

森松国际(02155)

国际化、模块化特种装备制造制造商

——森松国际深度报告

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：联系人：毛雅婷
✉️：maoyating@stocke.com.cn

报告导读

我们认为，公司是具有国际竞争力的特种装备制造制造商，在生物医药、新能源等领域资本开支加速背景下，结合公司在高端装备、工艺设计、模块化生产所积累的基础，2021-2023年收入端有望维持较快速增长。

投资要点

□ 从国际竞争力装备制造制造商，向模块化、系统化解决方案供应商前进

公司是压力容器设备龙头（注：压力容器指承载一定压力的密闭设备，广泛应用于化工、油气开采、制药等领域，包括塔器、反应器等），根据公司招股说明书，以2019年销售额估算，公司是中国第四大压力设备制造商（市占率1.5%），2021H1收入构成中，制药板块占比近30%、化工占比46.7%、油气炼化占比9.8%，公司生物药装备、锂电材料、多晶硅等领域在手订单快速增长。相比于可比装备公司，公司海外收入占比最高、ROE最高、业务涉及行业最广，是具有国际竞争力的特种装备制造制造商。我们看好公司的业绩成长性，及公司基于模块化、系统化压力装备技术，向利润率更高、增长更快的业务领域拓展。

□ 压力装备板块：多行业布局，细分赛道强β

① 增长驱动：生物药建设加速+新技术应用扩容

需求端：生物药、新能源、新材料资本开支空间大。我们估算，假设单位投资成本在5000-10000元/升（包括上游培养、下游纯化及配套设施）、扩产约150万升时，对应75-150亿元增量空间；在部分工艺和案例中单位投资成本在3万元/升以上，我们预期下游生物药商业化/集采放量带来的相关投资增量可能更大。制药领域外，新版块（如光伏、新材料、锂电池等）短期高速资本开支同样贡献公司在手订单。

供给端：技术平台决定客户&产品的广度&粘性。我们认为，压力容器设计及制造的难点包括材料、焊接、安全性，公司研发经费投入的方向包括数字化技术、流场分析技术、材料应用、焊接技术等，具有一定的跨行业平台性。供给端技术优势的结果是客户服务粘性&广度，公司的主要客户包括万华化学、英力士、壳牌、BP、三星工程、合全生物、科思创、诺华、药明生物、沃森生物、宝洁及联合利华等，均是各个领域头部参与者，我们梳理了公司主要客户&订单的历史情况，发现较多客户重复采购核心设备，我们看好粘性、广泛服务下品牌效应带来公司毛利率逐步提升。

② 在手订单：2020H1同比增长50%+，结构看，化工、制药占比相对高（前者占比42.3%、后者占比26.7%），我们看好在手订单的交付带来的业绩弹性。

□ 模块化&数字化：潜在增长新增量

模块化化工厂：降本增效、建设加速，关注国内项目推广。2011年收购法玛度以

评级

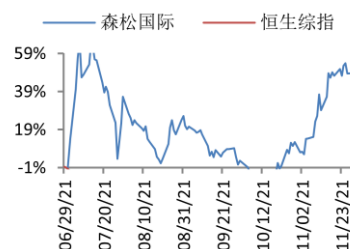
增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥13.20

单季度业绩

元/股

1H/2021 0.18



公司简介

公司是中国领先的压力设备制造商及综合压力设备解决方案供应商，提供传统压力设备、模块化压力设备及与压力设备相关的增值服务。

相关报告

来,公司强化了模块化工厂设计及建设的能力,公司2020年模块化压力设备收入占比44.5%,其中模块化工厂占总收入比例约6.3%,增值服务收入占比1.8%;从盈利能力看,模块化工厂和增值服务毛利率相对更高(45-55%)。根据经济参考报和金融界等媒体的报道,以喜康汉口GE KUBio模块化工厂为例(非森松建设,此处仅举例),相比于传统建设方式,工厂建设成本降低30%,总建厂过程仅18个月(传统建设时间约3年)。医药领域模块化工厂有较明显的降本增效优势,2021年9月公司交付的沃森mRNA工厂同样是典型案例,我们在盈利预测章节梳理了公司在医药和非医药项目中模块化工厂建设的案例,看好智能化、低成本、快周转的模块化工厂的推广前景,同时看好模块化服务收入占比提升后更平滑的业务模型和相对更强的盈利能力。

□ 盈利预测及估值

在可比公司选取上,我们从产品结构、发展阶段、战略发展方向等维度出发寻找公司,考虑到H股缺少可比公司,A股制药装备公司在产品结构、发展阶段、战略方向等维度和公司具有一定的可比性,且同时有市场盈利预测做参考,因此参考A股部分制药装备公司的估值水平;同时我们也考虑到,跨市场估值对比可能忽略了背后投资者结构、流动性等差异,估值结果仅供参考。整体上看,公司TTM估值低于可比公司平均,2021-2022年PE估值高于可比公司平均。我们认为,公司是国内压力容器装备龙头公司,在特种装备领域的技术能力达到国内外一流水平,多行业、多客户销售模式下业绩波动性可能更低,可以给予一定的估值溢价。

我们预计公司2021-2023年实现营业收入40.1亿元、52.1亿元、66.1亿元,同比增长35%、30%和27%;实现归母净利润3.1亿元、4.1亿元和5.5亿元,同比增长7%、33%和34%。对应EPS分别为0.3、0.4和0.53元/股,2021年11月29日收盘价对应2021年44倍PE、2022年33倍PE。我们认为,从增长持续性看,2021-2023年公司制药、动力电池材料、电子化学品等领域有望受益于下游加速增长的资本开支,收入端复合增速有望达到30%左右;从能力角度看,公司在多行业压力装备领域的客户基础、持续增长的在手订单从侧面验证了公司在工艺设计、高端制造、数据运维、模块化工厂领域的竞争优势,综合考虑公司充沛的在手订单、跨行业布局的产品基础,我们看好公司在2021-2023年的成长能力,首次覆盖给予“增持”评级。

□ 催化剂

战略合作客户项目新进展、大订单交付节奏超预期等。

□ 风险提示

订单交付周期性&波动性风险、市场竞争激烈导致的降价风险、国际贸易或税务纠纷风险、汇率波动性风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2980	4011	5210	6611
(+/-)	5%	35%	30%	27%
归母净利润	289	309	410	552
(+/-)	94%	7%	33%	34%
每股收益(元)	0.28	0.30	0.40	0.53
P/E	-	44.27	33.37	24.82

正文目录

1. 森松国际：国际化、模块化特种装备制造制造商	5
2. 压力装备板块：多行业布局，细分赛道强β	7
2.1. 盈利模型：非标定制+成本加成+脉冲式订单	7
2.2. 增长驱动：生物药建设加速+新技术应用扩容	7
2.2.1. 需求端：生物药、新能源、新材料资本开支空间大	7
2.2.2. 供给端：技术平台决定客户&产品的广度&粘性	9
2.3. 在手订单：2020H1 同比增长 50%+	10
3. 模块化&数字化：潜在增长新增量	12
4. 盈利预测与投资建议	13
4.1. 收入拆分与盈利预测	13
4.2. 相对估值	17
4.3. 投资建议	18
5. 风险提示	18

图表目录

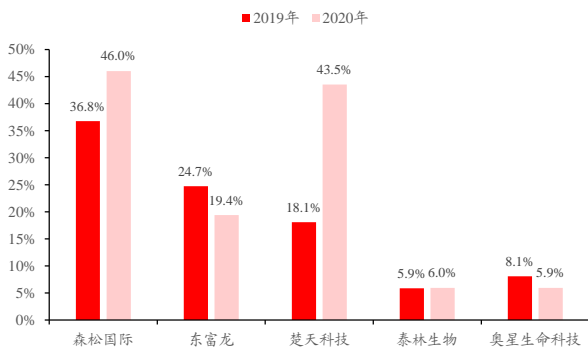
图 1：部分装备公司 2020 年国外收入占总收入比例	5
图 2：部分装备公司 2020 年盈利能力比较	5
图 3：2017-2020 年公司收入、同比增速及毛利率	5
图 4：2017-2023E 公司各业务板块收入占比	5
图 5：新能源车下游需求快速增长导致上游扩产	8
图 6：医药、石化资本开支情况	8
图 7：锂电池产业链主要上市公司资本开支/收入	9
图 8：锂电池产业链主要上市公司资本开支（百万元）	9
图 9：炼油、化工生产专用设备制造收入、利润、产量	9
图 10：冶金专用设备制造收入累计同比增速及利润率	9
图 11：公司在手订单金额及个数	11
图 12：公司存货、合同负债占比变化及收入同比增速	11
图 13：GE KUBio 模块化工厂发展历史（上图）及在基因细胞治疗领域应用举例（下）	12
图 14：Lonza 资本开支：大分子相关资本开支增速快	13
图 15：药明生物产能扩张：预期 3 倍以上增幅	13
图 16：森松制药南通分公司 2020 年 3 月环评扩产计划	16
图 17：森松重工 2020 年 7 月环评扩产计划	16
图 18：2020 年公司制造费用构成	16
图 19：可比公司毛利率	16
表 1：公司主要业务板块概况及增长驱动	5

表 2: 以森松国际制药和矿业冶金板块为例看客户&订单的脉冲式特征	7
表 3: 部分生物药公司及 CDMO 公司产能及扩张计划	8
表 4: 公司预期研发投入主要方向	10
表 5: 公司制药相关项目进展	13
表 6: 公司动力电池原材料相关项目进展	14
表 7: 主要湿法冶金项目介绍	14
表 8: 公司化工/油气炼化/电子化学品相关项目进展	15
表 9: 森松国际主要收入拆分及预测	17
表 10: 可比公司估值情况	18
表附录: 三大报表预测值	19

1. 森松国际：国际化、模块化特种装备制造商

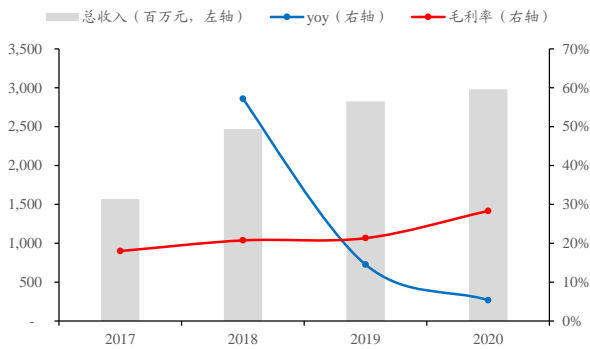
森松国际：从国际竞争力装备制造商，向模块化、系统化解决方案供应商前进。公司是压力容器设备龙头（注：压力容器指承载一定压力的密闭设备，广泛应用于化工、油气开采、制药等领域，包括塔器、反应器等），根据公司招股说明书，以 2019 年销售额估算，公司是中国第四大压力容器设备制造商（市占率 1.5%）。相比于可比装备公司，公司海外收入占比最高、ROE 最高、业务涉及行业最广，是具有国际竞争力的特种装备制造商。我们认为，公司相对较高的 ROE，部分来自于权益乘数（我们认为源于公司自上市时间相对较短），部分来自于较高的资产周转率，后者可能代表公司更高的运营效率、更好的产品&产能匹配度。我们看好公司的业绩成长性，及公司基于模块化、系统化压力装备技术，向利润率更高、增长更快的业务领域拓展。

图 1：部分装备公司 2020 年国外收入占总收入比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：2017-2020 年公司收入、同比增速及毛利率

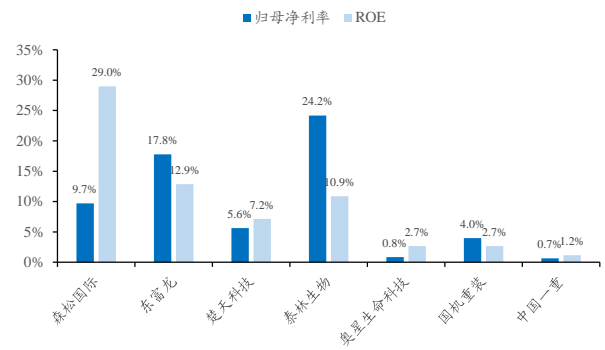


资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：公司主要业务板块概况及增长驱动

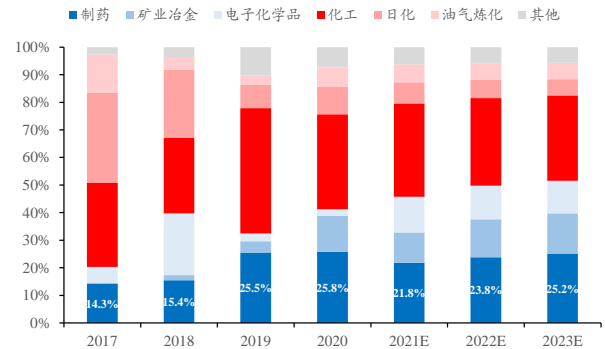
业务板块	2021H1 收入占比	2021H1 收入 yoy	2020 年 毛利率	2021H1 新签订 2021 全年预计 2020 年于行业			驱动业绩增长的主要领域资本开支
				单总额 (百万元)	新接单金额 (百万元)	固定资产投资额 (亿元)	
制药	29.8%	21.9%	25.8%	911	1,485	8,665	单抗、疫苗、胰岛素等生物反应器、配液系统等
动力电池原材料	1.7%	-77.1%	31.2%	256	400		锂电池相关材料（前驱体、电解液等）等
电子化学品	4.8%	391.5%	25.2%	24			光伏（多晶硅等）、电子级氨水及电子级氯化铵等
化工	46.7%	60.7%	34.4%	1,440		15,172	可降解塑料、高性能材

图 2：部分装备公司 2020 年盈利能力比较



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：2017-2023E 公司各业务板块收入占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

日化	3.5%	-15.2%	33.2%	料、造纸、PTA 项目等 化妆品等
油气炼化	9.8%	121.6%	22.8%	2,328 FPSO(浮式生产储卸平 台)、石油炼化平台等
公司整体		28.5%	28.3%	3,407

资料来源：公司公告，公司公众号，Wind，国家统计局，浙商证券研究所

2. 压力装备板块：多行业布局，细分赛道强β

2.1. 盈利模型：非标定制+成本加成+脉冲式订单

怎样评估装备公司的业绩成长性&持续性？我们认为，装备销售的商业模式本质上是非标定制、成本加成，大型装备下游需求存在较长的建设周期，即使为战略合作的粘性客户，采购可能也是脉冲式的，从交付（一般在12个月以内）到收入全部确认，一般需要1-2年。从这个角度出发，我们认为判断装备公司业绩持续增长的关键是下游资本开支周期（需求端，决定增长基本盘）、技术壁垒（供给端，决定客户&项目分散程度）。

表 2：以森松国际制药和矿业冶金板块为例看客户&订单的脉冲式特征

按应用领域划分（百万元）	2017	2018	2019	2020
制药板块收入	225	381	721	769
招股书提及重要项目				
某两个疫苗项目	12			
某港股上市公司生物制药模块化厂房	1	50	179	17
生物制药模块化厂房				171
某公司生物制药下游系统			10	150
某国内未上市公司生物制药下游系统			108	69
总和	13	50	297	406
占比	5.8%	13.2%	41.2%	52.7%
矿业冶金（动力电池原材料等）	2	46	117	389
招股书提及重要项目				
哈萨克斯项目	2			
中国新客户印尼项目			100	31
某工程公司印尼冶金项目				116
某客户印尼反应器订单（华越）				112
总和			100	260
占比			85.4%	66.8%

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

2.2. 增长驱动：生物药建设加速+新技术应用扩容

2.2.1. 需求端：生物药、新能源、新材料资本开支空间大

①制药：生物药商业化初期，资本开支驱动。我们曾在2021年10月18日外发的行业报告《全球龙头系列报告之四：制药上游，替代升级》中估算了2020年国内生物药公司相关投资额（约750-800亿元，具体测算详见深度报告），同时我们估算2020年国内单抗类用药销售额约350-400亿元、疫苗销售额在500-550亿元，考虑到后续研发&上市管线，我们认为国内生物药商业化相关投资仍在建设早期；大规模商业化生产中不锈钢反应器相对一次性生物反应器而言，有一定的成本优势，因此我们预期新产能建设中不锈钢反应器系统也占据一定比例。我们梳理了部分生物药企业及CDMO公司的现有产能及扩产计划（注：统计并不完整，结果仅参考，以公司实际建设为主），同时根据各单抗项目环评估了单升单抗对应的投资成本，假设单位投资成本在5000-10000元/升（包括上游培养、下游纯化及配套设施）、扩产约150万升时，对应75-150亿元增量空间；在部分工艺和案例中单位投资成本在3万元/升以上，我们预期下游生物药商业化/集采放量带来的相关投资增量可能更大。

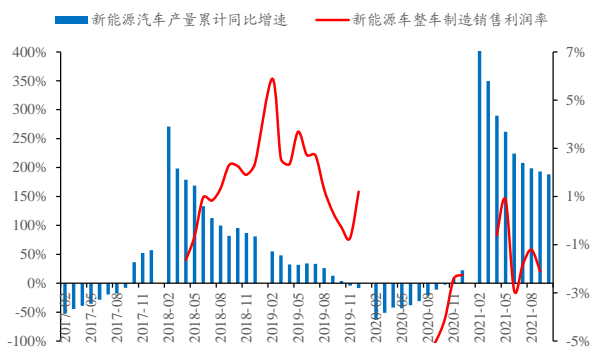
表 3: 部分生物药公司及 CDMO 公司产能及扩张计划

公司	已有产能	备注	扩产计划	备注
信达生物	24,000	6*3000 (不锈钢)+6*1000	36,000	12*3000
君实生物	33,000			
复宏汉霖	28,000	10*2000+4*2000	16,000	8*2000 (21 年上半年完工)
百济神州	24,500		40,000	21 年底完工
药明生物	54,000		376,000	9*4000 (21 年投产) +12*2000
百奥泰	8,500	2*3500 (不锈钢)+3*500	22,000	3*2000+4*4000 (不锈钢)
康宁杰瑞	4,000	2*2000	30,000	
乐普生物			12,000	2*6000
中国抗体	1,200		36,000	
荣昌生物	12,000		24,000	2021 年年底建成
康诺亚	1,600		16,000	8*2000
天境生物			38,000	(2*2000+1*2000) 21 年 底, 8*4000 (23 年)
康方生物	3,500		80,000	
基石药业			26,000	
鼎赛 (Vcell) 集团			120,000	
三生国健	38,000			
越海百奥药业			500,000	20 年末更新
总和	232,300		1,372,000	

资料来源: 各公司年报, 各公司官网, 浙商证券研究所

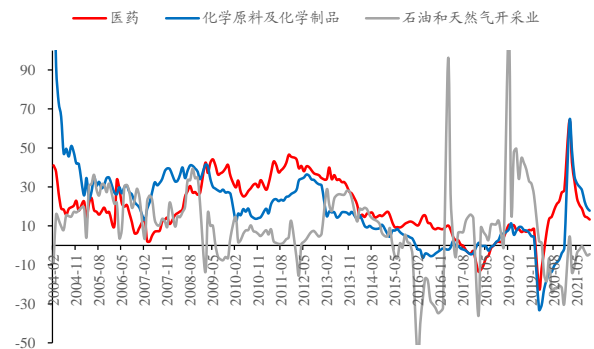
②非医药: 新能源/新材料应用场景扩容+新生产工艺迭代催化。根据公司年报及招股说明书, 公司非医药销售板块包括矿业冶金 (动力电池原材料等)、化工、油气炼化、日化等行业, 从资本开支角度看, 部分板块 (如化工、油气炼化等) 具有一定的周期性, 如公司 2016-2017 年化工板块相对较低的毛利率即受到全球石化原材料暴跌的影响; 但从公司整体业务角度看, 不同板块间周期节奏错位有望部分平滑项目建设周期带来的波动性, 如 2021 年 1-10 月看化工行业资本开支累计同比增长 18%、石油&天然气开采业累计同比下降 5%。

图 5: 新能源车下游需求快速增长导致上游扩产



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 医药、石化资本开支情况

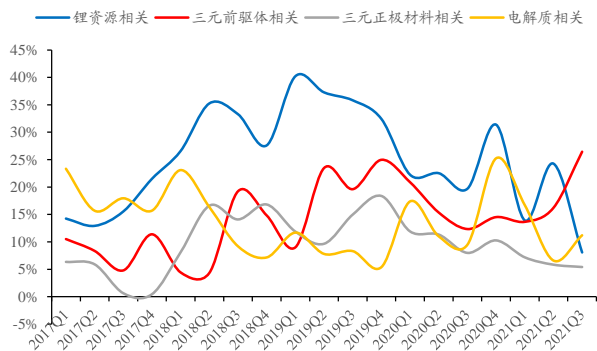


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

结合公司收入构成及在 2021-2023 年可能快速增长的板块, 我们进一步分析了相关板块的主要资本开支及相关装备市场销售情况:

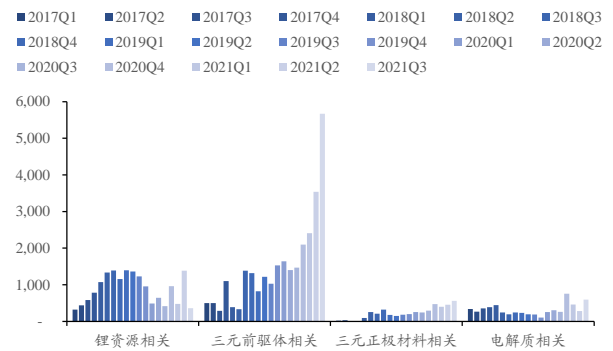
(1)动力电池原材料：下游景气驱动上游资本开支。根据电池中国、SNE 等数据，2020 年全球动力电池总出货量为 213GWh，2023 年全球电动车对动力电池的需求有望达到 406GWh、动力电池供应量预计为 335GWh。与咨询公司预计的下游动力电池快速增长的需求相匹配的是国内主要锂电池产业链上市公司资本开支占收入的比例相对较高，从产业链上下游看三元前驱体相关的公司在 2021 年以来资本开支明显加速，我们看好新能源板块投资景气背景下上游装备放量。

图 7：锂电池产业链主要上市公司资本开支/收入



资料来源：公司年报，Wind，浙商证券研究所

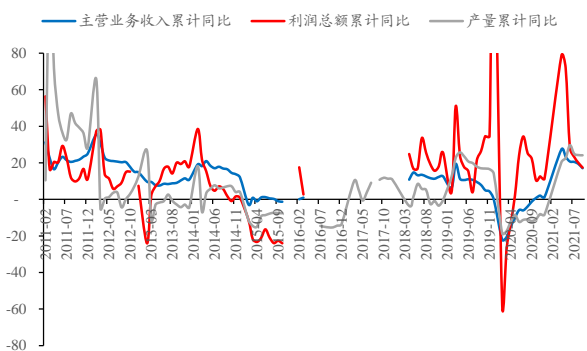
图 8：锂电池产业链主要上市公司资本开支（百万元）



资料来源：公司年报，Wind，浙商证券研究所

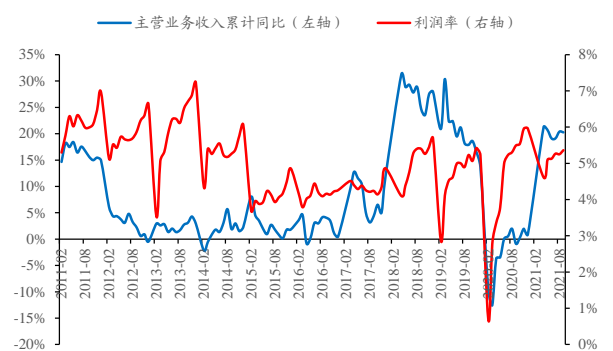
(2)石油、化工、冶金：更重要的是新应用的结构变化。根据国家统计局数据，2020 年全年炼油、化工生产专用设备制造销售收入约 733 亿元，同比增长 1.2%；冶金专用设备制造销售收入约 1276 亿元，同比增长 0.9%；截至 2021 年 9 月累计值，炼油、化工生产专用设备制造销售收入同比增长 17.1%、冶金专用设备制造销售收入同比增长 20.3%。在大部分石化、冶金建设领域，塔器、反应器等压力设备不可或缺，工业建设领域压力设备应用范围广、装备商竞争格局相对分散（2020 年炼油、化工生产专用设备制造商约 433 个，平均每个公司收入约为 1.7 亿元；冶金专用设备制造商约 503 个，平均每个公司收入约 2.6 亿元），我们认为在经济稳健增长的背景下工业压力装备制造平均增速可能在 5-15% 间，我们更看好新材料等资本开支增速相对更快领域的装备发展空间。

图 9：炼油、化工生产专用设备制造收入、利润、产量



资料来源：国家统计局，Wind，浙商证券研究所

图 10：冶金专用设备制造收入累计同比增速及利润率



资料来源：国家统计局，Wind，浙商证券研究所

2.2.2. 供给端：技术平台决定客户&产品的广度&粘性

供给端的技术优势是持续发展的基础，高端装备制造具有一定的平台性。我们认为，压力容器设计及制造的难点包括材料、焊接、安全性，不同工业应用领域对压力容器设计的侧重点有所差异，但共同强调工艺设计，有技术平台性。以生物反应器为例，我们认为国内外装备的差异可能体现为材料差异、无菌链接设计差异、控制系统精度&稳定性差异，

生物反应器设计的重要难点是控制高径比、搅拌桨叶型和规格、通气速率等条件下稳定可靠的线性放大。公司结合在化工等领域压力设备设备&制造的基础，2021年再次承接欧洲某著名CDMO公司的不锈钢生物反应器订单，根据公司历史交付时间和节奏，我们预期2022年可能贡献业绩增量，我们认为这是公司在压力容器领域具有技术优势的侧面验证。根据招股说明书，公司研发经费投入的方向包括数字化技术、流场分析技术、材料应用、焊接技术等，具有一定的跨行业平台性，我们看好公司借助压力容器的技术优势，不断布局资本开支更高速增长的应用领域。

表 4：公司预期研发投入主要方向

研发投入方向	主要内容	重要性	预测成本 (百万元)
材料应用及科技	特殊材料及防腐技术、材料选型及在新产业中的应用、材料表面处理技术、耐高低温材料应用机理技术	为生物制药、电子化学、冶金、海洋工程等 行业开发新产品的必要技术基础	60
焊接技术	改良及开发焊接工作数据评估平台、开发及创新焊接新技术、研发焊接机器人在压力设备生产中的应用、攻克特殊材料焊接中的关键技术、热处理技术等	①保障生产工艺的领先地位； ②满足下游行业客户需求； ③开发新产品	30
大型加工技术	研发大型智能加工技术、3D打印技术等	为大型、重型产品的技术基础	10
数字化技术	计算方法的强度分析及开发、智能工程数字化平台、数字化运维及现场数据采集、仪器仪表控制及编程技术规范化及标准化、工程项目软件一体化解决方案、模块化压力设备制造生产管理系统	①提高技术分析、涉及、计算能力的基础； ②数字化工厂建设的基础； ③数字化服务云总及维护服务的背景软件计算法	103
流场分析技术	①数学流场模型；②速度场分布；③温度场分布；④培养及浓度及成分分布；⑤反应器或换热器的反应或混合过程中的创业效率。反应器或换热器流场分析结果的优化结构研究	研究反应器及换热器中的反应、混合剂传热过程，优化设备的结构设计、提高设备的产能及效率、降低运行能耗并提高市场竞争力	12
应用技术	生物、细胞反应器系统、多联生物反应器、一次性液体加液系统、造粒系统、隔离系统、模块化厂房、数据中心、模块化公用设施等	推进生物制药技术及模块化技术的应用	110

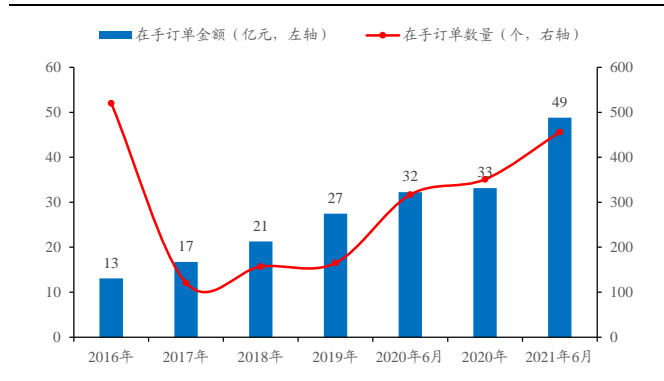
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

技术优势奠定客户服务粘性&广度，进一步分散建设周期性。根据公司年报及招股说明书，公司的主要客户包括万华化学、英力士、壳牌、BP、三星工程、合全生物、科思创、诺华、药明生物、沃森生物、宝洁及联合利华等，分别为各个领域的头部参与者；在盈利预测章节，我们梳理了公司主要客户&订单的历史情况，发现较多客户多次从公司采购核心设备，我们看好粘性、广泛服务下品牌效应带来公司毛利率逐步提升。

2.3. 在手订单：2020H1 同比增长 50%+

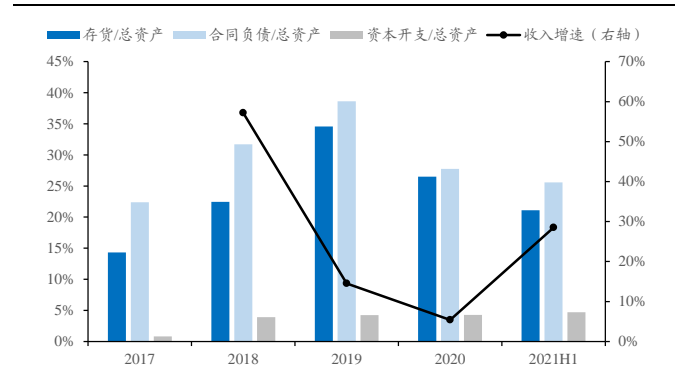
2021 年在手订单较高速增长，关注订单交付兑现的业绩贡献。根据公司 2021 年中报，整体在手订单金额 49 亿元，同比增长 51.4%，共 456 个项目；从在手订单结构看，化工、制药占比相对高（前者占比 42.3%、后者占比 26.7%），我们看好在手订单的交付带来的业绩弹性。

图 11：公司在手订单金额及个数



资料来源：公司年报，招股说明书，浙商证券研究所

图 12：公司存货、合同负债占比变化及收入同比增速

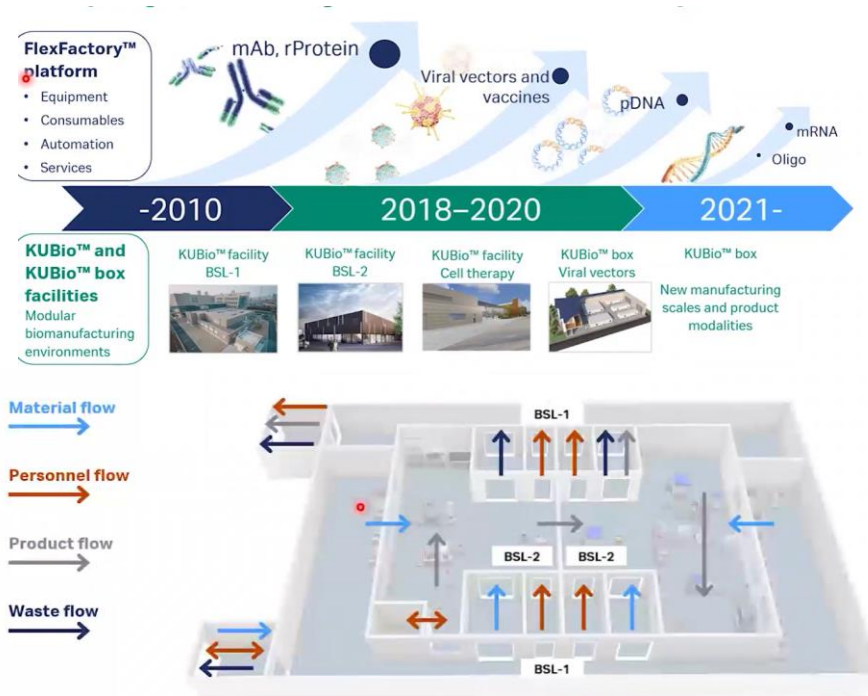


资料来源：公司年报，招股说明书，浙商证券研究所

3. 模块化&数字化：潜在增长新增量

模块化工厂：降本增效、建设加速，关注国内项目推广。2011 年收购法玛度以来，公司强化了模块化工厂设计及建设的能力，公司 2020 年模块化压力容器收入占比 44.5%，其中模块化工厂占总收入比例约 6.3%，增值服务收入占比 1.8%；从盈利能力看，模块化工厂和增值服务毛利率相对更高（45-55%）。根据经济参考报和金融界等媒体的报道，以喜康汉口 GE KUBio 模块化工厂为例（非森松建设，此处仅举例），相比于传统建设方式，工厂建设成本降低 30%，总建厂过程仅 18 个月（传统建设时间约 3 年）。医药领域模块化工厂有较明显的降本增效优势，2021 年 9 月公司交付的沃森 mRNA 工厂同样是典型案例，我们在盈利预测章节梳理了公司在医药和非医药项目中模块化工厂建设的案例，看好智能化、低成本、快周转的模块化工厂的推广前景，同时看好模块化服务收入占比提升后更平滑的业务模型和相对更强的盈利能力。

图 13：GE KUBio 模块化工厂发展历史（上图）及在基因细胞治疗领域应用举例（下）



资料来源：Cytiva，浙商证券研究所

数字化运维：潜在新增量，重复性销售进一步平滑周期性、波动性。我们认为，数字化工厂运维以跨设备的数据集成为起点，关键是后续的综合、分析、优化，最终提供一体化监控、分析解决方案。公司从压力容器制造出发，在多个设备应用领域建立了较完善的 PAT 系统，公司数字化运维解决方案系统正处于推广期，我们看好化工、医药等领域的应用前景，我们认为新业务单独盈利是一个过程，关注服务粘性和进展。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 收入拆分与盈利预测

综合上文的分析，我们从公司的各个业务板块出发，分析未来增长的持续性。

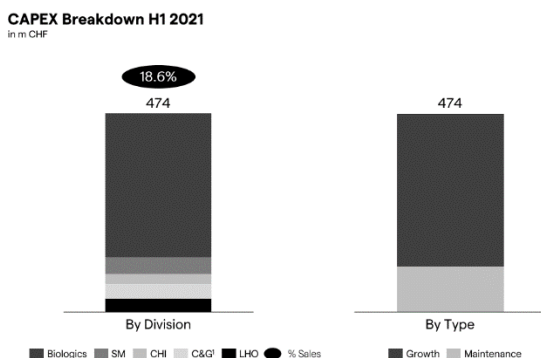
① **制药板块**: 根据公司中报, 2021H1 制药板块在手订单约 9.1 亿元, 同比增长 310.4%, 全年预计新签在手订单 14.85 亿元以上; 其中生物药领域新订单 7.97 亿元, 占比 87.6%、同比增长 53.6%。生物药领域中, 生物反应器&发酵罐系列产品约 3.54 亿元, 占比约 44%、同比增长 374%, 我们认为, 生物药下游产品上市/放量背景下公司在不锈钢生物反应器领域的优势可能最先兑现, 我们关注生物药相关模块化工厂建设推广进展。根据公司主要的客户资本开支看 (Lonza、药明生物等), 我们预计 2022-2023 年公司生物药相关板块仍在快速发展轨道。

表 5: 公司制药相关项目进展

时间	涉及客户	服务项目	状态	介绍
2016 年 6 月	某知名疫苗企业	全自动动物细胞生物反应器	完成 FAT	包括 50L-500L 细胞培养生物反应器系统和 50L-350L 病毒培养生物反应器系统
2016 年 7 月	诺华	下游核心工艺系统	缓冲液配置模块完成 FAT	模块化生产 , 项目欧盟 EMA GMP 及美国 FDA cGMP 要求
2017 年 4 月	罗氏诊断	苏州工厂的新建无菌工艺系统项目	现场施工	
2017 年 8 月	某国际著名公司		最后一批货物发货	公司有史以来最大的项目, 也是客户在全球投资最大的新建工厂项目
2019 年中旬	欧洲某知名 CDMO 公司	瑞士及美国上游生物反应器及下游核心工艺系统	交付	EMA GMP 和 FDA cGMP 要求
2019 年 12 月	Lonza	广州 模块化 化工厂建设	完成建设	11 个月完成
2021 年	瑞士某知名 CDMO 公司	多套 20KL 用于抗体生产的生物反应器项目	承接项目	全球最大规模的生物反应器项目之一
2021 年 9 月	沃森生物	mRNA 疫苗 模块化 化工厂建设项目	交付	2.5 个月完成运输、安装、调试, 整体工厂 7.5 个月交付

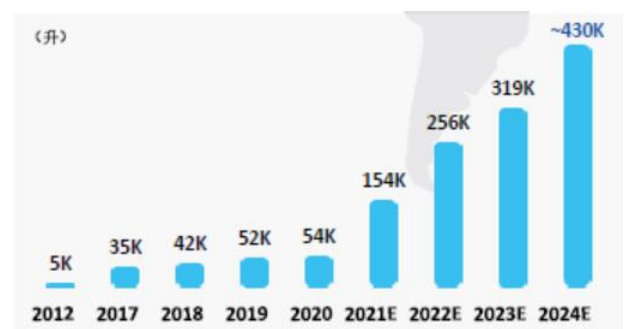
资料来源: 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所

图 14: Lonza 资本开支: 大分子相关资本开支增速快



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 15: 药明生物产能扩张: 预期 3 倍以上增幅



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

②矿业冶金（动力电池原材料等）板块：根据公司 2021 年中报，2021H1 在手订单 2.56 亿元，预计全年实现 4 亿元。根据公司新闻，我们关注到 2020 年后公司陆续与华友钴业、浙江研一公司签订了镍矿湿法冶金项目、电解液装置项目等；根据公司历史项目交付节奏，我们预计 2021 年签订的项目有望在 2022-2023 年贡献业绩增量；除了公司已在新闻中提及的项目外，我们关注国内锂电池产业链上下游公司资本开支计划和建设节奏，在主要上下游公司陆续加速资本开支的背景下，我们预期该赛道的装备销售在 2022-2023 年仍有望保持景气增长。

表 6：公司动力电池原材料相关项目进展

时间	涉及客户	服务项目	状态	介绍
2020 年 11 月	华友钴业	印尼镍钴湿法冶金项目核心装备 加压釜	交付	
2021 年 9 月	浙江研一新能源	动力电池原材料项目提供某新型 锂盐成套生产装置	协议签订	将帮助改善国内动力电池原材料的供应链组成
2021 年 9 月	四川研一新材料	年产 50000 吨电解液装置项目	获得项目	
2021 年 10 月	国内某先进 锂电材料供应商	动力电池原材料项目提供先进锂 盐成套生产装置	协议签订	国内首套产能过万的同类型产品生产装置
2021 年 11 月	国内某上市锂电池 电解液添加剂公司	万吨级固态六氟磷酸锂生产装置 的设计、制造、安装服务合同	协议签订	
2021 年 11 月	华友钴业	前驱体中试模块项目	交付	满足锂离子电池三元正极前驱体的中试及生产需求，包括 12 套 200L 系统和 4 套 500L 系统

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

新技术应用：湿法冶金项目核心设备重要供应商，从侧面验证公司在压力容器领域的技术竞争力。我们认为，湿法冶金项目的核心是高压加酸溶解、pH 除杂控制，对反应器和管道的 pH 控制、酸环境下维护等具有较高的要求，公司为全球主要湿法冶金项目供应核心设备，我们认为能从侧面验证公司的装备设计、制造能力；从业绩增长角度看，我们建议关注全球主要湿法冶金公司资本开支节奏对公司订单的影响。

表 7：主要湿法冶金项目介绍

	中冶瑞木	力勤 OBI	华越	华宇	青美邦
持股比例	中冶瑞木(85%)、 外方股东(15%)	力勤集团、哈利达	华友 57%、青山 10%、 洛阳钼业 30%	永瑞 31%、Glaucous 30%、 华友 20%、亿纬 17%	格林美 72%、邦普 10%、 IMIP 10%、 阪和兴业 8%
总投资(亿美元)	20.41	10.5	12.8	20.8	9.98
镍产能(金属万吨)	3.26	3.75	6	12	5
钴产能(金属万吨)	0.33	0.5		1.5	0.4
单位吨镍投资(亿美金)	6.26	2.8	2.1	1.7	2
地点	巴布亚新几内亚的 马当省	印尼 OBI 岛	印尼 Morowali 青山 山工业园区	印尼 Weda Bay 青山 工业园区	印尼 Morowali 工业 园区
开工时间	2006				2021
投产时间	2012				2022
总承包商		恩菲			自主设计
高压反应釜		森松压力容器	宝色股份、森松重工		森松高压

产品	氢氧化镍钴 (MHP)、铬精矿	氢氧化镍钴 (MHP)	氢氧化镍钴 (MHP)	氢氧化镍钴 (MHP)	氢氧化镍钴 (MHP)
----	--------------------	----------------	----------------	----------------	----------------

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

③化工/油气炼化/电子化学品板块：根据公司 2021 年中报，2021H1 化工板块在手订单 14.4 亿元，同比略有增长；从结构看，可降解塑料原材料、高性能材料原材料等领域占比高，从侧面体现出新材料领域资本开支强度可能高于其他赛道。通过梳理公司历史新闻中提到的新项目紧张，我们建议关注在 2021 年三季度发货的项目可能对 2021 年和 2022 年业绩的正贡献。

表 8：公司化工/油气炼化/电子化学品相关项目进展

时间	涉及客户	服务项目	状态	介绍
2015 年 4 月	中石油	委内瑞拉 MPE3 项目，负责 模块的详细设计与建造	项目完工	解决了项目生产瓶颈（脱盐脱水）
2015 年 5 月	某国际著名公司	英国、美国和中国 模块化装置	交付	森松成为第一家为美国本土化工项目提供 模块化建造 的供应商
2016 年 3 月	美国某著名化工企业	模块化项目	完成建造	
2016 年 7 月	日本 TOYO 工程	马来西亚石油 RAPID 炼化一体化项目	完工	当时亚洲最大的压力容器
2016 年 11 月	某国际著名日化公司	土耳其 HCL 和 PCL 系统	交付	完整提供了该项目所有液体系统的供货，其中 PCL 系统为森松首次承接欧洲现场搬迁项目
2016 年 11 月	巴西石油公司	两条 FPSO 上的海水淡化模块（SRU）	交付	森松承接的首个入船籍的海上模块
2017 年 5 月	BP	西班牙炼油厂核心设备	发货	客户首次在欧洲以外的地区购买主要设备
2017 年 7 月	三星工程	EO/EG 装置制造	提前交付	提升了森松在世界 EPC 公司中的知名度与信誉度
2017 年 9 月	BP	伊拉克某油田 20 台电脱盐/电脱水反应器	交付	
2017 年 12 月	新浦化学（泰兴）	两台核心塔器	提前交付	
2018 年 6 月	MEGlobal	两台单台重量千吨的核心塔器	提前交付	
2018 年 11 月	万华化学	聚氨酯产业链一体化—乙烯项目	发货	森松最重的整体水压设备
2020 年 9 月	中海油	陵水 17-2 气田开发工程项目 1,100 吨 MEG 模块	交付	
2021 年 7 月	科思创聚合物	模块“EPF 合同”建造一套全新的聚氨酯分散体（PUD）生产装置	签订合同	2019 年 12 月 FEL1 阶段模块化可行性研究开始，到 2021 年 3 月 FEL3 阶段的 模块化设计 结束
2021 年 9 月	戴乐集团		合资项目签约	全球化制造战略的关键布局
2021 年 9 月	东营威联	250 万吨 PTA 项目提供的 2 台氧化反应器（直径达 10 米）、2 台脱水塔以及 1 台末级换热器	发货	
2021 年 9 月	日本瑞环	欧美市场溶剂回收业务	战略合作	
2021 年 10 月	中远造船	Tortue MEG 模块		

2021年10月	某国际巨头石油公司	FPSO(浮式生产储卸平台) 项目提供的工艺模块	发货	向该业主提供的第三套甘醇再生/脱水装置
2021年10月	东方希望新能源	多晶硅还原炉及配套汇流排, 还原模块及配套前夹套管	发货	总价值2亿多的全球最大规模 还原炉和模块整体顺利发货

资料来源: 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所

产能准备: 2022年起逐步释放, 高端装备项目规划支撑中长期增长。根据招股说明书, 2017-2020年公司平均产能利用率为94.7%, 基本达到满产水平。从产能扩张计划看, 根据公司两个厂区环评, 我们关注到日化、制药和食品设备及模块有明显扩产计划, 根据公司新闻, “森松重工南通工场目前拥有5万吨/年的产品制造能力, 且新的扩产项目正在建设中, 预计至2022年可再增加35%的产能”, 我们预期南通等厂区新投产产能有望部分缓解产能紧张问题。中长期产能规划看, 根据森松集团生物制药高端装备项目规划, “总投资约3亿美元, 主要生产生物制药及日化行业用高端成套设备, 预计达产后年销售额30亿元以上”, 我们关注新产能释放节奏, 及配套项目进展。

图 16: 森松制药南通分公司 2020 年 3 月环评扩产计划

产品名称		设计年产量
日化	设备	180 台
	模块	7 套
食品	设备	20 台
	模块	2 套
制药	设备	300 台
	模块	14 套

资料来源: 《新建日化、食品和制药设备与模块建设项目环境影响报告表》, 浙商证券研究所

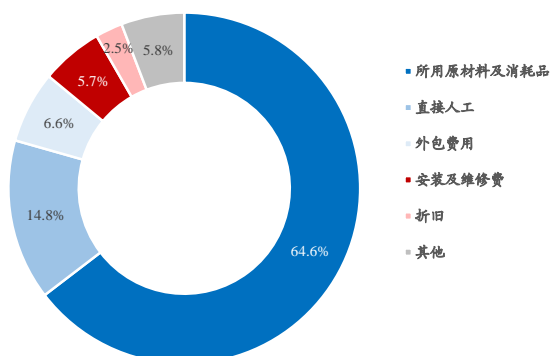
图 17: 森松重工 2020 年 7 月环评扩产计划

工程名称(车间、生产装置或生产线)	产品名称	设计规模		
		技改前	技改后	新增
重型工程师设备生产线	重型工程设备	160	160	0
锂电池领域生产设备生产线	电解液模块	40	40	0
	电解质制备及制浆设备	120	120	0
	电解质制备及制浆模块	90	90	0
化妆品及个人护理生产装置生产线	化妆品及个人护理模块	50	110	60
	化妆品及个人护理设备	30	110	80
制药方面生产设备生产线	制药方面的设备及模块	40	100	60

资料来源: 《新能源和日化产品的设备与模块生产线技术改造项目建设项目环境影响报告表》, 浙商证券研究所

毛利率: 根据公司招股说明书, 制造费用中直接材料占比高, 其中不锈钢相关材料占比更高, 我们预期上游材料价格波动可能对公司毛利率有一定影响。与可比公司对比看, 公司毛利率高于传统重型压力容器制造商毛利率、低于典型药机公司毛利率, 我们认为毛利率差异可能和公司产品结构有关, 相对于典型的跨行业装备制造业公司, 公司的毛利率已处于中上等水平, 从侧面反映出公司的产品竞争力, 我们预期在2021-2023年间, 公司毛利率维持在25-30%水平。

图 18: 2020 年公司制造费用构成



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 19: 可比公司毛利率



资料来源: 公司年报, Wind, 浙商证券研究所

综合看,我们预期公司收入端在 2021-2023 年保持稳健增长,三年复合增速约为 30.4%;毛利率端看,我们认为项目毛利率可能存在波动,2021 年部分业务板块毛利率参考最近三年平均水平,导致 2021 年预期整体毛利率略有下降;展望 2022-2023 年毛利率,我们预期公司毛利率维持在 25-30%水平。

表 9: 森松国际主要收入拆分及预测

收入单位均为万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	2,826	2,979	4,011	5,210	6,611
YOY	14.5%	5.4%	34.7%	29.9%	26.9%
毛利率	21.3%	28.3%	27.0%	26.8%	26.8%
部分子版块拆分及预测					
制药	721	769	923	1,292	1,809
YOY	89.1%	6.7%	20%	40%	40%
总收入占比	25.5%	25.8%	23.0%	24.8%	27.4%
毛利率	18.8%	22.4%	23.4%	23.9%	24.4%
矿业冶金(动力电池原材料等)	117	389	447	805	1,127
YOY	156.7%	232.3%	15%	80%	40%
总收入占比	4.1%	13.1%	11.1%	15.4%	17.0%
毛利率	26.3%	31.2%	30.0%	30.0%	30.0%
化工	1,284	1,024	1,332	1,598	1,918
YOY	90.0%	-20.2%	30%	20%	20%
总收入占比	45.4%	34.4%	33.2%	30.7%	29.0%
毛利率	20.0%	28.9%	28.0%	27.0%	27.0%
电子化学品	79	70	500	600	720
YOY	-85.7%	-11.3%	613.3%	20%	20%
毛利率	2.8%	2.4%	12.5%	11.5%	10.9%
收入占比	17.8%	25.2%	25%	25%	25%

资料来源:公司年报,浙商证券研究所

4.2. 相对估值

在可比公司选取上,我们从产品结构、发展阶段、战略发展方向等维度出发寻找公司,考虑到 H 股缺少可比公司,A 股制药装备公司在产品结构、发展阶段、战略方向等维度和公司具有一定的可比性,且同时有市场盈利预测做参考,因此参考 A 股部分制药装备公司的估值水平;同时我们也考虑到,跨市场估值对比可能忽略了背后投资者结构、流动性等差异,估值结果仅供参考。整体上看,公司 TTM 估值低于可比公司平均,2021-2022 年 PE 估值高于可比公司平均。我们认为,公司是国内压力容器装备龙头公司,在特种装备领域的技术能力达到国内外一流水平,多行业、多客户销售模式下业绩波动性可能更低,可以给予一定的估值溢价。

表 10：可比公司估值情况

代码	重点公司	现价		EPS			PE		评级
		11月29日	2020A	2021E	2022E	TTM	2021E	2022E	
300171.SZ	东富龙	49.9	0.74	1.24	1.52	43.0	40.3	32.8	增持
300358.SZ	楚天科技	24.1	0.38	0.86	1.04	24.6	28.0	23.3	无评级
300813.SZ	泰林生物	86.7	0.93	1.35	2.12	77.6	64.4	41.0	无评级
6188.HK	奥星生命科技	3.8	0.06			20.7			无评级
	平均					41.5	44.2	32.4	
2155.HK	森松国际	13.2		0.30	0.40	51.2	44.3	33.4	增持

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：东富龙 2021-2022 年 EPS 为浙商证券研究所估算，楚天科技、泰林生物 2021-2022 年 EPS 为 Wind 一致预期，奥星生命科技等公司缺失 2021-2022 年 Wind 一致预期数据。

4.3. 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 40.1 亿元、52.1 亿元、66.1 亿元，同比增长 35%、30%和 27%；实现归母净利润 3.1 亿元、4.1 亿元和 5.5 亿元，同比增长 7%、33%和 34%。对应 EPS 分别为 0.3、0.4 和 0.53 元/股，2021 年 11 月 29 日收盘价对应 2021 年 44 倍 PE、2022 年 33 倍 PE。我们认为，从增长持续性看，2021-2023 年公司制药、动力电池材料、电子化学品等领域有望受益于下游加速增长的资本开支，收入端复合增速有望达到 30%左右；从能力角度看，公司在多行业压力装备领域的客户基础、持续增长的在手订单从侧面验证了公司在工艺设计、高端制造、数据运维、模块化工厂领域的竞争优势，综合考虑公司充沛的在手订单、跨行业布局的产品基础，我们看好公司在 2021-2023 年的成长能力，首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

订单交付周期性&波动性风险：我们认为，制药装备订单金额相对较大、订单交付时间&收入确认周期相对较长，季度间订单交付波动可能带来季度业绩增长的波动性。

市场竞争激烈导致的降价风险：我们认为，公司在多个行业同时有产品布局，随着不同板块资本开支景气度变化，可能导致部分赛道竞争积累、产能过剩，进而出现潜在的价格竞争压力。

国际贸易或税务纠纷风险：我们认为，公司出口比例相对较高（2020 年达到 46%），中国和美国、欧洲等区域的贸易/税务政策变化可能对公司的业绩产生负面影响。

汇率波动性风险：假如美元/欧元汇率在短期大幅波动，可能对公司利润产生负面影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,053	2,278	2,868	3,932	营业收入	2,980	4,011	5,210	6,611
现金	424	-120	-137	50	营业成本	2,135	2,929	3,816	4,838
应收账款	475	668	868	1,102	营业费用	73	96	156	198
存货	804	1,268	1,537	2,020	管理费用	275	441	521	628
其他	350	461	599	760	财务费用	11	0	0	0
非流动资产	981	1,767	2,270	2,552	营业利润	372	364	483	649
固定资产	839	1,625	2,129	2,413	利润总额	341	364	483	649
无形资产	32	31	31	30	所得税	52	55	72	97
其他	110	110	110	110	净利润	289	309	410	552
资产总计	3,034	4,045	5,138	6,484	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债	2,018	2,719	3,402	4,196	归属母公司净利润	289	309	410	552
短期借款	444	444	444	444	EBITDA	449	428	580	767
应付款项	433	651	848	1,075	EPS (最新摊薄)	0.28	0.30	0.40	0.53
其他	1,141	1,624	2,110	2,677	主要财务比率				
非流动负债	18	18	18	18		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
负债合计	2,036	2,737	3,420	4,214	营业收入	5.43%	34.58%	29.91%	26.88%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润	124.67%	-2.21%	32.66%	34.47%
归属母公司股东权益	998	1,308	1,718	2,270	归属母公司净利润	94.08%	6.91%	32.66%	34.47%
负债和股东权益	3,034	4,045	5,138	6,484	获利能力				
现金流量表					毛利率	28.34%	26.97%	26.77%	26.82%
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	净利率	9.71%	7.71%	7.88%	8.35%
经营活动现金流	156	305	584	587	ROE	28.99%	23.66%	23.89%	24.31%
净利润	289	309	410	552	ROIC	0.22	0.18	0.19	0.20
折旧摊销	77	64	97	117	偿债能力				
营运资金变动	-210	-68	76	-82	资产负债率	67.10%	67.67%	66.56%	64.99%
投资活动现金流	-136	-850	-600	-400	净负债比率	0.02	0.43	0.34	0.17
资本支出	-130	-850	-600	-400	流动比率	1.02	0.84	0.84	0.94
其他	-6	0	0	0	速动比率	0.50	0.25	0.27	0.33
筹资活动现金流	-31	0	0	0	营运能力				
其他	-6	0	0	0	总资产周转率	0.98	0.99	1.01	1.02
现金净增加额	-27	-545	-16	187	应收帐款周转率	6.27	6.00	6.00	6.00
					应付帐款周转率	4.93	4.50	4.50	4.50
					每股指标(元)				
					每股收益	0.28	0.30	0.40	0.53
					每股经营现金	0.15	0.29	0.56	0.57
					每股净资产	0.96	1.26	1.66	2.19
					估值比率				
					P/E	-	44.27	33.37	24.82
					P/B	-	10.47	7.97	6.03
					EV/EBITDA	-	33.31	24.61	18.38

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>