

2011 年 08 月 31 日

0

证券研究报告--新股定价报告

发行价(元): 22.00

上市定价(元): 24.00

隆华传热(300263)

工业冷却（凝）器升级换代的受益者

装备制造组: 王合绪

执业证书编号: S0890510120008

电话: 021 5012 2369

邮箱: wanghexu@cnhbstock.com

联系人: 刘文慧

电话: 021-50122427

公司基本数据

发行前总股本(万股)	6000.00
发行后总股本(万股)	8000.00
资产负债率(%)	50.29
每股净资产(元)	3.62
市净率(倍)	0.00
净资产收益率(加权)	17.97
12 个月内最高/最低价	0.0/0.0

股价走势图

相关研究报告

◆**公司概况。**公司成立于 1995 年, 主要产品为工业用冷却（凝）设备。冷却（凝）设备是流程工业中广泛应用的重要基础设备, 按换热机理不同可分为水冷设备、空冷器和蒸发式冷却（凝）设备。公司于 2000 年起专注于蒸发式冷却（凝）设备的研发、生产和销售, 并于 2006 年研制成功高效复合型冷却（凝）器, 这种冷却器占公司营业收入 70% 左右, 占公司毛利 80% 左右。

◆**公司股权分散影响执行力。**发行后李占明、李占强、李明卫、李明强四同胞兄弟持有公司股份比例均为 15.63%, 合计持有公司股份比例为 62.50%。我们认为, 由于李家四兄弟持股比例均等, 四人皆在公司内担任要职, 虽签署《一致行动协议》仍较难避免公司执行力偏弱风险, 且由于主要研发均系董晓强和刘岩等人完成, 李家四人均未实际掌握公司核心技术及未来持续研发, 也将影响公司的长远发展。

◆**产品升级换代市场容量巨大。**冷却（凝）设备广泛应用煤化工、石油化工、冶金、电力、制冷等行业, 这些行业对冷却（凝）设备的需求分为两方面: 一是煤化工、石油化工、冶金、电力、制冷等行业扩大产能、产业整合、产业升级等新增固定资产投资导致的新增设备需求; 二是受国家节能减排等政策因素的推动, 煤化工、石油化工、冶金、电力、制冷等行业针对节水、节能的改造、更新设备需求。经分析推算, 预计未来几年平均每年前述行业对于冷却（凝）设备的需求规模约为 375 亿元, 市场容量巨大。

◆**公司核心竞争力优势明显。**我们认为, 公司的产品本身在未来 2~3 年内仍具有一定的先进性, 且随着公司业绩增多也会有较大扩展空间。洛阳地处中原腹地, 公司相对具有人力成本低、运输费用低和洛阳市科研院所众多, 技术力量雄厚, 周边聚集了国家多个的煤化工、石油化工、钢铁、火电基地等。公司下游行业多数国家大型能源企业, 利润水平和现金流均较好, 能在一定程度上减少公司市场风险。

◆**盈利预测与投资建议。**我们认为公司未来业绩仍将保持快速增长, 我们预计公司 2011~2013 年全面摊薄每股收益分别为 0.90 元、1.27 元和 1.93 元。公司产品综合毛利率在 30% 左右, 与公司产品毛利率水平最接近的应为烟台冰轮和蓝科高新, 这两间公司在 2011 年的 PE 指标分别为 27~28 倍, 考虑到公司管理层执行力及持续研发能力偏弱, 我们给予公司 24~26 倍市盈率, 按发行后股本计算, 合理的估值区间为 22~24 元。(以下测算表以 24 元计算 PE)

	2009A	2010A	2009H	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	214.81	323.79		461.41	659.81	989.72
同比增速(%)	2.51	50.74		42.50	43.00	50.00
净利润(百万)	29.47	50.99		71.69	101.95	154.56
同比增速(%)	44.53	73.01		40.60	42.21	51.60
毛利率(%)	29.29	29.31		29.80	30.00	30.20
每股盈利(元)	0.59	0.64		0.90	1.27	1.93
ROE(%)	32.45	28.09		28.32	28.71	30.32
PE(倍)	0.00	0.00		26.78	18.83	12.42

正文目录

1. 隆华传热：专注于冷却（凝）器研发生产的民营企业	3
1.1. 主营产品：高效复合型冷却（凝）器	3
1.2. 股权结构：发行后李家四人各持有公司 15.63%股权	3
2. 行业分析：节能环保背景下的产品升级替代	4
2.1. 蒸发换热替代水冷、空冷方式优势明显	4
2.2. 煤化工、火电、钢铁冶炼等行业构成 375 亿目标市场	5
3. 公司核心竞争力：拳头产品、地处洛阳地区、优质客户	6
3.1. 拳头产品：高效复合型冷却（凝）器拥有三大创新	6
3.1.1. 设计理念的创新	6
3.1.2. 产品结构的创新	7
3.1.3. 制造工艺创新	7
3.2. 地处洛阳：较低的人力成本及中国一拖贡献 10%以上销售收入	7
3.3. 客户渠道：众多高端客户构成稳定业务来源	8
4. 募投项目：专注扩产高效复合型冷却（凝）器	9
5. 盈利预测与估值	10
5.1. 毛利率：高于行业平均水平	10
5.2. 估值区间：22~24 元	10

图表目录

图 1 公司历史沿革	4
图 2 冷却（凝）设备分类	5
图 3 公司上下游行业示意图	8
表 1 公司股权结构	3
表 2 各种冷却（凝）设备综合比较	5
表 3 公司主要客户	9
表 4 公司募投项目情况	9
表 5 公司产能产量情况	9
表 6 公司盈利能力与可比上市公司比较	10
表 7 可比公司估值情况	11

（本报告共有图 3 张，表 7 张）

1.隆华传热：专注于冷却（凝）器研发生产的民营企业

1.1.主营产品：高效复合型冷却（凝）器

公司成立于1995年，主要产品为工业用冷却（凝）设备。冷却（凝）设备是流程工业中广泛应用的重要基础设备，按换热机理不同可分为水冷设备、空冷器和蒸发式冷却（凝）设备。公司于2000年起专注于蒸发式冷却（凝）设备的研发、生产和销售，并于2006年研制成功高效复合型冷却（凝）器。经过公司持续研发，该产品已形成了针对各应用领域以及各应用领域不同工段需求的5大系列、270余种规格的较为完整的基础产品体系，并成功应用于煤化工、石油化工、冶金、电力等众多工业领域和制冷行业。高效复合型冷却（凝）器为采用复合冷却（凝）设计理念，以蒸发式换热机理为基础，以水和空气为冷却介质，同时运用蒸发式换热和空冷式换热对被冷却介质进行冷却（凝）的高效冷却（凝）设备。2008-2010年及2011年1-6月，公司冷却（凝）设备业务收入占主营业务收入的比分别为72.81%、71.90%、73.29%、67.99%，冷却（凝）设备实现毛利占公司毛利总额的比例分别为87.74%、78.43%、85.68%、83.80%。

1.2.股权结构：发行后李家四人各持有公司15.63%股权

发行前公司总股本6000万股，李占明、李占强、李明卫、李明强同胞四兄弟持有公司股份比例均为20.83%，合计持有公司股份比例为83.33%，为公司共同控股股东和实际控制人；本次拟发行A股2000万股，发行后预计李占明、李占强、李明卫、李明强持有公司股份比例均为15.63%，合计持有公司股份比例为62.50%。

表1 公司股权结构

股东名称	股权性质	发行前		发行后	
		股份数量（股）	持股比例（%）	股份数量（股）	持股比例（%）
李占明	自然人股	12,500,000	20.83	12,500,000	15.63
李占强	自然人股	12,500,000	20.83	12,500,000	15.63
李明卫	自然人股	12,500,000	20.83	12,500,000	15.63
李明强	自然人股	12,500,000	20.83	12,500,000	15.63
中国风投	境内法人股	2,083,333	3.47	2,083,333	2.6
上海石基	境内法人股	2,083,333	3.47	2,083,333	2.6
中国汇富	境内法人股	1,666,667	2.78	1,666,667	2.08
汇鑫茂通	境内法人股	1,466,667	2.44	1,466,667	1.83
董晓强	自然人股	1,350,000	2.25	1,350,000	1.69
刘岩	自然人股	1,350,000	2.25	1,350,000	1.69
社会公众股				20,000,000	25
合计		60,000,000	100	80,000,000	100

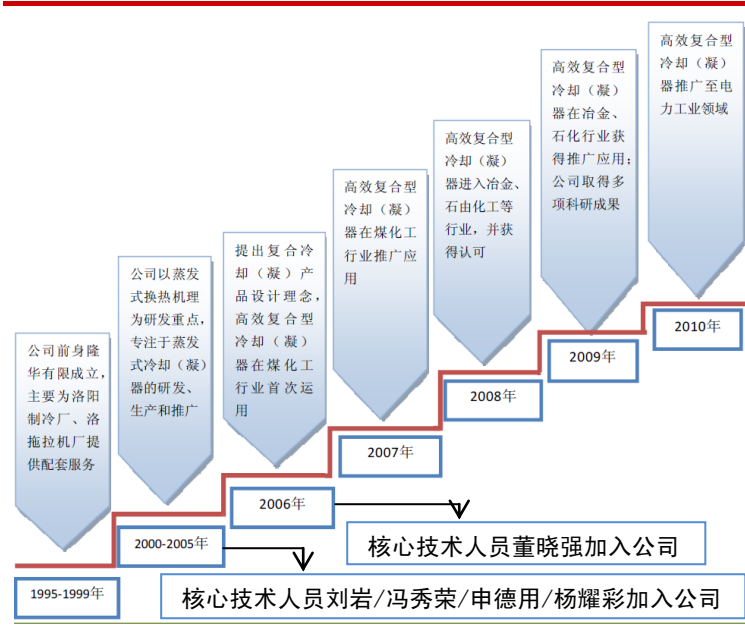
资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

李占明、李占强、李明卫、李明强系同胞兄弟，该等股东于2010年1月29日签署《一致行动确认函》，对公司设立以来至该确认函签署日的各项议案表决、行使股东或董事职权及参与公司其他重大决策等方面均保持一致的情形进行了确认。同日，该等股东签署《一致行动协议》，同意自该协议签署日至公司股票上市日起三十六个月内对公司的相关重大事项保持一致行动，确保对公司施行共同、有效的控制。2011年4月26日，该等股东签

署《〈一致行动协议〉的补充协议》，根据该协议，若上述中的一方和/或多方违反《一致行动协议》项下的约定，则违约方应就违约行为发生时所持的公司股份在已承诺的股份锁定期基础上追加锁定 36 个月。

董事长李占明曾在孟津麻屯政府企业办工作，总经理李占强曾任麻屯铸造厂销售经理，李明强、李明卫都曾任公司车间主任，现分别任公司机械制造部总经理和公司副总经理。我们认为，由于李家四兄弟持股比例均等，四人皆在公司内担任要职，一方面上述《一致行动协议》仍较难避免公司执行力偏弱风险，另一方面由于主要研发均系董晓强和刘岩等人完成，李家四人均未实际掌握公司核心技术及未来持续研发，也将影响公司的长远发展。

图 1 公司历史沿革



资料来源：公司招股书，华宝证券研究所

2. 行业分析：节能环保背景下的产品升级替代

2.1. 蒸发换热替代水冷、空冷方式优势明显

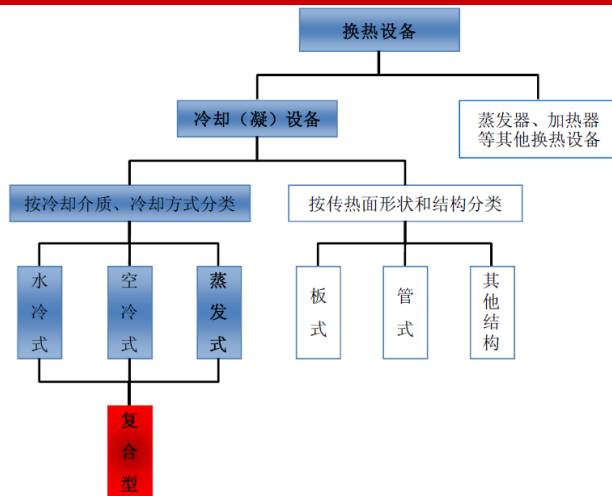
换热设备是指在不同温度的两种或两种以上流体之间传递热量的装置，是工业领域广泛使用的通用机械设备，又称热交换器、传热设备。按照工艺流程要求，所有流程工业的生产过程均是“三传一反”（指：质量传递、热量传递、动量传递、化学反应）不同形式组合，其间涉及的传热（加热或冷却）过程需通过换热设备完成。换热设备是保证流程工业工艺系统正常运行、工艺介质温度合理、节约能源及回收余热（或废热）、提高资源利用率的关键设备，其性能优劣、效率高低决定着整个工艺系统的能源、资源利用效果。

换热设备的投资在整个工艺系统中占有较大份额，据统计，在一般石油化工企业中，换热设备的投资占总投资的 30%~40%，在炼油厂中更是高达 40%~50%；在热电厂中，如果将锅炉也作为换热设备，换热设备的投资约占整个电厂总投资的 70%。换热设备按照工艺功能和用途可以分为冷却（凝）设备、蒸发器、加热器、预热器和再沸器。

冷却（凝）设备是对被冷却介质进行冷却（凝）的换热设备，常用的冷却介质为水和空气。冷却（凝）设备有多种分类方法。按照冷却（凝）介质和换热机理不同，可以分为空冷式、水冷式和蒸发式；按照传热面形状和结构可以分为管式、板式和其他结构。运用空冷式、蒸发式、水冷式等基本冷却形式进行组合传热冷却，以随环境变化而获得最佳冷

却（凝）效果，并降低水、电等资源消耗，从而形成复合冷却（凝）方式。公司核心产品高效复合型冷却（凝）器为复合冷却（凝）方式的典型产品。

图 2 冷却（凝）设备分类



资料来源：公司招股书，华宝证券研究所

公司于 2000 年开始蒸发式冷却（凝）设备的研发、生产和推广，高效复合型冷却（凝）器就是采用复合冷却（凝）设计理念，以各应用行业和项目区域环境数据库为基础，利用数值计算方法进行严密的仿真测算，得到蒸发式换热和空冷式换热在不同工程应用中的最佳配置结构。高效复合型冷却（凝）器在蒸发式冷却（凝）设备中融入空冷式换热系统，实现一项动力两级利用，不仅有效解决了蒸发式冷却（凝）设备应用中存在的不同环境换热效率差异大、易结垢等适用性缺陷，并且进一步提升了设备的综合效能，成功扩大了蒸发式冷却（凝）设备的应用领域和应用范围。

表 2 各种冷却（凝）设备综合比较

指标	水冷设备	空冷器	普通蒸发式冷却（凝）设备	高效复合型冷却（凝）设备
换热机理	显热换热	显热换热	显热+潜热换热	显热+潜热换热
换水量	大	无	较少	少
泵耗能	大	无	较小	小
风机耗能	小	大	小	较小
被冷却物质终温	较低	高	低	低
结构	复杂	庞大	紧凑合理	紧凑合理
传热效率	较高	低	高	高
初始投资成本	中	高	较低	较低
运行成本	中	高	较低	低
防垢能力	弱	---	弱	强
适用性	富水地区	缺水富电地区	可用于多数工业领域，适用性有待完善	适用多数工业领域，适用性较强

资料来源：招股说明书，华宝证券研究所整理

2.2.煤化工、火电、钢铁冶炼等行业构成 375 亿目标市场

冷却（凝）设备广泛应用煤化工、石油化工、冶金、电力、制冷等行业，这些行业对冷却（凝）设备的需求具体分为两方面：一是煤化工、石油化工、冶金、电力、制冷等行业扩大产能、产业整合、产业升级等新增固定资产投资导致的新增设备需求；二是受国家节能减排等政策因素的推动，煤化工、石油化工、冶金、电力、制冷等行业针对节水、节

能的改造、更新设备需求。经分析推算，预计未来几年平均每年前述行业对于冷却（凝）设备的需求规模约为 375 亿元，市场容量巨大。

未来几年，预计我国石油炼制工业由于新增产能、设备更新改造所需要的冷却（凝）设备平均每年约为 105 亿元（其中的更新、改造设备规模按 2009 年数据计算）。

未来几年（2010—2012 年），预计钢铁行业平均每年所需的冷却（凝）设备规模合计约为 39 亿元（其中的更新、改造设备规模以 2009 年数据计算）。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（凝）设备的需求。

未来几年，考虑甲醇和尿素行业的更新改造以及现代煤化工对于冷却（凝）设备的需求，预计冷却（凝）设备的市场规模每年约为 25~30 亿元。随着高效复合型冷却（凝）器的综合效能优势被逐渐认可、公司产能的扩大以及市场地位的稳固和提升，煤化工行业的长期稳定发展有利于公司在煤化工领域获取更大的市场份额。

未来几年（2010~2015 年），我国火电机组每年由于新增发电机组、设备更新和改造对于冷却设备的需求约为 189 亿元（其中的更新、改造设备规模按 2009 年数据计算）。可见，电力行业市场需求巨大，且由于火电领域大量采用水冷设备，在我国资源约束和政策取向的推动下，高效复合型冷却（凝）器在这一领域具备广阔的发展空间。

未来几年（2011~2015 年），预计我国冷库的新建、改造和更新，平均每年对冷却（凝）设备的需求约为 11.5 亿元（其中的更新、改造设备规模按 2009 年数据计算）。除了农产品外，化工、制药等行业每年也需要新建、改造、更新大量制冷装置，从而构成对冷却（凝）设备的大量需求。

3.公司核心竞争力：拳头产品、地处洛阳地区、优质客户

3.1.拳头产品：高效复合型冷却（凝）器拥有三大创新

3.1.1.设计理念的创新

A、改善了设备对环境的适应性。我国幅员辽阔，地区和季节环境条件差异较大。高效复合型冷却（凝）器通过精确配置蒸发式换热和空冷式换热比例，保证设备在不同环境条件下获得较高换热效率的同时，实现最佳节水、节能效果。在平均环境温度较高地区，高效复合型冷却（凝）器充分利用蒸发式换热受湿球温度影响、不受干球温度影响的特点，发挥蒸发式换热效率高的优势，确保设备的换热效率。在全年平均环境温度较低地区，高效复合型冷却（凝）器可适当增加空冷部件的配比，发挥空冷大温差换热的优势，在满足换热效率的同时达到节水、节能效果；并可使排出的蒸汽达到饱和，从而减少了蒸汽遇冷产生的白雾现象，降低了白雾对设备和周边装置的损伤，提高了设备和周边装置的效能和寿命。

B、有效延缓了设备的结垢时间，产生的结垢也较易清洗。由于被冷却介质进口温度高，蒸发式冷却（凝）设备的喷淋水与冷凝盘管接触后导致温升，析出垢质沉积会逐渐在部件外壁形成坚硬难以清洗的垢层。污垢的热阻将导致设备换热性能降低，随着运行时间的延长，污垢可使蒸发式冷却（凝）设备的效能降低 30%~60%，严重影响设备冷却（凝）效果，并导致垢下腐蚀，影响设备使用寿命。高效复合型冷却（凝）器运行过程中，被冷却介质首先进入空冷部件，待进入蒸发冷部件的冷凝盘管时被冷却介质的温度已大幅降低，有效减缓了设备结垢时间。以公司为 30 万吨甲醇合成段配套的高效复合型冷却（凝）器

为例，在运行中空冷部件进口温度约为 90-110℃，出口温度低于 70℃，被冷却介质在冷凝盘管内的温度低于 70℃，换热管外水膜温度可低于 65℃，此时结垢速率大大减缓，且产生的垢质疏松，易于清洗。此外，由于有效减缓了结垢速率，高效复合型冷却（凝）器对水质的适应性大为增强。

C、耗水、耗电量进一步下降。高效复合型冷却（凝）器运行中，空冷部件承担了一定负荷，进而降低了蒸发段冷却的热负荷，相应降低了水的蒸发量；由于实现了一项动力、两级利用，相应降低了耗电量。此外，设备可以在不同季节对风量、水量进行精确调节，环境温度低时可实现无水干运行。以中原地区为例，高效复合型冷却（凝）器的水系统全年运行时间约为普通蒸发式冷却（凝）设备的 80%；在水系统停运期间，水泵也停止运行。因此，与普通蒸发式冷却（凝）设备比较，在同样的环境和换热量情况下，高效复合型冷却（凝）器的耗水、耗电量更低。2009 年 3 月，公司研发的产品之一“新型复合式蒸发冷却（凝）器”通过中国石油和化学工业协会组织的鉴定。根据鉴定材料，对于产品的推广应用前景和鉴定意见为：在相同的换热负荷下，与传统水冷系统相比，采用此种技术可节水 30%-70%，节电 30%-60%，年节省运行费用 50%以上；与普通蒸发冷却（凝）器相比，采用该技术可节水 30%-50%，节电 10%-20%左右，年节省运行费用 40%以上；总体技术达到国际先进水平。

3.1.2. 产品结构的创新

A、模块化结构。高效复合型冷却（凝）器系统由数个便于组装的管束（板束）模块组成，当某一模块出现问题时，只需将模块进行切换，不影响设备的正常运行，满足了石油化工等大型装置在持续运行时间、设备可靠性、稳定性、可维护性等方面的要求，并使设备模块的整体防腐处理得以实现。此外，当装置在生产低谷时可以关闭部分模块，以降低运行费用，再次减少能耗和水耗。

B、柔性化结构。高效复合型冷却（凝）器蒸发冷部件中的每组换热管均采用蛇形结构以及制成特定的伸缩节，使管束能够在高温下通过自身的伸缩有效消除热应力。柔性化结构的应用，不仅避免了应力破坏，延长了设备使用寿命；还实现了流体的有序流动，降低了流动阻力，提高了设备的换热效率。

3.1.3. 制造工艺创新

除了设计理念和产品结构创新外，高效复合型冷却（凝）器在工艺技术方面进行了一系列创新。具体包括多流程管束换热分布、集管管箱、高压换热管束防震固定、大流量特殊喷头、不同异型管、板材复合配比技术、多角度倾斜管路技术、单管防堵吹扫技术等。这些创新工艺和技术的应用，进一步保证了高效复合型冷却（凝）器的换热效果、使用寿命、系统可靠性、质量稳定性、运行经济性、防腐能力等各项指标的提升。

3.2. 地处洛阳：较低的人力成本及中国一拖贡献 10%以上销售收入

洛阳是新中国首批重点建设的城市之一，为国家重要的机械制造、石油加工基地，聚集有大批素质高、经验丰富的产业工人，人力资源优势明显。洛阳市科研院所众多，技术力量雄厚，具有较强的科技开发力量，不少科研院所的科研和测试水平居全国领先地位。洛阳地处中原腹地，交通发达，周边聚集了国家多个的煤化工、石油化工、钢铁、火电基地，公司产品具有运输成本优势。根据《促进中部地区崛起规划》，国家将继续加强洛阳、武汉、长岭、安庆、九江等大中型石油化工企业技术改造和改扩建，加快形成中部地区大型原油加工基地。

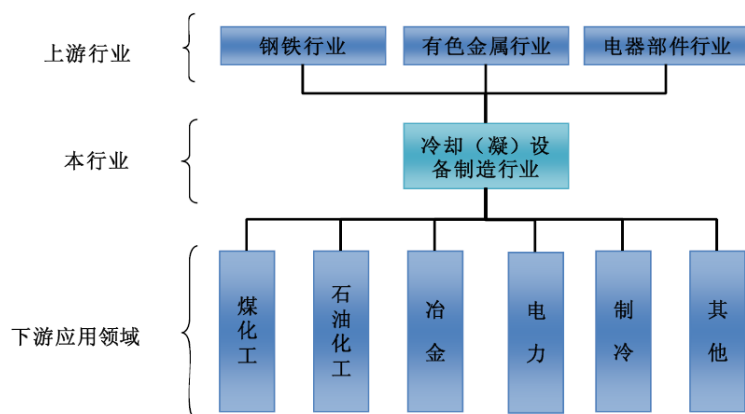
洛阳地区人力成本相对较低廉，构成公司一大竞争优势。公司目前总人数 794 人，其中合同工及退休返聘 477 人，劳务派遣人数 317 人。公司 2008~2010 年合同工及退休返聘分别为 341 人、411 人、448 人，而 2008~2010 年这部分人员的费用分别为 1485 万、2284 万、2733 万（以公司管理费用及产品投入的人员工资保守估算），平均费用分别为 4.35 万、5.56 万、6.1 万，考虑到生产人员占比为 54%，则这部分人工工资低于平均数。我们认为，除甘肃蓝科高新外，公司与哈空调、双良节能、大冷股份、烟台冰轮等相对较发达地区均有一定优势。

此外，地处洛阳的另一个优势是为公司提供了一个稳定的业务来源即中国一拖。公司主管生产管理的副总经理张国安和副总工程师杨耀彩均曾在地处洛阳的中国一拖长期工作。中国一拖也成为公司最大的客户。2008 年、2009 年、2010 年及 2011 年 1~6 月，公司向中国一拖销售量占比分别为 12.25%、13.57%、10.74%、11.75%，但销售产品却并不是冷却器，而是飞轮壳、轴承盖、工程机械覆盖件、各种齿轮等，这种机械加工产品虽然不是公司发展方向，但是也构成了公司的稳定利润来源。

3.3.客户渠道：众多高端客户构成稳定业务来源

冷却（凝）设备行业下游客户主要为煤化工、石油化工、冶金、电力等工业领域和制冷行业。高效复合型冷却（凝）器具备高效、节水、节能、环保的综合效能优势，其发展应用受到国家政策大力支持，是替代传统水冷设备理想的解决方案。

图 3 公司上下游行业示意图



资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

经过多年的市场培育和拓展，公司凭着其领先的研究能力、创新的解决方案、过硬的产品质量、完善的售后服务，已成功将高效复合型冷却（凝）器推广应用于煤化工、石油化工、冶金、电力等工业领域，并赢得了用户广泛认可。公司先后被认定为中国化工集团项目供应商、中国石化供应商、中国石油长庆油田物质供应商、赛鼎工程有限公司合格供应商。

公司目前已有数百个各行业工程项目经验积累。这些项目积累不仅使公司能够更为深入了解各工业领域的特点和需求，也使各领域的潜在客户能够充分认识公司产品的综合效能优势。

表 3 公司主要客户

煤化工领域	建滔化工集团有限公司、河北凯跃化工集团有限公司、湖北宜化化工集团有限公司、山西省焦炭集团益达化工股份有限公司、晋煤集团有限公司、攀枝花攀煤联合焦化有限公司、唐山开滦建设集团有限公司、山西通州煤焦联合有限公司、吕梁东辉焦化煤气公司、山西金地煤焦有限公司、河南金山化工集团、河南心连心化肥有限公司等
石化领域	中国石油化工股份有限公司长岭分公司、中国石油天然气股份有限公司长庆油田分公司、中国石油化工股份有限公司沧州分公司、中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司、江苏新海石化有限公司、中海油黄骅中捷石化、天津金伟晖生物石油化工有限公司、中石化沧州分公司、山东弘润石化助剂有限公司等
冶金领域	天津天钢联合钢铁有限公司、唐山长城钢铁集团、重庆钢铁集团、莱芜钢铁集团、南阳汉冶特钢有限公司、济源钢铁（集团）、秦皇岛安丰钢铁有限公司、山西中升钢铁有限公司等
电力领域	山西平遥兴华煤焦化有限公司自备电厂、山西文峰焦化科技有限公司自备电厂、文安县天澜新能源有限公司、太原金圆水泥有限公司余热发电厂、寿光金太阳热电有限公司等
制冷领域	南京雨润集团、双汇集团、伊利集团、蒙牛集团、金锣集团、华润雪花啤酒有限公司、青岛啤酒集团有限公司、天津碱业化工有限公司、洛阳春都投资股份有限公司、河南众品实业股份有限公司、河南九头崖集团肉食品有限公司等

资料来源：招股说明书，华宝证券研究所整理

4.募投项目：专注扩产高效复合型冷却（凝）器

公司募集资金投资项目主要专注于高效复合型冷却（凝）器扩产项目，项目总投资 2.62 亿。具体情况如下：

表 4 公司募投项目情况

序号	项目名称	预计投资总额 (万元)	运用募集资金 总额(万元)	建设期	始建时间	已投资额(万元)
1	高效复合型冷却（凝）器扩产项目	23169.5	21195.9	1.5 年	2009 年 8 月	2,754.24
2	研发中心扩建项目	3,201.75	3,201.75	1.5 年		
3	其他与主营业务相关营运资金					

资料来源：招股说明书，华宝证券研究所整理

2009 年 8 月 3 日，洛阳市环境保护局批复同意公司建设年产 20 万 m²板式换热器项目后，即开始了项目的建设。后经公司董事会和股东大会决议将该项目变更为“高效复合型冷却（凝）器扩产项目”，变更后，已建成的厂房作为高效复合型冷却（凝）器扩产项目的一部分。截至 2011 年 6 月 30 日，公司自筹资金的方式完成投资 2,754.24 万元，完成了运用募集资金总额的 11.29%，公司目前已形成产能为 210 万千瓦，预计募投项目达产后产能再增加 500 万千瓦达到 710 万千瓦，产能增长率达 238.1%。2008 年至 2011 年 6 月 30 日，公司高效复合型冷却（凝）器产销率平均为 91.62%，产能利用率平均为 111.42%：

表 5 公司产能产量情况

年度	产能（万千瓦）	产量（万千瓦）	产能利用率（%）	年销量（万千瓦）	产销率（%）
2011 年 1-6 月	210	129.03	122.89	121.96	94.52
2010 年	180	224.18	124.54	211.13	94.18
2009 年	140	156.36	111.69	132.3	84.61
2008 年	130	112.5	86.54	104.79	93.15

资料来源：招股说明书，华宝证券研究所整理

近三年来，公司核心产品高效复合型冷却（凝）器在各个领域经历了由示范应用到逐步被认可接受的过程，市场快速发展。尽管公司采取了增加工时、优化工艺流程、增加设备投入等多种方式不断提高生产能力以满足订单需求，但总体上公司生产长期处于超/满负

荷运行状态。在订单执行密集期，公司不得不放弃一些时间要求紧的订单或投标机会，策略性的选择与公司生产周期相匹配或对公司业务拓展有重要影响的订单。

5.盈利预测与估值

5.1.毛利率：高于行业平均水平

冷却（凝）设备的下游应用领域非常广泛。业内企业的产品由于产品类型、技术水平、市场竞争力等方面的差异，利润水平差异较大。行业内可比上市公司哈空调、双良节能、甘肃蓝科高新、大冷股份、烟台冰轮五家公司 2008-2010 年度的盈利相关指标的平均值与公司相关指标的比较如下：

表 6 公司盈利能力与可比上市公司比较

项目	时间	哈空调	双良节能	蓝科高新	大冷股份	烟台冰轮	平均值	公司
销售毛利率(%)	2010 年度	23.54	30.26	38.62	20.13	25.82	27.67	29.19
	2009 年度	31.86	27.55	37.65	19.39	26.21	28.53	29.02
	2008 年度	26.47	21.69	28.06	18.86	18.85	22.79	22.58
销售净利润率(%)	2010 年度	7.91	5.85	17.51	7.33	10.83	9.89	15.75
	2009 年度	13.41	11.12	18.43	6.29	6.78	11.2	13.72
	2008 年度	18.41	2.42	12.86	8.96	1.99	8.93	9.92
销售净利润率(扣除非经常性损益后) (%)	2010 年度	7.26	5.8	15.91	5.49	10.39	8.97	14.77
	2009 年度	12.57	11.24	17.07	5.39	6.23	10.5	12.2
	2008 年度	15.81	2.54	10.08	8.24	-0.94	7.15	9.7
加权平均净资产收益率 (%)	2010 年度	10.13	10.58	19.69	5.84	21.52	13.55	33.39
	2009 年度	14.6	17.72	27.18	4.7	14.94	15.83	42.61
	2008 年度	40.56	5.81	22.17	7.83	6.8	16.63	52.8
加权平均净资产收益率 (扣除非经常性损益后) (%)	2010 年度	9.31	10.47	18.03	4.23	20.71	12.55	31.32
	2009 年度	13.7	17.94	25.28	3.95	13.94	14.96	37.89
	2008 年度	35.58	6.07	17.43	7.16	6.48	14.54	51.63

资料来源：招股说明书，华宝证券研究所整理

2008 及 2009 年公司销售净利率分别为 9.92%、13.72%，略高于可比公司平均值 8.93%、11.20%；2010 年公司销售净利率达到 15.75%，低于甘肃蓝科高新，但高于可比公司平均值 5.86 个百分点，主要原因是：公司毛利率小幅提高，同时期间费用率控制良好，使得公司盈利能力稳步提升，而同期哈空调和双良股份净利率较 2009 年大幅度下降，拉低了平均值。2008-2010 年公司净资产收益率均明显高于可比公司及平均值，首要影响因素是可比公司为上市公司，净资产规模较大，而公司目前净资产规模较小、产能利用率高；其次是公司近年来十分重视技术开发的投入，保持了产品技术行业领先优势，提高了产品技术含量和附加值，以及核心产品逐步被市场认可，提高了公司的议价能力，使得毛利率高于可比公司平均值；再次，公司注重成本费用控制，期间费用率略低于可比公司平均值。

5.2.估值区间：22~24 元

随着“十二五”期间国内重化工业固定资产投资和节能减排任务持续进行，公司在手订单顺序执行，公司募投项目顺利达产，产能利用率保持高位水平。我们认为公司未来业绩仍将保持快速增长，我们预计公司 2011~2013 年全面摊薄每股收益分别为 0.90 元、1.27 元和 1.93 元。

2008-2010 年及 2011 年 1-6 月,公司产品综合毛利率分别为 22.58%、29.02%、29.19%、30.86%。根据前面与双良节能、大冷股份、烟台冰轮、蓝科高新、哈空调进行的盈利能力对比,其中与公司产品毛利率水平最接近的应为烟台冰轮和蓝科高新,这两间公司在 2011 年的 PE 指标分别为 27~28 倍,考虑到公司管理层执行力及持续研发能力偏弱,我们给予公司 24~26 倍市盈率,按发行后股本计算,合理的估值区间为 22~24 元。

表 7 可比公司估值情况

股票代码	股票名称	月均价	流通股	EPS				PE			
				2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
600481.SH	双良节能	12.5 元	8.10 亿	0.29	0.46	0.65	0.73	58.15	26.35	18.44	16.57
000530.SZ	大冷股份	10.3 元	2.16 亿	0.29	0.41	0.47	0.62	41.66	26.90	23.60	17.88
000811.SZ	烟台冰轮	13.5 元	3.94 亿	0.54	0.52	0.70	0.90	36.95	26.74	19.88	15.47
601798.SH	蓝科高新	14.1 元	0.64 亿	0.47	0.50	0.68	0.84	0.00	28.09	20.52	16.58
600202.SH	哈空调	8.8 元	3.83 亿	0.28	0.41	0.55	0.72	43.00	21.41	16.14	12.32

Wind, 华宝证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	230.30	554.64	654.40	1160.85
现金	30.96	182.36	239.06	374.87
应收账款	92.87	182.21	190.92	383.55
其它应收款	3.30	10.24	6.77	20.39
预付账款	2.97	9.49	6.05	18.85
存货	73.62	124.31	153.27	265.37
其他	26.59	46.03	58.33	97.83
非流动资产	106.53	125.46	140.35	153.47
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	82.86	93.91	105.93	114.11
无形资产	15.67	22.32	25.84	30.49
其他	8.00	9.23	8.58	8.88
资产总计	336.83	680.10	794.74	1314.33
流动负债	155.34	426.92	439.61	804.64
短期借款	12.00	137.45	153.95	214.40
应付账款	59.84	88.57	121.94	193.74
其他	83.50	200.90	163.72	396.50
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	155.34	426.92	439.61	804.64
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	181.49	253.18	355.13	509.69
负债和股东权益	336.83	680.10	794.74	1314.33

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	34.35	57.02	72.18	106.76
净利润	50.99	71.69	101.95	154.56
折旧摊销	0.00	11.15	13.73	16.23
财务费用	0.99	0.99	3.37	2.03
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-17.64	-26.80	-46.87	-66.06
其它	0.01	-0.01	0.00	0.00
投资活动现金流	-27.16	-30.08	-28.62	-29.35
资本支出	27.16	18.93	14.89	13.12
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-11.15	-13.73	-16.23
筹资活动现金流	11.18	12.77	-10.25	1.41
短期借款	-27.52	13.76	-6.88	3.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	38.70	-0.99	-3.37	-2.03
现金净增加额	18.37	39.71	33.31	78.81

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	323.79	461.41	659.81	989.72
营业成本	228.88	323.91	461.87	690.82
营业税金及附加	0.56	0.73	1.09	1.59
营业费用	14.77	21.66	30.53	46.13
管理费用	22.66	32.29	46.18	69.27
财务费用	0.99	0.99	3.37	2.03
资产减值损失	-0.07	1.95	1.32	3.08
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	56.01	79.88	115.46	176.79
营业外收入	3.78	3.88	3.83	3.86
营业外支出	0.05	0.10	0.08	0.09
利润总额	59.74	83.67	119.21	180.56
所得税	8.75	11.98	17.26	26.00
净利润	50.99	71.69	101.95	154.56
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	50.99	71.69	101.95	154.56
EBITDA	59.44	95.98	135.13	198.13
EPS (元)	0.64	0.90	1.27	1.93

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	50.74%	42.50%	43.00%	50.00%
营业利润	84.11%	42.62%	44.53%	53.12%
归属母公司净利润	73.01%	40.60%	42.21%	51.60%
获利能力				
毛利率	29.31%	29.80%	30.00%	30.20%
净利率	15.75%	15.54%	15.45%	15.62%
ROE	28.09%	28.32%	28.71%	30.32%
ROIC	26.22%	18.61%	20.39%	21.50%
偿债能力				
资产负债率	46.12%	62.77%	55.32%	61.22%
净负债比率	6.61%	54.29%	43.35%	42.06%
流动比率	1.48	1.30	1.49	1.44
速动比率	1.01	1.01	1.14	1.11
营运能力				
总资产周转率	1.07	0.91	0.89	0.94
应收账款周转率	3.72	3.35	3.54	3.45
应付帐款周转率	4.41	4.37	4.39	4.38
每股指标(元)				
每股收益	0.64	0.90	1.27	1.93
每股经营现金	0.43	0.71	0.90	1.33
每股净资产	2.27	3.16	4.44	6.37
估值比率				
P/E	0.00	26.78	18.83	12.42
P/B	0.00	7.58	5.41	3.77
EV/EBITDA	-0.32	19.54	13.58	8.88

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。