

无锡鼎邦（872931）

油浆蒸发器订单需求充足，布局海外打开成长空间

增持（首次）

2025年01月09日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书：S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	366.85	438.45	415.86	483.94	542.12
同比	18.36	19.52	(5.15)	16.37	12.02
归母净利润（百万元）	40.41	47.07	42.65	53.90	61.91
同比	103.22	16.47	(9.38)	26.37	14.86
EPS-最新摊薄（元/股）	0.43	0.50	0.45	0.57	0.66
P/E（现价&最新摊薄）	26.17	22.47	24.80	19.62	17.08

投资要点

■ **国内石油化工装备商，深耕换热设备二十余年。**无锡鼎邦成立于2003年，专注于换热设备研产销，产品包括换热器和空冷器两大系列，广泛应用于石油化工领域，致力于为客户提供稳定、节能的专业化换热解决方案。凭借专业的换热设备制造能力、优质的产品质量和服务，公司得到中国石化、中国石油、中国海油、中化集团、延长石油集团、浙江石化、恒力石化、盛虹石化等国内大型企业集团的广泛认可，并在国际市场开拓了壳牌石油、埃克森美孚、法国液化空气集团等客户。公司业绩体量稳步增长，2019-2023年实现营业收入3.06/2.88/3.10/3.67/4.38亿元，年均复合增速达9.38%；实现归母净利润0.16/0.15/0.20/0.40/0.47亿元，年均复合增速达31.58%。

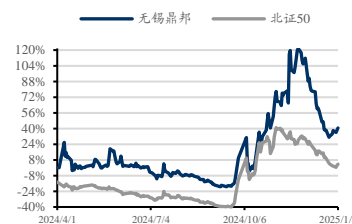
■ **节能减排叠加降油增化，换热设备市场规模稳步增长。**换热设备是工业生产的重要节能装置，在石油化工、电力冶金、船舶工业、机械工业、集中供暖、制冷空调、食品、制药等领域均有广泛应用。从价值量占比来看，换热设备在现代化学工业中的投资大约占设备总投资的30%，在炼油厂中换热设备占全部工艺设备的40%左右。其中，石油化工领域的需求占整体市场需求约30%，为换热设备下游应用最为广泛的领域。从国际市场来看，疫情后石油需求恢复增长，带动上游石化设备制造业长期发展；从国内市场来看，降油增化趋势显著，石油化工领域对于换热设备的需求持续上升，促进换热设备市场规模稳步增长。

■ **油浆蒸发器订单需求充足，布局海外打开成长空间。**1) **换热设备：**公司换热设备客户基础稳定，同时受益于“降油增化”趋势，具有较大增长潜力。特别是油浆蒸发器产品作为催化裂化装置的关键节能设备，叠加公司技术优势，拥有较高毛利率，有望进一步提升盈利能力。2) **募投产能：**现有产能1.7万吨/年已接近饱和，正在建设年产6.5万吨换热器&空冷器、10万套智能仓储物流设备项目，共包含一期项目、二期项目和研发中心建设项目。其中，上市北交所募投项目（一期）建成后将新增年产2.1万吨产能，有效缓解产能不足问题。3) **布局海外：**公司积极开拓国际市场，2024H1新增境外收入0.06亿元，实现毛利率33.01%，较国内市场毛利率高出11.04pct。此外，公司在建产能位于靠近港口的江苏省东台市，投产后有望助力出海业务快速增长。

■ **盈利预测与投资评级：**公司在石化领域具备丰富的项目经验、优质的产品质量和良好的行业口碑，并积极开拓海外市场，未来伴随募投项目投产打破产能瓶颈，业绩有望迎来稳步增长。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.43/0.54/0.62亿元，当前股价对应最新PE为24.80/19.62/17.08倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

■ **风险提示：**1) 客户集中度较高；2) 行业景气度变动；3) 原材料价格波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.26
一年最低/最高价	6.36/20.65
市净率(倍)	2.77
流通A股市值(百万元)	324.02
总市值(百万元)	1,057.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.07
资产负债率(% ,LF)	41.99
总股本(百万股)	93.93
流通A股(百万股)	28.78

相关研究

内容目录

1. 无锡鼎邦：石油化工装备商，专注换热设备研产销	4
1.1. 国内石油化工装备商，深耕换热设备二十余年	4
1.2. 专注石油化工换热设备，产品定制化程度高	6
1.3. 业绩体量稳步增长，高毛利产品油浆蒸发器增速显著	6
2. 节能减排叠加降油增化，换热设备市场规模稳步增长	8
2.1. 换热设备：用于流体热量交换，为工业生产重要节能装置	8
2.2. 节能减排需求驱动市场平稳增长，国内显著受益“降油增化”政策	10
3. 油浆蒸发器订单需求充足，布局海外打开成长空间	11
3.1. 油浆蒸汽发生器增长动力充足，独特竞争优势带来较高毛利	11
3.2. 募投项目打破产能瓶颈，积极布局智能化换热器产品	13
3.3. 客户基础良好保障新增产能消化，同步布局海外打开成长空间	15
4. 盈利预测与投资建议	15
5. 风险提示	17

图表目录

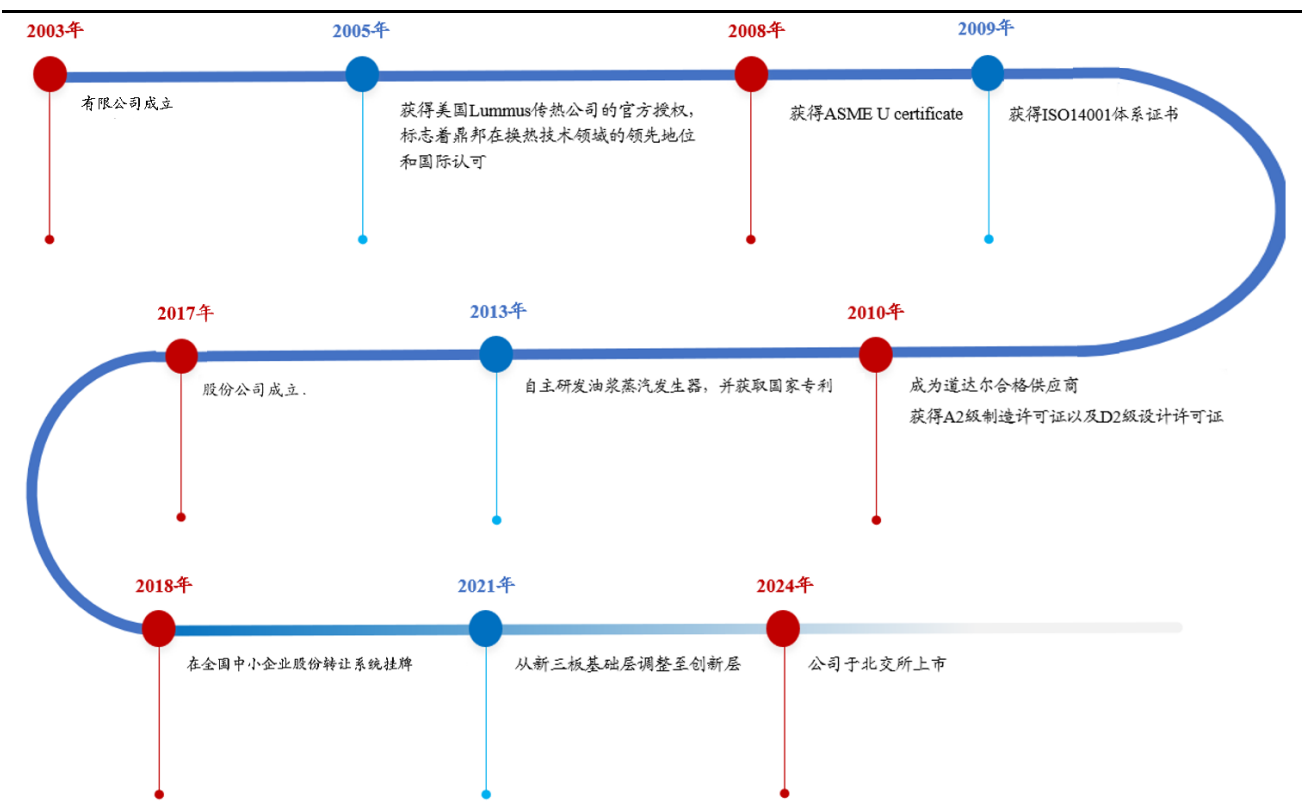
图 1:	无锡鼎邦发展历程.....	4
图 2:	无锡鼎邦股权结构图（截至 2025 年 1 月 6 日）.....	5
图 3:	公司主要换热设备产品及用途简介.....	6
图 4:	2019-2023 年公司营业收入及同比增速.....	7
图 5:	2019-2023 年公司归母净利润及同比增速.....	7
图 6:	2019-2023 年公司各类业务营业收入.....	7
图 7:	2019-2023 年公司各项业务毛利率.....	7
图 8:	2019-2023 年公司毛利及毛利率情况.....	8
图 9:	2019-2023 年公司期间费用率情况.....	8
图 10:	换热设备产业链.....	8
图 11:	换热设备分类.....	9
图 12:	2021 年中国换热器产品产值结构.....	9
图 13:	板式换热设备图示.....	10
图 14:	管壳式换热设备图示.....	10
图 15:	中国换热器市场规模.....	10
图 16:	换热设备下游应用需求占比.....	11
图 17:	2020-2023 年中国千万吨级炼厂数量及炼油能力占全国炼油能力比重.....	11
图 18:	油浆蒸汽发生器在石油化工领域催化装置中的使用.....	12
图 19:	公司产量及产能利用效率.....	13
表 1:	公司管理层行业经验丰富.....	5
表 2:	油浆蒸汽发生器与其他换热器产品的具体差异.....	12
表 3:	公司核心技术基本情况.....	14
表 4:	无锡鼎邦部分客户简介.....	15
表 5:	分业务盈利预测.....	16
表 6:	可比公司估值（截至 2025 年 1 月 8 日）.....	17

1. 无锡鼎邦：石油化工装备商，专注换热设备研产销

1.1. 国内石油化工装备商，深耕换热设备二十余年

国内石油化工装备商，深耕换热设备二十余年。无锡鼎邦换热设备股份有限公司（证券代码：872931.BJ）成立于2003年，专注于换热设备的研发、设计、制造和销售，为客户提供稳定、节能的专业化换热解决方案。公司产品包括换热器、空冷器两大系列，广泛应用于石油化工领域，作为原油制备成品油环节、烯烃、芳烃等基础化工原料制备环节的过程设备，将介质加热或冷却到下一道工序设定的温度，起到热量交换、余热回收和安全保障作用。凭借专业的换热设备制造能力、优质的产品质量和服务，公司得到了中国石化、中国石油、中国海油、中化集团、延长石油集团、浙江石化、恒力石化、盛虹石化等国内大型企业集团的广泛认可，并在国际市场开拓了壳牌石油、埃克森美孚、法国液化空气集团等客户。

图1：无锡鼎邦发展历程

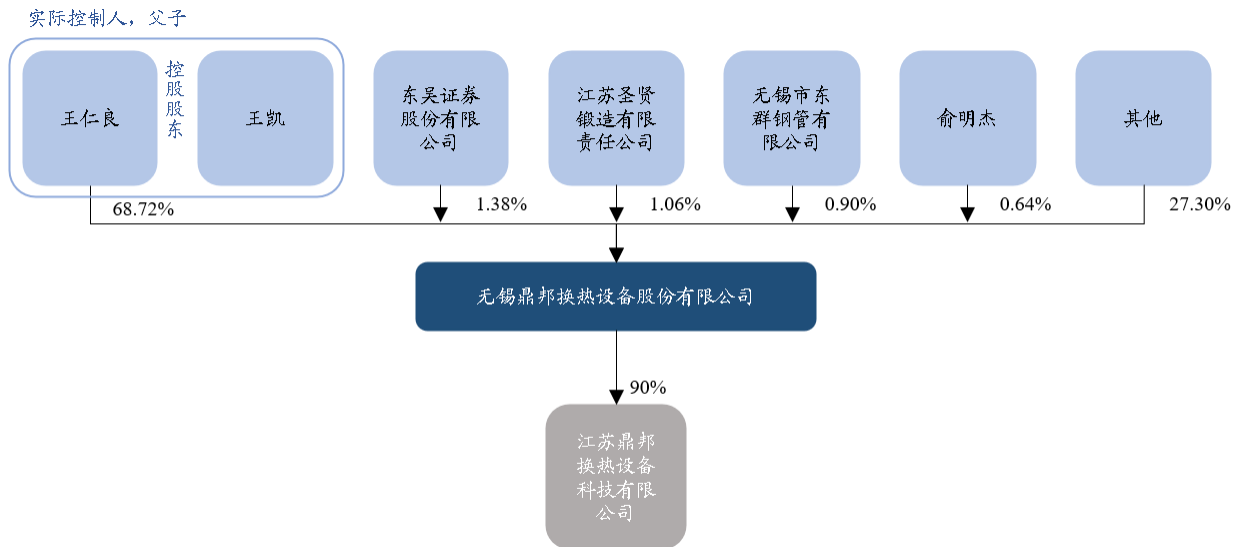


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构较为集中，王仁良与王凯父子为公司实际控制人。根据天眼查数据，截至2025年1月6日，公司董事长王仁良先生持有公司68.72%的股份，为公司控股股东；公司总经理王凯先生与王仁良先生为父子关系，直接参与公司的重大经营决策，由此，王凯先生与王仁良先生为公司共同实际控制人。在子公司方面，公司拥有江苏鼎邦换热设备科技有限公司90%的股份，该子公司位于江苏盐城，主要从事炼油、化工专用换热

设备的研发、设计、制造和销售，为公司上市北交所募投项目的实施主体。

图2: 无锡鼎邦股权结构图 (截至 2025 年 1 月 6 日)



数据来源：天眼查，东吴证券研究所

管理层行业经验丰富，研发团队实力雄厚。公司董事长王仁良先生拥有四十五年从业经历，具备充足的实践经验与长远的行业眼光，公司其他高管亦从业多年，行业经验较为丰富。公司采取优化、创新的自主研发模式，以市场或客户的需求以及生产过程中遇到的技术难题和瓶颈进行研发创新，通过建立无锡市高效换热设备工程技术研究中心，致力于换热设备等产品的研究与开发。此外，公司与华东理工签订了技术合作协议，并成立华东理工-鼎邦石化装备联合研究中心，共同开展基础研究、应用研究、新产品开发等工作，提升公司的研发水平。公司为高新技术企业、江苏省专精特新中小企业和创新型中小企业，截至 2024 年 3 月，公司已取得 9 项发明专利、55 项实用新型专利。

表1: 公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	主要经历
王仁良	董事长	1979 年 2 月至 2017 年 12 月，历任江苏省电力建设公司第三工程公司职员，无锡县远方实业公司业务员，无锡合力传热设备有限公司业务经理，无锡换热董事、监事，有限公司业务经理、董事、董事长兼总经理、执行董事兼经理；2017 年 12 月至今，任股份公司董事长。
俞明杰	董事、财务总监	2000 年 1 月至 2017 年 12 月，任无锡换热设备有限公司助理会计，无锡鼎邦换热设备有限公司财务副科长。现任无锡鼎邦换热设备股份有限公司董事、财务总监。
王丽萍	董事	本科学历。2010 年 8 月至今，任郎溪联邦董事；2017 年 12 月至今，任无锡鼎邦董事。
王凯	董事、总经理、核心技术人员	2008 年 10 月至 2016 年 6 月，历任有限公司董事、销售主管；2010 年 8 月至今，任郎溪联邦董事兼总经理；2014 年 6 月至今，任江苏信仁执行董事兼总经理；现任无锡鼎邦董事、总经理。公司技术带头人，在公司任职期间作为职务发明人申请并获批发明专利 4 项，实用新型专利 12 项。

吴佳炜 董事会秘书	2013年3月至2017年12月，历任无锡换热设备有限公司助理会计、总账会计。现任无锡鼎邦董事会秘书。
韩兰生 技术顾问、核心技术人员	本科学历，高级工程师。1986年9月至2022年3月，历任兰州石油机械研究所技术员、助理工程师、工程师、高级工程师、公司总工程师；负责公司多个项目的研发设计。在公司任职期间作为职务发明人申请并获批发明专利2项，实用新型专利3项。参与JB/T4740-1997《空冷式换热器型式与基本参数》行业标准的制定。
章新安 总工程师、核心技术人员	本科学历，高级工程师。1997年9月至2017年12月，历任中国石化第二建设公司技术员、无锡换热技术员、公司设计部主任。参与公司多个项目的研发设计。在公司任职期间作为职务发明人申请并获批发明专利9项，实用新型专利3项。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.2. 专注石油化工换热设备，产品定制化程度高

专注石油化工装置过程设备，产品具有高定制化特征。公司换热设备产品包括换热器和空冷器，主要应用于原油制备成品油以及基础化工原料制备装置中，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。同时，公司的产品均为定制产品，采用以销定产、以产定购的采购模式，在公司接到销售订单并确认之后，设计部进行图纸设计，设计完成以后再下达采购订单。因此，公司产品具有高定制化的特点。

图3: 公司主要换热设备产品及用途简介

产品类别	产品名称	产品应用
换热器	浮头式换热器	主要作为冷凝器、蒸发器应用于石油化工领域常减压炼油、乙烯生产、催化、加氢等环节
	固定管板式换热器	主要作为冷凝器、蒸发器应用于石油化工领域乙烯、硫磺生产环节
	U型管式换热器	主要作为冷凝器、蒸发器应用于石油化工领域常减压炼油、加氢等环节
	釜式换热器	主要用于石油化工领域精馏装置中，例如脱乙烷塔重沸器、丙烯精馏塔重沸器、脱戊烷塔等
空冷器	丝堵式空冷器	主要作为冷却冷凝器应用于石油化工领域常减压炼油、催化、加氢等环节
	可卸盖板式空冷器	主要应用于中低压工作环境
	集管式空冷器	主要用于常减压炼油、催化、加氢等环节

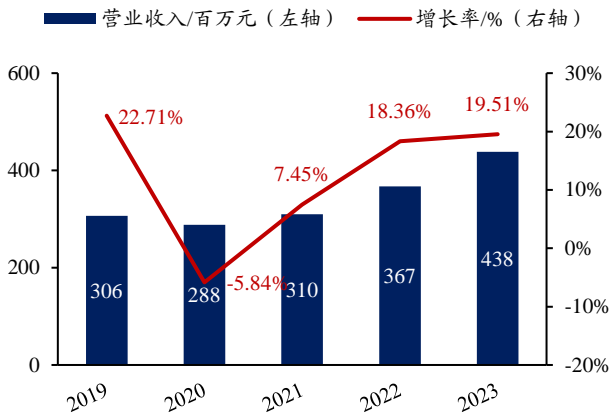
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 业绩体量稳步增长，高毛利产品油浆蒸发器增速显著

营收和归母净利润整体持续增长，势头良好。2019-2023年，公司实现营业收入3.06/2.88/3.10/3.67/4.38亿元，年均复合增速达9.38%；实现归母净利润0.16/0.15/0.20/0.40/0.47亿元，年均复合增速达31.58%。2019年，公司营业收入同比增长率为22.71%，主要原因为2019年公司下游客户对换热器、空冷器需求量增长，完工验收的项目较多，导致收入大幅上升。2022年，归母净利润增速为103.17%，主要原因为：公司在继续深耕国内石化行业，服务好“三桶油”的同时，积极拓展国外客户与业务，已成为壳牌石

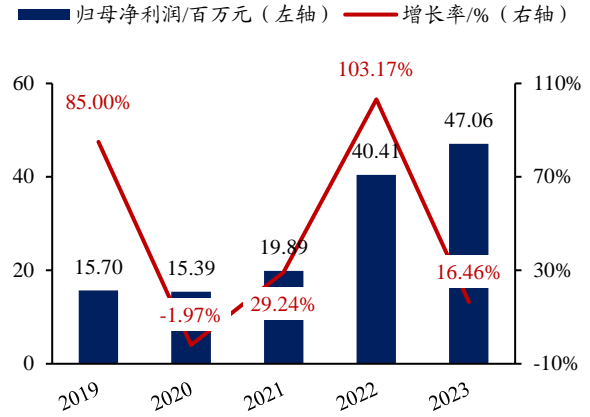
化、沙特阿美、美孚等世界 500 强企业的合格供应商，并取得订单；公司优化了生产管理流程，加强了内部管控流程，进一步实现了物料精细化管理，提高生产效率。2024Q1-3 公司实现营业收入 3.03 亿元，同比-3.85%；实现归母净利润 0.30 亿元，同比-11.37%。

图4：2019-2023 年公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

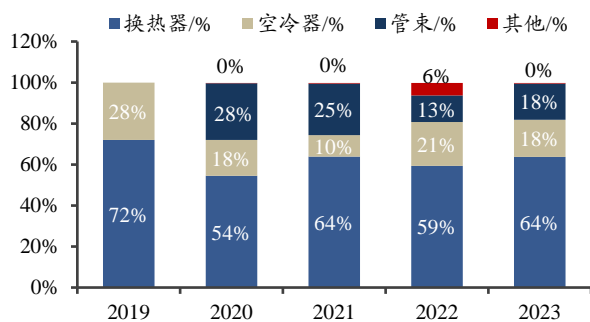
图5：2019-2023 年公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

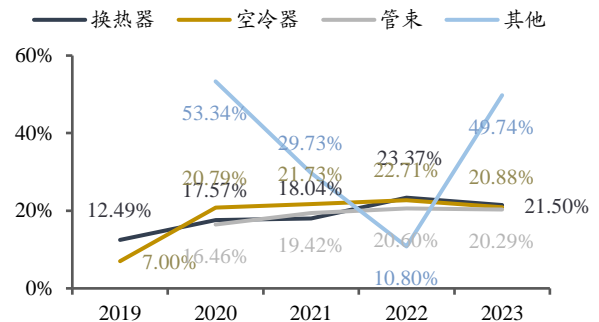
公司形成换热器为主（占比约 6 成）、空冷器和管束相当（各占比 2 成）的销售结构。2020-2023 年，公司换热器业务营收占比分别为 54.45%/63.89%/59.41%/63.79%，空冷器业务占比分别为 17.52%/10.49%/21.33%/18.07%。自 2020 年开始，管束业务进入到公司的销售结构之中，2020-2023 年管束业务营收占比分别为 27.59%/25.08%/12.99%/17.62%，公司逐渐形成换热器为主、空冷器和管束相当的销售结构。毛利率方面，由于公司生产的所有商品均为订单式非标设备，同一大类商品根据生产工艺、生产周期、设备材质等因素影响，不同订单的毛利率会存在小幅波动情况，整体而言，公司毛利率较为稳定。其中，2022 年度换热器毛利率从 2021 年度的 18.04% 上升到 23.37%，主要系 2022 年高毛利产品油浆蒸汽发生器收入从 2021 年度 0.14 亿元大幅提升到 0.71 亿元，最终导致换热器毛利率较 2021 年度有较大提升。

图6：2019-2023 年公司各类业务营业收入



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图7：2019-2023 年公司各项业务毛利率

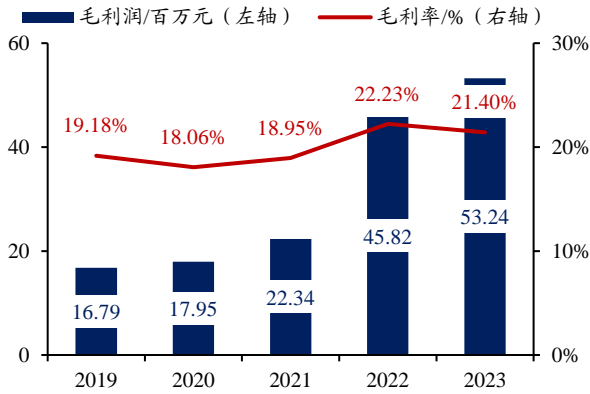


数据来源：iFinD，东吴证券研究所

销售费率和财务费率整体平稳，研发投入不断增加夯实技术壁垒。2019-2023 年，公司的销售费率和财务费率整体平稳。2019 年销售费率为 5.45%，为近五年最高，主要

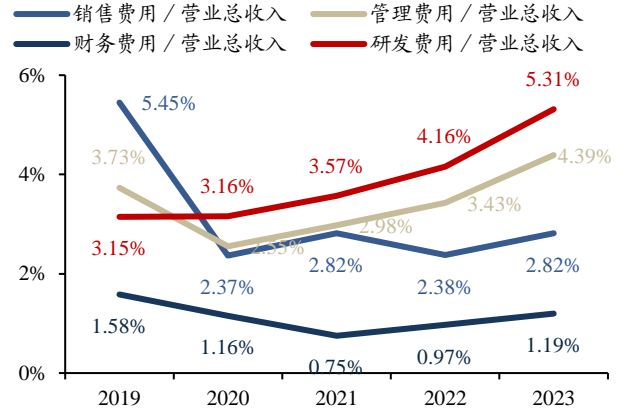
原因为公司业务量上升导致运费大幅增加。2019年管理费率为3.73%，主要因为公司工薪酬较上年增加50.84%。同时，公司高度重视技术创新，不断加大研发投入，2019年到2023年，公司研发费率从3.15%上升到5.31%，不断加固技术壁垒。

图8：2019-2023年公司毛利及毛利率情况



数据来源：iFinD, 东吴证券研究所

图9：2019-2023年公司期间费用率情况



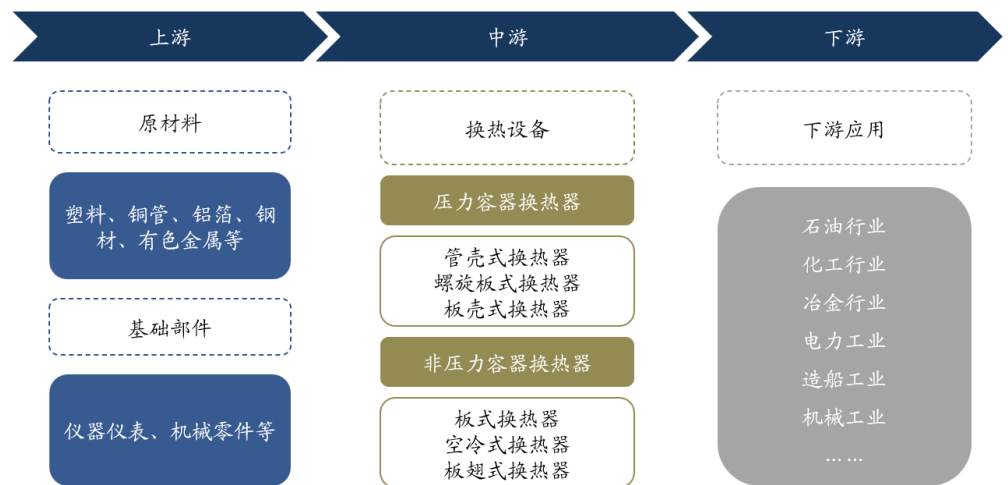
数据来源：iFinD, 东吴证券研究所

2. 节能减排叠加降油增化，换热设备市场规模稳步增长

2.1. 换热设备：用于流体热量交换，为工业生产重要节能装置

换热设备为工业生产重要节能装置，石油化工为应用最广泛的领域。换热设备是一种将不同温度的流体进行热量交换、余热回收的装置，也可用于防止生产过程中温度升高造成设备的损坏，广泛应用于石油、化工、电力、太阳能、航空航天、海洋工程、环保等领域。根据公司招股书披露，换热设备在现代化学工业中的投资大约占设备总投资的30%，在炼油厂中换热设备占全部工艺设备总投资的40%左右。

图10：换热设备产业链



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

换热器种类繁多，管壳式和板式换热器应用最为广泛。根据用途，可分为冷却器、

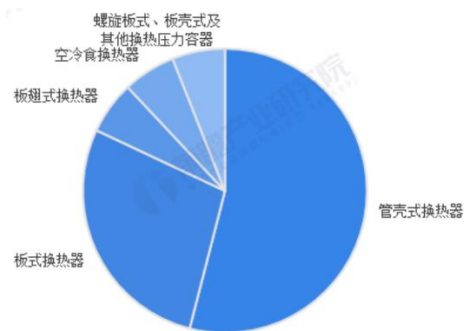
加热器、冷凝器、蒸发器、再生器等。根据传热面积形状和结构，换热器可分为直接接触式、储热式和间壁式。根据整体结构分类，换热器则包括管壳式（可进一步分为固定管板式、浮头式、U型管式等）、板式、螺旋缠绕式、板翅式、印刷电路板式等种类。其中，板式换热器和管壳式换热器是应用最为广泛的两种换热器类型。根据前瞻产业研究院数据，管壳式换热器因其传热系数高、结构紧凑、安装方便等优势，2021年占据中国换热器市场54%的份额；板式换热器也因其耐高温、耐高压的特点在化工、电力冶金等领域拥有较大的需求市场，占换热器市场总产值的28%。

图11：换热设备分类

类别	种类
按用途	(1)冷却器：用于将高温流体冷却到所需温度，如发动机冷却器、空气冷却器等。
	(2)加热器：用于将低温流体加热到目标温度，如锅炉省煤器、天然气加热器等。
	(3)冷凝器：使高温蒸汽冷凝成液体，如电厂凝汽器、制冷设备冷凝器等。
	(4)蒸发器：液体吸热汽化成蒸汽，如锅炉蒸发器、溴化锂吸收式制冷机发生器等。
	(5)再生器：利用高温流体将热量回收至低温流体，如高炉热风炉、空气预热器等。
按结构	(1)管壳式：由管束和外壳组成。一种流体在管内流动，另一种在管外壳侧流动。
	(2)板式：由波纹状金属片通过垫片串联而成。两种流体在相邻流道内呈错流换热。
	(3)螺旋缠绕式：由两根盘旋的流体管道组成，流体呈螺旋流动。
	(4)板翅式：由平行板和翅片叠置而成。一种流体在板间流动，另一种在垂直板面方向的翅片间流动。
	(5)印刷电路板式：用精密光蚀工艺在不锈钢板上制作流道，再叠合成整体。流道尺寸小，设备极其紧凑。
按传热方式	(1)间壁式：两种流体被固体壁面隔开，通过间壁进行传热，如管壳式、板式。
	(2)直接接触式：两种流体直接混合接触，传热效率高。如喷雾冷却塔、填料塔等。
	(3)储热式：先将热量储存在固体中，再间歇地加热冷流体。如蓄热体换热器。

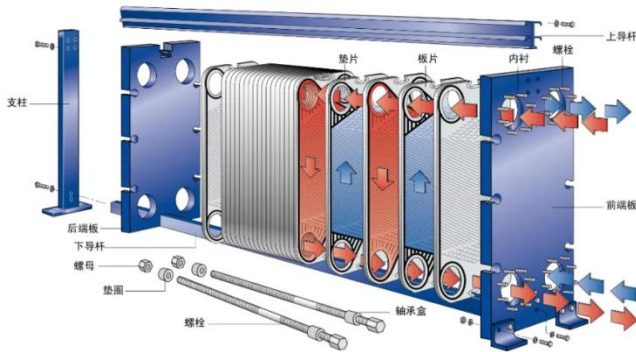
数据来源：制冷空调换热器公众号，东吴证券研究所

图12：2021年中国换热器产品产值结构



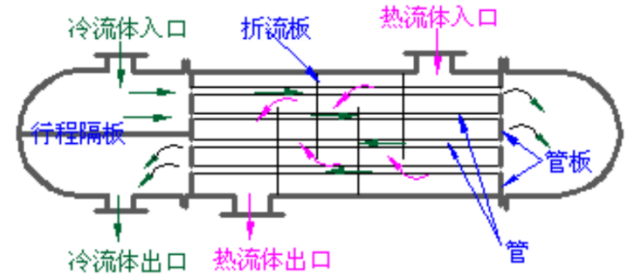
数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图13: 板式换热设备图示



数据来源: 中国特种设备安全与节能促进会, 东吴证券研究所

图14: 管壳式换热设备图示

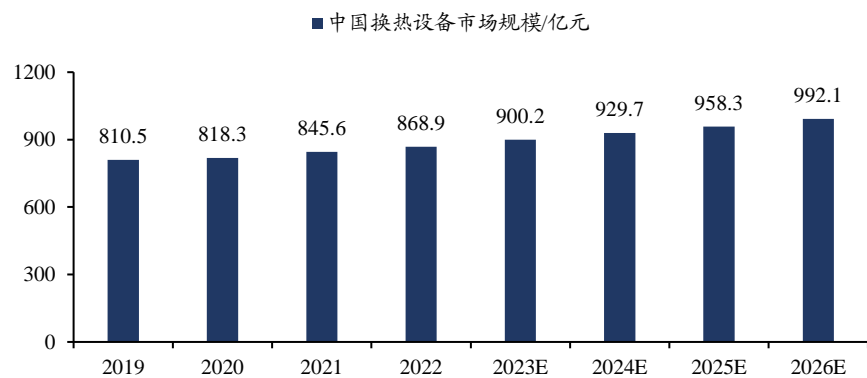


数据来源: 中国工业清洗协会, 东吴证券研究所

2.2. 节能减排需求驱动市场平稳增长, 国内显著受益“降油增化”政策

换热设备市场规模平稳增长, 双碳背景下节能减排成为重要方向。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, 为重要的节能设备, 得益于下游广泛的应用领域, 换热设备行业市场规模庞大。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 2026 年市场规模将增长至 992.1 亿元, 2023-2026 年复合平均增长率为 3.29%。

图15: 中国换热器市场规模



数据来源: 公司招股书, 弗若斯特沙利文, 中商产业研究院, 东吴证券研究所

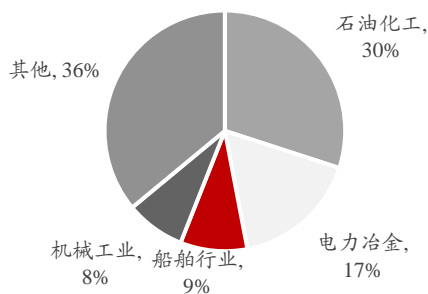
石油化工领域为换热设备应用最广泛的领域, 相关需求占比达到 30%, 且有望持续增长。在石油化工行业中, 大部分工艺过程都有加热、冷却或者冷凝的需要, 涉及到换热设备的应用, 市场需求较大, 石油化工行业是换热设备应用最广泛的领域。根据公司招股书引用的中研网数据, 石油化工领域对于换热设备的需求占总市场的 30%; 其次是电力冶金行业, 占比为 17%; 船舶工业和机械工业的需求占比分别为 9%和 8%。

1) 从国际来看, 后疫情时代石油需求恢复增长, 有望带动上游石化设备制造业的

长期发展。根据 Statista 的数据，近年来，全球石油需求整体呈现出增长趋势，2020 年受到疫情的严重冲击，全球原油需求明显下滑，同比下降 9.06%；随着全球防疫政策的放松以及经济活动的复苏，全球石油需求恢复增长，2021 年原油需求量达到 97.08 百万桶/日（约 48.19 亿吨/年，以一桶油 0.136 吨测算，下同），同比增长 5.65%；2022 年原油需求量为 99.57 百万桶/日（约 49.43 亿吨/年），同比增长 2.56%。欧佩克在《2023 年世界石油展望》报告中预计，到 2045 年，全球石油日均需求量将达到 1.16 亿桶，相较于 2022 年增长幅度高达 16.4%。

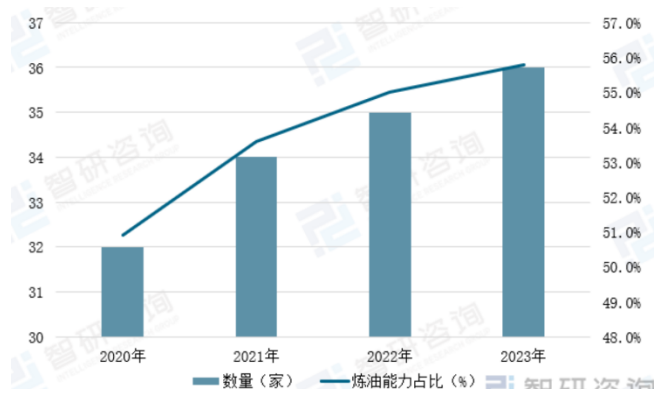
2) 从国内来看，“降油增化”成为主流趋势，石油化工产业链持续延伸。2022 年 3 月，工信部等六部门联合发布《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》，指出要有序推进炼化项目“降油增化”，延长石油化工产业链。在国家政策的指引下，国内大炼化企业持续推进“降油增化”的产业转型布局。受益于下游石油需求的增长以及大型炼化一体化项目的开工建设，石油化工领域的换热设备将有望迎来高速发展期。

图16: 换热设备下游应用需求占比



数据来源：中研普华产业研究院，东吴证券研究所

图17: 2020-2023 年中国千万吨级炼厂数量及炼油能力占全国炼油能力比重



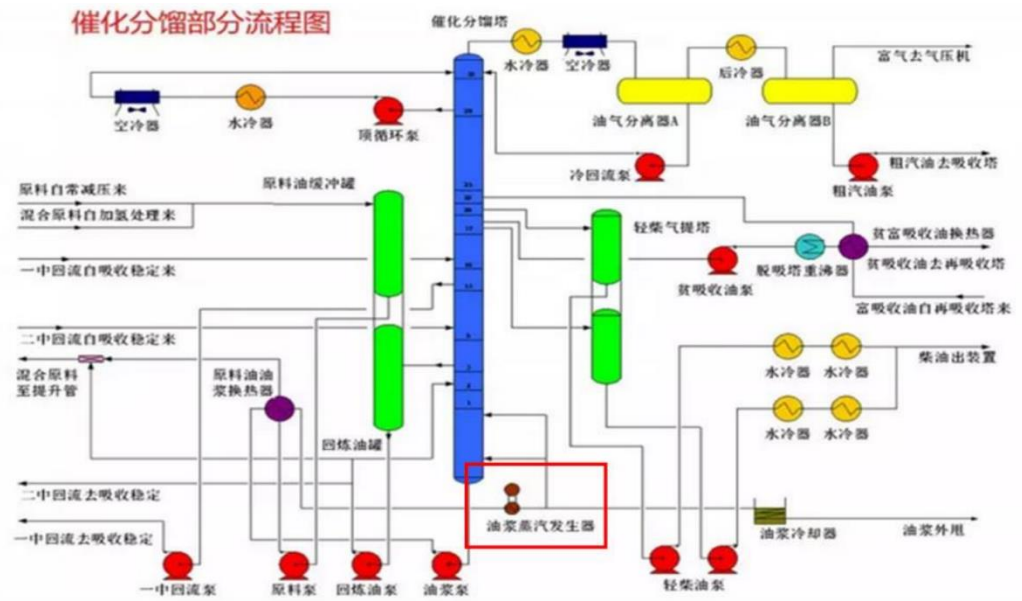
数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

3. 油浆蒸发器订单需求充足，布局海外打开成长空间

3.1. 油浆蒸汽发生器增长动力充足，独特竞争优势带来较高毛利

公司油浆蒸发器是一种特殊换热器，为催化裂化装置的关键节能设备。油浆蒸汽发生器主要应用于石油化工领域的催化裂化环节，该环节通过高温和催化剂使重质油发生裂化反应，转变为裂化气、汽油和柴油，反应的温度为 400-500 摄氏度。油浆蒸汽发生器的管程介质为高温油浆，壳程介质为水，高温油气的热量通过换热管壁传递给水，不仅将油气进行冷却，同时将水转变为蒸汽，可储存另做他用，提高能源利用效率。在高温且具有腐蚀性的恶劣工况下要保证设备的安全性和可靠性，这对设备的制造技术提出了更高的要求，因此相较于其他换热器，油浆蒸汽发生器的工艺复杂且难度较大。公司油浆蒸汽发生器为浮头式结构或釜式结构，并已成功应用于国内单系列最大的催化裂化装置—中海油惠州年产 480 万吨催化裂化装置。

图18: 油浆蒸汽发生器在石油化工领域催化装置中的使用



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

油浆蒸汽发生器具备工艺要求高、需求前景广阔等特点, 为公司毛利一大增长点。在“降油增化”转型趋势下, 油浆蒸汽发生器作为催化裂解技术的关键节能设备, 具有实现重质油绿色低碳的高值化利用功能, 市场需求有望持续增长。此外, 较高的技术要求使得该装置具有较其他换热器设备更高的毛利率。2022年, 受益于下游客户持续推进炼化一体化、炼油转化工结构调整等项目带来的需求大幅增长, 公司油浆蒸汽发生器收入从2021年度0.14亿元大幅提升到0.71亿元, 毛利率稳定在30%左右, 带动换热器业务毛利率随之从2021年度的18.04%上升到23.37%。

表2: 油浆蒸汽发生器与其他换热器产品的具体差异

对比	油浆蒸汽发生器	常规换热器
生产工艺	<ol style="list-style-type: none"> 增加了焊前预热工序, 预热温度控制在±30摄氏度之内, 并在实际工作中不断提高预热温度的精准度, 以提高焊接强度; 对管板和换热管采用“低速多道连续焊”方式进行自动焊接, 找准焊接温度, 保证焊接强度、承受拉力均匀, 做到焊口零气孔; 对管束进行两次保温处理, 先升温、再保温、后降温, 重点把握各道工序目标温度的范围、升降温的时间与速度、保温时长等关键因素; 	<ol style="list-style-type: none"> 主要生产工艺包括下料、机加工、成型、卷板、组对焊接、无损检测、穿管、管头焊接、胀管、总装、耐压试验、表面处理; 管板与换热管的焊接按照相关标准执行, 保证焊透且无咬边;
产品性能	<ol style="list-style-type: none"> 焊接应力和温差应力降低至接近于0; 焊接质量和连接强度提高, 定位精度达到±0.1mm, 角度精度为±0.1度; 经强度胀接后, 所有换热管的胀度达到统一的要求, 有 	<ol style="list-style-type: none"> 换热管采取贴胀工艺, 胀度要求低于油浆蒸汽发生器; 管头焊缝需经过水压试验, 无渗漏、无可见的异常变形, 且试验过程中无异响声, 即为试验合格; 管束使用寿命一般为3-4年;

效提高密封性；

4.管头焊缝经射线检测后满足零气孔要求；

应用领域

用于石化领域催化裂解、催化裂化装置中，壳程介质为中压蒸汽和水，管程介质为低压高温油浆，使用工况较为恶劣。

广泛应用于石化领域其他装置中，例如常减压装置、连续重整装置、加氢装置、加氢裂化装置、硫磺回收装置、轻烃回收装置、乙烯装置等，管壳程介质通常为水、常温油和一般化工中间原料，使用工况相对正常。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 募投项目打破产能瓶颈，积极布局智能化换热器产品

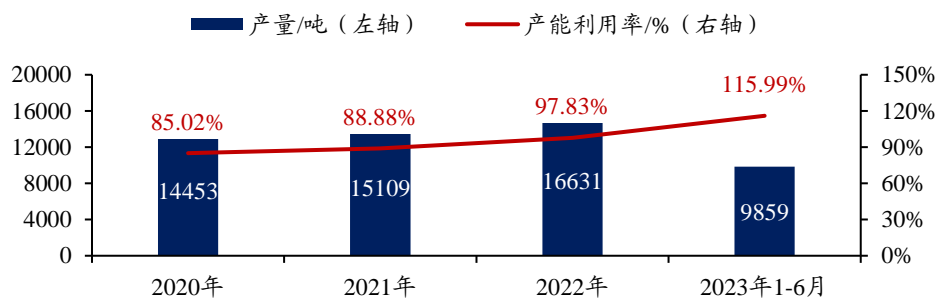
公司计划建设年产 6.5 万吨换热器、空冷器、10 万套智能仓储物流设备项目，共包含一期项目、二期项目和研发中心建设项目。其中，一期项目和研发中心建设项目为 2024 年 4 月上市北交所的募投项目。

1) 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：

有效缓解当下公司产能不足的问题。截至 2024 年 3 月，公司设计产能约为 1.7 万吨/年，石油化工换热设备制造行业的生产加工设备与换热设备产品的体积往往较大，因此对于生产场地面积大小的要求也相对较高。目前，公司生产场地使用已接近饱和，2023H1 产能利用率已达到 115.99%，无法满足产能进一步扩张的需求，产能瓶颈逐步显现，场地受限成为公司未来持续发展的主要制约因素。公司在建项目中，募投的一期项目建成后将新增年产 2.1 万吨换热器、空冷器产能；二期项目全部建成后将达到年产 6.5 万吨换热器、空冷器的产能，能够有效缓解产能不足问题。

增强公司产品差异化竞争力，促进可持续发展。目前，我国换热器行业已迈入规模化发展阶段，行业内竞争者众多，但产品差异化程度较小，市场集中度较低，市场竞争激烈。我国空冷器行业目前仍以内资中小企业为主，规模化企业相对较少，且产品种类较为单一，市场竞争主要集中在中低端产品领域。本项目的顺利实施有利于公司扩大现有的业务规模，在稳固现有换热器产品市场地位的同时，凭借在空冷器领域多年的工艺、技术积累以及产品性能优势，增强空冷器产品的差异化市场竞争力，进一步增强公司经营抗风险能力，为实现公司的可持续发展奠定良好的基础。

图19：公司产量及产能利用效率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2) 研发中心建设项目:

持续提升研发实力，为公司可持续发展提供良好技术支持。公司将根据发展战略及研发需求，购置数控加工中心、超声波探伤仪等先进的研发检测设备，以提高新产品、新工艺、新技术的研发能力和成果转化速率，提升核心技术竞争力。此外，石油化工业碳排放量居工业领域前列，随着“碳达峰、碳中和”战略的实施，产业绿色发展也将迎来新的挑战。研发中心建设项目将针对智能换热器、易清洁型管壳式换热器、新型管壳式换热器等新产品及泄露检测系统进行研发，聚焦于换热设备领域，对公司现有换热设备全生产环节、全寿命周期进行研究开发和工艺提升，助力公司实现研发新产品和新项目的发展目标。

提高换热设备产品智能化、平台化水平。该项目将着力于研究国内智能化换热器的设计及制造，结合传感和物联网技术，使换热器具备实时监控并反馈出入口压力、温度、流量等关键参数的能力。在实时数据平台化监控及分析的基础上，判断换热器的传热效率、预测设备剩余使用寿命，并给出检维修策略和智能调控方法，有利于为下游客户提供智能化、平台化的换热系统整体解决方案。同时也可作为特种设备检验机构和监管部门探索智能化换热器的检验和监管方法、提升质检科技水平以及从产品全寿命周期掌控设备的安全状态提供重要技术支撑。

提高产品性能，满足市场需求，增强客户粘性。石油化工等行业作业环境复杂，存在清洗难度较大、成本高等问题。针对以上换热器应用过程中存在的棘手问题，本项目拟对易清洁型管壳式换热器、多热源管壳式换热器及换热除垢系统进行设计、研发，以解决换热器易结垢、除垢难的问题。项目建设有利于公司提升产品性能，开发更具多样性、更符合客户需求的换热器产品，从而进一步提高公司的产品竞争力，增强客户粘性。

表3: 公司核心技术基本情况

序号	核心技术名称	核心技术特点	技术来源
1	油浆蒸汽发生器管束制造技术	有效减少了焊接部位产生的应力，极大提高了焊接部位的抗疲劳强度和抗热应力能力，防止管束管板在使用过程中应力腐蚀开裂，大幅提高管束使用寿命。	自研、原始创新
2	换热管与管板的密封结构制造技术	以确保介质被封堵在管壁外侧，起到了防止间隙腐蚀的作用，提高换热器的使用寿命。	自研、原始创新
3	具有尾部防振结构的 U 型管换热器制造技术	防止工作中的振动导致 U 型管的径向切断，提高 U 型管束的使用寿命。	自研、原始创新
4	一种改进后的换热器防冲结构制造技术	增加布管数量，既达到防冲作用，且能够增加换热面积。	自研、原始创新
5	组合翅片式空冷器管束组装技术	既提高了产品的传热效率，降低成本，同时还提高了产品的刚度和强度，提高产品使用寿命。	自研、原始创新
6	高压空冷管箱的密封技术	通过丝堵对压紧块施压从而压实密封垫片达到密封作用，避免具有腐蚀性介质通过缝隙渗透到丝堵孔内部。	自研、原始创新

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.3. 客户基础良好保障新增产能消化，同步布局海外打开成长空间

公司客户基础深厚稳定，积极布局海外市场。从国内来看，公司得到中国石化、中国石油、中国海油、中化集团、延长石油集团、浙江石化、恒力石化、盛虹石化等国内大型企业集团的广泛认可，并建立了稳定的合作关系，并先后被克拉玛依石化公司、海南炼化公司、上海赛科石化等用户评选为优秀供应商、主力供应商等，为客户提供了大量优质的换热设备产品。从国外来看，公司积极拓展海外市场，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。此外，公司成功取得 ASME 等国际资质认证，开始独立拓展海外业务。同时，公司募投项目位于江苏省东台市，靠近港口，利于布局海外市场。2024H1 公司新增境外收入 0.06 亿元，实现毛利率 33.01%，高于国内市场毛利率 11.04pct。

表4：无锡鼎邦部分客户简介

公司名称	简介
中国石油化工集团有限公司	中国最大的石油和化工企业之一，主要从事石油、天然气的勘探、生产、炼制、销售，以及石油化工产品的生产和销售。
中国石油天然气集团有限公司	中国最大的石油和天然气公司，业务涵盖石油、天然气的勘探与生产、炼油与化工、管道运输、销售等领域。
中国海洋石油集团有限公司	中国最大的海上石油和天然气生产商，主要从事海上石油、天然气的勘探、开发、生产和销售。
中国中化控股有限公司	综合性化工企业，业务包括化工、农业、能源和房地产等多个领域，是中国领先的化工产品和农业投入品供应商。
浙江荣盛控股集团有限公司	以石化、化纤为主业的大型民营企业集团，业务涵盖石化、化纤、房地产、金融等多个领域。
恒力集团有限公司	大型民营企业，以石化、纺织为主业，是中国最大的聚酯纤维和 PTA 生产商之一。
陕西延长石油（集团）有限责任公司	以石油和天然气勘探开发为主业的地方国有企业，业务还包括石油化工、工程建设等。
山东裕龙石化有限公司	大型石化企业，主要从事石油化工产品的生产和销售，产品包括乙烯、丙烯、芳烃等。
盛虹石化集团有限公司	以石化为主业的民营企业集团，业务涵盖石油化工、化纤、新材料等领域。

数据来源：公司招股书，公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为换热器类、空冷器类、管束类和其他业务。

1) 换热器类：公司换热器按照产品结构可分为浮头式换热器、固定管板式换热器、U 型管式换热器、釜式换热器，主要应用于石油化工领域，客户基础较为稳定，同时受益于“降油增化”趋势，具有较大增长潜力。同时，公司油浆蒸汽发生器产品作为催化裂化装置的关键节能设备，叠加公司技术优势，拥有较高毛利率，有望推动公司换热器业务毛利率进一步提升。预计2024~2026年公司换热器类业务实现营收2.57/3.06/3.55亿元，毛利率分别为22.48%/23.16%/23.45%。

2) 空冷器类：公司空冷器按照管箱结构可分为丝堵式空冷器、可卸盖板空冷器和集合管式空冷器，主要应用于石油化工领域的介质冷却设备，通过电机带动风机转动，不断将空气吸入，冷空气将换热管内介质的热量带走，达到将换热管内介质冷却的目的。公司空冷器类产品主要应用于石油化工领域，受益于后疫情时代石油需求恢复增长，有

望长期稳步发展。预计2024~2026年公司空冷器类业务实现营收0.83/0.90/0.94亿元，毛利率分别为20.54%/20.94%/21.41%。

3) 管束类: 公司销售的管束是换热器的重要组成部分，由换热管排列组合而成，主要用于换热器中管束的更换，除固定管板式换热器外，公司其他类型换热器的管束均可以根据实际情况进行清洗或者更换。下游石油化工领域的客户定期对换热设备进行检修，因此管束类产品销售情况取决于客户对于检修项目的需求，公司换热器销售规模的不断提升，为后续管束销售提供了良好的基础，该业务收入有望进一步提升。预计2024~2026年公司管束类业务实现营收0.75/0.86/0.93亿元，毛利率分别为23.12%/23.62%/23.31%。

4) 其他业务: 公司其他业务收入主要是废料收入，占营业收入比例较低，预计2024~2026年公司其他业务实现营收70.70/130.66/5.42万元，毛利率分别为42.92%/40.38%/49.45%。

表5: 分业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	309.95	366.85	438.44	415.86	483.94	542.12
营收增速/%	7.45%	18.36%	19.52%	-5.15%	16.37%	12.02%
毛利率/%	18.95%	22.23%	21.40%	22.24%	22.87%	23.07%
其中: 换热器						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	198.04	217.94	279.69	257.08	306.00	354.82
营收增速/%	26.10%	10.05%	28.33%	-8.08%	19.03%	15.96%
毛利率/%	18.04%	23.37%	21.50%	22.48%	23.16%	23.45%
其中: 空冷器						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	32.53	78.24	79.22	83.09	90.35	94.44
营收增速/%	-35.63%	140.54%	1.25%	4.89%	8.74%	4.52%
毛利率/%	21.73%	22.71%	20.88%	20.54%	20.94%	21.41%
其中: 管束类						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	77.72	47.64	77.25	74.98	86.29	92.81
营收增速/%	-2.34%	-38.71%	62.15%	-2.94%	15.08%	7.56%
毛利率/%	19.42%	20.60%	20.29%	23.12%	23.62%	23.31%
其中: 其他业务						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	1.66	23.03	2.29	0.71	1.31	0.05
营收增速/%	29.62%	1288.56%	-90.05%	-69.14%	84.82%	-95.85%
毛利率/%	50.54%	13.20%	65.03%	42.92%	40.38%	49.45%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

基于以上收入拆分，我们预计公司2024~2026分别实现营业收入4.16/4.84/5.42亿元，同比增速为-5.15%/16.37%/12.02%；实现归母净利润0.43/0.54/0.62亿元，同比增速为-9.38%/26.37%/14.86%；毛利率水平分别为22.24%/22.87%/23.07%。

可比公司: 我们选取兰石重装和科新机电为可比公司。其中，兰石重装主要业务有传统能源化工装备（炼油化工、煤化工、化工新材料等领域）、新能源装备（核能、氢能、光伏光热、储能等领域）、工业智能装备（快速锻造液压机组、工业机器人等）以

及节能环保装备的研发、设计、制造、检测、检维修服务及工程总承包；科新机电致力于核电军工、新能源、新材料、天然气化工、石油炼化、煤化工等领域生产环节的高端重型过程装备及系统集成设计、研发及制造，囊括反应、传质、传热、分离和储存等关键核心生产工艺过程。

盈利预测与投资建议：油浆蒸发器订单需求充足，布局海外打开成长空间。我们预计公司2024~2026归母净利润为0.43/0.54/0.62亿元，对应最新PE为24.80/19.62/17.08倍。与可比公司2024年平均PE(27.24倍)相比，公司估值水平相对较低。考虑到公司在石化领域具备丰富的行业项目经验、优质的产品质量和良好的行业口碑，与中石油、中石化、中海油及其他民营石化企业建立了稳定的合作关系，并积极开拓海外市场，未来伴随募投项目逐步投产打破产能瓶颈，公司业绩有望迎来稳步增长。参考可比公司估值及增速，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表6：可比公司估值（截至2025年1月8日）

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			市盈率(P/E)		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300092.SZ	科新机电	11.42	2.74	31.28	1.82	2.23	-	17.19	14.03	-
603169.SH	兰石重装	5.3	13.06	69.23	1.86	2.62	3.86	37.29	26.39	17.94
平均值								27.24	20.21	17.94
872931.BJ	无锡鼎邦	11.26	0.94	10.58	0.43	0.54	0.62	24.80	19.62	17.08

数据来源：无锡鼎邦盈利预测来自东吴北交所团队，其他公司盈利预测来自wind一致预期

5. 风险提示

1) 客户集中度较高风险。公司产品广泛应用于石油化工领域，下游客户主要为石油化工领域的大型企业集团，2020-2023年公司按同一控制下客户合并统计的前五大客户的销售额合计占当期营业收入的比例分别为91.82%、91.95%、80.84%和90.86%，前五大客户集中度较高。

2) 下游行业景气度变动风险。未来若宏观经济增速下滑、产业政策收紧、石油化工产品需求下滑或发生其他不利影响，公司产品的市场需求可能会出现下滑，导致公司的订单量减少或应收账款不能及时收回，对公司持续盈利能力和经营业绩造成不利影响。

3) 原材料价格波动的风险。公司主要原材料为金属板材、管材、型材、锻件等，2020-2022年公司直接材料成本占主营业务成本的比例分别为84.05%、80.45%、85.29%。公司主要原材料价格与大宗商品市场直接相关，交易活跃且价格具有一定波动性。若未来原材料价格上涨，可能导致公司毛利率下降，并对公司经营业绩造成不利影响。

无锡鼎邦三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	387	557	623	693	营业总收入	438	416	484	542
货币资金及交易性金融资产	79	252	248	299	营业成本(含金融类)	345	323	373	417
经营性应收款项	147	159	186	199	税金及附加	3	3	4	4
存货	118	104	140	145	销售费用	9	10	12	13
合同资产	27	26	32	34	管理费用	13	15	17	20
其他流动资产	15	16	17	17	研发费用	16	16	19	21
非流动资产	212	258	280	290	财务费用	4	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	2	2	3
固定资产及使用权资产	35	32	27	23	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	120	163	178	188	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	44	44	55	60	减值损失	1	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	53	48	61	70
其他非流动资产	12	19	19	19	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	599	815	903	983	利润总额	53	48	61	70
流动负债	306	311	345	364	减:所得税	6	6	7	8
短期借款及一年内到期的非流动负债	105	105	105	105	净利润	47	43	54	62
经营性应付款项	118	121	134	150	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	51	43	61	63	归属母公司净利润	47	43	54	62
其他流动负债	32	42	45	46	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.50	0.45	0.57	0.66
非流动负债	72	80	80	80	EBIT	55	50	61	71
长期借款	50	50	50	50	EBITDA	62	56	68	77
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.40	22.24	22.87	23.07
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	10.73	10.26	11.14	11.42
其他非流动负债	22	30	30	30	收入增长率(%)	19.52	(5.15)	16.37	12.02
负债合计	378	391	425	444	归母净利润增长率(%)	16.47	(9.38)	26.37	14.86
归属母公司股东权益	200	404	458	520					
少数股东权益	20	20	20	20					
所有者权益合计	220	424	478	539					
负债和股东权益	599	815	903	983					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	64	58	27	70	每股净资产(元)	3.07	4.30	4.88	5.53
投资活动现金流	(57)	(51)	(29)	(17)	最新发行在外股份(百万股)	94	94	94	94
筹资活动现金流	42	167	(2)	(2)	ROIC(%)	14.72	9.18	8.98	9.40
现金净增加额	49	173	(4)	50	ROE-摊薄(%)	23.49	10.55	11.77	11.91
折旧和摊销	7	6	7	7	资产负债率(%)	63.22	48.00	47.10	45.13
资本开支	(58)	(46)	(29)	(17)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.47	24.80	19.62	17.08
营运资本变动	7	7	(36)	(1)	P/B(现价)	3.66	2.62	2.31	2.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>