

高毛利海外订单即将进入交付期，新疆煤化工潜在弹性大

核心观点

公司是国内深冷技术设备头部企业，确立了“设备制造+气体运营”的双引擎经营模式。公司海外订单自 23 年起开始爆发，截至 24 年三季度末公司出口订单在手 11.46 亿元，海外订单毛利率高但交付周期长，25 年公司海外订单将开始正式大规模交付，给公司带来显著的业绩弹性。新疆煤化工前景广阔，公司在煤化工合成气净化等环节市场份额高，新疆煤化工项目有望给公司带来明显的订单及业绩弹性。公司大宗气体及氦氖稀有气体运营项目将相继投产，正式向下游气体运营赛道延伸。公司还与韩浦项制铁达成战略合作，进军电子特气国际市场。目前大宗气体及稀有气体价格处于历史底部位置，若未来气体价格触底反弹，有望给公司贡献业绩弹性。

简评

公司是国内深冷技术设备头部企业，主要产品为冷箱及铝制板翅式换热器，绕管式换热器、塔器等，主要应用于煤化工、石油化工、天然气以及电子行业等领域，公司核心产品冷箱及铝制板翅式换热器已跻身世界一流水平。近年来公司以深冷技术为依托，确立了“设备制造+气体运营”的双引擎经营模式，在天然气运营、大宗气体、稀有气体业务上不断开拓，第二增长曲线渐渐显露。公司保持稳定增长，17-23 年营业收入由 4.86 亿元增长至 30.47 亿元，CAGR 达 35.81%，归母净利润由 0.60 亿元增长至 3.50 亿元，CAGR 达 34.10%，2024 年前三季度公司实现营收 20.12 亿元，同比-10.67%，归母净利润 1.89 亿元，同比-26.99%，下滑原因主要是燃气业务因需求不足及价格体系调整致使利润受损，同时高毛利海外订单交付期较长，2025 年这两点都有望迎来改观。

高毛利海外订单屡创新高，即将进入业绩释放期。得益于公司多年来海外市场的精准布局以及渠道建设，叠加公司产品的卓越品质以及完善的服务体系，公司已取得诸如沙特阿美、法国道达尔、美国空气化工、法液空等客户的深度认可，并已进入国际知名工程公司如韩国现代等工程公司的合格供应商名单。公司海外订单自 23 年起开始爆发，2023 年公司新签订单 14.18 亿，其中海外订单同比增长 3 倍以上，占新签订单比例超过 30%；截至 2024 年三季度末，公司在手订单 24.76 亿元，再创历史新高，其中出口订单 11.46 亿元，出口订单占在手订单比例超过 46%。2023 年公司海外销售毛利率达 45.86%，2024H1 更是高达 58.42%，海外订单毛利率显著高于国内市场。海外订单交付周期较长，虽然 23 年公司订单已经爆发，但是 2024H1 公司海外收入仅 0.25 亿元，25 年公司高毛利海外订单将开始正式大规模交付，给公司带来显著的业绩弹性。

中泰股份 (300435.SZ)

维持

买入

秦基栗

qinjili@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440518100011

SFC 编号:BUP781

邓皓烛

denghaozhu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522120001

林赫涵

linhehan@csc.com.cn

010-56135286

SAC 编号:S1440524070005

发布日期：2024 年 11 月 25 日

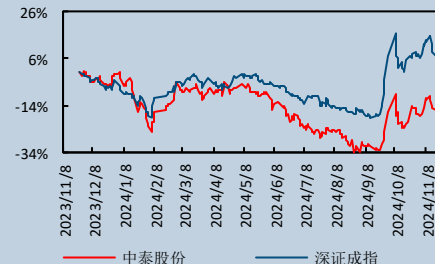
当前股价：13.10 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
16.13/16.16	29.96/15.59	-8.84/-15.33
12 月最高/最低价 (元)		14.55/9.44
总股本 (万股)		38,571.30
流通 A 股 (万股)		36,886.10
总市值 (亿元)		50.53
流通市值 (亿元)		48.32
近 3 月日均成交量 (万)		789.86
主要股东		
浙江中泰钢业集团有限公司		31.48%

股价表现



深耕煤化工设备多年，新疆煤化工潜在需求弹性大。新疆煤炭资源丰富，预测储量达 2.19 万亿吨，占全国 40%，根据新疆发改委最新发布的公告显示，截至 2023 年 12 月底，全区共有生产煤矿 74 处、合计产能 4.2 亿吨。近年来随着疆电、疆煤、疆气外运，水利基础设施完善，新疆煤化工前景广阔。伊犁能源 100 万吨/年煤制油示范项目于 2024 年 10 月重启，同月规划总投资 1700 亿元的国家能源集团哈密能源集成创新基地项目正式开工建设，其中一阶段投资 900 亿元，计划 2027 年底建成投产，计划年用煤 1420 万吨，产油品超 400 万吨，设计直接液化煤制油生产线年产油品 320 万吨，间接液化煤制油生产线年产油品 80 万至 100 万吨。在煤化工领域，公司是合成气氢与一氧化碳分离制乙二醇深冷分离工艺段的龙头企业，目前已有多套一氧化碳与氢分离订单，已成功实现该等项目上的国产化进口替代，并已具备高纯度氢大规模制取的技术和业绩，在将来氢能市场化利用时占据先机；在传统煤化工合成氨项目中，公司在大型、高压液氮洗装置上占据绝对技术及业绩优势；同时，公司抓住下游各行业工业气体需求提升带来的空分需求，提升市场份额，在煤化工行业取得一定地位。新疆煤化工项目的推进有望给公司带来明显的订单及业绩弹性。

布局气体运营，开启第二成长曲线。2018 年-2022 年，中国工业气体市场由 1349 亿元增长至 1871 亿元，CAGR 达 8.62%，市场空间大。2021 年，公司采用自主投资模式在山东章丘启动了第一套大宗气体项目的建设，并于 2023 年 10 月开始稳定供气。特种气体方面，2022 年公司在唐山自主投资新建一套精制氮氩气体的装置，项目建成后将向市场提供精制高纯度的氮氩等气体，应用于半导体、航空航天等领域，截至 24 年二季度末该项目已进入联机调试及试运行阶段。此外公司与韩国浦项制铁达成战略合作，共同设立公司建设运营和销售高纯度稀有气体，预计将满足韩国国内芯片制造所需的 52%稀有气体需求，公司间接持有合资公司 PZAS 13.70%股权，目前公司已经收到 PZAS1.75 亿元采购氮氩精制和氮氩精制装置合同。目前因氧气、氮气、氦气、氩气等气体价格较低，公司大宗气体及稀有气体项目利润有限，未来若气价回升，气体项目利润贡献有望增加。

盈利预测：预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 2.66 和 4.50 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动导致工业需求下降带来的风险，原材料成本波动风险

宏观经济波动导致工业需求下降带来的风险：公司产品主要应用于天然气、煤化工、石油化工等行业，该等行业与宏观经济运行程度关联度较高，若宏观经济低位运行，总体消费需求减少，将直接影响公司行业上游的投资意愿，给公司业绩增长带来不利影响。同时公司气体业务氧气、氮气等需求同样与宏观经济运行程度关联度较高，若宏观经济低位运行，将影响气体价格及公司相关收入业绩。

原材料成本波动风险：公司业务主要有深冷设备制造以及气体运营两大块，其中深冷设备制造主要材料有钢材、铝材等大宗物资，气体运营中的天然气业务主要以天然气采购-分销为主，若钢材、铝材、天然气等大宗物资价格飞速上涨，采购成本显著上升，同时公司未能及时向下游顺价，利润空间将会受到挤压。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
--------	-------	-------	-------	-------	-------

A 股公司简评报告

营业收入	2407.00	3256.42	3047.46	2733.87	3215.25
增长率(%)	21.72%	35.29%	-6.42%	-10.29%	17.61%
归属母公司股东净利润	245.35	277.96	350.06	265.72	450.04
增长率(%)	25.11%	13.29%	25.94%	-24.09%	69.37%
销售毛利率	18.94%	17.10%	19.22%	19.64%	23.21%
销售净利率	10.20%	8.51%	11.46%	9.70%	13.97%
ROE	9.73%	9.86%	11.05%	7.84%	11.94%
EPS(摊薄/元)	0.64	0.72	0.91	0.69	1.17
市盈率(P/E)	20.59	18.18	14.43	19.02	11.23
市净率(P/B)	2.00	1.79	1.60	1.49	1.34

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

秦基栗

中小盘首席分析师。上海财经大学会计硕士，南京大学财务管理学士，2016 年加入中信建投证券，重点关注高端制造领域以及策略选股研究。2016 年“新财富”最佳分析师中小市值研究入围，2017 年“新财富”最佳分析师中小市值研究第 3 名，2020 年“新财富”最佳分析师港股及海外市场研究第 5 名。

邓皓烛

中信建投证券中小盘研究员，同济大学土木工程硕士，法国国立路桥大学工程师，重点关注科技成长高端制造领域、新股研究。

林赫涵

中信建投证券中小盘分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，擅长自下而上挖掘细分龙头，重点关注科技成长高端制造领域、新股研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk