

我国石油化工装备先行者

蓝科高新新股询价报告

报告关键点:

- 公司技术优势明显，是国内唯一具备板壳式换热器、板式空冷器研发生产企业
- 募投项目着眼高端领域，力主进口替代
- 建议的询价区间为11.76-13.72元，对应2011年动态市盈率24-28倍。

报告摘要:

- **公司是我国石油化工装备先行者。**公司以甘肃蓝科石化设备有限责任公司为平台，由兰州石油机械研究所整体改制，主要从事石油、石化专用设备的研发、设计、生产、安装、技术服务以及石油石化设备质量性能检验检测服务等业务。
- **石油的刚性需求支撑石油石化设备行业未来市场空间广阔。**随着原油表观消费量的增长及石化行业固定投资的持续增长，我国石油石化设备行业迅速发展，截至2009年，三年来行业总产值年均增长45.5%。到“十一五”末我国将形成20个千万吨级炼油基地、11个百万吨级。炼油和乙烯企业平均规模分别提高到600万吨和60万吨。以此测算，到2013年大型板式换热器的市场价值为63亿元；空冷器市场容量每年超过100亿元；我国新建海上石油平台每年需增加150套油气水分离装置，对应市场价值约20亿元。
- **石油石化设备检验检测服务迎来良好发展机遇。**随着我国石油石化设备产品标准的逐渐完善、国家对安全生产的日益重视，以及石油石化设备制造自身发展壮大的需要，石油石化检验检测服务的需求将继续扩大。为使产品性能指标具有客观、公正性，具有市场公信力的第三方检测机构将迎来发展机遇期。
- **公司技术优势明显，在高端产品市场中独占鳌头。**公司继承了兰州石油机械研究所的研发及技术积淀，目前拥有专利31项，另有发明专利申请12项、实用新型专利13项已获受理，仅2010年公司就新增专利申请30项。凭借着长期的技术积累，公司是国内唯一具备板壳式换热器、板式空冷器研发生产能力的企业；在大型和特种球罐领域，公司是国内唯一一家拥有SAD（分析）设计、生产制造、现场安装施工、监理全套资质的公司；在海洋石油生产领域油气水分离器市场占有率国内第一；石油石化设备检验检测服务领域直接与国外企业竞争。
- **募投项目解决产能发展瓶颈，满足市场潜在需求。**此次募集资金主要投向生产板式空冷器、大型板壳式换热器、大型空气预热器和油气水分离装置等优势产品，扩大现有产品产能，缓解产能不足的瓶颈，募投项目达产后，板式空冷器、大型板壳式换热器、大型空气预热器和油气水分离装置设计年产能分别达到7,000吨、25台套、80台套、15台套，合计实现营业收入11.97亿元。
- **建议询价区间为11.76-13.72元。**我们预计2011-2013年公司收入增长率为26.2%、40.2%、20.2%，净利润分别增长38.7%、34.7%、30.4%，实现EPS分别为0.49元、0.65元、0.85元，未来三年净利润复合增长率30%。综合考虑可比公司估值水平及公司的行业优势，我们认为估值适用2011年动态市盈率在24-28倍之间，对应询价区间为11.76-13.72元。
- **风险提示。**行业竞争日趋加剧的风险；税收优惠政策变动的风险；宏观经济波动导致石油石化行业投资周期性波动的风险；钢材原材料涨价的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	658.0	645.3	814.2	1,141.8	1,372.1
Growth(%)	19.3%	-1.9%	26.2%	40.2%	20.2%
净利润	120.8	112.2	155.5	209.4	273.1
Growth(%)	70.8%	-7.1%	38.7%	34.7%	30.4%
毛利率(%)	37.6%	39.0%	39.7%	39.6%	41.1%
净利润率(%)	18.4%	17.4%	19.1%	18.3%	19.9%
每股收益(元)	0.50	0.47	0.49	0.65	0.85
每股净资产(元)	2.22	2.58	5.35	5.91	6.63
净资产收益率(%)	22.7%	18.1%	9.1%	11.1%	12.9%

敬请阅读本报告正文后各项声明

建议询价区间:

11.76-13.72 元

上市首日定价区间:

12.94-15.09 元

报告日期: 2011-06-07

发行数据

总股本(万股)	24,000
发行数量(万股)	8,000
网下发行(万股)	1,600
网上发行(万股)	6,400
保荐机构	国信证券股份有限公司
发行日期	2011-06-10
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

中国机械工业集团有限公司	80.00%
海洋石油工程股份有限公司	10.00%
中国联合工程公司	2.00%
中国工程与农业机械进出口有限公司	2.00%
浙江新大集团有限公司	1.70%
盘锦华迅石油成套设备有限公司	1.65%
上海开拓投资有限公司	1.65%
中国浦发机械工业股份有限公司	1.00%

张仲杰
021-68767839
执业证书编号

高级行业分析师
zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

报告联系人

王书伟
021-68763578
wangsw@essence.com.cn

正文目录

1. 发端于石油机械研究所，是中国石油化工装备先行者	3
1.1. 公司发端于石油机械研究所	3
1.2. 公司股权结构	3
2. 节能环保、大型化是石油石化设备行业未来发展的趋向	4
2.1. 石油的刚性需求支撑石油石化设备行业的持续发展	4
2.2. 经济可持续发展，石油石化行业对节能环保、大型化设备需求增加	5
2.3. 大型板式/板壳式换热器在石油石化行业有着广阔的市场需求空间	6
2.4. 空冷器、蒸发器具备节水性能，未来三年市场容量达 100 亿元	6
2.5. 油气水分离设备、石油钻采机械等其他石化装备稳定快速成长	7
2.6. 石油石化设备检验检测服务市场获得较快发展	7
3. 公司主要竞争优势	8
3.1. 自主创新与研发优势	8
3.2. 技术优势及实力雄厚的研发团队	8
3.3. 资质优势	8
3.4. 客户优势	8
3.5. 产品性价比优势及品牌优势	8
4. 募投项目：着力解决产能发展瓶颈	9
5. 风险提示	9
6. 盈利预测与估值分析	10

图表目录

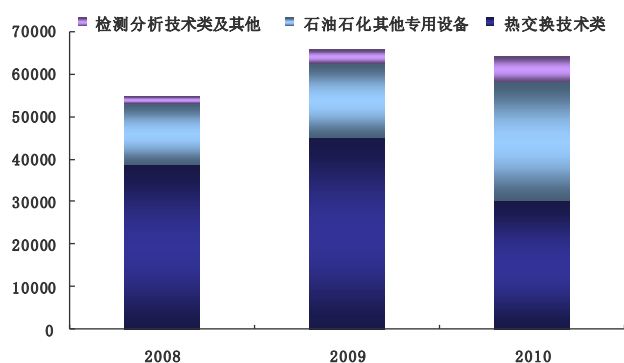
图 1 公司主营业务各项收入	2
图 2 2010 年主营业务收入构成	3
图 3 公司股权结构变动	4
图 4 全球原油需求量保持 1.5% 的增速	3
图 5 我国原油消费量与 GDP 的关联度较高	4
图 6 我国原油进口依存度不断上升	4
图 7 我国三大石油公司的资本开支情况（十亿元）	5
图 8 我国原油加工量及增速	4
图 9 2007 ~ 2009 年我国石油石化设备行业快速增长	5
图 10 炼油化工领域换热器产品市场空间广阔	5
图 11 炼油石化领域大型板式换热器市场容量	6
图 12 传统管式空冷器与板式空冷器的性能比较	6
图 13 募集资金主要项目投向	9
图 14 募投项目达产后的业绩贡献	9
图 15 可比公司估值表	11

1. 公司发端于石油机械研究所，是中国石油化工装备先行者

1.1. 公司发端于石油机械研究所

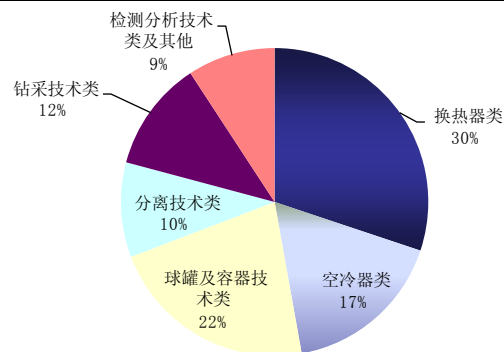
- ◆ 公司以甘肃蓝科石化设备有限责任公司为平台，由兰州石油机械研究所整体改制，主要从事石油钻采机械、炼油化工设备、海洋与沙漠石油设备和工程、炼油化工和天然气处理及液体回收工程、轻工与食品机械的研究、开发、设计、制造及石油钻采机械和炼油化工设备的性能测试与评定、石油和石油化工及其装备的计算机软件引进与开发、技术咨询及相关工程设计与总承包等业务。
- ◆ 2008-2010 年营业收入分别为 551.4、658.0、645.3 百万元，由于受到产能不足限制，年复合增长率仅为 8.18%，同期归属于母公司所有者的净利润分别为 70.7、120.8、112.2 百万元，年复合增长率 25.97%。
- ◆ 热交换技术产品及石油石化专用设备是公司收入的主要来源，热交换技术产品的销售额占主营业务收入比例保持较高比重，但呈下降趋势，其他石油石化专用设备产品以及检验检测服务收入总体呈上升趋势，随着产能的提升以及检验检测服务市场的开拓，公司产品种类不断丰富，热交换技术产品占比过大的局面改变明显。2010 年，在主营业务收入中，热交换技术产品、其他石油石化专用设备产品以及检验检测服务占比分别为 47%、44%、9%。

图 1 公司主营业务各项收入



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 2 2010 年主营业务收入构成

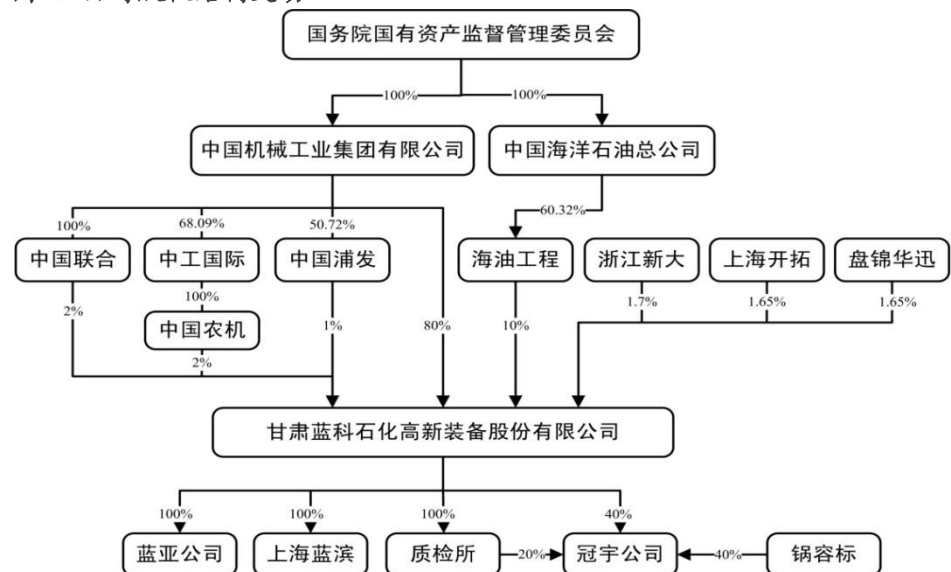


数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构

- ◆ 公司的控股股东、实际控制人为国机集团，国机集团隶属于国务院国资委的国有独资企业，此次发行前，持有公司 19,200 万股，占发行前总股本的 80%，通过下属子公司间接持有 5% 的股份。公司此次发行 8,000 万股，占发行后总股本的 25%。控股股东合计持股占发行后总股本的 57.76%。

图 3 公司股权结构变动



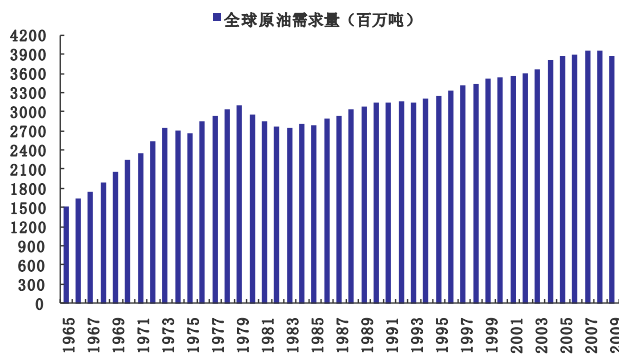
数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

2. 节能环保、大型化是石油石化设备行业未来发展的趋向

2.1. 石油的刚性需求支撑石油石化设备行业的持续发展

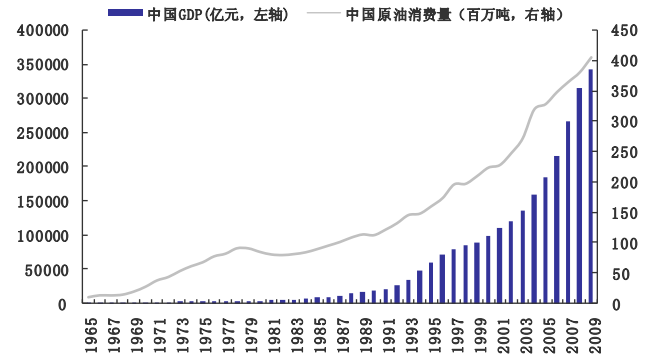
- ◆ 石油石化行业是国民经济的支柱产业，根据国际能源署预测，到 2030 年，国际石油需求将保持年均 1.50% 的增长速度。自 1965 年以来，我国 GDP 保持了快速增长，我国石油消费也大幅增长 36 倍。石油的供需状况影响下游石油石化行业固定资产投资规模，进而推动了我国石油石化设备制造行业的大发展。

图 4 全球原油需求量保持 1.5% 的增速



数据来源：BP, Wind, 安信证券研究中心

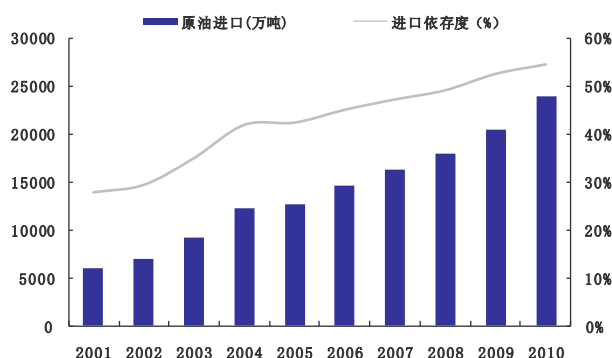
图 5 我国原油消费量与 GDP 的关联度较高



数据来源：BP, Wind, 安信证券研究中心

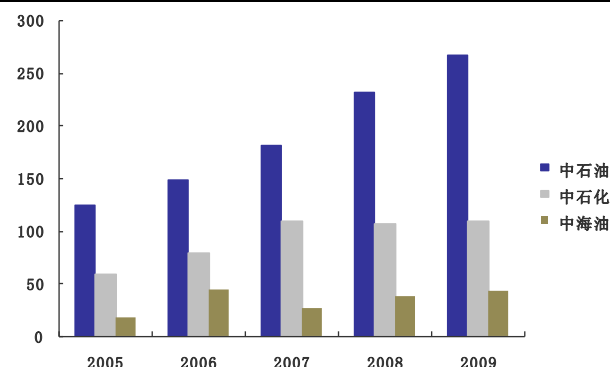
- ◆ 至 2010 年底，我国石油的对外依存度已远远超过 50%，达到 52.5%。超过了一国石油安全的国际警戒线水平。为保证国家经济安全，我国石油石化行业的投资规模一直保持了较快的增长。三大石油石化公司中国石油、中国石化、中国海油 2005-2009 年合计资本性支出年均增长 27%。

图 6 我国原油进口依存度不断上升



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

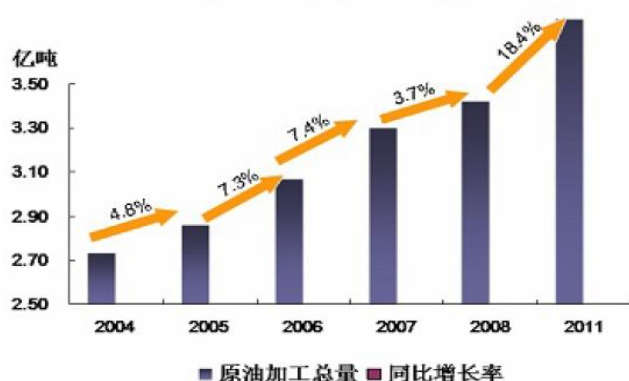
图 7 我国三大石油公司的资本开支情况 (十亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 安信证券研究中心

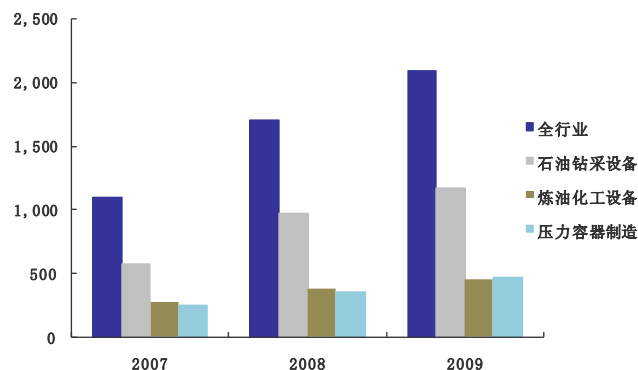
- ◆ 随着原油和石油表观消费量的稳步增长以及我国石油石化行业固定资产投资的持续增长，近年来我国石油石化设备行业也迅速增长，截至 2009 年 12 月，石油石化设备全行业规模以上企业完成工业总产值 2092.25 亿元，同比增长 22.85%，2007-2009 年全行业总产值三年平均增长 45.47%。

图 8 我国原油加工量及增速



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 9 2007~2009 年我国石油石化设备行业快速增长



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

- ◆ 目前，我国石油化工规模位居世界前列，已成为全球石油化工产业发展最快的市场之一。根据 2009 年《石化产业调整和振兴规划实施细则》，“十一五”末将形成 20 个千万吨级炼油基地、11 个百万吨级。炼油和乙烯企业平均规模分别提高到 600 万吨和 60 万吨。

2.2. 经济可持续发展，石油石化行业对节能环保、大型化设备需求增加

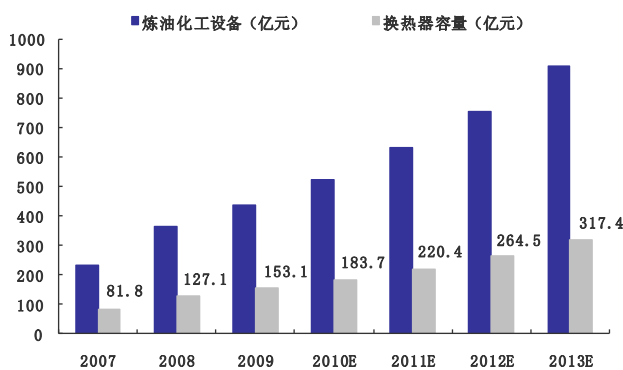
- ◆ 石化行业既是一个对能源高度依赖的行业，又是一个碳排放量较为集中的行业，因而推动石化行业的节能减排对建设我国的绿色经济、低碳经济具有重大意义，随着节约型、低碳经济的来临，石油石化行业的发展在带动石油石化设备需求增长的同时，也对石油石化设备的节能环保等性能提出了更高的要求。
- ◆ 2007 年国家发改委下达《国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知》，提出“到 2010 年，万元国内生产总值能耗由 2005 年的 1.22 吨标准煤下降到 1 吨标准煤以下，降低 20% 左右；单位工业增加值用水量降低 30%；主要污染物排放总量减少 10%；要求“十一五”期间，要加快实施十大重点节能工程，其中包括“实施钢铁、有色、石油石化、化工、建材等重点耗能行业余热余压利用、节约和替代石油、电机系统节能、能量系统优化，以及工业锅炉（窑炉）改造项目共 745 个”。2010 年国务院下发《国务院关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》，要求推动重点领域节能减排，“加强电力、钢铁、有色、石油石化、化工、建材等重点行业节能减排管理，加大用先进适用技术改造传统产业的力度”、确保形成 2,000 万吨标准煤的年节能能力”。
- ◆ 在产业政策的引导下，具有研发生产节能、环保和大型石油石化设备能力的企业

将获得更为广阔的市场前景。

2.3. 大型板式/板壳式换热器在石油石化行业有着广阔的市场需求空间

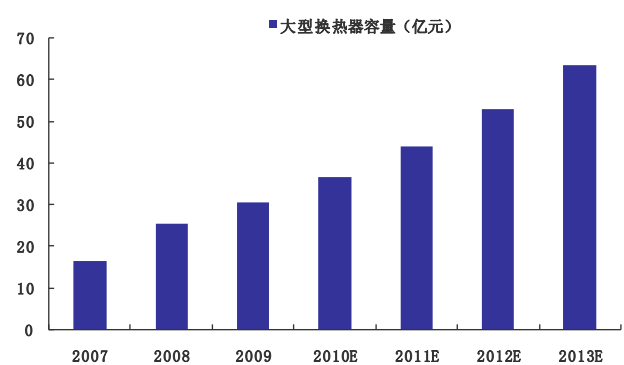
- ◆ 换热器用于炼油、化工、化肥、电力、冶金、环保，以及其他行业中单相或有相变介质的换热、冷凝、蒸发；大型化装置中作为加热炉和蒸汽锅炉等焚烧废气、废物及烟气废热回收利用的设备。作为工业生产装置中的重要节能设备，换热器在工业领域特别是在耗能大的行业中大量应用。
- ◆ 2009 年我国炼油化工设备行业的工业销售产值为 437.40 亿元，同比增长 20.45%。换热设备在炼油化工装置全部工艺设备总投资中约占 30%~40%，按均值 35%简单计算，2009 年我国石化换热器市场的容量大约为 153.09 亿元。未来 3 年，假如我国炼油化工设备销售产值保持 20%的增速，则 2010~2013 年，我国炼油石化用换热器的市场容量将分别达到 183.7 亿元、220.4 亿元、264.5 亿元、317.4 亿元。

图 10 炼油化工领域换热器产品市场空间广阔



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 11 炼油石化领域大型板式换热器市场容量



数据来源：中国石油石化设备工业年鉴，安信证券研究中心

- ◆ 大型板式换热器具有广阔的市场前景。仅以石化行业 2010 年对各种换热设备的平均需求 185 亿元推算，未来几年，只要大型板式换热器能占其 20%的市场份额，到 2013 年大型板式换热器的市场价值为 63 亿元。再加上其他行业中大型板壳式换热器的运用，大型板壳式换热器具备较大的市场空间。
- ◆ 公司是国内独家生产企业，有望分享未来广阔的需求市场。大型板壳式换热器是目前国际上先进、高效、节能的换热设备，在大型板壳式换热器市场，公司是国内独家生产企业，最大单台换热面积已超过 10,000 平方米。该产品成功使用 28 台，为国家节约约 7,500 万美元外汇；节约投资约 2.5 亿元人民币；每年节能 9.36 亿元人民币；每年减少 CO2 排放 195 万吨；每年减少二氧化硫排放 1.56 万吨。

2.4. 空冷器、蒸发器具备节水性能，未来三年市场容量达 100 亿元

- ◆ 空冷器是用空气进行冷却的工业热交换设备，可广泛运用于炼油、化工、电力、冶金、钢铁等行业冷却系统的冷却和冷凝，是一种节水、节能的设备。目前公司生产的空冷器主要应用在石化及火力发电两个领域。
- ◆ 我国人均占有水量只有世界人均的四分之一，因此节约用水、降低耗水指标是我国经济可持续发展的必然选择。空冷器节水性能良好。以电力行业为例，一座装机容量 60 万千瓦的电站，相对目前广泛采用的水冷装置，采用空冷装置每年可节水 1,000 万吨，意味着每座 60 万千瓦的电站将为 330,000 名居民省下生活用水，且对水源不造成污染。

图 12 传统管式空冷器与板式空冷器的性能比较

类 型	传热系数	污垢热阻	压降	紧凑度	重量	占地面积	投资比例
管式空冷器	1.0	1.0	1.0	78m ² /m ³	1.0	1.0	1.0
板式空冷器	2.0-3.0	0.2-0.25	0.3-0.5	220m ² /m ³	0.5	0.4-0.6	0.5-0.9

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- ◆ 在石化空冷器领域，根据公司经验数据推断，2009 空冷器在炼油化工市场份额 10

亿元，如果未来空冷器市场保持20%的增速，则2010~2012年我国石化空冷器的需求将分别达到12亿元、14.2亿元和17.04亿元。

- ◆ 在电站空冷领域，2009年，我国火电的装机容量为6.52亿千瓦，占总装机容量的74.60%，假设未来每年新增0.49亿千瓦的火电机组，其中，60%左右的新增机组采用空冷的比例约为80%，40%的采用空冷的比例约为50%，未来3年电站空冷的市场容量为80亿元以上。
- ◆ 2010~2012年，我国电站空冷器与石化空冷器的市场容量接近100亿元，如果考虑到其他行业的需求以及出口因素，则近三年空冷器的市场容量每年超过100亿元，并将保持较快的增速。
- ◆ 板式空冷器产品为公司独家生产，技术水平处于国际领先地位。目前已有700余台板式空冷器用于工业装置，每年节能20亿元、节水3,000万吨。已有1,300余台表面蒸发式空冷器应用于各类装置中，每年节约能耗26亿元。

2.5. 油气水分离设备、石油钻采机械等其他石化装备稳定快速增长

- ◆ 公司石油石化其他专用设备产品主要包括分离技术设备、球罐及容器技术设备、石油钻采技术设备等，可广泛应用于整个石油石化行业，其发展前景与整个石油石化设备行业的发展前景基本一致。
- ◆ 油气水分离器的市场主要与全球海洋油气的探明储量密切相关。根据中国海洋石油总公司的“十一五”发展规划，“十一五”期间中海油的开发工作量将是中海油前20多年开发量的总和，对海洋石油装备的投资将达到1,000亿元，海上石油装备市场需求旺盛。
- ◆ 目前，我国每年海上采油生产设施平台大致以每年25台的速度增长，一般一个平台需要六套油气水分离装置，由此推算，我国新建海上石油平台每年需增加150套油气水分离装置，对应市场价值约20亿元。从全球范围看，油气水分离器的需求量大致在每年500套~600套之间，与欧美等石油石化设备的强国比较，我国石油石化设备具有较大的价格优势。
- ◆ 公司凭借着国内独特的技术优势及相对国外企业的性价比优势，分享国内市场份额。公司的海洋石油油气水分离装备属于自主创新产品，产品设计和制造采用国际先进标准，技术水平国内领先，在油气水分离器市场公司的占有率第一，目前已为中国海上石油的几十个油田、近百座海上石油钻井平台、采油平台、生产平台和浮式生产系统（FPSO）提供了近千台（套）油气水处理工艺设备，是该领域国内为数不多的具有国际竞争力的产品。公司每年向全国范围的客户提供10套以上板式蒸发装置。

2.6. 石油石化设备检验检测服务市场获得较快发展

- ◆ 石油石化设备检验检测服务市场的发展主要受石油石化设备制造业自身发展的影响，两者为正相关关系，因而，石油石化设备制造业近年在我国快速发展也相应带动了相关检验检测服务市场规模的扩大，未来发展势头良好。
- ◆ 近年来石油石化行业安全生产日益受到社会的重视，2010年国家质检总局提出，到2015年，重点监控设备监管率和严重隐患治理率基本达到100%，力争特种设备事故率控制在0.4起/万台以下、死亡率控制在0.38人/万台以下；推动实现燃煤工业锅炉平均能效比2007年提高8%、高耗能特种设备累计节约7000万吨标准煤。目前我国石油石化设备检验检测能力远不能满足石油石化设备发展。可以预见，石油石化设备检验检测服务市场将迎来新的发展机遇。
- ◆ 公司检测技术处于国内领先水平。石油石化设备检验检测服务市场有较高的准入门槛，开展检验检测业务必须经过国家质量监督管理部门的认证许可，获得相关资质。公司共有3个石油钻采设备检验检测平台，拥有国内外先进的测试仪器设备52台（套），测试精度达到国内先进水平；共有6个炼油化工设备检验检测平台以及材料理化性能实验室，拥有国内外先进测试仪器设备78台（套），并自行

开发了具有国内先进水平的换热器性能测试数据处理软件；特种设备检验检测方面，共拥有仪器设备 50 多台（套），在无损检测和压力容器设计、检验、安全评定等方面具有明显技术优势，在湿硫化氢应力腐蚀研究、声发射检测技术方面居全国领先水平。

3. 公司主要竞争优势

3.1. 自主创新与研发优势

- ◆ 公司前身兰石所作为行业技术归口单位，长期承担我国石油石化专用设备行业的技术攻关和产品研发任务，在石化设备、石油钻采设备、海洋石油工程、石化传热节能降耗技术等领域创造出众多“中国第一”，累积形成并获得奖励的科技成果 935 项。公司承接了兰石所的研发和技术积淀，目前拥有授权专利共 31 项，其中发明专利 3 项、实用新型专利 28 项，另有发明专利申请 12 项、实用新型专利申请 13 项已获得受理。仅 2010 年公司就新增专利申请 30 项，其中 7 项已获得授权。

3.2. 技术优势及实力雄厚的研发团队

- ◆ 公司是中国石油和石油化工设备工业协会石油钻采机械专业委员会、全国锅炉压力容器标准化技术委员会热交换器分技术委员会的挂靠单位，承担众多行业标准的制定。2008 至 2010 年，公司新制定并已发布行业标准 6 项；已通过审核待发布国家标准 19 项、行业标准 8 项；正在制定、修订国家标准 4 项、行业标准 1 项。上述标准覆盖了换热器领域的主要产品，对行业有巨大的影响力。
- ◆ 公司现有科技人才 362 人，教授级高级工程师 32 人，其中享受国务院政府特殊津贴专家 2 人，高级工程师 117 人，工程师及其他工程技术人员 213 人。人员专业结构也涵盖了机械、结构、仪表、电气、液压、控制、材料、土建、采暖等多个需相互配合的领域，新技术、产品的研发能够在这种完整人才体系下有效实施。

3.3. 资质优势

- ◆ 公司拥有设计、制造、质量管理、计量检测、工程承包等多类资质共 38 项，其中特许经营资质 15 项，包括了 A1、A2、A3 全部三个级别特种设备（压力容器）的设计、制造、安装、监理全部资质，是行业内极少数具备完整资质的企业之一。公司还拥有美国机械工程师协会（ASME）颁发的“U”钢印（压力容器）授权证书，证明公司在压力容器设备的设计、制造及质量管理能力方面达到更高水平，符合 ASME 最新版本的压力容器规范的要求，它为客户提供了更强的信心，同时也为产品走向世界取得了一张必备的、有效的通行证。

3.4. 客户优势

- ◆ 公司专注石油石化专用设备行业多年，在长期的业务发展过程中，积累了雄厚的客户基础，形成了客户优势。公司目前的客户遍及全国 31 个省（自治区、直辖市），分布于石化、石油、冶金、钢铁、食品加工等众多行业。公司目前是中石化静设备类主力供应商、中石油一级网络炼化非标设备类供应商、中海油一级库合格供应商、中国石化电子商务网和中国石油能源一号网供应商，是为数不多的几家同时获得国内三大石油公司一级供应商资格的供应商之一。

3.5. 产品性价比优势及品牌优势

- ◆ 管壳式换热器的竞争对手主要有中国第一重型机械（集团）股份有限公司、兰州兰石集团有限公司、大连冰山集团金州重型机器有限公司、抚顺石油机械有限责任公司。板式换热器的竞争对手主要有兰州兰石集团有限公司、四平巨元换热设备有限公司，板壳式换热器国内只有公司具备研发生产能力。
- ◆ 空冷器的竞争对手主要包括哈尔滨空调股份有限公司、湖北长江石化设备有限公司、兰州长征机械有限公司等。与竞争对手比较，公司空冷器以板式为主，国内尚无其他企业生产板式空冷器。

- ◆ 球罐的竞争对手主要包括兰州兰石球罐工程公司、大连金鼎石油化工机器有限公司、中国石油天然气第一建设公司等。在大型和特种球罐方面，公司是国内唯一一家拥有 SAD（分析）设计、生产制造、现场安装施工、监理全套资质的公司。
- ◆ 油气水分离器主要竞争对手包括华油惠博普科技股份有限公司、无锡瑞吉格泰油气工程公司、中国船舶重工集团 703 研究所。公司具备油气水分离器的研发生产能力，且在海洋石油生产领域油气水分离器市场占有率国内第一。
- ◆ 目前进入国内市场的国外竞争对手主要包括德国 GEA 集团、美国 SPX 公司、法国 Alfa laval Packinox 公司、荷兰 APEX 公司、英国 DPS 公司、荷兰 CDS 公司等。国外企业的竞争优势主要体现于核心技术与高端产品上。在同类产品上，由于国内企业具有价格等优势，随着国内企业技术水平的逐渐成熟，市场份额呈逐步提高趋势。公司具有强大的技术研发优势及技术创新能力，不少产品技术水平处于国内领先地位，甚至达到国际领先水平。因此，在国内市场上，公司来自国外竞争对手的压力并不明显。

4. 募投项目：着力解决产能发展瓶颈

- ◆ 此次发行募集资金将用于大型沥青路面再生养护设备制造项目、成套公路养护设备产品升级项目、技术研发中心建设项目和其他与主营业务相关的营运资金。

图 13 募集资金主要项目投向

项目名称	项目投资额（万元）	投资计划（万元）	
		第 1 年	第 2 年及以后
重型石化装备及空冷设备研发制造项目	139,000	42,400	96,600

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- ◆ 综合测算，募投项目达产后，板式空冷器、大型板壳式换热器、大型空气预热器和油气水分离装置设计年产能分别达到 7,000 吨、25 台套、80 台套、15 台套，合计实现营业收入 11.97 亿元。2009 年末，公司上述产品均在国内排名第一，且产销率达 95% 以上，而且国内厂家仅有公司具备板式空冷器（包括大型板式电站空冷器）、大型板壳式换热器、大型板式空气预热器的生产能力。基于以往良好的增长趋势及公司在技术能力、研发投入及产品规格丰富方面的优势，且公司已与国内外主流下游客户建立了稳定的合作关系，募集资金投资项目产能可以在较短时期内被市场消化。

图表 14 募投项目达产后的业绩贡献

序号	产品名称	设计产量	预计实现 营业收入（万元）	行业需求总额（万元）	达产市场 占比
1	板式空冷器	7,000 吨/年	36,400	1,000,000	3.64%
2	大型板壳式换热器	25 台套/年	46,800	550,000	8.51%
3	大型空气预热器	80 台套/年	21,000	250,000	8.40%
4	油气水分离装置	15 台套/年	15,500	200,000	7.75%
	合 计	—	119,700	2,000,000	5.99%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

5. 风险提示

公司主要风险主要有以下几点：

- ◆ 税收优惠政策变动的风险，若公司不能再次获得高新技术企业认定，则 2012 年后将会适用 25% 所得税率；
- ◆ 公司是石油石化专用设备制造业龙头企业之一，随着竞争对手家数增多、技术能力的逐渐提升，公司可能面临行业竞争日趋激烈而导致的部分产品市场占有率下降的风险。
- ◆ 公司营业收入主要来源于石油石化行业，且下游客户中三大石油石化公司占销售收入的 47.5%—63%，宏观经济波动和政策调控导致石油石化行业投资呈现周期性

波动的风险;

- ◆ 近三年, 钢材占营业成本的比重分别为 44.96%、35.95%和 39.17%, 全球通胀导致钢材原材料涨价的风险。

6. 盈利预测与估值分析

- ◆ 我们预计 2011-2013 年公司收入增长率为 26.2%、40.2%、20.2%, 净利润分别增长 38.7%、34.7%、30.4%, 实现 EPS 分别为 0.49 元、0.65 元、0.85 元, 未来三年净利润复合增长率 30%。

	历史年份		预测年份		
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产品总收入	657.7	642.4	810.5	1,137.3	1,366.5
产品总成本	410.4	391.5	488.5	686.3	805.1
综合毛利率	37.6%	39.1%			
换热器类	298.6	193.5	352.1	609.1	761.4
收入增速	1.6%	-35.2%	82.0%	73.0%	25.0%
收入占比	45.4%	30.1%	43.4%	53.6%	55.7%
成本	164.9	111.6	213.0	365.5	445.4
成本增速	-19.6%	-32.3%	90.8%	71.6%	21.9%
成本占比	40.2%	28.5%	43.6%	53.3%	55.3%
产品毛利率	44.8%	42.3%	39.5%	40.0%	41.5%
空冷器类	152.7	109.6	161.1	180.4	198.5
收入增速	62.6%	-28.2%	47.0%	12.0%	10.0%
收入占比	23.2%	17.1%	19.9%	15.9%	14.5%
成本	116.5	74.4	113.6	129.9	140.9
成本增速	57.6%	-36.1%	52.7%	14.4%	8.5%
成本占比	28.4%	19.0%	23.2%	18.9%	17.5%
产品毛利率	23.7%	32.1%	29.5%	28.0%	29.0%
球罐及容器技术类	42.3	141.5	80.6	88.7	97.6
收入增速	40.4%	234.2%	-43.0%	10.0%	10.0%
收入占比	6.4%	22.0%	9.9%	7.8%	7.1%
成本	31.4	97.3	55.6	64.3	70.3
成本增速	32.0%	209.7%	-42.8%	15.6%	9.2%
成本占比	7.7%	24.9%	11.4%	9.4%	8.7%
产品毛利率	25.8%	31.2%	31.0%	27.5%	28.0%
分离技术类	82.8	63.9	79.3	93.5	107.6
收入增速	22.0%	-22.7%	24.0%	18.0%	15.0%
收入占比	12.6%	10.0%	9.8%	8.2%	7.9%
成本	48.5	36.9	45.6	55.2	62.9
成本增速	13.9%	-23.9%	23.5%	21.1%	14.0%
成本占比	11.8%	9.4%	9.3%	8.0%	7.8%
产品毛利率	41.4%	42.3%	42.5%	41.0%	41.5%
钻采技术类	48.3	74.7	48.5	54.4	62.5
收入增速	7.1%	54.6%	-35.0%	12.0%	15.0%
收入占比	7.3%	11.6%	6.0%	4.8%	4.6%
成本	36.5	54.3	34.9	39.1	45.3
成本增速	5.0%	48.5%	-35.6%	12.0%	15.8%
成本占比	8.9%	13.9%	7.2%	5.7%	5.6%
产品毛利率	24.3%	27.3%	28.0%	28.0%	27.5%
检测分析技术及其他	33.1	59.3	88.9	111.1	138.9
收入增速	96.6%	79.2%	50.0%	25.0%	25.0%
收入占比	5.0%	9.2%	11.0%	9.8%	10.2%
成本	12.6	17.0	25.8	32.2	40.3
成本增速	60.6%	34.7%	51.4%	25.0%	25.0%
成本占比	3.1%	4.3%	5.3%	4.7%	5.0%
产品毛利率	61.8%	71.3%	71.0%	71.0%	71.0%

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

- ◆ 综合考虑与公司现有业务、生产模式、下游客户的相似性，我们选取哈空调、双良股份、中国一重、张化机、惠博普、神开股份、江钻股份、华测检测、科新机电等 9 家上市公司作为参照，可比公司 2011 年平均动态市盈率为 29.3 倍。公司具有明显的技术领先优势，随着募投项目的实施，将进一步巩固行业龙头地位，我们认为估值适用 2011 年动态市盈率在 24-28 倍较为合理，对应的询价区间 11.76-13.72 元，建议询价价格为 12.74 元，对应的 2011 年动态市盈率 26 倍。

图 15 可比公司估值表

证券代码	证券名称	股票价格	EPS			PE			BPS	PB
			2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2010
600202	哈空调	9.57	0.28	0.41	0.55	34.2	23.2	17.5	2.87	3.33
600481	双良节能	13.58	0.28	0.50	0.67	48.8	26.9	20.3	2.84	4.78
601106	中国一重	4.63	0.16	0.21	0.25	29.2	21.8	18.2	2.51	1.84
002564	张化机	19.26	0.45	0.71	0.97	42.6	27.2	19.9	4.10	4.70
002554	惠博普	27.88	0.49	0.72	1.06	57.4	38.6	26.4	2.77	10.06
002278	神开股份	11.03	0.33	0.41	0.55	33.1	27.0	20.0	5.09	2.17
000852	江钻股份	13.48	0.29	0.33	0.39	45.7	40.3	34.4	2.59	5.20
300012	华测检测	15.33	0.41	0.51	0.71	36.9	30.1	21.5	5.90	2.60
300092	科新机电	16.86	0.46	0.58	0.86	36.3	28.9	19.6	5.71	2.95
平均		14.62	0.35	0.49	0.67	40.5	29.3	22.0	3.82	4.18

数据来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-6-2		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	658.0	645.3	814.2	1,141.8	1,372.1	营业收入增长率	19.3%	-1.9%	26.2%	40.2%	20.2%
减: 营业成本	410.7	393.8	490.9	689.2	808.8	营业利润增长率	64.5%	-8.8%	43.9%	35.7%	31.8%
营业税费	5.9	8.4	6.9	9.1	13.5	净利润增长率	70.8%	-7.1%	38.7%	34.7%	30.4%
销售费用	30.8	30.6	38.4	53.8	64.8	EBITDA 增长率	63.0%	4.8%	40.5%	37.5%	31.4%
管理费用	61.2	67.6	80.5	112.8	138.3	EBIT 增长率	69.9%	-2.0%	42.4%	31.0%	29.5%
财务费用	7.5	16.3	21.4	20.0	20.4	NOPLAT 增长率	77.0%	0.5%	34.9%	30.4%	28.3%
资产减值损失	9.2	7.5	1.8	20.3	14.4	投资资本增长率	86.5%	38.3%	30.4%	47.9%	6.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	61.8%	16.7%	175.5%	10.4%	12.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	132.8	121.2	174.4	236.6	311.8	利润率					
加: 营业外净收支	10.0	11.2	9.4	10.9	10.9	毛利率	37.6%	39.0%	39.7%	39.6%	41.1%
利润总额	142.7	132.4	183.8	247.5	322.7	营业利润率	20.2%	18.8%	21.4%	20.7%	22.7%
减: 所得税	21.5	19.4	27.6	37.1	48.4	净利润率	18.4%	17.4%	19.1%	18.3%	19.9%
净利润	120.8	112.2	155.5	209.4	273.1	EBITDA/营业收入	23.4%	25.0%	27.9%	27.3%	29.9%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	21.3%	21.3%	24.0%	22.5%	24.2%
货币资金	156.9	174.7	1,063.8	719.0	867.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	84	151	172	202	249
应收账款	321.2	445.3	450.9	659.0	832.8	流动营业资本周转天数	87	170	149	81	47
应收票据	21.3	33.9	24.9	44.0	55.7	流动资产周转天数	393	465	619	597	551
预付帐款	24.7	42.5	60.6	69.9	95.6	应收账款周转天数	157	218	205	177	200
存货	239.3	206.6	298.8	394.2	459.7	存货周转天数	144	127	114	111	114
其他流动资产	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	575	731	940	984	984
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	267	422	447	448	458
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	22.7%	18.1%	9.1%	11.1%	12.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.2%	7.9%	5.5%	6.1%	6.7%
固定资产	235.5	306.6	472.6	807.9	1,089.9	ROIC	37.8%	20.4%	19.9%	19.9%	17.2%
在建工程	48.1	71.4	222.8	433.7	416.2	费用率					
无形资产	135.1	143.1	139.0	135.0	131.2	销售费用率	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
其他非流动资产	6.5	9.0	86.4	159.1	130.8	管理费用率	9.3%	10.5%	9.9%	9.9%	10.1%
资产总额	1,188.6	1,433.1	2,819.8	3,421.8	4,079.2	财务费用率	1.1%	2.5%	2.6%	1.7%	1.5%
短期债务	118.0	120.0	118.2	117.0	115.6	三费/营业收入	15.1%	17.7%	17.2%	16.3%	16.3%
应付帐款	183.4	165.9	203.8	290.5	341.6	偿债能力					
应付票据	60.1	29.2	66.2	81.6	88.2	资产负债率	55.1%	56.5%	39.2%	44.6%	47.8%
其他流动负债	143.1	140.1	347.6	645.6	986.6	负债权益比	122.7%	130.1%	64.3%	80.6%	91.7%
长期借款	140.0	310.0	310.0	310.0	310.0	流动比率	1.51	1.98	2.57	1.65	1.49
其他非流动负债	8.4	44.9	55.9	77.2	92.2	速动比率	1.03	1.52	2.16	1.30	1.19
负债总额	654.8	810.2	1,104.1	1,527.1	1,951.1	利息保障倍数	18.80	8.42	9.15	12.84	16.26
少数股东权益	1.8	2.6	3.3	4.2	5.5	分红指标					
股本	240.0	240.0	320.0	320.0	320.0	DPS(元)	-	0.10	0.07	0.10	0.13
留存收益	292.0	380.3	1,392.5	1,570.5	1,802.6	分红比率	0.0%	21.4%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	533.8	622.9	1,715.8	1,894.8	2,128.1	股息收益率					
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	121.3	113.0	155.5	209.4	273.1	EPS(元)	0.50	0.47	0.49	0.65	0.85
加: 折旧和摊销	13.9	24.0	31.2	55.6	78.0	BVPS(元)	2.22	2.58	5.35	5.91	6.63
资产减值准备	9.2	7.5	1.8	20.3	14.4	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	7.9	16.0	21.4	20.0	20.4	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	0.5	0.8	0.7	0.9	1.2	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-121.5	-120.5	189.0	71.5	133.8	CAGR(%)	20.2%	34.4%	30.1%	27.9%	25.5%
经营活动产生现金流量	36.6	4.7	399.6	377.8	521.1	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-187.9	-103.5	-424.0	-670.0	-310.0	ROIC/WACC	7.8	4.2	4.1	4.1	3.5
融资活动产生现金流量	228.8	116.6	913.5	-52.5	-62.8	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张仲杰声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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

安信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。

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;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034