

## 海鸥股份 (603269.SH)

2023年03月13日

## 冷却塔拐点至，龙头迎高增

## ——公司首次覆盖报告

## 投资评级：买入（首次）

日期	2023/3/13
当前股价(元)	16.75
一年最高最低(元)	19.33/9.98
总市值(亿元)	18.85
流通市值(亿元)	18.85
总股本(亿股)	1.13
流通股本(亿股)	1.13
近3个月换手率(%)	186.02

## 股价走势图



孟鹏飞（分析师）

mengpengfei@kysec.cn

熊亚威（分析师）

xiongyawei@kysec.cn

证书编号：S0790522060001

证书编号：S0790522080004

## ● 公司是国内冷却塔龙头，市占率将进一步提升、盈利能力将提高

公司是具有全球竞争力的国内冷却塔龙头，主营工业及民用冷却塔，掌握多项环保节能型冷却塔的核心制造技术，具备核心供应资质，客户涵盖全球多家头部企业。受益于竞争格局改善，下游火电、核电以及半导体、储能、数据中心等新兴应用领域对冷却塔需求高增，公司市占率将进一步提升、盈利能力持续改善。我们预测公司2022-2024年实现营业收入12.65/21.26/30.83亿元，归母净利润0.61/1.53/2.45亿元，EPS为0.54/1.36/2.18元，当前股价对应PE为30.8/12.3/7.7倍，2023-2024年估值低于可比公司估值。公司冷却塔业务受益于火电、核电等领域需求增长，具备较高成长性。首次覆盖，给予“买入评级”。

## ● 冷却塔：温控重要设备，竞争格局优化、火电、核电等多下游需求高增

冷却塔用于冷却循环水。向高价值量的节能环保型冷水塔升级是行业的产品迭代趋势，带来冷却塔存量改造需求。行业增量主要来自于（1）火电核准加速，冷却塔市场需求翻倍。（2）国内加大发展沿海核电、内陆核电，确定使用高附加值的高位收水冷却塔，核电冷却塔进入0→1增长阶段。（3）数据中心、半导体、储能等新兴市场对冷却塔需求提升。伴随着海外冷却塔巨头逐步退出中国市场、国内龙头企业将更加受益于下游需求增长，利润体量将进一步提升。

## ● 掌握环保节能冷却塔核心技术铸竞争壁垒，开拓全球市场市占率进一步提升

冷却塔行业具备技术、资质以及品牌壁垒，公司竞争优势明显。技术上，公司是国内为数不多掌握高位收水、消雾等新技术的厂商，满足下游客户对冷却塔节能环保的需求。供应资质上，公司是稀缺的中核集团合格供应商，受益于核电冷却塔需求增长。公司于2013年收购马来西亚Truwater冷却塔公司，率先进军东南亚市场，随后在全球各地建立子公司加大海外布局。目前公司与西门子、沙特基础化工、台积电以及国内的中石油、华电集团、宝钢集团等巨头长期合作，已在全球范围内建立知名度。受益竞争格局优化，国内冷却塔下游多点开花、一带一路沿线等地区冷却塔需求高增，公司的全球市占率将进一步提升。

## ● 风险提示：火电、核电核准机组体量、进度低于预期，汇率波动。

## 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	834	1,130	1,265	2,126	3,083
YOY(%)	36.5	35.4	12.0	68.0	45.0
归母净利润(百万元)	46	53	61	153	245
YOY(%)	-4.2	13.9	15.5	151.2	59.8
毛利率(%)	31.5	28.3	27.7	28.8	29.2
净利率(%)	5.6	4.7	4.8	7.2	8.0
ROE(%)	5.8	6.4	6.9	15.2	19.9
EPS(摊薄/元)	0.41	0.47	0.54	1.36	2.18
P/E(倍)	40.6	35.6	30.8	12.3	7.7
P/B(倍)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、公司是具备全球竞争力的国内冷却塔龙头，迎来新增长.....	4
1.1、国内冷却塔单项冠军，产品高端化拓展、下游不断延伸.....	4
1.2、营收增速将换挡、盈利能力将提升.....	5
1.3、现金流表现较弱主要由于行业回款周期长、公司订单高增投入加大.....	7
1.4、实控人合计持股 25.64%，设立多家子公司全球化布局.....	8
2、冷却塔：竞争格局优化、节能环保需求推动价值量提升.....	8
2.1、冷却塔：温控系统重要设备，用于冷却循环水.....	8
2.2、竞争格局：海外龙头优势衰减，国内厂商迎来机会.....	10
2.3、掌握节能环保新技术、具备核心资质和客户资源铸就竞争壁垒.....	10
3、火电核准加速冷却塔需求高增，核电冷却塔 0→1 增长.....	11
3.1、火电新建项目及存量改造带来冷却塔市场翻倍需求.....	11
3.1.1、火电年均装机量相比十三五期间翻倍，冷却塔需求高增.....	12
3.1.2、火电传统冷却塔向节能环保型迭代加速.....	12
3.2、核电冷却塔进入 0→1 增长阶段，公司具备供应资质优势明显.....	13
4、数据中心、储能、半导体行业用冷却塔前景广阔.....	14
5、公司开拓欧洲、一带一路冷却塔市场，提升全球市占率.....	15
6、盈利预测与投资建议.....	16
6.1、盈利预测.....	16
6.2、投资建议.....	17
7、风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

## 图表目录

图 1：成立至今在冷却塔行业深耕，产品升级、开拓全球市场，全球竞争力不断提升 .....	4
图 2：公司常规冷却塔营收占比呈下降趋势 .....	5
图 3：公司为石化等行业客户提供冷却塔 .....	5
图 4：下游分散平滑周期波动，公司营收常年增长 .....	6
图 5：公司在手订单持续增长 .....	6
图 6：2021 年海外收入占比达 50.4%，海外地区冷却塔毛利率高于国内 .....	7
图 7：随竞争格局改善、下游多领域需求高增，公司盈利能力有望提升 .....	7
图 8：现金流表现较弱主要因冷却塔行业回款周期较长、公司订单高增投入加大 .....	7
图 9：2021 年存货账面价值中，在产品占比最高，为 90.4% .....	8
图 10：受行业属性影响，公司的营运能力较弱 .....	8
图 11：实控人合计持股 25.64%，设立多家子公司全球化布局 .....	8
图 12：冷却塔按通风方式分为自然通风冷却塔和机力通风冷却塔 .....	9
图 13：机力通风塔风机引风进行对流换热 .....	10
图 14：自然通风冷却塔换热冷源为外界空气 .....	10
图 15：高位塔比常规塔节省扬程（可理解为节省能耗） .....	11
图 16：高位收水塔和常规塔结构区别主要是有高位收水装置 .....	11
图 17：公司与全球多家知名企业合作 .....	11
图 18：2019 年公司前五大客户为下游行业头部企业 .....	11
图 19：冷却塔是火电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 .....	12
图 20：火电基建投资额增速大幅提升 .....	12
图 21：火电新增装机增速有望迎拐点 .....	12
图 22：杭州华电半山发电厂的自然通风冷却塔拆除 .....	13
图 23：预计 2030 年中国核电机组装机容量将大幅增长 .....	14
图 24：广东廉江核电项目一期于 2022 年 12 月正式开工，共建设两座冷却塔 .....	14
图 25：冷却塔是液冷方案中使用的室外机 .....	14
图 26：液冷技术方案能有效降低 PUE .....	15
图 27：预计 2022 年-2025 年国内液冷温控市场 CAGR 达到 120% .....	15
图 28：锂电池容易在极短时间内升温到危险水平，温控系统极为重要 .....	15
图 29：一带一路沿线国家 PMI 指数均处于荣枯线以上，经济富有活力，成品油需求增长 .....	16

图 30: 2018 年公司为西门子提供 12 台消雾降噪环保型冷却塔, 该项目全部采用国际标准 ..... 16

表 1: 主营收入预测 (百万元) ..... 16

表 2: 2023-2024 年估值低于可比公司估值 ..... 17

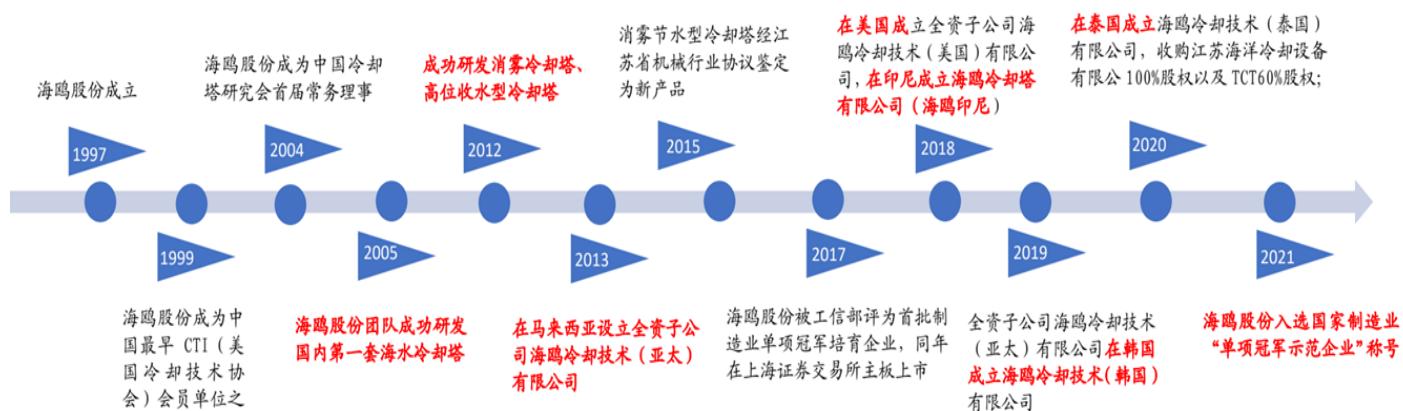
## 1、公司是具备全球竞争力的国内冷却塔龙头，迎来新增长

### 1.1、国内冷却塔单项冠军，产品高端化拓展、下游不断延伸

海鸥股份成立于 1997 年，深耕冷却塔的研发、设计、制造及安装，并依托产品和技术优势提供冷却塔相关的技术服务。公司主要产品为工业及民用机力通风冷却塔，为定制非标化设备，销量国内第一。在国际市场上，公司与海外巨头哈蒙、SPX（马利）、英能科直接竞争。

公司是冷却塔行业标准的制定者。公司作为主要参编单位之一参与起草了中国冷却塔行业标准 GB/T7190.1-2018、GB/T7190.2-2018、GB/T50102-2014、GB/T18870-2011、CCTI TL001-2014 和 ZTXB 100.001-2016 等。公司也参与起草了美国 CTI 冷却塔行业标准 BUL-145, BUL109 的新版修订。

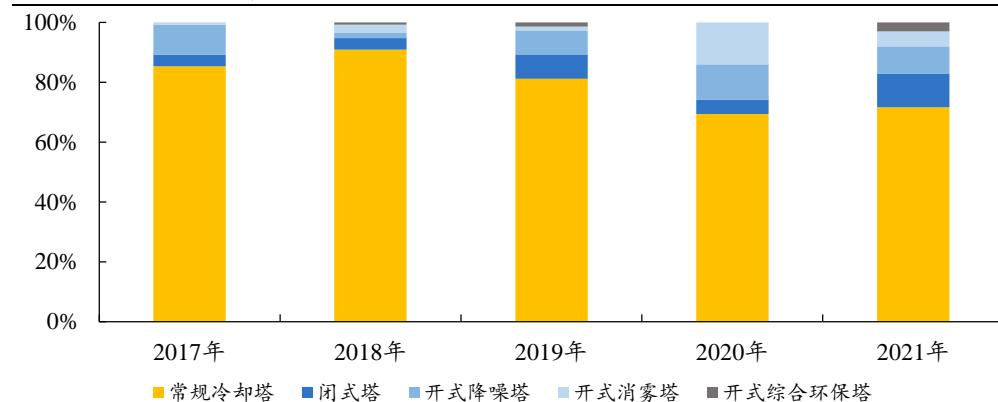
图1：成立至今在冷却塔行业深耕，产品升级、开拓全球市场，全球竞争力不断提升



资料来源：公司官网、海鸥股份招股说明书、海鸥股份 2021 年报

从产品种类看，公司生产常规冷却塔和环保节能型冷却塔。环保节能型冷却塔包括闭式冷却塔和开式环保节能型冷却塔，开式环保节能型冷却塔包括节水型、消雾型、降噪型及综合型。环保型冷却塔的价值量更高、利润率更高，近年来公司加大对环保型冷却塔市场的开拓，未来环保型冷却塔营收占比将提升。

公司冷却塔的主要下游为石油化工、冶金、电力等工业领域，客户包括中石化、中石油、中海油、国电集团、华电集团、华能集团、宝钢等。同时积极拓展火电、核电、储能、数据中心、半导体等领域需求，创造新增长点。公司曾与中国核工程有限公司签订供货合同，为“田湾核电站 5、6 号机组”提供机械冷却塔新材料，是中核集团认证的合格供应商。

**图2：公司常规冷却塔营收占比呈下降趋势**


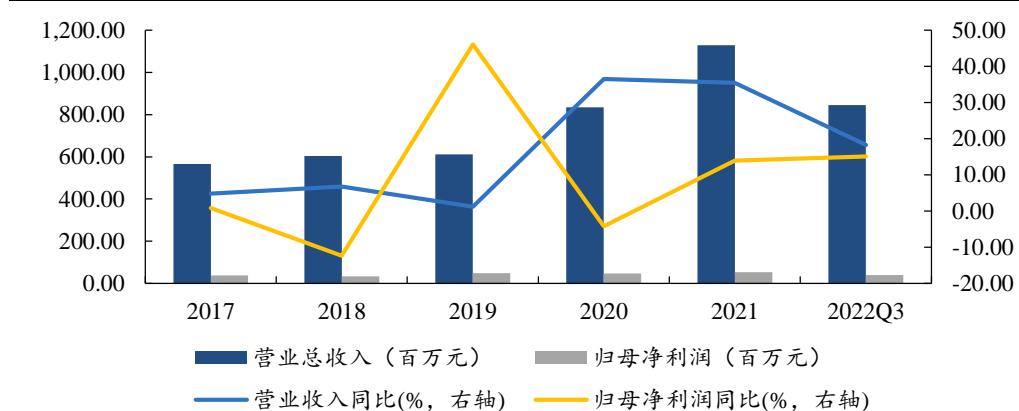
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：公司为石化等行业客户提供冷却塔**


资料来源：公司官网

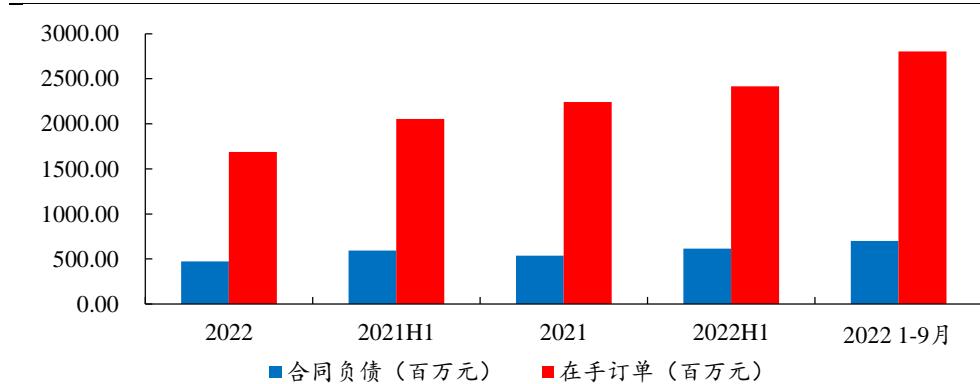
## 1.2、营收增速将换挡、盈利能力将提升

冷却塔下游应用分散，受到单一行业景气波动影响较小，公司收入常年保持增长。

**图4：下游分散平滑周期波动，公司营收常年增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

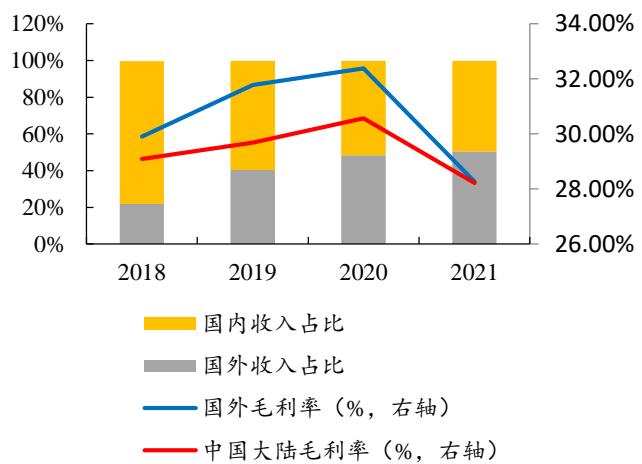
下游需求增长，公司在手订单充裕，营收将增速换挡。除传统行业外，火电、核电等应用领域对冷却塔需求增长以及冷却塔节能改造需求使得公司在手订单高增。根据公司公告，公司共有4块产地，分别位于常州武进，常州金坛，扬州仪征，马来西亚吉隆坡，共同支撑公司不断加大订单接收规模。

**图5：公司在手订单持续增长**


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所注：2022年1-9月在手订单为预测值

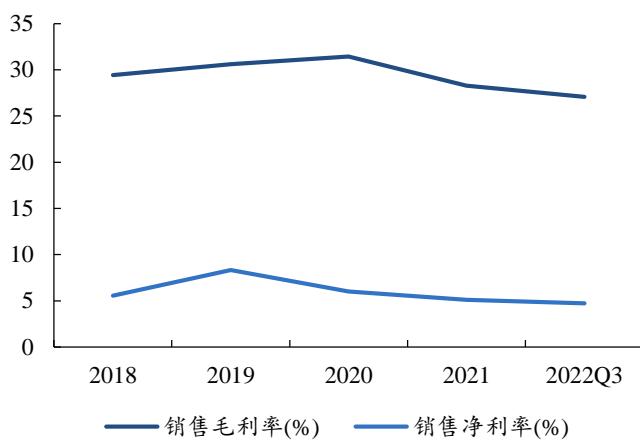
公司盈利能力将提升。目前公司营收占比最高的仍为常规冷却塔，常规冷却塔行业竞争激烈整体毛利率下行。未来公司将凭借技术优势扩大高价值量的环保型冷却塔营收占比。海外地区冷却塔毛利率高于国内，公司积极开拓一带一路沿线、欧洲等地区机会，加大海外市场布局。

图6: 2021年海外收入占比达50.4%，海外地区冷却塔毛利率高于国内



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 随竞争格局改善、下游多领域需求高增，公司盈利能力有望提升



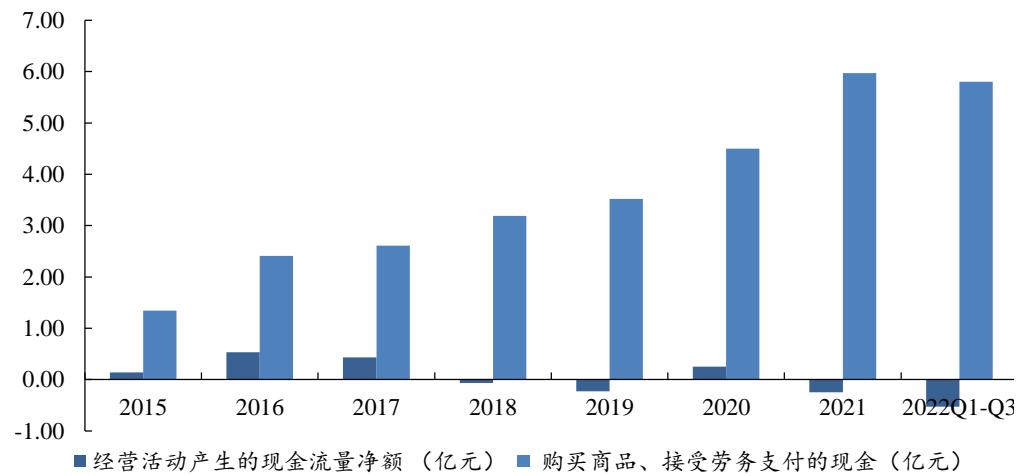
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、现金流表现较弱主要由于行业回款周期长、公司订单高增投入加大

冷却塔为非标设备，发货、调试、验收受客户总体工程进度制约，所以从投产至验收周期较长、存货周转率较低。同时由于公司客户主要集中在石油化工、煤化工、火电、核电、冶金、太阳能等领域，在产业链中处于相对强势地位，客户付款需多部门、多环节审批，内部程序严格，从而导致公司应收账款回款周期较长。

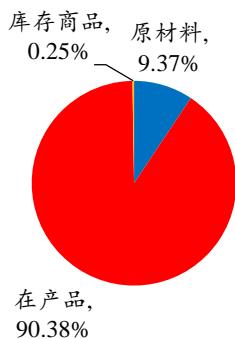
2018年以来公司经营性现金流水平多次为负，一是受到疫情影响项目周期延长，二是由于订单增加公司投入加大，购买商品、接受劳务支付的现金流流出增加。

图8: 现金流表现较弱主要因冷却塔行业回款周期较长、公司订单高增投入加大



数据来源: Wind、开源证券研究所

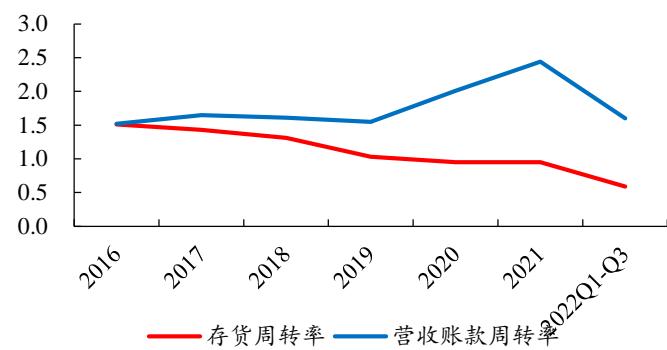
图9: 2021 年存货账面价值中, 在产品占比最高, 为 90.4%



---

数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：受行业属性影响，公司的营运能力较弱



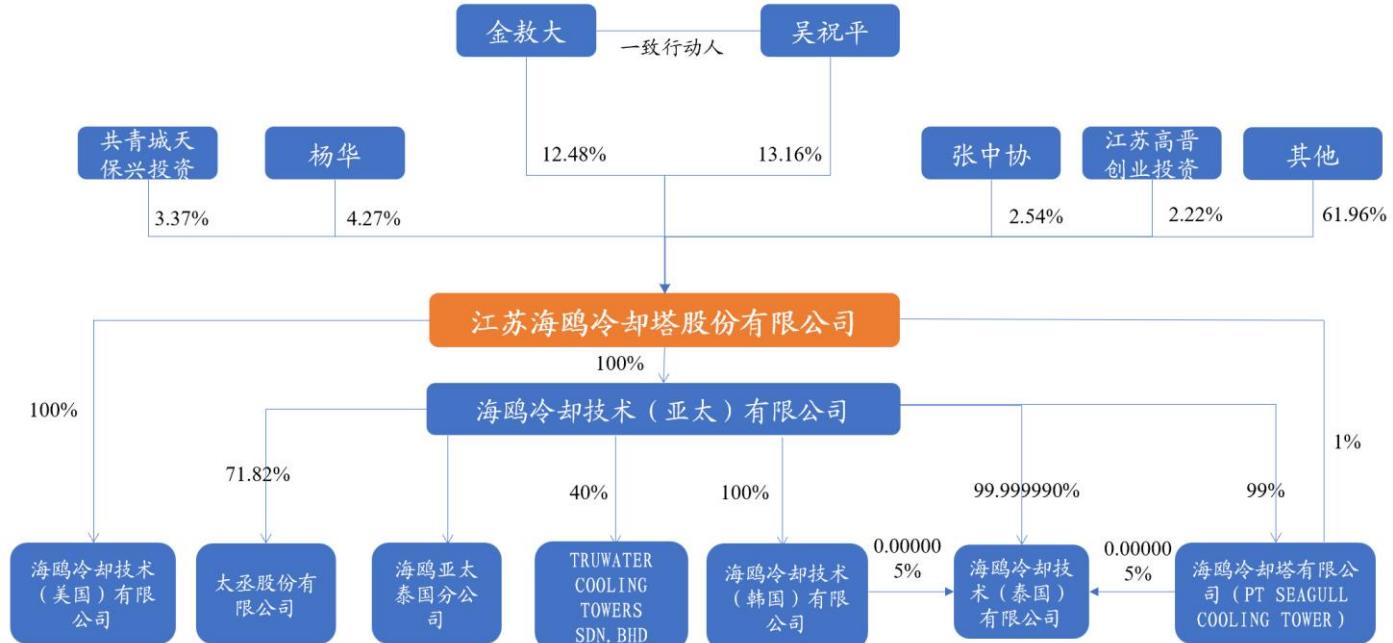
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、实控人合计持股 25.64%，设立多家子公司全球化布局

截至 2022 年三季报，金教大、吴祝平为公司实际控制人，合计持股 25.64%。金教大为公司董事长，持股比例 12.48%。吴祝平为公司副董事长，持股比例 13.16%，于 1990 年至 1994 年任常州市玻璃钢冷却塔研究所所长。

截至公司配股说明书签署日，海鸥股份拥有四家全资子公司，并通过全资子公司控股六家公司、一家分公司以及参股一家公司。母公司主要生产销售工业冷却塔。境外项目中，民用冷却塔项目基本由马来西亚子公司 Truwat er 承接，除 Truwat er 外的其他海鸥亚太控股子公司主营工业冷却塔。

图11：实控人合计持股 25.64%，设立多家子公司全球化布局



资料来源：Wind、海鸥股份配股说明书

2、冷却塔：竞争格局优化、节能环保需求推动价值量提升

2.1、冷却塔：温控系统重要设备，用于冷却循环水

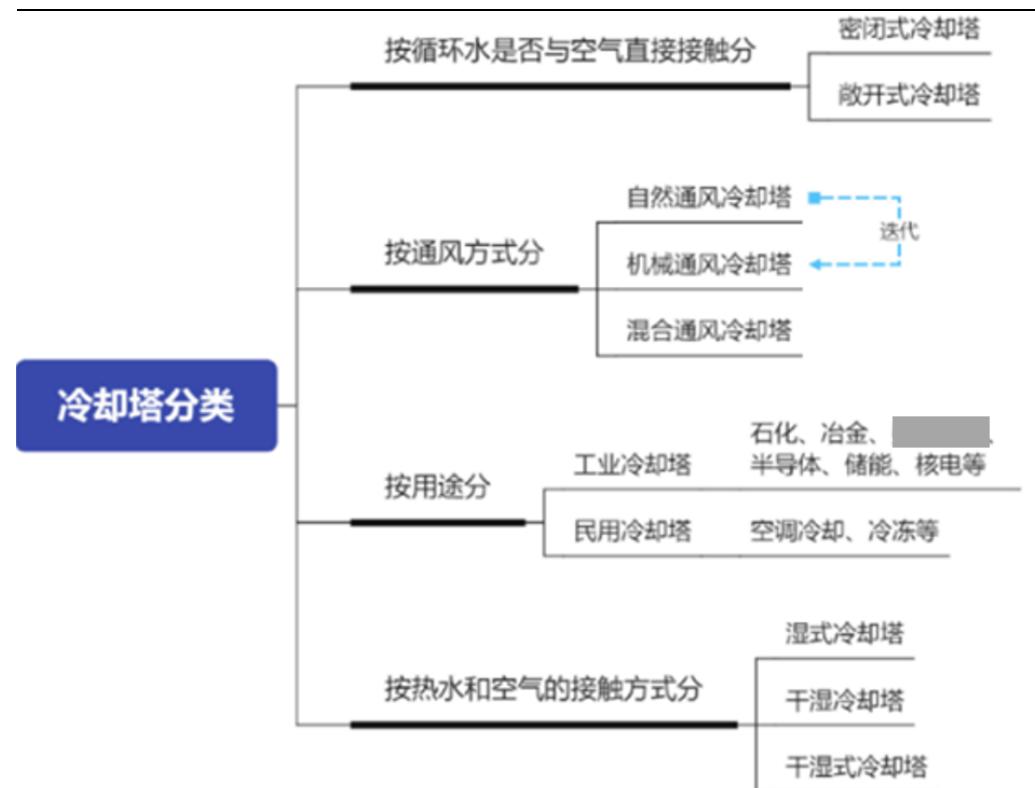
冷却塔是应用最广、类型最多的冷却系统。2020年我国冷却塔市场空间约为

140 亿元。我们认为，在火电项目加速招标及设备迭代、核电领域冷却塔应用趋势下，冷却塔行业有望迎来新一轮增长。

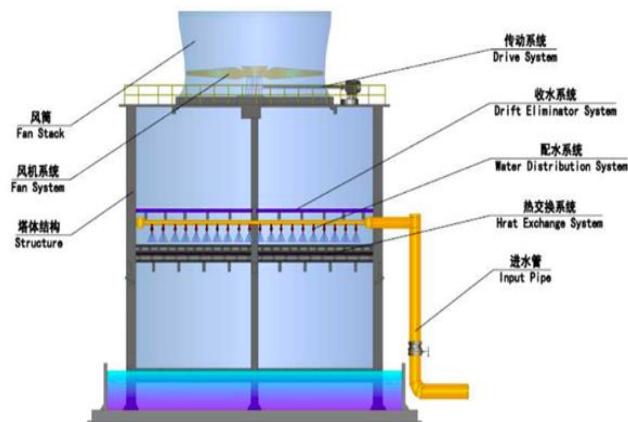
工业冷却塔是工业温控中的重要一环，用于工业冷却水的冷却。民用冷却塔一般为水冷式中央空调的循环水冷却装置，数据中心主要使用民用冷却塔。

开式冷却塔按照通风方式区分，又分为自然通风冷却塔和机力通风冷却塔两大类。自然通风型的换热冷源为外界空气，通过混凝土搭建的烟囱形的塔来形成烟囱效应。空气在换热单元和热水进行交换。机力通风塔相对较低，高度在 8m 以上，没有烟囱，需要靠电机驱动风机，风机引风进行对流换热。电力行业 80% 的冷却形式为自然通风，化工行业和数据中心则以采用机力通风为主。

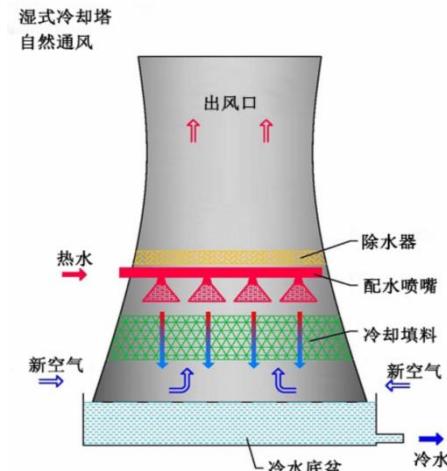
图12：冷却塔按通风方式分为自然通风冷却塔和机力通风冷却塔



资料来源：《冷却塔介绍及选型》（刘德涛，2010 年）、开源证券研究所

**图13：机力通风塔风机引风进行对流换热**


资料来源：海鸥股份招股书

**图14：自然通风冷却塔换热冷源为外界空气**


资料来源：菱科冷却塔湖北武汉办事处官方网站

## 2.2、竞争格局：海外龙头优势衰减，国内厂商迎来机会

冷却塔行业集中度低，海鸥股份为国内冷却塔行业龙头，在国内市场的主要竞争对手为马利冷却（美国 SPX 集团全资子公司）、比利时哈蒙公司以及国内的中化工程沧州冷却技术有限公司。冷却塔下游分散，不同行业的龙头公司不同，海鸥股份在电力系统、化工、数据中心领域均具备较强竞争力。

公司在国内的主要竞争对手优势衰减，竞争格局进一步改善，有利于公司市占率进一步提升。2022年2月9日，比利时哈蒙集团总部发布司法重组公告。根据湖南华电平江发电公司查询的信息，哈蒙公司此前已被多家公司起诉欠付供应商货款，经营较困难。

## 2.3、掌握节能环保新技术、具备核心资质和客户资源铸就竞争壁垒

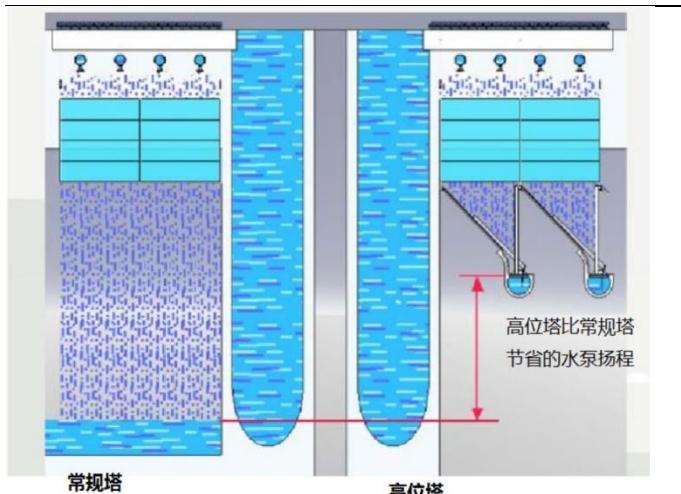
冷却塔行业具备技术、品牌以及资质壁垒，海鸥股份竞争优势明显。

近年来冷却塔下游行业对设备环保节能的需求大幅提升，要求冷却塔厂商可以提供低能耗的换热模块，以及掌握高位收水、消雾等节能环保新技术，环保节能型冷却塔的价值量更高。

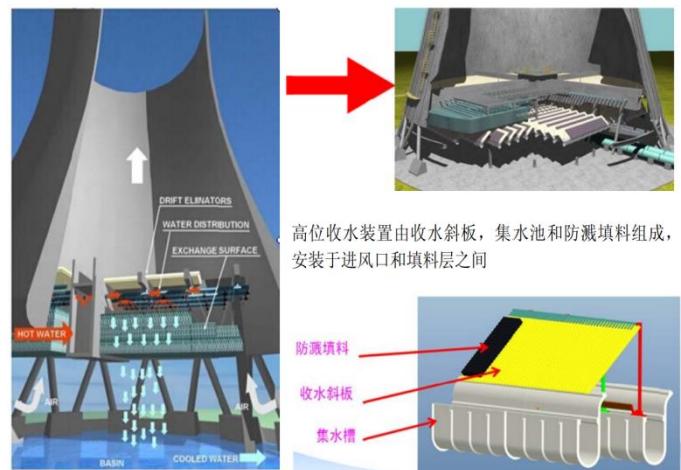
高位收水技术是自然通风形式下的新技术。原理是将换热之后的水从高空中收集起来，送到循环泵中。空气流动通过烟囱效应达成，无需额外动力能源，功耗相对减少，在运行成本上体现优势。高位收水技术主要运用于大型机组。根据不同的介质，塔的设计和选材有一定差异。海水高位收水冷却塔的造价最昂贵，其次为淡水高位收水。

消雾模块技术是机力通风塔的节能新技术。除了原先的换热介质，还有专门的散热器进行散雾处理。此种冷却塔逐渐在临近城市高速的项目中采用。

高位收水技术最早由哈蒙引进国内，海鸥股份于 2012 年成功研发高位收水冷却塔和消雾冷却塔。哈蒙退出市场后，高位收水冷却塔市场被海鸥、金坛和丰泰分割。

**图15：高位塔比常规塔节省扬程（可理解为节省能耗）**


资料来源：《高位收水冷却塔是一种节能型冷却塔》赵顺安

**图16：高位收水塔和常规塔结构区别主要是有高位收水装置**


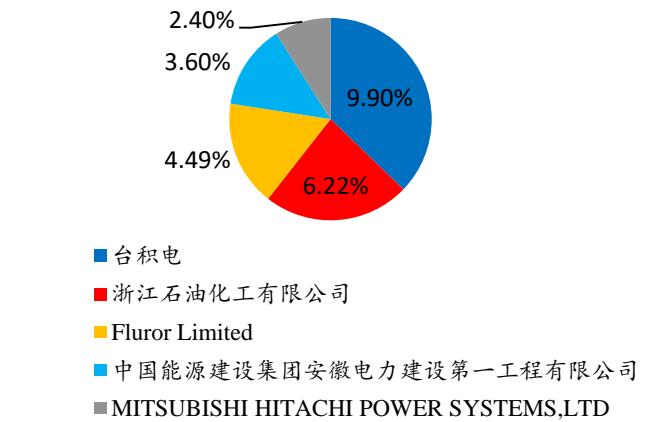
资料来源：海鸥股份官网

冷却塔的部分下游客户及设计单位建立了严格的供应商资格规定，未获得相关资格的企业无法向其提供设备。例如，石化行业对供应商的准入建立了一整套严格的审核制度，严格限定供应商资格。进入核电行业也必须具备资格认证，而海鸥股份是中核集团认证的合格供应商，受益于核电行业对冷却塔需求增长。

冷却塔是各工业领域的重要基础设备，使用过程中出现问题会直接影响客户的产品质量、生产效率，甚至会影响到生产活动的正常运行。因此，客户会选择具有较高知名度，具备项目实施经验和成功案例的供应商，并要求供应商拥有专业化的技术和售后服务团队。海鸥股份和全球多家下游头部客户建立了紧密合作关系，在全球范围内具备高品牌知名度。

**图17：公司与全球多家知名企业合作**


资料来源：海鸥股份配股说明书

**图18：2019年公司前五大客户为下游行业头部企业**


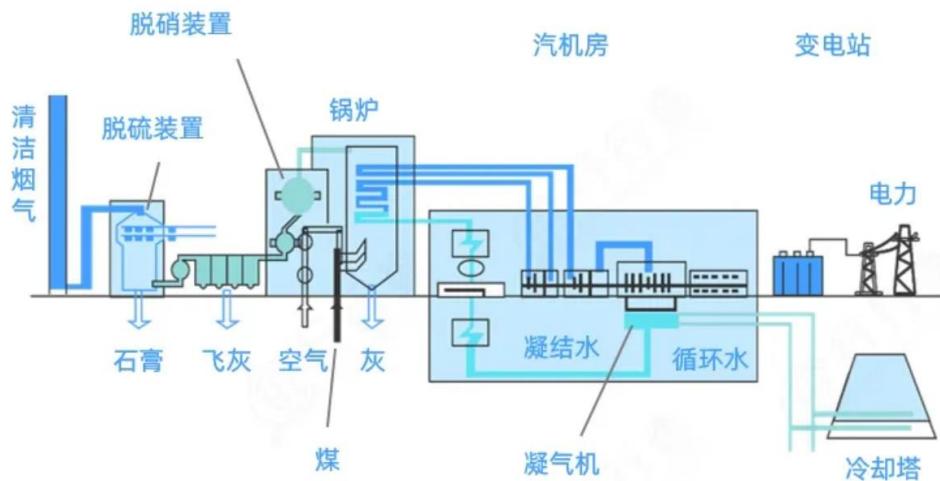
数据来源：海鸥股份配股说明书、开源证券研究所

### 3、火电核准加速冷却塔需求高增，核电冷却塔0→1增长

#### 3.1、火电新建项目及存量改造带来冷却塔市场翻倍需求

未来3年火电年均装机量相比十三五期间翻倍，冷却塔作为火电发电系统的重要设备，需求量高增。同时火电行业对传统冷却塔的节能环保改造需求加大。公司作为电力系统冷却塔龙头，掌握节能环保核心技术，将受益火电市场需求高增。

图19：冷却塔是火电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



资料来源：行行查研究中心

### 3.1.1、火电年均装机量相比十三五期间翻倍，冷却塔需求高增

火电基建投资额增长，装机量增速有望迎来拐点。限电、新能源大规模并网，调峰需求下火电基建需求上升。2021年11月，国家发改委与能源局提出“十四五”期间完成2亿千瓦的煤电机组灵活性改造，实现1.5亿千瓦的制造。2022年，火电基建投资额同比增长28.4%，火电新增装机量历经多年负增长后有望迎来拐点。

火电扩张下冷却塔需求有望增加。2022年，全国火电新增装机容量为4471万千瓦。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2236万千瓦。按每100万千瓦装机容量需144,000m<sup>3</sup>/h循环水量计算，需新增约321.9万m<sup>3</sup>/h循环水量的冷却能力，未来工业冷却塔需求有望增加。

2022年7-8月火电核准加速，冷却塔属于辅机，辅机招标预计2023年上半年开始。煤电在火电中占据超80%的份额，2022年7-9月，政策层面的煤电开工指标三个月内进行了三次调增，从3000万千瓦增至2022-2023年每年开工煤电项目8000万千瓦。单GW火电机组冷却塔价值量较高，公司作为龙头企业有望获得较高份额，对应营收增量十分可观。

图20：火电基建投资额增速大幅提升

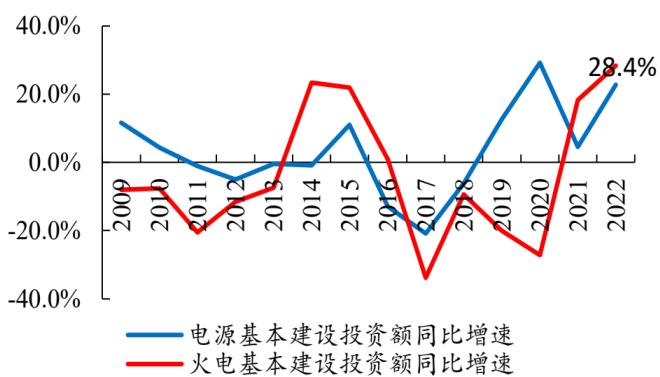
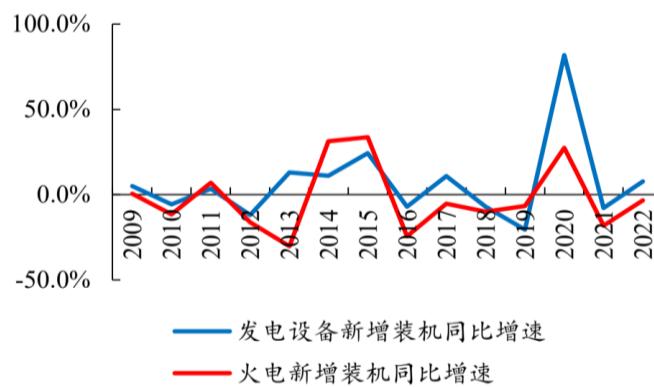


图21：火电新增装机增速有望迎拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.1.2、火电传统冷却塔向节能环保型迭代加速

目前我国采用循环冷却系统的火电机组大多采用自然通风湿式冷却塔。自然通风冷却塔体积庞大，冷却效果受风力、风向、空气湿度、温度的影响较大，正逐步被冷效高、调节性强、高度低的机械通风冷却塔替换。

2019 年至今，华电半山公司已拆除了公司原有 5 座大型双曲线自然通风冷却塔，新建 7 组共 27 座消雾环保型机力通风冷却塔（机力冷却塔），冷却塔高度由自然通风塔的 100 多米降低到 30 米。节能环保需求下火电冷却塔迭代或进一步加速。

图22：杭州华电半山发电厂的自然通风冷却塔拆除



资料来源：杭州网

### 3.2、核电冷却塔进入 0→1 增长阶段，公司具备供应资质优势明显

核电机组淋水面积大于火电，未来将主要使用高价值量的高位收水海水冷水塔，公司具备先发优势，将受益于核电冷却塔需求爆发。

在 2023 年 3 月 4 日召开的两会上，中广核集团董事长的提案内容中建议，在确保安全前提下，未来十年保持每年核准开工 10 台以上机组的稳定节奏。相比之前提出的每年核准 6-8 台机组进一步提升。

我国核电机组核准节奏加快，由于环保及运行稳定性等要求，国内沿海核电、内陆核电都必然使用冷却塔。美国从 2012 年开始要求部分地区的海水直排装置改为冷却塔。2022 年 12 月我国首座核电超大型冷却塔广东廉江一期开工，标志着未来沿海核电厂将确定使用冷却塔及其高位收水技术。廉江一期项目由国家电投绿能科技（国核电力院）EPC 建设，海鸥股份长期与国核电力规划设计院合作，在核电冷却塔领域具备先发优势。

核电机组淋水面积比火电更大、将近 2 万平方米，使用高位收水技术的冷却塔价值量更高。同时，由于核电主要使用对防腐要求高的海水冷却塔，使得设备价值量进一步提升。

**图23：预计 2030 年中国核电机组装机容量将大幅增长**


资料来源：Wind、经济参考报、核能号公众号、国家电投绿能科技、智研咨询

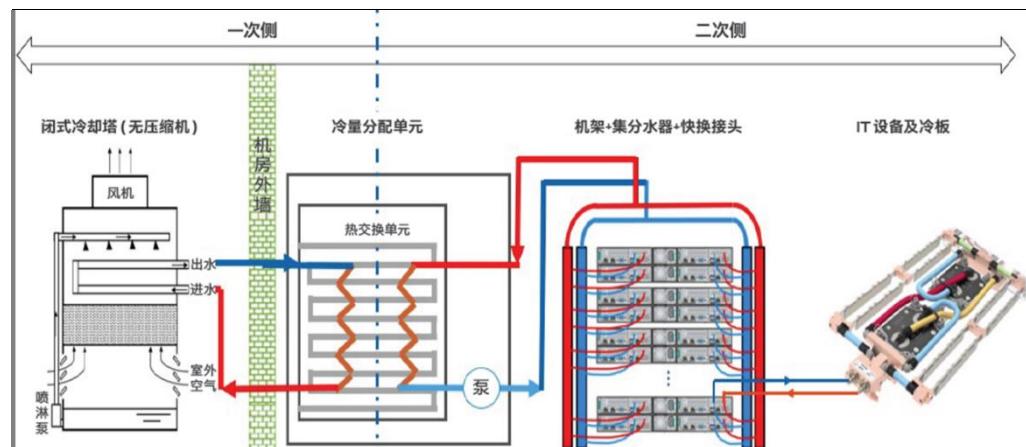
**图24：广东廉江核电项目一期于 2022 年 12 月正式开工，共建设两座冷却塔**


资料来源：绿色能源通讯社微信公众号

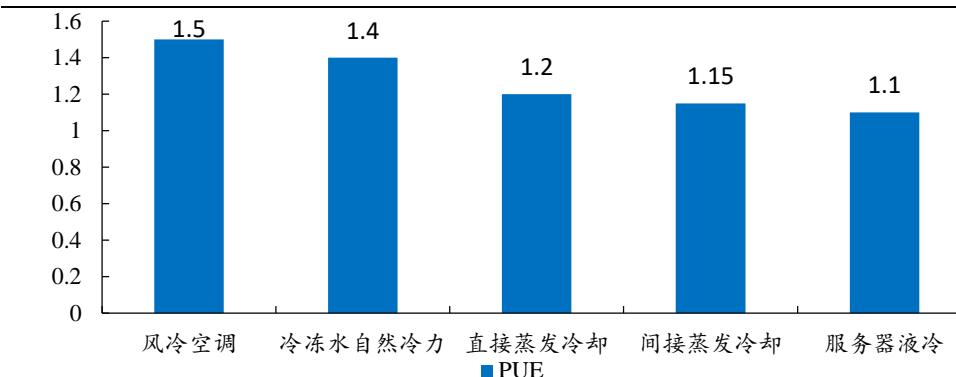
## 4、数据中心、储能、半导体行业用冷却塔前景广阔

公司积极拓展数据中心、半导体、储能等新兴领域冷却塔市场，创造新增长点。

温控系统是影响数据中心 PUE 的关键因素，液冷是未来发展趋势。温控系统是数据中心产业链必不可少的环节，AI 算力升级产热量加大，温控系统需求不断上升。与风冷系统相比，液冷数据中心更能满足绿色数据中心 PUE 要求，液冷方案占比正在快速提升。冷却塔是液冷方案中使用的室外机，需求将增长。

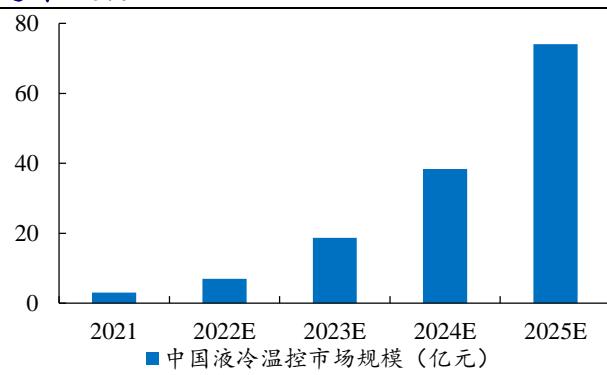
**图25：冷却塔是液冷方案中使用的室外机**


资料来源：英特尔官网

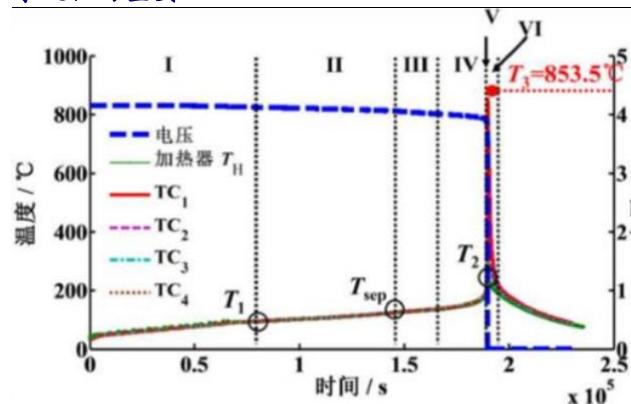
**图26：液冷技术方案能有效降低 PUE**


资料来源：英维克公众号、开源证券研究所

温控系统是保证储能安全的必须。液冷方案已成为储能温控行业趋势。国内比亚迪、宁德时代、阳光电源等主流系统集成商都推出液冷系统解决方案。根据GGII预测，到2025年液冷温控方案在储能温控中的渗透率达45%。

**图27：预计 2022 年-2025 年国内液冷温控市场 CAGR 达到 120%**


数据来源：中商情报网、开源证券研究所

**图28：锂电池容易在极短时间内升温到危险水平，温控系统极为重要**


资料来源：再生资源公众号

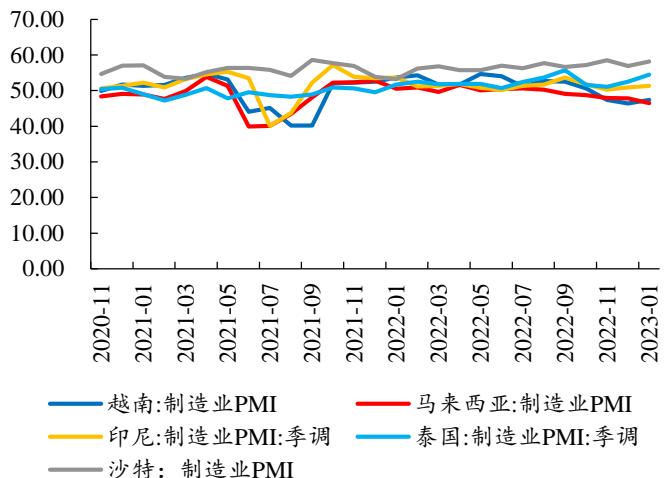
**半导体：**半导体行业需要使用大量工艺冷却水，对湿度和温度有一定的范围要求。由于生产过程中蒸发热量大，冷却水降温成为必然。为了保证半导体设备的正常使用，冷却塔是必不可少的配套设施。台积电已经是公司的大客户，主要由子公司台湾太丞为其提供冷却塔产品及相应服务。

## 5、公司开拓欧洲、一带一路冷却塔市场，提升全球市占率

海外冷却塔毛利率高于国内，公司内生外延积极开拓欧洲、一带一路沿线等地区的冷却塔市场，未来全球市占率将进一步提升。

- **一带一路：**公司通过收购马来西亚 Truwatere 冷却塔公司，优先开拓东南亚市场，在东南亚地区建立了良好的品牌效应。东南亚地区民用冷却塔、工业冷却塔需求量均高增，公司将受益。沙特地区成品油炼化扩产空间大，带来工业冷却塔需求。公司核心客户为沙特基础化工。
- **欧洲市场：**公司已经承接了西门子集团波兰 Plock 项目、美国 Lordstown 项目、埃及 Beni Suef 项目、英国 Keadby 电厂项目、燃气轮机项目等多个大型项目，和西门子合作紧密。

图29: 一带一路沿线国家 PMI 指数均处于荣枯线以上, 经济富有活力, 成品油需求增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图30: 2018 年公司为西门子提供 12 台消雾降噪环保型冷却塔, 该项目全部采用国际标准



资料来源: 海鸥股份官网

## 6、 盈利预测与投资建议

### 6.1、 盈利预测

公司只经营冷却塔一种产品, 我们对公司生产的应用于国内不同行业的冷却塔营收以及国外市场的营收分别进行预测。

国内火电装机量提升, 冷却塔需求高增, 核电领域冷却塔进入 0→1 的增长阶段。我们预测 2022-2024 年国内电力系统领域冷却塔营收同比增速分别为 0.82%/48.08%/165.75%。公司是化工行业的龙头, 在手订单充裕, 预计 2022-2024 年营收同比增速为 34.43%/99.90%/29.18%。预测 2022-2024 年国内冶金行业冷却塔营收占国内总营收的比例为 15%、15%、10%, 营收同比增速分别为 17.62%、77.69%、10.73%

公司继续加大海外市场开拓, 预测 2022-2024 年海外市场营收增速分别为 6.7%、57.5%、19.2%。

综上, 我们预测 2022-2024 年公司营业收入分别为 12.65/21.26/30.83 亿元, 同比增长 12%、68%、45%。

表1: 主营收入预测 (百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	610.94	834.23	1129.86	1265.44	2125.94	3082.62
YoY	1.2%	36.5%	35.4%	12.0%	68.0%	45.0%
综合毛利率	30.60%	31.45%	28.29%	27.74%	28.78%	29.25%
<b>国内化工行业</b>						
营业收入 (百万元)			195.80	263.21	526.17	679.72
占国内营收比 例 (%)			35.00%	40.00%	45.00%	35.00%
YoY			30.37%	34.43%	99.90%	29.18%
<b>国内冶金行业</b>						
营业收入 (百万元)		83.92	98.70	175.39	194.21	
占国内营收比		15.00%	15.00%	15.00%	10.00%	

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
例 (%)						
YoY		30.37%	17.62%	77.69%	10.73%	
国内电力（含火电、核电）行业						
营业收入（百万元）		195.80	197.41	292.32	776.82	
占国内营收比例 (%)		35.00%	30.00%	25.00%	40.00%	
YoY	30.37%	0.82%	48.08%	165.75%		
国内其他行业						
其它行业营业收入（百万元）		83.92	98.70	175.39	291.31	
占国内营收比例 (%)		15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
YoY	30.37%	17.62%	77.69%	66.09%		
国外营业收入						
营业收入（百万元）	246.19	403.95	569.21	607.41	956.68	1140.57
YOY	86.5%	64.1%	40.9%	6.7%	57.5%	19.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6.2、投资建议

选取同样生产销售冷却塔的厂商双良节能、同样受益于火电景气度提高的青达环保、东方电气作为可比公司，2022-2024 年平均 PE 为 28.8/19.4/14.7 倍。我们预测公司 2022-2024 年实现归母净利润 0.61/1.53/2.45 亿元，EPS 为 0.54/1.36/2.18 元，当前股价对应 PE 为 30.8/12.3/7.7 倍，2023-2024 年估值低于可比公司估值，存在成长空间。首次覆盖，给予“买入评级”。

**表2：2023-2024 年估值低于可比公司估值**

证券代码	证券简称	收盘价/元	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600481.SH	双良节能	13.88	125.6	325.7	36.9	34.7	52.79	24.0	17.5	13.0	0.19	0.71	0.97	1.30
688501.SH	青达环保	25.39	17	45.5	62.6	32.6	62.4	42.9	26.4	19.9	0.59	0.86	1.40	1.85
600875.SH	东方电气	20.84	22.9	32.8	37.4	26.3	26	19.6	14.2	11.3	0.73	0.97	1.34	1.69
可比公司平均							<b>28.8</b>	<b>19.4</b>	<b>14.7</b>					
603269.SH	海鸥股份	16.75	13.9	15.5	151.2	59.8	35.8	30.8	12.3	7.7	0.47	0.54	1.36	2.18

数据来源：各公司 2021 年数据来自 Wind、2022-2024 年数据来自开源证券研究所 收盘日为 2023 年 3 月 13 日

## 7、风险提示

火电、核电核准机组体量、进度低于预期，汇率波动。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1623	1873	1623	2947	3296	<b>营业收入</b>	834	1130	1265	2126	3083
现金	287	254	518	478	693	营业成本	572	810	914	1514	2181
应收票据及应收账款	454	496	0	0	0	营业税金及附加	5	6	6	11	16
其他应收款	19	23	24	56	60	营业费用	89	93	113	166	222
预付账款	25	32	32	75	79	管理费用	71	108	119	145	185
存货	663	905	864	2065	2155	研发费用	22	27	30	49	68
其他流动资产	176	163	185	273	307	财务费用	12	9	10	43	83
<b>非流动资产</b>	497	498	520	752	1010	资产减值损失	-0	0	0	0	0
长期投资	0	0	2	6	11	其他收益	5	8	6	6	6
固定资产	252	318	330	526	745	公允价值变动收益	-0	4	1	1	1
无形资产	80	76	82	88	92	投资净收益	-3	0	2	3	4
其他非流动资产	165	103	106	132	163	资产处置收益	10	-0	7	9	6
<b>资产总计</b>	2120	2371	2143	3699	4306	<b>营业利润</b>	62	73	82	205	331
<b>流动负债</b>	1121	1370	1105	2517	2881	营业外收入	1	1	1	1	1
短期借款	228	301	301	1605	1841	营业外支出	1	0	1	1	1
应付票据及应付账款	331	452	0	0	0	<b>利润总额</b>	62	74	82	205	331
其他流动负债	563	618	804	911	1040	所得税	11	16	17	41	67
<b>非流动负债</b>	128	103	100	102	103	<b>净利润</b>	50	58	65	164	263
长期借款	17	14	12	14	15	少数股东损益	4	5	3	10	18
其他非流动负债	111	88	88	88	88	<b>归属母公司净利润</b>	46	53	61	153	245
<b>负债合计</b>	1249	1473	1205	2619	2984	EBITDA	87	117	114	276	454
少数股东权益	13	14	17	28	46	EPS(元)	0.41	0.47	0.54	1.36	2.18
股本	113	113	113	113	113	<b>主要财务比率</b>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	352	352	352	352	352	<b>成长能力</b>					
留存收益	393	423	462	554	700	营业收入(%)	36.5	35.4	12.0	68.0	45.0
<b>归属母公司股东权益</b>	858	884	920	1053	1276	营业利润(%)	-2.6	18.7	11.9	150.7	61.1
<b>负债和股东权益</b>	2120	2371	2143	3699	4306	归属于母公司净利润(%)	-4.2	13.9	15.5	151.2	59.8
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	31.5	28.3	27.7	28.8	29.2
						净利率(%)	5.6	4.7	4.8	7.2	8.0
						ROE(%)	5.8	6.4	6.9	15.2	19.9
						ROIC(%)	4.5	5.1	5.4	7.0	10.0
<b>现金流量表(百万元)</b>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	25	-25	343	-1028	383	资产负债率(%)	58.9	62.1	56.3	70.8	69.3
净利润	50	58	65	164	263	净负债比率(%)	3.2	12.6	-16.6	110.3	91.9
折旧摊销	22	35	27	36	53	流动比率	1.4	1.4	1.5	1.2	1.1
财务费用	12	9	10	43	83	速动比率	0.8	0.7	0.6	0.3	0.4
投资损失	3	-0	-2	-3	-4	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-67	-138	244	-1271	-21	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
其他经营现金流	6	12	-2	3	8	应收账款周转率	2.2	2.4	0.0	0.0	0.0
<b>投资活动现金流</b>	-85	-50	-39	-256	-300	应付账款周转率	2.8	3.0	5.8	0.0	0.0
资本支出	65	37	47	265	307	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	-24	0	-2	-4	-5	每股收益(最新摊薄)	0.41	0.47	0.54	1.36	2.18
其他投资现金流	5	-13	10	13	12	每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	-0.22	3.05	-9.14	3.40
<b>筹资活动现金流</b>	105	28	-40	-61	-103	每股净资产(最新摊薄)	7.62	7.85	8.18	9.36	11.34
短期借款	4	73	0	1305	236	<b>估值比率</b>					
长期借款	13	-3	-2	2	1	P/E	40.6	35.6	30.8	12.3	7.7
普通股增加	21	0	0	0	0	P/B	2.2	2.1	2.0	1.8	1.5
资本公积增加	126	0	0	0	0	EV/EBITDA	22.1	17.1	15.2	11.2	6.9
其他筹资现金流	-60	-42	-37	-1367	-340						
<b>现金净增加额</b>	43	-51	264	-1345	-20						

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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形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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号  
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号  
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn