

2022 年 6 月 20 日

恒进感应—进口替代先锋，专注中高档热处理设备

—北交所新股申购策略报告之十七

策略研究

证券研究报告

相关研究

《泰德股份—汽车轴承“小巨人”，发力商用车与新能源车》2022/6/1
《优机股份—综合性机械设备及零部件制造商，提供一站式服务》2022/6/10

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818×转
15921910289
wangyq@swsresearch.com

本期投资提示：

- **基本面：深耕中高端热处理市场超 20 年，属国内第一梯队企业。**公司 2002 年成立，总部位于湖北十堰，核心产品为中高档数控感应淬火机床，属于先进、节能的热处理工艺。公司发展稳扎稳打，从开发关键性功能部件到整机制造，逐步成长为感应热处理市场进口替代的主力军。目前公司产品聚焦风电、工程机械和汽车工业三大领域，其中风电+工程机械收入占比超 9 成。**公司在风电轴承领域先发优势明显。**于 2008 年切入，攻克并掌握大尺寸零部件的感应淬火核心技术，占据了大部分高端市场份额，与罗特艾德、新强联、洛轴集团、天马集团等龙头企业合作时限均超 10 年。**风机大型化趋势+工程机械需求回升，报告期内公司实现业绩高增。**19-21 年营收 CAGR 为+67%，19-21 年归母净利润 CAGR 为+86%。主要因风机订单量价齐升，及工程机械订单的规模效应，公司毛利率稳步提升。2021 年毛利率 54.03%，较 20 年增加 1.77pct；净利率 38.46%，较 20 年增加 1.68pct。
- **发行方案：**本次新股发行采用直接定价方式，战略配售及超额配售，申购日期 2022 年 6 月 22 日，申购代码“889131”。初始发行规模 1700 万股，占发行后公司总股本的 25.37%（超配行使前），预计募资 3.4 亿元，发行后公司总市值 13.4 亿。新股发行价格 20 元/股，与底价相同，发行 PE(TTM)为 24.66 倍，通用设备行业 PE (TTM, 中值, 剔除) 为 32 倍。网上顶格申购需冻结资金 1615 万元，网下战略配售共引入战投 8 名，包括 2 家券商，5 家私募，1 家公募。
- **中签率测算：**假设本次打新参与度为 4%-5.5%，单户冻结资金规模 35 万，预计中签率区间为 0.336%-0.461%。
- **行业情况：存量结构待升级，旧设备替换需求的确定性强。**热处理属于高能耗工序，目前国内热处理设备存量约 20 万台，多为空气介质炉、浴炉等炉类产品，能源消耗量高、对环境污染大。“双碳”目标下，“热处理十四五规划”等政策对热处理设备的节能、降耗、减排提出高要求，热处理设备升级换代的市场空间可观。**国家高度重视高档数控机床发展，热处理设备迎进口替代的历史性机遇。**《中国制造 2025》将“高档数控机床”列为未来十年制造业重点发展领域之一，明确“到 2025 年，高档数控机床与基础制造装备国内市场占有率超过 80%”发展目标。目前国产高端数控机床系统市场占有率不足 30%，国产伺服驱动电机市场占有率不足 20%，高端市场仍有较大提升空间。拥有自主知识产权、成套先进技术的高端热处理装备制造企业，有望充分受益国产化+行业升级红利。
- **申购建议：积极参与。**公司为本土稀缺感应热处理设备供应商，掌握核心技术和自主知识产权，是国产替代主力。报告期内风电与工程机械需求交替，业绩端迎快速增长，本次募投加码主业产能，市场竞争力进一步提升。新股首发 PEttm24.66 倍，低于通用设备行业 PE (TTM, 中值, 剔除) (无可比上市公司)，发行后预计可流通比例低，老股占可流通比例低，建议积极参与。
- **风险因素：**1) 下游市场集中的风险；2) 数控系统组件采购依赖的风险；3) 产品核心技术更新的风险；4) 客户集中度较高的风险。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 进口替代先锋，产品升级与需求交替共振.....	4
2. 发行方案：发行后可流通比例低，顶格申购门槛高.....	5
3. 行业情况：存量结构待升级，产品处进口替代提升期	6
4. 公司竞争优势：研发与技术、人才、客户资源、品牌	6
5. 主要风险：下游市场集中、数控系统组件采购依赖、产品核心技术更新等风险.....	7
6. 可比公司：可比性强，成长性与盈利性占优	7
7. 申购建议：积极参与.....	8

图表目录

图 1：公司 2021 年主营业务收入构成（按产品）	4
图 2：公司 2021 主营业务收入构成（按应用）	4
表 1：公司募投扩产项目的产能释放节奏	5
表 2：恒进感应重要发行要素一览	5
表 3：恒进感应可比公司收入结构	7
表 4：恒进感应可比公司财务对比	7

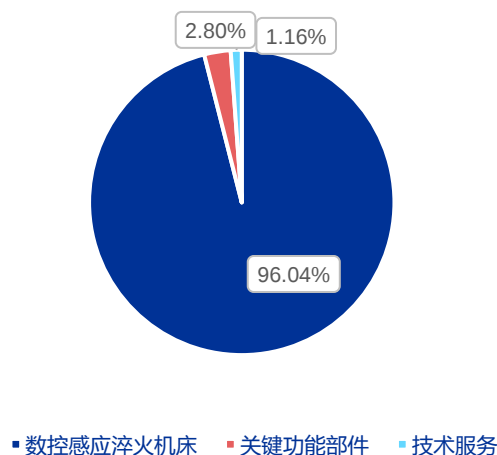
1. 进口替代先锋，产品升级与需求交替共振

深耕中高端热处理市场超 20 年，属国内第一梯队企业。公司 2002 年成立，总部位于湖北十堰，核心产品为中高档数控感应淬火机床，属于先进、节能的热处理工艺。公司发展稳扎稳打，从开发关键性功能部件到整机制造，逐步成长为感应热处理市场进口替代的主力军。1) 2002-2007 年，从感应加热电源 (IGBT & KGPS)、变压器、感应器等关键性功能部件及简易机床起步；2) 2008-2015 年，提供成套感应热处理装备及“交钥匙”工程的成套解决方案；3) 2016 年起，公司定制化水平可与国外厂商比肩，下游应用与产品类型进一步拓宽。

构筑高技术壁垒、强化大客户粘性。公司产品聚焦三大领域，其中风电设备+工程机械收入占比超 9 成。公司在风电轴承领域具备先发优势。公司 2008 年进入，掌握大尺寸零部件的感应淬火核心技术，占据大部分高端市场份额，与罗特艾德、新强联、洛轴集团、天马集团等龙头企业合作超 10 年；在工程机械、汽车工业领域基础良好。与徐工集团、三一集团等大型工程机械企业持久，形成良好口碑形象；汽车领域同样聚焦大中型客户，服务万向集团、青岛永驰汽车、湖北八宜汽车等大型车企和知名零部件企业。

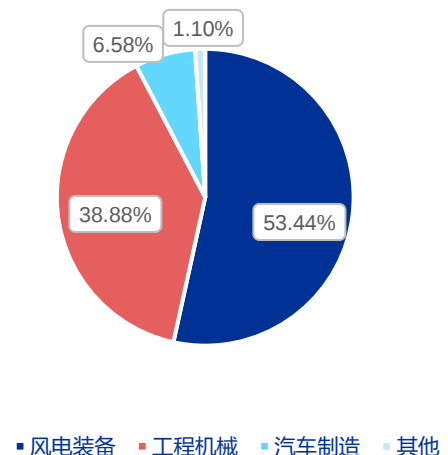
风机大型化趋势+工程机械需求回升，报告期内公司业绩高增。2021 年公司实现营收 1.41 亿，近 3 年 CAGR 为+67%；2021 年归母净利润 5434 万元，近 3 年 CAGR 为+86%。主要因风机订单量价齐升，及工程机械订单的规模效应，公司毛利率稳步提升。2021 年毛利率 54.03%，较 2020 年上升 1.77pct；净利率 38.46%，较 2020 年上升 1.68pct。

图 1：公司 2021 年主营业务收入构成（按产品）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

图 2：公司 2021 年主营业务收入构成（按应用）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

募投扩产主业，分三阶段释放产能。本次计划募资 3.3 亿，其中 1.62 亿用于“感应热处理设备制造项目（一期）”，计划建设周期 6 个月，预计第一年下半年投产释放 30% 产能，第二年释放 70%，第三年释放 100%。

表 1：公司募投扩产项目的产能释放节奏

	T+1		T+2		T+3	
	H1	H2	H1	H2	H1	H2
感应热处理设备制造项目		30%产能		70%产能		100%产能

资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

2. 发行方案：发行后可流通比例低，顶格申购门槛高

发行方案关注要点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 20 元/股，与底价相同。初始发行规模 1700 万股，占发行后总股份的 25.37%。发行后预计可流通比例为 26.59%，老股占可流通比例为 9.34%，老股占比小。

(2) 8 家机构投资者参与战略配售，包括 2 家券商，5 家私募，1 家公募。网上顶格申购量 80.75 万股，需冻结资金 1615 万元，顶格门槛高。

中签率测算：

假设本次打新参与度为 4%-5.5%，单户冻结资金规模 35 万，预计中签率区间为 0.336%-0.461%。

表 2：恒进感应重要发行要素一览

基本信息	股票代码	838670.BJ	所属申万一级行业	机械设备
	股票简称	恒进感应	发行代码	889131
	定价方式	直接定价	发行价格（元/股）	20
	募集金额（万元）	34,000	主承销商	安信证券
	初始发行股份数量（万股）	1700	占发行后总股本比例	25.37%
	战略配售比例	20.00%	超额配售比例	15.00%
日期与申购	路演日	2022.6.21	申购日	2022.6.22
限制	申购款退回日	2022.6.27	网上最高申购量（万股）	80.75
基本面信息	2021 年收入（万元）	14129.40	2021 年净利润（万元）	5,434
	2021 年综合毛利率%	54.03	2021 年加权 ROE%	45.86
	2021 年收入增长率%	43.24	2021 年归母净利润增长率%	49.80
股本信息	发行前总股本（万股）	5,000	发行前限售股（万股）	4,834
	发行后预计可流通比例	26.59%	老股占可流通股本比例	9.34%
价格信息	发行 PE（TTM）	24.66 倍	发行底价/PE 水平	20 元/24.66 倍

发行后 2021EPS (元)	0.81	发行 PE (LYR)	24.66 倍
停牌前 60 天交易均价	30.96	停牌收盘价 (元)	60

资料来源: wind,公司公告,申万宏源研究

注: 1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他; 2. 发行 PE (TTM) 按发行后股本计算, 不考虑超额配售股份数; 3. 发行 PE (LYR) 按 2021 年归母净利润计算发行后每股收益, 不考虑超额配售股份数。

3. 行业情况: 存量结构待升级, 产品处进口替代提升期

公司所在行业热处理设备装备制造业处产业链中游。**上游**为基础原材料和通用配件, 包括钢材/铜材、冷却机、机电配件、控制元器件等; 因热处理是装备制造业基础性工艺, **下游**覆盖面极广, 包括风电装备、工程机械、汽车、机床、航空航天等先进制造领域和轴承、模具、紧固件等机械制造基础行业。

旧设备替换需求的确定性强。热处理属于高能耗工序, 目前国内热处理设备存量约 20 万台, 多为空气介质炉、浴炉等炉类产品, 能源消耗量高、对环境污染大。“双碳”目标下, “热处理十四五规划”等政策对热处理设备的节能、降耗、减排提出高要求, 热处理设备升级换代的市场空间可观。

国家高度重视高档数控机床发展, 热处理设备迎进口替代的历史性机遇。《中国制造 2025》将“高档数控机床”列为未来十年制造业重点发展领域之一, 明确高档数控机床未来发展目标, 到 2025 年, 高档数控机床与基础制造装备国内市场占有率超过 80%。目前国产高端数控机床系统市场占有率不足 30%, 国产伺服驱动电机市场占有率不足 20%, 高端市场仍有较大提升空间。拥有自主知识产权、成套先进技术的高端热处理装备制造企业, 有望充分受益国产化+行业升级红利。

4. 公司竞争优势: 研发与技术、人才、客户资源、品牌

(1) 研发与技术优势。截止 2021 年末, 公司拥有已授权发明专利 104 项, 其中发明专利 9 项, 实用新型专利 75 项, 外观专利 20 项。参与制定 1 项行业标准、承担 2 项湖北省科技厅的重大研发项目。

(2) 人才优势。截止 2021 年末, 公司拥有员工 173 人, 其中研发技术人员 20 名, 占员工总数的 11.56%, 分别从事机械设计、电气自动化设计、感应热处理工艺设计等, 部分技术人员拥有十余年的行业经验。

(3) **客户资源优势。**公司与一批国内知名大型企业合作稳固，包括罗特艾德、新强联、洛轴集团、瓦轴集团、大冶轴、天马集团、三一集团、徐工集团、济宁锐博、山推股份、济宁松岳、万向集团、江淮汽车、东风汽车、经纬纺织等。

(4) **品牌优势。**公司研发生产的感应热处理装备荣获“湖北省著名商标”、“质量管理优秀企业”、“热处理行业质量管理优秀企业”、“守合同重信用企业”、“十堰名牌产品”、“十堰市节能示范企业”、“感应加热设备用户满意品牌”、“东风德纳中频淬火 B 级供应商”等多个荣誉。

5. 主要风险：下游市场集中、数控系统组件采购依赖、产品核心技术更新等风险

- (1) 下游市场集中的风险；
- (2) 数控系统组件采购依赖的风险；
- (3) 产品核心技术更新的风险；
- (4) 客户集中度较高的风险。

6. 可比公司：可比性强，成长性与盈利性占优

公司中高档数控感应淬火机床产品与进口产品直接竞争，外资厂商包括易孚迪、萨伊集团等。国内同行可比公司为升华感应和恒精感应（三板公司，已摘牌），均为国内知名热处理设备供应商。

公司为下游龙头企业提供定制化产品，产品附加值高，保证公司良好盈利能力。近年风电、工程器械等需求景气，公司成长性好于可比。

表 3：恒进感应可比公司收入结构

代码	简称	2021 年收入结构
430677.NQ	升华感应	感应加热成套设备:80.25%,感应器:19.75%
838670.BJ	恒进感应	高端数控感应淬火机床:96.04%,关键功能部件:2.8%,技术服务:1.16%

资料来源：wind, 申万宏源研究

表 4：恒进感应可比公司财务对比

代码	简称	2021 收入 (百万元)	2021 归母 净利润(百万 元)	2021 年收 入增长率 (%)	2021 年扣非 归母净利润 增长率 (%)	毛利 率%	研发支出 占比 (%)	应收账款 周转天数
430677.NQ	升华感应	25.96	3.78	20.43	28.79	42.53	0.00	107.27
838670.BJ	恒进感应	141.29	54.34	43.24	49.80	54.03	4.25	43.32

资料来源: wind, 申万宏源研究

7. 申购建议: 积极参与

公司为本土稀缺感应热处理设备供应商, 掌握核心技术和自主知识产权, 是国产替代主力。报告期内风电与工程机械需求交替, 业绩端迎快速增长, 本次募投加码主业产能, 市场竞争力进一步提升。新股首发 PEttm24.66 倍, 低于通用设备行业 PE (TTM, 中值, 剔除) (无可比上市公司), 发行后预计可流通比例低, 老股占可流通比例低, 建议积极参与。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhyse.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。