

## 机械设备

2020年02月21日

# 中泰股份 (300435)

## ——深冷核心设备技术领导者 积极布局清洁能源运营

报告原因：首次覆盖

### 买入 (首次评级)

市场数据：2020年02月20日

收盘价(元)	12.92
一年内最高/最低(元)	22.09/8.44
市净率	3.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1534
上证指数/深证成指	3030.15/11509.09

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	3.5
资产负债率%	50.24
总股本/流通A股(百万)	378/119
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
王璐 A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com  
查浩 A0230519080007  
zhahao@swsresearch.com

### 研究支持

邹佩轩 A0230118080005  
zoupux@swsresearch.com

### 联系人

查浩  
(8621)23297818×转  
zhahao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 投资要点：

- **深冷设备龙头收购城燃项目，打造“设备+运营”双轨道。**公司为国内深冷设备领域龙头企业，主要产品包括板式换热器、冷箱以及成套装置。2019年公司完成对城燃公司山东中邑100%股权收购，打造“设备+运营”双轨道。后续清洁能源运营业务有望与公司设备制造主业产生显著协同效应。
- **掌握深冷设备关键部机板式换热器的核心技术，产品广受国内外高端客户青睐；深冷系列产品具备诸多高精尖领域应用业绩，应用范围正从传统能源化工扩展至电子制造等新兴领域。**深冷设备的关键部机是板式换热器，与一般深冷设备商普遍外购换热器不同，公司具备板式换热器核心技术，是法液空、空气化工等国际气体巨头重要供应商。依托换热器技术壁垒，公司深冷设备先后应用于内蒙300万方LNG液厂项目（目前国内最大的采用国产深冷技术的LNG工厂），恒力石化150万吨/年乙烯装置项目，公司研发的超低漏率低温板式换热器获中科院认可，研发成功的绕管式换热器可应用于海上浮式LNG项目等领域。依托核心技术优势，公司积极将产品应用范围从传统能源化工开拓至电子制造、医药等新兴领域，目前已为国内外电子制造客户供应数十套高致密性换热器。公司当前在手订单充沛（截止19H1在手订单11.89亿），预收账款创新高；能源化工领域需求景气有望持续，电子制造等新兴领域业务开拓可期，推动深冷设备板块收入、利润持续增长。
- **积极布局氢能，在氢能的制取-储运-加氢液化等环节均有储备，充分受益于氢能市场化大规模推进。**公司的深冷技术可用于化石能源重整制氢以及工业副产氢提纯，目前已具备大规模制取高纯度氢的业绩，在煤制氢的深冷技术领域达国内领先水平。氢液化领域，公司具备为大规模氢液化提供核心设备的业绩。加氢站环节，公司可基于现有技术，结合本次收购的城燃项目加气站资产，快速切入加氢市场。2019年公司公告拟设立全资子公司中泰氢能，全方位布局氢能下游应用。目前国家和地方政府对于氢能产业大力扶持，浙江省鼓励杭州利用2022亚运会契机加速氢能产业发展，公司作为区域内氢能技术龙头，有望充分受益。
- **低估值收购优质山东城燃项目，城燃板块持续贡献确定性成长。**公司2019年以14.55亿对价收购山东中邑100%股权，按2019年1.35亿元业绩承诺计算，仅11倍市盈率。山东中邑资产质地优质，管网基本覆盖德州全境，并逐步延伸至周边滨州、东营、沧州、衡水、济南等地区。山东中邑是德州市单体最大的城燃运营商，管网直接与两桶油门站相连，燃气采购价相对较优。依托管网和气价优势公司燃气销售不断拓展至市内以及邻近县市优质客户，推动销气量持续增长。德州市煤改气有望持续推进，域内工业客户基础强，公司预计仅短期内可开发的前十大增量客户即可带来3500万方销售增量（山东中邑2018年销气量5.9亿方）。山东中邑原股东方承诺2019-2021年净利润分别不低于1.35、1.5、1.7亿元，山东中邑利润基础坚实，后续销气量增长确定性强，有望完成承诺甚至业绩超预期。
- **盈利预测与评级：**考虑到公司对山东中邑的收购以及深冷设备主业发展趋势，我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为0.72、2.21和2.91亿元，其中城市燃气业务部分贡献的归母净利润分别为0.35、1.55和1.85亿，深冷设备等其他业务贡献的归母净利润分别为0.37、0.66和1.06亿元。采用分部估值法，给予城市燃气业务2020年20倍，2021年17倍的市盈率水平，对应市值31亿，参考可比公司情况，给予公司设备制造板块2020年48倍、2021年30倍市盈率的估值，对应32亿市值。公司2020年目标市值63亿，较当前市值有29%增长空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**油气价格大跌导致设备订单大幅下滑；经济下行导致城燃销气量大幅减少。

### 财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	595	400	901	2,697	3,263
同比增长率(%)	22.5	-2.8	51.5	199.3	21.0
归母净利润(百万元)	68	60	72	221	291
同比增长率(%)	12.4	0.8	5.7	208.3	32.1
每股收益(元/股)	0.27	0.24	0.19	0.58	0.77
毛利率(%)	25.4	24.2	22.0	16.9	17.4
ROE(%)	8.3	6.8	3.3	9.3	10.9
市盈率	48		68	22	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

考虑到公司对山东中邑的收购以及深冷设备主业发展趋势，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 0.72、2.21 和 2.91 亿元，其中城市燃气业务部分贡献的归母净利润分别为 0.35、1.55 和 1.85 亿，深冷设备等其他业务贡献的归母净利润分别为 0.37、0.66 和 1.06 亿元。

采用分部估值法，参考可比公司情况，给予城市燃气业务 2020 年 20 倍，2021 年 17 倍的市盈率水平，对应市值 31 亿。参考可比公司情况，我们给予公司设备制造板块 2020 年 48 倍、2021 年 30 倍市盈率的估值，对应 32 亿市值。公司 2020 年目标市值 63 亿，较当前有 29% 增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设点

预计公司深冷设备板块营收 2019-2021 年分别增长 5%、9% 和 32%

预计山东中邑 2019-2021 年贡献归母净利润分别为 0.35、1.55 和 1.85 亿

### 有别于大众的认识

**公司掌握深冷设备关键部机板翅式换热器的核心技术，积极开拓下游新兴领域，业绩的中长期成长性和确定性优于一般深冷设备公司。**深冷设备的关键部机是板翅式换热器，与一般深冷设备商普遍外购换热器不同，公司具备板翅式换热器核心技术，是法液空、空气化工等国际气体巨头重要供应商。依托核心技术优势，公司积极将产品应用范围从传统能源化工开拓至电子制造等新兴领域。公司当前在手订单充沛（截止 19H1 在手订单 11.89 亿元），预收账款创新高，短期业绩无忧。市场一般认为深冷设备行业周期性极强，业绩持续成长能力较弱，我们认为公司掌握核心技术、积极开拓新兴领域业务，传统下游的国产替代趋势以及新兴领域需求爆发有望给公司带来持续的成长空间。

**已在氢能源应用的多个环节掌握成熟项目经验，有望充分受益于氢能源市场化大规模推进。**公司已在氢能源的制氢-储氢-加氢站全产业链有所布局，具备成熟的大规模制取高纯度氢的技术以及业绩，在煤制氢的深冷分离工艺段已取得国内领先地位；氢液化领域公司具备为大规模氢液化提供核心设备的业绩，同时公司将借助重组标的公司成熟的加气站网络，利用公司现有技术布局加氢站，在氢能市场化应用时可快速切入市场。部分投资者认为氢能源尚在主题投资阶段，与氢能业务沾边的公司均有望受益，但是我们认为政策对于氢能源领域的支持力度不断加大，氢能源大规模市场化临近启动，只有公司具备成熟项目经验和深厚技术储备，有望充分受益于下游市场的启动。

### 股价表现的催化剂

订单回升速度超预期

氢能源应用业务落地

### 核心假设风险

油气价格大跌导致设备订单大幅下滑；

经济下行导致城燃销气量大幅减少

## 目录

<b>1. 深冷设备龙头外延切入城燃 打造“设备+运营”双轨道 ..6</b>	
<b>2. 传统下游需求有望维持景气 氢能源等新兴领域空间广阔...9</b>	
2.1 依托板翅式换热器技术优势 打造深冷设备技术壁垒 .....	9
2.2 传统下游需求有望维持景气 电子制造等新兴领域稳步拓展.....	12
2.3 掌握氢能制取-储存-加氢技术 有望受益于氢能市场爆发 .....	15
<b>3. 2019 年底收购山东中邑 成功切入清洁能源运营市场.....17</b>	
3.1 德州领先的城燃运营商 管网布局确立对外扩张优势 .....	17
3.2 过去几年业绩增长强劲 中长期业绩增长确定性强.....	19
3.3 延伸天然气产业链布局 发挥协同效应.....	21
<b>4. 盈利预测与估值.....22</b>	

## 图表目录

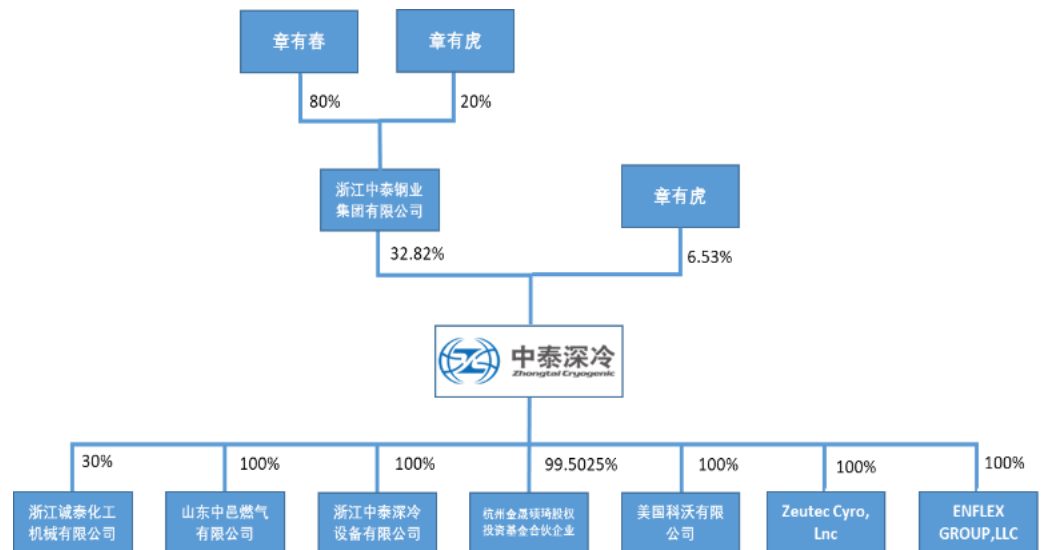
图 1：中泰股份股权结构.....	6
图 2：公司主要产品图示.....	6
图 3：2014-2019H1 营业收入及归母净利润（百万元）.....	7
图 4：综合毛利率及分业务毛利率.....	7
图 5：2014-2019H1 公司营业收入结构.....	8
图 6：2014-2019H1 公司毛利结构.....	8
图 7：深冷技术装置分类.....	9
图 8：公司研发费用及研发费用占收入的比例.....	12
图 9：原油及天然气价格变动情况.....	13
图 10：秦皇岛动力末煤山西产 5500 大卡平仓价（元/吨）.....	13
图 11：国内天然气表观消费量及其增速.....	13
图 12：公司目前预收账款金额创新高（百万元）.....	14
图 13：氢能源来源途径.....	15
图 14：山东中邑高压管网图.....	18
图 15：山东中邑管网长度（千米）.....	18
图 16：山东中邑天然气销气量（亿立方米）.....	19
图 17：山东中邑营业收入及净利润（百万元）.....	19
图 18：山东中邑 2018 年营业收入占比.....	20
图 19：山东中邑 2018 年销气结构.....	20
图 20：业绩承诺山东中邑年度净利润水平（百万元）.....	21
表 1：公司收购山东中邑流程.....	9
表 2：公司主要产品简介.....	10
表 3：氢能源政策.....	16
表 4：公司收购山东中邑支付方案.....	17
表 5：山东中邑四个特许经营权区域主要业务及客户.....	18
表 6：设备制造板块收入预测（万元）.....	22
表 7：设备制造板块成本预测（万元）.....	22
表 8：山东中邑营收及成本预测.....	22

表 9 : 燃气板块可比估值表 (元, 元/股) .....	错误!未定义书签。
表 10 : 深冷设备板块可比公司估值表 (元, 元/股) .....	错误!未定义书签。
表 11 : 公司利润表预测 (百万元) .....	24

# 1. 深冷设备龙头外延切入城燃 打造“设备+运营”双轨道

杭州中泰深冷技术股份有限公司成立于 2006 年 1 月 18 日，是一家深冷技术工艺及设备提供商，主营深冷技术设备的开发、设计、制造和销售。2015 年 3 月 26 日公司在深交所创业板正式上市。截至目前，中泰钢业集团持有公司股份总数的 32.82%，章有春通过中泰钢业集团间接持有公司 26.26%的股份，章有虎直接持有公司 6.53%的股份以及通过中泰钢业集团间接持有公司 6.56%的股份，合计持有公司 13.09%的股份。章有虎和章有春为两人合计持有公司 39.35%的股份，为公司实际控制人。

图 1：中泰股份股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司主要产品分别为板翅式换热器、冷箱以及成套装置，广泛应用于天然气、煤化工、石油化工等领域。公司主营业务为深冷技术的工艺开发、设备设计、制造和销售，主要产品为板翅式换热器、冷箱和成套装置，其中板翅式换热器是高效、紧凑式换热设备，是深冷工艺的关键部机。公司产品被广泛应用于天然气、煤化工、石油化工等领域。

图 2：公司主要产品图示





资料来源：公司公告，申万宏源研究

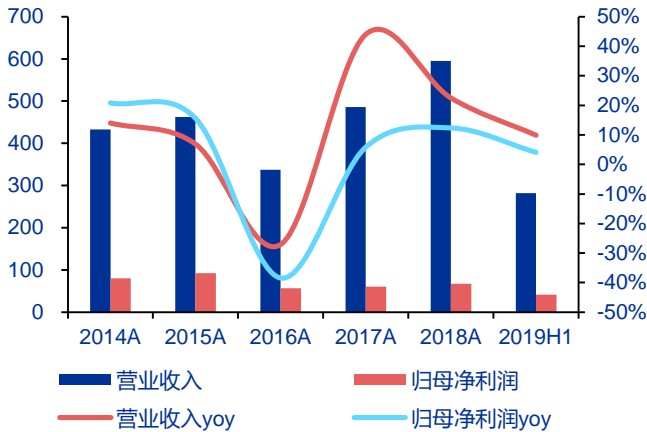
**2014 年油价暴跌导致公司产品下游需求萎缩，2017 年开始随着下游回暖，公司营收及净利润逐步触底回升，2019 年或成为公司产品毛利率向上拐点。**

2014 年国际油价暴跌，改变了天然气及煤化工产品的经济性，造成公司传统的能源化工领域投资需求不振。公司 2016 年营收和净利润双双触底，2017 年开始业绩逐步改善。

2019H1 公司实现营收 2.82 亿元，同比增长 9.87%，实现归母净利润 4152 万元，同比增长 4.08%。公司综合毛利率较上年同期下滑 1.58 个百分点，主要是由于冷箱及成套装置产品毛利率进一步下滑，公司核心的板翅式换热器毛利率则较上年同期回升 0.78 个百分点。公司的板翅式换热器交货周期一般在一年以内，冷箱及成套装置交货周期较长。因此当期综合毛利率下滑主要是受过去几年签订的冷箱及成套装置低价订单拖累，而板翅式换热器毛利率上升或可作为公司毛利率拐点的先导指标。截至 2019H1，公司在手订单 11.89 亿元较为充足；截至 2019Q3 公司预收账款合计为 2.99 亿元，延续了最近几年持续增长的态势，从侧面部分验证公司产品目前下游需求景气。

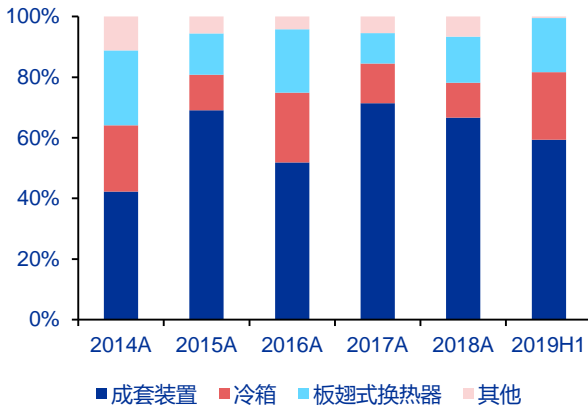
**图 3：2014-2019H1 营业收入及归母净利润（百万  
元）**

**图 4：综合毛利率及分业务毛利率**

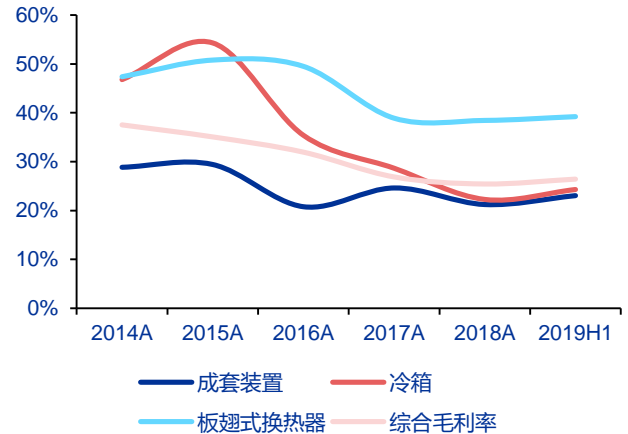


资料来源: wind, 申万宏源研究

图 5: 2014-2019H1 公司营业收入结构

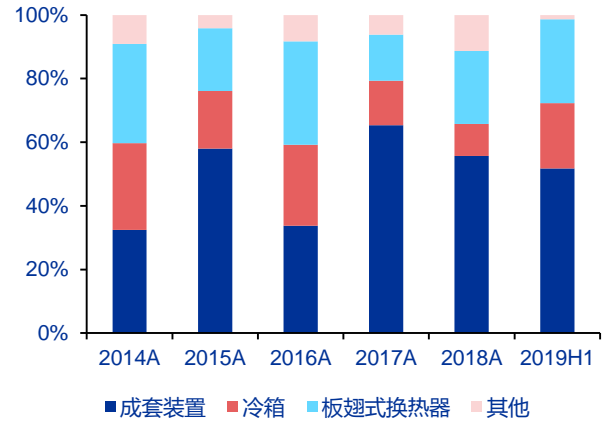


资料来源: wind, 申万宏源研究



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 6: 2014-2019H1 公司毛利结构



资料来源: wind, 申万宏源研究

**2019 年底实现对山东中邑的全资收购, 打造“设备制造+投资运营”双轨道。**为了避免深冷设备下游需求波动性较强的不利影响, 公司早在 2017 年即提出“设备制造+投资运营”的双轨道战略。公司 2019 年通过增发+现金的方式收购山东中邑 100% 股权。山东中邑主业为在山东省德州市经营城市燃气业务, 在完成收购后公司主业从设备制造, 拓展到清洁能源运营领域, 未来有望充分发挥传统主业与城市燃气业务的协同效应优势。



**表 1：公司收购山东中邑流程**

日期	具体事项
2017 年 9 月	公司认缴出资 20000 万元，与杭州金晟硕业投资管理有限公司、英大国际信托有限责任公司签订协议，共同成立杭州金晟硕琦股权投资基金合伙企业
2017 年 10 月	杭州金晟硕琦通过增资和受让股权方式，收购了山东中邑 33.33% 股权，交易双方还对排他期及剩余股权处置达成了“特别约定”
2018 年 12 月	公司发布收购预案
2019 年 11 月	收购正式落地。山东中邑 100% 的股权交易对价为 14.55 亿元，其中通过向山东中邑原股东发股的方式支付 8.55 亿元，配套融资方式募集 3.52 亿元 +2.48 亿元自有资金，合计向金晟硕琦支付 6 亿元

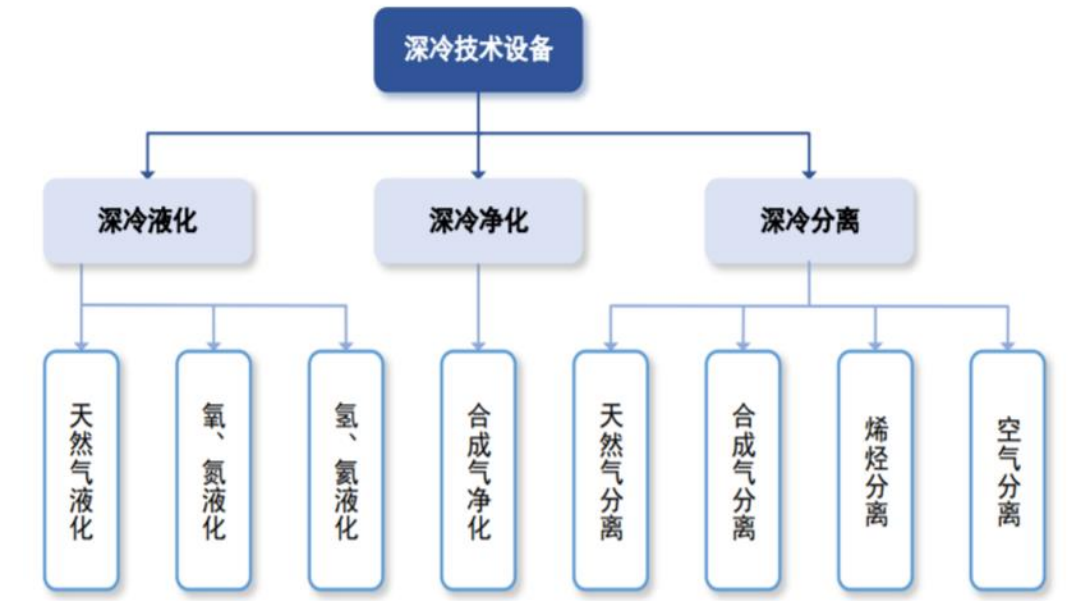
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 传统下游需求有望维持景气 氢能源等新兴领域空间广阔

### 2.1 依托板翅式换热器技术优势 打造深冷设备技术壁垒

**公司为深冷技术工艺及设备提供商。**深冷技术主要用于大规模工业气体的分离、液化以及净化，如氢能源领域热化学重整（化石能源制氢）技术路线，利用天然气、煤等化石能源通过深冷分离、净化装置提纯符合氢能利用标准的氢气；电子制造行业常用的高纯氮等保护气需深冷分离、净化装置来提供；煤气化、炼钢、医院等需要的大量纯氧由深冷分离装置提供，石油炼化/裂解、煤气化的合成气需要深冷分离装置进行气体分离、净化，乙烯、丙烯、乙二醇、合成氨的生产过程需要深冷净化装置进行合成气的净化提纯，天然气液化过程需要深冷液化装置进行净化与液化等，深冷技术设备广泛应用于天然气、煤化工、石油化工、电子制造及氢能源等领域。

#### 图 7：深冷技术装置分类



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

公司的主要产品包括板翅式换热器、冷箱以及成套装置。

**1) 板翅式换热器：**深冷技术的核心设备。板翅式换热器是一种高效、紧凑、耐低温的传热设备，具有设计理论复杂、翅片成型精度高、钎焊一体成型的特点，尤其适用于多股流，传热过程中有相变的传热要求。公司生产的板翅式换热器主要对外销售，部分在生产冷箱和成套装置时自行使用。

**2) 冷箱：**由板翅式换热器、塔器、阀门等低温设备所集成的工艺系统，产品的设计主要包含两个层面，均由公司自主完成：其一为冷箱内含的板翅式换热器、塔器等单体部机设计；其二为冷箱本身的集成撬装化设计。冷箱是构成成套装置的关键工艺系统，主要应用于天然气等气体液化装置中。

**3) 成套装置：**由冷箱、压缩系统、净化系统等多套工艺系统共同构成的大中型装置，分为部机制造、冷箱总装、系统集成三个主要生产环节。成套装置是深冷技术工艺在工业中若干设备的有机集合，能够发挥从进料到出货的完整生产功能。公司通过“深冷工艺设计+关键设备自制+配套设备外购”的专业化经营模式，向客户提供成套装置产品。

表 2：公司主要产品简介

主要产品大类	产品细分	产品简介
板翅式换热器	铝制钎焊板翅式换热器	板翅式换热器是一种高效、紧凑、耐低温的传热设备，具有设计理论复杂、翅片成型精度高、钎焊一体成型的特点，尤其适用于多股流，传热过程中有相变的传热要求。
	PFV（容器内板翅式换热器）	塔顶的气相（热流体）通过接管、进口封头进入换热器内，和冷剂流体进行热交换，经冷却、冷凝成为汽液两相，然后通过出口封头、接管流出塔顶冷凝器。进入气液分离器进行汽液相分离，液相作为回流液返到塔顶。气相自分离器顶部排出送往下一台设备。冷剂布置在筒体侧，换热器整体或部分浸泡在冷剂液体中。
冷箱	LNG 冷箱	LNG 冷箱主要应用于液化天然气装置中，将天然气进行液化并提纯。如原

		料气中氮组份偏离需要设置去氮塔将天然气进行提纯，以满足 LNG 规范的燃值要求。
	液氮洗冷箱	液氮洗冷箱主要应用于化肥工业中的净化工艺段，中泰拥有成熟的液氮洗冷箱设计、制造及安装技术，并拥有为 18 万吨/年~60 万吨/年合成氨装置配套业绩。
	乙烯冷箱	中泰拥有设计、制造百万吨级乙烯装置低温冷箱及塔顶冷凝器，CIV 的全套技术和装备，对鲁姆斯流程、SW 流程、Linde 流程等乙烯装置配套冷箱具有熟练的能力和深入的经验。
	空分冷箱	空分冷箱是空气分离装置的核心。
	丙烷脱氢制丙烯(PDH)冷箱	丙烷脱氢 ( PDH ) 是强吸热过程，可在高温和相对低压下获得合理的丙烯收率。目前已工业化工艺主要有 UOP 公司的 Oleflex 工艺、Lummus-Houdry 公司的 Catofin 工艺、Krupp UhdeWcng 公司的 STAR 工艺等。丙烷脱氢 ( PDH ) 工艺中经常采用丙烯和乙烯逐级冷却、分离烯烃，低温段采用多股流冷箱。
	甲醇制烯烃 ( MTO/MTP ) 冷箱	以煤或天然气合成的甲醇为原料，借助类似催化裂化装置的流化床反应形式，生产低碳烯烃的化工技术。其烯烃分离深冷分离段采用多股流冷箱。公司已为宁波禾元 30 万吨聚丙烯 50 万吨乙二醇项目，惠生南京 25 万吨丁辛醇项目，山东阳煤恒通化工 30 万吨/年甲醇制烯烃装置提供 MTO 冷箱，运行良好。
	一氧化碳冷箱	根据一氧化碳中其他组份的不同，采用不同的组合方式进行分离和提纯。
成套装置	LNG 装置	中泰的天然气液化装置按规模可分为 5 万方/天、10 万方/天、30 万方/天、50 万方/天、100 万方/天、200 万方/天、300 万方/天的系列化，按气源条件和能耗要求等，可采用 MRC 混合工质制冷（可带预冷）、氮膨胀、带预冷的氮甲烷膨胀和级联式等多种工艺方案。
	合成氨液氮洗装置	采用低温精馏的方法获得高纯度的氢气，并把氢气和氮气按 3 : 1 的比例混合好后送入合成工段作氨合成。低温甲醇洗和低温液氮洗的深冷净化方法具有能耗低、设备可靠和环境友好的特点，有效提高了合成氨催化剂的工作效率，降低了合成压力，没有了驰放气，从而达到节能和长周期运转、低排放的效果。
	氢气—一氧化碳分离装置	采用深冷分离法，得到高纯度的一氧化碳，是利用各组份的沸点的不同进行分离。根据原料气中组份的不同，采用不同的组合方式进行分离和提纯。主要设备有：分子筛吸附器、绕管式换热器、冷箱、CO 压缩机和仪表阀门控制系统。

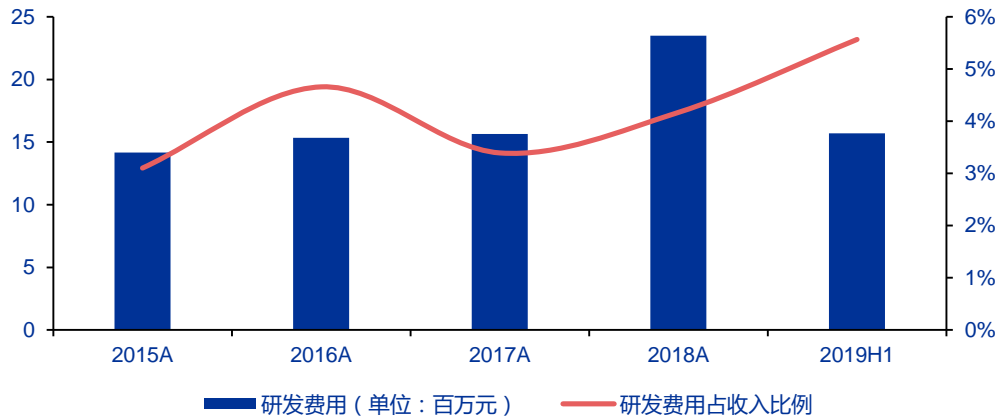
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 公司板翅式换热器设计及制造水平国内领先，依托换热器技术打造深冷设备技术壁垒。

公司以板翅式换热器产品起家，在换热器产品的基础上，不断进行产业链延伸，开拓出冷箱以及成套装置业务。公司的板翅式换热器部分外销，部分供应内部的冷箱和成套装置产品。公司的板翅式换热器技术水平国内领先，产品已出口至 20 多个国家和地区，是液空、空气化工等国际气体巨头的重要供应商。公司为国家重大科研“大型低温制冷设备研制”项目提供的超低漏率低温板翅式换热器获中科院认可，将来可在氢液化市场占据先入优势，同时也可满足未来大科学工程、航空工程等国家战略高科技技术的需求；公司已研发成功绕管式换热器，将来可应用于海上浮式 LNG 以及大型高压深冷技术装置。

依托换热器技术优势，公司持续打造深冷设备技术壁垒。公司注重研发投入，近年来研发投入持续增长，研发费用占营收比重不断提升，仅 2019 年上半年公司就投入研发费用 1570.39 万元，较去年同期增长 78.17%，研发费用占到当期营收的 5.6%。

图 8：公司研发费用及研发费用占收入的比例



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司三大产品在能源化工领域应用广泛，具备一系列重大项目的研发、设计、供货经验。深冷设备的下游应用领域广泛，包括天然气、石油化工、煤化工、电子制造、氢能源等诸多领域。公司已有全部空分、液氮洗、一氧化碳、制氢以及天然气、烷烃脱氢等全套产品路线的工艺包技术和业绩。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。在石化行业，公司是国内深冷分离工艺段拥有技术实力以及成功运行业绩的两家供应商之一，目前已有多套乙烯装置深冷分离冷箱系统业绩，并且在 PDH 项目同时拥有 UOP 工艺技术以及鲁姆斯（ABB Lummus）工艺包技术，奠定了公司在石化行业分离工艺段的领先地位。在天然气领域，公司已在天然气液化的制备环节占据了绝对的龙头地位。

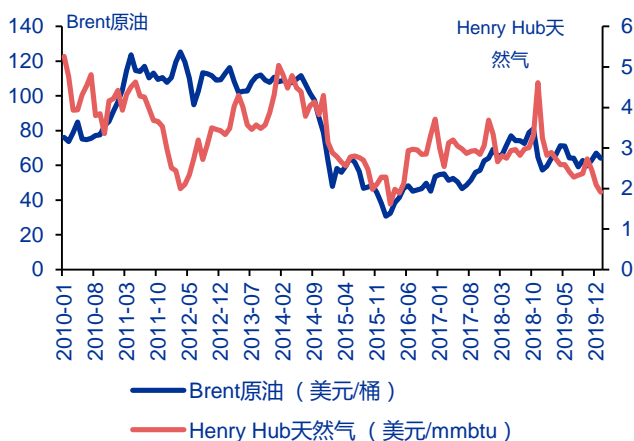
## 2.2 传统下游需求有望维持景气 电子制造等新兴领域稳步拓展

公司深冷设备传统下游主要包括天然气、煤化工、石油化工等行业。煤化工项目的气化环节、中间深冷分离、液化以及储运环节，均需深冷技术来完成，公司可提供深冷分离工艺段。在石油化工行业，公司是国内深冷分离工艺段拥有技术实力以及成功运行业绩的两家供应商之一。同时，公司在天然气行业的天然气液化的制备环节占据了绝对的龙头地位。

2014 年国际油价暴跌，同时国内煤化工等领域政策收紧，公司 2016 年业绩触底。2014 年石油价格断崖式下跌，造成后续几年石油化工及煤化工领域订单需求锐减，在 2016 启动煤改气政策之前国内天然气市场同时处于相对底部，公司订单量也受到拖累。公司板翅式换热器交货期一般在一年以内，冷箱超过一年，成套装置交货进度取决于客户方面的施工进度，周期较长。因此公司的收入和利润波动一般滞后于订单变化 1-2 年时间。上一轮周

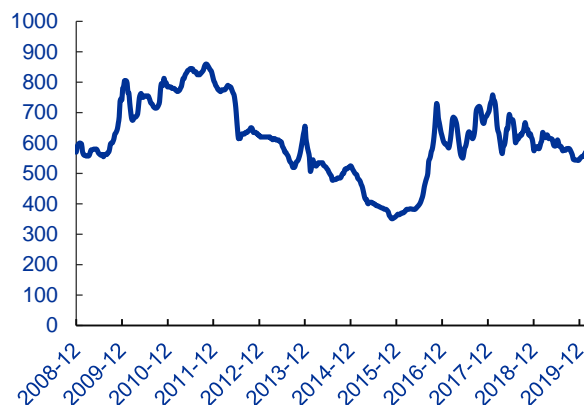
期景气下行,导致公司 2016 年业绩触底,当年营收 3.4 亿同比下滑 27%,归母净利润 5700 万,同比下滑 38%。

图 9：原油及天然气价格变动情况



资料来源：wind，申万宏源研究

图 10：秦皇岛动力末煤山西产 5500 大卡平仓价（元/吨）



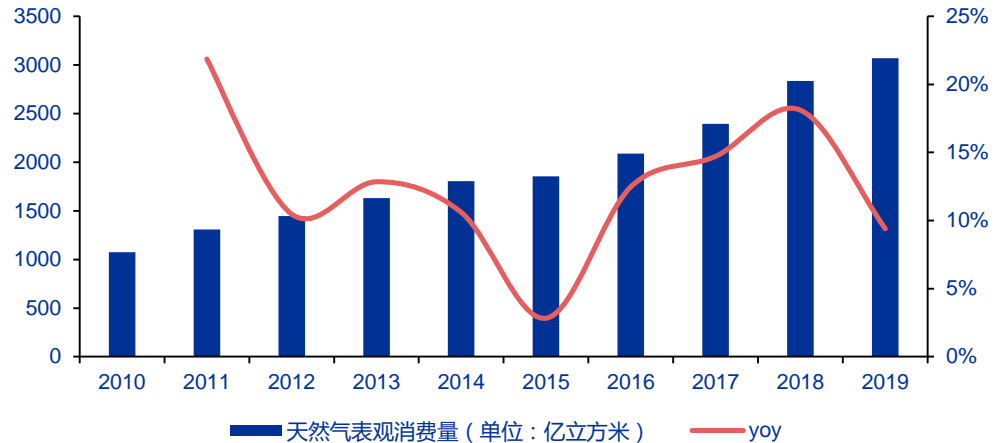
资料来源：wind，申万宏源研究

### 近年来下游需求景气度有所回升，预计未来一段时间仍将保持高景气局面。

2016 年下半年开始石油价格触底回升，天然气以及煤化工相对石油的经济性凸显，有关领域投资需求显著回暖。同时在石化领域，规模化、基地化、一体化的大炼化成为重要行业趋势，有关投资需求持续强劲，为公司深冷装备带来广阔市场空间。

展望未来一段时期的下游需求，我们认为上述领域的需求依然将保持景气格局。天然气方面，随着煤改气政策高峰期结束，国内天然气表观消费量 2019 年同比增长 9.4%，较上年回落 8.7 个百分点，但是增速依然保持相对高位。国际油价短期预计可以保持在当前水平，下半年随着全球需求回升油价有进一步上升空间，气价方面则是由于海外新增液化出口装置大增，未来一段时间都将保持在相对低位。天然气经济性的凸显将会持续推动天然气的消费以及有关设备的投资需求。石油化工方面，国内大炼化方兴未艾，未来一段时间依然会保持较高强度的投资需求。煤化工方面，基于能源安全的战略考量，国家政策积极鼓励新型煤化工发展，同时本轮供给侧改革推升的高煤价从 2019 年开始已经逐步进入回落阶段，煤化工项目经济性不断改善，驱动下游投资需求增长。

图 11：国内天然气表观消费量及其增速

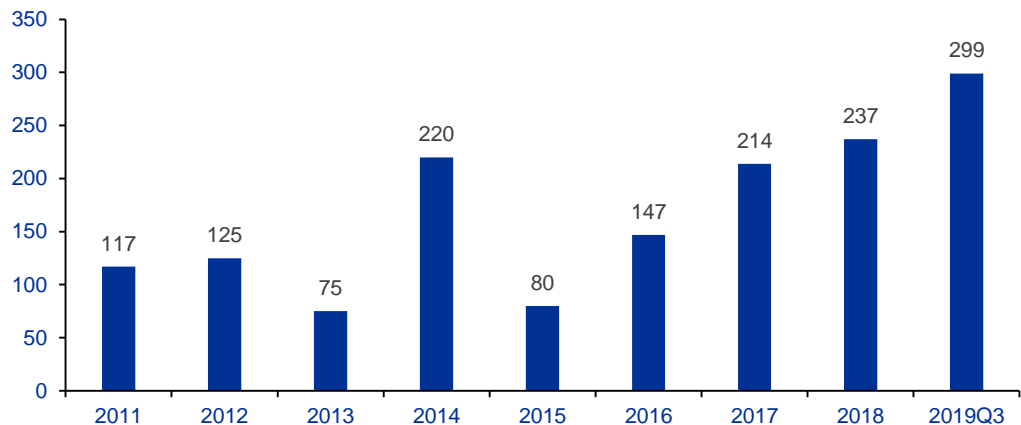


资料来源：wind，申万宏源研究

**除传统领域外，公司积极发力电子制造等新兴领域。**电子制造行业常用的高纯氮等保护气需深冷分离、净化装置来提供，随着电子制造蓬勃发展，对深冷设备的需求持续增加。公司目前已经为国内外多套高纯氮项目提供了数十套高致密性的板翅式换热器，成功在电子制造保护气领域中取得一席之地。后续有望持续扩大在电力制造领域的市场份额，在传统能源化工领域之外，开拓深冷设备新的成长空间。

**公司当前在手订单充足，同时预收账款金额持续增加，深冷设备业务收入、利润有望持续增长。**截至 2019H1，公司深冷设备在手订单达 11.89 亿元，较为充足。公司的换热器以及冷箱产品一般采取预付制，换热器客户通常预付 30% 货款，冷箱客户通常预付 10%-30% 不等的货款，成套装置结算机制不同项目间差异较大。总体上公司的预收账款水平可以一定程度上体现出公司下游需求的景气度。截至 2019Q3 公司资产负债表中预收账款科目余额为 2.99 亿元，处于近年较高水平，从侧面说明公司目前下游需求较为旺盛，订单充足。考虑到公司目前在手订单充足，传统下游能源化工领域需求有望保持高景气，公司积极开拓包括电子制造在内的新兴领域，公司深冷设备业务收入、利润有望保持持续增长。

**图 12：公司目前预收账款金额创新高（百万元）**



资料来源：wind，申万宏源研究



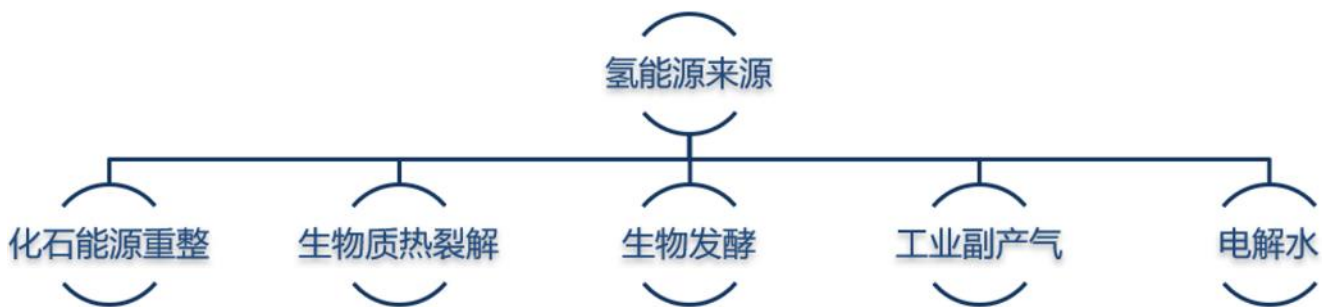
## 2.3 掌握氢能制取-储存-加氢技术 有望受益于氢能市场爆发

**氢能源发展空间广阔，国家鼓励氢能源。**氢能源具有来源广泛、清洁低碳、灵活高效、应用广泛、安全可控等优势，在我国工业应用历史悠久，具备成为主流能源的基础条件。我国能源相对短缺，能源结构仍待改善，发展氢能源不仅有利于缓解能源短缺的问题，也有益于改善化石能源燃烧副产品带来的环境污染问题。2016 年我国加入巴黎协定，习近平主席承诺中国坚持承担减排责任，氢能源有望成为我国实现减排大战略的重要抓手。

**公司已在氢能源的制氢-储氢-加氢液化全产业链有所布局。**公司具备成熟的大规模制取高纯度氢的技术以及业绩，在煤制氢的深冷分离工艺段已取得国内领先地位；氢液化领域，公司具备为大规模氢液化提供核心设备的业绩，同时，将借助重组标的公司成熟的加氢站网络，利用公司现有技术布局加氢站，在氢能市场化应用时可快速切入市场。

**制氢：化石燃料制氢是国内当前最为可行制氢技术路线，公司深冷设备可应用于化石能源重整制氢以及工业副产氢的提纯工艺。**氢能源来源广泛，可以通过煤炭、石油、天然气等化石能源重整、生物质热裂解或微生物发酵等途径制取，也可以利用电解水制取。但由于目前电解水制氢成本居高难下，生物制氢技术上尚未可以完全突破，未能实现量产，所以过去以及现在采用最多的方法，就是以煤、石油或天然气等化石燃料作原料来制取氢气，或者通过提纯工业副产氢来获取氢能源。公司的深冷技术主要可用于大规模工业气体的分离、液化以及净化，在氢能源的制取上利用天然气、煤等化石能源通过深冷分离、净化装置提纯符合氢能利用标准的氢气。

图 13：氢能源来源途径



资料来源：中国氢能源与燃料电池产业白皮书，申万宏源研究

**储氢：公司掌握氢液化核心技术，未来在氢气储运市场抢占先机。**氢的储存主要由气态储氢、液态储氢和固态储氢三种形式。目前高压气态储氢技术较为成熟，液态储氢目前暂未大范围投入商用，固态储氢目前尚处示范阶段。在氢的运输环节，同样可分为气态运输、液态运输和固态运输，其中气态和液态是目前的主流运输方式。气态运输比较适合中短途，大规模、长距离运输液态运输优势凸显。美国、日本等技术成熟地区液态氢气运输已大规模应用，我国民用液态氢气运输目前尚处空白。截至目前，公司已具备氢气液化和设备的生产及制造能力，在氢液化市场占据先入优势。公司之前为国家重大科研“大型低

温制冷设备研制”项目提供的超低漏率低温板翅式换热器获中科院认可，标志公司已具备较为成熟的氢液化技术。

**加氢站：利用现有技术和加气站网络，可布局加氢站环节。**公司目前在天然气、氢领域积累的技术储备部分可用于加氢站的建设，同时公司通过收购城燃项目获得 CNG 加气站运营以及 LNG 运输经验，目前山东中邑拥有 9 座 CNG 加气站以及 2 座加气子站，未来公司可借助上述加气站网络布局加氢站，快速切入加氢站运营市场。

**政策推动氢能发展，公司拟成立子公司加速氢能产业开发。**

2019 年开始国家陆续发布多条政策文件，加强对氢能产业的鼓励扶持力度。同时浙江省内也陆续发布多条政策，对于氢能产业的发展提出明确的要求。2019 年 4 月浙江省发改委发布了《关于公开征求《浙江省培育氢能产业发展的若干意见（征求意见稿）》意见的通知》，鼓励杭州利用举办 2022 年亚运会契机，到 2022 年实现氢能产业总产值规模超百亿元，建成加氢站（含加氢功能的综合供能站）30 座以上。同年 6 月 18 日发布的《浙江省加快培育氢能产业发展的指导意见（征求意见稿）》中要求紧跟全球氢能产业发展前沿，加快推动氢能产业发展壮大。

公司 2019 年 5 月 15 日公告拟设立全资子公司中泰氢能，利用公司现有技术以及人员储备，并将寻求国内外知名专家、企业的研发支持，大力发展氢能产业，将中泰氢能打造成为以提供氢能制备、加氢站建设和运营为目标的技术及工程公司，为公司深冷技术的应用拓展新的市场，增加公司新的增长点。

**表 3：氢能政策**

发布时间	政策名称	政策具体内容
2019 年 1 月 1 日	《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》	提出要积极推广应用新能源物流配送车，鼓励各地组织开展燃料电池货车示范运营，建设一批加氢示范站。优化承担物流配送的城市新能源车辆的便利通行政策。
2019 年 2 月 1 日	《鼓励外商产业投资目录（征求意见稿）》	从上游的氢气制储运，中油的加氢站、燃料电池系统，到下游的新能源汽车，氢能与燃料电池全产业链均纳入了鼓励外商投资的范围。
2019 年 3 月 1 日	《绿色产业指导目录（2019 版）》	燃料电池装备制造、氢能利用设施建设和运营等两个项目进入清洁能源产业。
2019 年 3 月 1 日	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	过渡期后不再对新能源汽车车辆给予购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施短板建设和配套运营服务等方面。
2019 年 5 月 1 日	《2019 年新能源汽车标准化工作要点》	氢燃料电池成为工作重点，对燃料电池汽车及加氢站技术领域标准提出了要求，其中主要包括：加快燃料电池电动的技术审查；完成燃料电池电动汽车定型试验规程标准的技术审查；加强低温启动性能、能量消耗量及续航里程试验方法等标准的试验验证；加快车载氢系统、加氢口、加氢枪、加氢通信协议等标准的制修订；开展燃料电池电动汽车碰撞后安全标准的预研工作。
2019 年 6 月 18 日	《浙江省加快培育氢能产业发展的指导意见（征求意见	紧跟全球氢能产业发展前沿，以技术突破和产业培育为主线，按照试点示范促设施建设、设施建设促推广应用、推广应用促

稿)》 产业发展的路径, 加快推动氢能产业发展壮大。

2019年6月21日 《关于公开征求《浙江省培育 鼓励杭州利用举办 2022 年亚运会契机, 到 2022 年实现氢能  
氢能产业发展的若干意见( 征求 产业总产值规模超百亿元; 氢能供给基础设施网络加快布局,  
征求意见稿)》意见的通知》 建成加氢站(含加氢功能的综合供能站) 30 座以上。

资料来源: 政府文件, 申万宏源研究

### 3. 2019 年底收购山东中邑 成功切入清洁能源运营市场

公司早在 2017 年即通过旗下股权投资平台收购山东中邑 33.33% 股权, 2019 年通过增发+现金的方式完成对山东中邑 100% 股权的收购。山东中邑 100% 的股权交易对价为 14.55 亿元, 其中通过向山东中邑原股东发股的方式支付 8.55 亿元, 配套融资方式募集 3.52 亿元+2.48 亿元自有资金合计向金晟硕琦支付 6 亿元。

截至 2019 年 11 月, 上述股票发行计划已全部完成, 山东中邑资产已完成交割, 从 2019 年 11 月开始, 山东中邑成为公司全资子公司, 纳入合并报表范围。根据公司 2019 年度业绩预告, 2019 年 11-12 月合计并入山东中邑净利润为 3500 万元。

表 4 : 公司收购山东中邑支付方案

交易对象	交易资金来源	发股数量(万股)	发股价(元)	总额(万元)
山东中邑燃气有限公司 100%股权	股权支付	9500	9	85500
	配套融资	3374.88	10.43	35200
	自有现金	-	-	24800
	合计			145500

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

#### 3.1 德州领先的城燃运营商 管网布局确立对外扩张优势

山东中邑为山东省德州市城市燃气运营商, 拥有德州市四个区块的城市燃气特许经营权, 同时凭借高压管网优势为其他较小的城市燃气运营商提供分销服务, 公司同时运营若干 CNG 加气站。

前瞻性卡位德州市高压管网, 确立上游气源优势, 抢占市场份额。山东中邑自 2010 年开始, 已先于德州市其他城燃公司前瞻性的大量铺设高压管线, 并与中石油、中石化的高压长输管网对接。目前德州城市规划已趋成熟, 铺设同等压力和长度的高压管线所需的建设周期不稳定、铺设成本也大幅增加, 公司前瞻性的管网建设具备先发优势。山东中邑通过高强度、前瞻性的管网投资, 一方面保证气源的顺利供应, 另一方面也抢先一步占据了市场份额。2018 年度山东中邑天然气销售量(不含 LNG) 达 5.9 亿立方米, 占到德州市天然气总消费量的 53%。

现有管网基本覆盖德州全境, 同时可辐射至周边城市, 具备扩展外部用户空间。截至

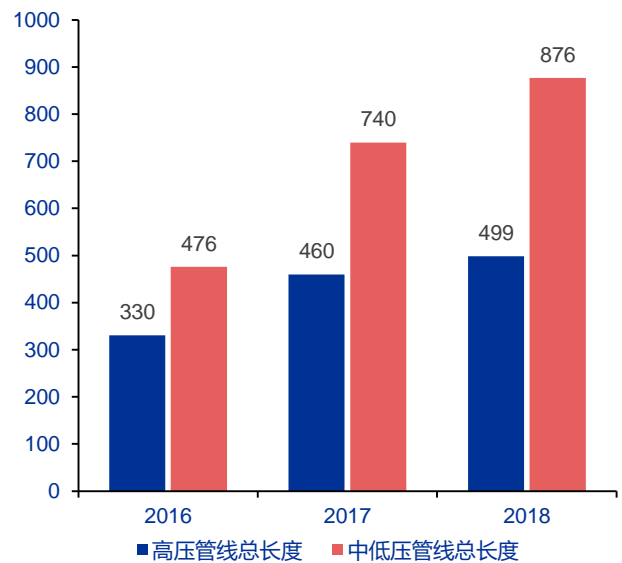
目前，山东中邑管线基本覆盖德州市除齐河、武城县以外的所有区域，不但可以保障公司特许经营权区域内客户用气需求，也具备了向其他无高压管线的中、小城市燃气公司进行分销的能力。同时，山东中邑高压管线已向外延伸并辐射至周边的滨州、东营、沧州、衡水、济南等区域，上述区域聚集了大量的化工、炼化等企业，由于气代油、气代煤政策推进，用气量大幅增加，急需在现有气源之外寻求具有价格优势的补充气源。山东中邑高压管网已基本铺设就位，在能从上游获取更多具备成本优势的充足气源前提下，可随时向外扩张争取优质客户，以提高公司销售收入，增厚公司利润。

图 14：山东中邑高压管网图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15：山东中邑管网长度（千米）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

山东中邑拥有德州四个区域特许经营权，所在区域工业基础较好，天然气销售潜力较大。公司拥有德州市陵城区、临邑县、庆云县、夏津县四个区县部分区域的城市燃气特许经营权。德州市属于京津冀协同发展示范区，是大气污染传输通道城市（“2+26”城市）之一，是国内大气治理的重点城市，近年来煤改气推进步伐较快。公司拥有特殊经营权的区域内，工业基础较好，增量工业用气需求较为旺盛。

表 5：山东中邑四个特许经营权区域主要业务及客户

特许经营权区域	经营主体	经营范围	备注
陵城区	山东中邑	以管道输送形式或其他符合国家规定的形式向用户供应天然气,并提供相关管道天然气设施的建设、维护、运行、抢修抢险等业务	新兴产业发展重点区域；千亩智慧农业大棚项目
临邑县	临邑中邑	管道天然气业务	临邑经济开发区由三个化工园区组成，该区域工业增加值不断提升，天然气需求量亦同步增加
夏津县部分区域	夏津中邑	以管道输送方式向民生生活、商业经营、工业生产和机动车加气等用户供应天然气、液化石油气及其他气体燃气,并提供相关管道燃气设施的安装、大修、维护、运行抢修抢险等业务。	“村村通”开展；该区域尚处于市场培育阶段，经济开发区新客户不断拓展



庆云县部分地区

庆云浩通

LNG 储备调峰及中转配送站、L-CNG 加气站、为东辛店镇工业园提供管道气

东辛店镇工业园区所在地；毗邻三大海港，全国投资潜力百强县市

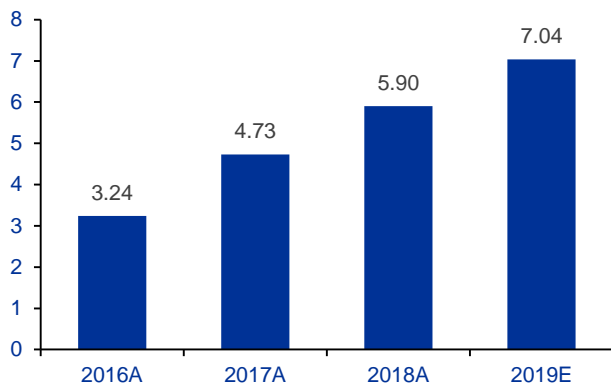
资料来源：公司公告，申万宏源研究

山东中邑目前拥有 9 座 CNG 加气站，加气站业务同时为山东中邑提供了一定的天然气调峰储备能力。目前山东中邑在陵城区、临邑县、庆云县、夏津县拥有建成及在建的 CNG 加气站共 9 座，凭借其在德州地区的管网及气源优势，公司的 CNG 加气站业务在区域内具备一定领先优势。同时，CNG 加气站可以帮助公司突破管网覆盖的限制，通过 CNG 拓宽天然气商品的销售半径，直接向管网覆盖以外的客户销售 CNG 等实现收益。另外由于公司的 CNG 客户通常为非保供客户，在天然气用气量高峰时期公司可将部分供应给 CNG 加气站的气量用于保供管道气用户的保供，同时 CNG 加气站本身也具备一定的储气能力，可用于天然气消费的调峰。

### 3.2 过去几年业绩增长强劲 中长期业绩增长确定性强

随着“煤改气”的快速推进，山东中邑过去几年实现了销气量以及利润的快速增长。2018 年度，山东中邑天然气（不含 LNG）销量为 5.9 亿立方米，同比增长 24.74%；山东中邑实现净利润 1.14 亿元，同比增长 23.910%。从外部看，基于优化能源结构、提高城镇化率以及环保的需要，国家、山东省及德州当地政府均在政策及规划方面大力支持天然气的进一步普及应用。德州稳定向好的经济环境以及独特区位也助力山东中邑业绩不断增长。从内部看，山东中邑管网规模大、覆盖范围广。长期以来，山东中邑与中石油、中石化建立了长期稳定的友好合作关系，上游气源供应稳定，也有利于山东中邑抓住有利外部形势，进一步实现销气量和利润的快速增长。

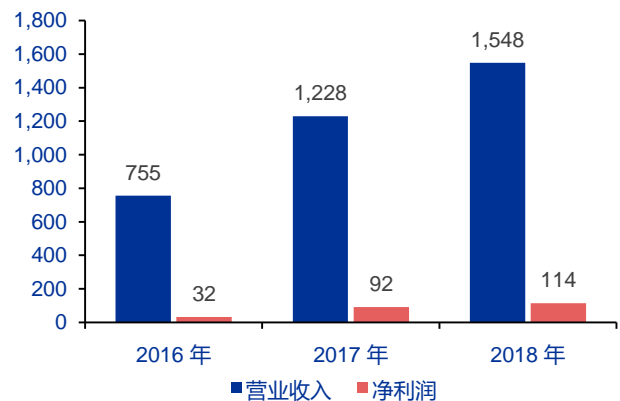
图 16：山东中邑天然气销气量（亿立方米）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2019 年销气量为公司在收购公告中的预测值

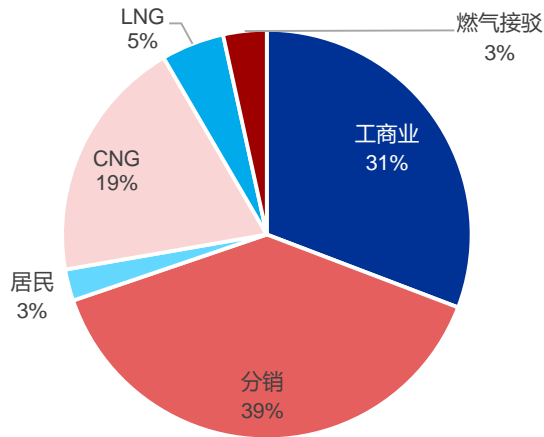
图 17：山东中邑营业收入及净利润（百万元）



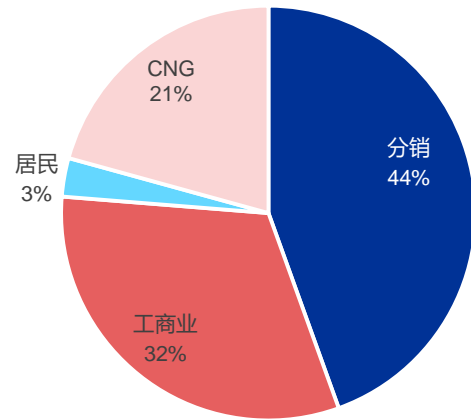
资料来源：公司公告，申万宏源研究

从销气量及收入结构上看，公司工商业用户以及分销用户占比较高，居民以及接驳收入占比较低。2018 年，工商业天然气销售及分销销售金额分别占主营业务收入的 30.79%、38.98%，居民用气仅占 2.48%。一般而言，工商业用户的销气毛差好于居民类用户，分销

用户单个用户气量规模较大，可有效帮助分摊管网的固定成本。另外，2018 年山东中邑接驳费收入仅占到总营收的 3%，接驳费占比较低可以有效避免后续接驳费政策调整以及接驳数量下滑造成的利润减少风险。山东中邑整体的业务结构良好，利润基础坚实。

**图 18：山东中邑 2018 年营业收入占比**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 19：山东中邑 2018 年销气结构**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**山东省“煤改气”有望继续推进，德州市区域内天然气消费有望保持高景气。**自 2016 年以来，发改委、环保部、工信部等多个部委以及多地人民政府陆续联合发布多项政策法规，要求包括德州市在内的 28 座“大气污染传输通道”城市（“2+26”城市）必须按照方案的要求加快调整能源结构，陆续淘汰工业燃煤锅炉并推动清洁取暖。至 2018 年 10 月，北京、天津、河北相关城市已基本淘汰 35 蒸吨以下燃煤锅炉，并正进行 65 蒸吨及以上燃煤锅炉的综合整治；而山东、山西、河南相关城市仍仅淘汰 10 蒸吨以下燃煤锅炉。可以预计，山东省和德州市有望进一步提升燃煤锅炉淘汰标准，进一步推动煤改气政策落地。德州市区域内天然气消费有望保持高景气。

**山东中邑加速对下游新老客户的开发，后续销气量成长确定性高。**2017 年下半年以来，天然气整体供求紧张关系凸显，部分德州市及周边中小燃气公司气源紧张，山东中邑采购规模优势及管网长度优势进一步凸显，成功获取了部分新的分销客户，同时获得较为良好的市场口碑。公司近年来持续加强对特许经营区域内以及周边的新老客户的开发力度，根据公司公告，截至 2019 年 4 月，山东中邑预计短期内有望落地的前十大增量客户即可带来超过 3500 万立方米的用气需求。山东中邑后续的销气量成长确定性高。

**通过直接对接中石油、中石化门站，公司具备气源采购优势，CNG 加气站业务为公司提供一定的调峰储气能力，上述优势共同确保公司天然气购销毛差的稳定性。**山东中邑自 2010 年开始，大量铺设高压管线与中石油、中石化的高压长输管网直接对接，通过多年耕耘，与其建立了长久、稳固的合作关系。随着“煤改气”政策实施，德州市范围内及周边的城市燃气公司需求量快速增长，2019 年和 2020 年山东中邑与上游中石油、中石化签订框架协议约定的天然气采购量分别为 5.9 亿立方米和 6.15 亿立方米。山东中邑相较于德州其他城燃运营商，单体采购气量大，在与上游的价格谈判中相对更有优势。此外，公司的



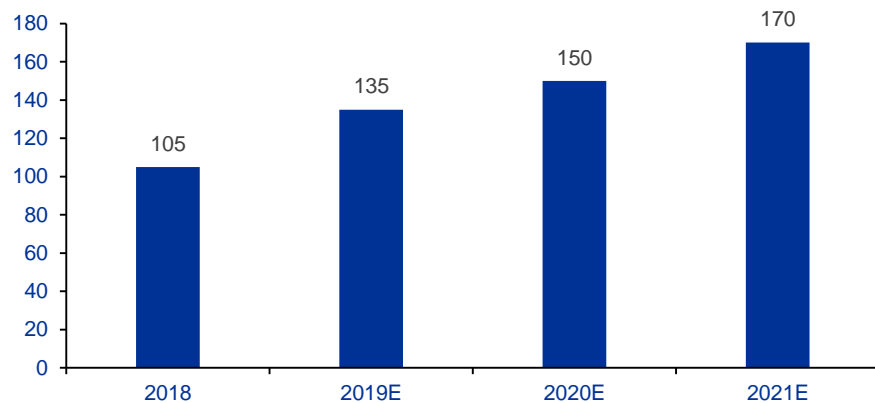
CNG 加气站业务，2018 年销气量超过 1 亿立方米，未来可以将这部分框架内的气量转供给管道气用户，保障管道气业务的购销毛差优势。

#### 山东中邑原股东做出业绩承诺确保项目回报，项目质地优质预计完成承诺确定性强。

根据公司与山东中邑原股东方签订的《业绩承诺补充协议》，原股东承诺山东中邑 2018-2021 年净利润分别不低于 1.05、1.35、1.5、1.7 亿元，不足部分由原股东方采取现金方式补齐。考虑到山东中邑目前利润基础坚实，未来气量和毛差均有保障，望完成承诺甚至业绩超预期。

截至目前，山东中邑 2018 年全年实现的收入、扣非后净利润分别为 15.47 亿元、1.13 亿元，已完成 2018 年度的业绩承诺。

图 20：业绩承诺山东中邑年度净利润水平（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.3 延伸天然气产业链布局 发挥协同效应

#### “天然气产业链一体化运营”战略具体实施，提升公司抗风险能力和持续经营能力。

公司主营业务系深冷技术工艺及设备的开发、设计、制造和销售。深冷技术设备系用以实现上述工艺目的的设备，广泛应用于天然气、煤化工、石油化工等行业。自 2004 年设立以来，山东中邑的主营业务一直为城市天然气销售（包括管道天然气、CNG、LNG 产品销售等）与燃气接驳业务。从业务范围角度看，公司与山东中邑的主营业务呈现产业链上互补关系。从业务模式角度看，公司是以提供设备制造销售为主的供货模式，山东中邑则是以天然气流通为主的运营模式，两者构成业务模式上的互补关系。公司通过外延并购方式将山东中邑纳入合并范围以后，公司能够初步完成天然气产业链一体化运营的战略布局，有效提升上市公司的抗风险能力和持续经营能力。

**发挥协同效应，进一步增强公司核心竞争力与盈利能力。**首先，公司凭借山东中邑完善的管网设施和商品天然气销售渠道，通过与传统化工企业达成合成天然气包销合作等方式，既能够为山东中邑提供补充气源，又有利于公司 SNG 技术（天然气合成技术，主要指煤制天然气和化工尾气制天然气）及产品的销售。其次，山东中邑利用其在天然气产业 10 年以上运营所积累的上下游资源，可以积极为公司开拓 LNG 液化项目的业务；公司能够帮

助山东中邑强化并完善储气调峰能力。最后，公司在用气端主要经营点供设备和天然气分布式能源的相关配套产品，山东中邑拥有大量用气客户，能够直接与公司的相关产品嫁接，提高公司产品销售；公司也可以协助山东中邑进一步开拓新客户，有利于提高其天然气利用效率，进而提升盈利能力。综上所述，运营资产将会与公司的设备业务充分发挥协同效应，并为公司设备业务提供充沛现金流支持，有利于提升双方核心竞争力与盈利能力。

## 4. 盈利预测与估值

公司当前在手订单充沛（截止 19H1 在手订单 11.89 亿元），预收账款创新高；能源化工领域需求景气有望持续，电子制造等新兴领域业务开拓可期，推动深冷设备板块收入、利润持续增长。我们预期公司板翅式换热器、冷箱以及成套装置等产品均有望实现收入和毛利的持续增长。

表 6：设备制造板块收入预测（万元）

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成套装置	17,497	34,672	39,654	34000	36109	46942
冷箱	7,746	6,341	6,854	18000	19800	25740
板翅式换热器	7,068	4,872	9,034	8000	9600	14400
其他业务	76	68	123	200	200	200
其他主营业务	1,329	2,604	3,807	2000	2000	2000
<b>合计</b>	<b>33,716</b>	<b>48,558</b>	<b>59,473</b>	<b>62,200</b>	<b>67,709</b>	<b>89,282</b>

资料来源：wind，申万宏源研究

表 7：设备制造板块成本预测（万元）

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成套装置	13,861	26,135	31,236	26163	27786	36122
冷箱	5,004	4,524	5,328	14040	15444	20077
板翅式换热器	3,569	2,977	5,562	4862.4	5835	8752
其他业务	77	78	90	73.26	73	73
其他主营业务	433	1,791	2,134	1121.2	1121	1121

资料来源：wind，申万宏源研究

山东中邑利润基础坚实，后续销气量增长确定性强，后续营收及毛利有望持续增长。山东中邑原股东方承诺 2019-2021 年净利润分别不低于 1.35、1.5、1.7 亿元。根据公司业务业绩预告披露，2019 年山东中邑并表后为公司贡献 3500 万净利润增量，我们预计 2020-2021 年山东中邑实际净利润有望超过承诺，分别为 1.55 和 1.85 亿。

表 8：山东中邑营收及成本预测

	2019E	2020E	2021E
销气量（万立方米）	70406	85288	100400
销气收入（万元）	167360	201954	237027

销气成本 (万元)	144157	173837	203567
毛利 (万元)	23202	28117	33496
毛利率 (%)	14%	14%	14%

资料来源：申万宏源研究

注：山东中邑 2019 年 11 月开始并表，2019 年公司仅合并山东中邑 11-12 月财务数据

综合考虑公司对山东中邑的收购以及深冷设备主业发展趋势，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 0.72、2.21 和 2.91 亿元，其中城市燃气业务部分贡献的归母净利润分别为 0.35、1.55 和 1.85 亿，深冷设备等其他业务贡献的归母净利润分别为 0.37、0.66 和 1.06 亿元。

我们采用分部估值法，分别对燃气及设备业务给予估值。

目前 A 股主流燃气标的 2019-2021 年平均市盈率分别为 17、15 和 13 倍。考虑到山东中邑项目质地较优，业绩增速和盈利质量优于行业平均，因此其估值水平较行业平均存在一定溢价空间。另外，城市燃气行业 2019 年受上游涨价影响盈利受损的趋势已在逐步反转，国际气价创近年新低带来的经济性有望推动天然气消费量进一步增长，同时我们也观察到燃气板块内部龙头企业对中小城燃的整合并购速度进一步加快，燃气板块 2020 年整体景气度高，板块估值呈现逐步上移的态势。结合山东中邑本身的资产质量溢价以及板块估值中枢上移的趋势，我们给予山东中邑 2020 年 20 倍，2021 年 17 倍的市盈率水平，对应市值 31 亿。

参考 A 股深冷设备板块主要标的当前的估值状况，2020 及 2021 年行业平均市盈率均在分别为 65 倍和 73 倍。行业可比公司中，目前具备一定业绩基础的估值相对合理的标的主要是深冷股份，该公司当前股价对应 2020 年 48 倍，2021 年 37 倍。公司掌握深冷设备关键部机板翅式换热器核心技术，龙头地位突出，且未来两年业绩增速可观。参考上述行业可比公司的估值水平，我们认为可给予公司设备制造板块 2020 年 48 倍、2021 年 30 倍市盈率的估值，对应 32 亿市值。

公司 2020 年目标市值 63 亿，较当前有 29% 增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：燃气板块可比估值表（元，元/股）

代码	公司	评级	最新收盘价			EPS			PE	
			2020/2/20	19E	20E	21E	19E	20E	21E	
603393.SH	新天然气	买入	32.88	1.96	2.36	2.86	17	14	11	
601139.SH	深圳燃气	买入	6.86	0.39	0.45	0.52	18	15	13	
002267.SZ	陕天然气	增持	6.53	0.41	0.44	0.47	16	15	14	
	<b>平均</b>						<b>17</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	

资料来源：wind，申万宏源研究

表 10：深冷设备板块可比公司估值表（元，元/股）

代码	公司	评级	最新收盘价			EPS			PE	
			2020/2/20	19E	20E	21E	19E	20E	21E	
300540.SZ	深冷股份	-	14.45	0.12	0.3	0.39	120	48	37	
002639.SZ	雪人股份	-	9.88	0.09	0.12	0.09	110	82	110	
300471.SZ	厚普股份	-	12.85	0.05			257	-	-	
	<b>平均</b>						<b>162</b>	<b>65</b>	<b>73</b>	

资料来源：wind，申万宏源研究

注：2019年EPS来自各家公司的业绩预告，其他数据来自wind一致预测

表 9：公司利润表预测（百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入	337	486	595	901	2697	3263
其中：营业收入	337	486	595	901	2697	3263
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	280	440	557	856	2444	2926
其中：营业成本	229	355	444	703	2241	2697
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0	0
税金及附加	4	8	3	5	10	12
销售费用	12	10	12	19	56	61
管理费用	42	33	61	68	98	115
研发费用	0	16	24	25	25	25
财务费用	0	2	6	6	9	11
资产减值损失	-7	17	7	30	5	5
信用减值损失	0	0	0	0	0	0
加：其他收益	0	3	6	5	7	7
投资收益	8	1	24	31	10	15
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	65	49	69	81	270	359
加：营业外收入	2	22	4	4	10	10
减：营业外支出	1	0	0	0	0	0
四、利润总额	66	71	72	85	280	369
减：所得税	10	11	8	14	59	78
五、净利润	57	60	65	72	221	291
持续经营净利润	57	60	65	72	221	291
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	-3	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	57	60	68	72	221	291

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。