

湘财证券研究所

电力设备与能源小组

研究员: 冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-mail: fs2855@xcsc.com

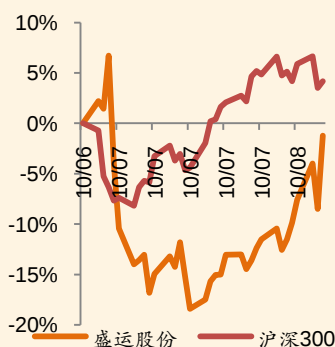
研究员: 侯文涛

Tel: 021-68634518-8227

E-mail: hwt2894@xcsc.com

6-12 个月目标价: 30.0 元
当前股价: 22.32 元
基本资料

总股本 (百万): 128
流通股 (百万): 25.6
总市值 (亿): 28.5
10 年 EPS (元): 0.54
10 年 BVPS (元): 7.14
资产负债率: 22.10%

近期盛运股份走势

国内领先的输送机械和环保设备制造商

盛运股份主要产品带式输送机和干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备, 广泛应用于建材、水泥、电力、钢铁、矿山、港口、化工、垃圾焚烧尾气处理等多个行业。2007 年公司传输机械的产值 1.48 亿元, 排名第 11 位, 2009 年排名提升至第 6 位。公司是国内首家将干法脱硫与除尘工艺融为一体, 生产干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备的企业, 公司生产的干法脱硫除尘器能有效去除焚烧产生的烟尘、硫化物, 减少二噁英等有害物质的排放。

大型煤炭输送机械将成为新亮点

2010 年 1 月 4 日公司在原已取得认证的 DSJ 系列 3 种带式输送机和 3 种托辊产品的基础上, 又获得了新申报 DTL/DTL/DSJ 三个系列 146 种煤矿用带式输送机和 8 种煤矿用带式输送机缓冲托辊的“矿用产品安全标志证书”。煤安证的成功获批, 将进一步提高发行人在煤炭输送机领域的竞争优势和议价能力, 公司正式进入大型煤炭输送机市场。2009 年 11 月, 发行人已成功中标神华新疆能源有限公司新疆吉木萨尔县准东露天矿煤炭输送机械合同, 金额高达 4,915.72 万元。另外, 逐渐拓展的销售渠道也有助于公司提升煤炭输送机械销售业务。

干法脱硫除尘设备技术先进、前景广阔

公司生产的干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备主要涉及脱硫、除尘及除二噁英等其他有害物质的技术, 这三样技术均处于国内领先地位。“十一五”期间城市生活垃圾建设投资需要 1,300~1,500 亿元, 一般情况下, 垃圾焚烧尾气净化处理设备占垃圾焚烧处理设备总投资的 10% 左右, 据此测算, “十一五”期间垃圾焚烧炉尾气净化处理设备的市场容量可达 100 亿元以上。公司正在积极与更多的环境运营商联系, 扩大运营商客户。现在公司主要的运营商包括中科通用、绿色动力等。但随着上市后知名度提高, 公司已经与上海城投、光大环保等运营商商讨合作事宜。

预计 2010 年 EPS0.54 元, 目标价 30 元

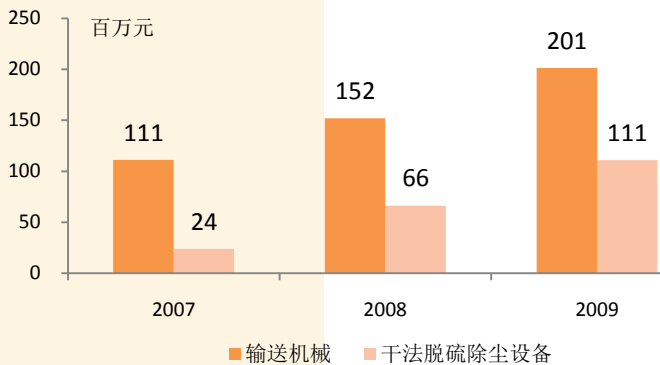
随着公司 160 余种煤炭传输机械通过安全认证后, 大型煤炭输送机械业务有望快速发展; 通过与更多运营商合作、产业链延伸、政策扶持, 干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备也将面临巨大的发展机遇。预计公司 2010 年、2011 年、2012 年的 EPS 分别为 0.54 元、0.75 元、1.10 元, 首次给予买入评级, 按照 2011 年 EPS 的 40 倍 PE 给予目标价 30 元。

主要财务指标 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	314.09	425.26	657.46	1047.10
收入同比(%)	43.92%	35.39%	54.60%	59.26%
归属母公司净利润	48.59	68.71	95.15	139.92
净利润同比(%)	22.10%	41.40%	38.48%	47.06%
毛利率(%)	33.30%	32.15%	31.23%	30.41%
ROE(%)	16.30%	7.54%	9.46%	12.21%
每股收益(元)	0.381	0.538	0.745	1.096
P/E	58.63	41.46	29.94	20.36
P/B	9.56	3.13	2.83	2.49

一、国内领先的输送机械和环保设备制造商

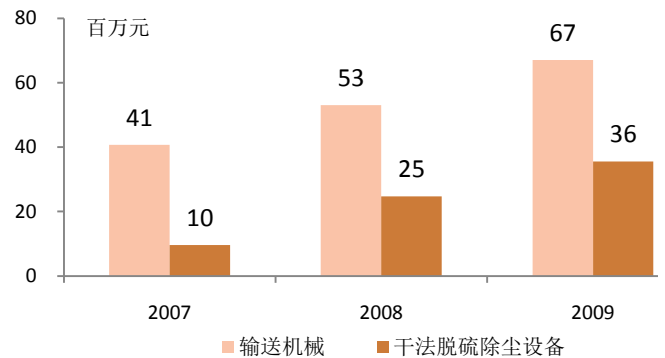
盛运股份 (300090SZ) 成立于 1997 年，主营业务包括输送机械产品和环保设备产品的研发、生产和销售，主要产品包括干法脱硫除尘器，生活及医疗垃圾焚烧处理设备，带式、螺旋、链式、刮板输送机，斗式提升机，矿用皮带机，给料机等。

图 1、主营业务营收



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 2、主营业务毛利



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

公司主要产品带式输送机和干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备，广泛应用于建材、水泥、电力、钢铁、矿山、港口、化工、垃圾焚烧尾气处理等多个行业。公司目前拥有年产 9.50 万米输送机械产品产能和年产 42 台（套）干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备产能。

我国输送机械行业企业较多，目前全国有 1,000 余家企业生产输送机械产品，输送机械行业属于竞争比较充分的行业，行业集中度较低。国内生产输送机械产品规模较大的企业有沈阳矿山机械（集团）有限责任公司、承德输送机集团有限责任公司、山东山矿机械有限公司及发行人等。根据《中国重型工业年鉴（2008）》统计相关数据，盛运股份的 2007 年产值 1.48 亿元，排名第 11 位。而根据中国重型机械协会的统计，2009 年 1-8 月份盛运股份输送机械产品产值在全国同类产品排名已经攀升至第 6 位。

表 1、2007 年输送机械行业主要企业产值统计

企业名称	产值（亿元）
沈阳矿山机械（集团）有限责任公司	10.50
山东山矿机械有限公司	5.20
衡阳起重运输机械有限公司	4.50
中国华电工程（集团）公司物料输送部	4.00
上海青浦起重运输设备厂有限公司	3.40
四川省自贡运输机械有限公司	2.70

焦作起重运输机械有限公司	2.50
唐山冶金矿山机械厂	2.00
安徽攀登机械股份有限公司	1.98
河南东联机械制造有限公司	1.51
安徽盛运机械股份有限公司	1.48
北京约基同力机械制造有限公司	1.47

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

公司是国内首家将干法脱硫与除尘工艺融为一体，生产干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备的企业，公司生产的干法脱硫除尘器能有效去除焚烧产生的烟尘、硫化物，减少二噁英等有害物质的排放。

表 2、公司环保设备指标好于国家标准

项目	单位	公司产品性能指标	生活垃圾焚烧国家标准
粉尘排放浓度	mg/Nm ³	<30	80
SO ₂ 排放浓度	mg/Nm ³	<20	260
Nox 排放浓度	mg/Nm ³	<100	400
HCL	mg/Nm ³	<7	75
重金属	-	满足国家排放标准	-
二噁英 (DIOXIN)	ng-TEQ/Nm ³	<0.03	0.1
滤袋使用寿命	年	>2	无

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

当前公司实际控制人是开晓胜，持有公司 36.12%的股权，第二大股东国投高科持有公司 9.66%的股权，第三大股东绵阳基金持有公司 7.83%的股权。国投高科解禁时间是 2011 年 6 月 25 日，绵阳基金解禁时间是 2013 年 6 月 25 日。

表 3、公开发行后，股东持股情况

	持有股数 (万股)	股权比例	获取成本	解禁时间
开晓胜	4609.7	36.12%		
国投高科	1232.37	9.66%	2.58	2011 年 6 月 25 日
绵阳基金	1000	7.83%	3.90	2013 年 6 月 25 日
中融汇	900	7.05%	3.63	2011 年 6 月 25 日
李建光	560	4.39%		2011 年 6 月 25 日
达鑫科技	350	2.74%	2.98	2011 年 6 月 25 日
社保基金	320	2.51%		
林殷平	284.62	2.23%	3.12	2011 年 6 月 25 日
何香	115	0.90%	3.00	2011 年 6 月 25 日
开琴琴	100	0.78%		
吕丹	53.46	0.42%	3.08	2011 年 6 月 25 日
肖楚	38.46	0.30%	3.12	2011 年 6 月 25 日

社会公众股	3200	25.07%		
总股本	12763.61	100.00%		

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

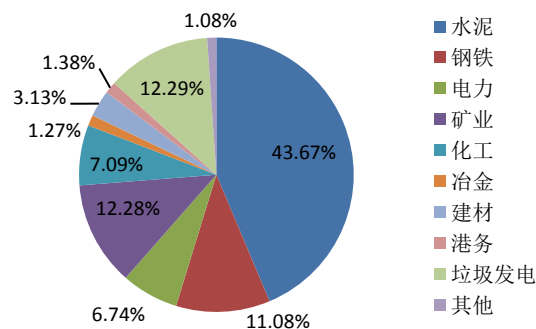
二、大型煤炭输送机械将成为新亮点

输送机械产品广泛应用于电力、煤炭、冶金、建材、水泥等国家重点行业，上述行业对输送机械产品的质量和安全系数要求较高，对输送机械产品的市场准入采取工业产品生产许可证制度。此外，矿用输送机进入煤炭行业除需要获得工业产品生产许可证之外，还需要获得煤矿矿用产品安全标志证书。

公司是国内少数能生产带宽 2 米以上、长度达 5 千米以上的输送机械厂商之一，也是国内能以自主品牌整机出口发达国家的少数企业之一（公司生产的大跨度全密封型栈桥式输送机在 2008 年成功出口到日本）。

当前，公司输送机械的营收主要来自于水泥、钢铁、电力行业，2009 年来自于矿业的营收仅为 3800 万元，占比 12.28%。而煤炭行业的单个订单往往可以达到 5000-6000 万元，随着公司煤炭输送机械通过认证后，煤炭输送机械有望快速增长。

图 3、2009 年各行业营收占比



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 4、DJ 型输送机和矿用型带式输送机



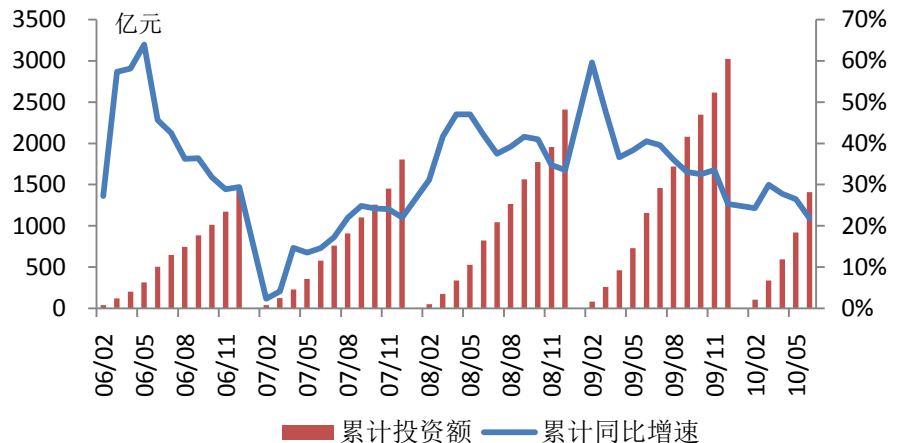
数据来源：公司公告、湘财证券研究所

公司不断加强输送机械“煤炭矿用产品安全标志证书”和电力工程主要辅助设备认证工作。2010 年 1 月 4 日公司在原已取得认证的 DSJ 系列 3 种带式输送机和 3 种托辊产品的基础上，又获得了新申报 DTL/DTC/DSJ 三个系列 146 种煤矿用带式输送机和 8 种煤矿用带式输送机缓冲托辊的“矿用产品安全标志证书”。煤安证的成

功获批，将进一步提高发行人在煤炭输送机领域的竞争优势和议价能力，公司正式进入大型煤炭输送机市场，如 2009 年 11 月，发行人已成功中标神华新疆能源有限公司新疆吉木萨尔县准东露天矿煤炭输送机械合同，金额高达 4,915.72 万元。

另外，逐渐拓展的销售渠道也有助于公司提升煤炭输送机械销售业务。

图 5、煤炭行业固定资产投资增速虽然下滑，但仍然高于 20%



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

表 4、输送机械主要部件自产和外购情况

输送机械基本组成部分	具体部件	备注
驱动部分	电动机	外购
	减速器	
	耦合器	
	制动器	
	联轴器	自产
	驱动架	
	联轴器护罩	
头架部分	滚筒	自产
	头架	
尾架部分	滚筒	自产
	尾架	
中间部分	中间架	自产
	支腿	
托辊部分	槽型托辊组	自产
	平型托辊组	
	槽型调心托辊组	
	平调型心托辊组	
	V 型托辊组	
	缓冲托辊组	

	螺旋托辊组	
拉紧部分	拉紧装置	自产
清扫部分	头部清扫器	自产
	尾部清扫器	
卸料装置	犁式卸料器	自产
	卸料车	
	可逆配仓输送机	
其他部分	护罩	自产
	漏斗	
	导料槽	
	标准件	
电器控制部分	电器控制系统	外购、组装
输送带	输送带	外购
给料部分	给料装置	自产

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

三、干法脱硫除尘设备技术先进、前景广阔

公司生产的干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备主要涉及脱硫、除尘及除二噁英等其他有害物质的技术，这三样技术均处于国内领先地位。

目前，干法脱硫工艺是国际上垃圾焚烧过程中所产生烟气的最主要处理方式，所谓干法即采用急冷塔降温，然后在布袋除尘器的入口喷射消石灰和活性炭等药剂，使烟气中的有害物质的去除在布袋反应器表面。由于干法脱硫工艺在占地、造价、操作、调节、维护、副产品无二次污染等方面的优点，此项工艺越来越受到社会的重视，现在各国都在积极研究干法脱硫技术，并使之逐步向设备大型化、系统简单化、控制自动化、脱硫高效化方向发展。目前日本的垃圾焚烧几乎全部采用干法处理尾气，德国、奥地利等国家已开始推广及应用干法脱硫技术。

表 5、烟气脱硫工艺比较

项目	发行人干法脱硫技术	普通干法	半干法	湿法
技术方案	通过急冷塔将烟气温度快速降低至 150℃-155℃，以消石灰、反应助剂为主要脱硫剂，加上布袋涂层技术达到较高的脱硫效率。	以石灰为脱硫吸收剂，采用喷粉形式进行脱硫的工艺。	兼有干法和湿法技术的一些特点，是脱硫剂在干燥状态下再生或者在湿状态下处理脱硫产物的烟气脱硫技术。	主要是使用石灰石、石灰或碳酸钠等浆液作洗涤剂，在反应塔中对烟气进行洗涤、脱硫技术
优点	(1) 脱硫效率高； (2) 后续运营成本低； (3) 维护简单。	(1) 无结露、腐蚀、堵塞等，工艺简单，占地面积小； (2) 能耗低。	(1) 工艺相对湿法简单，投资成本相对湿法较低； (2) 能耗较低。	(1) 工艺成熟稳定，脱硫处理量大；(2) 脱硫速度较快。

缺点		脱硫效率较低。	(1) 容器和管道的堵塞； (2) 吸收塔内固体沉积结垢；(3) 喷雾器磨损；(4) 烟道和除尘器的腐蚀。 (1) 废水的二次污染；(2) 石膏结垢堵塞、脱硫产物的处理比较麻烦；(3) 烟气温 度较低不利于扩散； (4) 工艺较复杂、运行费用高、 占地面积和投资较大； (5) 设备腐蚀问题严重。
----	--	---------	---

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

根据除尘原理的不同，除尘器可分为电除尘器、袋式除尘器等；电除尘器是根据粉尘的电特性来捕集尘埃，电除尘技术起步较晚，但发展较快。与袋式除尘比较，电除尘除尘效率较低，随着环境保护要求的越来越高，粉尘排放浓度控制也越来越严格，袋式除尘将会成为除尘行业技术发展的趋势，2000 年国家颁布的垃圾焚烧标准中明确规定：“垃圾焚烧炉的除尘装置必须采用袋式除尘器，以减少焚烧过程中有害物质的产生和排放”。

图 6、干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备产品



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

垃圾焚烧过程中产生的二氧化硫、二噁英及重金属对环境的污染很大，其中二噁英的危害最为严重，具有强致癌性。我国的垃圾处理已经从填埋向焚烧处理过渡，未来生活垃圾焚烧厂和医疗垃圾焚烧厂生产线的建设速度将快速增长。二噁英及其类似物的化学特性相近，有较高的沸点和熔点，不溶于水，亲脂性能很强，在机体内具有很强的蓄积性，在环境中的共同化学特性主要可概括为：热稳定性、低挥发性、脂溶性、环境稳定性，它在土壤中存在的半衰期长达 9 年-12 年。国际上对于垃圾焚烧产生的二噁英问题还没有很好的彻底解决的技术，只能从对垃圾进行分类减少氯源、改进炉体和反应塔结构工艺改变反应条件来减少二噁英的二次合成和对已生成的二噁英进行无害化处理。对于已生成的二噁英进行无害化处理时，主要采用活性炭来降低二噁英排量。

表 6、环保设备基本组成表

环保设备基本组成部分	主要部件	备注
急冷反应塔	本体	自产

	喷嘴	外购
	急冷水泵	外购
	急冷用水槽	自产
袋式除尘器	布袋除尘器	自产
	排灰装置	自产
	滤袋	外购
	空压缩机	外购
	鼓风机	外购
投药装置	石灰贮罐	自产
	助剂贮罐	自产
	消石灰自动定量装置	外购
	助剂自动定量装置	外购
	药剂输送反应系统	外购
	药剂喷嘴	外购
通风装置	一次风机	外购
	二次风机空气预热器	外购
	引风机	外购
控制系统		自行组装
在线监测系统		外购

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

据统计，“十一五”期间城市生活垃圾建设投资需要 1,300~1,500 亿元，一般情况下，垃圾焚烧尾气净化处理设备占垃圾焚烧处理设备总投资的 10%左右，据此测算，“十一五”期间垃圾焚烧炉尾气净化处理设备的市场容量可达 100 亿元以上。

另外，公司正在积极与更多的环境运营商联系，扩大运营商客户。现在公司主要的运营商包括中科通用、绿色动力、同方环境等。但随着上市后知名度提高，公司已经与上海城投、光大环保等运营商商讨合作事宜。

四、预计 2010 年 EPS0.54 元，目标价 30 元

随着公司 160 余种煤炭传输机械通过安全认证后，大型煤炭输送机械业务有望快速发展；通过与更多运营商合作、产业链延伸、政策扶持，干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备也将面临巨大的发展机遇。预计公司 2010 年、2011 年、2012 年的 EPS 分别为 0.54 元、0.75 元、1.10 元，首次给予买入评级，按照 2011 年 EPS 的 40 倍 PE 给予目标价 30 元。

表 7、主营业务营收和毛利预测

(营业收入 百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
输送机械	111	152	201	252	379	586
yoy(%)		36.6%	32.4%	25.5%	50.3%	54.4%
干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备	24	66	111	173	278	461
yoy(%)		176.9%	67.4%	55.7%	60.9%	65.9%
营业收入	135	218	312	425	657	1047
yoy(%)		61.5%	43.0%	36.2%	54.6%	59.3%
(营业成本 百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
输送机械	71	99	134	170	259	407
干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备	14	42	75	119	193	322
营业成本	85	141	210	289	452	729
(毛利率)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
输送机械	36.6%	34.9%	33.3%	32.8%	31.7%	30.5%
干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备	39.9%	37.3%	32.1%	31.2%	30.6%	30.3%
综合毛利率	37.2%	35.6%	32.9%	32.1%	31.2%	30.4%

数据来源：湘财证券研究所

WWW.XCSC.COM

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。