

行业研究/动态点评

2017年04月27日

行业评级：

机械设备

增持（维持）

章诚 执业证书编号：S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

肖群稀 执业证书编号：S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

王宗超 执业证书编号：S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

金榜 021-28972092
联系人 jinbang@htsc.com

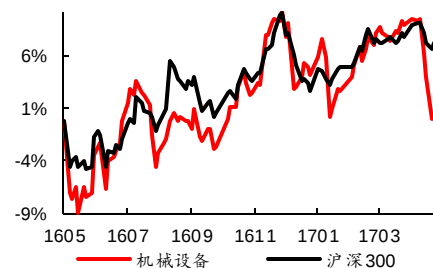
相关研究

1《恒泰艾普(300157,买入): 订单大幅增加推动业绩筑底回升》2017.04

2《机械设备: 机械行业新锐系列报告之二十八》2017.04

3《伊之密(300415,买入): 出口拓展+进口替代, 业绩大幅超预期》2017.04

行业走势图



资料来源：Wind

机械行业新锐系列报告之二十九

海鸥股份(603269)

公司主营冷却塔制造及安装业务, 产品广泛应用于工业领域

公司主要从事工业冷却塔的研发、设计、制造及安装业务, 并依托自身产品和技术优势提供工业冷却塔相关的技术服务。公司主要产品为机力通风冷却塔, 具体包括常规冷却塔、开式环保节能型冷却塔等。公司产品广泛应用于石化、冶金、电力等工业领域, 自 2012 年以来机力通风冷却塔产销量一直排名第一, 2015 年工业塔领域的市场占有率约为 7.50%, 全球有超过 400 家石油化工企业、超过 200 个电厂项目、超过 100 个冶金项目正在使用海鸥冷却塔系统。

宏观经济和行业增速放缓导致收入略有下滑, 毛利率水平基本稳定

2016 年公司实现营业收入 5.39 亿元, 同比下降 2.74%, 归属于上市公司股东利润 0.38 亿元, 同比增长 9.95%。凭借技术优势及品牌知名度, 公司主营业务收入在行业中始终保持在较高的水平, 但在国内宏观经济增速放缓的背景之下, 2016 年收入略有下降。近三年公司的主营业务收入主要来源于常规冷却塔销售, 毛利率较高且稳定, 2014~2016 年公司主营业务综合毛利率分别为 32.28%、31.71%、30.90%。由于公司冷却塔应用行业广泛, 并提供相应的技术服务, 因此各子版块毛利率差别较大。2016 年归属于母公司所有者的净利润较上年增加 340.13 万元, 同比增长 9.95%。

募投项目重点: 增强环保型冷却塔产能, 提高研发及营销服务能力

公司本次拟向社会公开发行股票不超过 2,287 万股, 占发行后总股本的 25%, 预计募集资金 20,034.12 万元。资金拟投向: 环保型冷却塔项目、绿色环保 JXY 型冷却塔技术研发中心建设项目、营销服务网络建设项目。参考 Wind 一致预测, 可比上市公司 2017 年对应 PE 处于 22~61 倍区间; 2017 年工业机械行业的上市公司 PE 处于-508~648 倍区间, 中位值为 65 倍, 平均值为 104 倍。

风险提示: 市场情绪变化, 导致估值中枢下移。

海鸥股份 (603269.SH)

主营冷却塔制造及安装业务，产品广泛应用于工业领域

公司主要从事工业冷却塔的研发、设计、制造及安装业务，并依托自身产品和技术优势提供工业冷却塔相关的技术服务。公司主要产品为机力通风冷却塔，具体包括：常规冷却塔（包括钢混结构塔、玻璃钢结构塔和钢结构塔）、开式环保节能型冷却塔（包括节水塔、消雾塔、降噪塔和综合塔）等。同时，公司依托自身产品和技术优势提供工业冷却塔相关的技术服务。公司产品广泛应用于石化、冶金、电力等工业领域，是现代工业重要的配套设施。

图表1：公司主要产品一览

大类	细分类别	图示	特点及用途
常规冷却塔	NH 系列钢混结构逆流式（常规）冷却塔		该塔型塔体采用大跨度混凝土框架结构，单塔设计流量最大可达 6,500m ³ /h，大规模应用于化工、电力、冶金等领域。该塔型具有结构稳定，耐候性能良好等优点。
	GNZFC 系列玻璃钢结构逆流式（常规）冷却塔		防腐性能优异，适用于正常水质、海水及酸性水等多种场合；重量轻，结构稳定，免维护、寿命长，安装简便，可拆卸搬迁
	GNZF/NZF 系列钢结构逆流式（常规）冷却塔		钢结构逆流式冷却塔具有重量轻、结构紧凑、制造及施工周期短等特点，常应用于冶金、化工等行业。
开式环保节能型冷却塔	节水塔		该塔型除提供常规冷却塔功能外，年均节水率（以蒸发水量计）达 15~20%。

消雾塔		该塔型在低温环境下运行减少羽雾排放，满足现代工业越来越高的环保要求。
降噪塔		该塔型在冷却塔设备外 1m 处噪声降低 10~30dB(A)。
闭式冷却塔		全封闭循环，无污染； 安装简便，布置灵活； 操作方便，运行稳定； 用途广泛，对换热器无腐蚀的介质，均可直接冷却； 运行维护成本低。
冷却塔技术服务		包括系统维护保养、系统运营管理和环保性能提升

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

宏观经济和行业增速放缓导致收入略有下滑，毛利率水平基本稳定

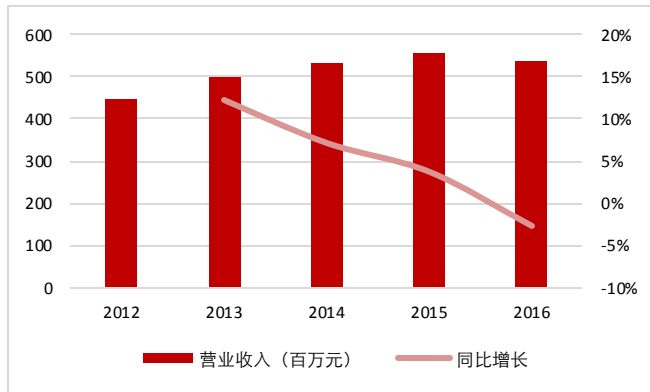
2016 年公司实现营业收入 5.39 亿元，同比下降 2.74%，归属于上市公司股东利润 0.38 亿元，同比增长 9.95%。

近年营业收入总体保持稳定，2016 年略有下降。凭借技术优势及品牌知名度，公司主营业务收入在行业中始终保持较高的水平。在国内宏观经济增速放缓的背景之下，公司主营业务收入增幅略有下降。最近三年，公司的主营业务收入主要来源于常规冷却塔销售。

近年毛利率稳定在较高水平，净利润稳中有升。2014 年度、2015 年度、2016 年度，公司主营业务综合毛利率分别为 32.28%、31.71%、30.90%，总体保持稳定。公司冷却塔应用行业广泛，并提供相应的技术服务，因此各子版块毛利率差别较大。2016 年归属于母公司所有者的净利润较上年增加 340.13 万元，同比增长 9.95%，并未与营业收入保持

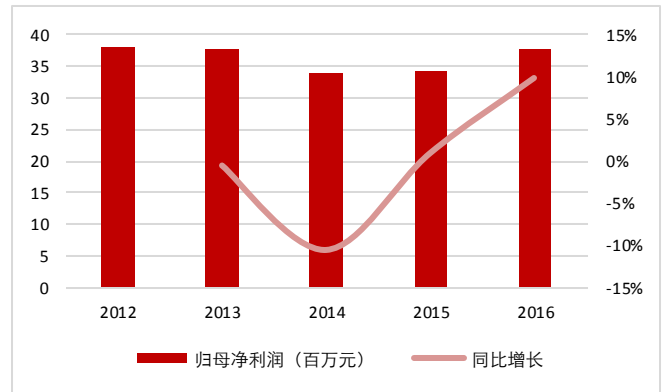
同方向变化。收入下降而利润上升的主要原因是公司 2016 年的汇兑损益较上年增加 589.81 万元。

图表 2: 公司历年营业收入及增速



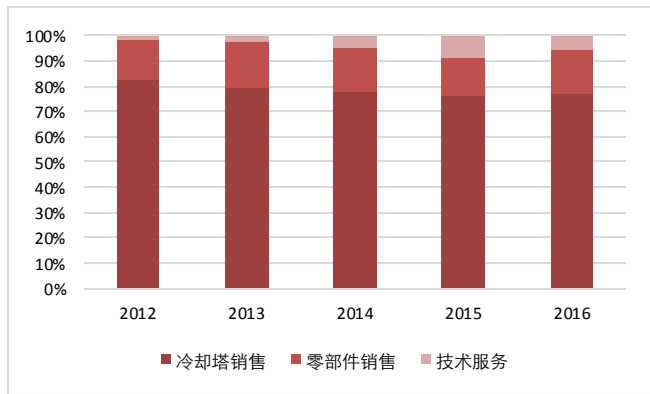
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 3: 公司历年归母净利润及增速



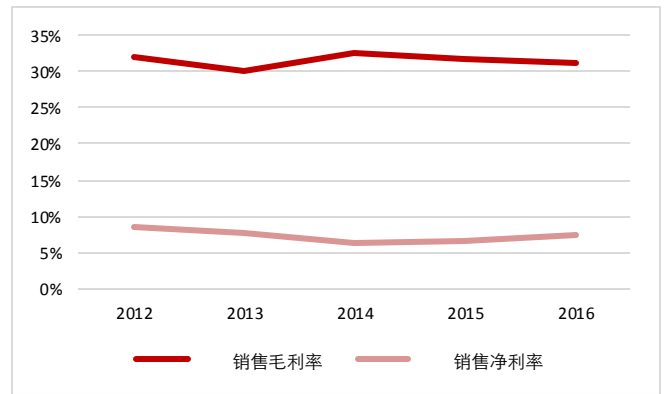
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 4: 公司历年分产品营业收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 5: 公司历年毛利率与净利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

冷却塔应用广泛市场前景良好，公司位居机力通风冷却塔行业龙头

► 行业市场规模：

冷却塔广泛应用石化、冶金、电力等工业领域，这些行业对冷却塔的需求具体分为两方面：一是上述行业扩大产能、产业整合、产业升级等新增固定资产投资产生的新增设备需求（新建塔需求）；二是受国家节能减排等政策因素的推动，上述行业进行节水、节能改造，产生的更新设备需求（改造塔需求）。

1) 石化行业：在石油炼制中，冷却塔广泛应用于常减压、催化重整、加氢精制、延迟焦化、气体分馏等各个工序。根据以往项目经验 33.80 万吨/年乙烯工程需要循环水量 10 万 m³/h，仅 770 万吨乙烯新增产量需新增冷却塔循环水量 96 万 m³/h，进而加大对市场对工业冷却塔的需求。

2) 电力行业：火电机组冷却系统主要指汽轮机排气端凝汽器冷却系统，它将汽轮机排出的、已做过功的乏汽冷凝成水，冷凝水再送回锅炉中继续循环。冷却塔是发电系统的重要组成部分，其工作性能直接影响到整个电力系统的稳定性。假设新增火电机组中 50% 为空冷机组，则新增水冷机组容量为 8,000 万千瓦。按每 100 万千瓦装机容量 144,000m³/h 循环水量计算，需新增约 1,152 万 m³/h 循环水量的冷却能力，进而加大对市场对工业冷却塔的需求。

3) 冶金行业：钢铁企业中炼铁高炉、炼钢加热炉、结晶器、氧枪、轧钢、焦化、鼓风机、电机、大型油压机械（液压油）等众多工段均需应用冷却塔。未来几年，预计钢铁冶金行业的冷却塔更新改造需求将进入集中释放期。随着钢铁行业淘汰落后产能、产业布局调整以及吨钢综合能耗、水耗、减排标准的逐步严格，有利于大型钢铁企业产能的扩张和设备更新换代的提速，进而加大市场对高效、节水、节能、环保型冷却塔的需求。

4) 核电行业：依据核电站循环水系统及配套冷却塔的特点，100 万千瓦装机容量机组应配套 2 台 2,800m³/h 核岛用冷却塔和 1 台 10,000m³/h 常规岛用冷却塔，以 5,436 万千瓦装机容量计算，则有 109 台核岛用冷却塔和 54 台常规岛用冷却塔的市场空间。随着我国民用核电大力发展，一些核电出口项目也会相应出现，同时带来较大的市场份额。除此之外，造纸、水泥、纺织、电子等工业对冷却塔的新塔建设和旧塔更新改造需求也将维持在较高水平。

➤ 行业竞争格局：

冷却塔行业厂商众多，山东、河北、浙江、江苏等地聚集了上百家冷却塔厂商。大部分国内厂商无序竞争，产品档次不高，难以满足国内大型配套工程的需求，产品也难以走向国际市场。国内规模以上的冷却塔厂商较少，其中有代表性的有本公司、中化工程沧州冷却技术有限公司等。这些厂商的冷却塔已经广泛应用于国内石化、冶金、电力等工业领域的大型项目。随着节约用水、节能降耗、清洁生产相关政策的持续推进，技术成熟、质量优良、服务完善、资本雄厚的冷却塔厂商将获得广阔的发展空间。

➤ 公司行业地位：

公司主要产品为机力通风冷却塔。自 2012 年以来，国内机力通风冷却塔厂商中，公司产销量一直排名第一，按公司 2015 年度冷却塔整塔的销售收入 4.22 亿元计算，2015 年公司在工业塔领域的市场占有率约为 7.50%。公司已建成的大型冷却塔（3,500m³/h 循环水量以上冷却塔）数量超过 3,000 台，全球有超过 400 家石油化工企业、超过 200 个电厂项目、超过 100 个冶金项目正在使用海鸥冷却塔系统。

2017 年 1 月 17 日，工业和信息化部、中国工业经济联合会公布《关于公布第一批制造业单项冠军示范（培育）企业名单的通告》（工信部联产业函〔2017〕28 号），公司被确定为第一批制造业单项冠军培育企业。

➤ 主要客户情况：

公司在冷却塔领域已形成了涵盖研究研发、制造、营销、售后服务的完整业务体系，具有了一定的生产规模和广泛的客户基础，拥有了较高的品牌知名度、较好的市场声誉和较强的市场影响力。公司主要客户为石化、冶金、电力等大型企业集团的各级下属企业以及大型工程承包商。

图表 6： 2016 年公司前五大客户销售情况

序号	客户名称	销售金额（万元）	销售占比（%）
1	Siemens Aktiengesellschaft	7,041.28	13.06
2	PRPC Utilities And Facilities Sdn.Bhd.	5,467.50	10.14
3	台湾积体电路制造股份有限公司	4,008.39	7.43
4	哈尔滨电气国际工程有限责任公司	2,869.85	5.32
5	上海华电奉贤热电有限公司	1,833.14	3.40
合计		21,220.16	39.35

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

募投项目重点：增强环保型冷却塔产能，提高研发及营销服务能力

公司本次拟向社会公开发行股票不超过 2,287 万股，占发行后总股本的 25%，募集资金在扣除发行费用后，将投资于以下项目：

图表 7：募投项目概况

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)	项目备案	环保批文
环保型冷却塔项目	20,267	20,267	常发改备〔2014〕3 号	常环审(2015) 21 号
绿色环保 JXY 型冷却塔技术研发中心建设项目	2,245	2,245	常发改备〔2014〕2 号	常环表(2014) 43 号
营销网络建设项目	2,740	2,740	常发改备〔2014〕4 号	不涉及环境影响评价事项
合计	25,252	25,252	-	-

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

本次发行的募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，在募集资金到位之后予以置换。若本次发行实际募集资金不能满足上述项目投资需求，资金缺口将通过自有资金和银行贷款方式予以解决。

✓ 环保型冷却塔项目

项目总投资 20,267 万元，其中固定资产投资 17,232 万元，铺底流动资金 3,035 万元。

公司依托较强的技术力量，在传统的大型开式冷却塔的基础上，进行全面技术升级，同时研究开发出新一代具有节水、消雾、降噪等功能新型环保节能型冷却塔，并将其产业化。环保型冷却塔项目实施后，产品符合当前国内节能减排的大环境，同时可有效替代国外产品，从而迅速占领国内及国外市场份额，提高公司的经济效益。同时，项目新增的生产设备可提高公司的生产工艺水平和产品精度，提高产品附加值，从而增强公司的综合竞争力。

本项目实施完成后，公司将形成新增年产 160 台开式环保节能型冷却塔、100 台闭式冷却塔、90 台大型开式冷却塔，以及 150 套大型开式冷却塔升级零部件的生产规模。

✓ 绿色环保 JXY 型冷却塔技术研发中心项目

项目总投资 2,245 万元，其中设备购置 1,422 万元。本次技术研发中心建设项目将集科研、开发、检测试验、新产品试制生产于一体，以增强公司的研制开发能力。

- 1) 完善公司技术研发中心，使公司的产品结构得到优化，并提高公司综合技术水平、管理水平、装备水平和市场占有率，加快公司的产品结构调整；
- 2) 建立环保节能型冷却塔产品的检测、中试试验、产品试制中心，对新开发的产品进行样机试制，生产工艺研究；
- 3) 掌握环保节能型冷却塔全面研发和生产技术能力，形成可面向客户针对单一环保要求（节水/消雾/降噪）和全面环保要求（同时具备以上性能）的“个性化”和“菜单式”服务能力；
- 4) 建立工业冷却塔行业的技术研发技术支持平台。建立冷却塔设计的基本信息数据库和标准库，加强人才梯队的建设，为新产品的开发提供可靠、实用的数据基础，实现工业冷却塔产品的优化自主创新设计。

✓ 营销服务网络建设项目

为了适应公司生产规模扩大，适应市场需求，公司拟投资 2,740 万元，完善公司营销服务网络，提升公司营销和技术服务水平。本项目将在 5 个大区新增设 12 个营销服务办事处，这 12 个办事处包括：

- (1) 华北地区 3 处：河南郑州、山西太原、内蒙包头；
- (2) 华南地区 3 处：广东广州、广西南宁、福建福州；
- (3) 西北地区 2 处：陕西西安、甘肃兰州；
- (4) 西南地区 3 处：四川成都、云南昆明、贵州贵阳；
- (5) 上海地区 1 处：上海。

估值建议

同行业估值水平：

参考 Wind 一致预测，可比上市公司 2017 年对应 PE 处于 22~61 倍区间；2017 年工业机械行业的上市公司 PE 处于 508~648 倍区间，中位值为 65 倍，平均值为 104 倍。

图表 8：可比上市公司估值一览表（参考 Wind 一致预测）

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS				P/E				PB 当前
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
300263	隆华节能	6.60	0.02	0.08	0.11	0.11	382	84	61	61	2.40
002665	首航节能	7.55	0.08	0.11	0.34	0.55	96	68	22	14	5.14
603269	海鸥股份	-	0.38	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，华泰证券研究所；数据日期：2017 年 4 月 27 日；注：海鸥股份 2016 年 EPS 为本次发行后每股收益

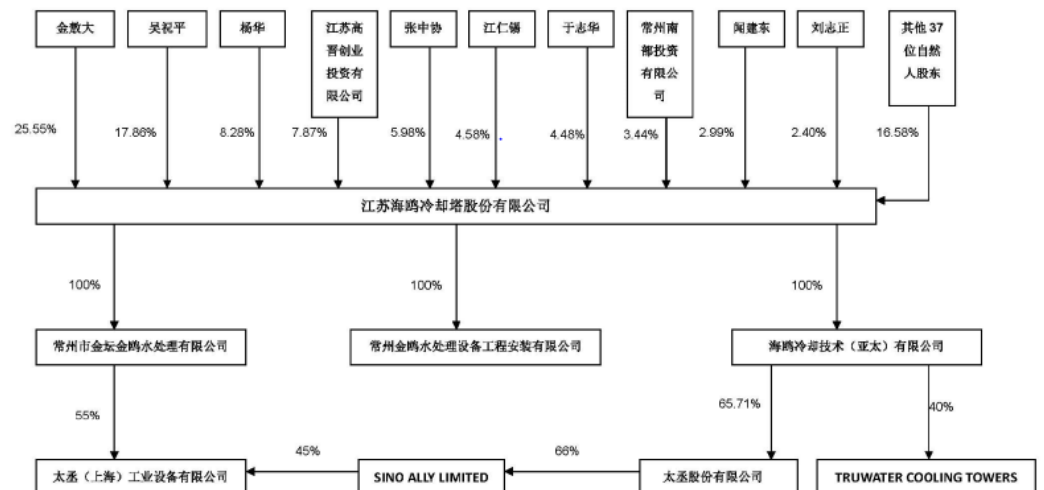
发行与股本概况

图表 9：本次发行概况

发行价格	--
发行股数	2,287 万股
发行后总股本	9,147 万股
发行后 EPS（2016）	0.38 元
发行市盈率（2016）	--

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 10：发行前公司股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 11: IPO 时间表

发行进程	时间
招股	2017-04-25
路演及询价	2017-04-28 至 05-02
发行公告	2017-05-04
网上申购	2017-05-05
公布中签	2017-05-08 至 05-09
待上市	2017-05-09
上市	--

资料来源：Wind，华泰证券研究

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：862583389999/传真：862583387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：8675582493932/传真：8675582492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：861063211166/传真：861063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：862128972098/传真：862128972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com