

分析师：
汪洋
S0190512070002
wang_yang@xyzq.com

增持 (首次)

隆华节能 (300263)

研究助理：
王文灿
wangwencan@xyzq.com.cn
孟维维
mengweiwei@xyzq.com.cn

节能环保，双轨并进

2014年11月06日

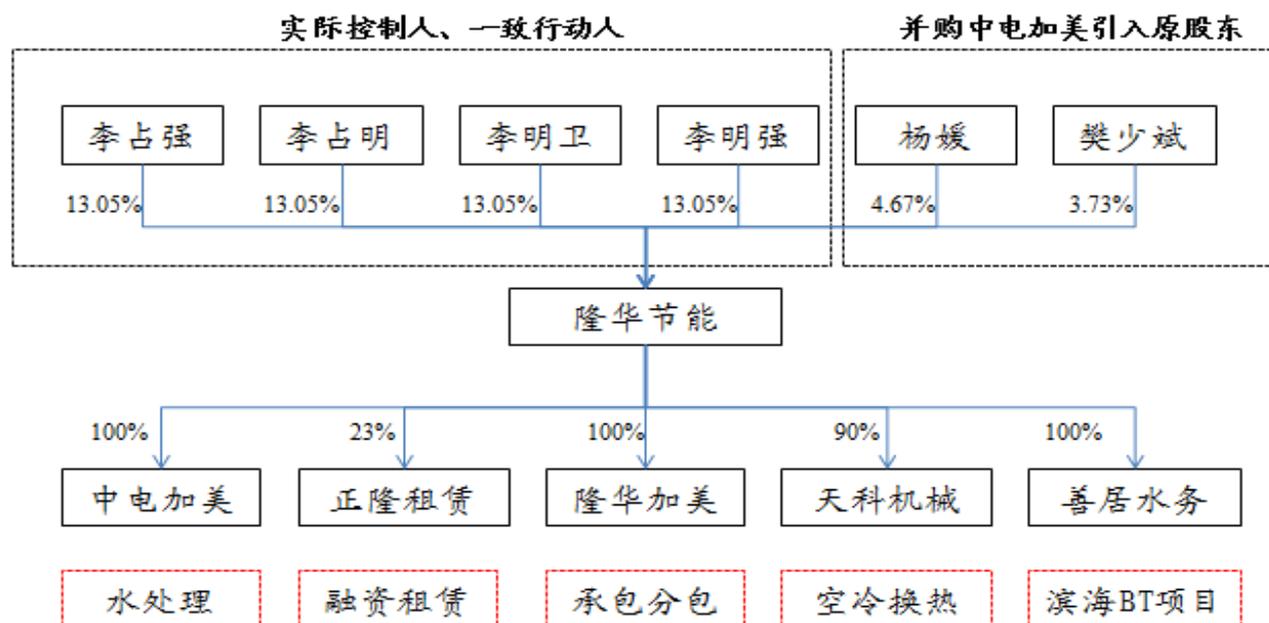
投资要点

事件：

近期，我们调研了隆华节能，就市场所关心的问题作出深入了解。

95年成立，11年上市，募集资金净额为6.11亿元。公司前身为隆化有限，隆华有限于1995年7月由李占明等5位自然人以货币资金共同出资设立，经过四次增资和一次股权转让，隆华有限于2009年12月以整体变更方式发起设立隆华传热。公司于2011年9月IPO，发行2000万股，每股发行价格为33元，募集资金总额为人民币6.6亿元，扣除各项发行费用4926.46万元，实际募集资金净额为人民币6.11亿元，其中超募资金净额为3.67亿元。公司于2013年4月更名为“隆华节能”。

图1、隆华节能股权结构及参控股子公司业务



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

请阅读最后一页信息披露和重要声明

敬请参阅最后一页特别声明

用使司公限有理管产资平太供仅档文此

高效复合型冷却设备领军者，收购中电加美涉足环保水处理。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。**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。高效复合型冷却（凝）器为非标准设备，需要根据用户的工况、环境等因素进行设计和制造。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。2013 年隆华节能 5.4 亿元收购中电加美，深度涉足环保水处理业务。

图 2、隆华节能业务拓展梳理


数据来源：公司资料，兴业证券研究所

冷却（凝）设备技术优势明显，设备适应性强+节水节电=市场潜在需求。冷却（凝）设备是流程工业中不可或缺的重要基础性设备，也是工业领域耗能、耗水大户。据统计，冷却（凝）设备耗能量占工业用能的 13%-15%。我国工业冷却用水量（包括取水量与重复利用水量之和）占工业用水总量的 80%左右，取水量占工业取水总量的 30%-40%；因此发展高效冷却节水技术是工业节约用水的重点。水冷设备是我国目前应用最为普遍的冷却（凝）设备，但耗水量大，其综合效能已不能适应我国的资源现状和政策取向；空冷设备的季节适用性特征明显，因此采用空冷设备不经济。公司研制开发的高效复合型冷却（凝）器则在适用性、节水节电及防垢方面有非常优秀的特性，技术优势明显。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%；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。经过鉴定，公司高效复合型冷却器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。

表 1、公司高效复合型冷却设备情况介绍

项目	说明
主要功能	被冷却介质的冷却（凝）
应用领域	可广泛应用于煤化工、盐化工、石油化工、电力、冶金、制冷、建材水泥、核能、生物技术等行业
产品已进入	煤化工、石油化工、冶金、电力等工业领域和制冷行业
产品种类	已形成针对可应用领域以及各应用领域不同工段的 5 个系列、270 余种规格的基础产品体系
行业地位	技术领先，自主创新，中国氮肥工业协会评选的“氮肥行业振兴支撑技术”，工信部《氮肥行业清洁生产技术推广方案》推广技术，替代传统的“水冷式冷却器+冷却塔”
产品特点	将蒸发式换热机理和空冷式换热机理优化组合，在蒸发式冷却（凝）设备中融入空冷换热系统，实现一项动力两级利用
产品优势	传热效率高：对于个工业领域、各工业领域不同工段工况，以及地域环境、季节变化等适应力强，适用性好；节水、节电、节地、环保效果明显

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

表 2、四种冷却（凝）设备比较

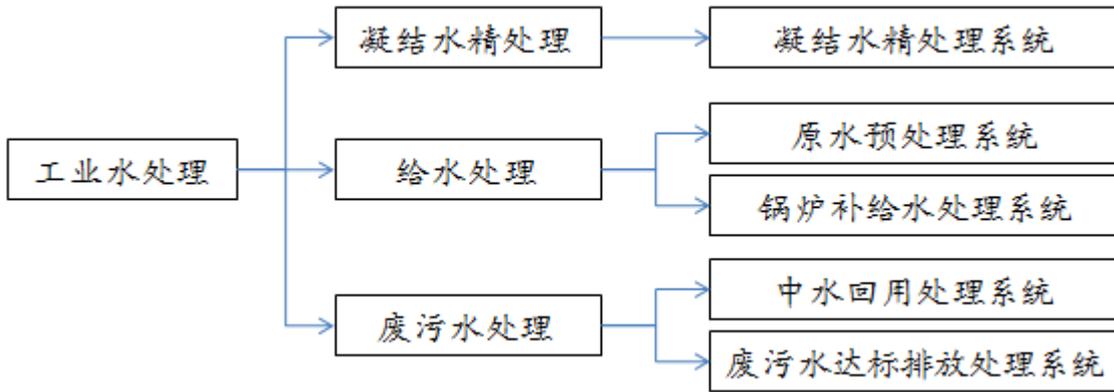
指标	水冷设备	空冷设备	蒸发式冷却（凝）设备	
			普通蒸发式冷却（凝）设备	高效复合型冷却（凝）设备
定义	以水为冷却介质，利用水的温升带走热量，对被冷却介质进行冷却（凝）的设备，通常外配冷却塔	以空气为冷却介质，利用空气的温升带走热量，对被冷却介质进行冷却（凝）的设备	以水和空气为冷却介质，通过水的蒸发带走热量，再由空气将蒸汽吸纳排出，对被冷却介质进行冷却（凝）的设备	以蒸发式换热机理为基础，以水和空气为冷却介质，同时运用蒸发式换热和空冷式换热对被冷却介质进行冷却（凝）
换热机理	显热换热	显热换热	显热+潜热换热	显热+潜热换热
耗水量	大	无	较少	少
泵耗能	大	无	较少	少
风机耗能	小	大	小	较小
被冷却物质终温	较低	高	低（接近环境湿球温度）	低（接近环境湿球温度）
结构	复杂	庞大	紧凑合理	紧凑合理
传热效率	较高	低	高	高效复合型冷却（凝）设备
初始投资成本	中	高	较低	较低
运行成本	中	高	较低	低（接近环境湿球温度）
防垢能力	弱	-	弱	强
适用性	适用于水资源丰沛地区	适用于特别缺水或高温被冷却介质散热场合、且电力充足地区	可适用于多种工业领域，适用性有待完善	适用于多种工业领域，适用性较强

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

目前，国内相关政府管理部门、行业协会等权威机构尚未就冷却（凝）设备的市场规模、产值等发布过相关数据。根据公司综合分析推断，在煤化工行业中的甲醇、尿素行业、现代煤化工，石油化工行业中的石油炼制行业，冶金行业中的钢铁冶炼行业，电力行业中的火电行业以及制冷行业中的冷藏冷冻行业，**未来几年每年冷却（凝）设备的市场规模约为 375 亿元。公司高效复合型冷却（凝）装置具有节水节能等明显优势，未来在新建工业项目以及原有项目冷却（凝）技改中将具有非常大的市场潜力。**

收购中电加美，深度涉足环保水处理业务。2013 年 10 月隆华节能 5.4 亿元并购中电加美 100% 股权，其中现金对价 1.35 亿元（利用超募资金支付），剩余部分通过增发股份支付，每股作价 14.73 元。中电加美原股东承诺中电加美 2013-15 年归母扣非净利不低于 4500 万元（13 年实际实现 5350 万元）、5500 万元、6500 万元，对应交易作价的三年估值为 12、9.8、9.3 倍。业绩 12-15 年复合增长率为 24.8%。中电加美是国内少数几家同时掌握混床、分床、粉末覆盖过滤技术并拥有应用项目业绩的公司之一，是国家电力规划设计总院和中国电能成套设备有限公司推荐的全部火电系列机组水处理系统设备主要厂家之一，是国内电力行业空冷机组凝结水精处理市场的先行者。中电加美应用其凝结水精处理、废污水处理、给水处理等多种工业环保水处理工艺和技术，能够根据客户的不同需求研发、设计适应不同工况的工业水处理系统集成产品，其主要产品为凝结水精处理系统、给水处理系统、废污水处理系统等。

图 3、中电加美主要业务



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

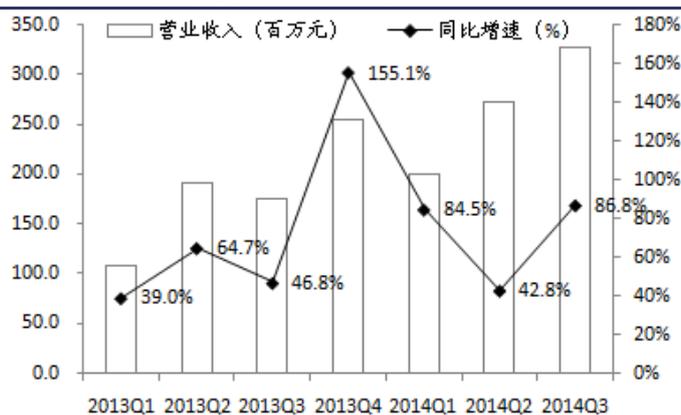
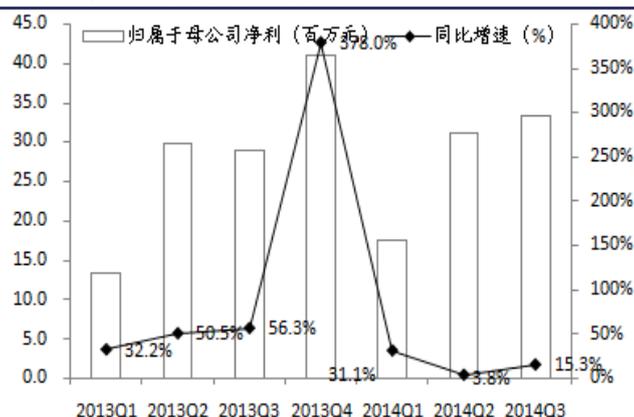
工业水处理与冷却器业务具有协同性。我们认为在中电加美工业水处理业务上，与隆华节能的冷却器业务具有一定的协同性：**在技术上**，由于隆华节能生产的冷却（凝）设备，在使用循环水作为冷却介质过程中将造成换热部件表面产生垢层，从而影响设备的运行效果。中电加美具有丰富的工业水处理经验和多项水处理技术，能够为隆华节能解决冷却（凝）设备中的结垢问题提供技术支持。同时，中电加美能够通过改进工业企业废污水（中水）回用处理系统，适当提高出水水质指标，减少以循环水作为冷却介质对冷却（凝）设备造成的结垢现象。**在下游需求方面**，中电加美和隆华节能的下游客户资源具有部分重叠（比如电厂、冶金、石化等行业），因此市场开拓上，两者将会有明显的协同优势。

市政水处理已有斩获。借助中电加美在水处理技术上的优势，公司在市政水处理市场已有所斩获：2013年11月，公司与滨海县水务发展有限公司、北京朗新明环保科技有限公司签订《滨海县区域供水和县城污水处理厂迁建工程项目关于引入BT联合实施方协议书》，计划投资额12.6亿元，项目建设范围：八滩水厂（供水规模土建9.5万吨/日，设备5万吨/日），蔡桥水厂（供水规模土建5万吨/日，设备2.5万吨/日），东坎水厂（供水规模达到9.5万吨/日），一级管网约186km，二级管网约366km，新建增压站约9座，污水处理厂迁建（污水处理规模4.5万吨/日），目前该工程进展良好，已在土建阶段，预计今年贡献4000-5000万元净利润。我们认为相较于工业水处理业务平稳增速，市政水处理行业仍维持每年25-30%的高增速，上市公司中，巴安水务、中电环保等传统工业水处理企业拓展领域，也逐渐深入市政水处理行业，表明这一阶段水处理公司的发展趋势和行业取向。我们公司强调技术+资金的优势结合，快速切入市政水处理市场，正和其时！此外，公司筹划非公开发行募集7.11亿（5800万股，每股作价12.26元，董事长李占明先生认购4600万股；公司第五大股东、原中电加美董事长杨媛认购700万股；公司新任总经理孙建科认购500万股），用于滨海BT项目的建设，公司大股东、管理层参与定增凸显对公司未来发展的坚定信心。目前该定增事项已获证监会受理，预计今年或可发出。

与开山股份合作，在低温余热利用方向或有突破。2014年1月4日，公司与开山股份在上海市签订了《投资合作意向书》。公司与开山股份拟在上海市浦东新区共同投资组建一家从事换热器研发、设计和生产的合资公司，项目总投资5000万元，拟使用2500万元超募资金，占比50%。项目实施后，可形成新增蒸发式冷凝器、余热采集器、工质发电机组230万千瓦换热量的生产能力。我们认为公司与开山股份合作的意义重大——换热系统借助产品，理论上可以利用80℃以上的低温余热，双方可结合自有的换热系统和螺杆机技术，大力开拓200℃以下的低温余热利用空白市场。

业绩：主营业务略有下滑，并购中电加美效益正在显现。隆华节能14年前三季度实现营收7.99亿元，同比增长

68.6%，归母净利润 0.82 亿元，同比增长 13.5%。前三季度本部冷却（凝）器业务略有下滑，主要原因是下游开工率不高，前期签订订单的发货速度低于预期，我们预计今年本部实现净利润大致与去年持平（8000 万元左右）；中电加美并购效益正在逐步显现，营收增速的大部分贡献来源于中电加美并表，我们预计今年中电加美全年贡献净利润在 6000 万左右（超过业绩对赌的 5500 万元）。我们认为公司冷却（凝）器业务前景仍然向好，在手订单估算有 8 亿元，或将在明年放量执行。另外，今年滨海水务 BT 项目已开工土建，12.6 亿元的项目预计两年半建成完工，我们预测今年滨海 BT 项目贡献净利润大致在 4000 万元左右。

图 4、隆化节能分季度营业收入（百万元）

图 5、隆华节能分季度归属于母公司净利润（百万元）


数据来源：公司公告、兴业证券研究所

投资建议：首次给予**增持**评级。我们预测公司 14-15 年净利润 1.8、2.2 亿元，对应此次未定增前的 EPS 为 0.47、0.60 元，对应当前股价的 PE 为 32、25 倍。我们认为从业务层面看：1）本部冷却器业务今年订单执行低谷，但在手订单量大，明年增速有保证；2）中电加美在手订单超 6 个亿，明年净利大概率超 6500 万元的业绩承诺；3）滨海 BT 项目土建逐渐转向项目建设和设备安装，毛利率将提升，对净利贡献将逐渐加大。基于此，我们首次给予公司**增持**评级。

风险提示：BT 项目进展缓慢，本部冷却器业务订单执行不力。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15%
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhud@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戡	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。