

新股申购

2024 年 3 月 26 日

无锡鼎邦(872931.BJ):换热设备专业生产商

——北交所新股申购策略报告之一百一十五

相关研究

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)23297818x
wangyq@swsresearch.com

本期投资提示:

- **基本面: 换热设备专业生产商。**公司 2003 年成立, 总部位于无锡, 是一家集研发、设计、制造和销售于一体的换热设备专业生产商。公司主要产品包括换热器、空冷器两大系列, 主要应用于原油制备成品油以及基础化工原料制备的装置中, 属于过程设备, 将原料进行加热、或将反应后的介质进行冷却, 使得其满足工艺所需的温度。**深耕行业二十余年, 专注换热设备技术创新。**公司高度重视技术创新, 截至目前, 公司已取得 6 项发明专利、47 项实用新型专利, 荣获高新技术企业、无锡市专精特新中小企业和创新型中小企业。**客户资源优质稳定, 积极开拓海外市场。**凭借专业的换热设备制造能力、优质的产品质量和服务, 公司与国内多家大型企业集团建立了稳定的合作关系。同时, 公司已得到了壳牌石油、埃克森美孚、法国液化空气集团等国际大型企业集团的认可, 并逐步开展合作。**营收稳步增长, 盈利能力增长较快。**2022 年实现营收 3.67 亿元, 近 3 年 CAGR 为+12.77%; 2022 年实现归母净利润为 4041.06 万元, 近 3 年 CAGR 为+62.04%。
- **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 2024 年 3 月 27 日, 申购代码“889900”。初始发行规模 2500 万股, 占发行后公司总股本的 27.72% (超配行使前), 预计募资 1.55 亿元, 发行后公司总市值 5.59 亿元。新股发行价格 6.2 元/股, 发行 PE(TTM)为 12 倍, 可比上市公司 PE (TTM) 中值为 18 倍。网上顶格申购需冻结资金 736.25 万元, 网下战略配售共引入战投 10 名, 包括 2 家券商, 2 家产业资本, 3 家投资公司, 3 家私募基金。
- **行业情况: 受益节能减排发展方向, 市场规模稳步提升。**在国家“双碳”目标背景下, 节能减排成为了工业发展的重要方向, 目前我国换热设备市场规模保持平稳增长。根据中商产业研究院的数据, 我国换热设备行业规模从 2019 年的 810.50 亿元增长至 2022 年的 868.90 亿元, 年复合平均增长率为 2.35%, 保持稳定的增长态势, 预计 2023 到 2026 年市场规模将从 900.2 亿元增长至 992.1 亿元, 年复合平均增长率为 3.29%。**技术水平落后发达国家, 国产化推动行业发展。**在技术水平上, 我国相较于发达国家仍有较大差距, 关键核心技术装备的对外依存度相对较高。在国家政策的指引下, 石油化工行业正在逐步提高国产化设备的使用比例和专有技术, 推动装备行业的快速发展。**规模效应显著, 行业集中度有望提高。**我国的换热设备产业起步相对较晚, 但在下游市场需求快速增长以及政策的鼓励支持下, 我国的换热设备产业快速发展, 企业数量不断增长, 行业集中度较低, 市场竞争激烈。具有较强技术研发能力的行业领先企业通过多年的发展积累, 市场份额逐渐扩大, 规模效应日益凸显。由于石油化工领域专用换热设备对于安全性的要求较高, 下游客户会选择专业化、规模化的供应商进行合作, 换热设备行业的市场集中度有望进一步提升。
- **申购分析意见:**公司是换热设备专业生产商, 客户资源优质稳定, 盈利能力增长较快, 有望受益于工业节能减排的发展方向。新股首发博弈面较好, 综合首发价格低、募资额适中、发行后可流通比例较低、老股占比极低等因素, 建议参与。
- **风险因素:**1) 客户集中度高; 2) 原材料价格波动; 3) 机器设备成新率较低等风险。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 换热设备专业生产商，专注石油化工领域	4
2. 发行方案：发行后可流通比例较低，顶格申购门槛较低	5
3. 行业情况：节能减排+国产化助力换热设备需求稳增，行业集中度有望提升.....	6
4. 竞争优势：研发与技术、质量控制、客户资源等优势	6
5. 主要风险：客户集中度高及下游景气度变动、原材料价格波动、机器设备成新率较低等	7
6. 可比公司：体量小，毛利率居行业中等	7
7. 申购分析意见：参与	8

图表目录

图 1：公司 2022 年主营构成（按产品类型）	4
图 2：公司 2022 年主营构成（按销售区域）	4
表 1：募投 100%达成的产能情况	5
表 2：无锡鼎邦重要发行要素一览	5
表 3：无锡鼎邦可比公司收入结构	7
表 4：无锡鼎邦可比公司财务对比	7
表 5：可比上市公司情况	8

1. 换热设备专业生产商，专注石油化工领域

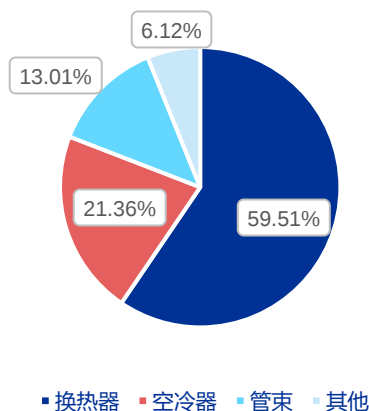
换热设备专业生产商。公司 2003 年成立，总部位于无锡，是一家集研发、设计、制造和销售于一体的换热设备专业生产商。公司主要产品包括换热器、空冷器两大系列，主要应用于原油制备成品油以及基础化工原料制备的装置中，属于过程设备，将原料进行加热、或将反应后的介质进行冷却，使得其满足工艺所需的温度。

深耕行业二十余年，专注换热设备技术创新。公司高度重视技术创新，掌握了油浆蒸汽发生器制造技术、全自动管头焊接技术、管头背面内孔焊接技术、空冷器双丝自动埋弧焊技术等一系列自主研发的专业技术，保证产品在超高温、剧毒等多种特殊工况中稳定运行。截至目前，公司已取得 6 项发明专利、47 项实用新型专利，荣获高新技术企业、无锡市专精特新中小企业和创新型中小企业。同时，公司积极扩展新的应用场景，目前正在研发应用于多晶硅制备、生物油制氢等领域的产品。

客户资源优质稳定，积极开拓海外市场。凭借专业的换热设备制造能力、优质的产品质量和服务，公司与国内多家大型企业集团建立了稳定的合作关系。同时，公司积极开拓国际市场，目前已得到了壳牌石油、埃克森美孚、法国液化空气集团等国际大型企业集团的认可，并逐步开展合作。

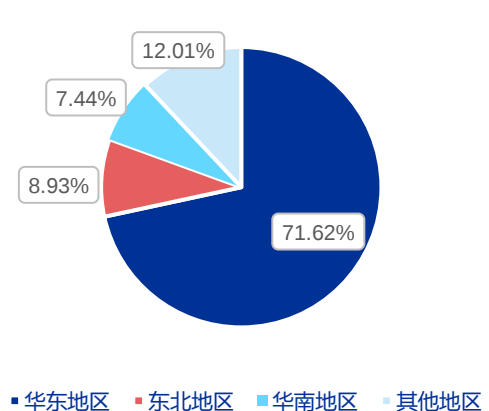
营收稳步增长，盈利能力增长较快。2022 年实现营收 3.67 亿元，近 3 年 CAGR 为+12.77%；2022 年实现归母净利润为 4041.06 万元，近 3 年 CAGR 为+62.04%。2022 年毛利率 22.23%，较 2021 年增加 3.28pct；净利率 11%，较 2021 年增加 4.59pct。

图 1：公司 2022 年主营构成（按产品类型）



资料来源：wind，申万宏源研究

图 2：公司 2022 年主营构成（按销售区域）



资料来源：wind，申万宏源研究

募投扩产能，进一步巩固市场地位。募集资金投向年产 6.5 万吨换热器、空冷器、10 万套智能仓储物流设备一期项目，项目建成后计划新增年产 2.1 万吨换热器、空冷器产能，其中，碳钢产品新增年产 1.6 万吨、不锈钢产品新增年产 0.5 万吨。

募投项目的实施既能缓解公司产能不足的问题，也有助于公司盈利能力的提升，进一步巩固公司的市场地位。

表 1：募投 100%达成的产能情况

项目名称	建设期	100%达产产能（万吨）	100%达产产值（万元）
年产 6.5 万吨换热器、空冷器、10 万套智能仓储物流设备项目（一期）	24 个月	2.10	-

资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

2. 发行方案：发行后可流通比例较低，顶格申购门槛较低

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 6.02 元/股。初始发行规模 2500 万股，占发行后总股份的 27.72%。发行后预计可流通比例为 26.36%，老股占可流通比例为 0.11%，老股占比较低。

(2) 10 家机构投资者参与战略配售，包括 2 家券商，2 家产业资本，3 家投资公司，3 家私募基金。网上顶格申购量 118.75 万股，需冻结资金 736.25 万元，顶格门槛较低。

表 2：无锡鼎邦重要发行要素一览

基本信息	股票代码	872931.BJ	所属申万一级行业	机械设备
	股票简称	无锡鼎邦	发行代码	889900
	定价方式	直接定价	发行价格（元/股）	6.20
	募集金额（万元）	15,500	主承销商	东吴证券
	初始发行股份数量（万股）	2,500.00	占发行后总股本比例	27.72%
	战略配售比例	20.00%	超额配售比例	15.00%
日期与申购	路演日	2024/3/26	申购日	2024/3/27
限制	申购款退回日	2024/3/29	网上最高申购量（万股）	118.75
基本面信息	2022 年收入（万元）	36,684.99	2022 年净利润（万元）	4,041.06
	2022 年综合毛利率%	22.23	2022 年加权 ROE%	26.36
	2022 年收入增长率%	18.36	2022 年归母净利润增长率%	103.22
股本信息	发行前总股本（万股）	6,518.00	发行前限售股（万股）	6,515.42
	发行后预计可流通比例	26.36%	老股占可流通股本比例	0.11%
价格信息	发行 PE（TTM）（倍）	11.88	发行 PE（LYR）（倍）	13.84
	停牌前 60 天交易均价	8.32	停牌收盘价（元）	8.11

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 2022 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：节能减排+国产化助力换热设备需求稳增，行业集中度有望提升

换热设备作为工业生产中实现热量交换和传递的设备，是工业生产装置中提高能源利用效率的设备之一，是重要的节能设备。换热设备行业的**上游**为钢材、钢管等原材料和基础零部件的供应商；**下游**主要应用领域包括石油化工、电力冶金、船舶工业、机械工业等。

受益节能减排发展方向，市场规模稳步提升。在国家“双碳”目标背景下，节能减排成为了工业发展的重要方向，目前我国换热设备市场规模保持平稳增长。根据中商产业研究院的数据，我国换热设备行业规模从 2019 年的 810.50 亿元增长至 2022 年的 868.90 亿元，年复合平均增长率为 2.35%，保持稳定的增长态势，预计 2023 到 2026 年市场规模将从 900.2 亿元增长至 992.1 亿元，年复合平均增长率为 3.29%。

技术水平落后发达国家，国产化推动行业发展。在技术水平上，我国相较于发达国家仍有较大差距，关键核心技术装备的对外依存度相对较高。我国出台了一系列振兴石油化工装备制造业的相关政策，重点推进石油化工行业重大技术装备的国产化。在国家政策的指引下，石油化工行业正在逐步提高国产化设备的使用比例和专有技术，推动装备行业的快速发展。

规模效应显著，行业集中度有望提高。我国的换热设备产业起步相对较晚，但在下游市场需求快速增长以及政策的鼓励支持下，我国的换热设备产业快速发展，企业数量不断增长，行业集中度较低，市场竞争激烈。具有较强技术研发能力的行业领先企业通过多年的发展积累，市场份额逐渐扩大，规模效应日益凸显。由于石油化工领域专用换热设备对于安全性的要求较高，下游客户会选择专业化、规模化的供应商进行合作，换热设备行业的市场集中度有望进一步提升。

4.竞争优势：研发与技术、质量控制、客户资源等优势

(1) 研发与技术优势。公司自成立以来一直坚持产品创新，重视研发工作。公司是高新技术企业，同时也是无锡市专精特新中小企业和创新型中小企业，截至目前，公司已取得 6 项发明专利、47 项实用新型专利。多年来，公司在换热设备研发设计和生产工艺方面积累了丰富的经验，公司制造的油浆蒸汽发生器具有较长的使用寿命。

(2) 质量控制优势。公司建立了健全的质量管理制度，设立质量部，制定了《压力容器制造质量保证手册》以及相关的控制文件，落实质量控制的各个环节。公司不仅持有 A2 级压力容器制造许可证、A3 级空冷式换热器安全注册证、ASME U 钢印授权证书等资质认证，还通过了 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、ISO45001 职业健康安全管理体系的认证，具有较高的质量控制能力，产品质量得到了客户的广泛认可。

(3) 客户资源优势。换热设备的应用场景多为高温、高压、腐蚀性的工作环境，对于产品的设计、制造具有较高的要求。客户在确定与供应商的合作关系前，会对供应商的设计能力、项目经验、生产装备能力、生产管理能力和质量控制能力等进行综合评估。公司经过了多年的发展，具有丰富的换热设备设计和制造经验，凭借优秀的产品设计能力和质量控制能力，公司得到了多家大型石油化工企业的广泛认可，并建立了稳定的合作关系，具有丰富的客户资源。

5. 主要风险：客户集中度高及下游景气度变动、原材料价格波动、机器设备成新率较低等

- (1) 客户集中度高及下游行业景气度变动风险；
- (2) 原材料价格波动的风险；
- (3) 机器设备成新率较低的风险。

6. 可比公司：体量小，毛利率居行业中等

表 3：无锡鼎邦可比公司收入结构

代码	简称	2022 年收入结构
601798.SH	蓝科高新	专用设备制造:100%
001332.SZ	锡装股份	换热压力容器:73.93%,,反应压力容器:14.61%,,储存压力容器:5.96%,,分离压力容器:4.42%,,其他:0.56%,,部件、结构件:0.53%
603169.SH	兰石重装	传统能源装备:47.19%,,新能源装备:26.49%,,工程设计:11.89%,,节能环保装备:6.46%,,工业智能装备:6.17%,,技术服务:1.81%
300092.SZ	科新机电	新能源高端装备:43.87%,,天然气化工设备:30.03%,,石油炼化设备:15.47%,,油气装备:6.12%,,煤化工设备:3.8%,,其他:0.7%
872931.BJ	无锡鼎邦	换热器:59.51%,,空冷器:21.36%,,管束:13.01%,,其他:6.12%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 4：无锡鼎邦可比公司财务对比

代码	简称	2022 收入 (百万 元)	2022 归母 净利润 (百万 元)	2022 年 收入增长 率 (%)	2022 年归 母净利润增 长率 (%)	毛利率%	研发支出 占比%	应收账款 周转天数 (天)
601798.SH	蓝科高新	869.94	-184.18	4.57	-6.07	13.18	6.14	374
001332.SZ	锡装股份	1,169.56	230.50	15.49	0.53	31.25	3.44	74
603169.SH	兰石重装	4,980.33	175.93	23.37	43.35	14.00	3.09	113
300092.SZ	科新机电	1,075.40	121.23	13.42	29.70	24.08	3.04	89
872931.BJ	无锡鼎邦	366.85	40.41	18.36	103.22	22.23	3.47	133

资料来源：Wind，公司招股说明书（注册稿），申万宏源研究

7. 申购分析意见：参与

公司是换热设备专业生产商，客户资源优质稳定，盈利能力增长较快，有望受益于工业节能减排的发展方向。新股首发博弈面较好，综合首发价格低、募资额适中、发行后可流通比例较低、老股占比极低等因素，建议参与。

表 5：可比上市公司情况

代码	简称	当前总市值 (亿元)	PE (TTM)
001332.SZ	锡装股份	29.8	16
603169.SH	兰石重装	70.5	42
300092.SZ	科新机电	30.3	18
均值			26
中值			18
872931.BJ	无锡鼎邦	5.59	12

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：股价为 2024/3/25 收盘价格。剔除可比公司蓝科高新，PEttm 为负。

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	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
华东 B 组	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.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。