

建议关注新一轮国企改革下 预期改善、价值重估的国央企机械标的

首席证券分析师：周尔双

执业证书编号：S0600515110002

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞连

执业证书编号：S0600520080001

huangrl@dwzq.com.cn

证券分析师：罗悦

执业证书编号：S0600120100013

luoyue@dwzq.com.cn

2023年4月2日

◆推荐逻辑

新一轮国企改革新变化：重点突出盈利能力与盈利质量。为解决国央企体制僵化、市场活力不足等问题，我国自2003年开始推行国企改革。近年来，为推动中央企业加快实现高质量发展，国资委探索建立了中央企业经营指标体系。2020年首次形成“两利三率”指标体系，包括净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度。2021年为引导中央企业提高生产效率，增加了全员劳动生产率指标，完善为“两利四率”。2023年1月国资委对中央企业经营指标体系进行了调整，将“两利四率”调整为“一利五率”。新一轮改革的“一利五率”指标发生的主要改变为用净资产收益率替换净利润指标，用营业现金比率替换营业收入利润率指标，重点突出企业盈利能力与盈利质量。

机械板块央国企估值偏低，关注国企改革背景下盈利修复和估值上行。由于央国企盈利水平及市场活力低于民企，2015年以来机械板块央国企估值整体弱于民营企业。截至2023年3月31日，央企/国企/民企PE(TTM)分别为19/23/36x，PB估值分别为1.5/2.2/4.1x，央国企估值显著低于民企，半数以上央国企当前估值处于历史估值均值以下，提升空间较大。2023年新一轮国企改革新增对ROE和现金流考核指标，重点关注央国企盈利质量与现金流安全。本轮改革有望带动央国企盈利能力上行、现金流能力提升，带动估值修复。

基于市值规模、ROE、2022-2024年归母净利润年复合增速三大指标，本文筛选出26家有望在新一轮国企改革下预期改善、价值重估的国央企机械标的。按照市值规模排序为：中国中车、徐工机械、杭氧股份、铁建重工、华工科技、天地科技、中铁工业、陕鼓动力、锐科激光、中钨高新、川仪股份、安徽合力、赢合科技、广电计量、一拖股份、秦川机床、国检集团、恒润股份、中国电研、建设机械、航天晨光、国机精工、铁科轨道、润邦股份、钢研纳克、东杰智能。**建议关注【徐工机械】【铁建重工】【中钨高新】【安徽合力】【秦川机床】【建设机械】**。

◆投资建议

建议关注乘产业政策东风、盈利上修、估值低位的国央企。

风险提示：宏观经济波动风险、汇率波动风险、地缘政治影响供应链。

本轮国企改革：新增盈利质量考核、强化核心竞争力

我国的国企改革可以大致分为五个阶段。

一、2003-2012：纵深推进（产监管框架和法律法规体系，公司制、股份制得到完善）

二、2012-2018：顶层设计所有制改革、管理机制改革、治理结构改革

十六大召开以后，探索国有资产管理体制改革成为国企改革的工作重点。2003年，作为国有企业出资人的国资委成立，随后逐步建立起国有资

十八届三中全会后，重心转移到推动国有企业完善现代企业制度，积极发展混合所有制经济，划分国有企业不同类别。2015年，国企改革顶层设计方案正式出台，形成了“1+N”政策体系。

三、2018-2020：全面落实

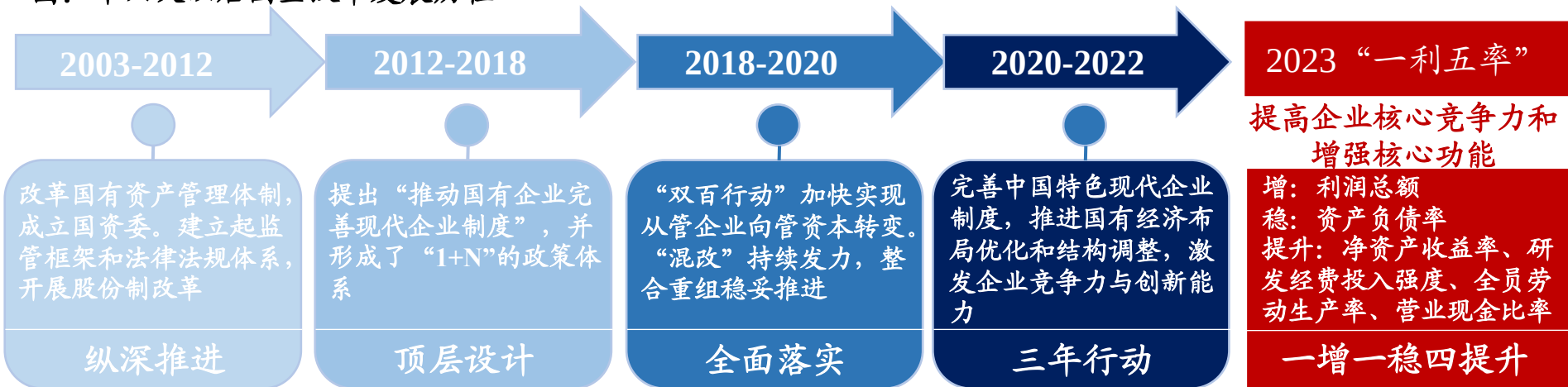
十九大后，国企改革要求数量质量并举，以发展混合所有制经济促进国有企业转变经营机制，“以管资本为主”完善国有资本管理体制。以培育具有全球竞争力的世界一流企业为目标，推动国有企业整合重组。

四、2020-2022：三年行动

2020年，国企改革强调优化国有经济布局结构，完善中国特色国有企业现代公司治理，健全有利于科技创新的体制机制。世界一流企业创建等专项工程积极开展，“两利四率”指标体系被提出，引导国有企业高质量发展。

2023年，为贯彻落实党的二十大关于加快构建新发展格局、着力推动高质量发展的决策部署，我国国企改革进入新阶段，国家对国央企提出新要求。

图：十六大以后国企改革发展历程



本轮国企改革：一利五率考核

第一，根据国资委《提高央企控股上市公司质量工作方案》，2024年底前要求调整盘活一批上市平台。

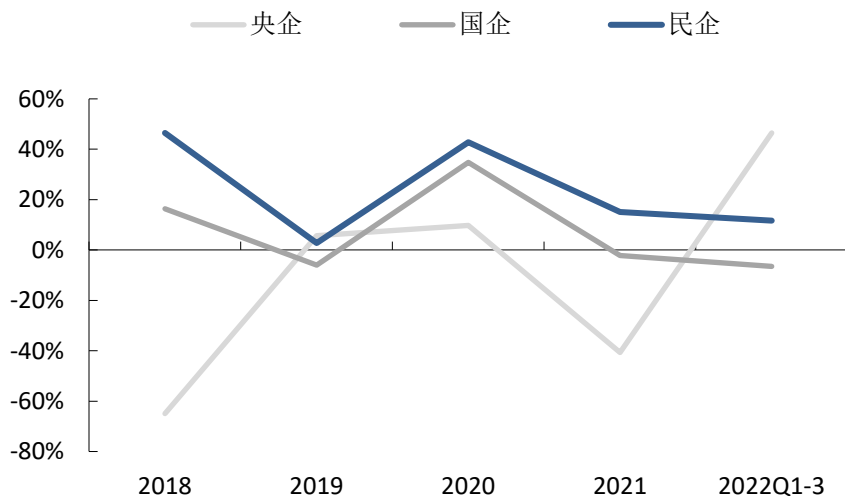
第二，本轮考核目标新增ROE和现金流指标

(1) “一增”：利润总额增速维持超GDP增速的目标

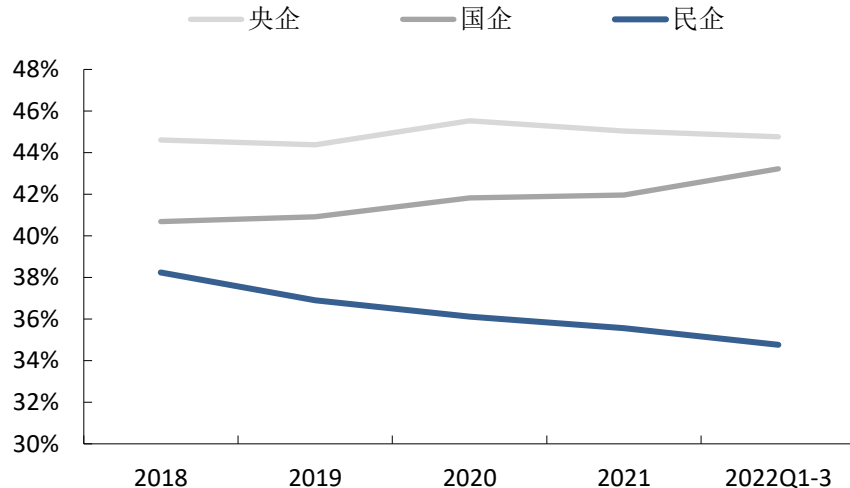
(2) “一稳”：资产负债率稳定

(3) “四提高”：新增的ROE、营业现金比率指标以及原有的研发投入强度、全员劳动生产率指标继续提高

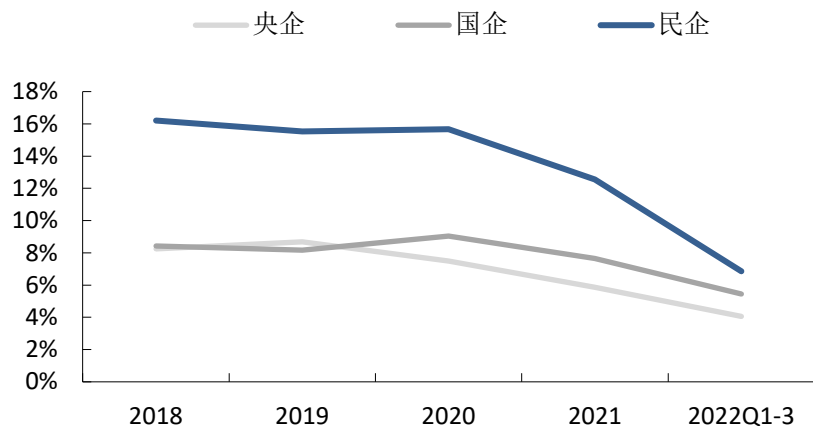
图：国央企与民企净利润增速对比



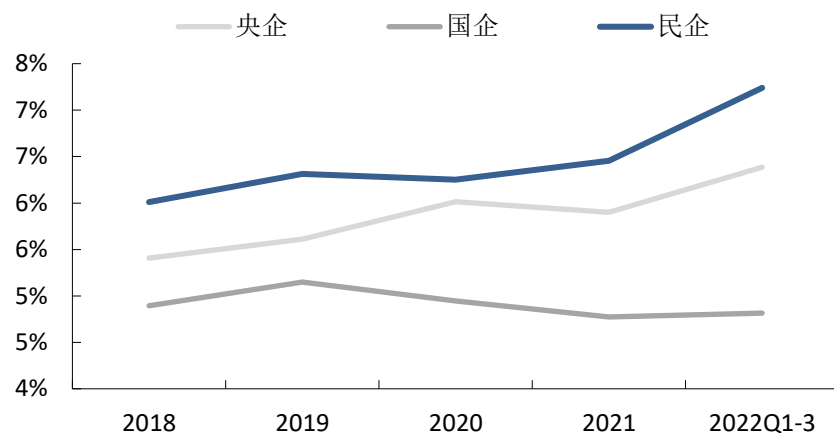
图：国央企资产负债率高于民企



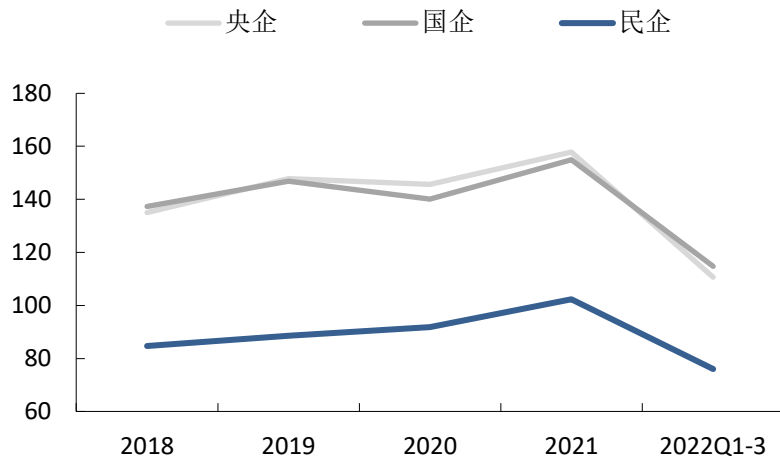
图：国央企的ROE低于民企



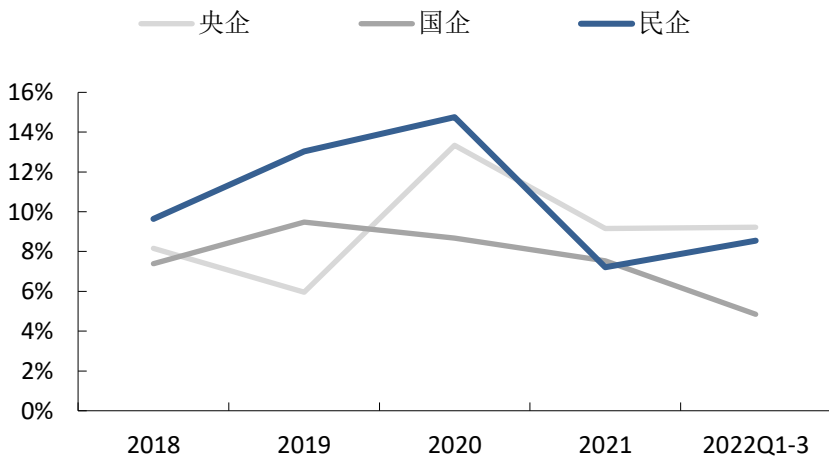
图：国央企的研发费用率低于民企



图：国央企人均创收逐年提升，整体水平高于民企 (万元/人)



图：国央企与民企营业现金比率对比



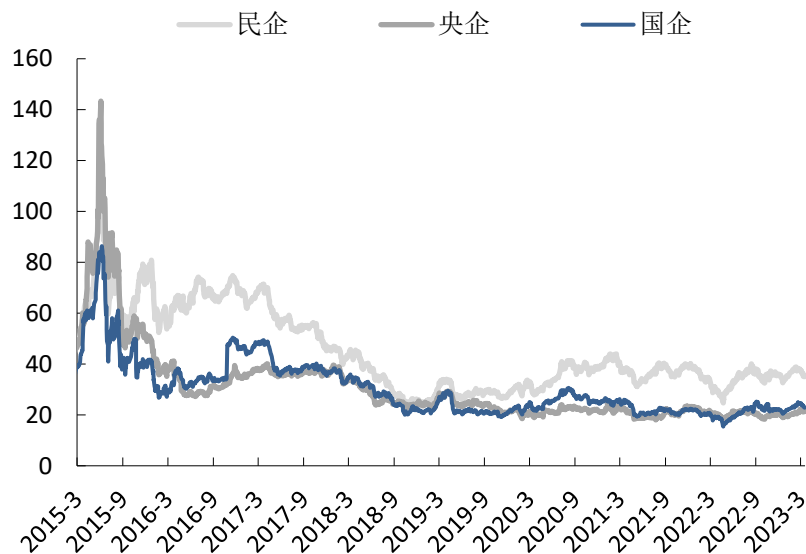
- **政策关注重点：**加大**新能源、绿色环保**等产业投资力度，在**集成电路、工业母机**等领域加快补短板。深入推进**战略性重组和专业化整合**，加快重要领域和节点实现**自主可控**。以**高质量共建“一带一路”**为重点，积极参与全球产业链优化布局。增强重要能源资源托底作用，强化重要基础设施建设。推进**重要能源、矿产资源国内勘探和增储上产**，扩大**优质煤炭**产能。

表：新一轮国企改革政策主要内容梳理

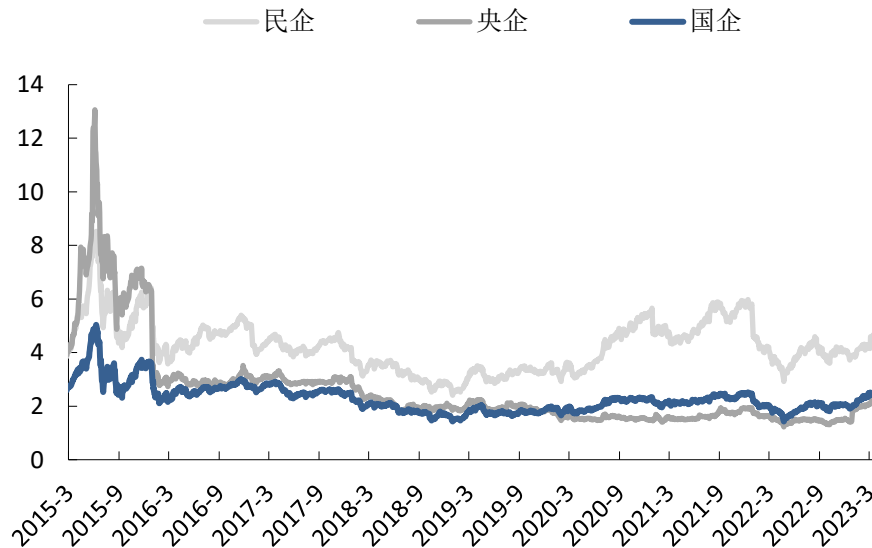
日期	会议/文件	关键词	主要内容
2023.3.16	国企改革三年行动的经验总结与未来展望	集成电路、工业母机	加大新一代信息技术、人工智能、新能源、新材料、生物技术、绿色环保等产业投资力度，在 集成电路、工业母机 等领域加快补短板强弱项，促进支撑国家算力的相关产业发展。
2023.3.5	政府工作报告	制造业重点产业链	强化科技创新对产业发展的支撑。持续开展产业强链补链行动，围绕 制造业重点产业链 ，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关，充分激发创新活力。
2023.3.3	国有企业对标世界一流企业价值创造行动启动	创新驱动	突出 创新驱动 ，提升基础研究能力，充分发挥企业创新决策、研发投入、科研组织、成果转化的主体作用；突出产业优化升级，加快布局价值创造的新领域新赛道，更好推进新型工业化。
2023.2.17	张玉卓《为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步作出国资央企更大贡献》发表	装备制造、检验检测	强化煤炭与火电、冶金与机械、商贸与航运等上下游行业协同。推动能源、交通、建筑、装备制造等重点行业开展国产化示范应用工程。强化航空航天、轨道交通、海洋工程、智能装备、芯片等高端制造业布局。在 装备制造、检验检测、医药健康、矿产资源、工程承包、煤电、清洁能源 等领域推动专业化整合，切实提高产业竞争力。
2023.1.17	2022年中央企业经济运行情况新闻发布会	高端装备	聚焦产业链强链补链。聚焦 高端装备 、新一代信息技术、新材料等领域，大力发展前瞻性战略性新兴产业，增强投资增长后劲，加快形成新的经济增长点。
2022.12.15	2022年中央经济工作会议	建设现代化产业体系	加快建设 现代化产业体系 。围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控，确保国民经济循环畅通。加快 新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算 等前沿技术研发和应用推广。

- 2015年以来机械板块的央企及国企估值整体弱于民营企业。截至2023年3月31日，央企/国企/民企PE(TTM) 分别为19/23/36x，PB估值分别为1.5/2.2/4.1x，国央企估值明显低于民企。
- 国央企估值偏低主要系：
 - (1) 国央企成长性。国央企研发投入水平明显低于民企，而另一方面近年来国企改革后的积极变化并未被市场充分考虑也是导致国央企估值偏低的重要因素。
 - (2) 国央企净利润率普遍低于民企
 - (3) 国有企业杠杆率偏高。

图：国央企与民企PE（TTM）对比

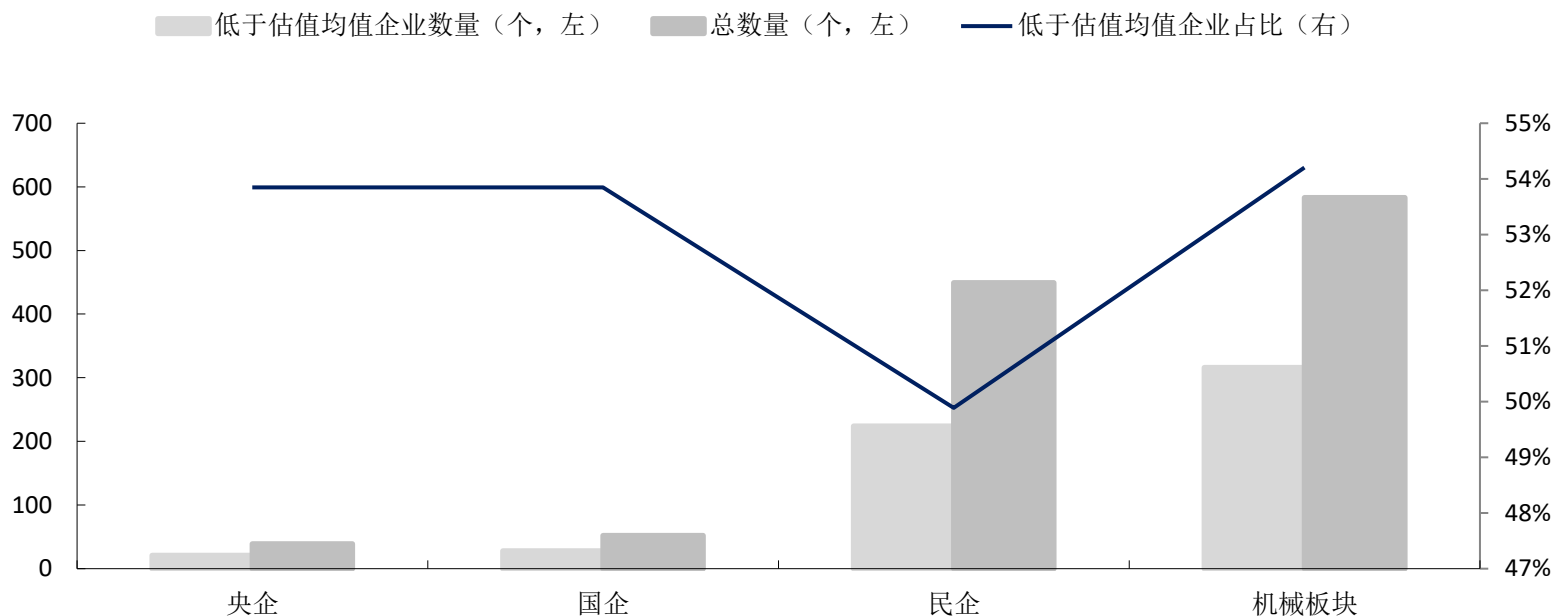


图：国央企与民企PB（整体法）对比



- 半数以上央企/国企当前估值处于历史估值均值以下。根据各公司上市以来的市盈率估值分位数统计，截止2023年3月31日，整个机械板块PE（TTM）在历史分位50%以下的公司数量占比为54%，央企/国企/民企估值低于历史均值的公司数量占比分别为54%/54%/50%，即半数以上的央企/国企目前估值处于历史估值均值以下。
- 2023年3月以来，国央企行情快速拉升，但从历史估值来看，国央企估值修复尚未结束，价值重估仍为中期主题。

图：截至2023年3月31日，54%的国央企估值低于历史估值均值



- **筛选标准：**（1）**市值：**市值大于30亿元（2）**ROE：**2020-2021年ROE为正（3）**净利润：**2022-2024年归母净利润年复合增速高于10%。基于以上市值、ROE、归母净利润增速三个标准，我们筛选出26家符合标准的央国企进行基本面梳理。

表：机械板块盈利上修具有估值修复潜力的央国企梳理

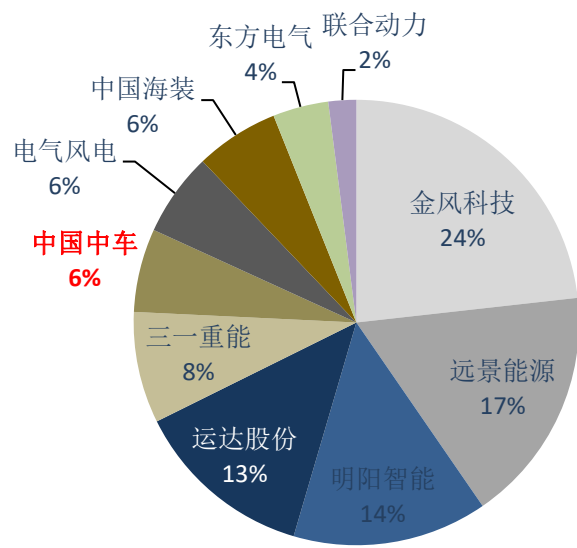
证券代码	公司名称	实控人	总市值 (亿元)	市盈率 (PE-TTM)	主营业务	22年归母 净利润率	2022-2024年 归母净利润 复合增速	2021年以来 是否推出股 权激励
601766.SH	中国中车	国资委	1,611	17	重型卡车与专用车	5.23%	-2.46%	
000425.SZ	徐工机械	徐州市国资委	837	15	挖掘机、起重机等工程机械	6.13%	14.28%	√
002430.SZ	杭氧股份	杭州市国资委	343	24	化工机械、特种气体、氧气、运营平台系统	9.45%	37.34%	√
688425.SH	铁建重工	国资委	283	15	重型建筑工程机械、专用设备与零部件	18.26%	26.09%	
000988.SZ	华工科技	武汉市国资委	242	27	电子设备及加工、电子元器件、发动机设备	7.54%	30.41%	
600582.SH	天地科技	国资委	226	11	风泵机械、监控器材及系统、冶金机械	7.12%	23.17%	
600528.SH	中铁工业	国资委	211	11	公路建设、混凝土及砂浆、机场设施服务	6.48%	13.34%	
601369.SH	陕鼓动力	西安市国资委	181	20	动力机械、发电机及附属设备	8.60%	22.89%	√
300747.SZ	锐科激光	国资委	152	144	专用设备与零部件	4.52%	115.17%	√
000657.SZ	中钨高新	国资委	141	27	重有色金属	4.61%	33.34%	
603100.SH	川仪股份	重庆市国资委	150	28	电气仪器仪表、系统集成服务、专用设备与零部件	8.52%	21.58%	√
600761.SH	安徽合力	安徽省国资委	137	15	低压电器类、电动车、重型建筑工程机械	5.77%	24.75%	
300457.SZ	赢合科技	上海市国资委	122	25	专用设备与零部件	5.40%	59.91%	√
002967.SZ	广电计量	广州市国资委	115	54	专业咨询服务	7.06%	66.34%	
601038.SH	一拖股份	国资委	93	18	发动机设备、重型农业机械	5.42%	22.98%	
000837.SZ	秦川机床	陕西省国资委	96	42	机床机械、塑胶机械、显示设备	6.16%	38.28%	
603060.SH	国检集团	国资委	94	37	专业咨询服务	10.30%	30.83%	
603985.SH	恒润股份	济宁市国资委	99	61	专用设备与零部件	5.83%	188.33%	
688128.SH	中国电研	国资委	83	23	高分子聚合物、涂料与油漆、系统集成服务	9.40%	28.22%	
600984.SH	建设机械	陕西省国资委	75	-	民用建筑、重型建筑工程机械、重型卡车与专用车	-1.08%	扭亏	
600501.SH	航天晨光	国资委	74	107	工艺品、压力容器、重型建筑工程机械	1.75%	59.51%	√
002046.SZ	国机精工	国资委	62	41	催化剂及化学助剂、电子测试和测量仪器	5.98%	35.06%	
688569.SH	铁科轨道	财政部	50	21	专用设备与零部件	17.68%	16.58%	
002483.SZ	润邦股份	广州市政府	51	20	船舶(配件)及其维修、重型建筑工程机械	4.63%	52.19%	
300797.SZ	钢研纳克	国资委	45	51	专业咨询服务	11.93%	42.33%	√
300486.SZ	东杰智能	淄博市财政局	35	54	其他物流、物流仓储机械	7.03%	34.16%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所（表中市值及市盈率为2023年3月30日数据；徐工机械、锐科激光、恒润股份2022年归母净利率为东吴预测，其他公司均来自2022年年报或Wind一致预测；徐工机械、华工科技、锐科激光、恒润股份2022-2024年归母净利润复合增速为东吴预测，其他为Wind一致预测）

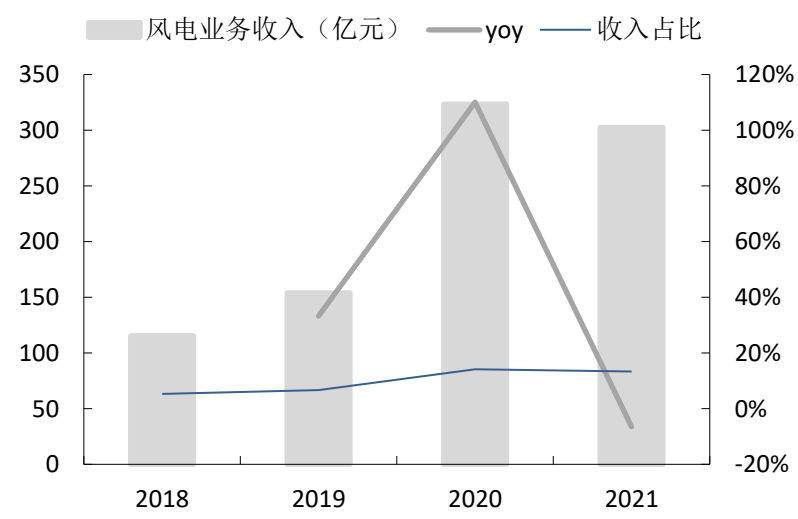
中国中车：全球轨交装备龙头，风电+新材料助力新征程

- 中国中车为全球轨交装备龙头企业，风电+新材料助力新征程。公司控股股东为中国中车集团，实控人为国资委，截至2022/9/30实控人持股50.73%，股权结构稳定。十四五期间公司形成了以轨道交通装备为核心，风电装备、新能源客车、新材料为重要增长极以及若干业务增长点的“一核三极多点”业务结构，目标为实现铁路装备、城市交通、战略性新兴产业3个业务板块均衡发展。
- 立足“一核三极”，积极稳妥推进混合所有制改革。国企改革三年行动方案出台后，中国中车立足“一核三极多点”定位，积极推进混合所有制改革，2023年3月21日，中国中车第一家制造类一级子企业混改项目落成，引入战略投资者助力公司风电齿轮箱业务关键技术创新，将风电业务打造成高质量发展的重要一极。

图：2022年公司为国内第六大风电整机制造商

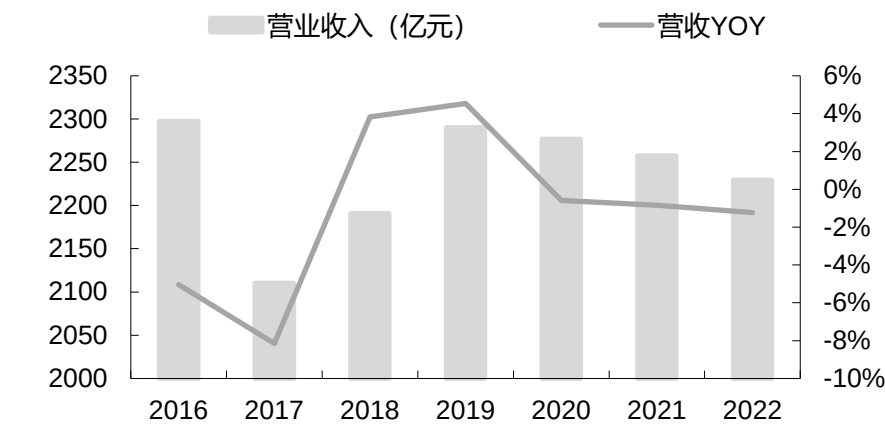


图：2018-2021年公司风电业务收入复合增速达38%

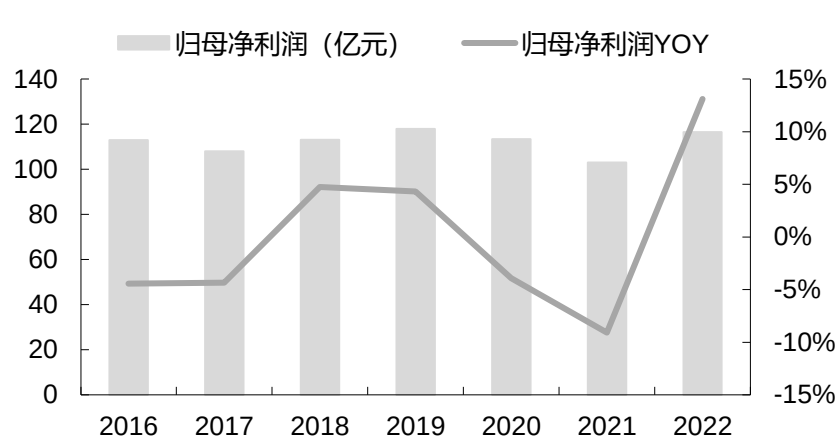


- 疫情影响短期业绩，规模效应带动盈利上行。受疫情影响，公司主业铁路装备业务下游需求下降，2020年以来公司收入及利润呈小幅下降趋势。利润率方面，2022以来随着公司规模化效应显现，城市轨道交通、风电及新材料业务利润率好转，带动公司整体毛利率上行，盈利能力有所提升。

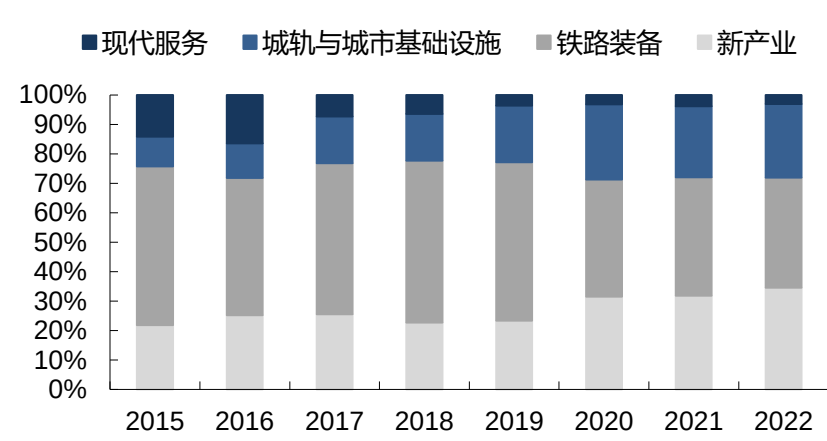
图：2022年公司营收2229亿元，同比-1%



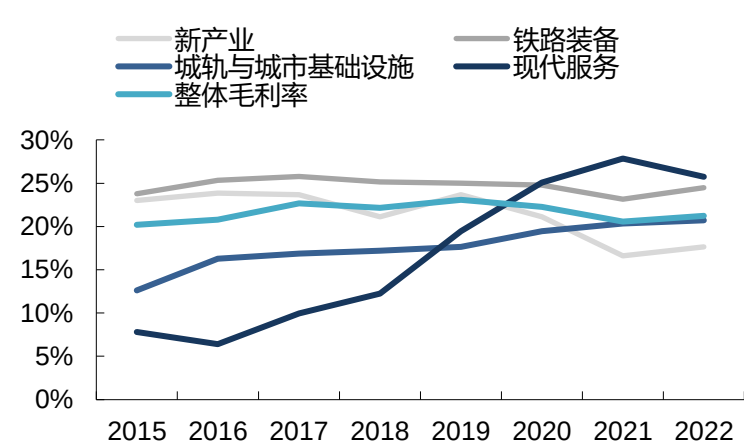
图：2022年公司归母净利润117亿元，同比+13%



图：2022新产业占比提升至35%



图：新产业及城轨城市业务毛利率呈上行态势



- 根据Wind一致预测，2023-2024年公司归母净利润分别为98/111亿元，同比-15%/+13%。预计主业轨交装备在下游需求回暖下业绩有望恢复性增长，风电+新材料板块有望顺应新能源快速发展。

表：中国中车盈利预测（截至2023年3月30日）

盈利预测与估值	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业总收入(亿元)	2,277	2,257	2,229	2,184	2,290
同比	-1%	-1%	-1%	-2%	5%
归属母公司净利润(亿元)	113	103	117	98	111
同比	-4%	-9%	13%	-15%	13%
P/E（现价&最新股本摊薄）	15	17	15	17	15

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

2023/3/30		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS（元）				PE			
代码	公司				2021A	2022A/E	2023E	2024E	2021A	2022A/E	2023E	2024E
600967.SH	内蒙一机	CNY	9.41	160.4	0.44	0.50	0.59	0.70	21	19	16	14
300351.SZ	永贵电器	CNY	14.86	57.2	0.32	0.42	0.61	0.79	46	35	24	19
平均									34	27	20	16
601766.SH	中国中车	CNY	5.98	1,611	0.36	0.41	0.34	0.39	17	15	17	15

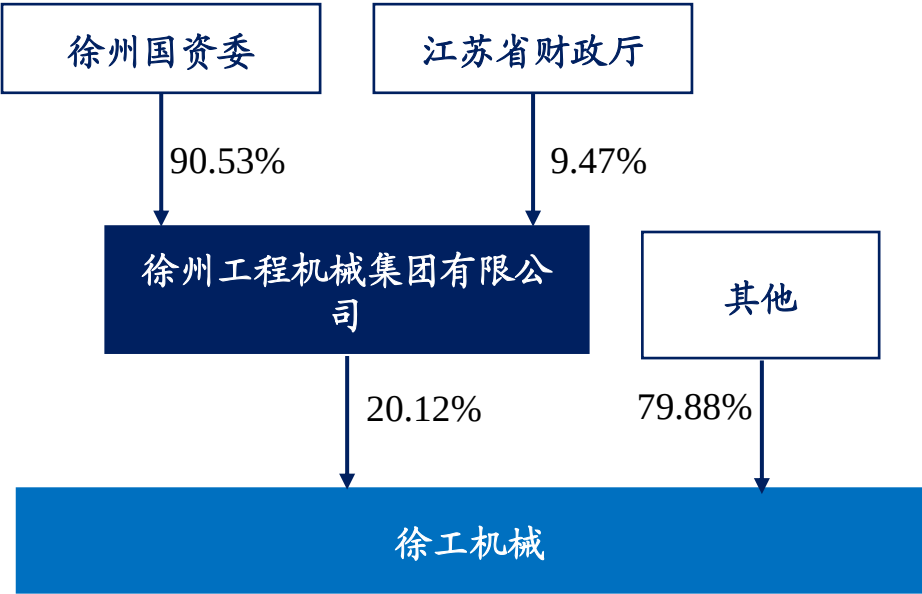
数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（永贵电器为东吴预测，其他为Wind一致预测）

- 风险提示：原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；宏观经济增速低于预期

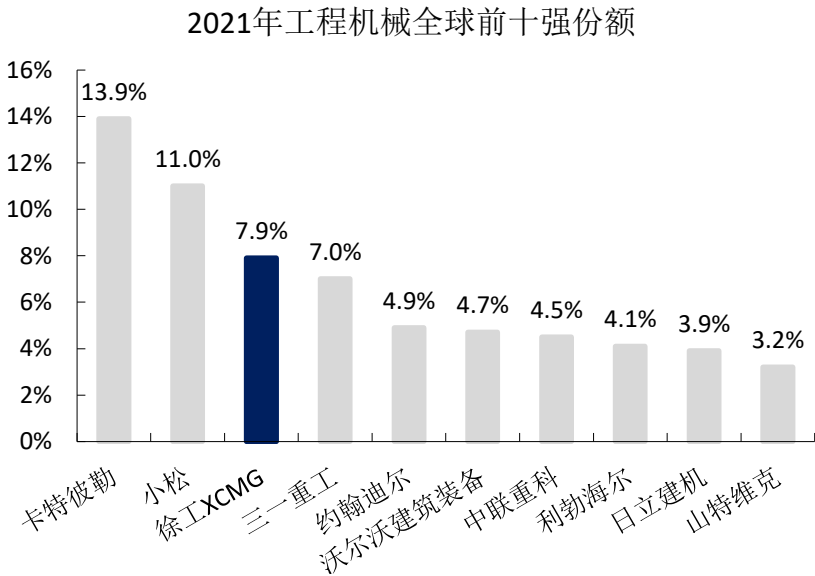
徐工机械：混改大幅释放业绩弹性，全球龙头整装待发

- 徐工机械为中国工程机械行业三家龙头企业之一。公司成立于1993年，实控人为徐州国资委。2022年8月公司完成重大资产重组，吸收合并原有控股股东徐工有限实现整体上市，控股股东也由徐工有限变更为徐工集团，徐州国资委实控人身份未发生变更，截至2022/9/30，徐州国资委通过徐工集团间接持有徐工机械18.21%的股份，股权结构稳定。
- 徐工机械为国内第一、全球第三大工程机械企业。公司主营各类工程机械，核心产品起重机国内份额第一、挖掘机市场份额第二、塔机第二、混凝土机械前三，为国内第一、全球第三大工程机械企业。2021年徐工集团工程机械收入843亿元，收入规模国内第一，全球份额达7.9%，历史性跻身全球前三。

图：徐工机械股权结构（截至2022/9/30）



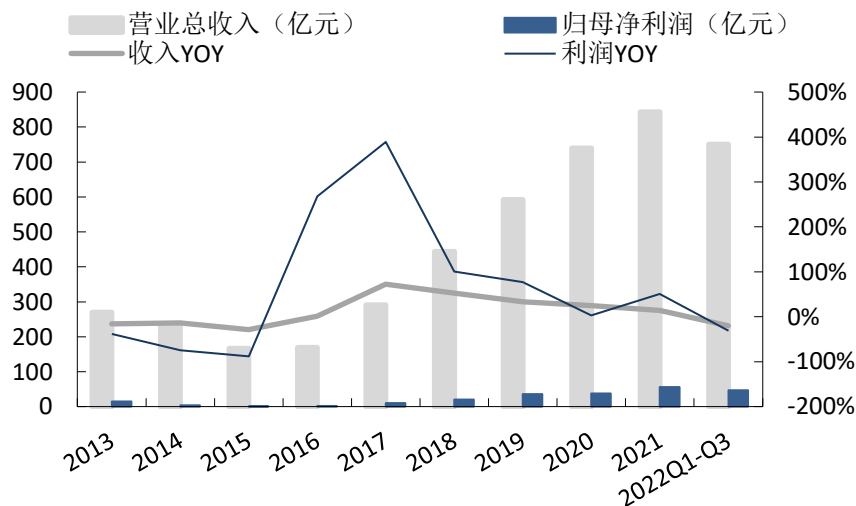
图：2021年徐工集团工程机械板块全球份额7.9%，全球第三，国内第一



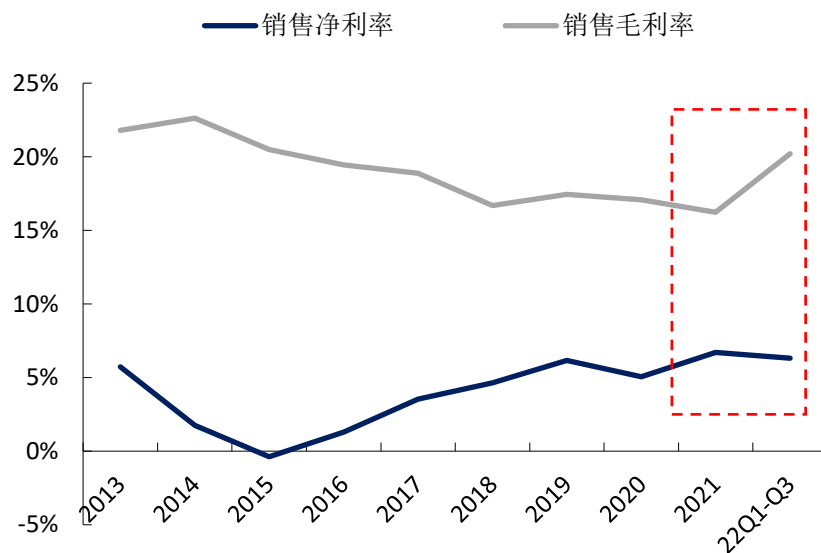
徐工机械：混改大幅释放业绩弹性，全球龙头整装待发

- **整体上市注入优质资产，毛利率水平整体提升。**2022年8月徐工机械重大资产重组完成资产交割，整体上市落地。按吸收合并徐工有限后的财报口径，2022年前三季度公司销售毛利率/净利率分别为20.2%/6.3%，同比下降1.3/1.0pct。2021年前三季度吸收徐工有限前，公司销售毛利率仅15.8%，优质资产注入显著提升了公司产品盈利水平。
- **推出回购及股权激励，全球龙头整装待发。**继公司混改、整体上市后，2023年2月公司发布股权激励计划，拟实施6-10亿元规模的限制性股票激励，涵盖公司董事、高管、中高层、核心技术及业务人员共计不超过2000人，国企改革进程更进一步。此次股权激励目标涵盖归母净利润指标、净资产收益率指标、分红比例指标。这三大指标一方面能够提高骨干积极性与凝聚力，另一方面也维护了投资者利益、增强投资者信心。

图：2022Q1-Q3公司实现营收/归母净利润751/47亿元，同比下降20%/31%



图：优质资产注入显著提升了公司产品盈利水平



徐工机械：混改大幅释放业绩弹性，全球龙头整装待发

- 我们判断公司业绩增长可持续：（1）行业层面：2023年国内经济托底下逆周期调控仍有发力空间，叠加2022年部分基建延后至2023年开工，后续基建项目有望迎来开工旺季，低基数下工程机械内销不必过度悲观。出口方面，出口有望成为业绩主要驱动力。对标海外龙头卡特彼勒、小松，全球化兑现有望贡献业绩增量，拉平周期波动，工程机械龙头有望迎估值上移。（2）公司层面：随徐工有限旗下挖机、混凝土机、矿机、塔机等优质资产整体注入上市公司，徐工机械综合竞争力持续增强，叠加钢材等原材料价格自2022年三季度以来持续回落，利润率有望修复上行。

表：徐工机械盈利预测（截至2023年3月30日）

盈利预测与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(亿元)	740	843	907	973	1,065
同比	25%	14%	8%	7%	10%
归属母公司净利润(亿元)	37	56	45	50	59
同比	3%	51%	-20%	11%	17%
P/E（现价&最新股本摊薄）	22	15	18	16	14

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

表：可比公司估值表

2023/3/30		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司				2021A	2022A/E	2023E	2024E	2021A	2022A/E	2023E	2024E
600031.SH	三一重工	CNY	17.09	1461	120	53	69	85	12	28	21	17
000157.SZ	中联重科	CNY	6.21	498	63	23	33	44	8	22	15	11
603338.SH	浙江鼎力	CNY	54.79	279	9	12	14	17	32	24	20	17
CAT.N	卡特彼勒	USD	224.54	1159	61	75	80	85	19	15	15	14
6301.T	小松制作所	JPY	3277.00	31900	2249	3025	3065	2996	14	11	10	11
平均									17	20	16	14
000425.SZ	徐工机械	CNY	6.93	836.6	56	45	50	59	15	18	16	14

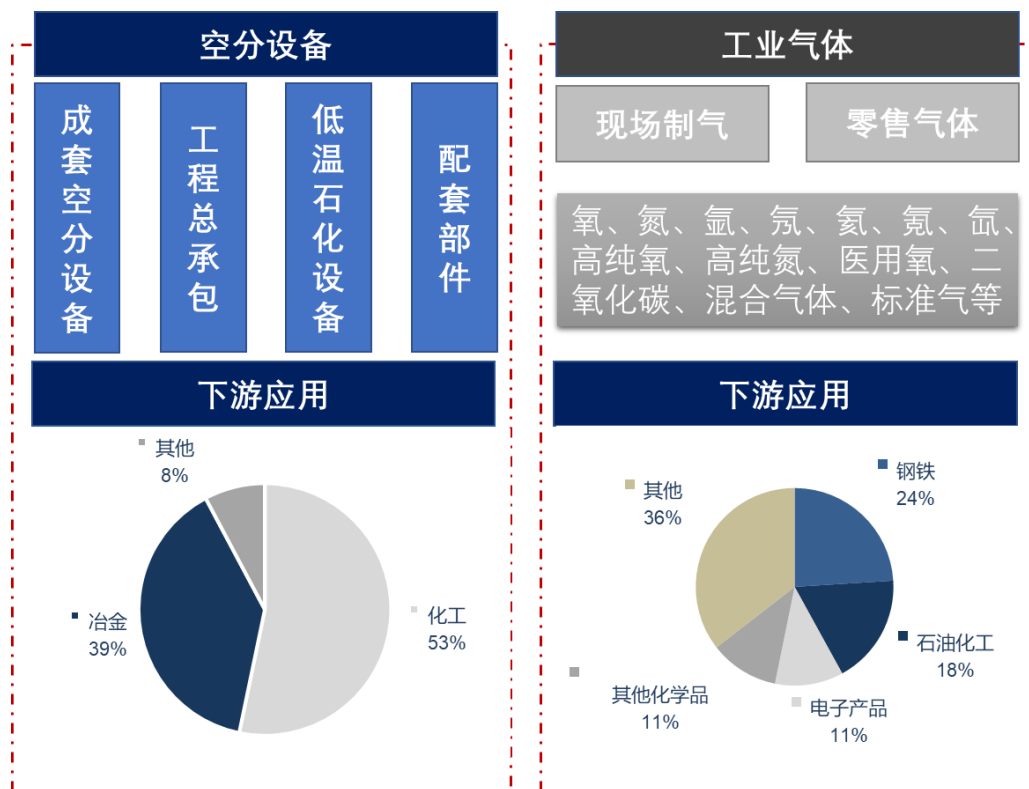
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所预测（三一重工、中联重科、浙江鼎力、徐工机械为东吴预测，卡特彼勒及小松制作所为彭博一致预测）

- 风险提示：下游开工不及预期，出口不及预期，宏观经济波动

杭氧股份：空分设备全球龙一，工业气体打造第二成长曲线

- **空分设备全球龙一，工业气体打造第二成长曲线。**杭氧股份成立于1950年，主营空分设备和工业气体。实控人为杭州国资委，截至2022年3季度末合计持股48%，股权结构稳定。公司聚焦气体产业，实现“工程总包-设备制造-气体运营”全产业链经营：**（1）设备：**公司是国内第一台空分设备的制造者，大型、特大型空分设备销量全球第一，技术实力领先。**（2）气体：**供气模式以管道气现场制气、小储宝及液体零售为主体，兼营氖氦氩稀有气体、超高纯气体、电子大宗气、高端医疗气食品保鲜气等。基于设备技术优势，具有为客户提供一站式服务的竞争力。
- 2022年以来公司统筹推进国企改革行动计划，2022上半年公司顺利完成可转换债券的公开发行、登记和上市工作，募集资金总额11.37亿元用于现金流补充及气体业务开拓。公司首次限制性股票激励计划顺利实施，为公司发展进一步凝心聚力。

图：公司产品矩阵和下游应用

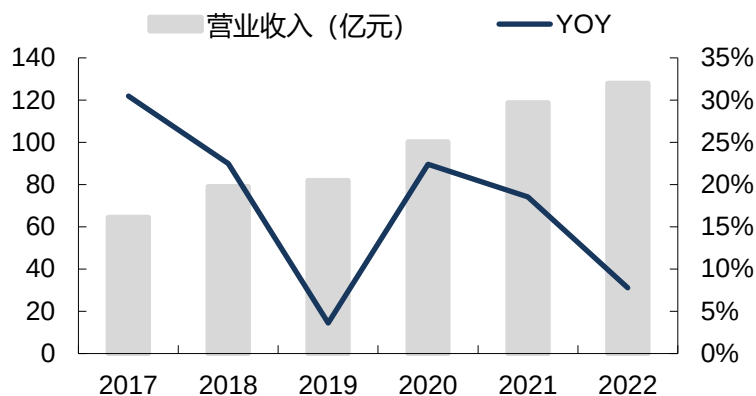


数据来源：Wind，东吴证券研究所

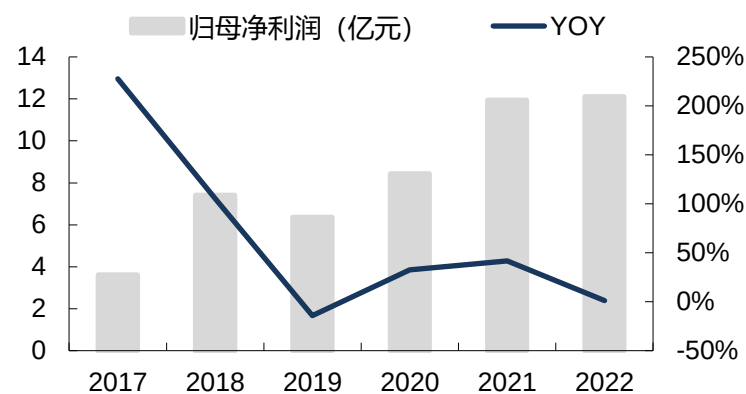
杭氧股份：空分设备全球龙一，工业气体打造第二成长曲线

- 公司业绩增速稳健。2022年公司实现营收128亿元，同比增长8%，归母净利润12亿元，同比增长1%。
- 受益于规模效应，公司盈利能力稳中有升。近年来随着公司经营规模扩大，规模效应释放，利润率呈明显上升趋势。

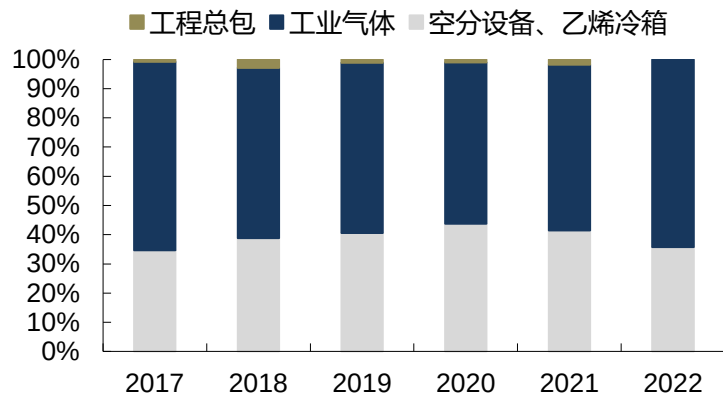
图：2017-2022年公司营收复合增速15%



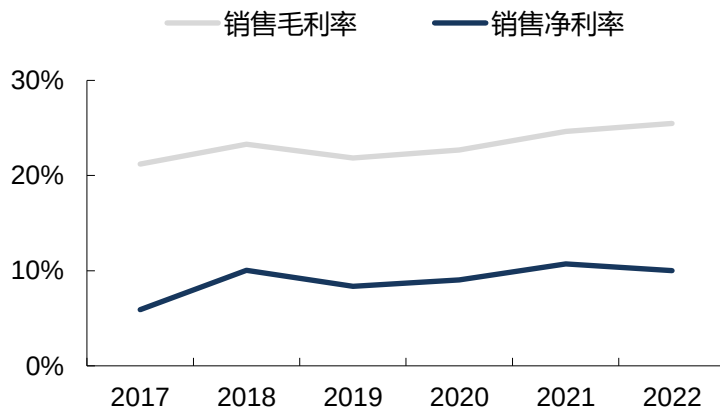
图：2017-2022年公司归母净利润复合增速27%



图：2022年公司工业气体占收入64%



图：公司盈利能力稳中有升



杭氧股份：空分设备全球龙一，工业气体打造第二成长曲线

- 根据Wind一致预测，2023-2024年公司归母净利润分别为18/23亿元，同比增长52%/24%。工业气体市场空间上千亿，公司具备设备优势，有望复制林德和法液空成功路线，竞争实力增强，份额提升兑现业绩。

表：杭氧股份2022-2024年盈利预测（截至2023年3月30日）

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10,021	11,878	12,803	15,857	18,933
同比	22%	19%	8%	24%	19%
归母净利润（百万元）	843	1194	1,210	1,844	2,283
同比	33%	42%	1%	52%	24%
PE	40	28	28	18	15

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

2023/3/30		市值	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司	（亿元）	2021	2022A/E	2023E	2024E	2021	2022A/E	2023E	2024E
601369.SH	陕鼓动力	181.1	8.6	9.9	11.9	14.9	21	18	15	12
603324.SH	盛剑环境	43.7	1.5	2.0	2.9	3.9	29	22	15	11
002549.SZ	凯美特气	88.7	1.4	2.2	3.7	5.1	64	40	24	17
688106.SH	金宏气体	111.1	1.7	2.3	3.6	4.8	66	48	30	23
	平均							27	18	14
002430.SZ	杭氧股份	343.1	11.9	12.1	18.4	22.8	28	28	18	15

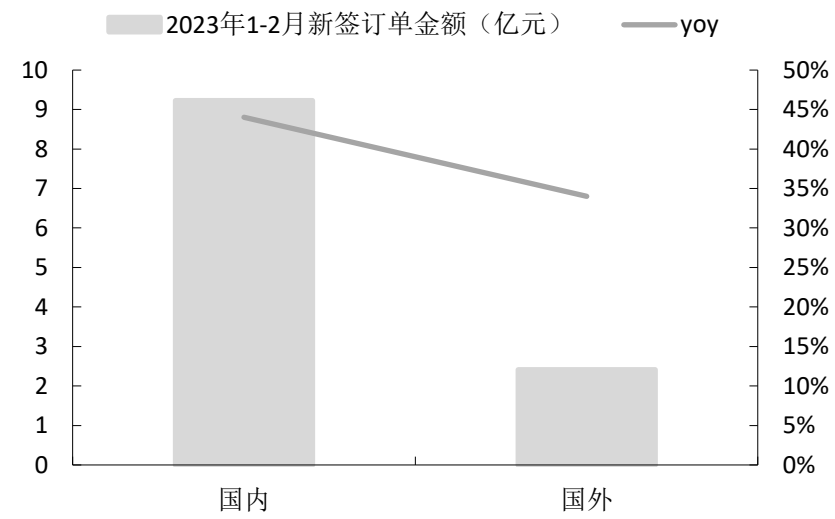
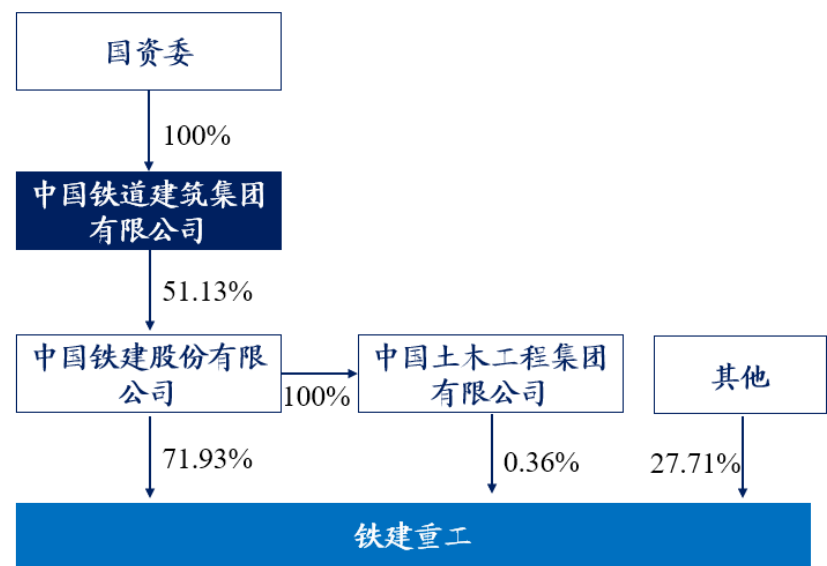
数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

- 风险提示：市场竞争加剧，宏观经济波动，特气板块业务整合效益不及预期

铁建重工：国内掘进装备龙头，内外共振促发展

- **国内掘进装备龙头，分拆上市激发市场活力。**公司成立于2006年，2022年中国铁建实施混改将铁建重工分拆上市，控股股东为中国铁建，实控人为国资委。分拆上市后公司同步对核心骨干员工实施员工战略配售，深化国企改革进程。
- **多类产品位列国内第一，海外经营取得重大突破。**公司主营业务为掘进机装备（盾构机+岩石隧道掘进机）、轨道交通设备及特种专业装备（矿用设备、农用设备），多类产品市场占有率稳居第一，有望持续受益于国内矿业机械化水平提高和高端农机渗透率提升。2022年海外市场增长强劲，实现营业收入9.24亿元，同比增长512%，判断公司2023年将继续受益于海外市场基建高景气。
- **2023年1-2月新签订单同比+42%，内外共振支撑公司业绩。**分产品来看，2023年1-2月隧道掘进机、特种专业装备、轨道交通新签订单金额同比分别增长95%/9%/4%，掘进机龙头地位进一步凸显；分地区来看，2023年1-2月国内/海外订单金额同比分别增长44%/34%，国内外市场共振支撑公司业绩。

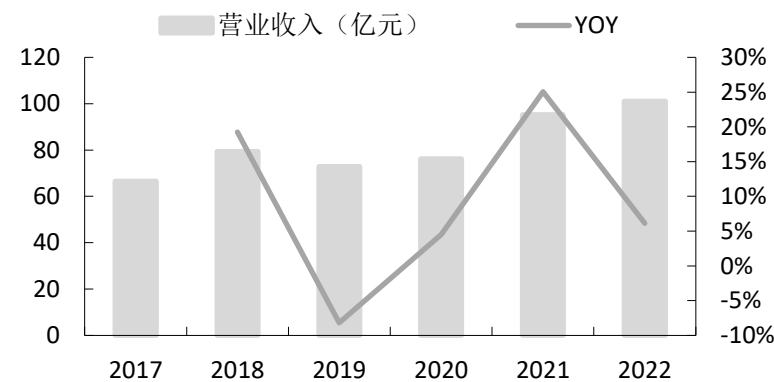
图：铁建重工由中国铁建分拆上市（截至2022/12/31）图：2023年1-2月国内外新签订单同比分别增长44%/34%



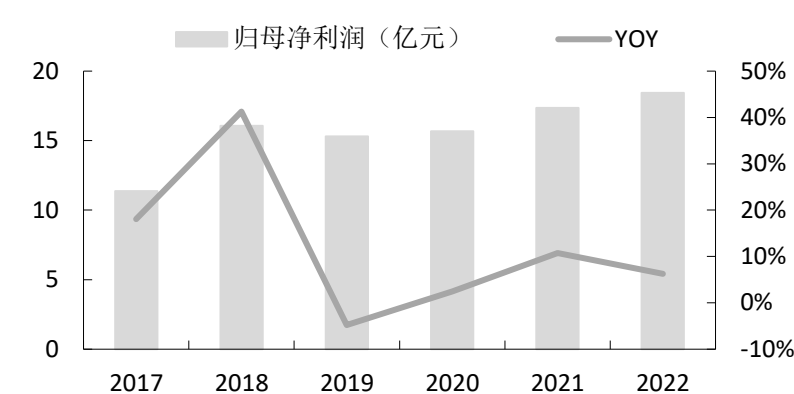
铁建重工：国内掘进装备龙头，内外共振促发展

● 收入稳健增长，盈利向好发展。2022年公司依靠掘进机和海外市场的突破，公司营收/归母净利润分别为101/18.4亿元，同比分别增长6.1%/6.3%。2017-2022年公司营收/归母净利润年复合增速分别为9%/10%，利润增速高于收入增速，主要系公司产品结构优化，高毛利产品掘进机收入占比提升。

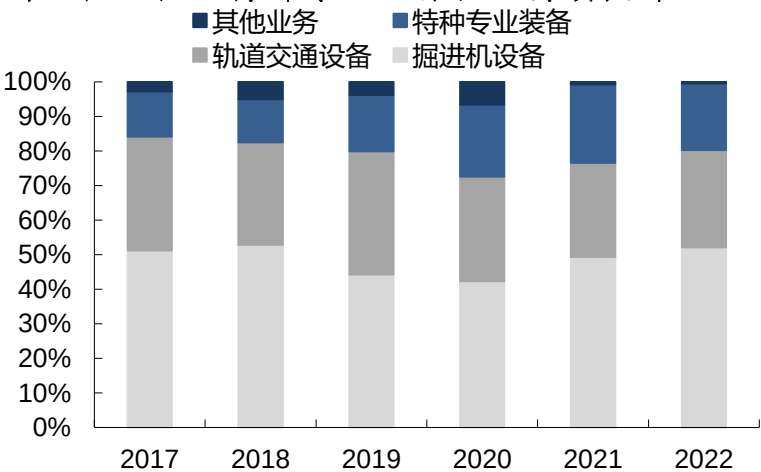
图：2017-2022年公司营收复合增速9%



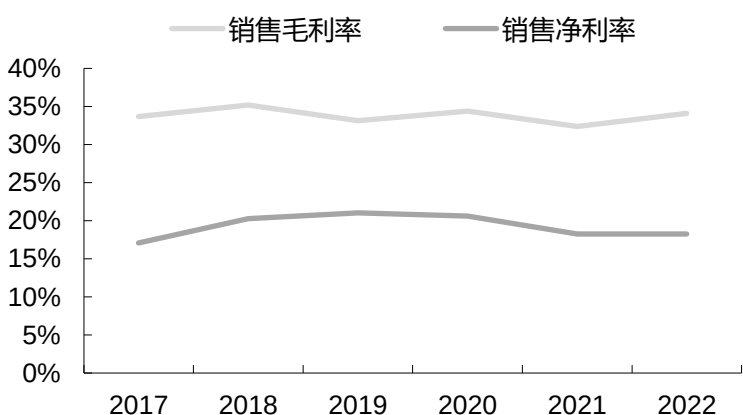
图：2017-2022年公司归母净利润复合增速10%



图：掘进机及特种专业设备占比持续提升



图：公司盈利能力向好发展



- 根据Wind一致预测，2023-2024年公司归母净利润分别为24/29亿元，同比增长31%/22%。公司掘进机、盾构机、采棉机等产品销量多年稳居第一，有望持续受益于国内矿业机械化水平提高和高端农机渗透率提升及海外市场基建高景气。

表：铁建重工盈利预测（截至2023年3月30日）

盈利预测与估值	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业总收入(亿元)	76	95	101	127	151
同比	5%	25%	6%	25%	19%
归属母公司净利润(亿元)	16	17	18	24	29
同比	2%	11%	6%	31%	22%
P/E（现价&最新股本摊薄）	18	16	15	12	10

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

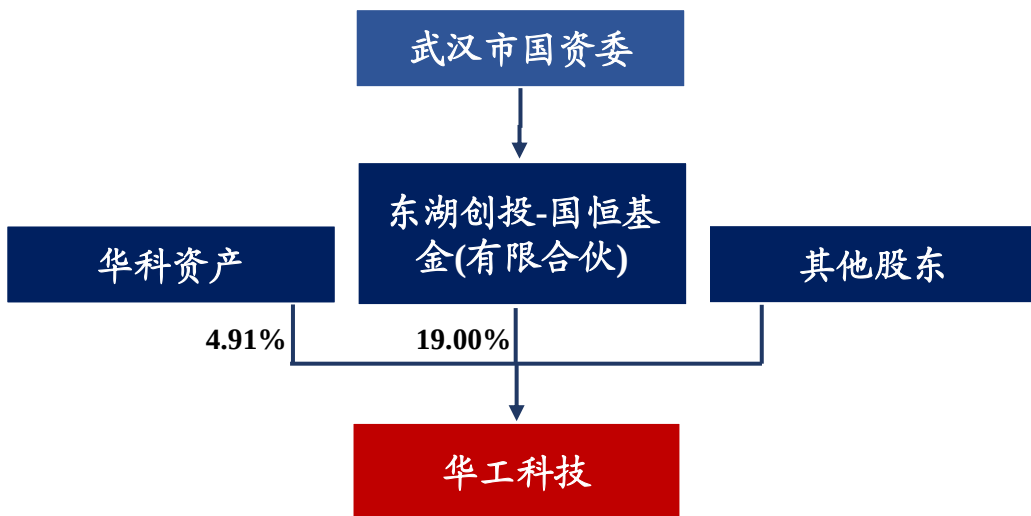
2023/3/30		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司				2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
600528.SH	中铁工业	CNY	9.50	211.0	18.56	18.67	21.29	23.99	11	11	10	9
000157.SZ	中联重科	CNY	6.17	493.4	62.70	23.06	33.48	43.57	8	21	15	11
平均									10	16	12	10
688425.SH	铁建重工	CNY	5.30	283	17.35	18.44	24.11	29.32	16	15	12	10

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（中联重科为东吴预测，其他为Wind一致预测）

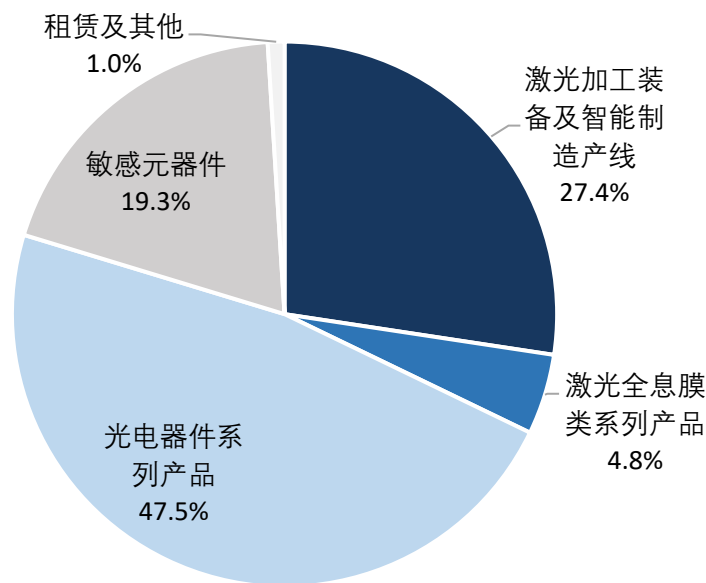
- 风险提示：市场竞争加剧，原材料价格波动，市场竞争加剧

- 华工科技脱胎于华中科技大学，是国内最早以激光为主业的上市公司之一。2020年经过校企改革，公司控股股东由武汉华中科大产业集团变更为国恒基金，东湖创投为执行事务合伙人，国恒基金最终实控人为武汉市国资委。
- 公司业务涵盖激光加工装备、光电器件、传感器、激光防伪等领域。经过多年的技术、产品积淀，公司形成了以激光加工技术为重要支撑的智能制造装备业务，以信息通信技术为重要支撑的光联接、无线联接业务，以敏感电子技术为重要支撑的传感器以及激光防伪包装业务格局。

图：公司实控人为武汉市国资委（截至2022年底）



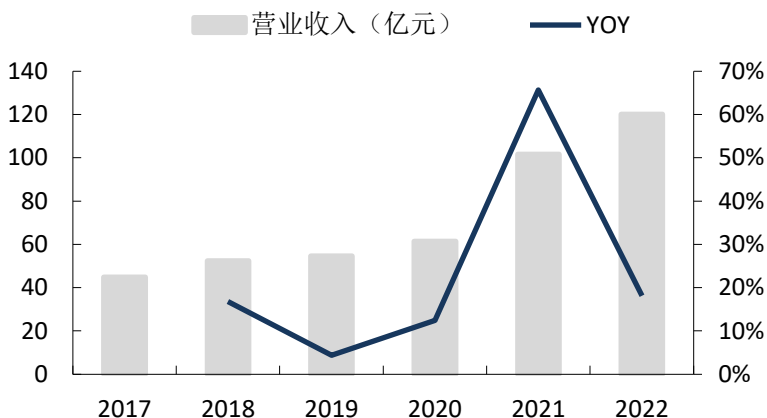
图：2022年光电器件产品在公司营业收入中占比达47.5%



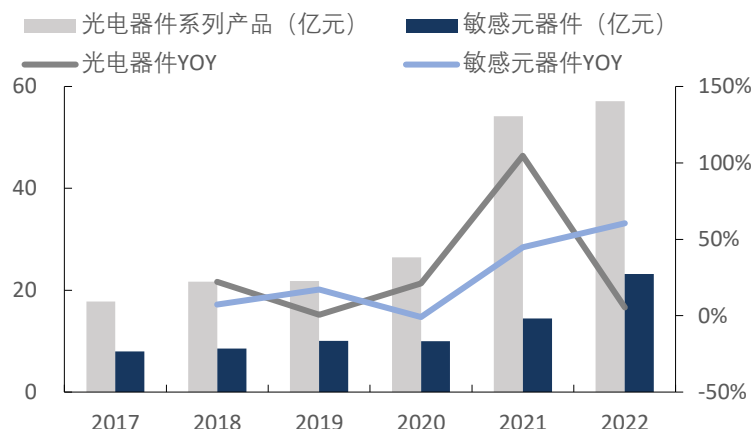
数据来源：Wind，东吴证券研究所

- 校企改革带动下，公司业绩快速提升。2022年公司实现营收120.11亿元，同比增长18%，归母净利润9.06亿元，同比增长19%。细分业务来看，受益于5G技术普及带来的光模块需求增长，公司光电器件业务快速增长，2022年实现收入57.10亿元，是最大收入来源。受益于新能源汽车传感器放量，2022年公司敏感元器件业务营收23.20亿元，同比增长60%，成为重要收入增长点。

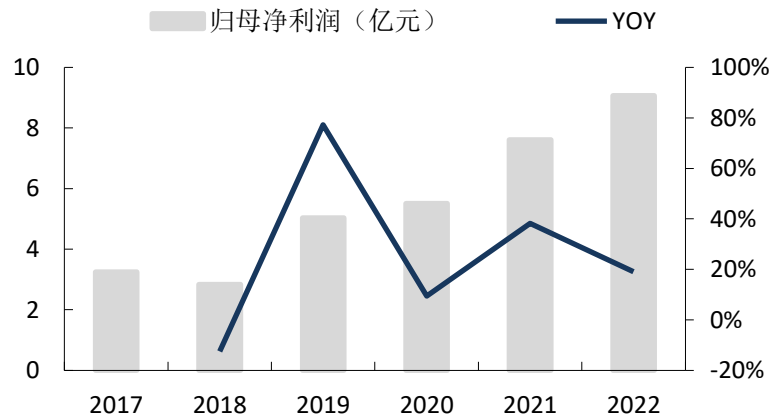
图：2017-2022年公司营业收入CAGR达21.8%



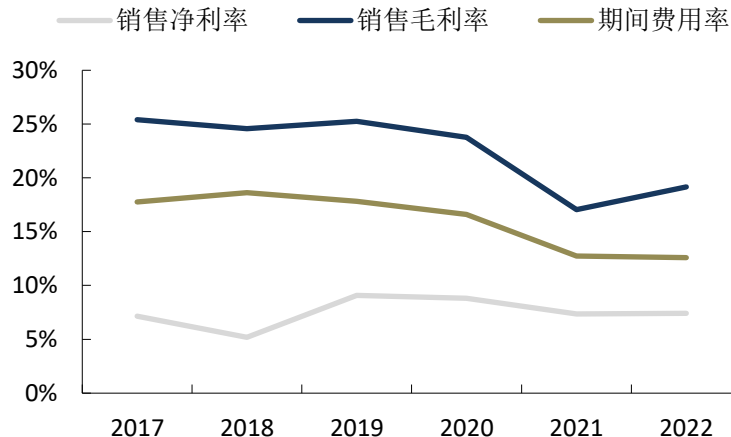
图：2022年公司敏感元器件业务营收同比增长60.42%



图：2017-2022年公司归母净利润CARG达22.8%



图：2017-2022年公司盈利水平保持稳定



- 公司具备以下看点：（1）新能源汽车高景气或带动激光装备业务增长。汽车行业是公司智能装备制造业务的主要应用领域，公司产品涵盖激光切割、打标、焊接、钻孔、清洗以及激光调阻等多种应用。公司充分受益于新能源汽车市场高景气度。（2）新能源汽车的普及带来大量传感器需求。随新能源汽车渗透率提升，PTC、NTC热传感器需求快速放量。公司在国内温度传感器市场份额不断提升，同时积极拓展海外业务，未来敏感元器件业务将成为公司最有潜力的增长点之一。（3）激光防伪业务稳定增长。激光防伪业务为公司毛利率最高的板块，客户涵盖多家烟酒及医药厂商，有望保持长期稳健增长。
- 根据Wind一致预测，2023-2025年公司归母净利润分别为12/15/19亿元，同比增长33%/28%/24%。

表：华工科技2023-2025年盈利预测（截至2023/3/27）

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10,167	12,011	15,263	18,718	22,994
同比	66%	18%	27%	23%	23%
归母净利润（百万元）	761	906	1206	1548	1916
同比	38%	19%	33%	28%	24%
PE	32	27	20	16	13

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表（截至2023/3/27）

		股价	市值	归母净利润（亿元）				PE			
		（元）	（亿元）	2021A	2022A/E	2023E	2024E	2021A	2022A/E	2023E	2024E
688025.SH	杰普特	57.83	54.25	0.91	0.81	1.97	2.79	59	67	28	19
002008.SZ	大族激光	31.35	329.82	19.94	14.39	19.90	26.59	17	23	17	12
可比公司平均值								38	45	22	16
000988.SZ	华工科技	24.28	244.14	7.61	9.06	12.06	15.48	32	27	20	16

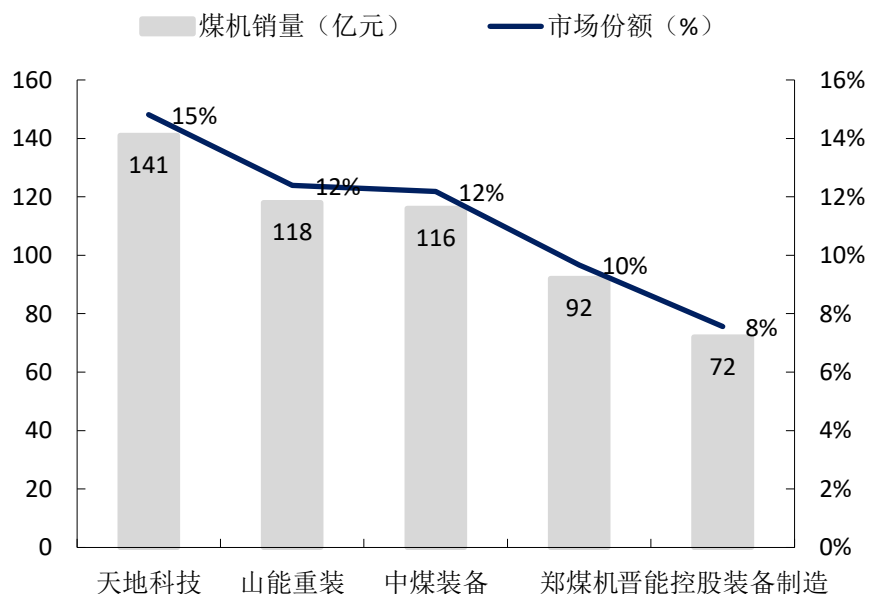
数据来源：Wind，东吴证券研究所（大族激光来自东吴证券研究所，杰普特、华工科技盈利预测为Wind一致预测）

- 风险提示：下游需求不及预期，市场竞争加剧，宏观经济波动

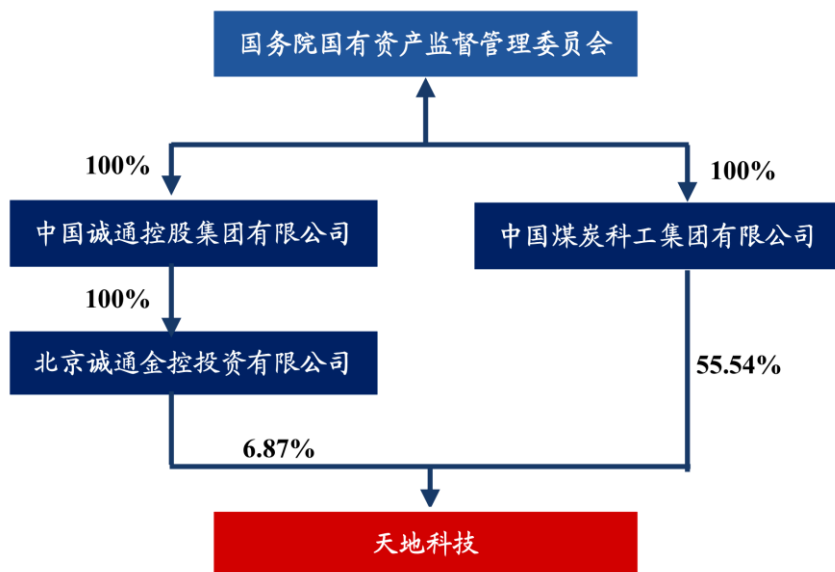
天地科技：全产业链布局的煤机行业龙头，受益智能化煤矿+子公司分拆上市

- 天地科技是国内煤机行业龙头，市占率第一。在中国煤炭工业协会公布的 2021年度中国煤炭机械工业 50 强企业中，天地科技位列第一，煤机销售收入为 141.06 亿元，占国内煤机市场销量的14.8%，领先山能重装、中煤装备、郑煤机等其他煤机板块龙头企业。
- 公司背靠科创型央企，产品基本覆盖煤炭行业全产业链。天地科技2000 年由中国煤炭科学总院发起成立，控股股东为中国煤炭科工集团有限公司，实控人为国资委。中国煤科系国务院国资委直接监管的中央企业，是全球唯一全产业链综合性煤炭科技创新型企业。公司主营业务包括煤机制造、安全装备、环保设备、煤炭生产、技术项目、工程项目等，是世界范围内煤炭行业产业链布局最为完整的企业之一，部分产品（服务）达到了国内外一流水平。

图：2021年中国煤机行业前五强企业的销售收入与市占率

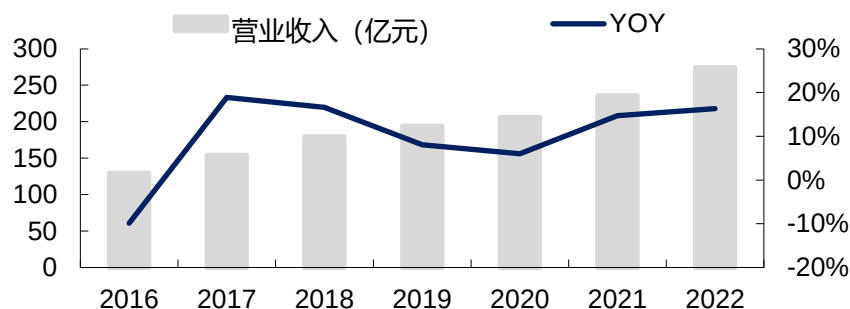


图：公司控股股东为科创型央企中国煤科（截至2022/9/30）

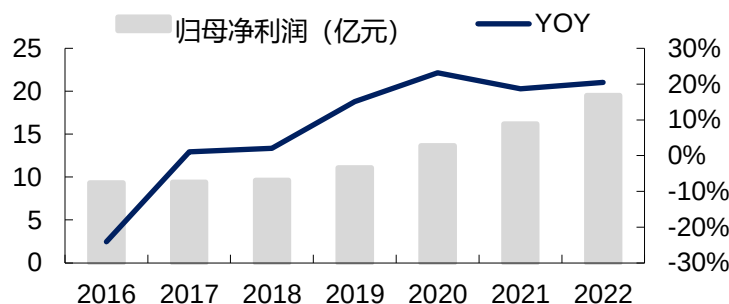


- 伴随2017年后煤炭行业的复苏及煤矿智能化转型，公司收入稳步增长；公司营收随国内2017年开始的煤炭行业的复苏和公司在智能化领域的持续耕耘稳健增长，2022年营收274.16亿元，同比增长16%，归母净利润19.52亿元，同比增长21%。
- 煤机制造作为公司最大业务板块，毛利率稳定；伴随智能化煤矿建设，该板块收入随持续提升。2022年收入占营业总收入40%，毛利率长期稳定在32-33%之间，2016年后随着我国落后煤矿产能淘汰，国内煤机产业向高端化、智能化发展，推动煤机价格提升，2016年以来收入持续提升。
- 子公司天马智控拟分拆上市，有望重塑母公司估值体系。2021年11月，天地科技公告拟分拆其控股子公司北京天玛智控科技股份有限公司至科创板上市。天地玛珂属于高端装备制造产业领域，近年来其智能无人化开采技术研究取得较大进展，经营业绩迈上新台阶。2021年公司实现营业收入15.5亿元，同比增长34%；净利润3.7亿元，同比增长23%。

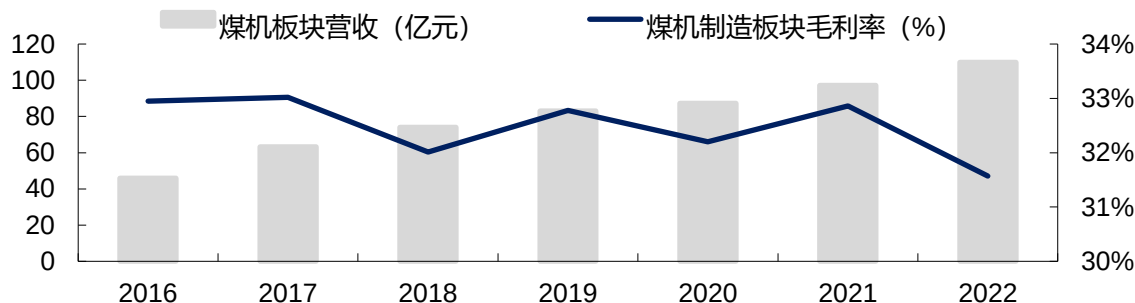
图：2016年以来公司营业收入持续增长



图：2016年以来公司归母净利润持续增长



图：2016年以来公司煤机制造业务毛利率稳定、收入随持续提升



- 公司具备以下看点：（1）公司是全产业链布局的煤机龙头、服务于煤炭全生命周期。依托深厚的科技创新和智能制造优势，公司具有不可替代的核心竞争力。（2）煤矿智能化发展方向推动设备需求扩容，当前我国煤矿智能化仍处于初级阶段，政策和产业双驱动下，未来成长空间广阔。（3）子公司天玛拟上市，将助力公司智能化迈上新台阶。
- 根据Wind一致预测，2023-2024年公司归母净利润分别为26/29亿元，同比增长33%/13%。

表：天地科技盈利预测（截至2023年3月31日）

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E
营业收入（百万元）	20552	23571	27416	31902	34214
同比（%）	6.03	14.69	16.31	16.36	7.25
归母净利润（百万元）	1364	1620	1952	2594	2925
同比（%）	23.20	18.73	20.52	32.86	12.78
PE	9.34	11.19	11.02	8.10	7.18

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

2023/3/31		市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE				2021-2024 归母净利 润CAGR
代码	公司		2021	2022A/E	2023E	2024E	2021	2022A/E	2023E	2024E	
601717.SH	郑煤机	250.6	19.5	25.4	31.0	37.4	11	8	8	7	24.13%
831832.BJ	科达自控	9.41	0.4	0.6	0.7	0.9	36	17	14	11	34.31%
	平均							13	11	9	
600582.SH	天地科技	210.2	16.2	19.5	25.9	29.2	11	10	8	7	21.7%

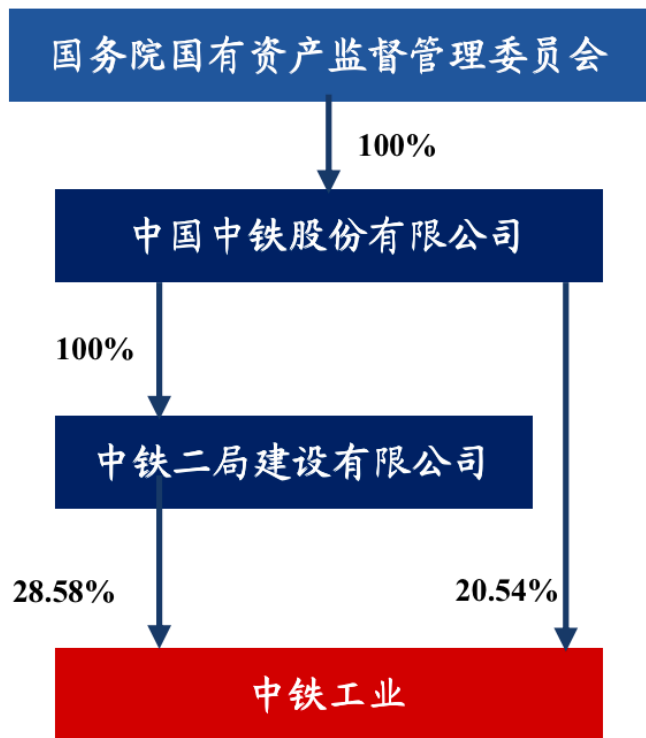
数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

- 风险提示：下游资本开支扩张不及预期，行业竞争加剧；智能化业务拓展不达预期

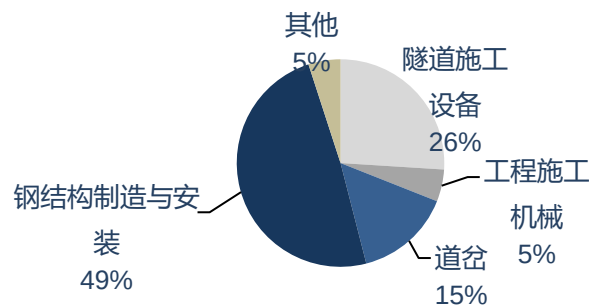
中铁工业：全球盾构机龙头，拓展下游新领域打开第二曲线

- 中铁工业是公司是全球盾构机（用于软土和富水地层掘进）/TBM（用于硬岩掘进）龙头、最大的道岔和桥梁钢结构制造商。公司于 2017 年资产重组，第一大股东是中国中铁，实控人为国资委。公司隧道掘进机产销量已连续十年保持国内第一、连续五年保持世界第一。
- 主营业务丰富，在抽水蓄能等下游新领域拓展顺利。22年上半年在隧道施工设备/工程施工机械/道岔/钢结构制造与安装的四大主营业务中的收入占比分别为 29%/4%/13%/51%；隧道施工设备除了在传统的地铁领域一枝独秀外，下游新领域也拓展顺利，22 年公司在矿山能源/抽水蓄能/水利水电/铁路建设市占率超过 40%/80%/60%/70%。

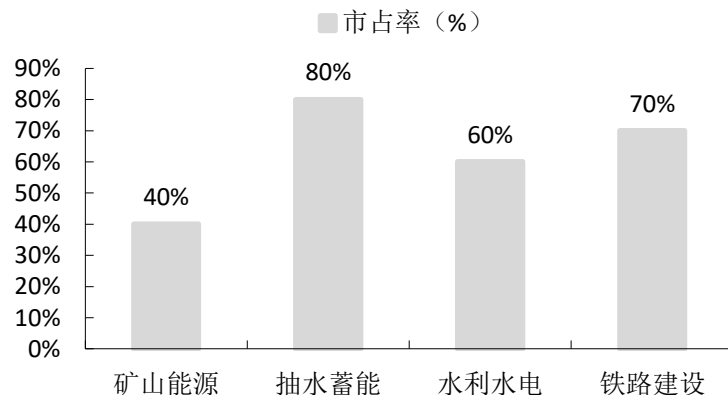
图：公司控股股东为中国中铁（截止2022/12/31）



图：2022年公司四大主营业务收入占比



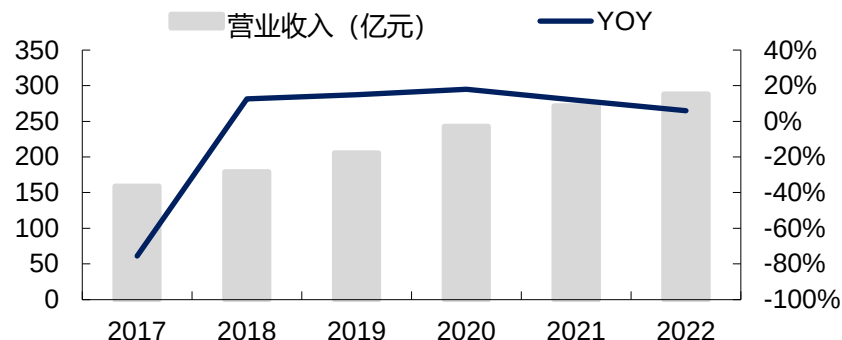
图：2022年公司隧道施工设备在下游新领域市占率高



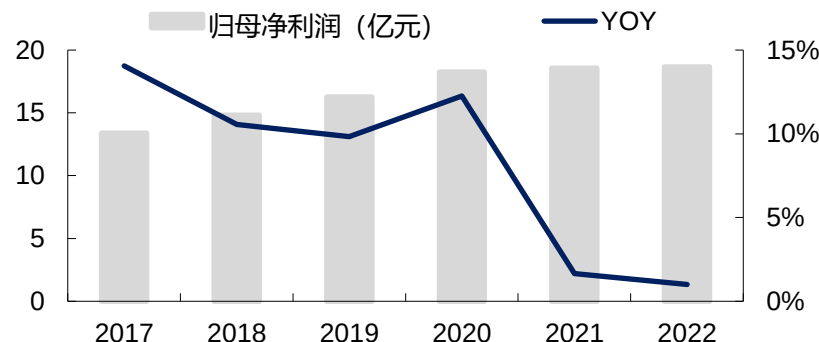
中铁工业：全球盾构机龙头，拓展下游新领域打开第二曲线

- 业绩稳步增长，新签订单呈增长趋势。2022 公司营收、归母净利润从 2017 年的 158.86、13.39 亿元提升到 2022 年的 288.17、18.67 亿元，复合增速分别为 13%、7%。22 年新签合同额 514 亿元，同比增加 10%，按四大主营业务拆分，隧道施工设备/钢结构制造与安装/道岔分别增长 12%/9%/8%，工程施工机械减少 5%，随着高毛利盾构机/TBM 销量增速的更快，公司产品结构优化，将提升公司盈利能力。
- 研发投入持续增加，产业产品的迭代升级持续进行，增强核心竞争力。自 2017 年以来公司研发投入持续上涨，研发开支从 2017 年的 6.43 亿元，增长到了 2022 年的 15.44 亿元。

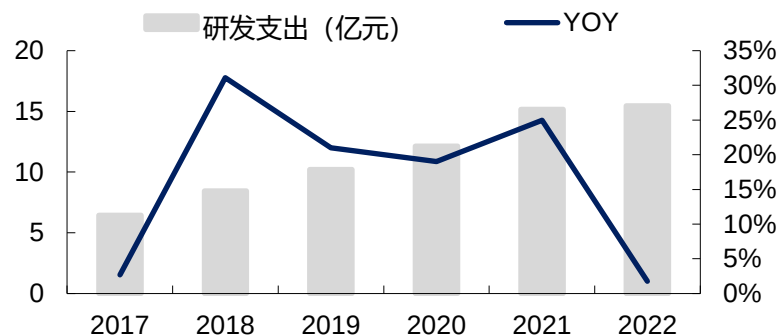
图：2017 年以来公司营业收入持续增长



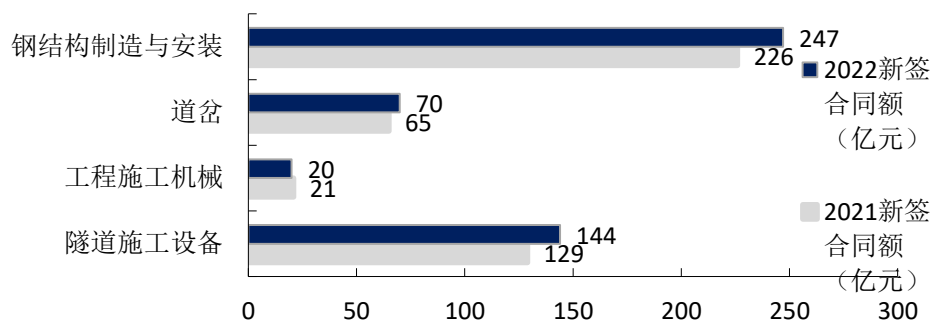
图：2017 年以来公司归母净利润持续增长



图：2017 年以来公司研发开支持续上升



图：22 年新签合同额同比+10%，按各项业务拆分



中铁工业：全球盾构机龙头，拓展下游新领域打开第二曲线

- 公司具备以下看点：（1）具有显著的技术创新和核心技术优势，主营产品全断面隧道掘进机、架桥机、道岔、桥梁用钢铁结构均通过工信部制造业单项冠军认定，技术壁垒打造坚固护城河。（2）公司在做好传统优势领域业务的基础上，加速巩固业绩增长的“第二曲线”。隧道掘进机应用向抽水蓄能、铁路公路、市政管廊（城市地下停车场）、水利水电、能源煤矿等新兴领域扩展，驱动需求和业绩的新增长。
- 根据Wind机构一致预测，2023-2024年公司归母净利润分别为21/24亿元，同比增长14%/13%。

表： 中铁工业盈利预测（截止2023/3/31）

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E
营业收入（百万元）	24292	27158	28817	32025	35691
同比（%）	18%	12%	6%	11%	11%
归母净利润（百万元）	1826	1856	1867	2129	2399
同比（%）	12%	2%	1%	14%	13%
PE	11	10	9	10	9

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表： 可比公司估值表

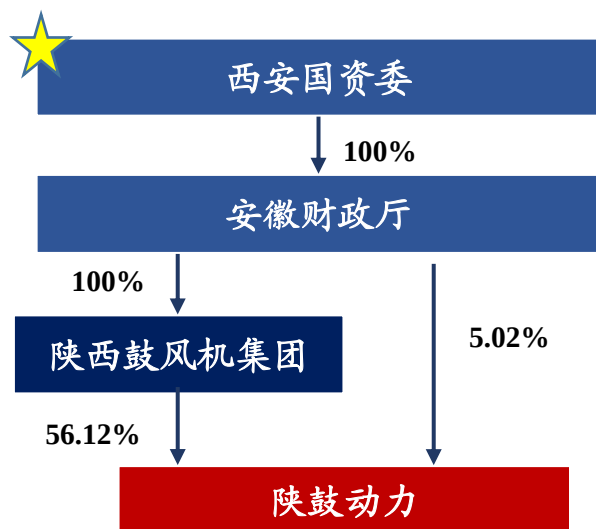
2023/3/31		市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE				2021-2024 归母净利润CAGR
代码	公司		2021	2022A/E	2023E	2024E	2021	2022A/E	2023E	2024E	
601766.SH	中国中车	1756	103	117	98	103	17	13	18	17	0%
600031.SH	三一重工	1461	120	53	69	85	12	28	21	17	-8.15%
	平均						15	21	20	17	
600528.SH	中铁工业	211	19	19	21	24	10	9	10	9	8.1%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（三一重工为东吴预测，其他为Wind一致预测）

- 风险提示：基建投资增速放缓；盾构机/TBM 的研发进展低于预期；钢材等原材料价格大幅波动

- 陕鼓动力为分布式能源领域的系统解决方案商和系统服务商，主要服务于石油、化工、冶金等国民经济支柱产业。公司构建了以分布式能源系统解决方案为圆心的“1+7”业务模式，为客户提供设备、工程、服务、运营、金融、供应链、智能化七大增值服务。截至目前，公司已形成了“能量转换设备制造、工业服务、基础能源设施运营”三大业务板块。
- 公司的实控人为西安市国资委，实际持股比例达61%。
- 股权激励激发积极性：2021年公司推出5274万股限制性股票，授予对象涵盖董事、中高层管理人员及核心技术（业务）人员等665人，考核目标包括净资产收益率、净利润增速、主营业务收入占比三大指标，有助于公司吸引及留住优秀人才、充分调动核心骨干员工积极性。

图：公司实控人为西安国资委，持股比例达61%
（截至2022/09/30）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

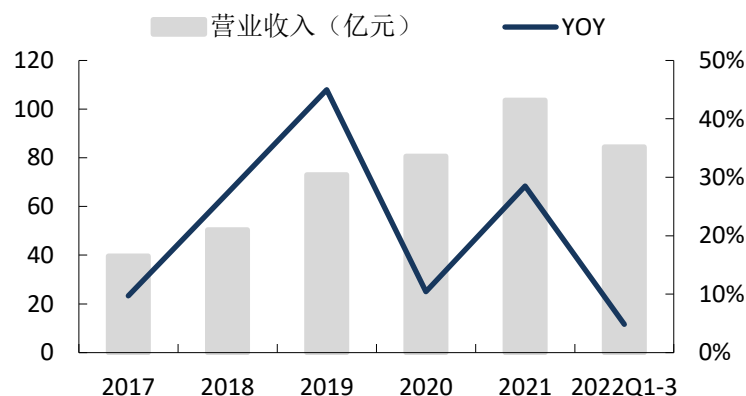
图：公司致力打造“能量转换设备制造、工业服务、基础能源设施运营”三大业务板块

业务板块	具体产品和服务	2021年	
		收入占比	毛利率
能量转换设备	轴流压缩机、离心压缩机、能量回收透平装置、四合一硝酸机组、空分机组、汽轮机等	60%	19%
工业服务	设备全生命周期健康管理、EPC、金融业务、投资业务	25%	20%
能源基础设施运营	分布式能源智能一体化园区、气体业务、热电联产、冷热电三联供、水务一体化、生物质发电及垃圾处理	22%	17%

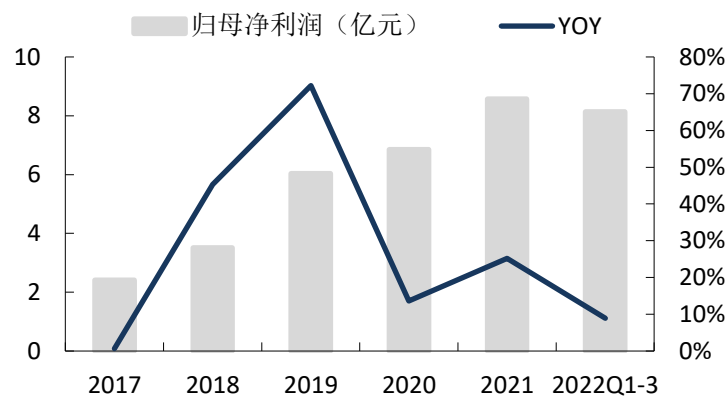
数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：业务间存在抵消，因此合计值超过100%

- **公司业绩增速稳健。**2022年前三季度公司实现营收84亿元，同比增长5%，归母净利润8亿元，同比增长9%。受疫情影响，能量转换系统服务板块业务同比下滑幅度较大。
- **受益于规模效应，公司盈利能力稳中有升。**近年来随着公司经营规模扩大，规模效应释放，利润率呈明显上升趋势。

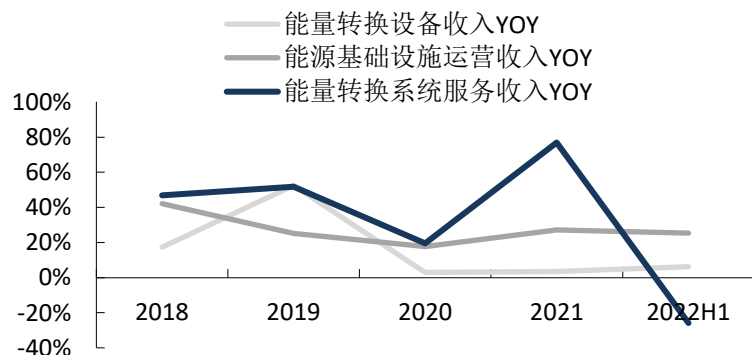
图：2017-2021年公司营收复合增速27%



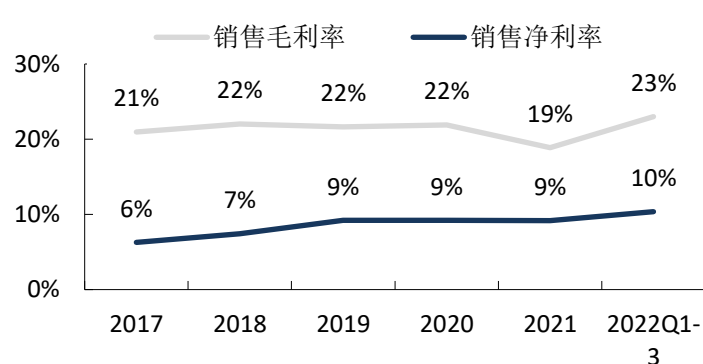
图：2017-2021年公司归母净利润复合增速37%



图：服务和运营板块收入增速快于设备



图：公司盈利能力稳中有升



- 根据Wind一致预测，2022-2024年公司归母净利润分别为10/12/15亿元，同比增长15%/21%/25%。

表： 陕鼓动力2022-2024年盈利预测（截至2023年3月26日）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,065	10,361	11,503	13,729	16,632
同比	10%	28%	11%	19%	21%
归母净利润（百万元）	685	858	989	1,193	1,493
同比	14%	25%	15%	21%	25%
PE	27	22	19	16	13

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表： 可比公司估值表

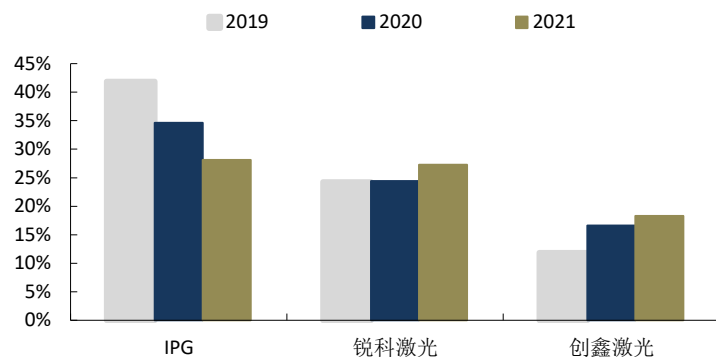
2023/3/26		市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002430.SZ	杭氧股份	334.7	11.9	15.7	18.4	22.8	28	21	18	15
300257.SZ	开山股份	182.3	3.0	4.1	6.3	8.5	60	44	29	21
	平均							33	24	18
601369.SH	陕鼓动力	186.9	8.6	9.9	11.9	14.9	22	19	16	13

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

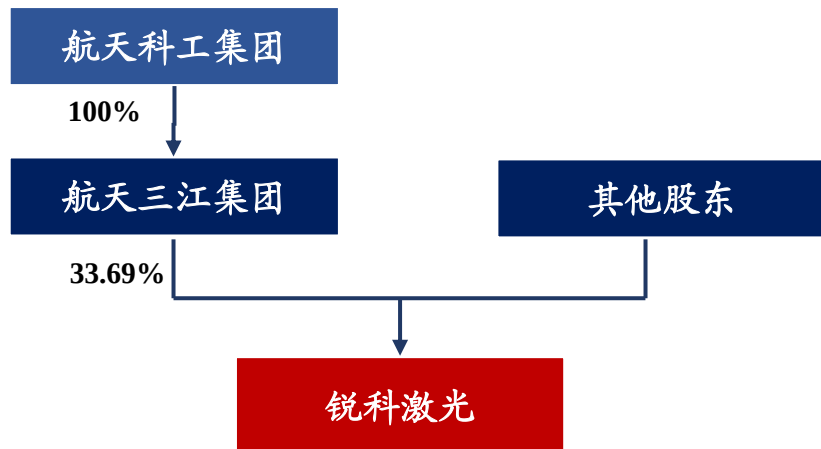
- 风险提示：市场竞争加剧，原材料价格波动，宏观经济波动

- 光纤激光器龙头，市场份额快速提升。公司产品主要包括连续光纤激光器、脉冲光纤激光器、超快激光器等，可广泛应用于打标、切割、焊接、熔覆、清洗、增材制造等领域。从收入构成来看，光纤激光器仍为公司主要收入来源，2022H1收入占比高达77%。从市场占比来看，2021年公司在国内光纤激光器市场占有率约为27.3%，仅次于IPG的28.1%，龙头地位显著。
- 股权激励充分调动积极性。2020年12月锐科激光出台首期股权激励草案，拟向335名对象授予288万股限制性股票（占总股本1%），激励人员占2020年底公司总人数的13.23%，其中330人为公司核心技术研发人员、中层管理人员和骨干人员，有利于全面调动员工积极性。

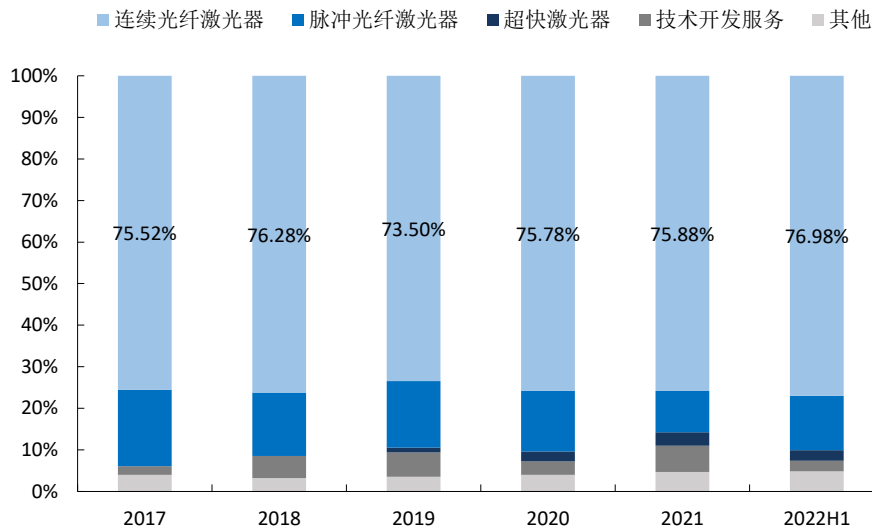
图：公司在国内光纤激光器领域市场份额快速提升



图：公司实控人为航天科工集团（截至2022/09/30）



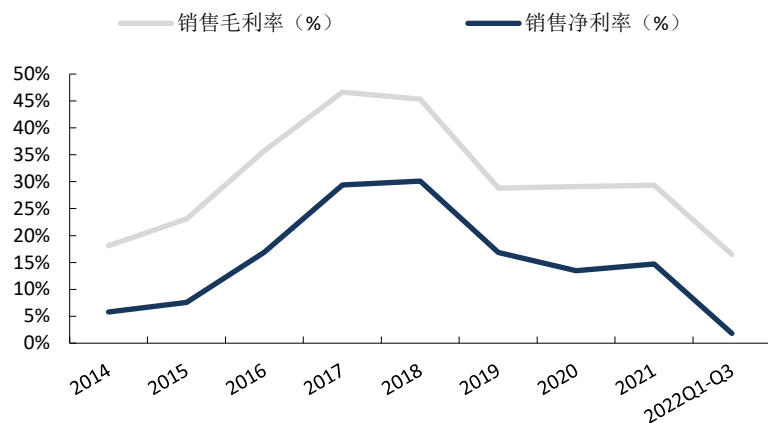
图：连续光纤激光器为公司主要收入来源



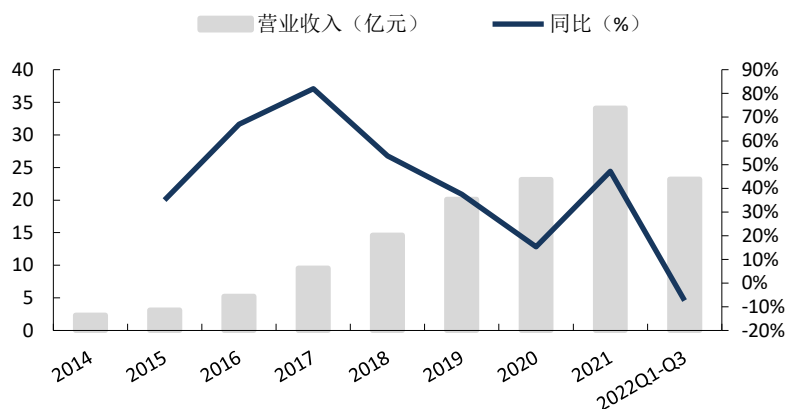
数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **收入端：**受益激光加工在切割领域渗透率提升，公司收入规模快速扩张，2021年实现营业收入34亿元，2014-2021年CAGR高达47%。短期来看，2022Q1-Q3受制于制造业景气下行&光纤激光器价格战加剧，公司收入出现小幅下降。
- **利润端：**2022Q1-Q3公司归母净利润仅为0.33亿元，同比-92%，销售净利率仅为2%，利润端短期承压。究其原因，核心在于下游需求疲软背景下，公司加大市场开拓力度，对产品价格作出一定调整，毛利率出现明显下降。

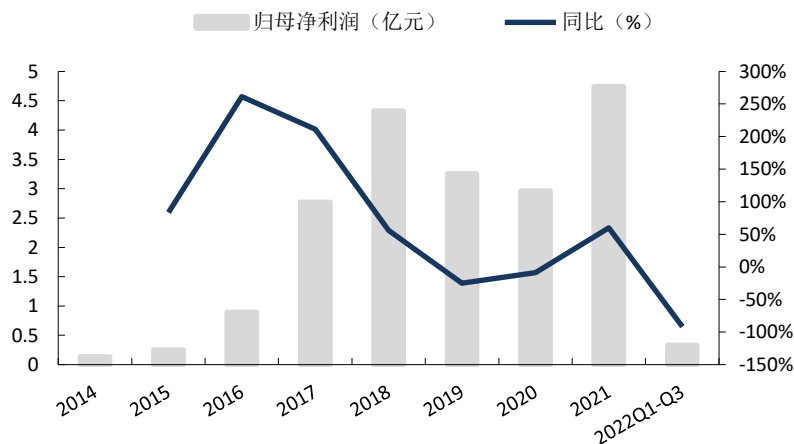
图：2022Q1-Q3公司盈利水平出现明显下滑



图：2014-2021年公司营收复合增速达47%



图：2022Q1-Q3公司归母净利润出现明显下滑



- 我们判断公司业绩有较大修复空间：（1）制造业复苏背景下，通用激光行业需求回暖，光纤激光器价格战有望趋缓，叠加公司成本管控能力提升，利润端有望明显修复。公司高功率激光器技术已达国际领先水平，2021年30kW、40kW、100kW超高功率均已开始销售，2021年万瓦以上销量超过2380台，同比+243%，高功率快速放量。（2）公司在动力电池、轨道交通、汽车及零配件、船舶制造等行业积极展开产品销售或项目合作，清洗产品与众多龙头客户形成批量合作。（3）在超快激光器领域，公司不断丰富产品系列，广泛用于显示和面板玻璃切割、汽车玻璃切割，厚玻璃切割等领域，市场销量逐步提升，持续为公司经营业绩注入新动力。
- 我们预计2022-2024年公司归母净利润预测分别为1.54/5.18/7.13亿元，同比-67%/+236%/+38%。

表：锐科激光2022-2024年盈利预测（截至2023/3/24）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,317	3,410	3,406	4,575	5,751
同比	15%	47%	0%	34%	26%
归母净利润（百万元）	296	474	154	518	713
同比	-9%	60%	-67%	236%	38%
PE	54	34	104	31	23

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

表：可比公司估值表（截至2023/3/24）

		股价	市值	归母净利润（亿元）				PE			
		（元）	（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
688025.SH	杰普特	58.00	54.41	0.91	0.81	1.97	2.79	60	67	28	19
002008.SZ	大族激光	31.15	327.72	19.94	14.39	19.90	26.59	16	23	16	12
可比公司平均值								38	45	22	16
300747.SZ	锐科激光	28.36	160.73	4.74	1.54	5.18	7.13	34	104	31	23

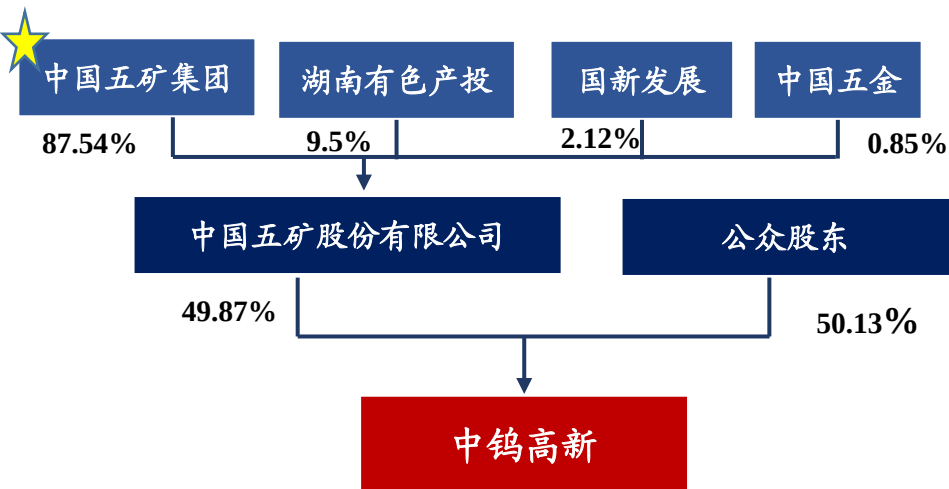
数据来源：Wind，东吴证券研究所（大族激光、锐科激光来自东吴证券研究所，杰普特来自Wind一致预测）

- 风险提示：制造业复苏不及预期、价格战加剧等。

中钨高新：硬质合金全产业链龙头，数控刀具&光伏钨丝双轮驱动

- 中钨高新是国内领先的钨资源开发商。公司成立于1993年，实控人为中国五矿集团。公司管理运营着集矿山、冶炼、加工、贸易于一体的完整钨产业链。中钨高新重视科技创新和绿色发展，截至2022年三季度公司拥有4个国家级科技创新平台和重点实验室，累计有效专利超过1500件。
- 中钨高新完成了矿山+冶炼+精深加工的全产业链布局。上游端，公司拥有丰富的钨矿资源，截至2022年三季度，公司管理钨矿储量占全国总储量的13%，钨精矿产量世界第一。中游钨冶炼年生产能力占全国APT产能10%。在下游加工领域，硬质合金产量全球第一；数控刀片产量超1亿片，约占国内总产量的25%，位居中国第一。同时公司开始切入光伏钨丝赛道，有望获得新增长曲线。

图：公司实控人为中国五矿集团，持股比例 43.66%。
(截至2022/09/30)



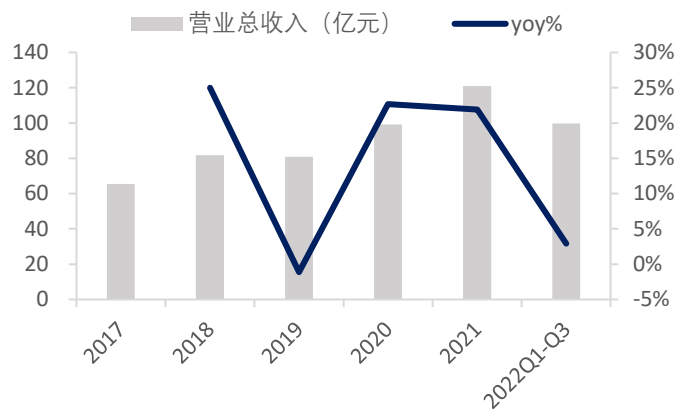
图：公司实现钨资源开发全产业链覆盖

全产业链布局战略

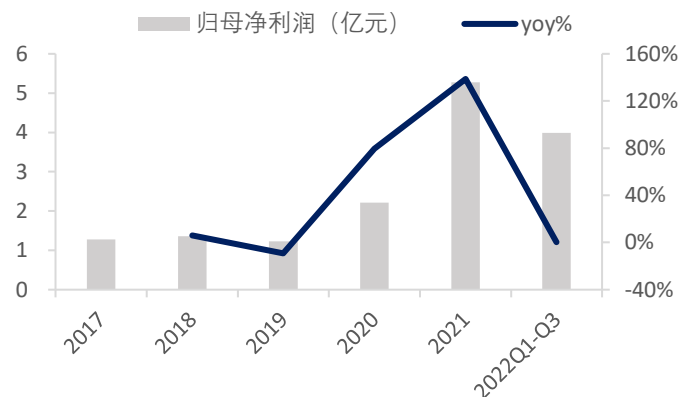


- **公司业绩增速稳健。**2021年，公司实现营收120.9亿元（同比+21.9%），归母净利润5.3亿元（同比+138.6%），主要系公司紧抓市场回暖与进口替代契机，叠加规模效应下费用摊薄。2022Q1-Q3，受行业下行影响，公司营收99.7亿元（同比+2.9%），归母净利润3.99亿元（同比+0.2%）。
- **子公司株洲钻石为国内数控刀具领军企业。**公司数控刀片业务主要通过株洲钻石及自硬公司展开。2021年，株洲钻石数控刀片产量超1亿片，自硬公司约1000万片；2022年，两者均有1000万片的新增产能，公司数控刀片产能处于国内领先水平，积极扩产有望释放业绩弹性。

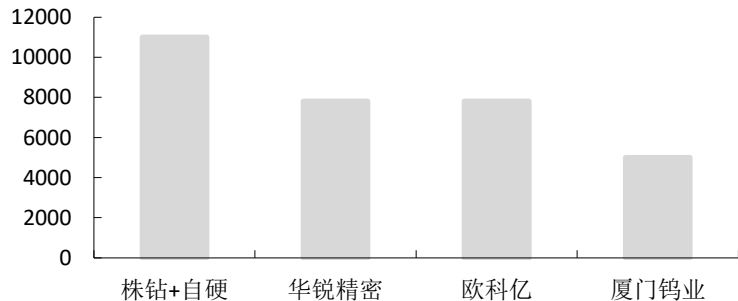
图：2017-2021年公司营收复合增速17%



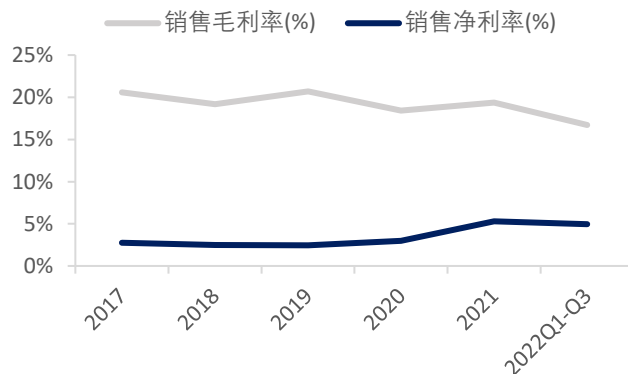
图：2017-2021年公司归母净利润复合增速42%



图：2021年株钻+自硬公司数控刀片产能国内领先
(单位：万片)



图：规模效应下公司销售净利率有所提升



- 公司具备以下看点：（1）子公司株洲钻石迎来国产替代机遇：在疫情、贸易摩擦等大背景下，国产刀具厂商迎来国产替代机遇。（2）子公司金洲精工微钻制造技术全球领先，公司积极扩产将进一步释放产能弹性。（3）公司积极布局光伏钨丝领域，获得新的增长曲线。
- 根据Wind一致预测，2022-2024年公司归母净利润分别为6/9/11亿元，同比增长16%/41%/26%。

表：中钨高新2022-2024年盈利预测（截至2023/3/24）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,919	12,094	13,313	14,928	16,546
同比（%）	23%	22%	10%	12%	11%
归母净利润（百万元）	221	528	614	865	1,091
同比（%）	79%	139%	16%	41%	26%
PE	34.6	32.7	23.1	16.4	13.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

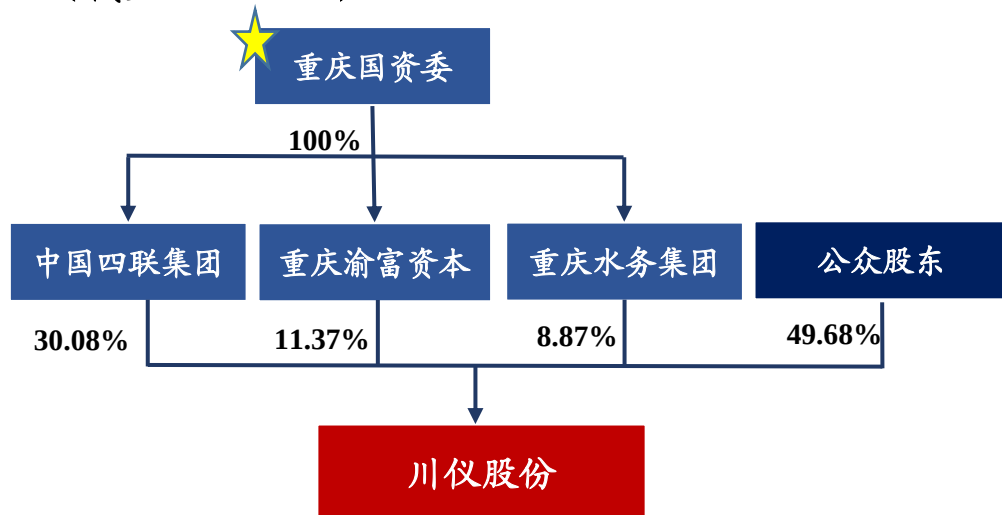
2023/3/24		市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE				2021-2024 归母净利润 CAGR
代码	公司		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
688059.SH	华锐精密	59.3	1.6	1.7	2.5	3.5	43	43	23	17	29.2%
688308.SH	欧科亿	71.3	2.2	2.4	3.5	4.5	32	35	21	16	26.5%
600549.SH	厦门钨业	294.3	11.8	14.6	23.1	28.8	27	19	13	10	34.6%
	平均							32	19	14	
000657.SZ	中钨高新	141.8	5.3	6.1	8.6	10.9	33	23	16	13	27.4%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

- 风险提示：国产替代进展不及预期，产能扩张不及预期，人民币汇率波动

- 川仪股份是全国三大仪器仪表基地之一。公司成立于1999年，主营业务涵盖所有类型流程工业自动化仪表。2008年完成股改并引入日本横河电机，2014年再次上市。董事长吴朋任中国仪器仪表学会常务理事，曾获科工委和机械部科技进步奖，承担国内外科研及工程项目100余项；总经理吴正国为工学硕士和高级工程师，从业33年。
- 公司主营涵盖所有类型流程工业自动化仪表。其中，2021年工业自动化仪表及装置占据营收的85%，八大产品主营包括控制系统、控制阀及附件、智能变送器、温度仪表等，同时提供系统集成及总包服务。2021年复合材料业务占营收的11%，包括精密合金材料、贵金属材料等。截止2021年底累计建成35条智能生产线、5个数字化车间、2所智能工厂，解决“多品种、小批量、定制化”的生产瓶颈。

图：公司实控人为重庆国资委，持股比例 50.32%。
(截至2022/09/30)



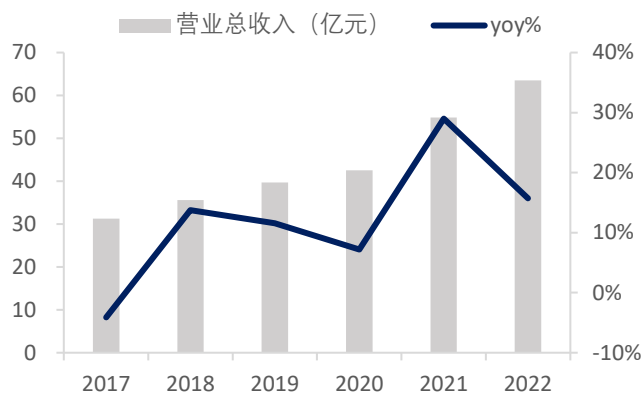
图：川仪股份产品矩阵（简览）



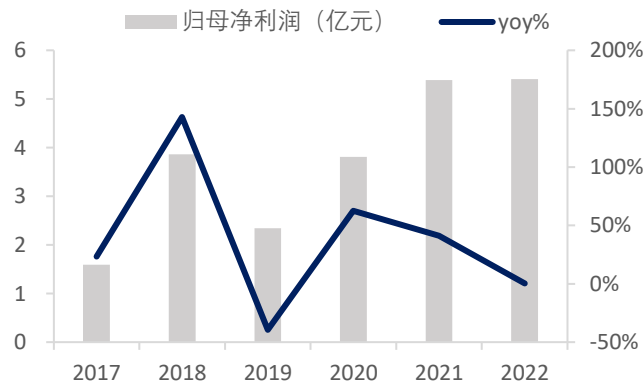
数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **公司业绩增速稳健。**根据业绩快报，2022年公司实现营收63.5亿元（同比+15.7%），归母净利润5.41亿元（同比+0.4%），在行业景气度较低时营收仍然取得双位数增长。
- **2022年10月，公司首次发布股权激励目标。**财务指标上，2023/2024/2025净资产收益率不低于13.6%/13.8%/14.0%且不低于同行业上市公司平均水平或对标公司75%分位水平。研发上，2023/2024/2025研发支出均不能低于营收的7%。本次股权激励计划拟授予对象564人，彰显了公司对于未来发展的信心。

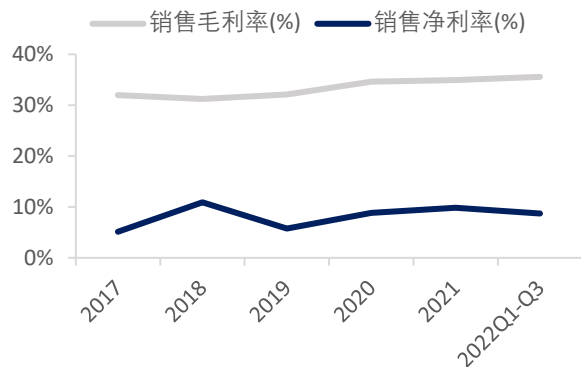
图： 2017-2022年公司营收复合增速15%



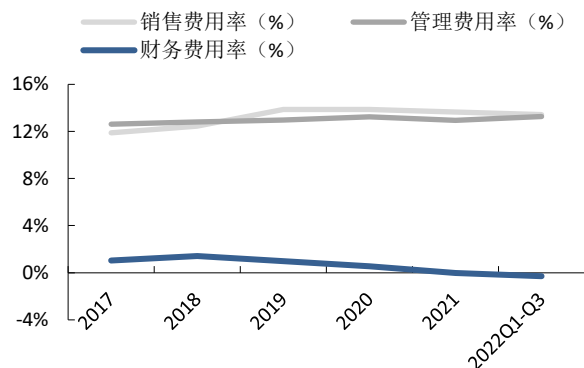
图： 2017-2022年公司归母净利润复合增速28%



图： 公司销售毛利率/净利率保持稳定



图： 公司期间费用率保持稳定



- 公司具备以下看点：（1）受益于下游需求释放：根据工信部石化化工指导文件，十四五期间将新建30个智能制造示范工厂，50家智慧化工示范园区，下游需求良好；（2）进口替代加速：根据工信部指导文件，石化、煤化工等重点领域企业主要生产装置自控率达到95%以上，公司作为国内自动化仪表龙头将充分受益。
- 根据Wind一致预测，2023-2024年公司归母净利润分别为6.6/8.0亿元，同比增长23%/21%。

表：川仪股份2023-2024年盈利预测（截至2023/3/24）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,253	5,487	6,350	7,620	9,144
同比（%）	7%	29%	16%	39%	20%
归母净利润（百万元）	381	539	541	662	800
同比（%）	63%	41%	0.4%	23%	21%
PE	11.7	15.5	22.9	21.2	17.6

数据来源：Wind，东吴证券研究所（2022年数据来自业绩快报，盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

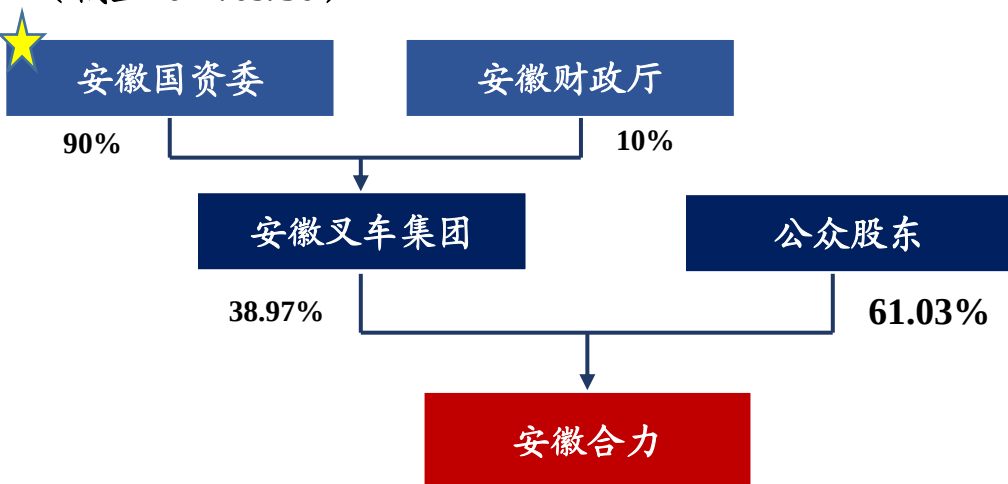
2023/3/24		市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE				2021-2024 CAGR
代码	公司		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
603699.SH	纽威股份	95.4	3.8	4.7	5.8	7.4	22	20	17	13	25.2%
300470.SZ	中密控股	86.9	2.9	3.4	4.3	5.2	32	26	20	17	22.1%
002430.SZ	杭氧股份	334.7	11.9	15.7	18.4	22.8	24	21	18	15	24.1%
	平均							22	18	15	
603100.SH	川仪股份	140.3	5.4	5.4	6.6	8.0	16	23	21	18	14.1%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测；川仪股份2022年归母净利润来自业绩快报，其他为预测值）

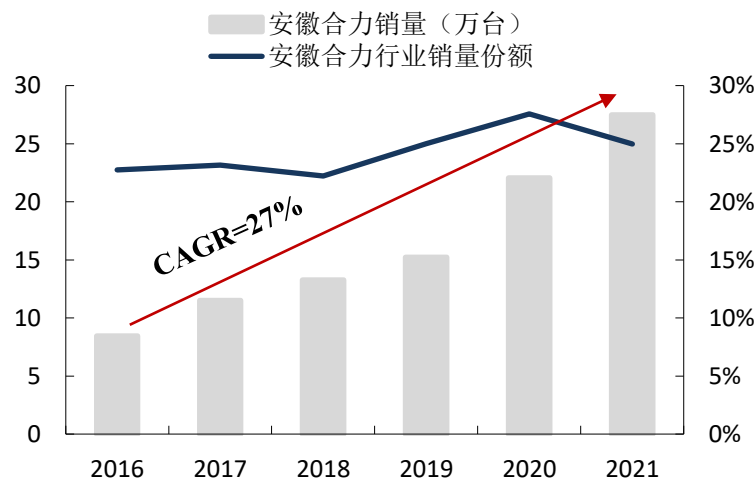
- 风险提示：下游需求不及预期，高端产品放量不及预期，市场竞争加剧风险

- 安徽合力是国内最大的叉车制造企业。公司成立于1958年，实控人为安徽国资委，主营叉车及其关键零部件，并战略布局智慧物流（AGV）、智能服务与工业物联网。
- 海内外龙头地位稳固。2016-2021年合力国内市场地位稳中有升，销量份额自21%提升至25%，全球地位维持稳定，稳居全球工业车辆制造商排行榜第七位。

图：公司实控人为安徽国资委，持股比例 35%
（截至2022/09/30）

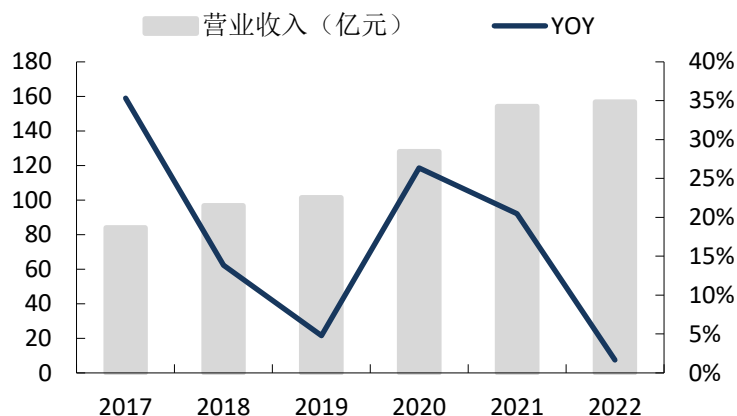


图：2016-2021年公司国内销量份额从21%提升至25%

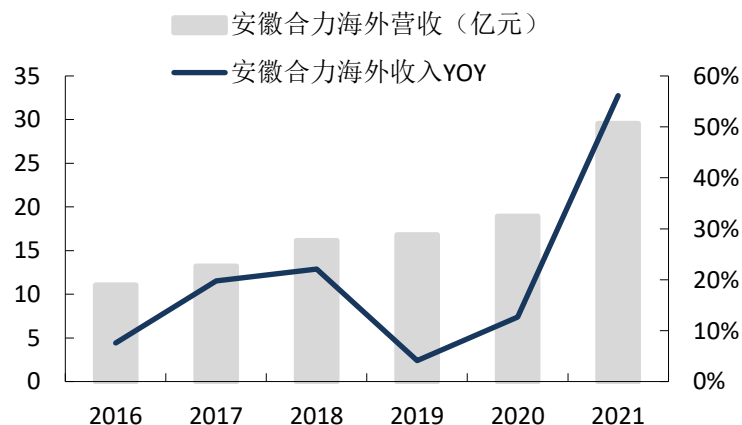


- **公司业绩增速稳健。**公司营收随国内叉车行业发展稳健增长，利润率随电动化有望提升。根据业绩快报，2022年公司实现营收157亿元，同比增长2%，归母净利润9亿元，同比增长43%。
- **海外市场成为新增长点。**国产叉车布局锂电产品具备产业链优势，行业锂电化助力公司海外弯道超车，加上公司海外渠道建设逐步完善，2021年公司海外收入迎拐点。2021年公司实现海外营收30亿元，同比增长56%，2022上半年延续高增态势，同比增长68%。

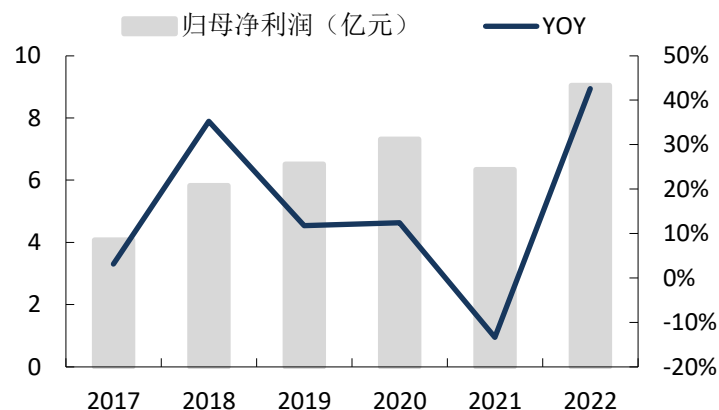
图：2017-2022年公司营收复合增速13%



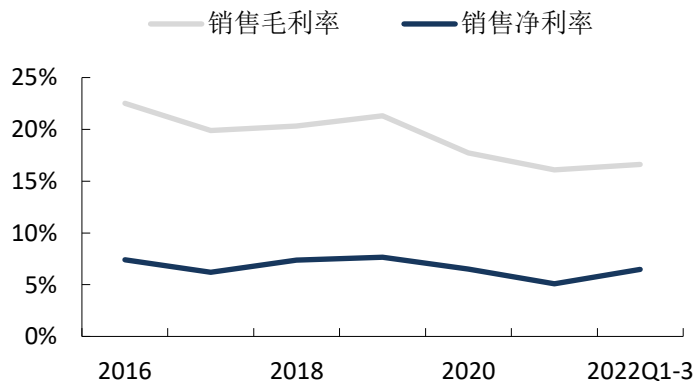
图：2021年公司迎出口增速拐点，同比增长56%



图：2017-2022年公司归母净利润复合增速17%



图：公司盈利能力稳中有升



- 公司具备以下看点：（1）复盘历史，可以发现叉车销量与制造业、交运物流业景气度关联度较强，公司充分受益于2023年下游景气触底回升。（2）高价值量平衡车锂电化将带动产业规模提升，且锂电化有利于国产叉车厂出海，外销成长空间大。（3）外销毛利率、电动产品毛利率更高，海外收入+电动化产品占比提升优化公司业务结构，公司利润率仍有提升。
- 根据Wind一致预测，2022-2024年公司归母净利润分别为9/11/14亿元，同比增长43%/25%/23%。

表：安徽合力2023-2024年盈利预测（截至2023/3/24）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12,797	15,417	15,673	18,372	21,216
同比	26%	20%	2%	17%	15%
归母净利润（百万元）	732	634	904	1,130	1,394
同比	12%	-13%	43%	25%	23%
PE	19	22	15	12	10

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

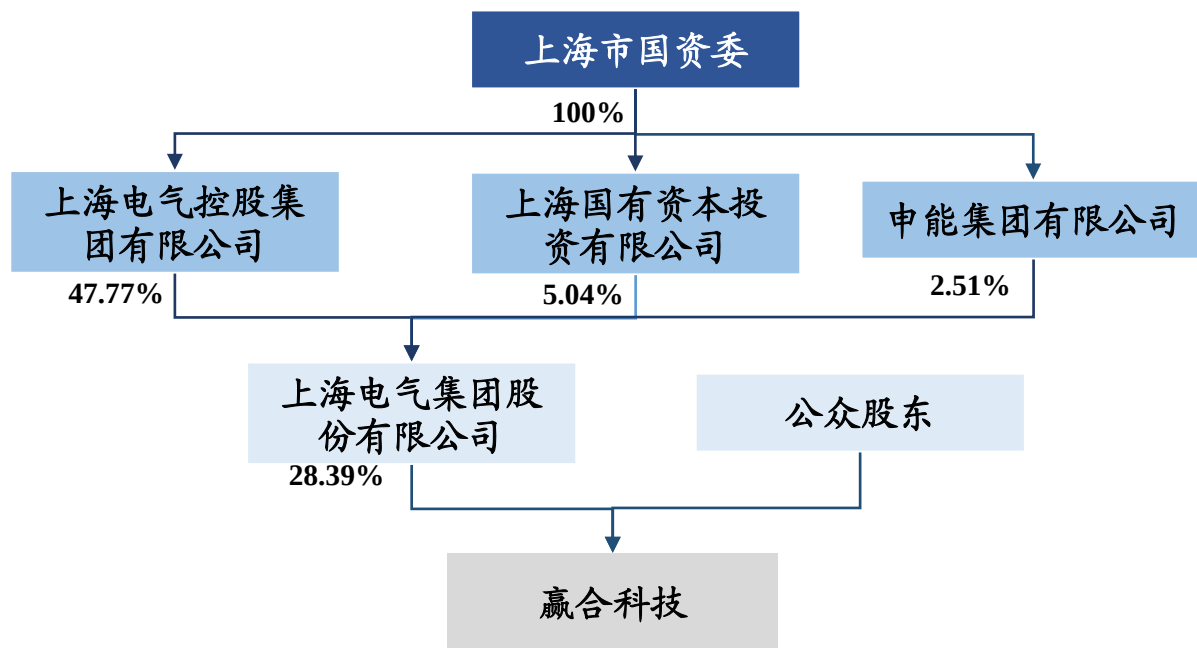
2023/3/24		市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE				2021-2024 归母净利润CAGR
代码	公司		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
603298.SH	杭叉集团	172.4	9.1	10.1	12.2	14.6	19	17	14	12	17%
603611.SH	诺力股份	56.9	3.0	3.9	4.8	6.9	19	14	12	8	32%
	平均							16	13	10	
600761.SH	安徽合力	136.9	6.3	9.0	11.3	13.9	22	15	12	10	30%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

- 风险提示：市场竞争加剧，原材料价格波动，宏观经济波动，汇率波动风险

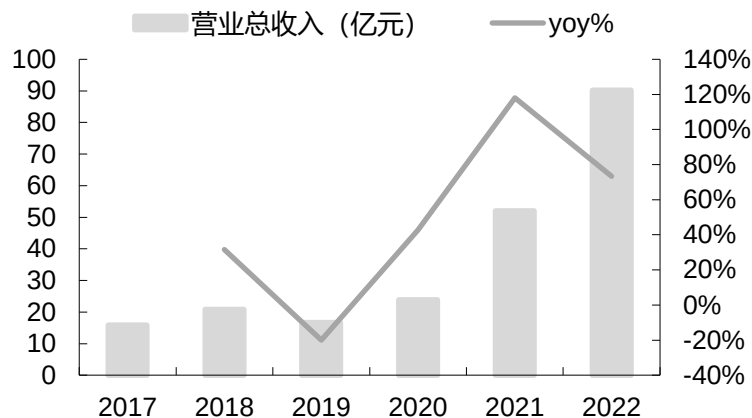
- 控股股东为国企上海电气。公司成立于2006年，2015年深圳创业板上市，2016年全资收购雅康精密，2019年国有企业上海电气集团股份有限公司战略入股赢合科技，持股28.39%成为公司的控股股东。
- 国内锂电设备龙头企业，产品集中在前中道设备。公司前后推出了全自动叠片机、涂布机、辊压机、分条机、全自动圆柱制片卷绕一体机等产品，产品主要集中在前中道，下游客户包括
- 叠片机有望受益于软包&长薄方形电芯发展实现放量：随着软包电池和方形电池长薄化发展，叠片技术路线快速发展，2019年赢合科技与德国叠片机厂商Manz达成战略合作，推出叠片机、切叠一体机等产品，有望受益于叠片工艺渗透率提升。
- 推出股权激励计划，提高团队凝聚力。2022年公司发布股权激励计划，授予的激励对象包括高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干等不超过411人，考核指标包括营业收入、归母净利润、发明专利、实用新型专利和软件著作权数量等，一方面增强团队凝聚力，另一方面推动公司经营业绩发展和技术创新。

◆ 图：公司控股股东为上海电气，持股比例28.4%（截至2022/12/31）

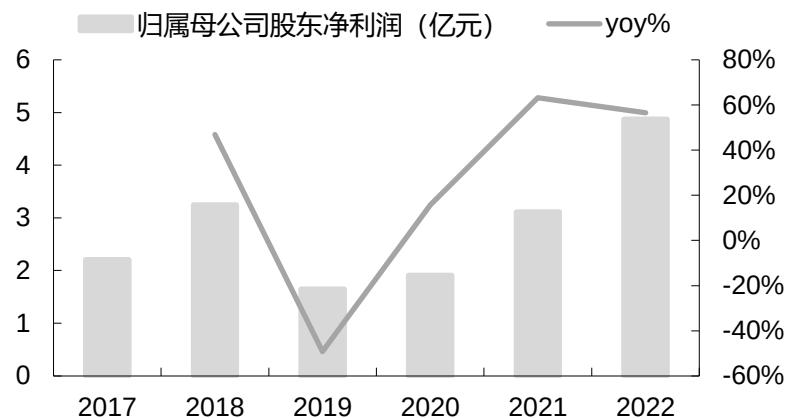


- 公司业绩稳步增长。2017-2022年营收由15.9亿元增长至90.2亿元，复合增速为42%；归母净利润由2.21亿元增长至4.87亿元，复合增速为17%。
- 海外市场拓展有望提升盈利能力。2017-2022年公司订单以低毛利的前段产品居多，且2022年受到原材料价格及人工成本影响，公司毛利率、净利率承压，未来随着海外客户开拓有望提升盈利能力，2022年7月公司成功中标德国大众亿级订单，还获得欧洲电池厂ACC再次的合作机会。

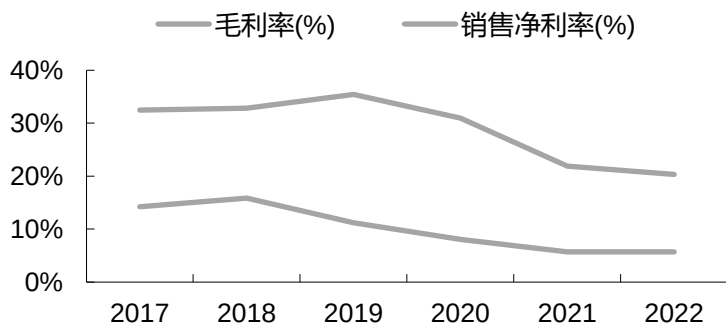
◆ 图：2017-2022年公司营收复合增速42%



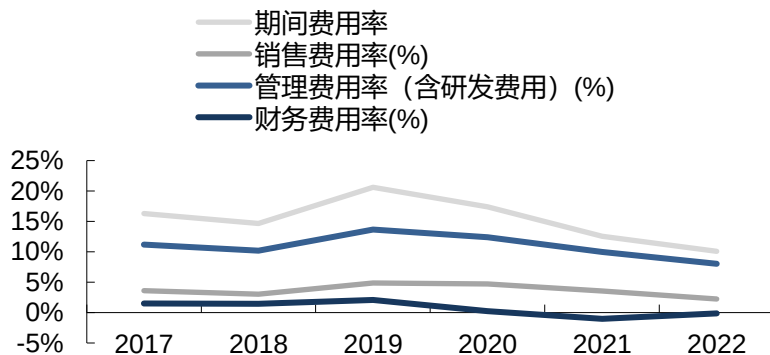
◆ 图：2017-2022年公司归母净利润复合增速17%



◆ 图：2017-2022年以低毛利的前道设备订单为主，公司盈利能力承压



◆ 图：2017-2022年公司期间费用率较为稳定



- 根据 Wind 一致预测，2023-2025 年公司归母净利润分别为 8.6/12.5/14.3 亿元，同比增长 77%/44%/15%。

◆ 图：公司盈利预测（Wind一致预期，截至2023/3/30）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	52.02	90.20	114.41	140.37	149.29
同比（%）	118%	73%	27%	23%	6%
归母净利润（亿元）	3.11	4.87	8.63	12.46	14.27
同比（%）	63%	57%	77%	44%	15%
PE	39	25	14	10	9

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

◆ 表：可比公司估值表（截至2023/3/30）

股票代码	公司	市值	股价	归母净利润（亿元）				PE			
		（亿元）	（元）	2021A	2022A/E	2023E	2024E	2021A	2022A/E	2023E	2024E
300450.SZ	先导智能	618.32	39.48	15.85	26.15	34.01	40.70	39	24	18	15
688006.SH	杭可科技	196.19	45.50	2.35	5.01	7.57	9.85	83	39	26	20
688499.SH	利元亨	114.42	129.58	2.12	4.71	7.18	12.18	54	24	16	9
300457.SZ	赢合科技	121.85	18.76	3.114	4.87	8.63	12.46	39	25	14	10
688559.SH	海目星	99.96	49.55	1.09	3.82	7.84	11.56	92	26	13	9
688518.SH	联赢激光	103.62	30.72	0.92	2.84	6.23	9.19	113	36	17	11
300382.SZ	斯莱克	94.42	15.07	1.07	2.29	3.50	5.22	88	41	27	18
688155.SH	先惠技术	41.71	54.40	0.70	1.97	3.15	4.70	60	21	13	9
002957.SZ	科瑞技术	77.18	18.79	0.35	2.89	3.93	5.01	220	27	20	15
688022.SH	瀚川智能	65.12	60.00	0.61	1.53	2.49	4.05	107	43	26	16
688700.SH	东威科技	138.40	94.02	1.61	2.39	3.90	5.63	86	58	35	25
603800.SH	道森股份	56.91	27.36	-0.36	1.08	2.07	3.24		53	27	18
	平均							89	35	21	15

注：先导智能、杭可科技、利元亨、联赢激光、先惠技术、瀚川智能、东威科技、道森股份为东吴预测，其余为wind一致预期

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- 风险提示：市场竞争加剧，下游扩产不及预期。

- 国内计量及可靠性检测龙头，多元化战略持续推进。广电计量成立于2002年，广州无线电集团有限公司持股36.72%，为公司控股股东，实控人为广州市国资委。公司在计量校准、可靠性与环境试验、电测兼容检测处于国内领先水平，能够提供“一站式”检测服务，特殊行业试验业务优势明显。

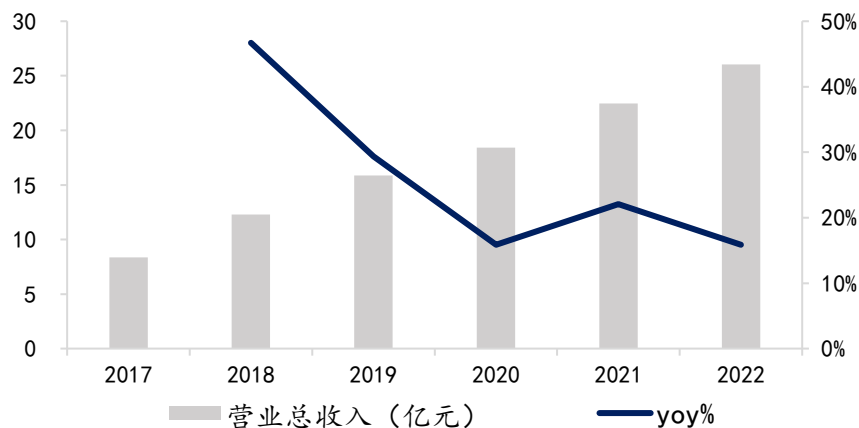
表：广电计量业务矩阵

业务板块	业务细分	服务内容	下游客户	2021年收入占比	2021年毛利率
计量业务	-	按照计量检定规程/校准规范，对仪器仪表进行计量操作，确认仪器仪表精确程度	军工、汽车、轨道交通、通信、电子电器、食品药品、石油化工、医疗卫生、检测实验室等	22%	39%
检测服务	可靠性与环境实验	检测产品在规定的寿命期间且在预期的使用、运输或贮存的所有环境下其功能的可靠性	军工、航空航天、汽车、轨道交通、船舶工业、电子电器、通信、物联网等	29%	41%
	电磁兼容检测	评价设备或系统电磁兼容性水平	军工、汽车、航空航天、轨道交通等	11%	
	环保检测	测定环境中污染物的性质、浓度，观察、分析其变化及对环境的影响并出具检测数据与结果，为委托方决策提供依据	农业系统、环保系统、卫生系统、住建系统、海洋渔政系统等	5%	
	食品检测	按照国家指标来检测食品中的有害物质，为食品安全提供基础技术支撑和决策依据	食药系统、农业系统、林业系统、畜牧系统、渔业系统、食品相关企业等	8%	
	化学分析	对产品全生命周期各个阶段中的有毒、有害物质或元素进行检测，严格控制其含量，尽早发现质量问题并制定解决方案	汽车、轨道交通、电子电器、船舶等	7%	
EHS 评价咨询	安全评价	运用科学方法和专业技术，对建设项目存在的安全、环境、职业卫生等问题依据评价导则等标准进行评价并出具报告，从而评定是否达到国家法律法规和行业标准的要求	政府、园区、企业	11%	50%
	EHS 评价咨询				
	环境影响评价				

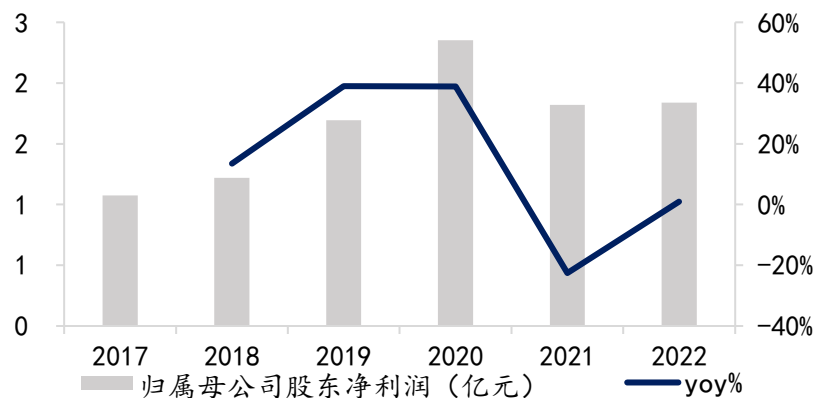
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- 2022年计量服务受疫情影响较大，业绩有望恢复性增长。2022年经营短期受到疫情冲击，订单落地推迟，经营成本上行。
- 中长期看，公司的两大下游军工、新能源车检测需求持续，随疫情影响减弱，北京、上海、武汉等地实验室扩建项目产能逐步落地，业绩有望恢复增长。

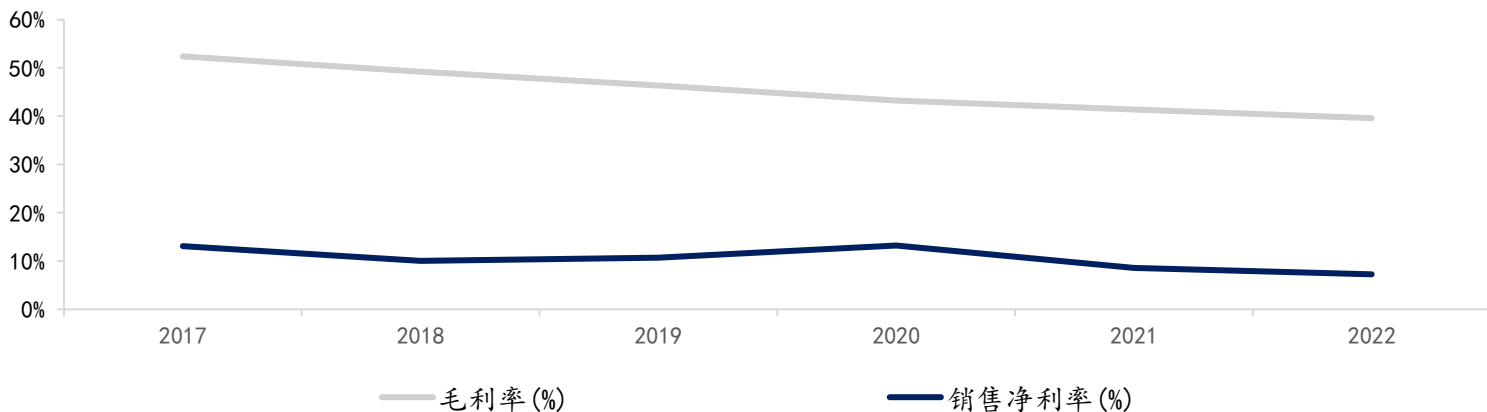
图：2022年公司实现营业收入26亿元，同比增长16%



图：2022年公司实现归母净利润1.8亿元，同比增长1%



图：盈利能力短期承压，具备较大修复弹性



- 我们预计公司2023-2024年归母净利润为3.69/5.09亿元，当前市值对应PE为31/23倍，维持“增持”评级。

表：广电计量2022-2024年盈利预测（截至2023/3/30）

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,840	2,247	2,604	3,554	4,452
同比	16%	22%	16%	36%	25%
归母净利润（百万元）	235	182	184	369	509
同比	39%	-23%	1%	101%	38%
PE	49	63	62	31	23

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

表：可比公司估值表

2023/3/30	公司	市值	归母净利润（亿元）				PE				2021-2024 归母净利润CAGR
代码		（亿元）	2021	2022A/E	2023E	2024E	2021	2022A/E	2023E	2024E	
300012.SZ	华测检测	345.8	7.5	9.4	11.4	14.2	46	37	30	24	24%
300416.SZ	苏试试验	109.3	1.9	2.7	3.6	4.7	58	41	30	23	36%
300887.SZ	谱尼测试	104.7	2.2	3.1	4.0	5.3	48	34	26	20	34%
	平均							37	29	22	
002967.SZ	广电计量	115.1	1.8	1.8	3.7	5.1	63	62	31	23	41%

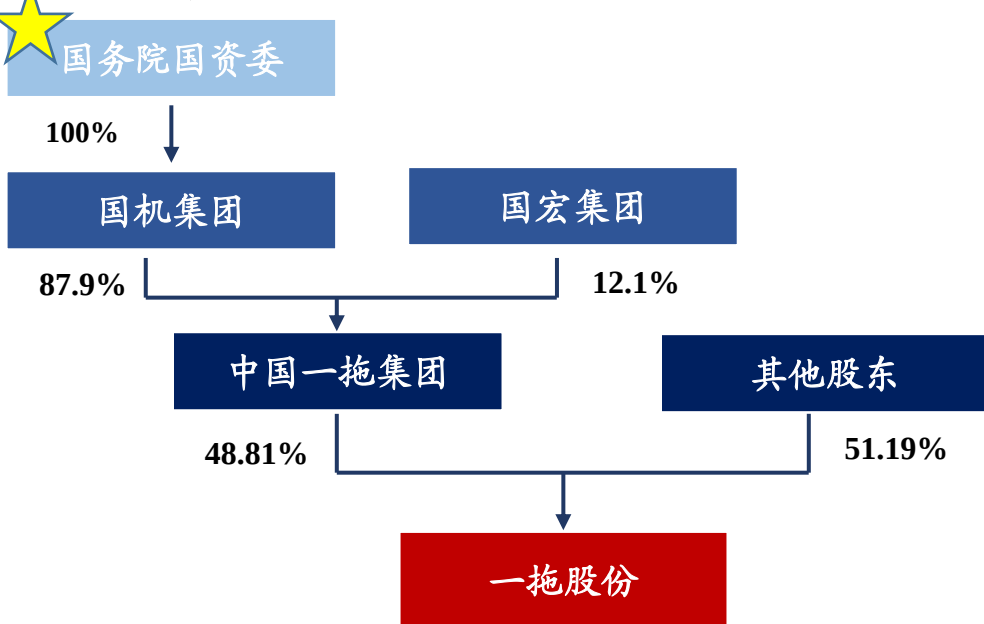
数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

- 风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；并购整合不及预期

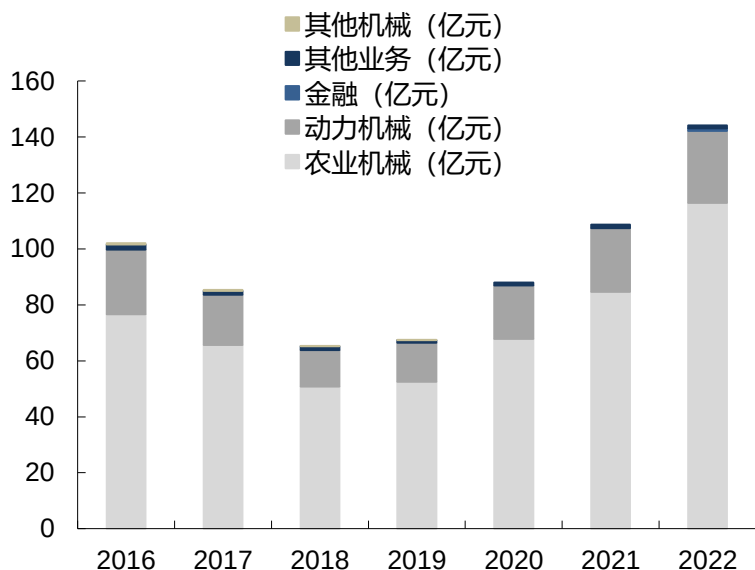
一拖股份：农业机械行业龙头，核心竞争力稳步提升

- 一拖股份是中国农机行业的特大型企业。公司创建于 1955 年，实控人为国务院国资委，是我国“一五”期间兴建的156个国家重点项目之一，公司主导产品涵盖“东方红”系列履带拖拉机、轮式拖拉机、柴油机等多个品类，一直保持国内大轮拖、非道路动力机械产品市场前列。
- 业务收入以农业机械为主。2022年农业机械营业收入占总营收的93%，动力机械业务稳步发展，公司将受益于国家全面推动粮食安全战略。

图：公司实控人为国务院国资委，持股比例42.9%（截至2022/12/31）



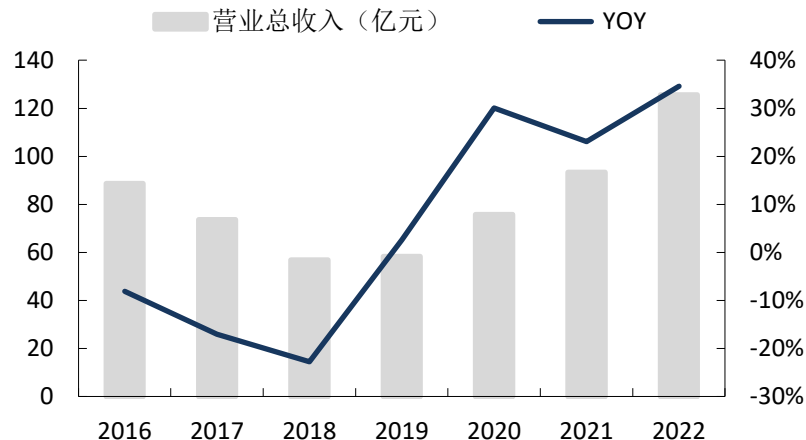
图：农业机械是公司主要业务收入



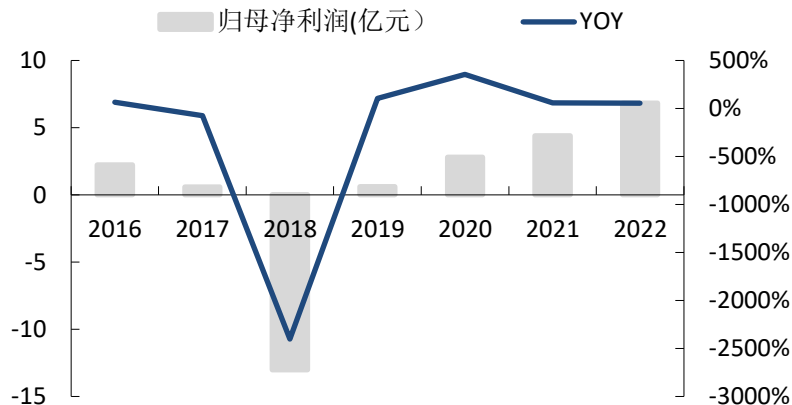
一拖股份：农业机械行业龙头，核心竞争力稳步提升

- 公司业绩大幅回升。公司营收随农机行业发展以及农机行业政策支持大幅改善。2022年公司实现营收125亿元，同比增长35%，归母净利润6.8亿元，同比增长55%。
- 海外营业收入增加。公司积极拓宽海外市场，2022年海外营业收入同比大幅增长61%。

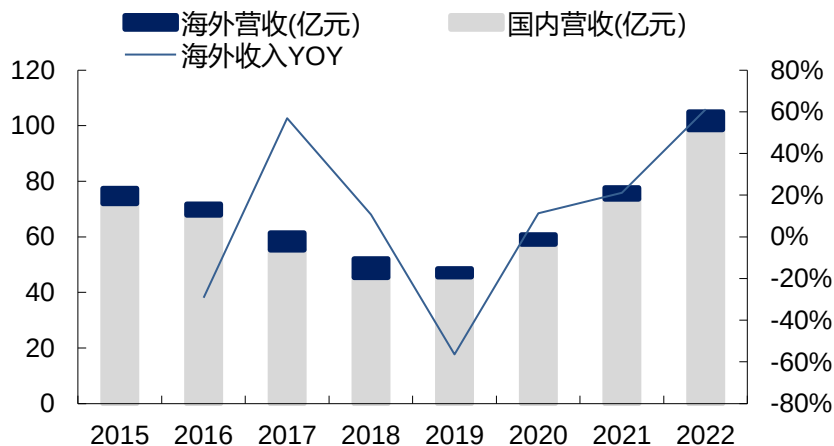
图： 2016-2022年公司营收复合增速5.1%



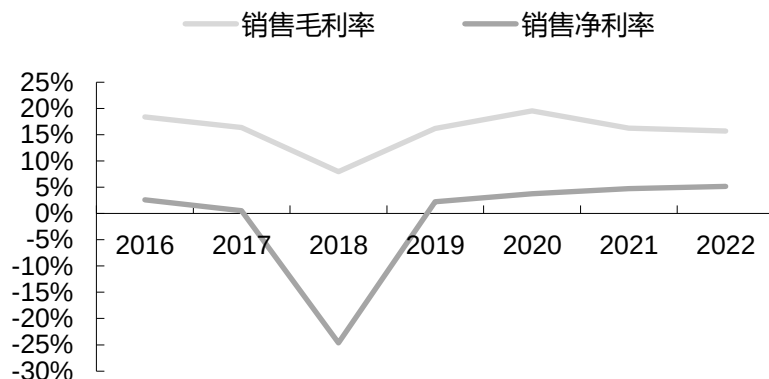
图： 2016-2022年公司归母净利润复合增速17.3%



图： 海外营收增加，2022年同比增长61%



图： 公司盈利能力保持稳定



- 根据Wind一致预测，公司2023-2025年归母净利润预计为8.11/10.30/14.29亿元，同比增长19%/27%/39%。

表：一拖股份盈利预测（截至2023/3/31）

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	92.09	124.55	122.67	142.27	187.84
同比	23%	35%	-2%	16%	32%
归属母公司净利润(亿元)	4.38	6.81	8.11	10.30	14.29
同比	56%	55%	19%	27%	39%
P/E（现价&最新股本摊薄）	28	18	15	12	9

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

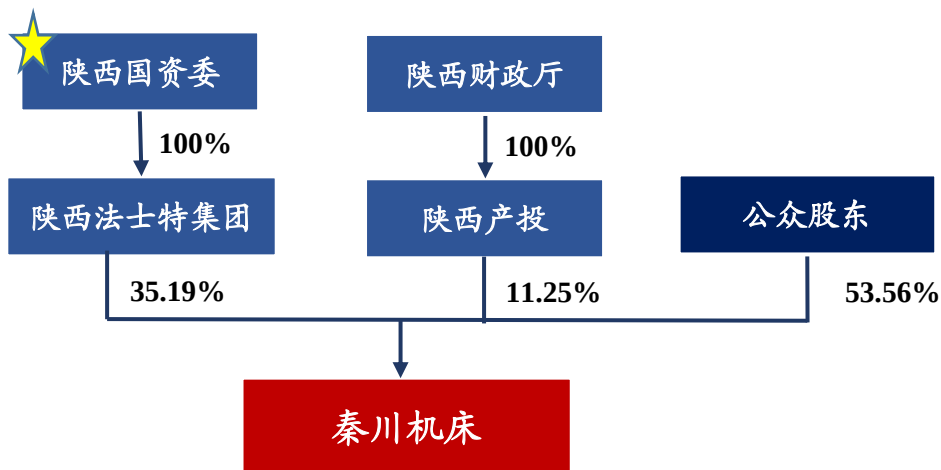
2023/3/31		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司				2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
000338.SZ	潍柴动力	CNY	12.27	1,070.75	92.54	49.05	69.27	86.82	12	22	15	12
000157.SZ	中联重科	CNY	6.17	535.43	62.70	23.06	33.48	43.57	9	23	16	12
平均									10	23	16	12
601038.SH	一拖股份	CNY	10.86	122	4.38	6.81	8.11	10.30	28	18	15	12

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（中联重科为东吴预测，其他为Wind一致预测）

- 风险提示：市场竞争加剧风险，宏观经济波动风险，公司海外市场经营风险

- 秦川机床是中国机床制造龙头企业。公司成立于1998年，主要产品包括机床主机，核心零部件和工业机器人。2019年底，法士特董事长严鉴铂兼任秦川机床董事长，开启改革历程。2020年法士特集团持股比例上升至35.19%，入主发挥协同效应，产业链上下游可以做到无缝对接。在公司改革背景下，秦川机床聚焦新“5221”战略规划，并于2020年扭亏为盈。
- 公司注重技术创新和海外市场拓展，被认定为国家级企业技术中心。主营产品包括机床类产品，机器人减速器、齿轮箱、液压件及液压系统、数控系统、智能机床等。据公司2021年年报披露，机床类产品约占收入50%，核心零部件约占收入30%，高端制造约占15%。

图：公司实控人为陕西国资委，持股比例 35.19%
(截至2022/09/30)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

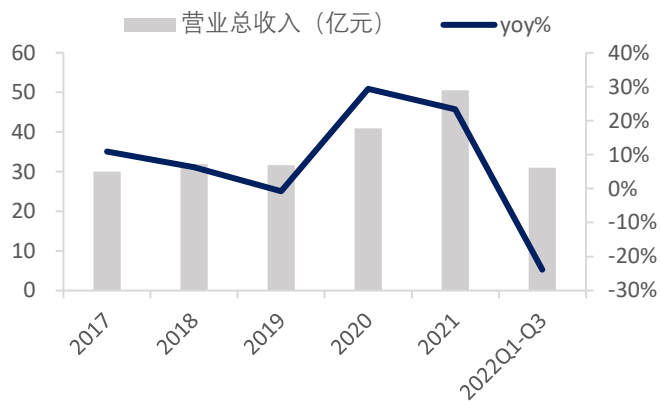
图：秦川机床产品矩阵（简览）



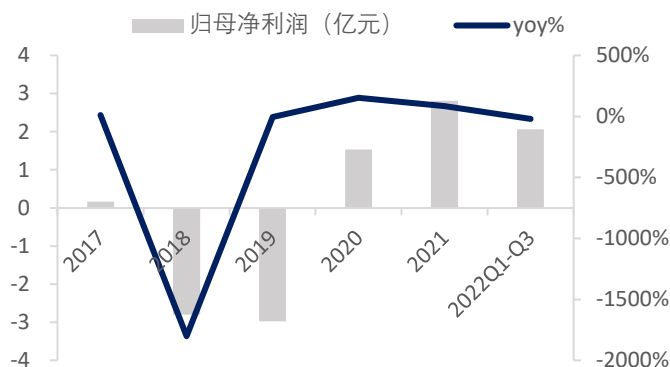
秦川机床：国产磨床机龙头，聚焦高端制造核心零部件

- **内部治理持续优化，2020年业绩出现拐点。**2018-2019年，机床行业景气度较低，叠加行业产品结构调整升级导致公司部分存货价值下降，公司计提大额减值准备。2020年，随着公司内部治理不断优化，公司营收恢复正增长，同时成功扭亏为盈。2022Q1-Q3，公司实现营收31.0亿元（同比-23.9%），归母净利润2.1亿元（同比-19.8%），主要系受到行业景气度较低影响。
- **公司坚持“主机带动，高端制造、核心零件强力支撑”战略。**2021年，公司主机板块营收24.3亿元，占总营收比例48.1%，零部件板块（以RV减速器为主）营收16.5亿元，占总营收比例32.7%。

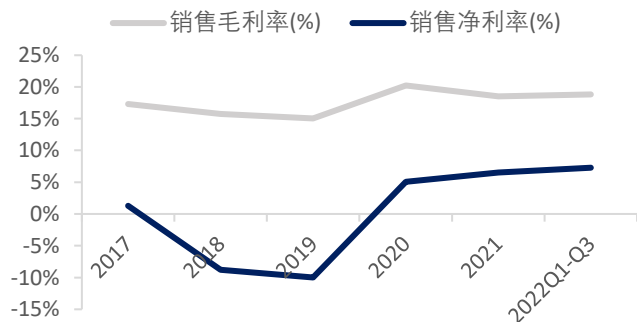
图：2017-2021年公司营收复合增速14%



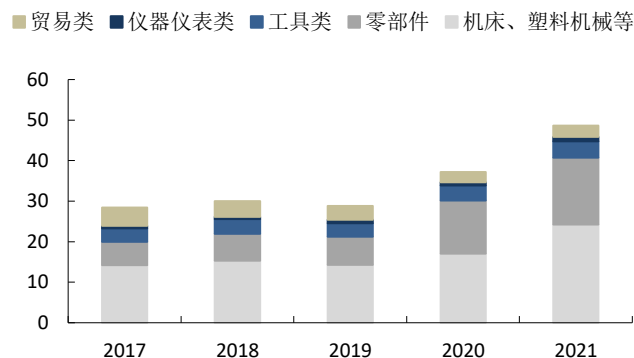
图：2017-2021年公司归母净利润复合增速103%



图：公司2020年以来销售毛利率/净利率保持稳定



图：公司坚持主机带动，核心零件强力支撑战略



- 公司具备以下看点：（1）2023年通用制造业处于复苏阶段：公司机床下游多为通用制造业，将受益于通用制造业复苏；（2）公司2022年进行第二次定增，拟定增不超过12.3亿元加码新能源车产业链配套，充分受益于新能源行业成长；（3）公司RV减速机进入量产阶段：公司RV减速机已经实现关键零件瓶颈工序的突破，批量供货于负载范围5-800kg的工业机器人
- 根据Wind一致预测，2022-2024年公司归母净利润分别为3/4/5亿元，同比增长-8%/45%/32%。

表：秦川机床2022-2024年盈利预测（截至2023/3/24）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,095	5,052	4,190	5,385	6,558
同比（%）	29%	23%	-17%	29%	22%
归母净利润（百万元）	153	281	258	373	493
同比（%）	-151%	84%	-8%	45%	32%
PE	31.5	32.4	38.9	26.9	20.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

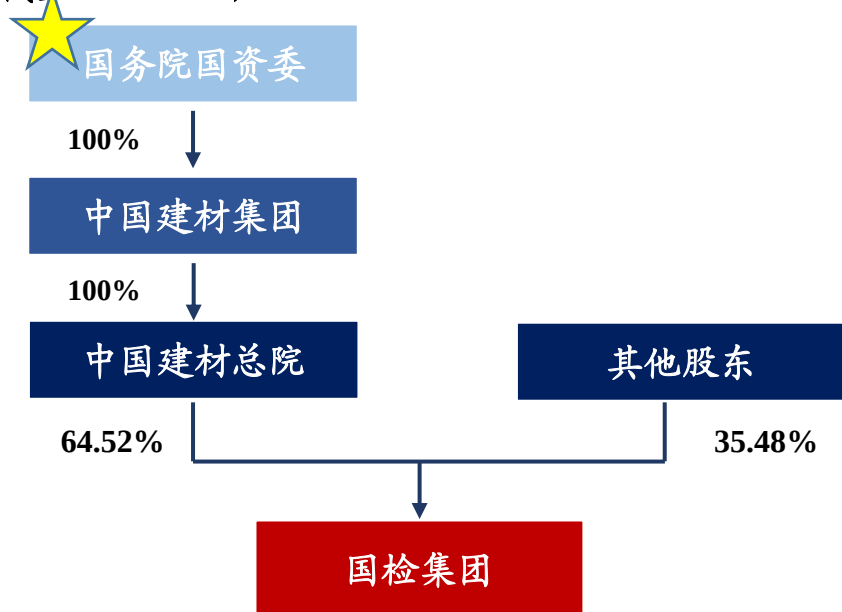
2023/3/24		市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE				2021-2024 归母净利润 CAGR
代码	公司		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
300083.SZ	创世纪	151.0	5.0	6.9	9.8	12.7	44	22	15	12	36.3%
601882.SH	海天精工	161.8	3.7	5.2	6.4	7.8	26	25	21	17	28.3%
688558.SH	国盛智科	50.0	2.0	1.9	2.6	3.2	30	24	19	16	17.1%
	平均							24	18	15	
000837.SZ	秦川机床	100.3	2.8	2.6	3.7	4.9	32	39	27	20	20.4%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

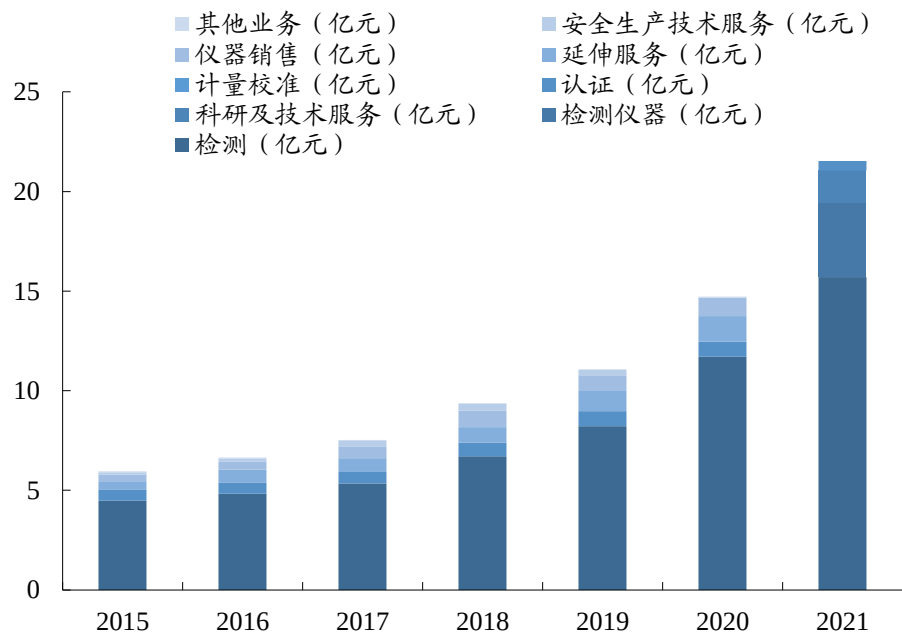
- 风险提示：市场竞争加剧风险，宏观经济波动风险

- 国检集团深耕建工建材检测领域。公司起源于20世纪50年代中国建材总院检验认证业务板块，成立于1984年，实控人为国务院国资委，截至2022/9/30国务院国资委持股64.5%，股权结构稳定。公司主营检验检测、认证评价、检测仪器及智能制造、计量校准、科研及技术服务五大业务平台。
- 核心主业稳步增长、新领域拓展顺利。检验检测业务为公司核心业务，2015-2021年期间核心主业稳步增长的同时积极拓展检测仪器业务等其他业务，公司向综合性检验机构发展继续提速。

图：公司实控人为国务院国资委，持股比例64.5%
(截至2022/9/30)

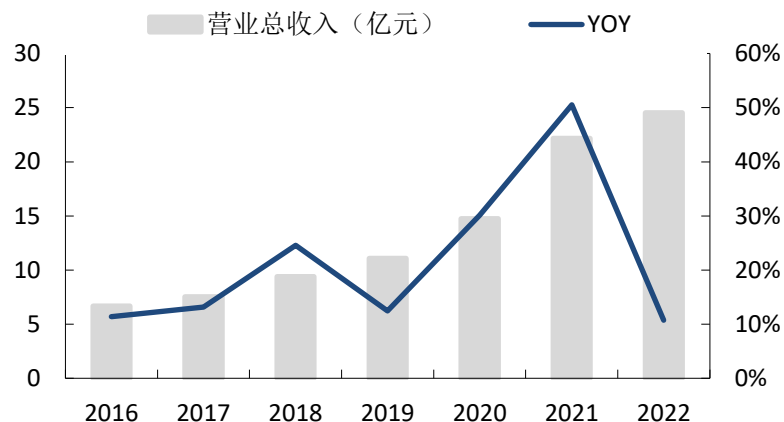


图：检验检测服务营收占比最大，综合性布局持续推进

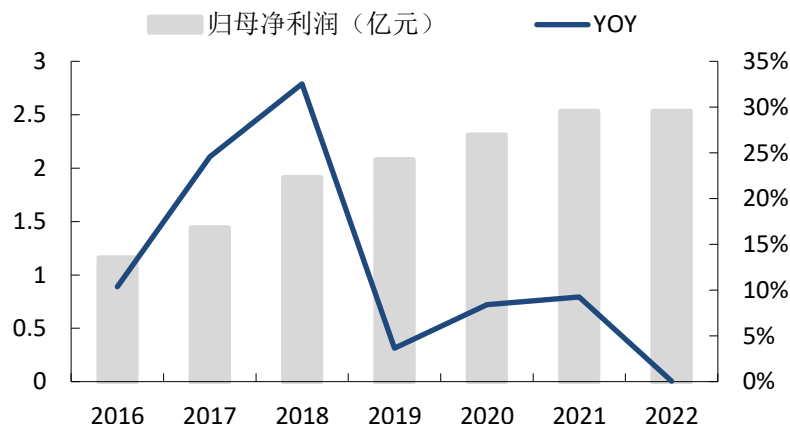


- 公司营收、归母净利润长期呈上升趋势。根据业绩快报，2022年公司实现营收24.5亿元，同比增长11%，归母净利润2.53亿元，同比增长0.05%。
- 公司盈利能力小幅下降。2015-2016年公司检测服务行业毛利率保持稳定，但公司营收受疫情和房地产行业下行影响，公司业绩短期承压。

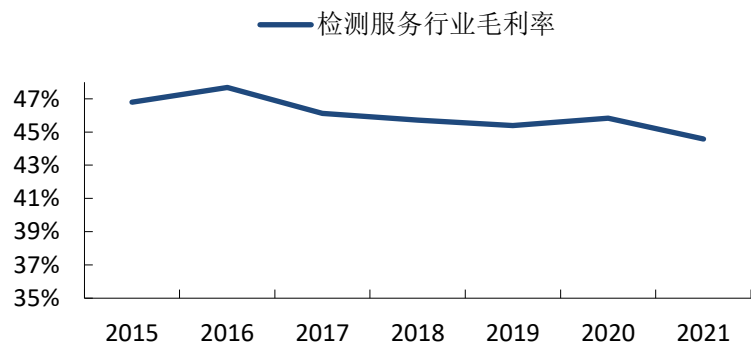
图：2016-2022年公司营收复合增速20.5%



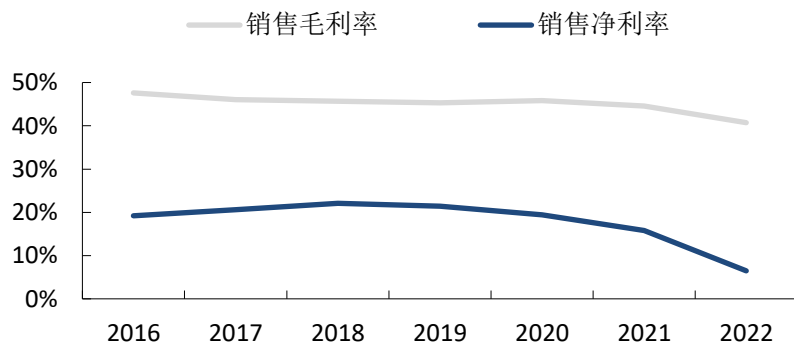
图：2016-2022年公司归母净利润复合增速11.8%



图：公司检测服务行业毛利率保持稳定



图：公司盈利能力小幅下降



- 根据Wind一致预测，2023-2024年公司归母净利润分别为3.50/4.33亿元，同比增长38%/24%。

表：国检集团2023-2024盈利预测（截至2023/3/28）

盈利预测与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(亿元)	14.73	22.17	24.54	32.60	39.73
同比	30%	51%	11%	33%	22%
归属母公司净利润(亿元)	2.31	2.53	2.53	3.50	4.33
同比	8%	9%	0%	38%	24%
P/E（现价&最新股本摊薄）	41	38	38	27	22

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

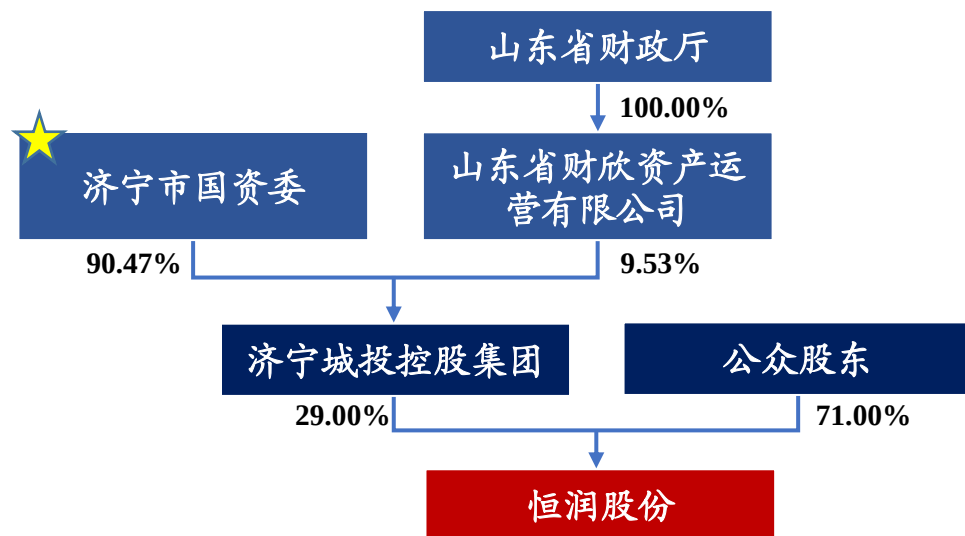
2023/3/28		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300012.SZ	华测检测	CNY	20.35	342.4	7.46	9.02	11.36	14.15	46	38	30	24
300887.SZ	谱尼测试	CNY	35.46	101.8	2.20	3.12	4.04	5.33	46	33	25	19
平均									46	35	28	22
603060.SH	国检集团	CNY	13.15	96	2.53	2.53	3.50	4.33	38	38	27	22

数据来源：Wind，东吴证券研究所（华测检测、谱尼测试盈利来自东吴预测，国检集团盈利来自Wind一致预测）

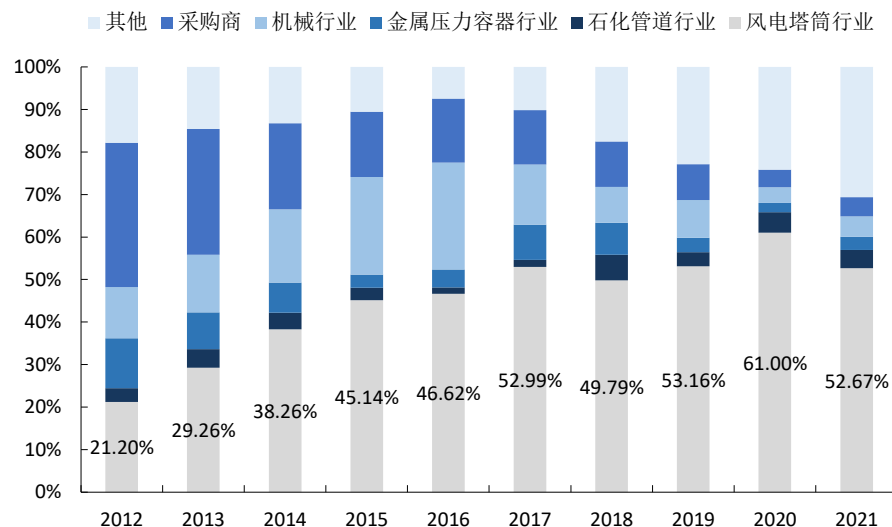
- 风险提示：宏观经济增速大幅波动；行业竞争加剧；收购进度及整合能力不及预期

- 恒润股份是全球风电塔筒法兰重要供应商。公司成立于2003年，实控人为山东省济宁市国资委，主营辗制环形锻件、锻制法兰及其他自由锻件、以及真空腔体及其配件等，产品广泛应用于风电、石化、金属压力容器、机械、船舶等行业。
- 风电塔筒行业为公司主要收入来源。受益风电行业需求快速提升，2012年以来公司对风电塔筒行业收入占比整体呈现上升趋势，2021年在总营收中的占比高达53%。

图：公司实控人为济宁市国资委，持股比例 26.24%
(截至2022/09/30)

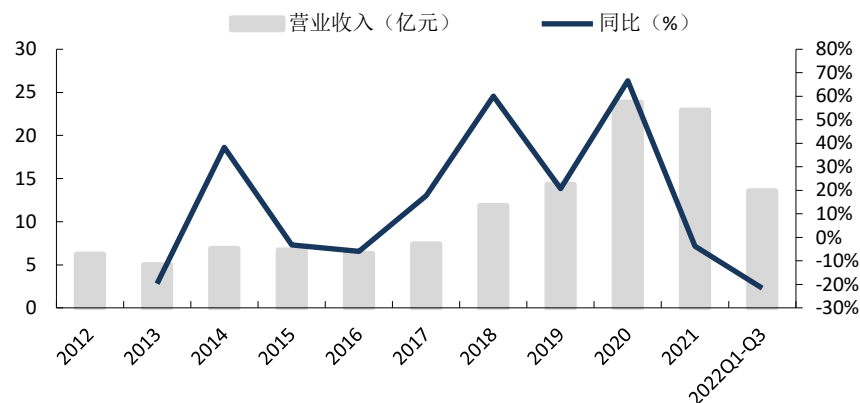


图：2021 年公司对风电塔筒行业收入占比达到 53%

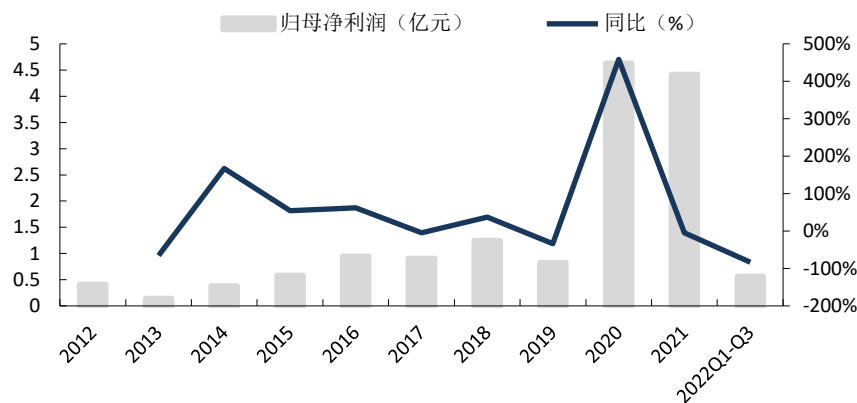


- 公司收入稳健增长。风电塔筒法兰业务驱动公司营收快速增长，2012-2021年公司营收CAGR为16%。受风电装机需求较弱影响，公司业绩短期承压，2022Q1-Q3营收13.57亿元，同比-22%。
- 公司盈利水平整体明显提升。2012-2021年公司销售净利率由6.62%提升至19.17%。短期来看，由于原材料成本处在高位以及风电需求疲软，2022Q1-Q3公司盈利水平有所下滑。展望未来，随着钢材价格回落缓解原材料成本端压力&风电市场需求回升，我们预计公司盈利水平有望快速修复。

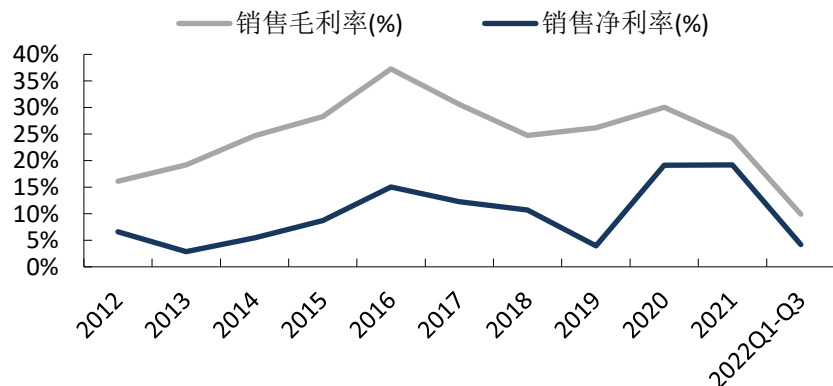
图：2012-2021 年公司营业收入 CAGR 为 16%



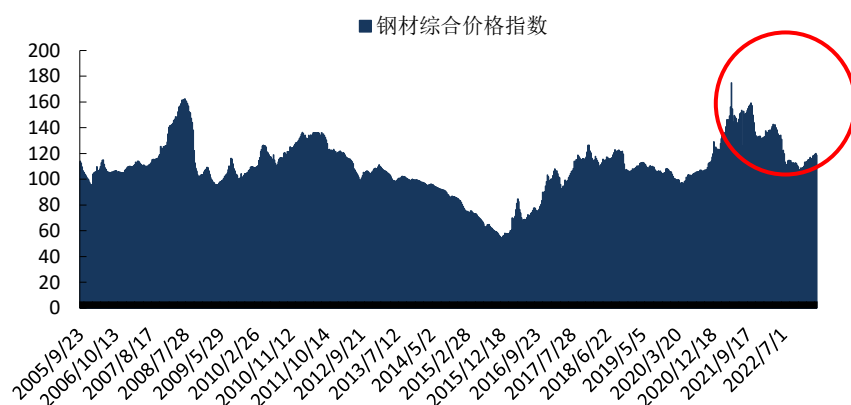
图：2012-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 30%



图：短期来看公司盈利能力有所下降



图：2022年下半年以来钢材价格呈现回落趋势



- 我们判断公司业绩增长可持续：（1）在风电行业内：①公司海上大功率法兰技术持续突破，9MW已经量产，2021年募投项目将生产能力扩充至12MW，达产年产值达到12.46亿元，夯实公司在风电法兰领域核心竞争力。②2021年募投加码风电轴承&齿轮项目，完善风电产业链布局，达产年产值分别为19.51和24.55亿元，进一步打开成长空间，其中轴承项目基建已基本完工，有望快速放量。（2）此外，公司产品还广泛应用于石化、金属压力容器、机械等行业，看好公司在产能放宽背景下，在其他领域市场份额快速提升。
- 我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为0.99/5.03/8.23亿元，同比增长-78%/+409%/+64%。

表：恒润股份2023-2024年盈利预测（截至2023/3/24）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,385	2,293	1,697	3,417	4,818
同比	67%	-4%	-26%	101%	41%
归母净利润（百万元）	463	442	99	503	823
同比	459%	-5%	-78%	409%	64%
PE	21	22	99	19	12

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

表：可比公司估值表（截至2023/3/24）

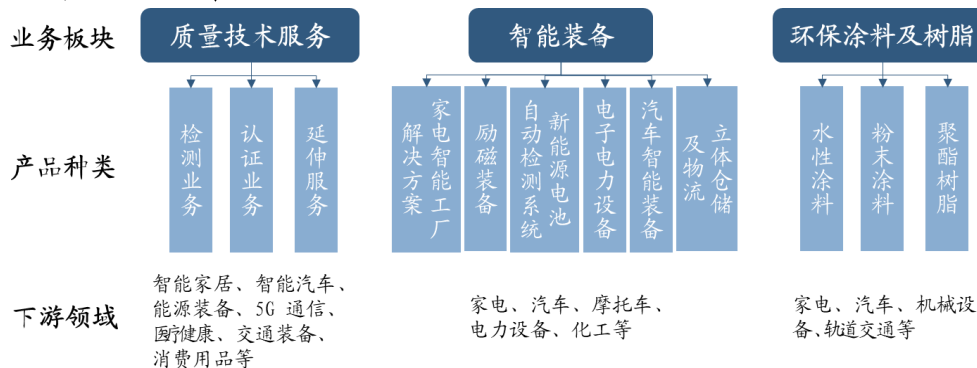
		股价	市值	归母净利润（亿元）				PE			
		（元）	（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300850.SZ	新强联	49.31	162.58	5.14	5.42	8.79	11.98	32	30	18	14
301155.SZ	海力风电	79.36	172.52	11.13	3.07	8.64	13.74	16	56	20	13
002531.SZ	天顺风能	13.79	248.57	13.10	6.60	17.71	24.30	19	38	14	10
可比公司平均值								22	41	18	12
603985.SH	恒润股份	22.15	97.65	4.42	0.99	5.03	8.23	22	99	19	12

数据来源：Wind，东吴证券研究所（新强联、恒润股份来自东吴证券研究所，其余来自Wind一致预测）

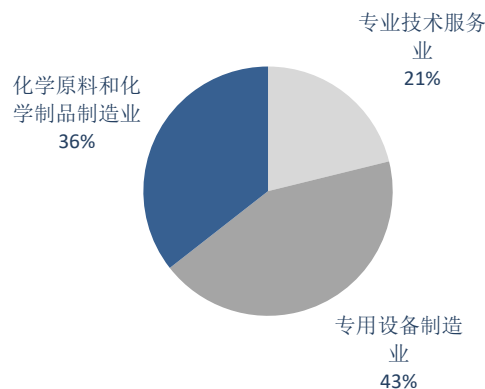
- 风险提示：风电行业装机量下滑，原材料价格上涨，市场竞争加剧等

- 中国电研是电子电器领域检测龙头。公司成立于1951年，实控人为国务院国资委，主营质量技术服务，智能装备和环保涂料与树脂，下游领域主要为家电、汽车行业。
- 细分行业龙头地位稳固。公司三大业务板块中质量技术服务方面持续扩张产能，智能装备实现技术突破，收入有望随家电行业和新能源汽车需求增长稳步上升；环保涂料与树脂业务随着原材料价格回落，利润率有望上升。

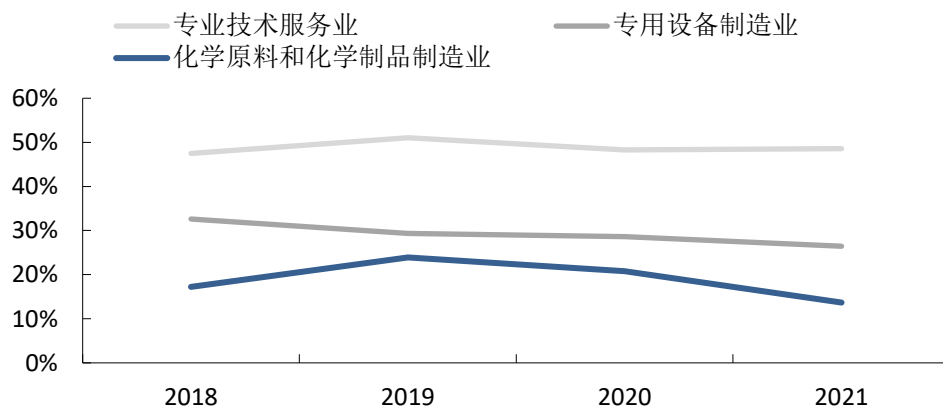
图：公司三大业务支柱以智能装备为首，下游领域聚焦家电、汽车行业



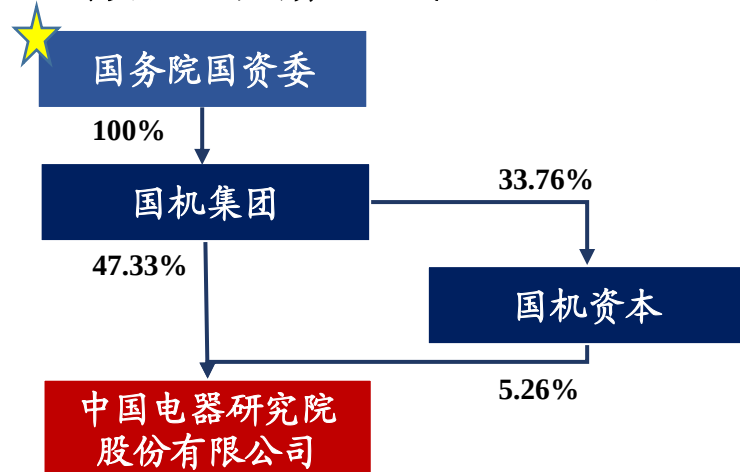
图：2021年设备制造营业收入占比最高



图：技术服务毛利率最高，化学制造业毛利率最低

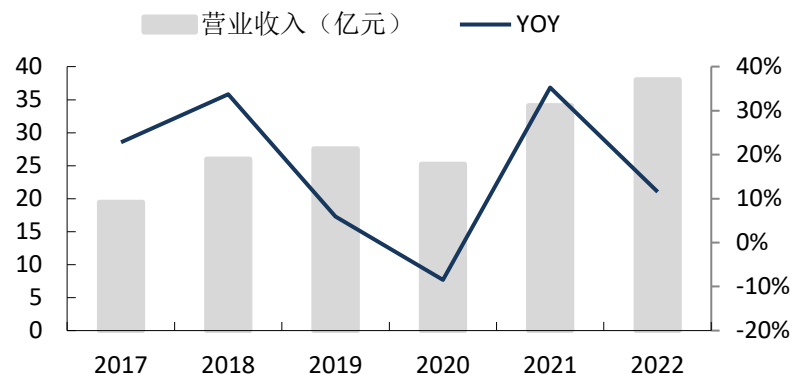


图：公司实控人为国务院（截至2022/09/30）

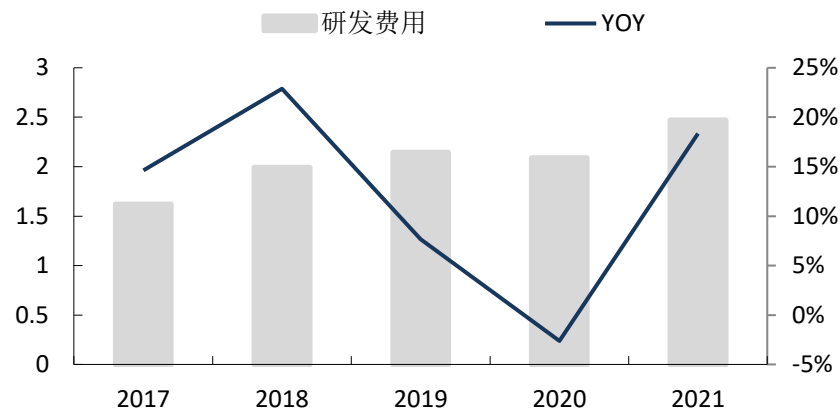


- **公司业绩增速稳健。**公司营收随下游行业需求拉动发展稳健增长，利润率随质量技术服务发展有望提升。根据业绩快报，2022年公司实现营收38亿元，同比增长11%，归母净利润3.5亿元，同比增长13%。
- **公司技术研发能力和创新能力领先，核心竞争力不断提升。**公司持续加强研发力度，每年研发投入在2亿元左右。2021年公司新增科技立项130项，取得重要科技成果11项。公司研发模式成熟，可以及时实施成果转化。公司核心技术已广泛应用于公司三大主营业务板块，

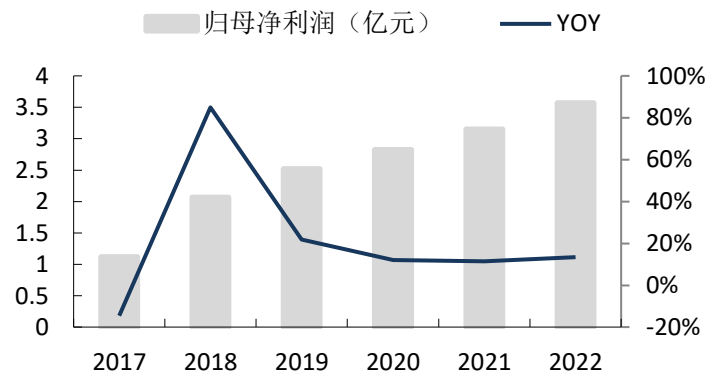
图：2017-2022年公司营收复合增速16%



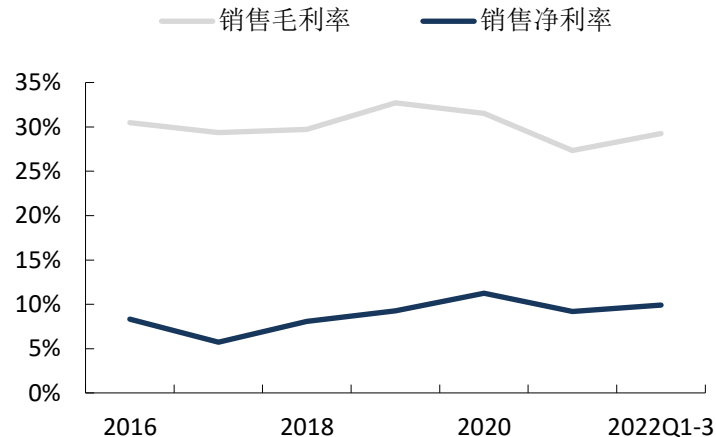
图：2017-2021年公司研发费用稳定在2亿元左右



图：2017-2022年公司归母净利润复合增速21%



图：2017-2022年公司盈利能力稳中有升



- 公司具备以下看点：（1）受益于智能装备业务伴随家电和汽车行业需求复苏和海外家电市场增长。（2）检测服务业务范围持续扩大，布局智能家居，医疗健康等领域。（3）环保涂料与树脂业务成本端原材料价格下降，毛利率修复空间大。
- 根据Wind一致预测，2023-2024年公司归母净利润分别为4.81/5.87亿元，同比增长35%/22%。

表：中国电研2023-2024年盈利预测（截至2023/3/30）

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	25	34	38	49	58
同比	-8%	35%	12%	29%	19%
归母净利润（亿元）	3	3	4	5	6
同比	12%	11%	13%	35%	22%
PE	30	27	24	18	14

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

2023/3/30		货币	收盘价 (LC)	市值 (亿)	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司				2021	2022A/E	2023E	2024E	2021	2022A/E	2023E	2024E
002967.SZ	广电计量	CNY	20.23	115.1	1.82	1.82	3.69	5.09	63	63	31	23
688006.SH	杭可科技	CNY	44.80	196.2	2.35	4.87	7.57	9.85	83	40	26	20
	平均								73	52	29	21
688128.SH	中国电研	CNY	20.85	83	3.15	3.57	4.81	5.87	27	24	18	14

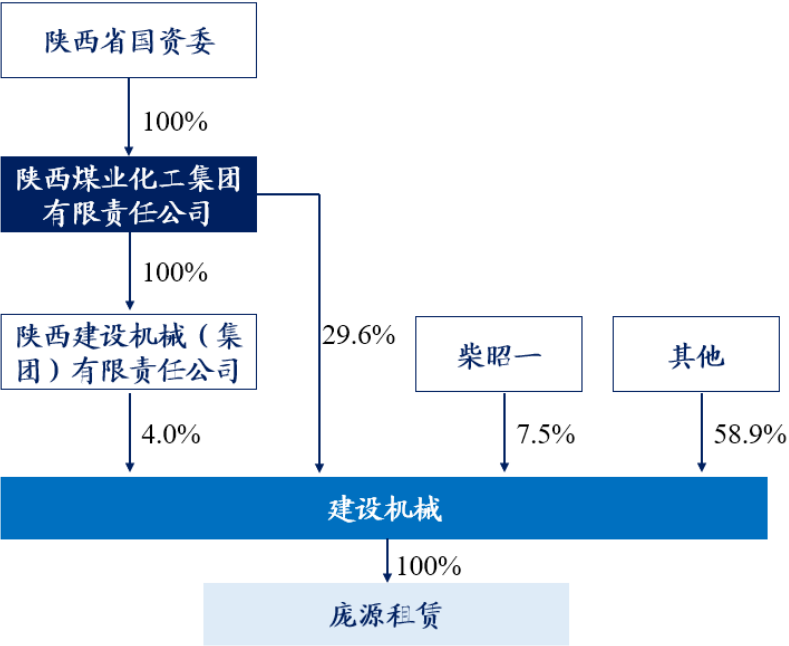
数据来源：Wind，东吴证券研究所（广电计量、杭可科技来自东吴证券，中国电研为Wind一致预测）

- 风险提示：境外经营的风险，原材料价格波动，宏观经济波动，下游行业需求复苏不及预期

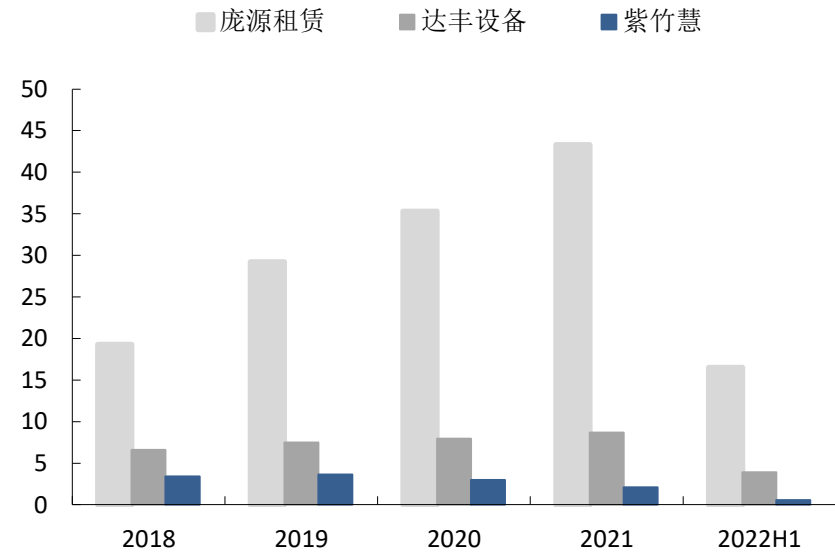
建设机械：塔吊设备租赁龙头，受益于行业供需格局优化

- 建设机械为我国塔吊设备租赁龙头。公司创建于1954年，传统业务为工程机械制造，包括塔式起重机、路面摊铺机、桩工机械。2015年公司收购上海庞源租赁公司，主业转变为塔吊设备租赁。庞源租赁背靠国企上市公司，融资成本低，以近万台的塔式起重机保有量位列国内第一。
- 行业景气度触底回升，供需优化有望迎来困境反转。需求端来看，2022年下半年以来国家密集出台地产边际宽松和保交楼政策，2023年1-2月新房销售明显改善，竣工数据同比转正。在“保交楼”政策推动下竣工修复确定性高，设备租赁将率先受益。供给端来看，塔吊设备租赁行业集中度较低，2021年CR3不到4%，中小企业占比高。22年行业景气筑底、中小企业盈利不佳，市场出清加速，龙头份额有望持续提升。

图：截至2022/9/30陕西省国资委共持股33.6%



图：庞源租赁营收远高于其他可比公司（单位：亿元）

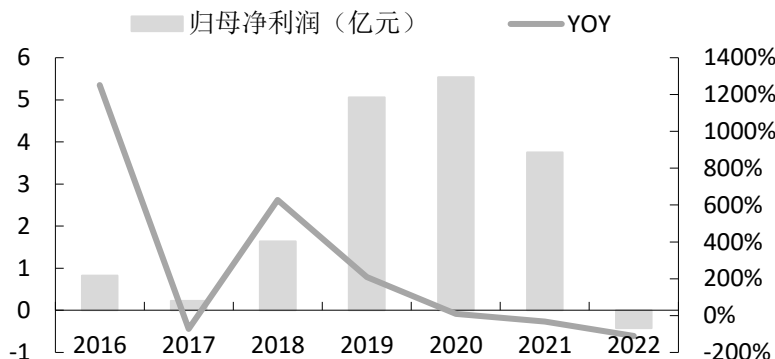
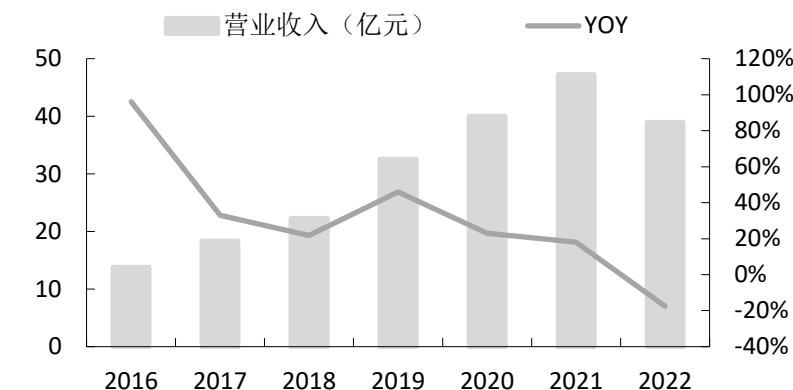


建设机械：塔吊设备租赁龙头，受益于行业供需格局优化

- **受行业景气度影响短期业绩承压。**根据业绩快报，2022年公司营收实现39.0亿元，同比下降17.6%，归母净利润亏损0.4亿元，主要受房地产行业波动及疫情影响，塔机租赁量价双降，短期业绩承压。
- **看好2023年行业筑底回升+国企改革背景下公司业绩修复。**设备使用率和租赁价格是决定公司业绩弹性的重要因素，2023年房地产回暖将带动设备使用率和价格明显回升。

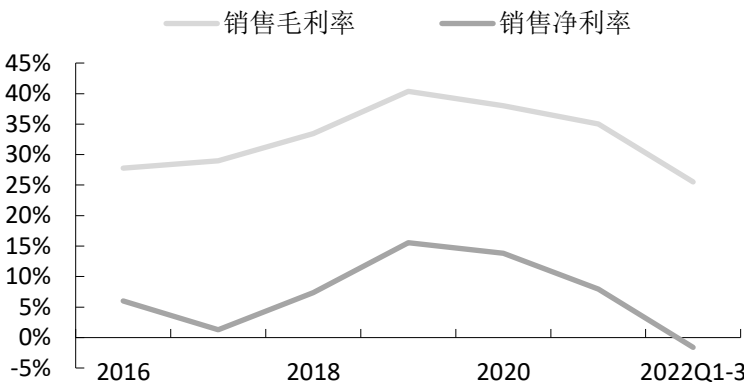
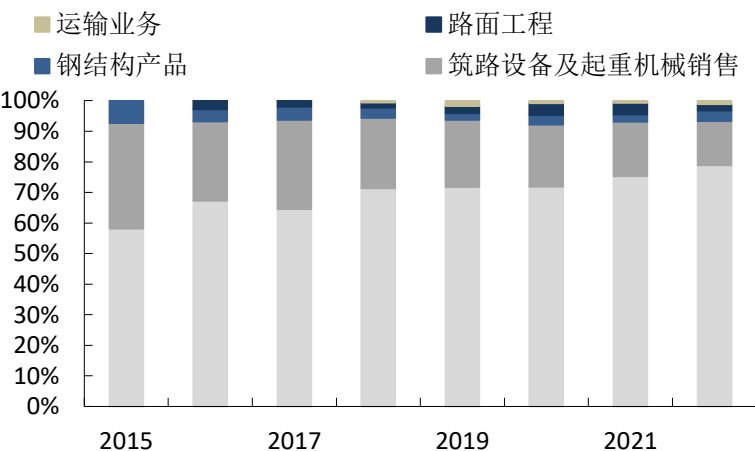
图：2016-2022年公司营收复合增速19%

图：2016-2021年公司归母净利润复合增速35%



图：租赁业务收入占比持续提升

图：业务结构优化助力公司盈利上行



建设机械：塔吊设备租赁龙头，受益于行业供需格局优化

- **2023年公司具备以下看点：**（1）受益于行业供需格局优化：需求端在“保交楼”政策推动下竣工修复确定性高，设备租赁将率先受益。供给端来看，22年行业景气筑底、中小企业盈利不佳，市场出清加速，行业竞争格局优化。（2）公司为塔吊设备租赁龙头，背靠国企具备融资优势，行业竞争力优越。
- 根据Wind一致预测，公司2023-2024年归母净利润分别为4.50/8.26亿元，23年实现扭亏，24年同比增长84%。

表：建设机械盈利预测（截至2023/3/30）

盈利预测与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4,001	4,725	3,895	4,430	6,119
同比	23%	18%	-18%	14%	38%
归属母公司净利润(百万元)	553	375	-42	450	826
同比	9%	-32%	-111%	-1166%	84%
P/E（现价&最新股本摊薄）	14	20	-	17	9

数据来源：Wind，东吴证券研究所（2022年数据来自业绩快报，盈利来自Wind一致预测）

表：可比公司估值表

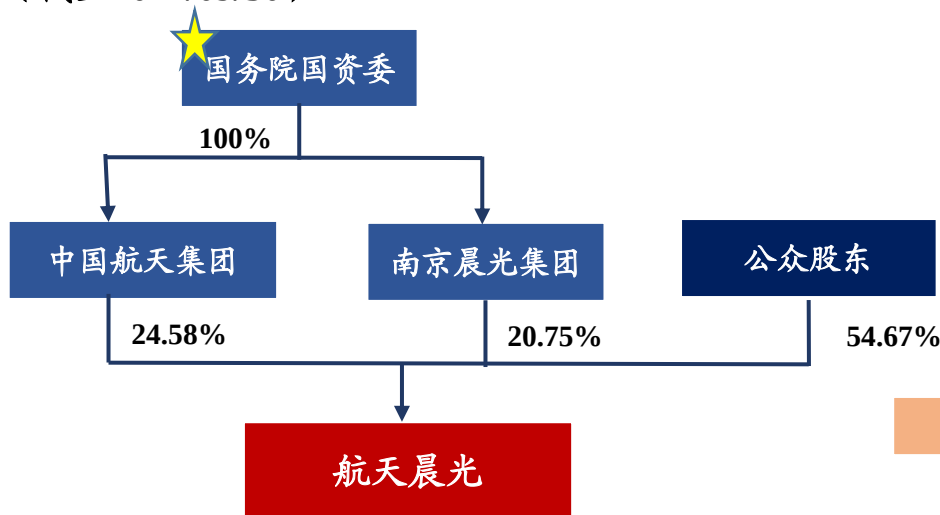
2023/3/30		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司				2021A	2022A/E	2023E	2024E	2021A	2022A/E	2023E	2024E
600031.SH	三一重工	CNY	17.09	1,460.5	120.33	52.52	68.99	84.94	12	28	21	17
000425.SZ	徐工机械	CNY	6.93	836.6	56.15	44.87	50.03	58.60	15	19	17	14
000157.SZ	中联重科	CNY	6.21	498.1	62.70	23.06	33.48	43.57	8	22	15	11
平均									12	23	18	14
600984.SH	建设机械	CNY	6.04	75	3.75	-0.42	4.50	8.26	20	-	17	9

数据来源：Wind，东吴证券研究所（三一重工、徐工机械、中联重科来自东吴证券研究所，建设机械来自Wind一致预测；三一重工、徐工机械、中联重科2022年归母净利润数据均为预测值，建设机械2022年归母净利润数据来自业绩快报）

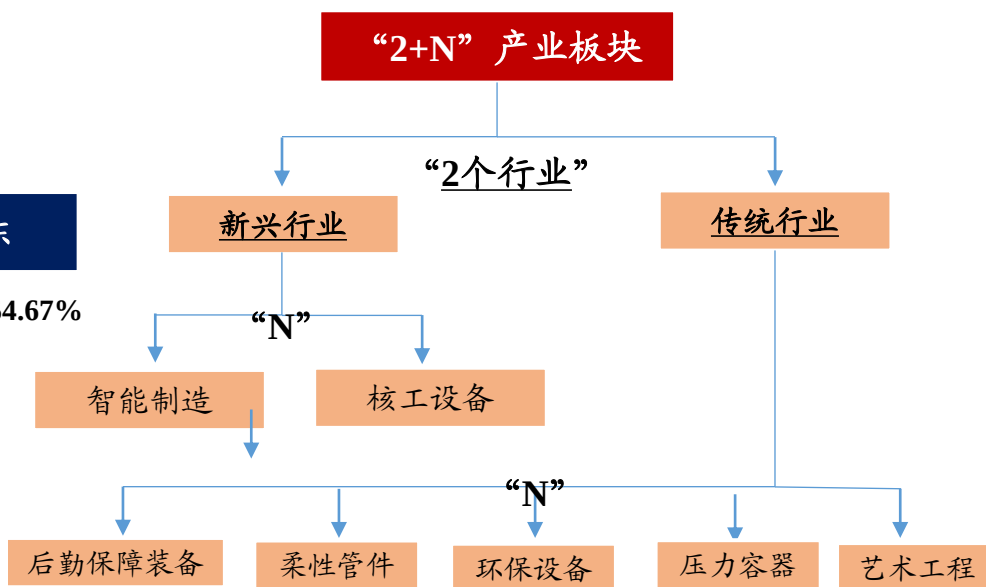
- **风险提示：房地产行业修复不及预期，行业竞争加剧风险**

- 航天晨光是大型综合装备制造企业。公司成立于1999年，打造了以核工装备、智能制造、航天防务、后勤保障、环保装备等领域为重点发展方向的2+N产业体系。公司致力于技术创新和市场拓展，近年来在智能制造方面实现突破，达到国际先进水平。
- 2021年公司按照“十四五”规划，形成“2+N”产业发展结构，主要包括智能制造、核工装备为代表的新兴产业以及后勤保障装备、柔性管件等为代表的传统产业。传统产业中营收规模最大的为柔性管件，如金属波纹管、膨胀节(器)等，占到公司整体营收的23.98%;新兴产业中，智能制造业务尚在起步阶段，2021年实现在“核电站干废物处理”领域整套装备供货。

图： 公司实控人为国务院国资委，持股比例 45.7%
(截至2022/09/30)

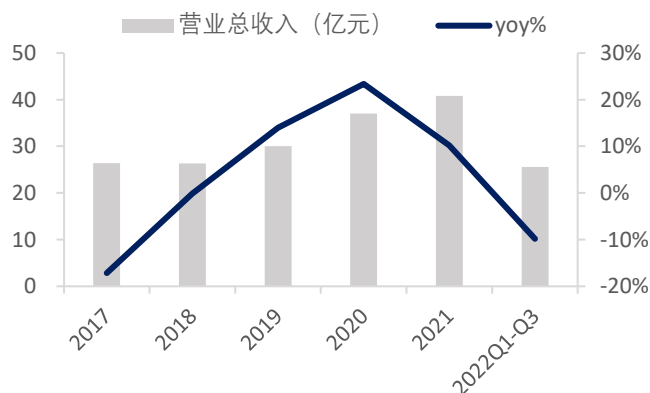


图： “2+N”产业发展结构

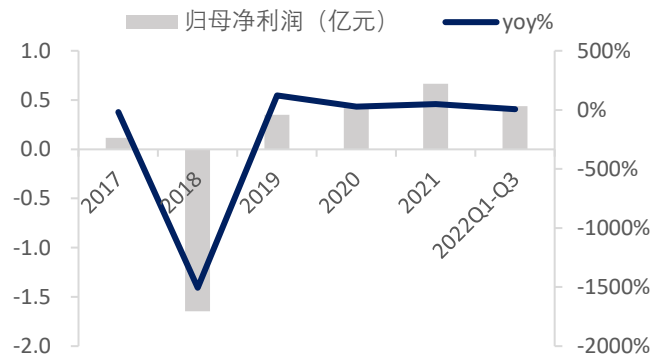


- 公司经营较为稳定。2021年，公司实现营收40.8亿元，同比+10.2%，2017-2021年复合增长率为12%；公司实现归母净利润0.66亿元，同比+49%，2017-2021年复合增长率为54%。
- 管理效率持续改善，期间费用率逐年下降。随着公司管理效率逐步改善，公司期间费用率从2017年的24.0%下降到2022Q1-Q3的13.3%，保障了公司在毛利率大幅下降的情况下，净利率小幅微升。
- 2021年12月，公司发布股权激励计划，拟向公司内部董事、高级管理人员、中层管理人员等不超过228人授予不超过1206.4万股股票。此次股权激励业绩考核以2022-2024年净利润复合增长率、净资产收益率、经济增加值改善值为目标，充分彰显了公司降本提效的决心。

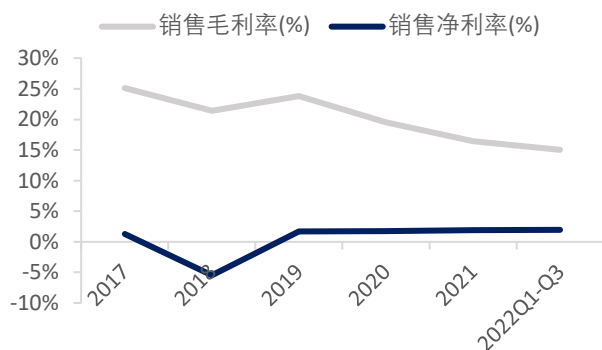
图： 2017-2021年公司营收复合增速12%



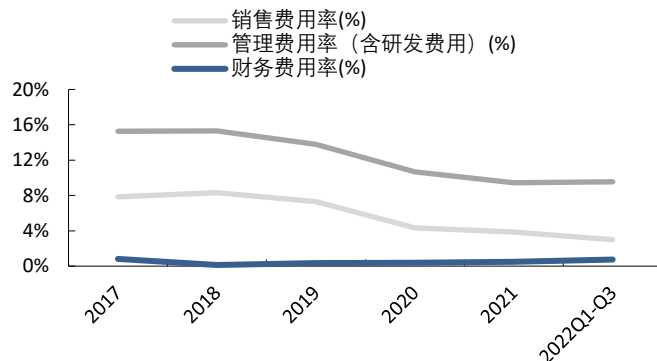
图： 2017-2022年公司归母净利润复合增速54%



图： 2017年至今，公司净利率保持稳定



图： 公司期间费用率保持稳定



- 公司为核工装备细分领域龙头，以核级工业基础件、核废物处理装备为重点，部分产品成功打破国外技术垄断，有望实现国产替代。2021年，核工装备业务实现营收13.4亿元，同比+137.0%，营收占比32.8%，已成长为公司第一大业务。2022年上半年，公司核工装备业务实现营收6.9亿元，同比+107.7%，继续实现高速增长。
- 据Wind一致预测，2022-2024年公司归母净利润分别为0.8/1.4/2.0亿元，同比增长19%/78%/43%。

表：航天晨光2022-2024年盈利预测（截至2023/3/24）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,700	4,079	4,512	4,991	5,439
同比（%）	23%	10%	11%	11%	9%
归母净利润（百万元）	44	66	79	141	201
同比（%）	27%	49%	19%	78%	43%
PE	98.2	89.0	88.2	49.4	34.7

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

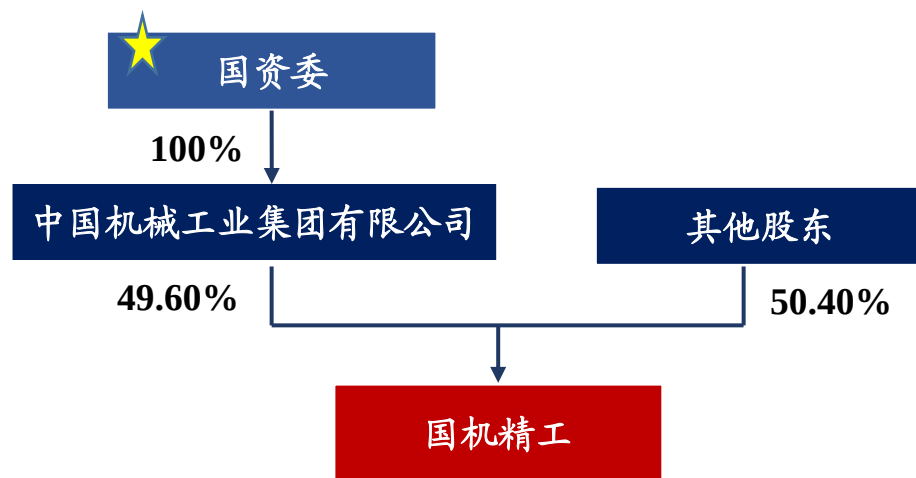
2023/3/24		市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE				2021-2024归母净 利润CAGR
代码	公司		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
688290.SH	景业智能	64.8	0.8	1.2	1.7	2.3	-	49	39	28	45.4%
603308.SH	应流股份	133.8	2.3	4.6	5.0	6.9	66	29	27	19	44.1%
	平均							39	33	23	
600501.SH	航天晨光	69.7	0.7	0.8	1.4	2.0	89	88	49	35	44.6%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

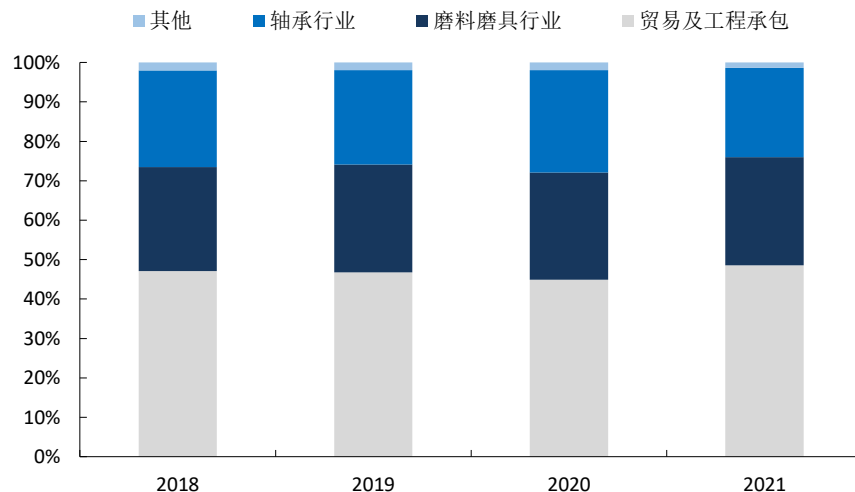
- 风险提示：核工装备订单不及预期，军品订单不及预期

- 国机精工背靠轴研所和三磨所两大科研院所，业务覆盖贸易、磨料磨具和轴承三大板块。公司成立于2001年，实控人为中国机械工业集团有限公司，拥有轴研所和三磨所两大国家级研究所，技术实力雄厚。公司主营业务包括轴承、磨料磨具、贸易及工程承包三大板块。2021年公司贸易及工程承包、磨料磨具、轴承行业收入占比分别为48.58%、27.42%和22.60%。

图：公司实控人为中国机械工业集团（截至2022Q3末）

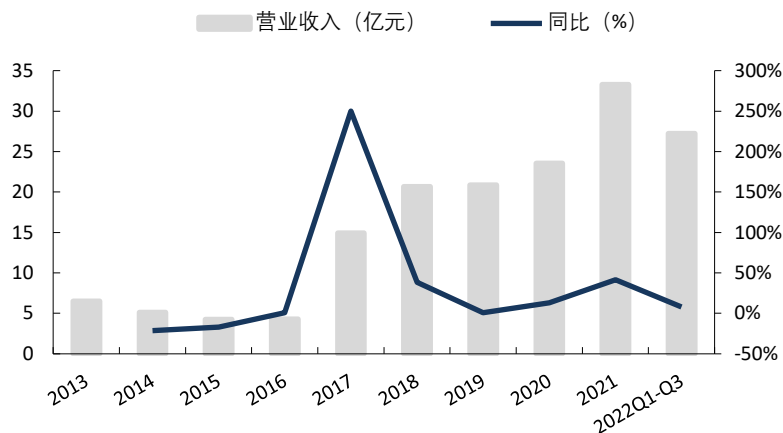


图：2021年公司贸易及工程服务收入占比49%

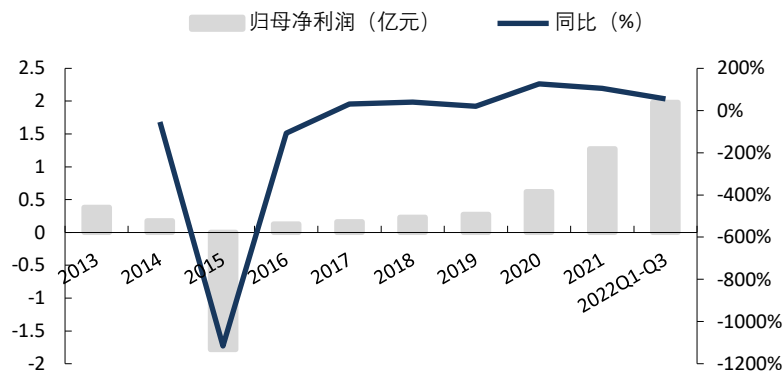


- 收入端快速增长，盈利水平明显提升。2021年公司实现营业收入33.28亿元，2013-2021年CAGR达到23%。在利润端，2021年公司归母净利润为1.98亿元，2013-2021年CAGR达到16%。盈利水平方面，2019-2022Q1-Q3公司销售净利率分别为2.63%、3.67%、3.95%和7.36%，快速提升，这一方面受益于期间费用率快速下降，另一方面受益于2022Q1-Q3公司毛利率明显提升。

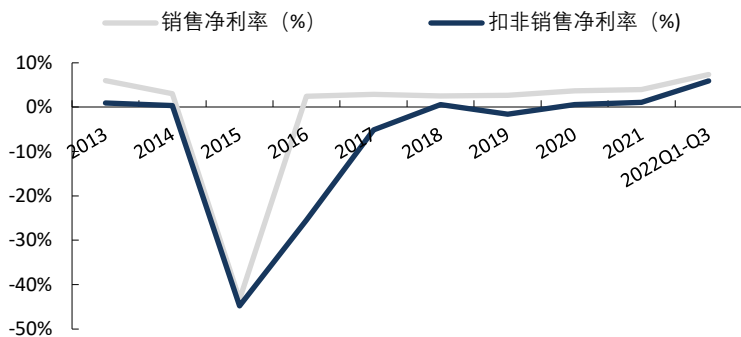
图： 2013-2021年公司营收CAGR为27%



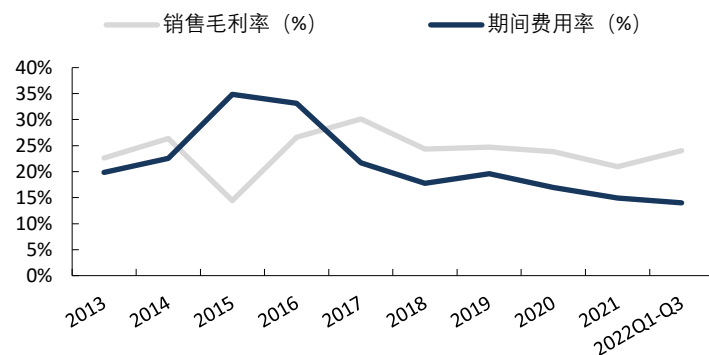
图： 2013-2021年公司归母净利润CAGR为16%



图： 2013-2021年公司净利率稳健增长，扣非净利率增长显著



图： 2013-2021年公司期间费用率呈持续下降趋势



国机精工：轴承+超硬材料双轮驱动，有望迎来业绩加速增长

- 公司具备以下看点：（1）核心业务特种轴承受益于国家航空业的发展，处于国内领先地位；（2）在民用轴承领域，公司充分受益于大功率风电主轴轴承的产业化。
- 根据 Wind 一致预期，2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.25/3.12/4.10 亿元，同比 +76%/+39%/+31%。

表：国机精工2022-2024年盈利预测（截至2023/3/27）

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2355	3328	3759	4318	4931
同比	13%	41%	13%	15%	14%
归母净利润（百万元）	62	127	225	312	410
同比	126%	105%	76%	39%	31%
PE	103	50	29	21	16

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表（截至2023/3/27）

		股价	市值	归母净利润（亿元）				PE			
		（元）	（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300850.SZ	新强联	51.25	168.98	5.14	5.42	8.79	11.98	33	31	19	14
301071.SZ	力量钻石	97.50	141.27	2.40	4.60	7.43	10.29	59	31	19	14
可比公司平均值								46	31	19	14
002046.SZ	国机精工	12.12	64.13	1.27	2.25	3.12	4.10	50	29	21	16

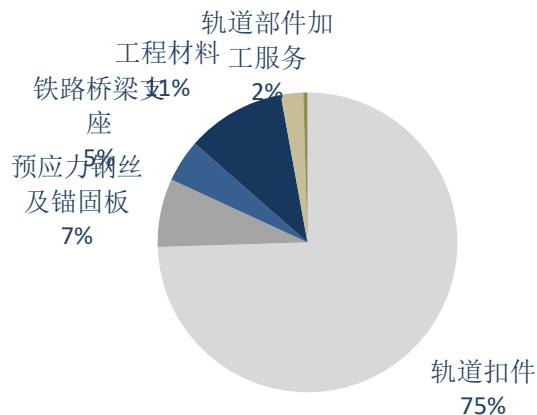
数据来源：Wind，东吴证券研究所（新强联来自东吴证券研究所，力量钻石和国机精工为Wind一致预测）

- 风险提示：市场竞争加剧，原材料价格波动，宏观经济波动，汇率波动风险

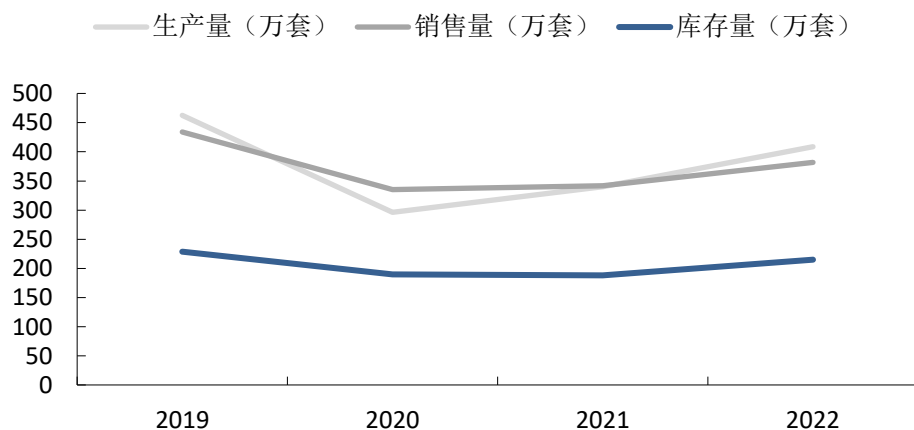
铁科轨道：国内轨道扣件领域领跑者，“一带一路”开启新阶段

- **铁科轨道是国内轨道扣件领域领跑者。**公司成立于2006年，实控人为国铁集团，主营是以高铁扣件为核心的高铁工务工程产品。目前国内高铁需求保持相对平稳，“一带一路”重点铁路项目有望助力公司打开海外市场。
- **轨道扣件行业毛利率高，竞争格局稳定。**2022年轨道扣件业务占公司业务收入75%以上，并且业务毛利率稳定在40%，收入稳中有升。相关核心技术由铁科院授权，竞争对手较少。

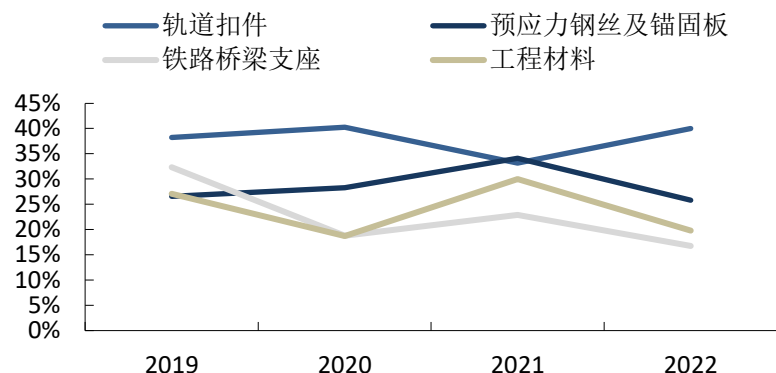
图：2022年公司业务板块中轨道扣件所占份额最多



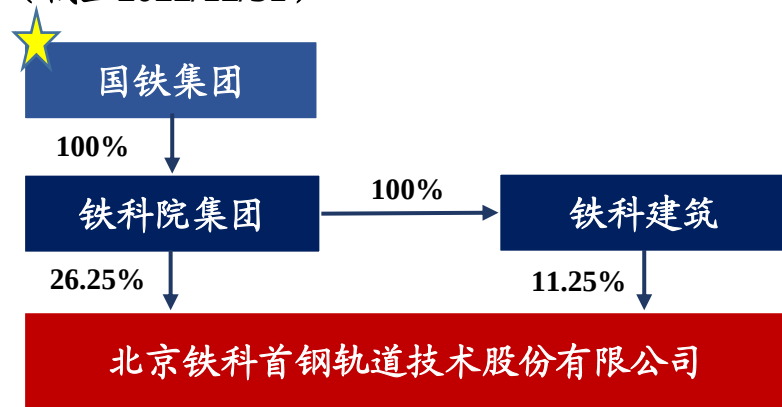
图：轨道扣件产销量稳定上升，逐渐恢复到疫情前水平



图：2019-2022年轨道扣件业务毛利率稳定在40%



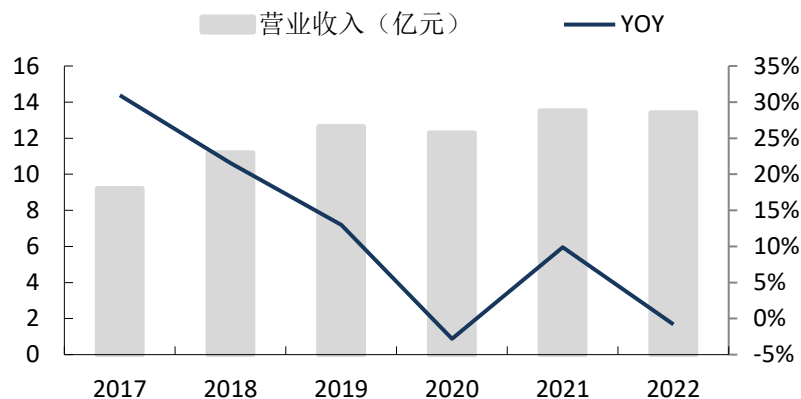
图：公司实控人为国铁集团，持股比例 37.5%（截至2022/12/31）



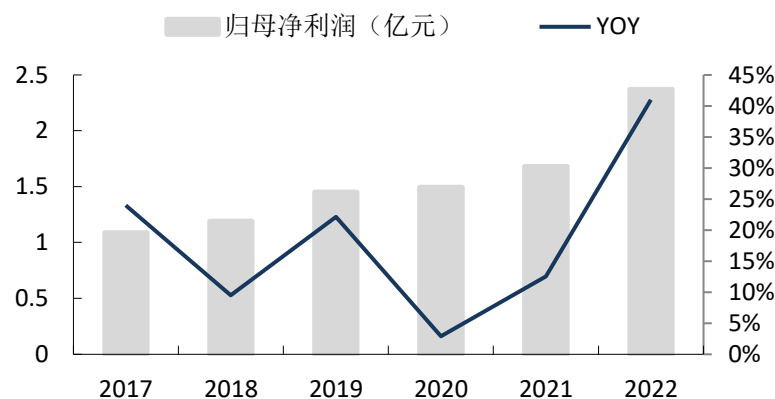
铁科轨道：国内轨道扣件领域领跑者，“一带一路”开启新阶段

- **公司净利润增速加快。**公司营收随国内高铁建设和海外市场打开加速增长，利润率有望提升。2022年公司实现营收13.4亿元，同比下滑0.78%，归母净利润2.4亿元，同比增长41%。
- **公司新签合同增速稳健。**2022年公司新签合同总额为17.7亿元，未执行订单金额达到24.9亿元。后续公司业务收入受市场需求保障，叠加公司新建工厂产能释放，有望持续增长。

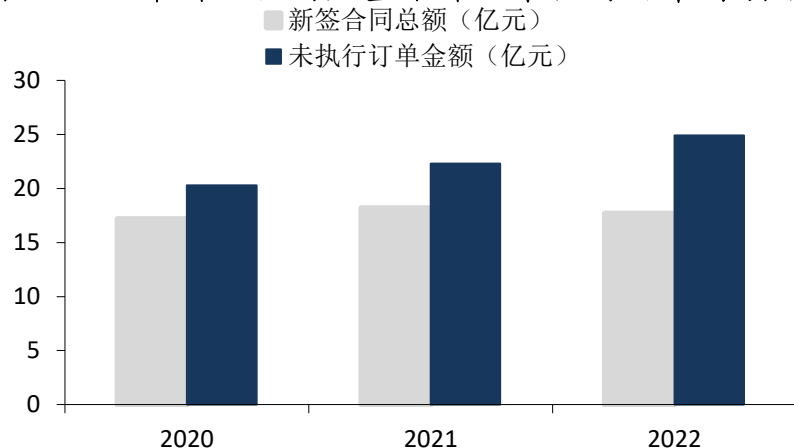
图：2017-2022年公司营收复合增速12%



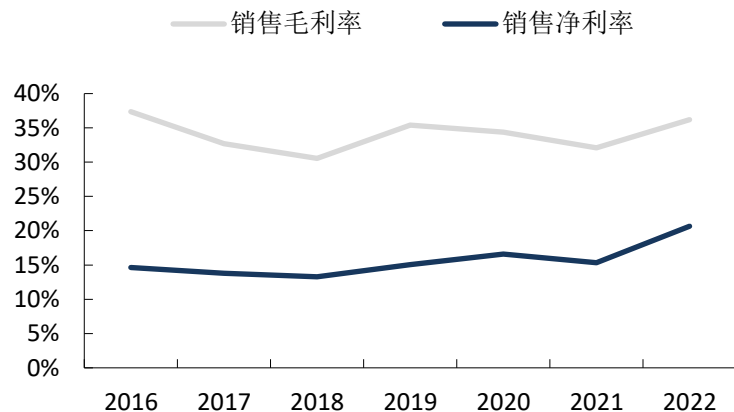
图：2017-2022年公司归母净利润复合增速19%



图：2022年新签合同数量下降，未执行订单持续增长



图：2017-2022年公司盈利能力稳中有升



- 公司具备以下看点：（1）国内市场高铁新建需求稳定，预期未来零部件更新维护将逐步上升，公司将受益于市场规模扩大。（2）“一带一路”推动我国高铁走出去，伴随疫情影响渐弱，深度参与项目建设的铁科轨道将充分受益。（3）公司研发团队经验丰富，自主研发和创新能力强，并且产品性能指标处于行业领先地位，行业内竞争优势明显。
- 根据Wind一致预测，2023-2024年公司归母净利润分别为2.72/3.22亿元，同比增长15%/18%。

表：铁科轨道2023-2024年盈利预测（截至2023/3/28）

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E
营业收入（亿元）	12.29	13.51	13.40	15.69	18.14
同比	-3%	10%	-1%	17%	16%
归母净利润（亿元）	1.49	1.68	2.37	2.72	3.22
同比	3%	13%	41%	15%	18%
PE	34	30	21	19	16

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

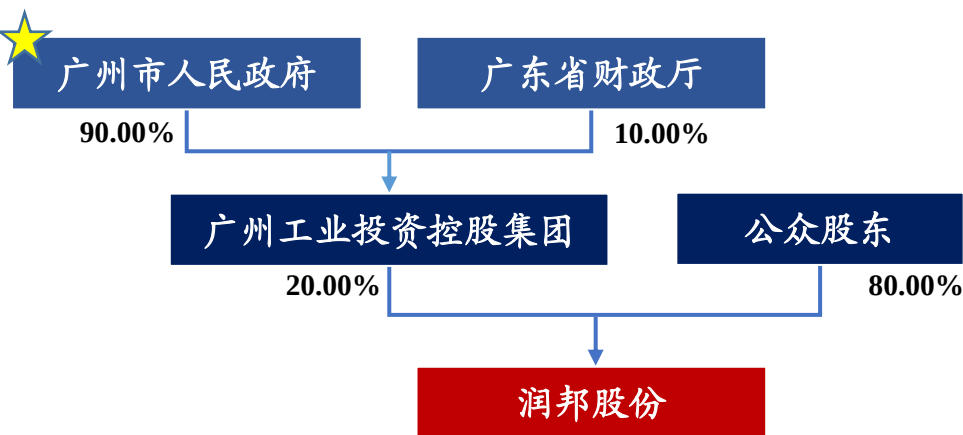
2023/3/28		货币	收盘价 (LC)	市值 (亿)	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司				2021	2022A/E	2023E	2024E	2021	2022A/E	2023E	2024E
688015.SH	交控科技	CNY	24.10	45.3	2.91	2.30	2.67	3.98	16	20	17	11
000976.SZ	华铁股份	CNY	3.87	61.8	3.95	4.65	6.19	7.24	16	13	10	9
	平均								16	16	13	10
688569.SH	铁科轨道	CNY	24.17	51	1.68	2.37	2.72	3.22	30	21	19	16

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

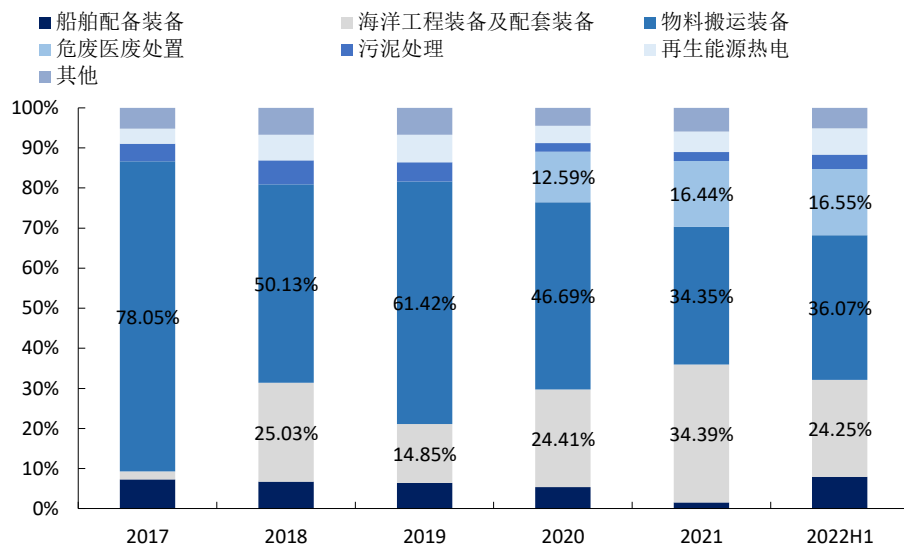
- 风险提示：市场竞争加剧，原材料价格波动风险，海外市场拓展风险，客户集中度较高的风险

- 润邦股份深耕高端装备与环保领域。公司成立于2003年，实控人为广州市人民政府，主营高端装备业务及环保业务，其中高端装备业务主要包括物料搬运装备、海上风电装备、船舶配套装备等，环保业务主要包括危废及医废处理处置服务、污泥处理处置服务等。
- 海洋工程装备及配套装备、物料搬运装备与环保业务为公司主要收入来源。在海上风电行业景气度影响下，2020-2021年公司海洋工程装备及配套装备收入占比明显提升，分别达到24.41%、34.39%。此外，公司环保业务逐渐开始发力，2017-2021年环保行业收入占比由8.21%提升至23.77%，2022H1公司环保行业收入占比达到26.63%。

图：公司实控人为广州市人民政府，持股比例 18.00%
(截至2022/09/30)

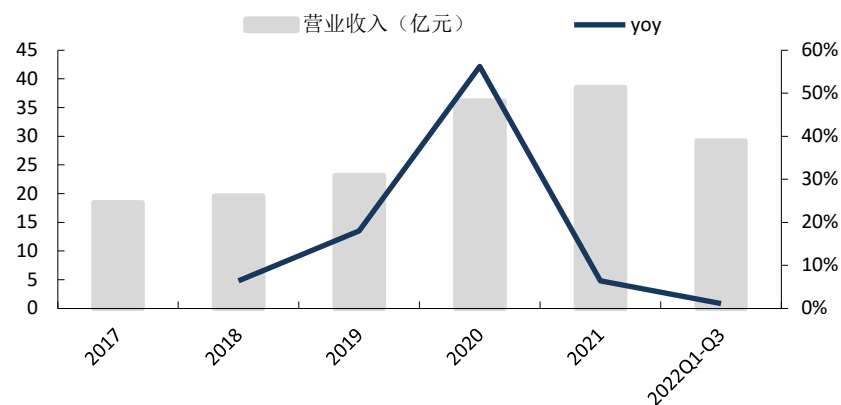


图：2022H1公司海洋工程装备及配套装备、物料搬运装备和危废医废处置收入占比分别达到 24%、36%、17%

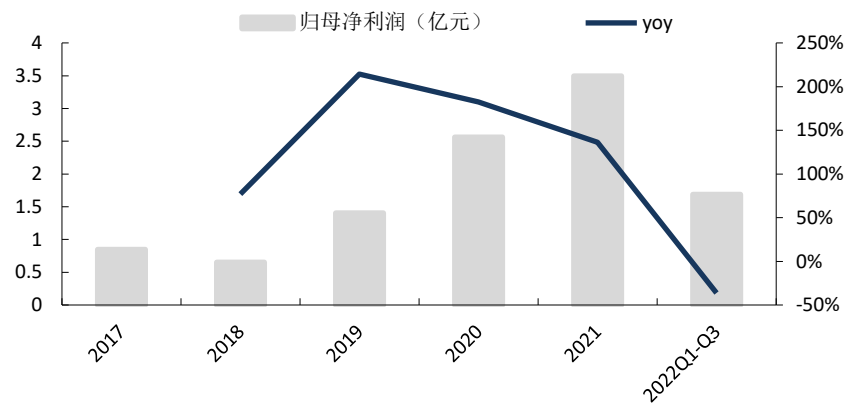


- 受益于海上风电与环保业务发展，公司业绩快速增长。2017-2021年公司营收CAGR为20%，2022Q1-Q3实现营收29.19亿元，同比+1.15%；2017-2021年公司归母净利润CAGR为42%，高于收入端增速。

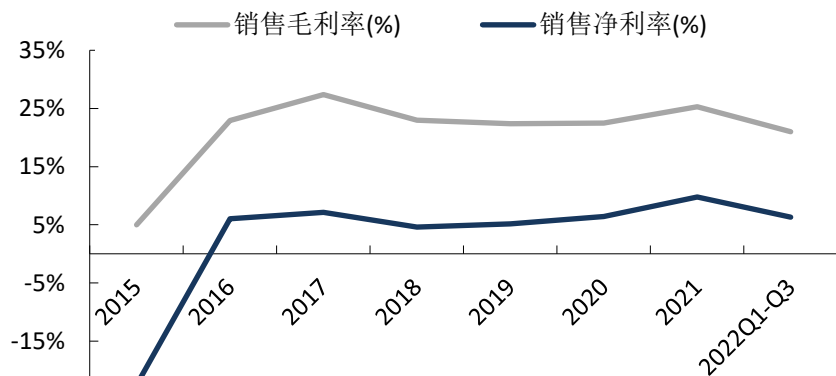
图：2017-2021 年公司营业收入 CAGR 为 20%



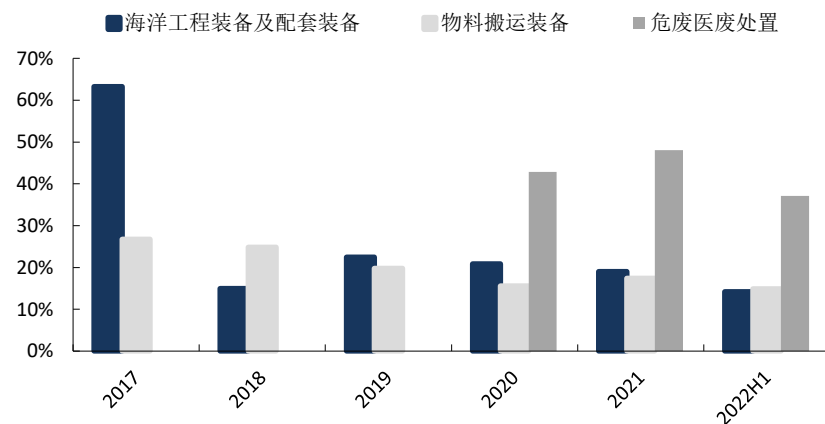
图：2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 42%



图：2018-2021年公司盈利水平逐步提升



图：危废医废处置毛利率显著高于海工及物理搬运



- 公司具备以下看点：（1）国内外海上风电蓬勃发展，公司作为国内核心的风电基础桩制造商，有望充分受益。此外，公司海风桩基有望迎来出海契机，公司已在东南亚、南美、印度、南非、德国等国家和地区建立了销售和售后服务网点，境外销售渠道较为完善，海外市场空间大。
（2）广州工控入主，将为公司提供资本运作、市场、资金和资源等全方位赋能支持。
- 根据 Wind 一致预测，2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.19/4.15/5.07 亿元，同比 -37%/+89%/+22%。

表：润邦股份2023-2024年盈利预测（截至2023/3/30）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,615	3,847	4,728	6,163	7,460
同比	56%	6%	23%	30%	21%
归母净利润（百万元）	256	349	219	415	507
同比	83%	36%	-37%	89%	22%
PE	20	14	23	12	10

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表（截至2023/3/30）

		股价	市值	归母净利润（亿元）				PE			
		（元）	（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300850.SZ	新强联	50.00	164.85	5.14	5.42	8.79	11.98	32	30	19	14
301155.SZ	海力风电	86.21	187.41	11.13	3.07	8.64	13.74	17	61	22	14
603985.SH	恒润股份	22.48	99.10	4.42	0.99	5.03	8.23	22	100	20	12
可比公司平均值								24	64	20	13
002483.SZ	润邦股份	5.36	50.51	3.49	2.19	4.15	5.07	14	23	12	10

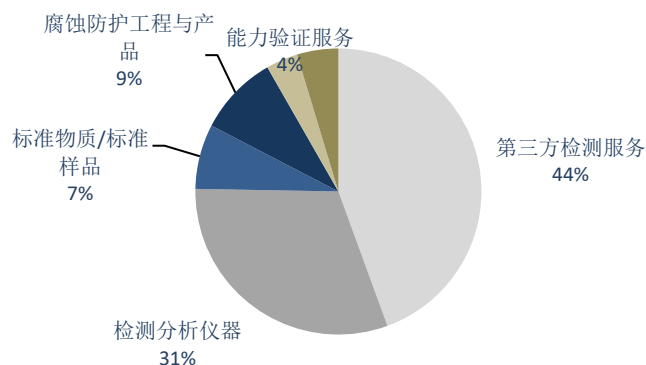
数据来源：Wind，东吴证券研究所（新强联、恒润股份来自东吴证券研究所，其余来自Wind一致预测）

- 风险提示：风电装机低于预期，物料搬运业务交付低于预期，船舶制造业景气度下滑等

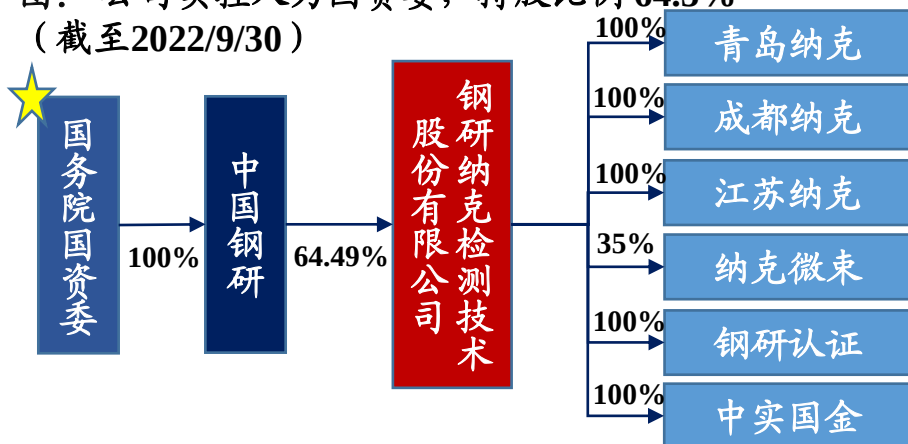
钢研纳克：国内金属检测行业龙头，国家重点工程建设领域拉动需求

- 钢研纳克是国内金属检测行业龙头。公司成立于2001年，实控人为国务院国资委，主营第三方检测服务和检测分析仪器。公司围绕国家重点工程建设领域，深化服务于大飞机、核电、重型装备制造等材料质量检测。
- 技术创新能力强，品牌公信力高。公司是国内细分领域内业务门类最齐全、综合实力最强的测试研究机构之一，不断实现技术突破。公司拥有3个国家级检测中心和3个国家级科技创新平台。

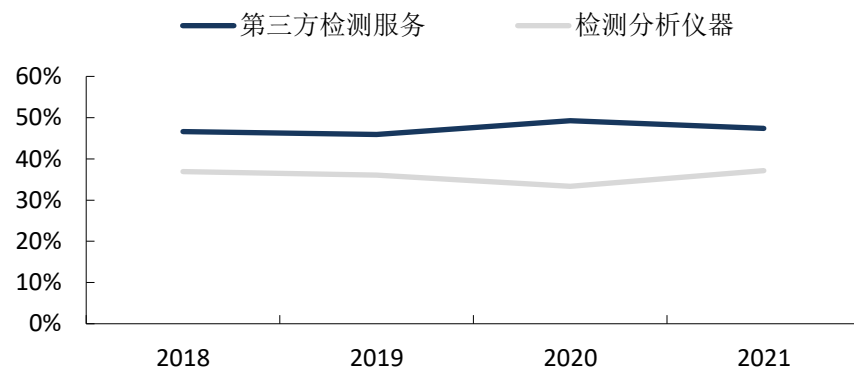
图：2021年公司业务中第三方检测服务占比最多



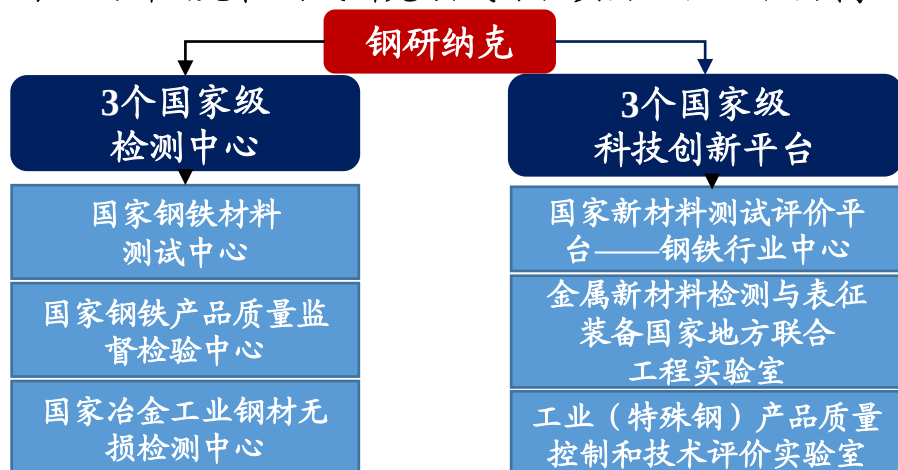
图：公司实控人为国资委，持股比例 64.5%
(截至2022/9/30)



图：2018-2021年公司主营业务毛利率稳中有升



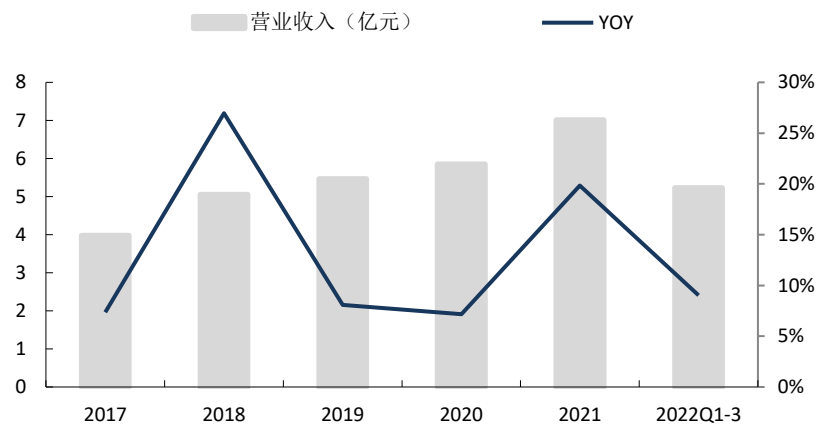
图：钢研纳克在测试研究领域综合实力强，公信力高



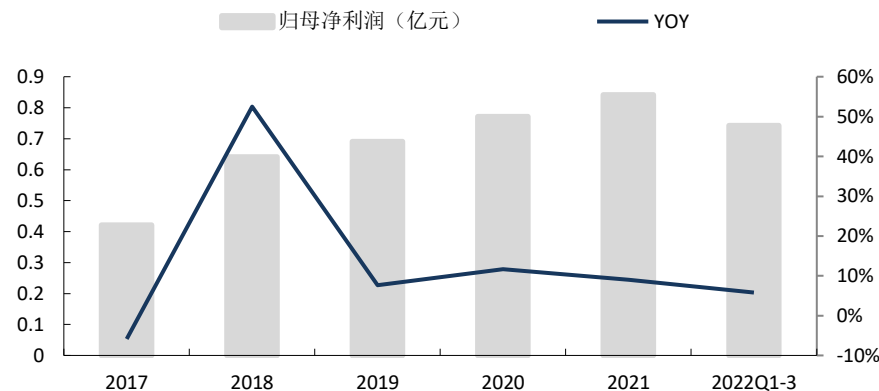
数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **公司业绩增速稳健。**公司营收随国内检测行业发展稳健增长，利润率随主营业务规模增长有望提升。2022年前三季度公司实现营收5.23亿元，同比增长9%，归母净利润0.74亿元，同比增长15%。
- **公司销售区域和产业布局优化，产能提升。**公司第三方检测业务针对重点客户进行深入开发和贴近维护，凭借产业布局优势，旗下多家实验室步入正轨，业务实现快速增长，2018-2022年主营业务收入CAGR为22%。

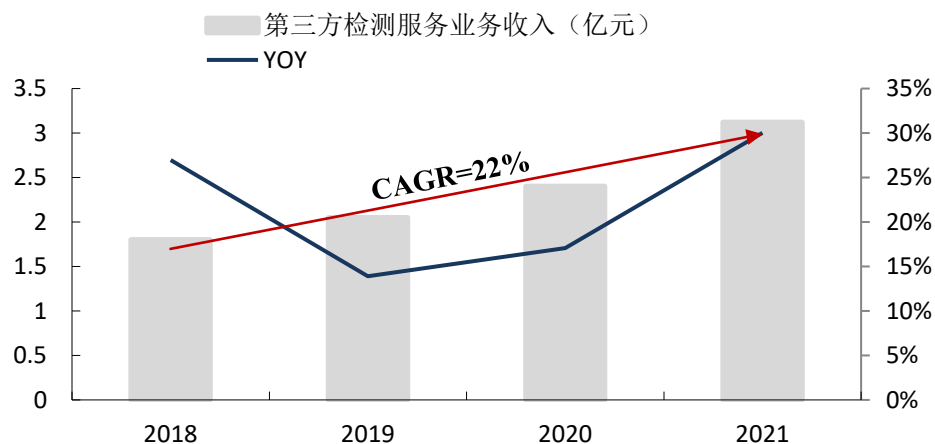
图：2017-2021年公司营收复合增速13%



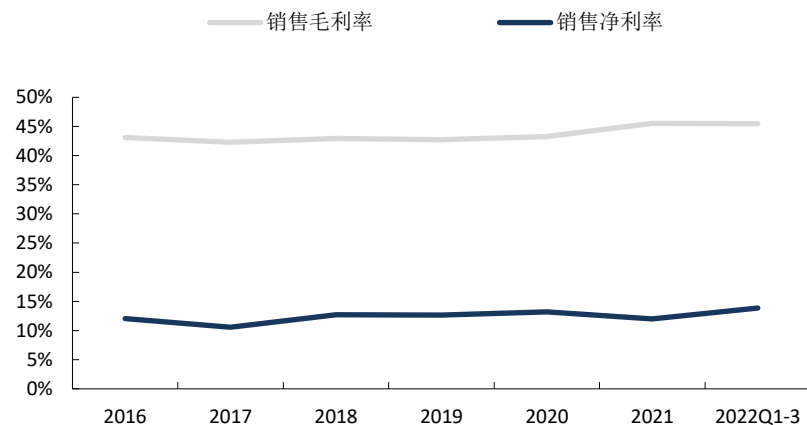
图：2017-2021年公司归母净利润复合增速19%



图：2018-2021年公司主营业务收入增长迅速



图：2017-2022年公司盈利能力稳定



- 推出股权激励计划，行业龙头加快改革。2022年6月公司发布股权激励计划，拟实施681万股限制性股票激励计划，2023年3月增加至744万股，包含预留权益。计划首次激励对象涵盖公司董事、高管、中高层、核心骨干人员共计不超过103人，国企改革进程进入新阶段。此次股权激励目标涵盖净利润复合增长率指标、加权平均净资产收益率指标、经济增加值指标。此次股权激励有望充分调动核心员工工作积极性，为公司发展注入活力。
- 根据 Wind 一致预测，2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.97/1.52/1.97 亿元，同比增长 15%/57%/29%。

表：钢研纳克2022-2024年盈利预测（截至2023/3/28）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	5.85	7.02	8.13	10.81	13.96
同比	7%	20%	16%	33%	29%
归母净利润（亿元）	0.77	0.84	0.97	1.52	1.97
同比	12%	9%	15%	57%	29%
PE	59	55	47	30	23

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

2023/3/28		货币	收盘价 (LC)	市值 (亿)	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司				2021	2022E	2023E	2023E	2021	2022E	2023E	2024E
688622.SH	禾信仪器	CNY	41.30	28.9	0.79	-0.57	0.64	0.94	37	-	45	31
300012.SZ	华测检测	CNY	20.35	342.4	7.46	9.02	11.36	14.15	46	38	30	24
	平均								41	38	38	27
300797.SZ	钢研纳克	CNY	18.00	46	0.84	0.97	1.52	1.97	55	47	30	23

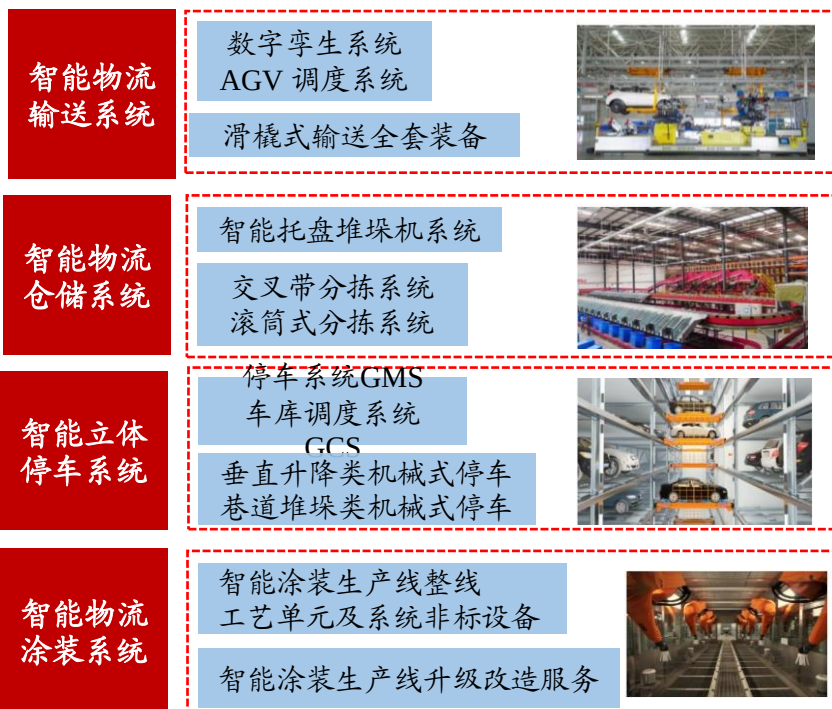
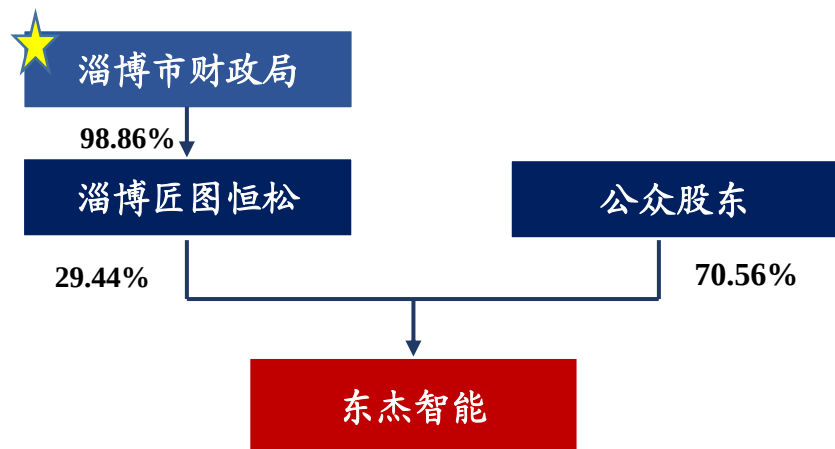
数据来源：Wind，东吴证券研究所（华测检测来自东吴证券研究所，其余为Wind一致预测；禾信仪器、华测检测2022年归母净利润来自业绩快报，钢研纳克2022归母净利润来自Wind一致预测）

- 风险提示：航空订单合作不及预期，业务发展不及预期，产能释放不及预期，市场竞争加剧

- 东杰智能是中国领先的智能成套装备制造制造商。公司成立于1995年，业务涵盖智能机器人、自动化装备、智能物流等领域，旨在推动中国制造业的智能化升级，引领工业4.0时代。公司在国内外市场都拥有广泛的客户。
- 公司是行业内少数具备核心产品自主生产能力的企业。输送线、堆垛机、穿梭车、提升机、托盘输送机、AGV 等物流装备核心产品及仓储管理系统(WMS)、设备控制系统(WCS)、设备调度系统(TMS)、生产管理系统(MES) 等核心软件均由公司自主研发、设计和生产。公司拥有三大生产基地、完善的 ISO9001质量管理体系和近 30 年的工厂生产管理的先进经验。

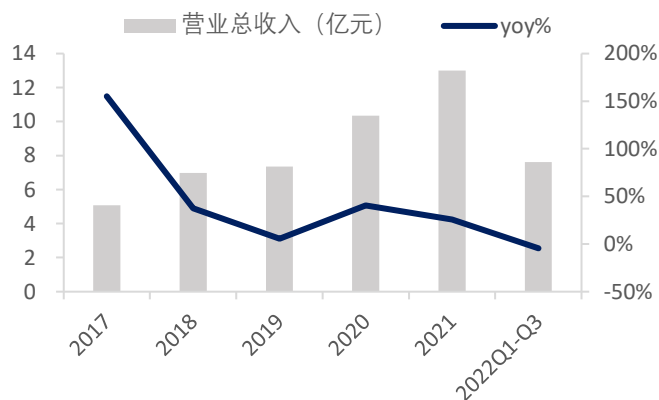
图：公司主要产品形态

图：公司实控人为淄博市财政局，持股比例 29.14%
(截至2022/09/30)

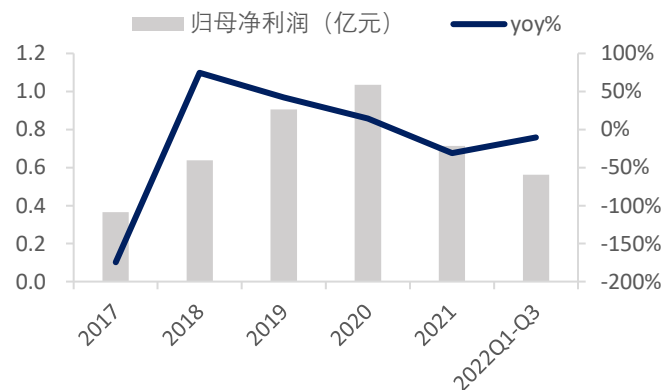


- **2017-2021年稳健增长，2022Q1-Q3业绩短暂承压。**2017-2021年，公司营收由5.1亿元上升至13.0亿元，复合增速达26%；归母净利润由0.37亿元上升至0.71亿元，复合增速达18%，其中2021年归母净利润有所下降主要系原材料价格上涨所致。2022Q1-Q3，公司实现营收7.6亿元，同比-4.5%；归母净利润0.56亿元，同比-10.3%，主要系重要下游工程机械、食品饮料等需求较弱。
- **产品屡获大客户认可，在手订单充足。**公司2022年以来产品屡获宁德时代、稳健医疗等大客户认可。截至2022Q3，公司合同负债2.9亿元，订单储备充足。

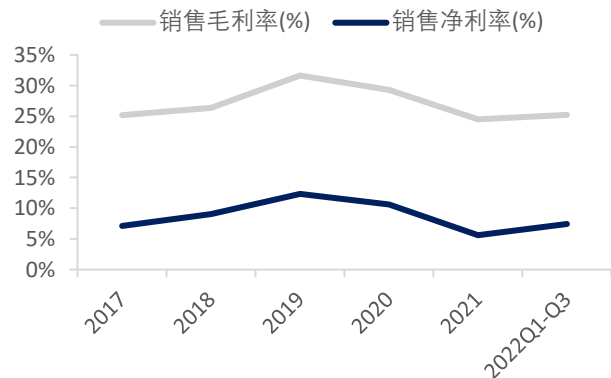
图：2017-2021年公司营收复合增速26%



图：2017-2021年公司归母净利润复合增速18%



图：公司销售毛利率/净利率保持稳定



图：2022年以来，公司获大客户订单4.9亿元

公告日期	客户名称	中标内容	中标金额(万元)
2022/4/25	山东礼德新能源科技有限公司	物流系统项目设备采购及安装工程	9280.0
2022/5/9	宁德时代	智能仓储系统	4881.6
2022/5/31	山东金诚石化集团有限公司	立体仓库仓储及运输系统	6450.0
2022/9/21	稳健医疗	智能仓储系统	9600.0
2022/10/17	马来西亚FMM HOUSE公司	3PL物流中心项目	18783.7
中标金额合计			48995.3

- 公司作为智能仓储物流领域的领军企业，智能仓储物流业务始终保持稳健增长，在汽车、工程机械、医药、食品饮料等传统领域均获得了客户的高度认可。近年来，随着新能源的快速发展，公司积极开拓光伏、锂电等新兴下游领域，并于2022年成为宁德时代的供应商。
- 根据 Wind 一致预测，2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.9/1.3/1.6 亿元，同比分别增长 26%/39%/30%。

表：东杰智能2022-2024年盈利预测（截至2023/3/24）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,035	1,300	1,280	1,567	1,911
同比（%）	40%	26%	-2%	22%	22%
归母净利润（百万元）	104	71	90	125	162
同比（%）	14%	-31%	26%	39%	30%
PE	38.8	65.2	41.2	29.7	22.9

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

表：可比公司估值表

2023/3/24		市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE				2021-2024 归母净利润 CAGR
代码	公司		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
300532.SZ	今天国际	54.5	0.9	2.4	3.8	5.3	37	22	14	10	80.0%
688003.SH	天准科技	80.5	1.3	1.5	2.3	3.1	55	40	35	26	32.6%
603960.SH	克来机电	52.9	0.5	0.7	1.5	1.9	191	73	35	28	55.1%
	平均							45	28	21	
300486.SZ	东杰智能	37.1	0.7	0.9	1.3	1.6	65	41	30	23	31.4%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测为Wind一致预测）

- 风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧风险

- 1、**宏观经济波动风险：**宏观政策环境变化可能会导致行业景气度下滑，反应在制造业资本开支持续低增长甚至下滑，微观层面会导致公司订单不及预期。
- 2、**汇率波动风险：**汇率波动可能导致公司出口业务盈利能力下滑。
- 3、**地缘政治影响供应链：**地缘政治风险可能导致公司关键原材料进口受阻，影响公司供应链安全。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

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>

东吴证券 财富家园