

力聚热能 (603391.SH)

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 下周三（7月17日）有一家主板上市公司“力聚热能”询价。
- ◆ 力聚热能（603391）：公司主营业务为热水锅炉与蒸汽锅炉的研发、生产和销售，产品用于供应采暖和生活用水，以及供应工业生产所需的蒸汽。公司2021-2023年分别实现营业收入7.94亿元/9.84亿元/12.04亿元，YOY依次为17.05%/23.98%/22.42%；实现归母净利润1.81亿元/1.64亿元/2.68亿元，YOY依次为-1.43%/-9.65%/64.08%。最新报告期，公司2024年1-3月实现营业收入3.17亿元，同比增长17.33%；实现归母净利润0.72亿元，同比增长33.28%。根据公司管理层初步预测，公司2024年1-6月营业收入预计较上年同期增长0.94%至25.56%，归母净利润较上年同期增长4.18%至28.09%。

- ① **投资亮点：1、公司为工业锅炉行业头部企业，并在热水锅炉细分市场市占率稳居行业榜首。**以董事长何俊南先生为首的公司高管团队大多毕业于浙江大学，且在锅炉供暖行业拥有20年以上的行业经验；公司自2006年成立以来便深耕契合环保理念的燃气锅炉领域，于2014年推出搭载水冷预混燃烧技术的真空/微压相变热水锅炉，又于2017年成功研制蒸汽锅炉。相较竞争对手，公司燃气锅炉更具运行效率高、成本低、氮氧化物排放低等优势；以热水锅炉为例，主营收入前10的工业锅炉企业（2021年度数据）的热效率均值为85.65%、公司对应热效率为91.72%，竞争企业2-4t/h热水锅炉的燃气耗用量均值为154.35~301.30Nm³/h、公司对应燃气耗用量为135.40~270.90Nm³/h；其次，在全负荷状态下，公司燃气锅炉实测氮氧化物排放量达到了30mg/m³以下，满足国内现行最为严格的氮氧化物排放标准。受益于上述优势，公司已发展成为国内工业锅炉的头部企业；据中国电器工业协会工业锅炉分会统计，2020至2022年度公司在国内工业锅炉的市占率位居行业前十，且在细分类别热水锅炉的市占率分别为8.80%、13.06%和16.42%，稳居行业第一。**2、2018年公司与西安热力合作设立西安力聚，有望借助西安热力的客户及资源优势进一步开拓西北五省市场。**公司的经营主体位于浙江、地处华东地区，报告期间来自华东地区的销售收入稳定50%以上，而其他区域占比则相对较低。为进一步开拓市场，2018年公司与西安热力合作设立西安力聚，其中，公司参股40%；西安热力是西安市国有独资的集中供热专业化公司、西北地区供热行业的领军企业。对于公司而言，在西安聚力产能不足的情况下，西安热力可委托公司代为生产或从公司采购真空锅炉本体，因此西安聚力的设立有望助力公司获取新的业务机会，提升公司的锅炉设备在当地的知名度；同时，伴随着公司与西安热力的合作深入，有望借助西安热力在当地的客户和资源优势。而对于原先并不具备规模化生产锅炉设备能力的西安热力而言，可通过控股西安力聚以完善自身的供热产业链、减少锅炉设备的外采成本、形成从生产供热设备到提供供热服务全方位的供热产业链；双方的合作具有长期稳定性。
- ② **同行业上市公司对比：**选取西子洁能、华光环能、海陆重工、迪森股份为力聚热能的可比上市公司；值得注意的是，同行业A股上市公司的锅炉产品主要为电站锅炉、工业锅炉分类中的余热锅炉、垃圾焚烧锅炉、生物质锅炉等，与公司主要产品存在一定差异。从上述可比公司来看，2023年度可比公司的

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	68.25
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙
 SAC执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

报告联系人

戴铮铮
 daizhengzheng@huajinsec.cn

相关报告

- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（绿联科技）-2024年第41期-总第468期 2024.7.7
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（科力装备）-2024年第40期-总第467期 2024.6.28
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（乔锋智能）-2024年第39期-总第466期 2024.6.23
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（键邦股份）-2024年第38期-总第465期 2024.6.19
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（安乃达）-2024年第37期-总第464期 2024.6.16



平均收入为 56.88 亿元，可比 PE-TTM（算数平均）为 19.99X，销售毛利率为 21.94%；相较而言，公司营收规模低于可比公司平均，销售毛利率则处于同业的中高位区间。

- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2021A	2022A	2023A
主营收入(百万元)	793.5	983.8	1,204.4
同比增长(%)	17.05	23.98	22.42
营业利润(百万元)	215.2	187.5	315.6
同比增长(%)	1.12	-12.89	68.34
归母净利润(百万元)	181.0	163.5	268.3
元)			
同比增长(%)	-1.43	-9.65	64.08
每股收益(元)	2.65	2.40	3.93

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、力聚热能	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	6
(四) 募投资项目投入	6
(五) 同行业上市公司指标对比	7
(六) 风险提示	7

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
表 1: 2016-2022 年我国工业锅炉的产量 (单位: 万蒸吨)	5
表 2: 公司 IPO 募投资项目概况	7
表 3: 同行业上市公司指标对比	7

一、力聚热能

公司专业从事热水锅炉与蒸汽锅炉的研发、生产和销售，产品用于供应采暖和生活用水，以及供应工业生产所需的蒸汽。

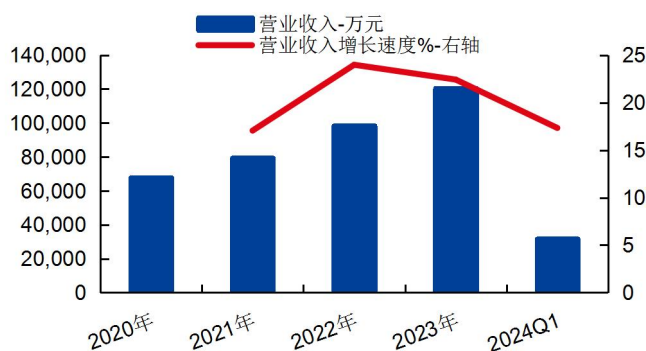
经过多年努力，公司积累了水冷预混燃烧技术、烟气冷凝换热技术、真空相变换热技术等一系列锅炉制造技术，是锅炉行业内较少的自主掌握锅炉设计技术、燃烧技术、控制技术的企业。截至 2023 年 12 月 31 日，公司已取得境内发明专利 11 项、境外发明专利 3 项，实用新型专利 75 项、外观设计专利 1 项、浙江省装备制造业重点领域首台（套）产品 3 项；公司参与起草了《相变锅炉》《燃气（油）真空热水机组》《绿色设计产品评价技术规范真空热水机组》《绿色设计产品评价技术规范盘管蒸汽发生器》《水冷预混低氮燃烧器通用技术要求》等锅炉行业标准。

（一）基本财务状况

公司 2021-2023 年分别实现营业收入 7.94 亿元/9.84 亿元/12.04 亿元，YOY 依次为 17.05%/23.98%/22.42%；实现归母净利润 1.81 亿元/1.64 亿元/2.68 亿元，YOY 依次为 -1.43%/-9.65%/64.08%。最新报告期，公司 2024 年 1-3 月实现营业收入 3.17 亿元，同比增长 17.33%；实现归母净利润 0.72 亿元，同比增长 33.28%。

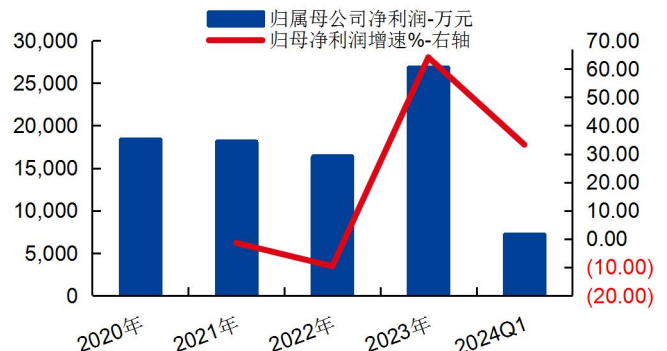
2023 年，公司主营收入按业务类型可分为两大板块，分别为机组销售（11.45 亿元，95.39%）、维保及合同能源管理（0.55 亿元，4.61%）。公司以机组销售业务为主，2021-2023 年报告期内来自机组销售业务的收入占比稳定在 95%以上；在机组销售中，热水锅炉销售约占其中的 7 成、蒸汽锅炉销售约占其中的 3 成。

图 1：公司收入规模及增速变化



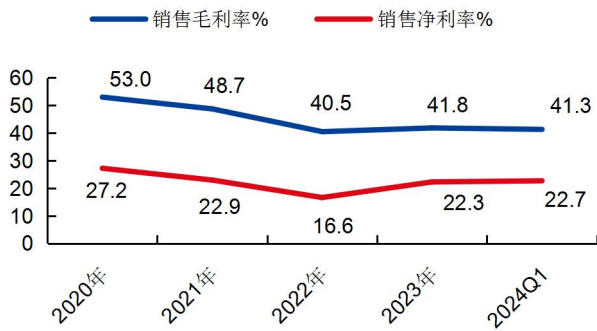
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



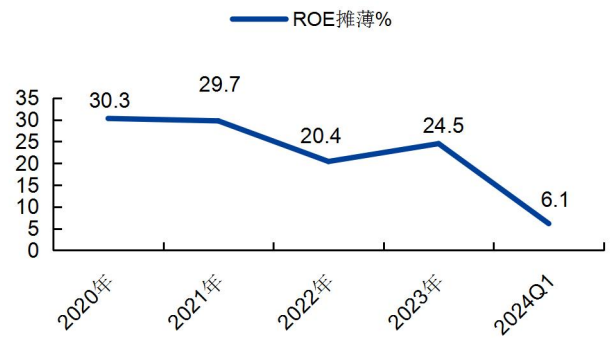
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司主要产品包括热水锅炉与蒸汽锅炉；根据其产品类别，公司归属于工业锅炉行业。

1、工业锅炉行业

2016-2017 年，因大气污染治理三年行动的阶段性收官，工业锅炉行业发展迎来了一个小高潮；2018 年，随着“煤改气、煤改电”等能源环保政策的深入推进，工业锅炉行业整体产量所有下滑；2019 年，工业锅炉行业逐渐完成转型，生产开始逐渐回暖。

近年来，在“煤改气”、“双碳”等政策驱动下，燃气锅炉占比继续扩大。受能源结构的调整，2018 年以来，工业锅炉的产品构成、燃烧方式也发生了深刻变化。根据中国电器工业协会工业锅炉分会关于“十三五”期间不同燃料类别的工业锅炉产量数据分析，燃煤锅炉的产量占比由 2016 年度的 37.02% 下降至 2020 年度的 15.46%；2016 年度至 2020 年度，燃（油）气锅炉的产量占比为 55-75% 左右。预期随着我国节能环保政策的持续推进，以清洁能源天然气供能的燃气锅炉市场占比将进一步扩大。

表 1：2016-2022 年我国工业锅炉的产量（单位：万蒸吨）

代码	2023 年 ROE（摊薄）
2016 年	45.81
2017 年	43.36
2018 年	32.23
2019 年	39.39
2020 年	43.91
2021 年	38.91
2022 年	37.44

资料来源：国家统计局，公司招股书，华金证券研究所

我国工业锅炉行业大部分企业规模较小，且缺乏自主核心技术，行业内同质化竞争激烈；然而，随着我国供给侧结构性改革的深入推进、能源结构进一步优化，工业锅炉行业将重新洗牌，大量缺乏自主核心技术、未能形成一定生产规模的工业锅炉企业将被淘汰。根据中国电器工业协会工业锅炉分会的预测，至“十四五”末，行业内锅炉企业数量将缩小至 400 家，其中持有 A

级锅炉生产制造许可证的企业约为 150 家左右。另外，根据中国电器工业协会工业锅炉分会出具的《2021 年度工业锅炉行业部分企业经济与技术指标统计分析》，36 家工业锅炉生产企业上报全年工业总产值数据，共为 190.77 亿元，与 2020 年同期相比，增幅为 10.12%；总产量为 124,054.20 蒸吨，占我国工业锅炉总产量的比例为 31.89%。

（三）公司亮点

1、公司为工业锅炉行业头部企业，并在热水锅炉细分市场市占率稳居行业榜首。以董事长何俊南先生为首的公司高管团队大多毕业于浙江大学，且在锅炉供暖行业拥有 20 年以上的行业经验；公司自 2006 年成立以来便深耕契合环保理念的燃气锅炉领域，于 2014 年推出搭载水冷预混燃烧技术的真空/微压相变热水锅炉，又于 2017 年成功研制蒸汽锅炉。相较竞争对手，公司燃气锅炉更具运行效率高、成本低、氮氧化物排放低等优势；以热水锅炉为例，主营收入前 10 的工业锅炉企业（2021 年度数据）的热效率均值为 85.65%、公司对应热效率为 91.72%，竞争企业 2-4t/h 热水锅炉的燃气耗用量均值为 154.35~301.30Nm³/h、公司对应燃气耗用量为 135.40~270.90 Nm³/h；其次，在全负荷状态下，公司燃气锅炉实测氮氧化物排放量达到了 30mg/m³ 以下，满足国内现行最为严格的氮氧化物排放标准。受益于上述优势，公司已发展成为国内工业锅炉的头部企业；据中国电器工业协会工业锅炉分会统计，2020 至 2022 年度公司在国内工业锅炉的市占率位居行业前十，且在细分类别热水锅炉的市占率分别为 8.80%、13.06%和 16.42%，稳居行业第一。

2、2018 年公司与西安热力合作设立西安力聚，有望借助西安热力的客户及资源优势进一步开拓西北五省市场。公司的经营主体位于浙江、地处华东地区，报告期间来自华东地区的销售收入稳定 50%以上，而其他区域占比则相对较低。为进一步开拓市场，2018 年公司与西安热力合作设立西安力聚，其中，公司参股 40%；西安热力是西安市国有独资的集中供热专业化公司、西北地区供热行业的领军企业。对于公司而言，在西安聚力产能不足的情况下，西安热力可委托公司代为生产或从公司采购真空锅炉本体，因此西安聚力的设立有望助力公司获取新的业务机会，提升公司的锅炉设备在当地的知名度；同时，伴随着公司与西安热力的合作深入，有望借助西安热力在当地的客户和资源优势。而对于原先并不具备规模化生产锅炉设备能力的西安热力而言，可通过控股西安力聚以完善自身的供热产业链、减少锅炉设备的外采成本、形成从生产供热设备到提供供热服务全方位的供热产业链；双方的合作具有长期稳定性。

（四）募投资项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目以及补充流动资金项目。

- 1、年产 3,000 台套高效低排热能装备未来工厂：**本项目由三个项目组成，其中：（1）“基于工业互联网平台的年产 500 套大功率超低氮燃气锅炉产业化项目”主要定位于生产 40 蒸吨及以上热水锅炉，预计新增 500 套热水锅炉的生产能力，并将建设业内领先的测试中心及专用零部件制造中心；（2）“年产 1,500 套超低氮蒸汽锅炉产业化项目”主要定位于生产蒸汽锅炉，预计新增 1,500 套蒸汽锅炉的生产能力；（3）“年产 1,000 套超

低氮燃气锅炉产业化项目”主要定位于生产 40 蒸吨以下的水热水锅炉，作为公司目前主力品类的重要产能补充，预计新增 1,000 套热水锅炉的生产能力。

表 2：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	年产 3,000 台套高效低排热能装备未来工厂	60,633.05	50,766.90	-
	(1) 基于工业互联网平台的年产 500 套大功率超低氮燃气锅炉产业化项目	54,679.78	54,679.78	24 个月
	(2) 年产 1,500 套超低氮蒸汽锅炉产业化项目	28,171.97	28,171.97	24 个月
	(3) 年产 1,000 套超低氮燃气锅炉产业化项目	20,000.00	20,000.00	24 个月
2	补充流动资金项目	45,000.00	45,000.00	-
	总计	163,484.80	153,618.65	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

(五) 同行业上市公司指标对比

2023 年度，公司实现营业收入 12.04 亿元，同比增长 22.42%；实现归属于母公司净利润 2.68 亿元，同比增长 64.08%。根据公司管理层初步预测，公司 2024 年 1-6 月营业收入预计为 41,000 至 51,000 万元，较上年同期增长 0.94%至 25.56%；归母净利润为 6,100 至 7,500 万元，较上年同期增长 4.18%至 28.09%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 5,400 至 6,700 万元，较上年同期增长 1.17%至 25.53%。

公司专注于工业锅炉行业领域，根据主营产品的相似性，选取西子洁能、华光环能、海陆重工、迪森股份为力聚热能的可比上市公司；值得注意的是，同行业 A 股上市公司的锅炉产品主要为电站锅炉、工业锅炉分类中的余热锅炉、垃圾焚烧锅炉、生物质锅炉等，与公司主要产品（工业锅炉分类中的燃气锅炉、电热锅炉）存在一定差异。从上述可比公司来看，2023 年度可比公司的平均收入为 56.88 亿元，可比 PE-TTM（算数平均）为 19.99X，销售毛利率为 21.94%；相较而言，公司营收规模低于可比公司平均，销售毛利率则处于同业的中高位区间。

表 3：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2023 年营业收 入(亿元)	2023 年 营收增速	2023 年归 母净利润 (亿元)	2023 年归 母净利润 增速	2023 年 销售毛利 率	2023 年 ROE(摊 薄)
002534.SZ	西子洁能	70.08	24.36	80.79	10.01%	0.55	-73.23%	16.46%	1.40%
600475.SH	华光环能	80.40	11.38	105.13	18.93%	7.41	1.65%	18.32%	8.90%
002255.SZ	海陆重工	40.09	11.47	27.95	18.20%	3.40	1.08%	25.49%	9.23%
300335.SZ	迪森股份	18.22	32.76	13.66	19.49%	0.60	-15.50%	27.50%	3.13%
	平均值	52.20	19.99	56.88	16.66%	2.99	-21.50%	21.94%	5.67%
603391.SH	力聚热能	/	/	12.04	22.42%	2.68	64.08%	41.81%	24.50%

资料来源：Wind（数据截至日期：2024 年 7 月 11 日），华金证券研究所

(六) 风险提示

原材料成本上升风险、燃气能源被其他新能源替代的风险、技术人才流失与技术泄密的风险、企业规模扩张导致的管理风险、安全生产及职工伤害风险、毛利率持续下滑的风险、买方信贷的风险、政策风险、实际控制人不当控制的风险等风险。

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；

分析师声明

李蕙声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn