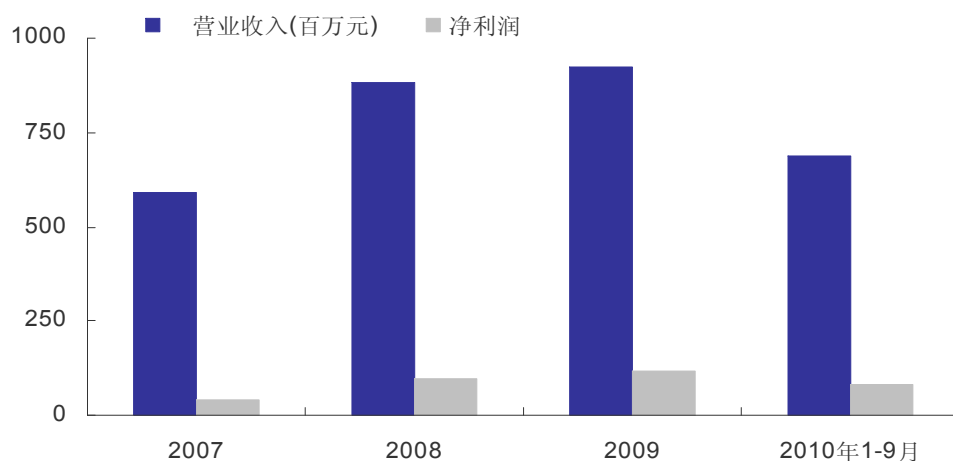
图 1 公司部分产品



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

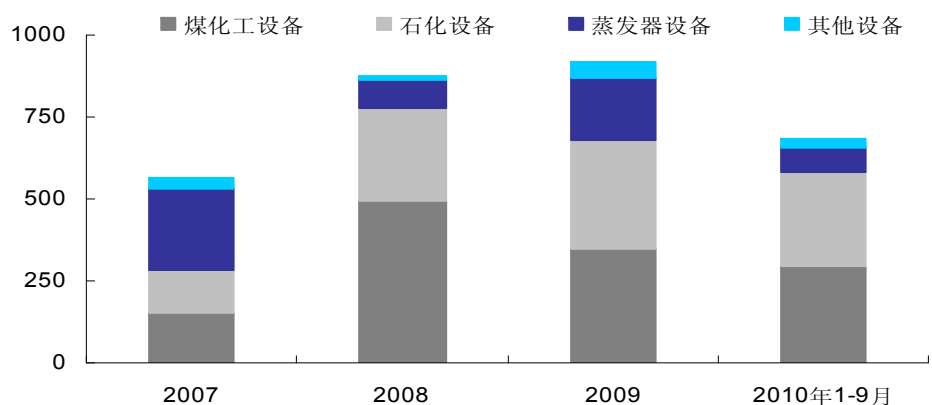
- 公司营业收入增长较快。2007-2009 年营业收入分别为 591.18、880.16 和 922.22 百万元，年复合增长率 24.90%，同期净利润分别为 42.06、96.79 和 120.32 百万元，年复合增长率 69.14%。2010 年 1-9 月营业收入为 687.77 百万元，净利润为 79.92 百万元。主营业务收入中，煤化工设备占比 43%，石化设备占比 42%，蒸发器设备占 11%，其他占 4%。

图 2 公司主营业务收入和净利润情况(单位: 百万元)



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 3 公司产品按行业分类(单位: 百万元)

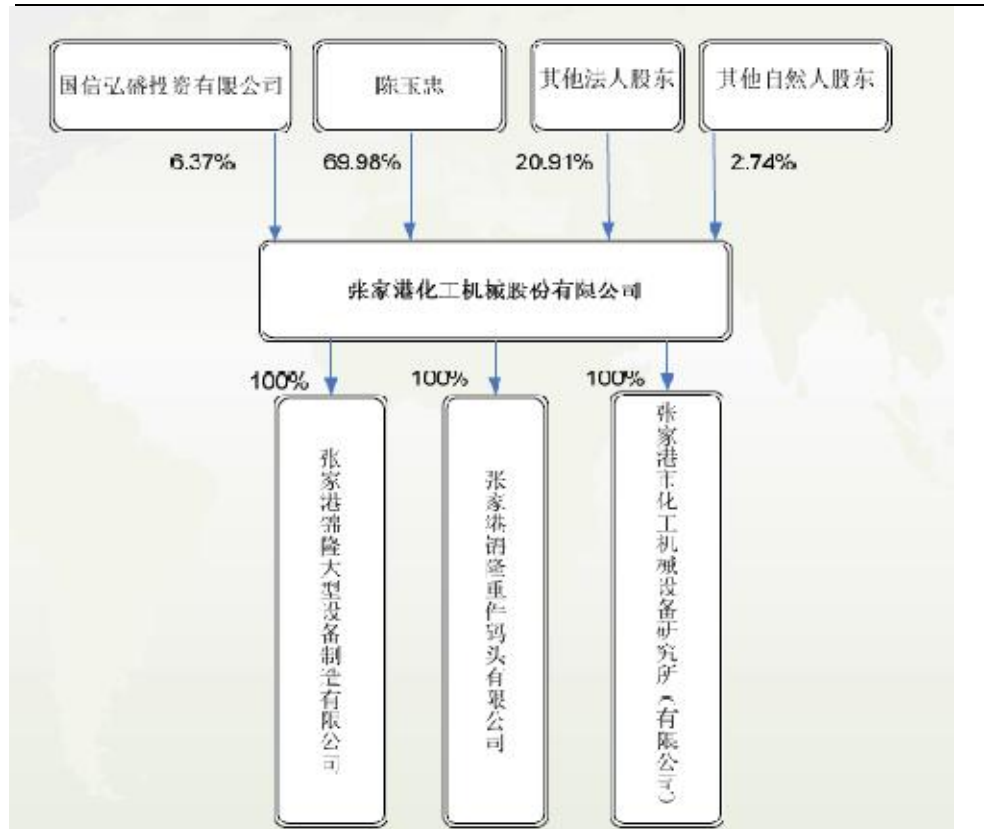


数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构

- 公司的前身系张家港市化工机械厂。2009年5月25日化机有限整体变更为股份有限公司, 注册资本12000万元。
- 公司控股股东及实际控制人为陈玉忠先生, 持有公司99,303,600股, 占发行前公司总股本的69.98%, 陈玉忠先生的配偶钱凤珠女士持有公司2,219,280股, 占发行前公司总股本的1.56%。陈玉忠先生现任公司董事长兼总经理, 江苏省石化装备行业协会副会长, 张家港市机械装备行业协会副会长, 金港镇人大代表。

图 4 公司发行前股权结构图



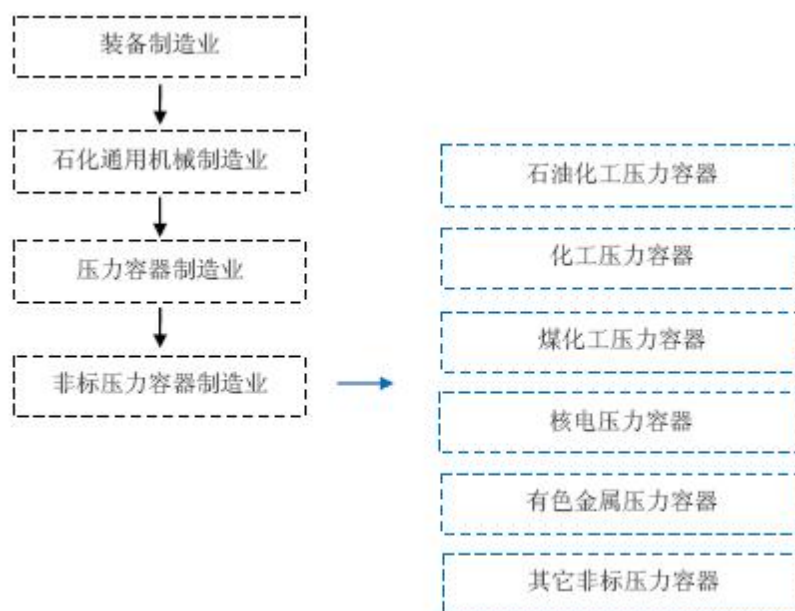
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 行业情况介绍

2.1. 非标压力容器制造业介绍

- 公司产品属于装备制造业中，压力容器制造业下属的非标压力容器制造业。
- 2009年5月18日国务院公布的《石化产业调整与振兴规划（2009—2011）》，明确提出本规划的目标是到2011年，产业结构趋于合理，发展方式明显转变，综合实力显著提高。在长三角、珠三角、环渤海地区产业集聚度进一步提高，建成3-4个2000万吨级炼油、200万吨级乙烯生产基地；抓紧实施重大项目，在“十一五”规划内在建的6套炼油、8套乙烯装置重大项目，力争2011年全部建成投产。在现有基础上，通过实施上述项目，形成20个千万吨级炼油基地、11个百万吨级乙烯基地。炼油和乙烯企业平均规模分别提高到600万吨和60万吨；淘汰工艺技术落后、产品质量差、安全隐患大、环境污染严重的落后产能。国家政策支持将促进公司业务的发展。

图 5 公司产品产业结构图



数据来源：安信证券研究中心

- 公司产品属于装备制造业中，压力容器制造业下属的非标压力容器制造业。
- 2009年5月18日国务院公布的《石化产业调整与振兴规划（2009—2011）》，明确提出本规划的目标是到2011年，产业结构趋于合理，发展方式明显转变，综合实力显著提高。在长三角、珠三角、环渤海地区产业集聚度进一步提高，建成3-4个2000万吨级炼油、200万吨级乙烯生产基地；抓紧实施重大项目，在“十一五”规划内在建的6套炼油、8套乙烯装置重大项目，力争2011年全部建成投产。在现有基础上，通过实施上述项目，形成20个千万吨级炼油基地、11个百万吨级乙烯基地。炼油和乙烯企业平均规模分别提高到600万吨和60万吨；淘汰工艺技术落后、产品质量差、安全隐患大、环境污染严重的落后产能。国家政策支持将促进公司业务的发展。
- 美国制定的压力容器标准目前在国际上被广泛认可和应用。美国ASME规范是针对美国和加拿大制定的锅炉压力容器标准，随着不断发展和积极推广已成为国际市场接受、应用最广泛的锅炉压力容器标准。截至2009年6月，全球持ASME证书的厂商共5722家、授权证书10071份，涉及国家和地区74个。近几年，国际上，特别是东南亚成为发展重点，截至2009年6月中国ASME持证厂商数390个，已超过加拿大（313）位列第二位。

表 1 全球前 20 位持 ASME 证书的国家或地区的厂商情况

序号	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
国家 (地区)	美国	中国	加拿大	韩国	意大利	德国	印度	墨西哥	日本	英国
厂商 数量(家)	2,993	390	313	269	212	198	138	115	77	7
证书 数量(个)	5,040	584	565	658	385	297	219	182	162	9
序号	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
国家 (地区)	阿联酋	法国	西班牙	印尼	马来 西亚	新加坡	中国 台湾	荷兰	沙特	泰国
厂商 数量(家)	70	69	52	52	43	39	39	38	36	3
证书 数量(个)	166	98	90	122	96	81	95	58	98	8

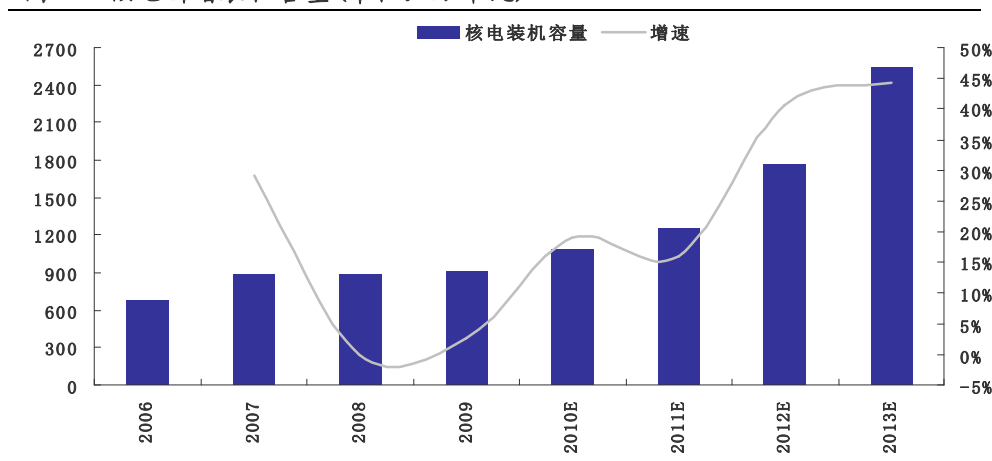
数据来源：安信证券研究中心

2.2. 压力容器行业前景较好

- 近年来，中国非标压力容器行业发展较快，2007年行业增速超过30%。受国际金融危机影响，2008年、2009年行业增速有所放缓。随着国民经济的回暖，预计未来三年中国非标压力容器行业将保持20%以上的增速。
- 2009年，在中国非标压力容器行业下游应用领域市场细分中，石油化工、化工两大下游行业约占一半左右的市场份额。在煤化工、食品制药、纺织、核电、有色金属、造纸等行业，非标压力容器的市场规模也较为可观。近年来，煤化工非标压力容器市场成长较快，但受国家政策影响，未来几年行业发展增速将有所放缓。核电领域非标压力容器市场则是近年来及未来一段时期内发展最快的应用领域，行业发展势头十分看好。石油化工、化工、有色金属行业对非标压力容器的市场需求将保持平稳较快增长。
- 根据国家统计局统计，2007年，中国金属压力容器行业实现利润总额11.6亿元，2009年，利润总额上升为22.8亿元。行业主营业务收入利润率则从2007年的4.7%提升到2009年的5.1%。针对国际金融危机的负面影响，国务院于2009年2月出台了《装备制造业调整和振兴规划》，作为装备制造业综合性应对措施的行动方案。《规划》指出：加快振兴装备制造业必须依托国家重点建设工程，大规模开展重大技术装备自主化工作；通过加大技术改造投入，增强企业自主创新能力，大幅度提高基础配套件和基础工艺水平。重型化工装备作为制造业的主要支柱产业之一，随我国石油化工、煤化工、化工行业和核工业的发展而发展。根据我国相关规划：石化行业将大力发展80万~100万吨规模的乙烯项目，“十一五”期间我国将有560亿元左右的大型乙烯设备市场需求。如此大规模的投资和化工装备的需求，对化工装备制造行业无疑是难得的机遇，新上项目和现有化工装备升级换代均需要大量装备。
- 《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》、《装备制造业调整和振兴规划》、《石化产业调整与振兴规划》明确了振兴装备制造业的重点是发展大型乙烯成套设备，提出要进一步提高重大石化装备国产化水平，通过实施重大项目，形成20个千万吨级炼油基地、11个百万吨级乙烯基地。而下游产业如石油化工、煤化工、化工、有色金属等行业的发展将为装备制造业的发展提供广阔的市场空间。
- 压力容器尤其是大型压力容器、特种材质压力容器是现代化工装置的核心设备，是国家鼓励自主生产的核心设备。随着石油化工、煤化工、化工、核工业等行业的快速发展以及有色金属、造纸等行业的上大压小、更新改造，我国的压力容器行业将有较大的成长空间。

- **加氢压力容器市场需求较大。**市场需求主要来自大型炼油项目的投资、现有炼油项目的扩产改造。目前，欧美国家的加氢产能的配置约占炼油产能的 60%，而中国的加氢产能约占炼油产能的 35%左右，与国际水平有较大差距，我们认为随着排放标准的逐步提高，高品质油品的需求将持续增长，中国的加氢产能在炼油产能的占比将接近国际水平，因此，重型加氢压力容器的需求在未来仍有很大空间。
- 按照国家化工产业发展规划，我国将大力发展 80 万~100 万吨规模的乙烯项目，到 2010 年需新增 80 万~100 万吨级乙烯成套装置约 8 套，到 2020 年需再新增成套装置约 9 套，另外还有部分扩建改造现有装置，预计到 2020 年乙烯需求量将达 3700 万~4100 万吨，而生产能力 2300 万吨，只能满足需求的 60%。产能的提升不能满足需要，一个关键的原因在于我国缺乏大型的乙烯成套设备。据经验数据估算，石化和化工项目设备投资占工程总投资的 30%左右，按未来 10 年内再增加 17 套大型乙烯设备来计算，这一市场在此期间的需求将达到 1190 亿元左右。其中，“十一五”期间我国将有 560 亿元左右的大型乙烯设备市场需求，“十二五”期间将有 630 亿元的市场需求，行业发展前景看好。
- **核电发展对压力容器的需求：**
- 根据我们的统计，2009 年我国核电装机容量仅占电力装机容量的 1%左右，远远低于 16%的世界平均水平。我国规划 2020 年核电在发电总量重占比达到 5%。据预测，完成这一指标保守估计届时核电装机容量至少达到 7000-8000 万千瓦。我们估计，未来我国核电装机容量将超过国家规划。2011 年后平均每年需新增核电机组 6-7 台或以上，保持较高的增长率。每套百万千瓦核电机组至少需要 1 台反应堆压力容器，每年需要反应堆压力容器 6-7 个。

图 6 核电新增装机容量(单位: 万千瓦)



数据来源：安信证券研究中心

2.3. 行业竞争格局

- **国际竞争格局：**美国、日本装备制造业在国际上一直处于领先水平。日本是国际公认的非标压力容器制造强国，以日本制钢所、石川岛播磨、神户制钢所、三菱重工、森松等知名企业为代表。
- 意大利是欧洲最大的非标压力容器生产国，企业数量众多，大部分为中小企业，在国际市场上具有较强竞争实力、规模较大的企业有Belleli、Breda、Dalmine等。韩国和印度是20世纪80年代以来逐步兴起的非标压力容器生产国。韩国知名的非标压力容器生产厂商有斗山重工、NK等。印度巨大的国内市场带动了以拿丁集团为代表的具有工程总承包能力的企业的发展，使其逐步成为非标压力容器生产大国。美国、德国、法国虽然非标压力容器生产规模不大，但其在全球非标压力容器市场上仍然具有较强的影响力。
- 中国是世界上最大的非标压力容器生产国。无论是在企业数量、产品产量还是在产值规模上，中国均位居世界第一。但是，中国非标压力容器行业大而不强，

尚未完全掌握大型高端非标压力容器的核心设计技术，产品质量与日本、意大利等国相比还有一定的差距，目前还较难进入沙特阿拉伯、阿联酋、欧盟、美国等高端市场。

表2 国内外主要生产商产能表

序号	国家/地区	主要企业
1	中国	中国一重、中国二重、兰石集团、大连金重、南化机、张化机、锦西化机、哈锅、抚顺机械、西安核设备厂、蓝科高新
2	日本	日本制钢所 (JSW)、石川岛播磨 (IHI)、神户制钢所 (KOBELCO)、三菱重工 (MHI)、日立造船、森松工业株式会社
3	意大利	Belleli、Breda、
4	韩国	斗山重工、NK
5	印度	拿丁集团 (Larsen & Toubro Limited, 简称L&T)

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 中国非标压力容器市场主要企业有中国一重、兰石集团、南化机、锦西化机、大连金重等老牌国有企业。近年来，以上海森松为代表的外资企业、以张化机为代表的民营企业异军突起，在激烈的市场中脱颖而出。

表3 2009年中国非标压力容器市场主要企业市场份额

序号	企业名称	销售收入(亿元)	市场份额
1	中国第一重型机械集团公司	23.4	5.40%
2	森松集团(中国)有限公司	17.6	4.10%
3	兰州兰石集团有限公司	16	3.70%
4	张家港化工机械股份有限公司	9.2	2.10%
5	中航黎明锦西化工机械(集团)有限责任公司	9	2.10%
6	大连金州重型机器有限公司	8.7	2.00%
7	中国石化集团南京化学工业有限公司化工机械厂	8	1.90%
8	中核集团西安核设备制造厂	6.8	1.60%
9	抚顺市机械设备制造有限公司	6.2	1.40%
10	南京宝色股份公司	6	1.40%

数据来源：安信证券研究中心

3. 公司竞争优势

- **技术水平突出：**公司为大唐国际在内蒙古多伦项目承制的煤化工特大型设备C3分离塔是亚洲吊装难度最大的塔器；公司研发的蒸发器，改变了氧化铝蒸发器设备长期只能依靠国外进口的被动局面；公司生产的管式降膜蒸发器，产品质量达到国际水准，获得了部级科技成果奖；公司承担的广西田东锦盛化工有限公司20万吨/年32%-50%离子膜烧碱浓缩蒸发站总包项目，打破了长期以来国外公司对该领域的垄断格局，填补了国内20万吨/年32%-50%离子膜烧碱浓缩蒸发站的技术空白，达到了节能减排的效果。
- **行业地位突出，高端产品优势突出：**截至2009年的数据统计，公司在国内非标压力容器设备制造方面在国内同行业中处于前列。产品质量在业内享有较高的知名度，为国内为数不多能承接国家重大项目、拥有核心技术、能制造关键设

备的专业制造企业。公司设计制造的多项产品具备国际领先水平，公司同时积极参与西气东输配套项目等大型化工装备产品，长期的信誉和质量在业界和客户中树立了良好的企业品牌形象。

- **规模和制造能力优势：**公司经过多年的经营实践，积累了强大的生产制造能力：（1）公司一直注重技术人员的培养和引进，现有高级工程师16名、高级技师2名、工程师35名、技师3名、压力容器持证焊工286名；（2）公司拥有丰富的09MnNiDR、Cr-Mo钢、SA387C111/22，SAF2205/2507 双相不锈钢、Monel合金、Incoloy800HT合金、Inconel合金和钛、钽、镍、锆等贵金属以及上述材料之间复合钢板的焊接理论和实践经验，保证了公司的加工能力；（3）公司具备多层次工艺设计能力；（4）公司具有多项工艺技术储备；（5）公司已建有七座大型容器生产车间，设备齐全，加工机械精良。目前，公司是国内为数不多的可以制造不同材质的黑色金属、不锈钢、特种有色金属材料设备的综合性装备制造供应商。
- **品牌优势：**长期以来，公司服务、培育了一批集团大客户，如中国神华、大唐国际、中石油、中石化、鲁能集团、永煤集团、中国铝业等，为客户提供了大量的优质合格产品，如为永煤集团承制的具有自主知识产权的气化炉；参与西气东输配套项目的大型化工装备产品等等；
- **研发优势：**公司具备较强的研发能力。2008年10月，公司获得由江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、江苏省国家税务局及江苏省地方税务局联合颁发的“高新技术企业”证书。公司与北京航天科技集团、南京工业大学、河海大学、东华工程公司等国内知名科研院所、高校、工程咨询机构建立了长期的技术合作，公司已获授12项专利技术、有14项专利技术已经受理，有12项储备技术。

4. 公司未来增长点

- 从未来的增长点来看，公司的增长将主要来自：（1）国加大对重型、大型化工装备制造能力的投入，实现产品结构的调整和升级，提升国内化工装备制造水平，促进我国重型非标化工装备制造的国产化，替代进口；（2）通过建设与之配套的沿江重件码头项目，解决大型化工装备运输瓶颈和难题，提升公司在国内外市场竞争的综合实力；（3）通过建设技术中心，提升公司的技术研发实力。（4）国内和国际市场对石化等压力容器的需求；（5）公司在营销方面采取积极的策略：充分发挥公司的技术和品牌优势，引进高素质的研发和技术人员，进一步提高产品的功能和性能。错位竞争，以公司的优势产品与竞争对手不同的目标市场定位参与竞争，进一步扩大市场份额和市场占有率。
- 6万吨中型非标化工装备制造项目：项目建设期为2年。项目投产后，将新增年产6万吨重型非标化工装备的能力。重件及件杂货码头工程项目将提高码头的利用率。技术中心建设项目的目标是建立国内全面且具实力的化工机械类产品技术研发中心。利用自己的核心技术优势和工艺装备优势，定位于大型化工机械、压力容器、新能源设备等产品领域，优先选择节能降耗产品，提高安全与可靠性、国家急需的关键技术，优先选择智能自动控制、远程、电脑遥控技术，优先选择可替代进口、节能减排、可大幅降低用户购置成本的技术与产品。

表 4 此次募集资金项目情况(单位: 万元)

序号	募集资金投资项目	项目投资总额	计划募集资金使用量
1	6万吨重型非标化工装备制造项目	116008.80	43000.00
2	苏州港张家港港区重件及件杂货码头工程项目	34335.74	30000.00
3	技术中心建设项目	5110.10	5000.00
合计		155454.64	78000.00

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

5. 财务分析

5.1. 主营业务收入

- 公司的主营业务为蒸发器、煤化工设备、石油化工设备及其他设备。各类产品的收入分析如下：
- 蒸发器设备：2007年，公司的蒸发器设备收入达到25395.14万元，占公司主营业务收入的44.84%，主要是因为公司研发的蒸发器，改变了氧化铝蒸发器设备长期只能依靠国外进口的被动局面，效益良好。2008年，受到国际金融危机和电解铝行业产能过剩的影响，氧化铝行业陷入发展低谷，因此，蒸发器设备收入出现较大下滑。2009年，受到国家4万亿经济刺激政策的拉动和国际金融危机的逐步缓解，公司的蒸发器设备也走出低谷，实现了19154.04万元的收入，较2008年增长了113.66%。2010年1-9月，公司的蒸发器设备收入为7820.76万元，占主营业务收入的11.45%。蒸发器设备收入下降较多，主要是因为按合同约定在2010年8-9月份交货的内蒙古大唐国际鄂尔多斯硅铝科技有限公司的8826.30万元的蒸发器设备由于对方图纸设计问题而延期执行。
- 煤化工设备：2007年，公司实现煤化工设备收入15369.23万元，2008年，公司成为内蒙古大唐国际锡林郭勒盟煤化工项目的重要设备供应商，由于该项目是国家重点支持的煤化工项目，投资金额巨大，公司承接了该项目中的核心设备如C3分离塔，PP第一、第二反应器，MTP反应器，DME反应器等，还承接了所有的超大型设备如预精馏塔、精馏塔、热再生塔、急冷塔等的制作。因此，2008年，公司的煤化工设备收入达到49,259.18万元，占公司主营业务收入的56.45%。进入2008年下半年，随着国际石油价格的大幅下跌，国内煤化工产业在快速发展的同时，也出现了令人担忧的问题，如一些地方不顾资源、生态、环境等方面的承载能力，盲目规划、竞相建设煤化工项目，导致传统煤化工产品产能严重过剩。公司针对上述情况，积极进行产品结构的优化，2009年，公司的煤化工设备收入为34942.44万元，仅占公司主营业务收入的38.15%。2010年1-9月，公司的煤化工设备收入为29102.78万元，占主营业务收入的42.61%。截至2010年9月30日，公司已签订的交货日期在2010年以内的煤化工设备方面的合同金额达到了5.12亿元，占公司已签订的交货日期在2010年以内的合同总金额的35.40%。
- 石油化工设备：近三年来，公司石油化工设备的销售收入稳定增长，2007年，石油化工设备实现12664.95万元，占主营业务收入的22.36%，2008年，实现28227.33万元，占主营业务收入的32.35%，2009年，实现32757.56万元，占主营业务收入的35.76%。2010年1-9月，石油化工设备实现28965.07万元，占主营业务收入的42.41%。
- 其它设备：其它设备主要是特容设备、军工设备和低温设备，由于公司产品结构调整，自2008年以来，低温设备已经停产。2009年，其它设备营业收入4745.52万元，其中中国船舶工业集团公司的军工设备实现收入2349.30万元，其余为特容设备。2010年1-9月，公司其它设备实现收入2412.15万元。

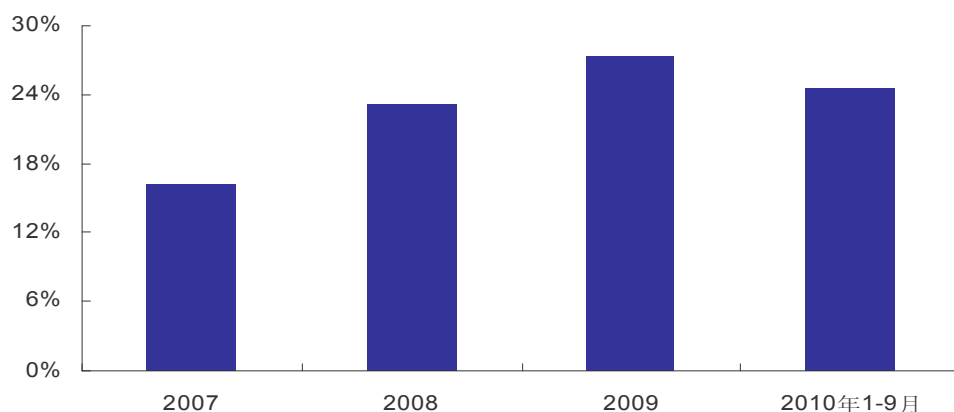
5.2. 公司毛利率分析

- 2010年1-9月、2009年度、2008年度和2007年度，公司主营业务毛利率分别为24.21%、26.94%、22.73%、和16.21%。其中，2007年度、2008年度和2009年度，公司主营业务毛利率稳中有升，其中的原因主要由于（1）近三年来公司生产规模不断扩大，承接的订单越来越大，规模效益明显，单位固定成本降低。（2）随着公司生产能力的不断提高和市场品牌的持续提升，公司提供的产品附加值越来越高。（3）公司实力的不断增强，与下游客户建立了长期稳定的合作关系，在上游供应商中也树立了良好的品牌形象，对各方的议价能力均得到增强，针对材料主体采购合同即进行价格锁定式预订，可以较为有效地规避原材料价格波动的风险。2010年1-9月，公司主营业务毛利率较2009年度下降2.73个百分点，

主要原因是前三季度完成的石油化工设备和蒸发器设备的毛利率较2009年度下降较多，由此导致公司主营业务毛利率出现下降。但是，2010年1-9月公司主营业务毛利率基本与2009年1-9月持平，2009年1-9月公司主营业务毛利率为24.19%。

- 2010年1-9月，公司主营业务毛利率较2009年度下降2.73个百分点，主要是石油化工设备和蒸发器设备产品毛利率的下降；2009年度，公司主营业务毛利率较2008年度上升4.21个百分点，主要是各类产品特别是煤化工和石油化工设备产品毛利率的上升；2008年度，公司主营业务毛利率较2007年度上升6.52个百分点，主要是各类产品特别是蒸发器、煤化工和石油化工设备产品毛利率的上升，产品结构变化对主营业务毛利率的影响不大。

图7 公司毛利率情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 总体看，公司盈利能力较强，主营业务收入快速增长，公司整体财务情况良好。

6. 主要风险点

- 我国的非标压力容器生产厂商众多，但是有资质、具有高压、超高压生产能力的厂商为数不多。尽管本公司在国内同行业民营企业中处于行业前列，但激烈的市场竞争可能对本公司的经营构成不利影响。
- 公司产品主要原材料为不锈钢板、不锈钢管、碳钢板、碳钢管、锻件等，这些原材料的价格受到各自生产成本、市场需求、国际金属价格及市场短期投机因素的影响，价格会发生波动，并有可能因此而影响本公司产品的生产成本，进而影响本公司的盈利能力。
- 公司于2008年10月21日享受15%税率的所得税优惠政策，但该“高新技术企业”优惠政策在有效期满后，需要重新申报认定，如重新申报未获认定，或因为国家修改该所得税优惠政策而发生变更，公司的所得税优惠政策存在一定的风险。

7. 盈利预测与估值

- 我们预计2011、2012两年公司收入增长率为65.2%和17.2%，净利润分别增长45.8%和22%，2011年和2012年EPS分别为1.00和1.22元，未来三年净利润复合增长率24.34%。
- 我们选取上市公司中与压力容器产品相关的（如下表所示），按2月22日的价格计算，其2011年的动态市盈率平均接近35倍。公司未来增长有保障，行业前景好，我们认为公司估值适用的2011年动态市盈率在28-30倍之间，按此计算预计上市合理价格在27.9-29.9元。建议的询价价格为24-25.9元，对应的2011年动态市盈率大约为24-26倍。

表 5 可比公司估值表

代码	名称	股价	毛利率	净利率	PE 10E	PE 11E	PS	PB
601106	中国一重	7.19	30.79%	12.94%	39.06	26.43	5.14	10.60
601268	二重重装	14.62	18.48%	5.03%	67.27	40.87	3.67	4.40
300092	科新机电	29.98	31.50%	20.22%	64.59	51.35	14.92	19.40
002255	海陆重工	38.28	23.91%	12.89%	34.39	26.76	5.05	4.71
002534	杭锅股份	28.80	23.71%	11.33%	28.00	33.43	4.06	12.86
600475	华光股份	23.91	17.63%	5.25%	29.00	30.20	2.37	6.08

数据来源: WIND, 安信证券研究中心(收盘价为 2 月 23 日)

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-2-23		
						财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利润表						2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	880.2	922.2	996.2	1,645.7	1,928.9	成长性					
减: 营业成本	675.5	670.1	726.8	1,203.6	1,411.6	营业收入增长率	48.9%	4.8%	8.0%	65.2%	17.2%
营业税费	1.8	7.0	7.5	12.3	14.5	营业利润增长率	150.6%	10.7%	4.5%	81.7%	22.2%
销售费用	14.5	17.7	24.9	39.5	46.3	净利润增长率	130.1%	24.3%	8.1%	45.8%	22.0%
管理费用	37.8	49.8	59.8	95.5	111.9	EBITDA 增长率	117.4%	15.7%	19.4%	79.9%	19.4%
财务费用	20.0	26.5	34.3	39.1	33.3	EBIT 增长率	127.8%	13.9%	8.7%	68.2%	17.2%
资产减值损失	11.4	19.1	5.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	110.1%	25.8%	8.4%	37.5%	17.1%
加: 公允价值变动收益	-0.0	0.0	-	-	-	投资资本增长率	105.7%	200.4%	28.2%	85.5%	9.3%
投资和汇兑收益	-	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	128.6%	166.8%	22.7%	240.0%	9.7%
营业利润	119.2	132.0	138.0	250.7	306.4	利润率					
加: 营业外净收支	-2.3	12.7	15.0	2.0	2.0	毛利率	23.3%	27.3%	27.0%	26.9%	26.8%
利润总额	116.9	144.7	153.0	252.7	308.4	营业利润率	13.5%	14.3%	13.8%	15.2%	15.9%
减: 所得税	20.1	24.4	22.9	63.2	77.1	净利润率	11.0%	13.0%	13.1%	11.5%	12.0%
净利润	96.8	120.3	130.0	189.5	231.3	EBITDA/营业收入	17.7%	19.6%	21.6%	23.5%	24.0%
资产负债表						2008	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	255.9	654.6	671.4	1,404.6	1,480.5	运营效率					
交易性金融资产	0.1	-	-	-	-	固定资产周转天数	76	100	146	201	273
应收帐款	200.0	364.7	283.8	468.9	549.6	流动营业资本周转天数	-22	10	36	40	48
应收票据	12.7	83.4	95.5	157.8	185.0	流动资产周转天数	355	552	624	521	602
预付帐款	160.6	152.5	167.0	191.1	219.3	应收帐款周转天数	57	101	113	79	91
存货	458.8	484.0	497.8	824.4	966.8	存货周转天数	142	184	177	145	167
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	-	0.0	总资产周转天数	439	705	854	766	908
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	62	160	254	246	286
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	56.3%	26.2%	23.1%	9.9%	11.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	5.3%	5.3%	4.2%	4.5%
固定资产	229.3	282.5	524.9	1,312.6	1,609.0	ROIC	117.2%	71.7%	25.9%	27.7%	17.5%
在建工程	5.5	57.5	34.5	20.7	12.4	费用率					
无形资产	16.3	184.7	172.5	161.1	150.4	销售费用率	1.6%	1.9%	2.5%	2.4%	2.4%
其他非流动资产	3.3	6.6	6.0	6.0	6.0	管理费用率	4.3%	5.4%	6.0%	5.8%	5.8%
资产总额	1,342.4	2,270.5	2,453.5	4,547.3	5,179.1	财务费用率	2.3%	2.9%	3.4%	2.4%	1.7%
短期债务	288.9	461.1	458.0	452.2	446.1	三费/营业收入	8.2%	10.2%	11.9%	10.6%	9.9%
应付帐款	181.8	235.6	238.9	395.7	464.1	偿债能力					
应付票据	129.0	246.6	238.9	395.7	464.1	资产负债率	87.2%	79.8%	77.1%	57.9%	59.5%
其他流动负债	570.6	500.1	603.0	768.5	962.4	负债权益比	680.3%	394.6%	335.7%	137.5%	146.7%
长期借款	-	350.0	360.0	370.0	380.0	流动比率	0.93	1.20	1.16	1.56	1.49
其他非流动负债	-	18.0	47.6	307.4	420.7	速动比率	0.54	0.87	0.82	1.14	1.07
负债总额	1,170.4	1,811.4	1,890.4	2,632.6	3,079.4	利息保障倍数	6.97	5.97	5.02	7.41	10.20
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	51.6	141.9	141.9	189.9	189.9	DPS(元)	-	-	0.18	0.20	0.24
留存收益	120.5	317.1	421.2	1,724.8	1,909.8	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	172.0	459.1	563.1	1,914.7	2,099.7	股息收益率					
现金流量表						2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	96.8	120.3	130.0	189.5	231.3	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	16.9	23.9	43.0	97.6	122.7	EPS(元)	0.68	0.85	0.92	1.00	1.22
资产减值准备	11.4	19.1	5.0	5.0	5.0	BVPS(元)	1.21	3.23	3.97	10.08	11.06
公允价值变动损失	0.0	-0.0	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	16.3	22.5	30.0	34.3	39.1	PB(X)	-	-	-	-	-
投资收益	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	P/FCF	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
营运资金的变动	49.4	-187.0	169.0	140.9	165.4	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
经营活动产生现金流量	155.4	-39.1	381.4	472.1	557.7	CAGR(%)	25.1%	24.3%	29.0%	-75.3%	-100.0%
投资活动产生现金流量	-219.0	-291.8	-250.1	-860.1	-400.1	PEG	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	138.2	622.4	-53.4	1,127.2	-75.6	ROIC/WACC	25.3	15.5	5.6	6.0	3.8
						REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006年加盟安信证券研究中心。所在小组曾获第一届中国证券分析师金牛奖第五名，并入围第四届卖方分析师水晶球奖。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获2008年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9年机械行业工作经验，10年证券从业经历，2009年8月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

林晟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034