

博盈特焊（301468.SZ）/机械行业

证券研究报告/公司深度报告

2024年06月05日

评级：增持（首次）

市场价格：25.11

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

分析师：张晨飞

执业证书编号：S0740522120001

Email: zhangcf01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	132
流通股本(百万股)	33
市价(元)	25.11
市值(百万元)	3,315
流通市值(百万元)	829

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	575	604	681	850	1,080
增长率 yoy%	-7%	5%	13%	25%	27%
净利润(百万元)	121	131	152	200	253
增长率 yoy%	-21%	8%	16%	32%	26%
每股收益(元)	0.92	0.99	1.15	1.52	1.92
每股现金流量	0.59	0.68	2.18	1.44	1.97
净资产收益率	16%	6%	6%	8%	9%
P/E	27.4	25.3	21.8	16.5	13.1
P/B	4.4	1.4	1.4	1.3	1.2

备注：股价取自2024年6月5日

报告摘要

■ 全球知名防腐防磨堆焊制造商，步入快速成长新阶段

①公司是全球知名的防腐防磨堆焊制造商。公司成立于2007年，聚焦堆焊领域，主要产品为防腐防磨堆焊装备。公司依靠堆焊材料、工艺、设备等技术积累，在均匀度、稀释率、厚度等产品指标上取得领先，已成长为防腐防磨堆焊装备龙头。公司持续深化垃圾焚烧领域堆焊竞争力，另外通过发力海外市场、拓展火电等应用领域的方式打造新的增长点。

②公司业绩稳健增长。2018-2023年，公司营业收入由2.10亿元增长至6.04亿元，CAGR约23.5%；归母净利润由0.61亿元增长至1.31亿元，CAGR约16.5%。近几年，受垃圾焚烧市场景气度影响，公司业绩增速有所下降。展望2024年，随着海外业务的高速增长和火电等新市场的拓展，公司业绩有望逐步改善。

■ 堆焊应用前景广阔，竞争格局好

①堆焊广泛用于防腐耐磨等领域。堆焊是将特定的合金材料借助热源手段熔覆于母体材料表面，赋予母材特殊使用性能或使零件恢复原有形状尺寸的工艺方法。防腐防磨堆焊可应用于垃圾焚烧发电、燃煤发电、生物质发电、能源、化工、冶金、造纸等领域。

②堆焊技术优势显现，渗透率逐步提升。堆焊技术可以实现工业设备在强腐蚀、易磨损、高温、高压等复杂环境下的安全、稳定、长周期、高效率运行，延长零件的使用寿命，降低设备检修、更换损失及停工损失。以垃圾焚烧发电为例，未使用堆焊装备的水冷壁使用寿命为1-2年，使用堆焊装备后水冷壁使用寿命增长至10年。随着堆焊技术的提升、成本的下降，预计堆焊在渗透率将持续提升。

③防腐防磨堆焊市场壁垒高，龙头企业优势明显。（1）壁垒高：堆焊装备多为异形结构、镍基焊材润湿性差、堆焊面积较大，因此堆焊行业 know-how 要求高；（2）准入门槛：堆焊装备对下游企业的连续安全生产起着关键作用，行业对于成功案例、口碑、资质有较高要求，龙头企业优势明显；（3）技术优势转化为成本优势：堆焊需要在均匀性、稀释率与厚度三大指标上取得均衡，技术领先的企业可以通过更高的均匀性来降低厚度，从而产生成本优势。

■ 防腐防磨堆焊龙头，出海+火电拓展推动公司快速发展

①公司防腐防磨是堆焊龙头，市场地位领先。公司从事防腐防磨堆焊装备多年，在技术、客户、产能均处于行业领先。根据生态环境部的数据，2018年至2021年我国新投入运营的垃圾焚烧发电厂有410座，公司为其中95座提供了防腐防磨堆焊装备，占比为23.17%。

②国内企稳+出海高增，公司垃圾焚烧堆焊装备持续发展。近年来，我国相关部门及各级政府出台了多项政策措施，鼓励和推进垃圾焚烧项目的建设，国内市场有望企稳。公司积极布局海外市场，凭借堆焊技术和成本优势，实现了快速发展。

③拓展燃煤发电市场，打开公司成长空间。燃煤发电是我国最重要的电力来源，是我国电力领域的支柱行业。根据公司招股书，截至2020年底，我国300MW及以上大型煤电机组超过1,900座，预计将为防腐防磨堆焊装备带来75至100亿元的改造市场空间。随着技术进步和成本下降，防腐防磨堆焊设备在燃煤发电市场有望快速渗透，打开公司成长空间。

- **盈利预测。**公司是防腐防磨堆焊龙头，产品出海加应用领域拓展加快公司发展。我们预计2024-2026年，公司营业收入分别为6.81、8.50、10.80亿元，归母净利润分别为1.52、2.00、2.53亿元，6月5日收盘价对应PE分别为21.8、16.5、13.1倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**行业景气度不及预期的风险；新业务进展不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；市场空间测算偏差的风险；报告引用数据更新不及时的风险等。

内容目录

一、全球知名防腐防磨堆焊制造商，步入快速成长新阶段.....	- 6 -
1.1 公司是防腐防磨堆焊龙头.....	- 6 -
1.2 公司主营业务和防腐防磨堆焊设备.....	- 6 -
1.3 业绩承压，24 年有望逐步改善.....	- 8 -
1.4 公司股权结构稳定.....	- 9 -
二、防腐防磨设备稳定发展，垃圾焚烧发电领域贡献新增长点.....	- 10 -
2.1 堆焊属于增材制造技术，用于防腐耐磨等领域.....	- 10 -
2.2 堆焊技术优势逐渐凸显，渗透率提升空间较大.....	- 11 -
2.3 防腐防磨堆焊市场壁垒高，竞争格局好.....	- 14 -
三、防腐防磨堆焊龙头，出海+火电拓展推动公司快速发展.....	- 15 -
3.1 公司是防腐防磨堆焊龙头，市场地位领先.....	- 15 -
3.2 目前主要面向垃圾焚烧市场，国内企稳+出海推动业务快速发展.....	- 18 -
3.3 应用领域拓展打开公司成长空间.....	- 19 -
3.4 募投项目扩产，助力公司发展.....	- 20 -
四、盈利预测.....	- 20 -
五、风险提示.....	- 22 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 6 -
图表 2: 公司主营产品展示	- 7 -
图表 3: 2023 年公司主营业务收入构成	- 8 -
图表 4: 2023 年公司分产品收入与毛利率情况	- 8 -
图表 5: 公司营收变化情况	- 8 -
图表 6: 公司归母净利润变化情况	- 8 -
图表 7: 公司销售毛利率和销售净利率变化情况.....	- 9 -
图表 8: 公司期间费用率变化情况	- 9 -
图表 9: 公司研发投入及研发费用率情况	- 9 -
图表 10: 公司股权结构（截至 2024 年一季度）	- 10 -
图表 11: 表面工程技术流程.....	- 11 -
图表 12: 堆焊技术、热喷涂技术、喷焊技术的对比情况和优缺点.....	- 11 -
图表 13: 防腐防磨堆焊在垃圾焚烧发电应用场景.....	- 12 -
图表 14: 堆焊在我国垃圾焚烧炉增量市场的渗透率.....	- 12 -
图表 15: 堆焊在燃煤发电中的应用.....	- 13 -
图表 16: 其他应用领域.....	- 13 -
图表 17: 防腐防磨堆焊的三大技术指标	- 14 -
图表 18: 行业中主要企业情况	- 15 -
图表 19: 已投入运营的垃圾焚烧发电场数量	- 15 -
图表 20: 新投入运营的垃圾焚烧发电场数量	- 15 -
图表 21: 行业中主要企业对比情况.....	- 16 -
图表 22: 公司在材料、工艺、设备方面的关键核心技术.....	- 16 -
图表 23: 垃圾焚烧发电领域应用的典型案例	- 17 -
图表 24: 公司规模化生产线.....	- 17 -
图表 25: 公司的主要客户简介	- 18 -
图表 26: 国内垃圾焚烧发电领域的增量市场	- 18 -
图表 27: 海外垃圾焚烧发电领域的增量市场	- 19 -
图表 28: 火电装机总容量及增长速率	- 20 -
图表 29: 堆焊设备在燃煤发电行业的市场空间	- 20 -
图表 30: 募集资金运用概况.....	- 20 -
图表 31: 业绩拆分和盈利预测	- 21 -
图表 32: 可比公司估值.....	- 21 -

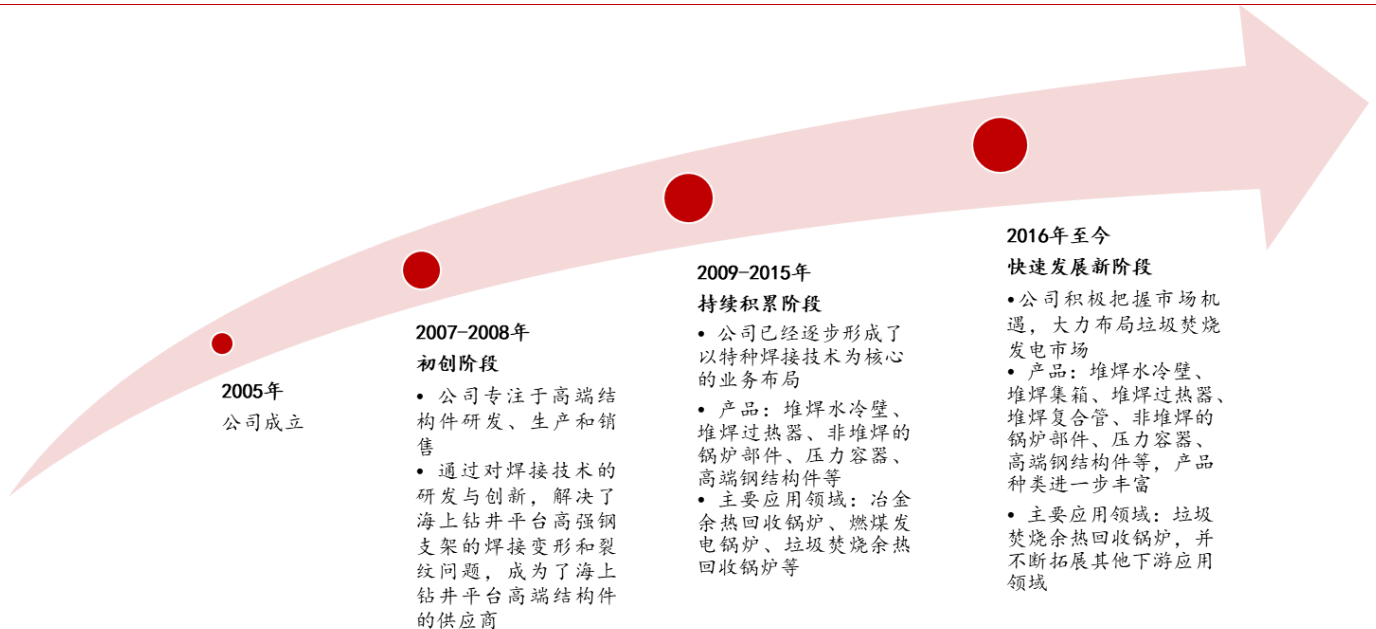
图表 33: 盈利预测表..... - 23 -

一、全球知名防腐防磨堆焊制造商，步入快速成长新阶段

1.1 公司是防腐防磨堆焊龙头

- **公司是全球知名的防腐防磨堆焊制造商。**公司成立于 2007 年，以堆焊技术为核心发展焊接技术服务和制造，目前公司产品应用于节能环保、电力、能源、化工、冶金、造纸等领域。公司是国内较早从事工业设备防腐防磨堆焊业务的企业之一，自主研发并掌握了涵盖材料、工艺、设备等方面的关键核心技术，推动了防腐防磨堆焊装备在垃圾焚烧发电领域的产业化应用。
- **公司客户资源优质。**公司凭借十余年的技术创新和市场开拓，积累了丰富的优质客户资源，公司的客户覆盖光大环境、深能环保等国内主要节能环保运营企业，以及哈尔滨电气、上海电气等主要能源设备制造企业。在专注于国内市场的同时，公司积极开辟欧洲、加拿大等海外市场，客户包括通用电气（GE）、住重福惠（SFW）等知名企业。

图表 1：公司发展历程




来源：公司招股说明书，中泰证券研究所整理

1.2 公司主营业务和防腐防磨堆焊设备

- **公司主要产品为工业防腐防磨堆焊装备。**公司主要产品包括堆焊水冷壁、堆焊集箱、堆焊过热器、堆焊复合管等堆焊装备，以及锅炉部件、压力容器、高端钢结构件等非堆焊装备。
- **拓展应用领域，加快国际市场开发。**随着技术进步和产品种类进一步丰富，公司产品应用领域延伸至更多下游，包括燃煤发电、生物质发电、造纸、冶金等。公司重视海外市场，加快国际市场开发，业务涵盖美国、加拿大、德国、芬兰、荷兰、韩国、澳大利亚、日本、泰国等多个国家和地区。

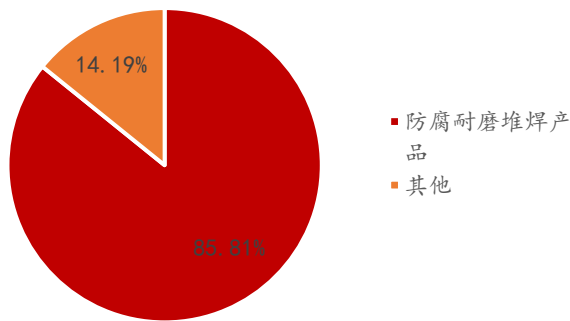
图表 2: 公司主营产品展示

类别	主要细分产品	产品介绍	产品图例
防腐防磨堆焊装备	堆焊水冷壁	水冷壁是锅炉炉膛四周贴墙布置的立置单排并列管，水汽在其管道内不断流动，吸收火焰辐射热而汽化，并使炉墙的壁温不致太高，是锅炉最主要的承压、换热部件之一。水冷壁受热面长时间处于高温、高压及成分复杂的烟气环境中，极易受到腐蚀、磨损。堆焊水冷壁是利用堆焊技术将具有一定使用性能的合金材料熔敷于水冷壁的受热面，使水冷壁受热面具有防腐蚀、防磨损、耐高温、耐高压等特殊性能。	
	堆焊集箱	集箱是连接锅炉炉管的箱体，具有汇集、分配工质和引出蒸汽的作用，是锅炉最主要的承压部件之一。布置在炉膛内的集箱的受热面长时间处于高温、高压及成分复杂的烟气环境中，极易受到腐蚀、磨损。堆焊集箱是利用堆焊技术将具有一定使用性能的合金材料熔敷于过热器管子的外侧，使过热器管子的外侧具有防腐蚀、防磨损、耐高温、耐高压等特殊性能。	
	堆焊过热器	过热器是锅炉中将蒸汽从饱和温度进一步加热至过热温度的部件，是锅炉最主要的承压、换热部件之一。过热器受热面长时间处于高温、高压及成分复杂的烟气环境中，极易受到腐蚀、磨损。堆焊过热器是利用堆焊技术将具有一定使用性能的合金材料熔敷于过热器管子的外侧，使过热器管子的外侧具有防腐蚀、防磨损、耐高温、耐高压等特殊性能。	
	堆焊复合管	堆焊复合管是采用堆焊技术在管材表面熔敷一层防腐蚀、防磨损或其它改性用途的特殊合金，以保证管材在强腐蚀、易磨损等特殊工况下使用。堆焊复合管作为具有特殊性能的管材，可广泛应用于电力、能源、化工、造纸等行业。	
其他产品	非堆焊的锅炉部件	锅炉是利用燃料燃烧释放的热能或其它来源的热能，将水等工质加热到一定温度和压力的换热设备。锅炉作为一种重要的能量转换设备，广泛应用于电力、机械、化工、轻工等领域。公司的非堆焊锅炉部件主要包括水冷壁、集箱、过热器等。	
	压力容器	压力容器是指能够承受一定压力的密闭容器，在贮存、传热、分离、反应等工艺过程中发挥着重要作用，是工业生产中必不可少的设备，广泛应用于化工、能源、冶金、轻工、航空航天、医药等领域。公司的压力容器产品主要包括反应釜、过滤器、仓储罐等。	
	高端钢结构件	高端钢结构件是指用焊接、铆接等多种工艺将多种零件连接成相互连系又互相制约的有机整体，公司的高端钢结构件主要包括海上采油平台支架、核电管道支架、造纸设备转鼓等。	

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所整理

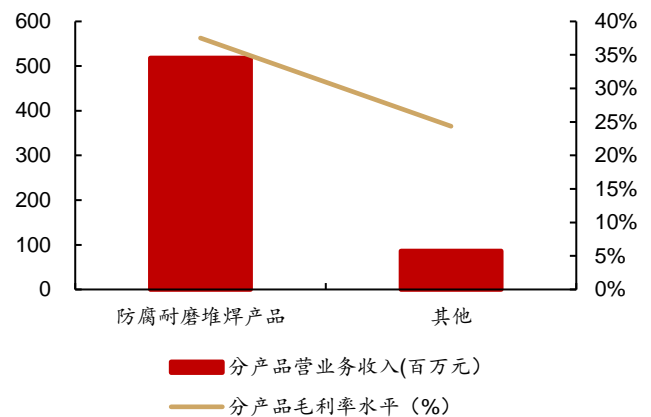
- 公司主要收入来自于防腐防磨堆焊装备，产品盈利能力强。2023 年公司防腐防磨堆焊产品占公司收入比例为 85.81%。从下游应用看，公司主要收入来自垃圾焚烧领域，2023 年来自垃圾焚烧发电领域的收入占比为 76.87%。2023 年，公司防腐耐磨堆焊产品毛利率为 37.52%，处于较高水平。

图表 3: 2023 年公司主营业务收入构成



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 2023 年公司分产品收入与毛利率情况

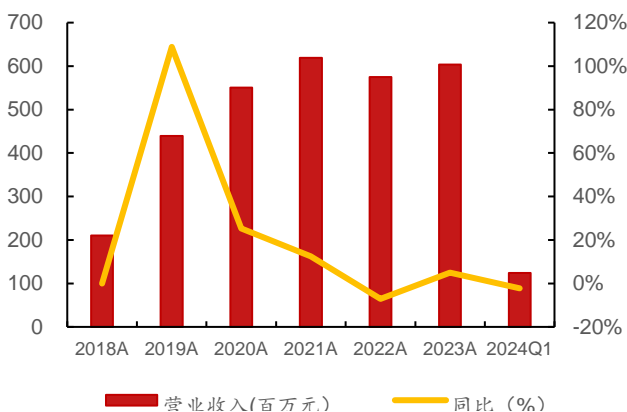


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

1.3 业绩承压, 24 年有望逐步改善

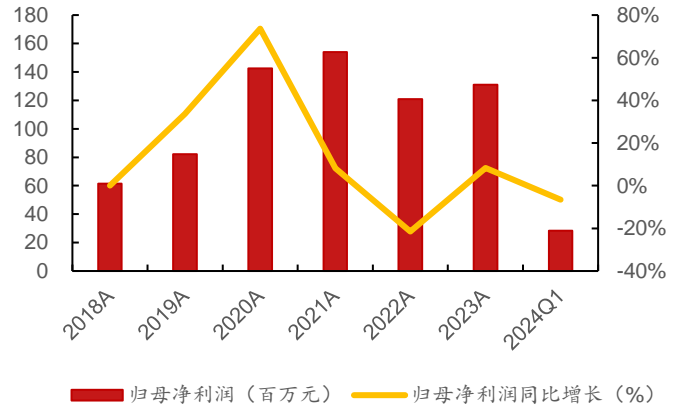
- 业绩稳健增长, 24 年有望逐步改善。**2018-2023 年, 公司营业收入由 2.10 亿元增长至 6.04 亿元, CAGR 约 23.5%; 归母净利润由 0.61 亿元增长至 1.31 亿元, CAGR 约 16.4%。受垃圾焚烧市场景气度影响, 公司近几年业绩增速下降。展望 2024 年, 随着海外业务的高速增长和火电等市场的拓展, 公司业绩有望逐步改善。

图表 5: 公司营收变化情况



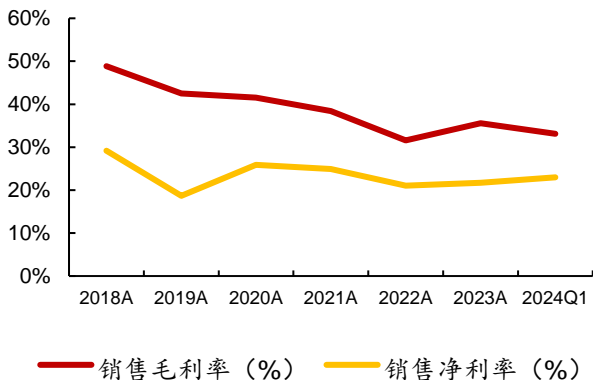
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 公司归母净利润变化情况

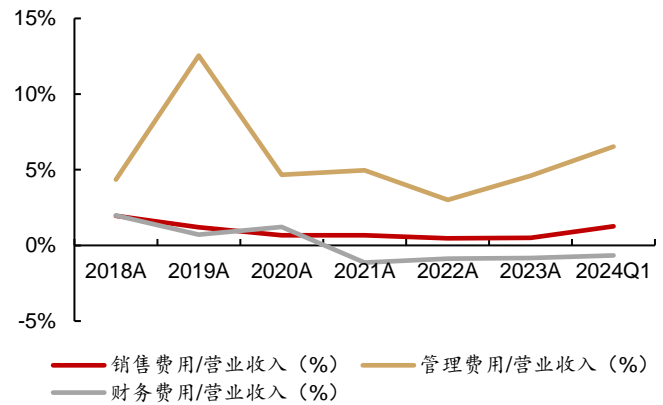


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司盈利能力较强, 毛利率处于较高水平。**2023 年, 公司销售毛利率和销售净利率分别为 35.61%、21.70%。公司盈利能力处于较高水平, 主要原因为行业定制化属性强、公司竞争优势强、规模效应强、绑定优质客户资源。
- 期间费用率趋于稳定。**公司处于快速发展阶段, 业务逐步拓展至环保电力、能源、化工、基金、造纸等多个领域。新应用领域发展可能带来一定费用投入, 但伴随收入增长以及公司费用管控, 预计期间费用率维稳。

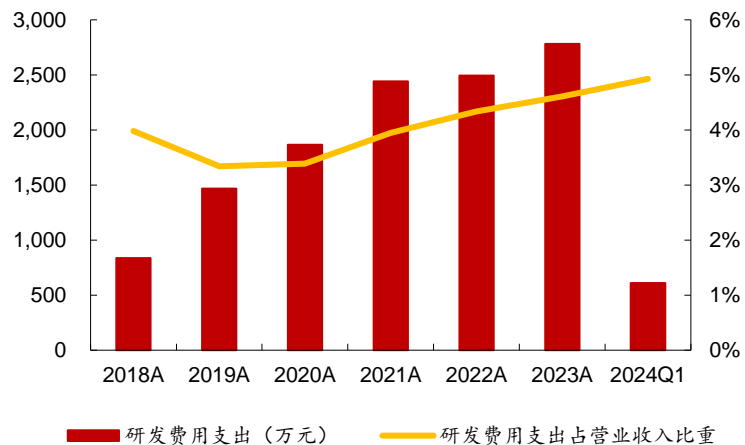
图表 7：公司销售毛利率和销售净利率变化情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8：公司期间费用率变化情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司重视研发。**公司重视研发和技术创新，自主研发并掌握了堆焊材料、工艺、设备等关键核心技术，解决了大面积堆焊层均匀性、稀释率、厚度等方面存在的技术难题。2021-2023 年，公司的研发费用率分别为 3.95%、4.34%和 4.61%。

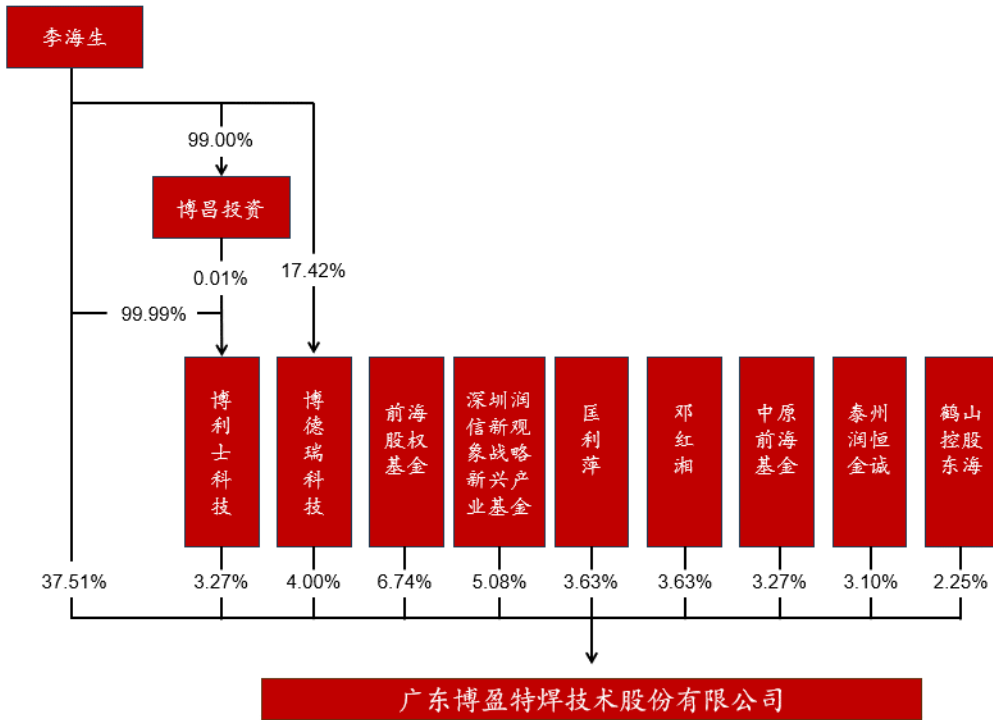
图表 9：公司研发投入及研发费用率情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

1.4 公司股权结构稳定

- 公司实际控制人为李海生。**截至 2024 年一季度，李海生直接持有公司 37.51%的股权，是公司的实际控制人，任公司董事长职务。

图表 10：公司股权结构（截至 2024 年一季度）



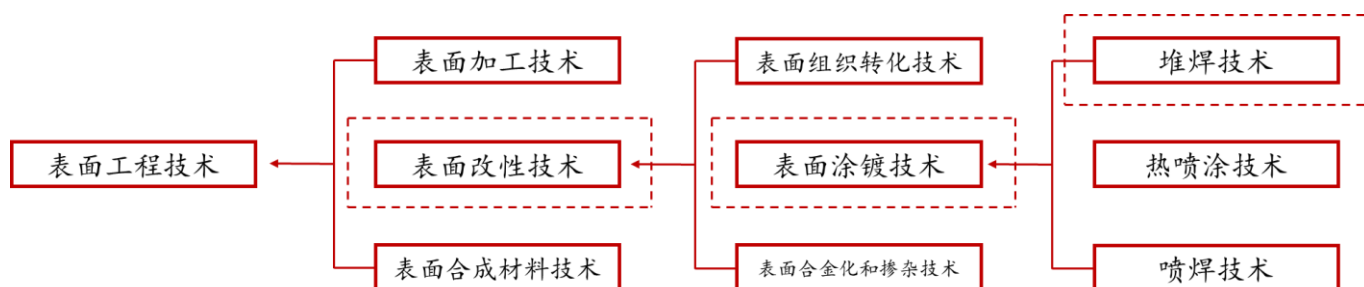
来源：公司公告，中泰证券研究所

二、防腐防磨设备稳定发展，垃圾焚烧发电领域贡献新增长点

2.1 堆焊属于增材制造技术，用于防腐耐磨等领域

- **堆焊是制造和再制造技术的重要支撑。**堆焊是指将具有一定使用性能的合金材料借助一定的热源手段熔覆于母体材料的表面，赋予母材特殊使用性能或使零件恢复原有形状尺寸的工艺方法。被广泛应用于装备零件的制造或修复再制造，尤其是通过高质量翻新、延寿等技术手段，大幅削减制造新件带来的资源能源消耗和碳排放，对于合理使用材料、改进产品设计、降低生产成本、实现修旧利废，以及节约资源、能源，保护环境，都具有重要意义。
- **堆焊技术常用于工业防腐防磨行业。**工业防腐防磨行业是表面工程技术与工业设备制造的交叉领域，在工业设备的生产过程中，通过使用表面工程技术对工业设备或工件表面进行处理，使其表面成分或结构发生改变，从而提升其耐腐蚀、耐磨损的性能。对于工业防腐防磨行业而言，工业设备的作业环境较为复杂，这要求通过表面技术处理后的防护面不仅具有较强的防护性，还应该具有较强的牢固性。在高温环境下，常用于工业防腐防磨行业的表面涂镀技术主要为堆焊技术、热喷涂、喷焊技术等。
- **防腐防磨堆焊应用领域广泛。**防腐防磨广泛应用于垃圾焚烧发电、燃煤发电、生物质发电、能源、化工、冶金、造纸等领域。目前防腐防磨堆焊在垃圾焚烧发电领域应用普及度较高，随着技术进步以及成本优化，燃煤发电等其他领域也有望快速渗透。

图表 11: 表面工程技术流程



来源：博盈特焊招股书，中泰证券研究所

2.2 堆焊技术优势逐渐凸显，渗透率提升空间较大

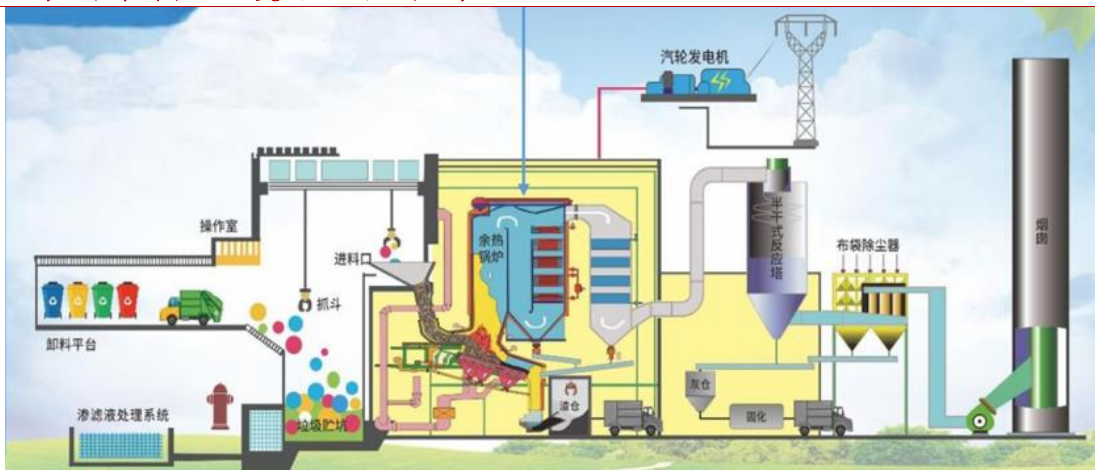
- 堆焊技术优势明显，有望成防腐耐磨领域的发展趋势。**堆焊技术在防腐层结合力、防护稳定性、使用寿命方面存在明显优势，既可用于修复材料因服役而导致的失效部位，使零件恢复原有形状，又可用于强化材料或零件的表面，延长零件的使用寿命，降低设备检修、更换损失及停工损失。随着技术的进步、产能的提升和生产效率的提高，堆焊技术已经在垃圾焚烧发电领域实现了产业化应用，并在生物质发电、燃煤发电、化工、能源、冶金、造纸等领域实现了良好应用，逐渐成为强腐蚀、易磨损、高温、高压等复杂环境下工业设备防腐耐磨的主流技术路线。

图表 12: 堆焊技术、热喷涂技术、喷焊技术的对比情况和优缺点

	堆焊技术	热喷涂技术	喷焊技术
基本定义	用焊接的方法将特定金属熔敷在基体材料表面的技术	将涂层材料加热融化，用高速气流将其雾化成极细的颗粒，并高速喷射到零件表面的技术	在热喷涂处理的基础上，采用感应加热、火焰加热或激光加热等加热方法，对喷涂层进行二次融化，使喷涂层与母材半冶金结合
工艺要求	高	低	中
设备要求	高	低	中
操作难度	高	低	中
生产成本	高	低	中
加工环境要求	生产厂区或项目现场	生产厂区或项目现场	生产厂区
防护层厚度	厚度可控且均匀致密	厚度薄、孔隙率高	厚度薄、较均匀
防腐层结合力	高	低	中
防护稳定性	高	低	中
耐高温性	强	弱	一般
耐腐蚀性	强	弱	一般
耐磨损性	强	弱	一般
使用寿命	长	短	一般

来源：博盈特焊招股书，中泰证券研究所

- 防腐防磨堆焊装备在垃圾焚烧发电领域应用的渗透率逐步提升。**随着堆焊技术的提升、成本的下降，以及在需求持续增长的背景下，防腐防磨堆焊装备在垃圾焚烧发电锅炉的渗透率不断提高，2018-2021 年，防腐防磨堆焊装备在垃圾焚烧发电锅炉的增量渗透率分别为 13.22%、27.37%、42.96%、42.19%，呈增长的趋势。根据公司招股书，随着行业发展，预计未来堆焊技术在垃圾焚烧发电领域的渗透率将达到 70%-80%。

图表 13: 防腐防磨堆焊在垃圾焚烧发电应用场景


来源：博盈特焊招股书，中泰证券研究所

图表 14: 堆焊在我国垃圾焚烧炉增量市场的渗透率

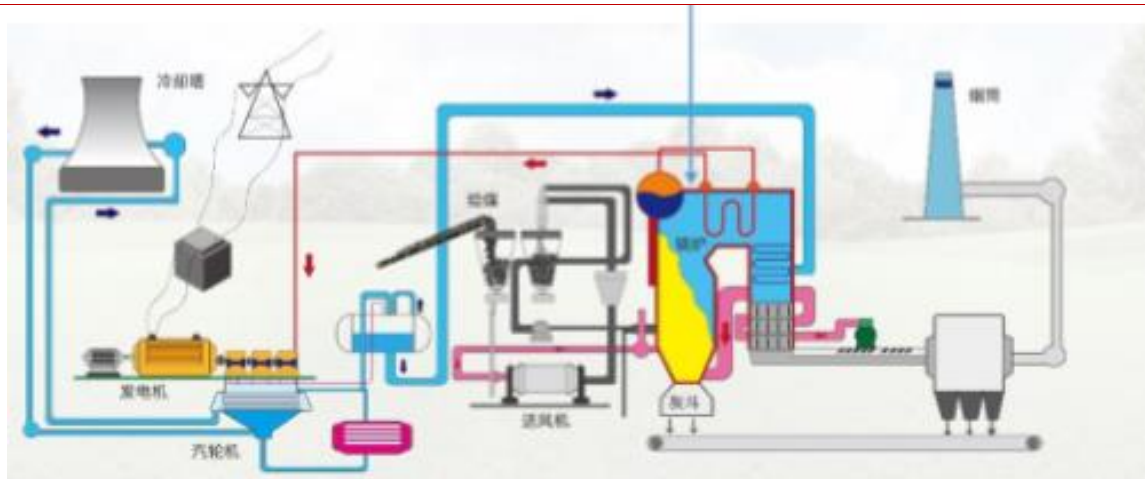
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
我国新投入运营的垃圾焚烧发电锅炉（台）	174	190	270	256
使用防腐防磨堆焊装备的垃圾焚烧发电锅炉（台）	23	52	116	108
增量渗透率	13.22%	27.37%	42.96%	42.19%

来源：博盈特焊招股书，中泰证券研究所

■ **堆焊在燃煤发电市场有望快速发展。**

（1）**燃煤发电锅炉存在防腐防磨需求。**煤炭高温燃烧时，会产生含有氯化物、硫化物、硫酸盐的高温烟气，容易对燃煤发电锅炉管壁造成腐蚀。同时较高烟气流速带来烟气颗粒对锅炉管壁的冲刷磨损。燃煤发电锅炉存在防腐防磨的需求。

（2）**低氮燃烧改造增强防腐防磨需求。**在环保政策推动下，为降低氮氧化物排放，燃煤发电锅炉需要进行低氮燃烧改造。低氮燃烧主要是通过营造还原性环境、降低主燃烧区氧含量等方式，提高氮氧化物的还原反应，从而达到降低氮氧化物排放的目的。但低氮燃烧的工作环境含有大量具有强腐蚀性的还原性物质，会加剧对锅炉管壁腐蚀磨损的影响。因此，在燃煤发电锅炉进行低氮燃烧改造的背景下，燃煤发电行业存在较强防腐防磨需求。防腐防磨堆焊装备性能优异，有助于燃煤发电企业进行低氮燃烧改造，帮助其实现节能环保、持续发展的经济及社会效益。

图表 15: 堆焊在燃煤发电中的应用


来源：博盈特焊招股书，中泰证券研究所

- 除垃圾焚烧发电、燃煤发电行业外，公司的防腐防磨技术和产品还可应用于存在腐蚀与磨损问题的其他工业领域，例如生物质发电、能源、化工、冶金、造纸等领域

图表 16: 其他应用领域

其他应用领域	应用场景简介	应用场景图示
生物质发电	生物质焚烧会产生大量腐蚀性物质与磨损颗粒，对生物质焚烧余热回收锅炉受热面造成腐蚀与磨损，应用防腐防磨堆焊装备可以提高生物质焚烧设备性能并延长其使用寿命，降低设备检修、更换损失及停工损失	
能源	输油管道、核电工程管道、海上钻井平台等工作环境中存在较严重的腐蚀问题，应用防腐防磨技术生产相关管道或工件，可以延长设备使用寿命，降低泄露事故或作业事故的风险	
化工	化工行业通常会涉及强腐蚀性物质的保存、运输以及剧烈化学反应的发生。使用防腐防磨技术生产化工行业需要的储存、运输及反应设备，可以延长化工设备使用寿命，有效降低化工产品泄露的风险	
冶金	冶金过程会产生大量腐蚀性物质，对冶金余热回收锅炉受热面造成腐蚀，应用防腐防磨堆焊装备可以提高冶金设备性能并延长其使用寿命，降低设备检修更换带来的直接损失与停工带来的间接损失	
造纸	造纸过程中会使用带有腐蚀性的漂白剂、碱性物质等，对造纸相关设备产生腐蚀。同时，纸浆流动过程中的细微颗粒也会对设备造成磨损。应用防腐防磨堆焊装备可以延长造纸设备的使用寿命，降低设备更换带来的损失	

来源：博盈特焊招股书，中泰证券研究所

2.3 防腐防磨堆焊市场壁垒高，竞争格局好

■ 市场壁垒一：技术壁垒。

(1) 平衡三大技术指标的难题：防腐防磨工艺技术难度相对较大，需要长期的经验积累。在实际堆焊过程中，由于提供防腐防磨保护作用的镍基焊材润湿性差、堆焊装备多为异形结构、堆焊面积较大等因素，从而导致在大面积堆焊中堆焊层均匀性不一、稀释率较高、厚度不达要求等成为主要的常见问题，而且均匀性、稀释率与厚度之间存在天然冲突，使得如何平衡其相互之间的关系成为技术、生产难题。

(2) Know-how 要求高。工业防腐防磨产品具有定制化的特点，零部件结构、客户要求均有区别，需要根据客户需求及具体的应用环境进行生产制造，因此对应用场景、堆焊工艺理解等要求较高。此外工业防腐防磨产品从技术创新、产品研发、制造工艺摸索、产品应用验证到最终产业化应用，需要较长的时间投入、资源投入和长期的经验、技术沉淀。

图表 17：防腐防磨堆焊的三大技术指标

	含义	影响
均匀性	防腐防磨堆焊装备寿命取决于堆焊层最薄的地方，因此堆焊层的均匀性直接影响产品的使用周期。	堆焊层越均匀，焊道间沟槽引起的应力就会越小，防腐防磨性能越好。 对于具有同样的防腐防磨效果的堆焊装备，堆焊层越均匀，其使用焊材就会越节省，成本也相应越低。
稀释率	堆焊层稀释率直接影响堆焊层防腐防磨的性能，一般而言，基材的防腐防磨性能较差，在进行堆焊时，基材中的成分会部分渗透进堆焊层材料中，从而降低堆焊层的防护效能。	基材熔入焊缝的比率越小，堆焊层的成分越接近原始材料的成分，其防腐防磨性能也越优异。
厚度	堆焊层的厚度直接决定了堆焊装备的成本。	达到同样防腐防磨技术参数的前提下，堆焊层越薄，其使用的堆焊合金材料就越少，成本相对就越低。但堆焊层越薄，工艺实现的难度就越大，对技术的要求也相应越高。

来源：博盈特焊招股书，中泰证券研究所

■ **市场壁垒二：市场准入壁垒。**工业防腐防磨行业的下游行业主要为节能环保、电力、能源、化工、冶金等重要工业领域。下游客户在选择供应商时，会进行严格的多维度考核，从技术实力、产品质量、生产规模、应用案例、产品价格、行业口碑等多方面对供应商进行综合评定，整体考核过程较严格且考核周期较长。新进入本行业的企业项目经验相对较少，配套实力相对较弱，短期难以取得客户的信任。因此，较高的准入门槛以及严格的考核对行业新进入企业形成了较高的客户壁垒。

■ **行业竞争格局好。**在国内市场，防腐防磨堆焊装备的生产制造在最近五年才开始进入快速发展期，具备规模化生产交付能力的企业相对较少。从国外市场看，由于受人口密度等因素的影响，垃圾焚烧发电厂、燃煤发电厂的分布集中度较低，从而导致防腐防磨堆焊装备的市场需求较分散，分散的市场需求难以形成规模较大的厂商。

图表 18: 行业中主要企业情况

企业名称	企业简介
科能熔敷	科能熔敷成立于 2004 年, 主要从事防腐防腐熔敷产品生产制造及施工服务, 解决循环流化床锅炉、垃圾焚烧锅炉、生物质锅炉、煤粉炉、化工气化炉磨损及腐蚀问题, 产品应用于石化、电站、造纸等行业。
恒大高新	恒大高新成立于 1994 年, 2011 年 6 月在深圳证券交易所中小板上市, 股票代码 002591.SZ, 主营业务包括节能环保业务与互联网营销业务, 其中节能环保业务涉及防腐抗蚀材料、垃圾焚烧炉防护和声学降噪等。
荏原制作所公司	荏原制作所公司成立于 1912 年, 总部位于日本, 为东京证券交易所上市公司, 股票代码 6361.T, 主要从事流体机械及系统、环境工程和精密机械等三大业务, 其中环境工程业务中涉及部分垃圾焚烧设施的防腐防腐业务。
AZZ Inc. (宜易贸易有限公司)	AZZ Inc. 成立于 1956 年, 总部位于美国, 为纽约证券交易所上市公司, 股票代码 AZZ.N, 主要从事热浸镀锌、电气设备及元件的制造等业务, 并涉及部分锅炉压力元件的防腐防腐业务。
Uhlig Wel-Cor GmbH (乌里格威尔科公司)	Uhlig Wel-Cor GmbH 成立于 2020 年 3 月, 总部位于德国, 原为 Uhlig Rohrbogen GmbH 的一个业务部门, 主要从事锅炉压力元件的防腐防腐、波纹管的制造等业务。

来源: 博盈特焊招股书, 中泰证券研究所

三、防腐防腐堆焊龙头, 出海+火电拓展推动公司快速发展

3.1 公司是防腐防腐堆焊龙头, 市场地位领先

- 公司累计生产完成的防腐防腐堆焊业绩处于行业领先地位。根据生态环境部的数据, 截至 2021 年 12 月底, 我国已投入运营的垃圾焚烧发电厂有 691 座, 公司为其中 129 座提供了防腐防腐堆焊装备, 占比为 18.67%。此外, 根据生态环境部的数据, 2018 年至 2021 年我国新投入运营的垃圾焚烧发电厂有 410 座, 公司为其中 95 座提供了防腐防腐堆焊装备, 占比为 23.17%。

图表 19: 已投入运营的垃圾焚烧发电场数量

	2021 年 12 月 31 日
我国已投入运营的垃圾焚烧发电厂 (座)	691
公司防腐防腐堆焊装备应用于已投入运营的垃圾焚烧发电厂 (座)	129
占比	18.67%

来源: 博盈特焊招股书, 中泰证券研究所

图表 20: 新投入运营的垃圾焚烧发电场数量

	2018 年至 2021 年
2018 年至 2021 年我国新投入运营的垃圾焚烧发电厂 (座)	410
公司防腐防腐堆焊装备应用于 2018 年至 2021 年我国新投入运营的垃圾焚烧发电厂 (座)	95
占比	23.17%

来源: 博盈特焊招股书, 中泰证券研究所

- 公司具备较强的竞争力。经过十余年发展, 公司在技术研发、规模化生产等方面都具备较强的竞争优势, 已成为国内少数几具备防腐防腐堆焊装备规模化生产能力的企业之一。

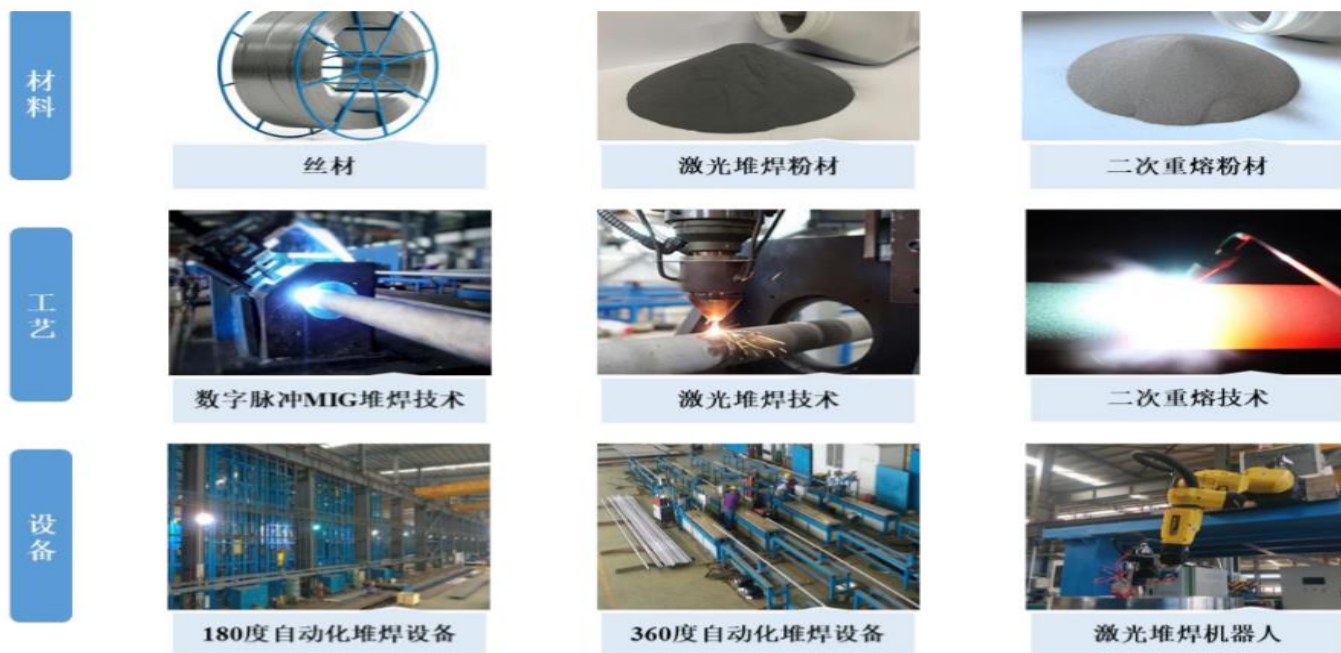
图表 21: 行业中主要企业对比情况

	博盈特焊	恒大高新	科能熔敷
经营规模	2020 年至 2022 年，防腐防磨堆焊装备收入分别为 52,639.97 万元、59,873.65 万元、49,024.07 万元	2020 年至 2022 年，垃圾炉防护业务收入分别为 6,539.27 万元、8,970.58 万元、4,924.90 万元	2020 年至 2022 年防腐抗蚀装备销售收入为 10,036.73 万元、21,906.63 万元、22,344.45 万元
生产能力	防腐防磨堆焊产能超 9 万平方米/年	垃圾炉防护业务产能为 2.6 万至 3 万平方米/年	预计 3 万至 4 万平方米/年（根据其官网介绍的平均每天熔敷面积 80 至 120 平方米测算）
技术工艺	数字脉冲 MIG 高频振荡堆焊技术、激光堆焊技术、二次重熔技术	HCMT 冷焊技术	自动合金熔滴熔敷工艺技术
客户资源	光大环境、深能环保、广州环投、瀚蓝环境、康恒环境、圣元环保、三峰环境、绿色动力、上海环境等国内主要节能环保运营企业；哈尔滨电气、上海电气、东方电气、武汉锅炉、华光环能、西子洁能等国内主要能源设备制造企业；通用电气、住重福惠、欧萨斯、巴威、日立、斯坦米勒巴高克环境等海外客户	光大环境、绿色动力、康恒环境、锦江集团、江联重工、广州环投等	康恒环境、瀚蓝环境、光大环境、深能环保、华光环能、东方电气、西子洁能、中节能集团等

来源：博盈特焊招股书，中泰证券研究所

- 技术研发优势。**公司自主研发并掌握了涵盖材料、工艺、设备等方面的关键核心技术，较好地解决了大面积堆焊中存在的堆焊层均匀性不一、稀释率较高、厚度不达要求等技术难题。

图表 22: 公司在材料、工艺、设备方面的关键核心技术



来源：博盈特焊招股书，中泰证券研究所

- 行业先发优势。**公司是国内较早从事工业设备防腐防磨堆焊业务的企业之一，具备研发、设计、生产、制造等较全面的能力，并拥有较齐备的行业资质，取得了国家《特种设备生产许可证》（A 级锅炉）、美国

《ASME 锅炉及压力容器制造授权证书》“S 钢印”和“U 钢印”，并通过了欧盟 EN ISO 3834-2 焊接体系认证。公司的防腐防磨堆焊装备在节能环保、电力、能源、化工、冶金等领域获得了有效应用，积累了大量实施案例，形成了良好的示范效应。

图表 23: 垃圾焚烧发电领域应用的典型案例

垃圾焚烧发电领域应用的典型案例	典型案例特点
光大环境博罗垃圾焚烧发电厂	我国较早使用中温次高压（450℃、6.5Mpa）参数标准的垃圾焚烧发电项目，也是我国第一次将防腐防磨堆焊装备应用于中温次高压（450℃、6.5Mpa）垃圾焚烧余热回收锅炉的项目，具有良好的示范效应，推动了防腐防磨堆焊装备在中温次高压（450℃、6.5Mpa）垃圾焚烧余热回收锅炉中规模化应用。
广州环投李坑生活垃圾焚烧发电厂	我国首个使用中温次高压（450℃、6.5Mpa）参数标准的垃圾焚烧发电项目，也是广州市第一座垃圾焚烧发电厂。由于锅炉的工作参数较高，锅炉受热面受到较为严重的腐蚀，形成了较大的安全隐患并影响了锅炉的正常运行。通过防腐防磨堆焊装备的应用，有效增强了锅炉受热面防腐蚀、耐高温的能力，保证了锅炉安全、稳定、长周期、高效率运行。
深能环保深圳东部环保电厂	目前国内日处理量最大的单体垃圾焚烧发电厂，拥有 6 条 850 吨/日垃圾焚烧处理线，日处理垃圾可达 5,000 吨以上。通过防腐防磨堆焊装备的应用，有效保证了锅炉高效稳定运行。
光大环境苏州垃圾焚烧发电厂（四期）	我国最早使用中温高压（430℃、13MPa）参数标准的垃圾焚烧发电项目，也是我国第一次将防腐防磨堆焊装备应用于中温高压（430℃、13MPa）垃圾焚烧余热回收锅炉的项目。

来源：博盈特焊招股书，中泰证券研究所

- 规模生产优势。**公司凭借深厚的技术沉淀和丰富的经验积累，将非标定制化的工业防腐防磨堆焊装备的生产制造进行了流程化改进，提升了生产效率，提高了交付能力，降低了生产成本，实现了规模化生产。同时，公司高度重视工厂生产的自动化和智能化转型升级，通过对机器设备的自动化改造，进一步提高了规模化的生产水平和生产效率。

图表 24: 公司规模化生产线



来源：博盈特焊招股书，中泰证券研究所

- 品牌及客户优势。**公司凭借深厚的技术沉淀、优良的制造工艺、过硬的

产品质量，在技术实力、产品质量、生产规模、应用案例、产品价格、行业口碑等多方面得到了客户的认可与信赖，在行业内树立了良好的品牌形象。

图表 25: 公司的主要客户简介

客户名称	主要客户简介
上海电气	中国领先的综合性高端装备制造集团，国内领先的发电设备制造企业
HZI	全球领先的废物及生物热回收处理解决方案供应商，业务主要分布在欧洲、中东、美国及澳洲等地
光大环境	中国首个一站式、全方位的环境综合治理服务商，中国最大与世界知名的环境企业，全球最大垃圾发电投资运营商
广州环投	中国综合性环保产业集团，国内领先的城市固废处理综合解决方案提供商
深能环保	中国较早从事垃圾清洁焚烧项目的企业，国内领先的高标准垃圾焚烧运营商
瀚蓝环境	国内领先的固废处理企业，专注于环境产业的服务方案提供商
康恒环境	国内领先的固废处理企业，专注于城市固废治理、农林废弃物处理等领域的综合性服务商
哈尔滨电气	中国最早组建的大型发电设备制造基地，国内领先的发电设备制造企业
通用电气 (GE)	全球领先的先进技术服务和设备供应商，世界知名的综合性跨国公司

来源：博盈特焊招股书，中泰证券研究所

3.2 目前主要面向垃圾焚烧市场，国内企稳+出海推动业务快速发展

- **堆焊在垃圾焚烧发电渗透率有望继续提升。**我国各省级政府出台的垃圾焚烧处理中长期规划中明确规定用于垃圾焚烧发电行业的投资总额超过 2,200 亿元，2035 年前预计累计新增（扩建）的垃圾焚烧设施至少 749 座。按照 2035 年前预计至少新增 749 座垃圾焚烧设施，以及防腐防磨堆焊装备在垃圾焚烧发电市场的渗透率估计，2035 年前预计防腐防磨堆焊装备在垃圾焚烧发电市场的增量市场空间为 79 至 91 亿元。垃圾焚烧发电行业的进一步发展，将继续带动垃圾焚烧发电余热锅炉及相关防腐防磨产品发展，为上游行业创造增量的市场空间。

图表 26: 国内垃圾焚烧发电领域的增量市场

数据	测算依据
2035 年前新增垃圾焚烧设施（座）①	749 根据我国 19 个省级政府出台的垃圾焚烧处理中长期规划统计
垃圾焚烧设施平均锅炉数量（台）②	2.5 根据生态环境部公开数据计算
预计新增垃圾焚烧炉数量（台）③=①×②	1,873 -
防腐防磨堆焊在垃圾焚烧发电锅炉的渗透率④	70%~80% 渗透率的预计依据如下：①根据生态环境部公开数据、环卫科技网等相关信息平台数据及公司市场调研数据等整理，2018 年至今每年投运的垃圾焚烧锅炉中防腐防磨堆焊的渗透率由 15% 左右提高至 50% 左右，保持较快的增长趋势，预计渗透率仍将继续提高。②经访谈国内主要垃圾焚烧发电运营商，随着垃圾焚烧作业参数的提高，垃圾焚烧余热回收锅炉的腐蚀磨损程度日益加剧，新建垃圾焚烧锅炉基本上都会考虑使用防腐防磨堆焊装备。③参考海外市场，防腐防磨堆焊装备在海外垃圾焚烧发电设施的应用历史较长，经访谈发行人主要海外客户，海外垃圾焚烧锅炉基本上都会使用防腐防磨堆焊装备。因此，基于上述依据，谨慎预计防腐防磨堆焊装备在垃圾焚烧锅炉中的渗透率将达到 70% 至 80%。
采用防腐防磨堆焊的锅炉数量（台）⑤=③×④	1,311~1,498 -
单个锅炉平均堆焊造价（万元）⑥	606.35 根据公司 2018 年至 2020 年三年项目数据计算

预计 2035 年前防腐防磨堆焊装备在垃圾焚烧领域增量市场空间 (亿元) ⑦=⑤×⑥	79~91	-
--	-------	---

来源：博盈特焊招股书，中泰证券研究所

- **海外垃圾焚烧发电领域的增量市场大，出海推动公司业务快速发展。**根据《中国城镇生活垃圾焚烧发电产业发展报告》以及国家统计局数据，2016 年全球垃圾焚烧厂超过 2,100 座，其中海外垃圾焚烧厂数量超过 1,850 座。根据世界银行的数据，2016 年至 2050 年，全球垃圾产生量预计将从 20.1 亿吨跃升至 34.0 亿吨，增幅为 69.15%，年复合增长率为 1.56%。垃圾产生量的增加将会提高垃圾处理需求，需要建设更多垃圾处理设施。
- 假设全球垃圾产生量以每年 1.56% 的速度增长，2035 年全球垃圾产生量预计将达到 26.96 亿吨，与 2016 年相比增加 34.14%。假设海外垃圾焚烧锅炉在 2016 年数量的基础上增加 34.14%，即增加 1,579 台，将为防腐防磨堆焊装备带来 67 至 77 亿元的增量市场空间。

图表 27：海外垃圾焚烧发电领域的增量市场

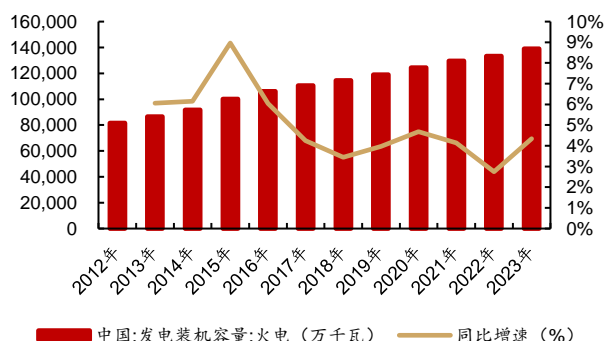
	数据	依据
截至 2016 年底海外生活垃圾焚烧设施数量 (座) ①	1,850	根据《中国城镇生活垃圾焚烧发电产业发展报告》以及国家统计局数据计算
垃圾焚烧设施平均锅炉数量 (台) ②	2.5	参照生态环境部公开数据计算
截至 2016 年底海外垃圾焚烧锅炉数量 (台) ③=①×②	4,625	-
垃圾焚烧锅炉增长率④	34.14%	根据世界银行数据测算垃圾增长率，假设垃圾焚烧设施与垃圾产生量同比例增长
2035 年前预计新增垃圾焚烧炉数量 (台) ⑤=③×④	1,579	-
防腐防磨堆焊在垃圾焚烧发电锅炉的渗透率⑥	70%~80%	防腐防磨堆焊在海外垃圾焚烧发电设施的应用历史较长，经访谈发行人主要海外客户，海外垃圾焚烧锅炉基本上都会使用防腐防磨堆焊装备，渗透率较高，预计平均达到 70%~80%
采用防腐防磨堆焊的锅炉数量 (台) ⑦=⑤×⑥	1,105~1,263	-
单个锅炉平均堆焊造价 (万元) ⑧	606.35	根据公司 2018 年至 2020 年三年项目数据计算
预计 2035 年前防腐防磨堆焊装备在海外垃圾焚烧领域增量市场空间 (亿元) ⑨=⑦×⑧	67~77	-

来源：博盈特焊招股书，中泰证券研究所

3.3 应用领域拓展打开公司成长空间

- **防腐防磨堆焊设备在燃煤发电领域的发展潜力大。**燃煤发电是我国最重要的电力来源，是我国电力领域的支柱行业。根据电力企业联合会及 Wind 数据，2013 年至 2023 年，我国火电装机总容量从 86496 万千瓦增长至 139,032 万千瓦，年复合增长率 4.9%。
- 根据生态环境部印发的《2019-2020 年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电行业）》（征求意见稿）中的相关数据，目前我国发电行业重点排放单位共计 2,267 家，燃煤发电行业的低氮燃烧改造项目释放的工业防腐防磨市场空间较大，具有广阔的发展前景。根据公

司招股书，截至 2020 年底，我国 300MW 及以上大型煤电机组超过 1,900 座，预计将为防腐防磨堆焊装备带来 75 至 100 亿元的改造市场空间。

图表 28: 火电装机总容量及增长速率


来源: 电力企业联合会, Wind, 中泰证券研究所

图表 29: 堆焊设备在燃煤发电行业的市场空间

项目	数据	测算依据
300MW 及以上机组数量 (座) ①	1,972	根据公开数据
单台机组平均堆焊造价 (万元) ②	400~500	根据公司项目信息整理
300MW 及以上机组改造市场空间 (亿元) ③=①×②	75~100	-

来源: 博盈特焊招股书, 中泰证券研究所

3.4 募投项目扩产，助力公司发展

- 募投项目扩产，保障公司发展。**公司募投项目用于新建生产基地、原厂区自动化改造升级、以及补充流动资金。拟投资 5.15 亿元用于新建生产基地，建设周期 48 个月，项目完全达产后预计新增防腐防磨堆焊装备产能 60,000 平方米、非堆焊锅炉部件 5,000 吨、压力容器 1,500 吨、高端钢结构件 3,500 吨。产能扩张一方面为公司出海以及燃煤发电市场拓展战略提供保障，另一方面有助于强化规模效应，夯实公司防腐防磨堆焊市场的龙头地位。

图表 30: 募集资金运用概况

项目名称	项目投资总额 (亿元)	拟使用募集资金金额 (亿元)	投资建设周期
防腐防磨产品研发及生产基地建设项目	5.15	4.23	48 个月
原厂区自动化升级改造项目	1.20	1.20	36 个月
补充流动资金	3.07	3.07	-
合计	9.42	8.50	-

来源: 博盈特焊招股书, 中泰证券研究所

四、盈利预测

■ 防腐防磨堆焊设备:

(1) 国内: 2024 年垃圾焚烧市场景气度有望企稳, 随着国内经济的不断复苏, 市场景气度有望提振, 预计公司国内防腐防磨产品收入平稳增长, 假设 2024-2026 年公司国内市场防腐防磨堆焊产品收入增速分别为 5.0%、20.0%、25.0%。

(2) 国外: 公司不断拓展海外市场, 其产品在海外市场具备高性价比, 发展迅速, 预计公司国外防腐防磨堆焊收入延续高增长势头, 假设 2024-2026 年公司国外防腐防磨堆焊产品收入增速分别为 20.0%、30.0%、30.0%。

综上, 预计 2024-2026 年, 公司防腐防磨堆焊产品营收增速分别为 11.6%、24.7%、27.5%。公司竞争力强, 市场份额和盈利能力稳定,

预计 2024-2026 年防腐防磨堆焊产品毛利率分别为 37.5%、37.3%、37.5%。

- 其他业务：**其他业务包括锅炉部件、压力容器、高端钢结构件等非堆焊装备，基于客户和堆焊技术积累，公司非堆焊产品有望实现协同发展。假设 2024-2026 年公司其他业务收入增速分别为 20.0%、25.0%、25.0%。考虑到技术难度和壁垒，预计非堆焊业务毛利率保持稳定且低于堆焊装备，假设 2024-2026 年，公司其他业务毛利率分别为 24.0%、23.0%、23.0%。
- 预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 6.81、8.50、10.80 亿元，归母净利润分别为 1.52、2.00、2.53 亿元。

图表 31：业绩拆分和盈利预测

		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	假设条件
防腐防磨堆焊产品	收入 (百万元)	598.74	490.24	518.07	578.17	721.15	919.22	收入：(1) 根据公司 2023 年报，防腐防磨堆焊产品占公司营收 85.81%，其中国内占营收 56.03%、国外占营收 43.97% (2) 垃圾焚烧行业景气度企稳回升，防腐防磨堆焊产品收入快速增长； 毛利率：预计毛利率保持稳定。
	收入 YOY	13.74%	-18.12%	5.68%	11.60%	24.73%	27.47%	
	其中：国内	532.88	377.48	290.12	304.63	365.55	456.94	
	YOY	13.74%	-29.16%	-23.14%	5.00%	20.00%	25.00%	
	其中：海外	65.86	112.76	227.95	273.54	355.60	462.28	
	YOY	13.74%	71.20%	102.16%	20.00%	30.00%	30.00%	
	营业成本 (百万元)	366.67	324.94	323.7	361.35	452.16	574.51	
	毛利率 (%)	38.76%	33.72%	37.52%	37.50%	37.30%	37.50%	
毛利润 (百万元)	232.07	165.3	194.38	216.81	268.99	344.71		
其他	收入 (百万元)	20.17	84.69	85.69	102.83	128.54	160.67	收入：随公司业务增长； 毛利率：预计盈利能力保持稳定。
	收入 YOY	-16.24%	319.88%	1.18%	20.00%	25.00%	25.00%	
	营业成本 (百万元)	14.71	68.41	65.06	78.15	98.97	123.71	
	毛利率 (%)	27.07%	19.22%	24.08%	24.00%	23.00%	23.00%	
	毛利润 (百万元)	5.46	16.28	20.62	24.68	29.56	36.95	
总营业收入	收入 (百万元)	618.91	574.93	603.76	680.99	849.69	1079.89	
	收入 YOY	12.43%	-7.11%	5.01%	12.79%	24.77%	27.09%	
	营业成本 (百万元)	381.38	393.35	388.76	439.50	551.14	698.23	
	毛利率 (%)	38.38%	31.58%	35.61%	35.46%	35.14%	35.34%	
	毛利润 (百万元)	237.53	181.58	215.00	241.49	298.55	381.66	

来源：Wind，中泰证券研究所

- 可比公司估值：**我们选取聚焦冷喷涂再制造与增材制造的超卓航科，以及主业为特种合金制品且布局有色金属冶炼及压延加工等第二成长曲线优秀的图南股份、余热锅炉制造商西子洁能、余热锅炉和压力容器企业海陆重工作为可比公司。2024-2026 年，可比公司 PE 为 29.96、20.75、16.93 倍，公司 2024-2026 年 PE 分别为 21.83、16.54、13.08 倍，低于可比公司平均估值。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 32：可比公司估值

代码	简称	股价 (6月5日)	EPS (元)				PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300855.SZ	图南股份	27.09	0.84	1.03	1.30	1.58	26.18	20.85	17.14
688237.SH	超卓航科	22.35	-0.39	0.78	0.81	1.07	28.51	27.44	20.95

002534.SZ	西子洁能	10.99	0.07	0.22	0.47	0.55	50.79	23.31	19.91
002255.SZ	海陆重工	5.77	0.40	0.40	0.51	0.59	14.38	11.39	9.72
平均							29.96	20.75	16.93
301468.SZ	博盈特焊	25.11	0.99	1.15	1.52	1.92	21.83	16.54	13.08

来源：Wind，中泰证券研究所

注：超卓航科、南图股份盈利预测取自Wind一致预期；博盈特焊盈利预测为中泰证券研究所预测。

五、风险提示

- **行业景气度不及预期的风险。**目前公司来自垃圾焚烧发电市场的收入较高，若国内市场新建垃圾焚烧炉需求不及预期，可能导致国内场景气度下降。公司目前在快速发展海外市场，但若海外市场需求不及预期则可能导致公司业绩增长不及预期的风险。
- **新业务进展不及预期的风险。**公司基于特种焊接技术的积累拓展燃煤发电、生物质发电、能源等行业，且新领域的市场空间较大，打开公司长期成长空间。但若新业务进展不及预期，可能导致公司业绩增长不及预期的风险。
- **市场竞争加剧的风险。**若市场竞争加剧，可能导致公司市场份额或盈利能力下滑，从而导致业绩增长不及预期的风险。
- **市场空间测算偏差的风险。**报告中的行业规模测算是基于一定的假设条件，存在不及预期的风险。
- **报告引用数据更新不及时的风险等。**

图表 33：盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	319	367	443	790	营业收入	604	681	850	1,080
应收票据	6	9	9	12	营业成本	389	440	551	698
应收账款	168	184	204	238	税金及附加	4	4	3	3
预付账款	6	9	11	14	销售费用	3	3	4	5
存货	283	261	273	346	管理费用	28	31	34	43
合同资产	88	79	102	137	研发费用	28	34	42	54
其他流动资产	1,426	1,090	815	453	财务费用	-5	-12	-12	-14
流动资产合计	2,208	1,919	1,754	1,852	信用减值损失	-9	-5	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-9	-7	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	4	0	0	0
固定资产	218	356	920	1,327	投资收益	5	3	0	0
在建工程	1	401	201	1	其他收益	1	1	0	0
无形资产	53	48	43	39	营业利润	151	174	228	290
其他非流动资产	4	4	4	4	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	276	808	1,168	1,371	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	2,484	2,728	2,922	3,223	利润总额	151	174	228	290
短期借款	0	20	20	20	所得税	20	22	28	37
应付票据	19	20	20	31	净利润	131	152	200	253
应付账款	23	26	35	46	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	131	152	200	253
合同负债	104	197	206	253	NOPLAT	127	141	190	241
其他应付款	1	1	1	1	EPS (按最新股本摊薄)	0.99	1.15	1.52	1.92
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	19	21	22	27	主要财务比率				
流动负债合计	166	284	304	379	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	5.0%	12.8%	24.8%	27.1%
其他非流动负债	5	5	5	5	EBIT增长率	12.4%	10.6%	33.5%	28.1%
非流动负债合计	5	5	5	5	归母公司净利润增长率	8.3%	15.9%	32.0%	26.4%
负债合计	171	289	309	383	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,313	2,439	2,613	2,840	毛利率	35.6%	35.5%	35.1%	35.3%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	21.7%	22.3%	23.6%	23.5%
所有者权益合计	2,313	2,439	2,613	2,840	ROE	5.7%	6.2%	7.7%	8.9%
负债和股东权益	2,484	2,728	2,922	3,223	ROIC	14.6%	11.1%	11.1%	10.8%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	6.9%	10.6%	10.6%	11.9%
					债务权益比	0.2%	1.0%	1.0%	0.9%
					流动比率	13.3	6.7	5.8	4.9
					速动比率	11.6	5.8	4.9	4.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
					应收账款周转天数	88	93	82	74
					应付账款周转天数	24	20	20	21
					存货周转天数	276	223	174	159
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.99	1.15	1.52	1.92
					每股经营现金流	0.67	2.18	1.44	1.97
					每股净资产	17.52	18.47	19.79	21.51
					估值比率				
					P/E	25	22	17	13
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	7	6	5	3

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。