

杭锅股份(002534)

国内余热锅炉领军企业

投资品 / 设备制造

定价区间
21.60—25.20 元

发布时间: 2011 年 1 月 8 日

投资要点:

- 公司是国内规模最大、品种最全的余热锅炉研究、开发、设计和制造基地。燃气轮机余热锅炉、烧结环冷机余热锅炉、水泥窑余热锅炉为公司优势产品，市场占有率位居国内第一。公司 09 年余热锅炉产品产值居行业第一位，占行业总产值的 49.7%。
- 我国政府计划到 2020 年碳排放量将减少 40%-45%，目前面临着巨大的减排压力。余热回收利用作为提高能源利用效率的有效途径，国家已经出台多项政策鼓励企业进行余热回收利用，并且提出了很多硬性指标，这将使余热锅炉行业进入一个快速发展的时期。
- 在余热锅炉领域，我国已经基本实现了对国外产品的进口替代，甚至部分产品的技术水平已经达到国际领先水平。公司的产品已出口到美国、日本、泰国、印度、巴西、约旦、阿塞拜疆等十几个国家，向国际化发展迈出了坚实的步伐，尤其公司与合作伙伴的产品在印度市场的市场占有率已经达到了 20%，未来公司在国际市场也会加大国际市场的开发力度。
- 公司此次募集资金拟投资项目主要是为了打破锅炉产品的产能瓶颈以及拓展总包业务，预计 2010-2012 年公司发行股本后摊薄的 EPS 分别为 0.74、0.72 和 0.85 元，公司合理价值区间为 21.6-25.2 元，对应 2011 年 PE 区间分别为 30-35 倍。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)
2009	2842	8.74%	231	134.22%	0.58
2010E	3375	18.75%	297	28.57%	0.74
2011E	3761	11.44%	288	-3.03%	0.72
2012E	4206	11.83%	340	18.06%	0.85

发行数据	2009 年
发行前股本 (万股)	35,952
发行数量 (万股)	4,100
发行价格 (元)	26.00
发行前 EPS (元)	0.64
发行后 EPS (元)	0.58
发行前每股净资产 (元)	2.49
发行日期	2010-12-29
上市日期	2011-1-10
主承销商	国信证券

分析师: 周思立 联系人: 明锐
 执业证书编号: S0550207100075
 TEL: (8621)6337 7000
 FAX: (8621)6337 3209
 Email: mingk@nesc.cn
 地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
 邮编: 200002

一、公司概况

1. 公司简介

公司是国内规模最大、品种最全的余热锅炉研究、开发、设计和制造基地。公司主要产品为各类余热锅炉、工业锅炉、电站锅炉、核电设备和电站辅机，目前余热锅炉产品已有 20 多个系列 100 多个品种，广泛应用于我国的钢铁、建材、电力、有色金属、焦化、化工等行业。公司产品已出口到美国、日本、泰国、印度、巴西、约旦、阿塞拜疆等十几个国家，向国际化发展迈出了坚实的步伐。公司已发展成为一家主要从事余热锅炉、工业锅炉、电站锅炉和电站辅机等产品的咨询、研发、生产、销售、安装及余热发电工程总承包服务的大型企业集团。

表 1 公司主要产品

产品类型	具体产品
余热锅炉	燃气-蒸汽联合循环余热锅炉
	CCPP
	9F 级燃机余热锅炉
	9E 级燃机余热锅炉
	6B 级及以下燃机余热锅炉
	转炉余热锅炉
余热锅炉	冶金行业余热锅炉
	干熄焦余热锅炉
	烧结机余热锅炉
	干法水泥窑纯低温余热锅炉
余热锅炉	化工建材行业余热锅炉
	碳黑尾气余热锅炉
	硫酸余热锅炉
电站锅炉	大型循环流化床锅炉、煤粉锅炉、高炉煤气锅炉、水煤浆锅炉
特种锅炉&工业锅炉	生物质锅炉、热水锅炉、纯烧垃圾炉（二段往复式炉排）及 CFB 垃圾混烧炉、链条锅炉
核电设备和电站辅机	高压加热器、低压加热器、冷凝器、除氧器
其他	烟气净化装置、煤化工设备、其他

资料来源：公司招股书、东北证券

公司采取订单式生产，产销量保持一致，近年来公司产销量保持稳定的增长，一直处于满负荷生产状态。2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月，公司本厂区产量（按照金属重量统计）为 53,769 吨、69,342 吨、88,142 吨和 39,712 吨，占公司产品金属总重的比例分别为 37%、42%、45%和 43%，产能完全饱和，公司大量采用租用场地和外协、外扩等方式进行生产。

表 2 公司产能情况及外协加工比例

项目	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
产品金属总重	92,098	196,401	165,694	145,453
本厂区产量合计	39,712	88,142	69,342	53,769
本厂区产量占金属总重的比例	43%	45%	42%	37%

资料来源：公司招股书

2.公司股权结构

公司发行前总股本为 35,952 万股，本次拟发行不超过 4,100 万股，发行后公司总股本不超过为 40,052 万股。如发行 4,100 万股，则公开发行的股份占发行后总股本的比例为 10.24%。公司发行前后的股权结构情况如下表

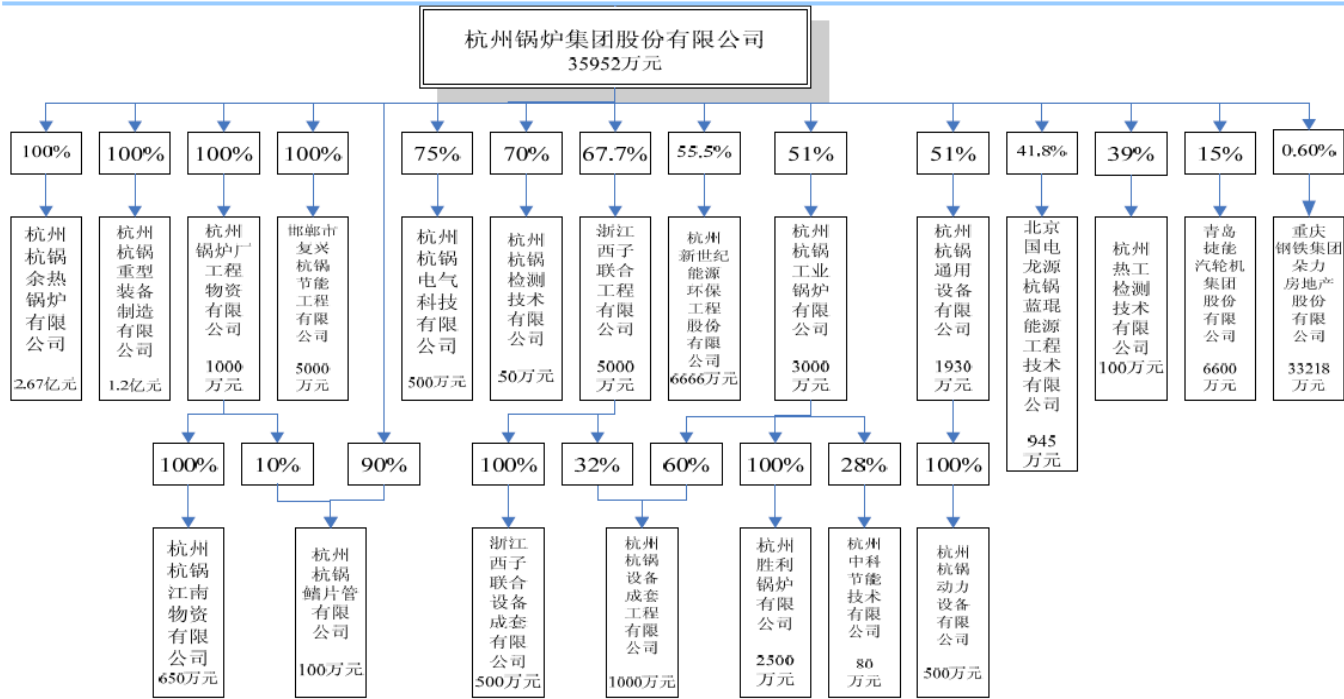
表 3 发行前后股权结构变化

序号	股东名称	发行前		发行后	
		股份数（万股）	持股比例（%）	股份数（万股）	持股比例（%）
1	西子电梯集团有限公司	18,019.44	50.1208	18,019.44	44.9901
2	金润（香港）有限公司	8,988.00	25	8,988.00	22.4408
3	杭州市工业资产经营投资集团有限公司	5,992.00	16.6667	5,992.00	14.9606
4	杨建生	778.96	2.1667	778.96	1.9449
5	颜飞龙	719.04	2	719.04	1.7953
6	屠柏锐	719.04	2	719.04	1.7953
7	吴南平	719.04	2	719.04	1.7953
8	杨恩惠	13.48	0.0375	13.48	0.0337
9	王伟康	3	0.0083	3	0.0075
10	社会公众股	-	-	4100	10.2367
	合计	35,952.00	100	40,052.00	100

资料来源：公司招股书、东北证券

公司的各项业务主要由下属子公司来运作和完成，目前公司共有 16 家下属子公司，其中全资子公司 9 家，7 家控股子公司。

图 1 公司控股及参股公司一览

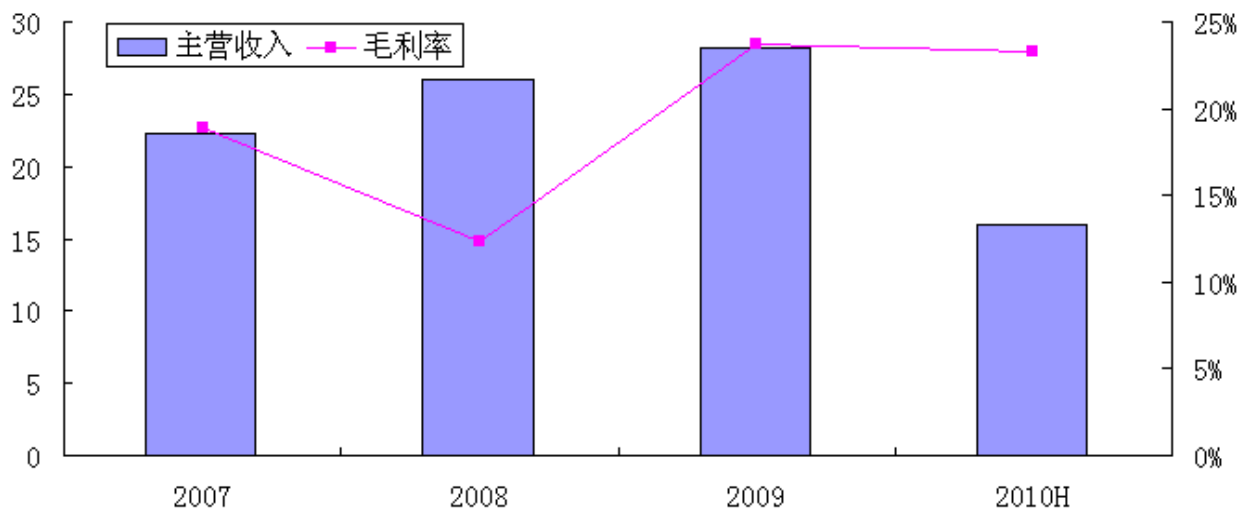


资料来源：公司招股书

3.公司近年收入稳步增长

公司近年来主营业务收入稳步增长，经过金融危机的洗礼后，公司的毛利率也稳定在了 20%以上，随着未来余热锅炉行业的快速增长，公司业务的增长速度也将达到一个新的高度。

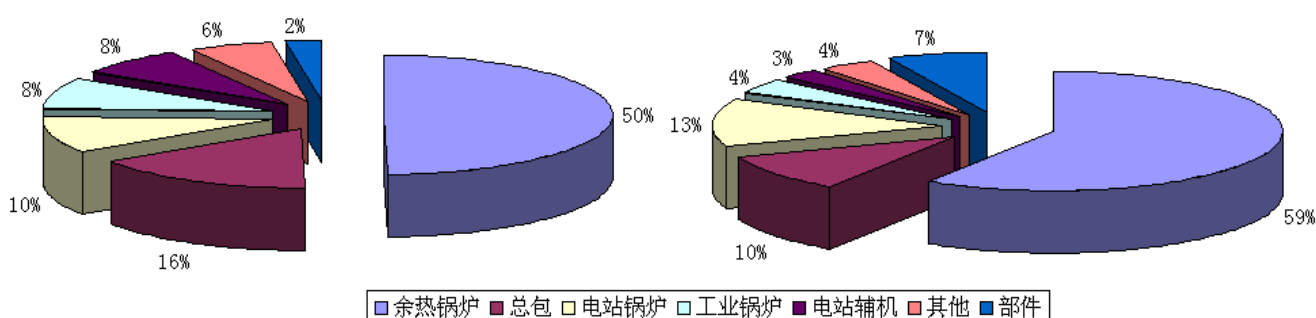
图 2 公司近年主营收入与毛利率情况



资料来源：Wind、东北证券

燃气轮机余热锅炉、烧结环冷机余热锅炉、水泥窑余热锅炉为公司优势产品，市场占有率位居国内第一，因此公司来自余热锅炉的收入是公司业绩的主要支撑近年来公司余热锅炉产品的销售收入占比均在 50%以上。

图 3 公司 2009 年、2010 年 1-6 月份主营业务收入构成



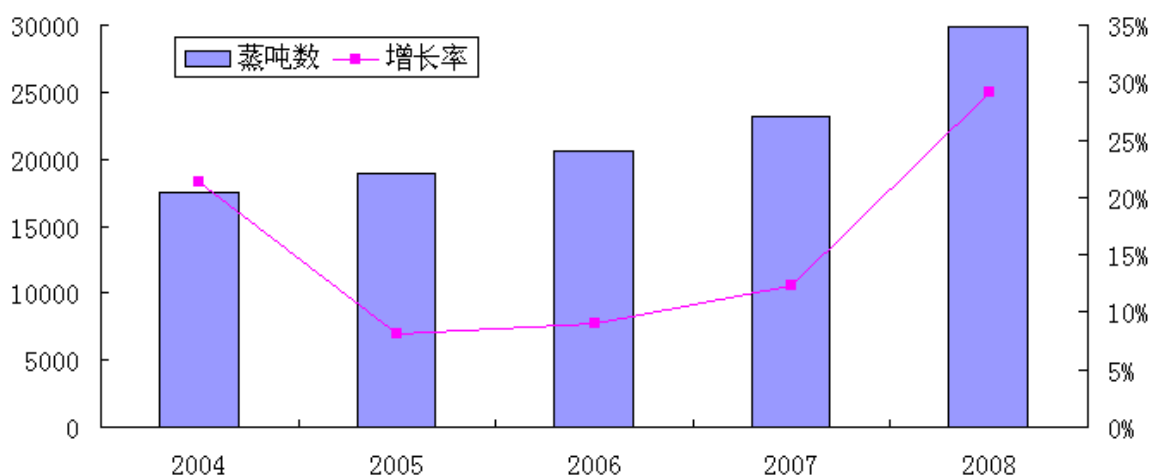
资料来源：Wind、东北证券

二、政策驱动余热锅炉需求快速释放

1.余热锅炉行业持续稳定增长、集中度高

余热锅炉行业是我国装备制造业的重要组成部分，承担着为电力、钢铁、有色金属、焦化、建材、化工等行业提供关键技术设备的任务。随着国民经济的持续健康高速发展和环保意识的提高，国家已经把节能减排作为一项战略任务，因此我国余热锅炉的生产和销售呈不断上升的趋势。2008 年，我国共生产余热锅炉 1,146 台，合计 29,865 蒸吨，为 2001 年的 7.70 倍，08 年的增速也迅速提高到了近 30%。

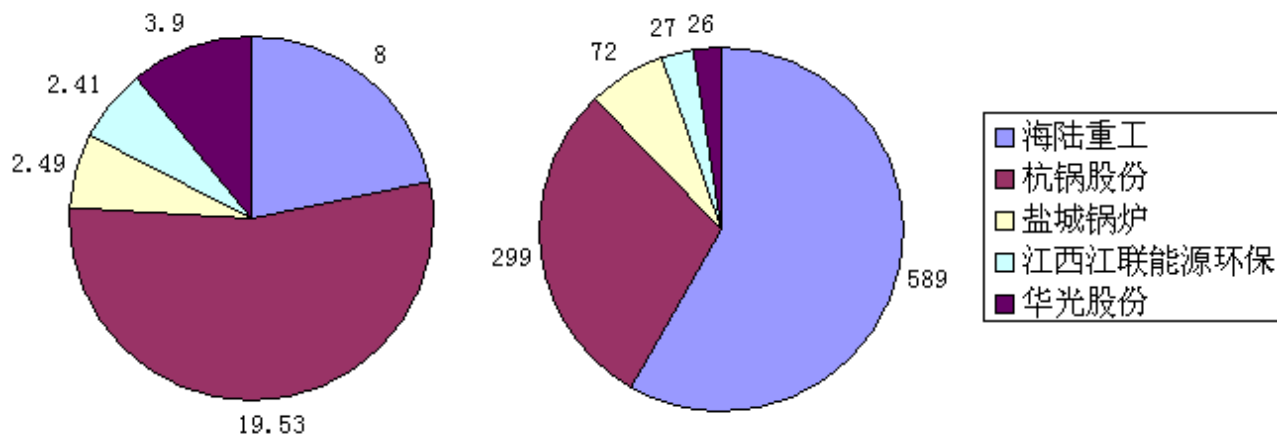
图4 2004-2008年余热锅炉行业销售蒸吨数(吨)



资料来源：电器工业年鉴

我国余热锅炉行业的市场集中度比较高，五家主要生产企业占据了国内余热锅炉市场约90%的产量，95%的产值。杭锅股份产量排名第二，但是实现产值排名第一，占据全行业总产值的49.7%。

图5 2009年主要余热锅炉生产企业产值(亿元)及产量(台数)



资料来源：电器工业年鉴

2.政策驱动余热锅炉需求快速扩大

我国政府计划到2020年将碳排放量减少40%-45%，目前面临着巨大的减排压力。政府正在推行各项有利于节能减排的政策，其中余热回收利用作为提高能源利用效率的有效途径，国家已经出台多项政策鼓励企业进行余热回收利用。

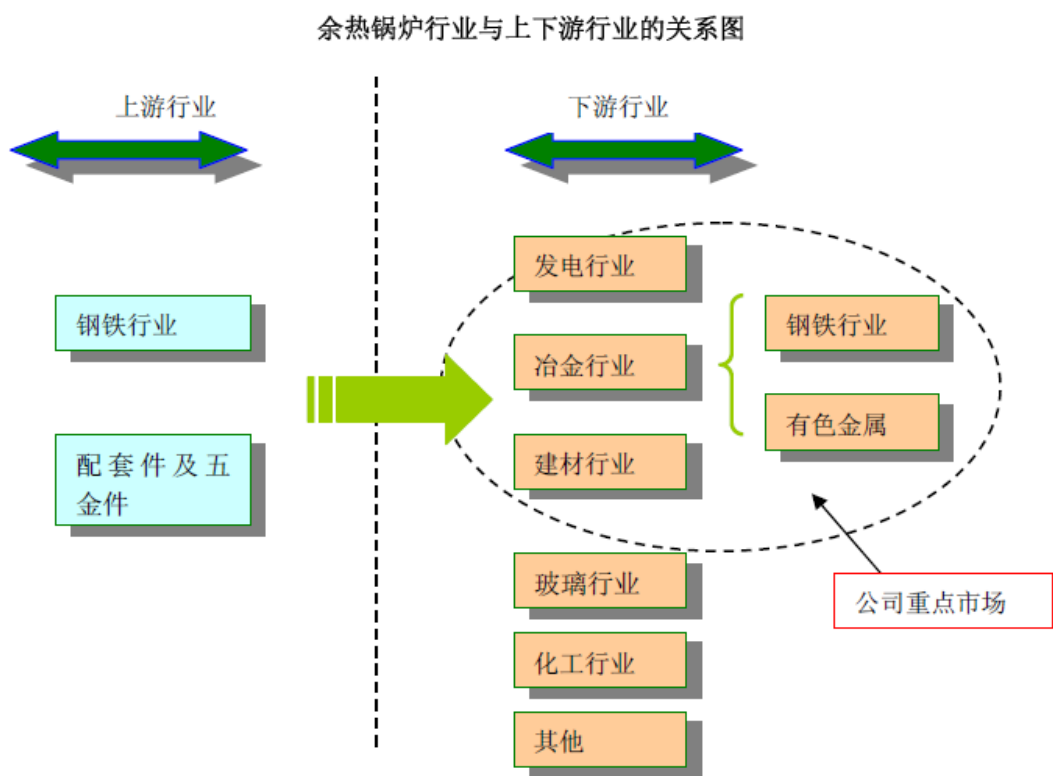
表 4 余热相关的政策

政策	与余热回收相关的内容
《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》	2010 年 4 月 2 日国务院下发《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》，要求加快推行合同能源管理，积极发展节能服务产业，同时加大资金支持力度和实行税收扶持政策。
《钢铁企业烧结余热发电技术推广实施方案》	2009 年 12 月 29 日工信部推出了《钢铁企业烧结余热发电技术推广实施方案》。方案计划用 3 年时间 2010-2012 年，投资超过 50 亿元，在全国 37 家重点钢铁企业，对 82 台烧结机推广实施烧结余热发电技术，以降低这个高耗能行业的能耗水平；
《当前国家鼓励发展的环保产业设备目录》	《当前国家鼓励发展的环保产业设备（产品）目录》（2007 修订）鼓励发展用于电力、石化、冶金、钢铁、水泥建材、印染、造纸、地热、糖酒工业等废热、余热回收发电设备；
《节能技术改造政奖励资金管理暂行办法》	2007 年 11 月，政部下发的《节能技术改造"政奖励资金管理暂行办法"》中规定：对完成节能量目标的项目承担企业给予奖励，其中余热余压项目属于"政奖励的节能技术改造项目之一。《办法》中明确表示对项目改造后每形成 1 吨标煤节约能力，中央将按东部地区 200 元、中西部地区 250 元的标准给予奖励；对符合奖励条件的节能技术改造项目，为调动企业积极性，按企业报告节能量先预拨 60%的奖励资金。
《节能减排综合性工作方案》	2007 年 6 月，国务院《节能减排综合性工作方案》提出要着力抓好十大重点节能工程，“十一五”期间形成 2.4 亿吨标准煤的节能能力。今年形成 5000 万吨标准煤节能能力，重点是实施钢铁、有色、石油石化、化工、建材等重点耗能行业余热余压利用、节约和替代石油、电机系统节能等措施。
《“十一五”十大重点节能工程实施意见》	国家发改委 2006 年 7 月发布的《“十一五”十大重点节能工程实施意见》的第三项为“余热余压利用工程”，要求在钢铁行业推广干法熄焦技术、高炉炉顶压差发电技术；在水泥行业推广纯低温余热发电技术，建设水泥余热发电装置，研究制定鼓励利用余热余压发电、供热和制冷的优惠政策。
《“十一五”规划纲要》	《“十一五”规划纲要》提出要突出抓好钢铁、有色、煤炭、电力、化工、建材等行业和耗能大户的节能工作，并提出 10 大节能重点工程，余热余压利用位列其中，要求在钢铁、建材等行业开展余热余压利用。
《节能中长期专项规划》	2006 年，国家发改委制订《节能中长期专项规划》，其中余热余压利用工程中要求，“十一五”期间在钢铁联合企业实施干法熄焦、高炉炉顶压差发电、全高炉煤气发电改造以及转炉煤气回收利用，形成年节能 266 万吨标准煤；在日产 2000 吨以上水泥生产线建设中低温余热发电装置每年 30 套，形成年节能 300 万吨标准煤。

资料来源：东北证券

经过对国外先进技术多年的研究、消化、吸收和改进，我国的余热锅炉行业技术水平取得巨大成就。在余热锅炉领域，我国已经基本实现了对国外产品的进口替代，甚至部分产品的技术水平已经达到国际领先水平。随着政策的不断出台，余热锅炉行业的下游行业主要为钢铁、有色金属、电力、建材、化工、焦化等行业对余热锅炉的需求将会快速的释放，余热锅炉行业将进入一个快速增长时期。预计未来五年余热锅炉国际国内市场规模在 680 亿左右。

图 6 公司上下游示意图



资料来源：公司招股书

表 5 余热锅炉未来五年市场规模预测

行业领域	未来 5 年市场规模（亿元）
国内市场	
钢铁行业氧气转炉余热锅炉	45
钢铁行业烧结余热锅炉	20
焦化行业干熄焦锅炉	25
水泥行业低温余热锅炉	40
垃圾焚烧余热发电炉	35
其他行业	120
国内市场容量总计	280
国际市场容量	400
合计	685

资料来源：东北证券

三、募投项目

公司此次募集资金拟投资杭州杭锅重型装备制造有限公司大型重型装备生产基地项目和增资浙江西子联合工程有限公司。该项目总投资 46,125 万元，拟用本次募集资金投入 42,249 万元。

杭州杭锅重型装备制造有限公司大型重型装备生产基地项目投产后将主要生产核电设备及大型电站辅机（低压加热器、高压加热器、除氧器及水箱、冷凝器、核电汽水分离器（MSR）、核设备容器）、余热锅炉（9E、9F 级大型燃气蒸汽联合循环余热锅炉）、

特种锅炉（大型垃圾焚烧锅炉）、煤气化及 IGCC 设备等产品。

表 6 公司募投项目概况

序号	项目名称	总投资（万元）	拟投入本次募集资金（万元）	建设期
1	杭州杭锅重型装备制造有限公司大型 重型装备生产基地项目	34,125	34,125	3 年
2	增资浙江西子联合工程有限公司	12,000	8,124	
	合计	46,125	42,249	

资料来源：公司招股书

大型重型装备生产基地项目达产后，预计可实现销售收入 124,597 万元，利润总额 17,512 万元，投资回收期（税后）5.2 年，内部收益率(税后)29.2%。假设 2011 年募集资金到位并增资完成后，西子联合工程预期 2011 年当年可实现营业收入 7.40 亿元，净利润 6,200 万元，2012 年预期可实现营业收入 9.6 亿元，净利润 7,600 万元。

四、盈利预测及估值

公司此次募集资金拟投资项目主要是为了打破锅炉产品的产能瓶颈以及拓展总包业务，预计 2010-2012 年公司发行股本后摊薄的 EPS 分别为 0.74、0.72 和 0.85 元，公司合理价值区间为 21.6-25.2 元，对应 2011 年 PE 区间分别为 30-35 倍。

表 7 可比上市公司当前估值状况

证券代码	证券简称	2009 年 PE	2010 年 PE 预测值	2011 年 PE 预测值
002255	海陆重工	54.80	41.68	32.43
600475	华光股份	54.38	43.18	31.73
002272	川润股份	52.56	46.13	33.94
601727	上海电气	44.39	35.17	29.38
600875	东方电气	45.28	30.94	23.78
平均值		50.29	39.42	30.25

资料来源：Wind、东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。