

充足订单确保公司业绩增长

 评级: **增持-A**

上次评级:

 目标价格: **33.00 元**

期限: 6 个月 上次预测:

现价(2011 年 08 月 12 日): 27.45 元

 报告日期: **2011-08-14**

报告关键点:

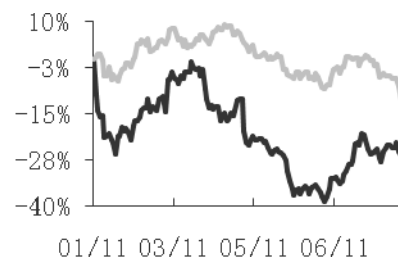
- 余热锅炉龙头公司, 订单充足
- 预测公司2011-2013年EPS分别为0.95元、1.34元、1.76元, 按照2011年35倍市盈率估值, 目标价位33元, 首次给予“增持-A”投资评级

报告摘要:

- 杭锅股份是我国余热锅炉行业龙头公司, 是国内规模最大、品种最全的余热锅炉研究、开发和制造基地。主要产品包括余热锅炉、工业锅炉、电站锅炉、核电设备和电站辅机。
- 行业空间巨大:** 由于节能减排的要求, 余热锅炉市场空间巨大, 根据估算未来5年国内余热锅炉市场容量预计达到280 亿元, 国际市场约400 亿元, 合计约680 亿元。
- 燃气余热锅炉市场有加速倾向:** 燃气发电机组效率高、清洁、启动快, 预计未来5年市场容量30-50亿元, 近期国内燃气发电机组建设有加速趋势, 公司近期获得2台90万千瓦燃气-蒸汽联合循环供热机组余热锅炉岛大订单, 合同金额达4.6亿元, 这是国内目前最大容量的燃气-蒸汽联合循环供热机组。
- 公司订单充足:** 2010年底公司库存订单约50亿元, 根据订单周期我们判断绝大多数将在2011年确认收入。募投资金项目产能建设保障公司生产能力。
- 向总体解决方案集成服务商转变:** 公司利用在余热利用设备制造领域的市场地位和研发实力推动BOT、EMC(合同能源管理)等新业务模式的实现。公司募集资金项目之一的工程总包业务预计保持20%以上增长。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预测公司2011-2013年EPS分别为0.95元、1.34元、1.76元, 按照2011年35倍市盈率估值, 目标价位33元, 首次给予“增持-A”投资评级。
- 风险提示:** 合同交货推迟, 公司尚未进行股权激励。

总市值(百万元)	10,994.27
流通市值(百万元)	1,125.45
总股本(百万股)	400.52
流通股本(百万股)	41.00
12 个月最低/最高	19.87/34.29 元
十大流通股东(%)	14.88%
股东户数	11,455

12 个月股价表现



01/11 03/11 05/11 06/11

— 杭锅股份 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.10	17.53	(18.72)
绝对收益	9.16	10.24	(16.63)

 黄守宏
010-66581627
执业证书编号

 首席行业分析师
huangsh@essence.com.cn
S1450511020024

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,841.9	3,309.0	4,290.1	5,952.3	7,707.8
Growth(%)	8.7%	16.4%	29.6%	38.7%	29.5%
净利润	230.6	334.5	381.9	537.0	705.1
Growth(%)	134.2%	45.0%	14.2%	40.6%	31.3%
毛利率(%)	23.7%	21.1%	20.7%	21.5%	22.0%
净利润率(%)	8.1%	10.1%	8.9%	9.0%	9.1%
每股收益(元)	0.58	0.84	0.95	1.34	1.76
每股净资产(元)	2.79	3.56	7.13	8.53	10.38
市盈率	44.5	30.7	26.9	19.1	14.6
市净率	9.2	7.2	3.6	3.0	2.5
净资产收益率(%)	28.8%	29.6%	16.7%	19.6%	21.2%
ROIC(%)	80.5%	90.2%	60.6%	41.3%	40.2%
EV/EBITDA	22.4	20.3	16.4	11.6	8.8
股息收益率	0.3%	0.7%	0.7%	1.0%	1.4%

前期研究成果

杭锅股份: 余热锅炉行业龙头

2010-12-27

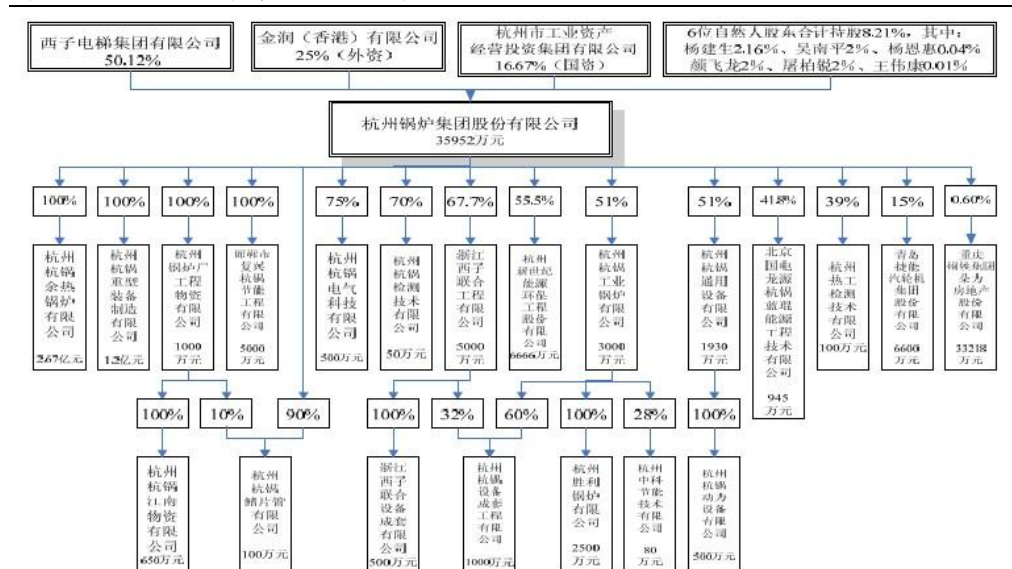
1. 公司简介

杭锅股份是国内规模最大、品种最全的余热锅炉研究、开发和制造基地，公司迄今为止共生产了 1000 多台（套）节能型环保余热锅炉，产生了极为可观的经济、环保效益。2008 年，公司共生产各类余热锅炉 272 台，合计 10,268 蒸吨，综合市场占有率达 34%。公司实际从事的主营业务为锅炉研发、设计、制造和销售，主要产品包括余热锅炉、工业锅炉、电站锅炉、核电设备和电站辅机。

1.1. 股权结构

杭锅股份的前身为杭州锅炉厂，2007 年整体变更为股份有限公司。发行前，公司的控股股东为西子电梯集团有限公司，持有公司 50.12% 的股份。王水福、陈夏鑫和谢水琴为公司的实际控制人，王水福和陈夏鑫分别持有西子电梯 55.6% 和 44.4% 股权，并通过西子电梯持有公司 50.12% 股权，谢水琴间接通过金润香港持有公司 25% 的股份。

图 1 杭锅股份发行前股权结构图



数据来源：公司招股说明书

公司首次 IPO 发行 4,100 万股，发行后公司总股本 40,052 万股。

表 1 杭州锅炉发行前后股权比例

项目	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
一、有限售条件的股份	西子电梯集团有限公司	18,019.44	50.12%	18,019.44	44.99%
	金润（香港）有限公司	8988.00	25.00%	8988.00	22.44%
	杭州市工业资产经营投资集团有限公司	5992.00	16.67%	5992.00	14.96%
	杨建生	778.96	2.17%	778.96	1.94%
	颜飞龙	719.04	2.00%	719.04	1.80%
	屠柏锐	719.04	2.00%	719.04	1.80%
	吴南平	719.04	2.00%	719.04	1.80%
	杨恩惠	13.48	0.04%	13.48	0.03%

王伟康	3.00	0.01%	3.00	0.01%
二、首次发行流通股	-	-	4,100.00	10.24%
总股本	35,952.00	100.00%	40,052.00	40052.00

数据来源：招股说明书

1.2. 主要业务简介

杭州锅炉以生产各类余热锅炉为核心的节能环保装备与工程为主业。公司目前业务类型包括锅炉部件加工、锅炉成品制造和工程总包，主要产品为各类余热锅炉、电站锅炉、工业锅炉、核电设备和电站辅机。余热锅炉是利用冶金、电力、化工、建材等余热作热源的锅炉设备。电站锅炉是用于发电用途的锅炉。工业锅炉是用于工业生产和采暖的锅炉，多为低参数、小容量锅炉。

公司的主导产品是余热锅炉。余热锅炉一般由汽包、蒸发器、过热器、节能器、烟箱和烟道等部件组成，与常规锅炉相比，通常没有燃烧室。主要余热锅炉产品有燃气轮机余热锅炉、烧结冷却机余热锅炉、干熄焦余热锅炉和水泥窑余热锅炉。燃气—蒸汽联合循环发电是目前国际上发展迅速的发电形式，它具有发电效率高、建设周期短、操作运行方便、调峰能力强、有利于改善电网结构等优点，对电力供应具有重大意义。公司开发的水泥窑余热锅炉能够充分回收水泥生产线的低温余热，并用于发电。在不消耗煤的情况下可满足水泥生产线 1/3 的用电需求。

公司其他主要产品有工业锅炉（生物质锅炉、垃圾焚烧锅炉）、电站锅炉（循环流化床锅炉、煤粉炉、高炉煤气锅炉等）、核电设备和电站辅机（电站辅机是与发电机组配套的辅助机械和设备，公司生产的核电和火电辅机主要有高压加热器、低压加热器、除氧器和冷凝器等）等。

图 2 燃机余热锅炉



数据来源：公司招股说明书

图 3 水泥窑余热锅炉



数据来源：公司招股说明书

图 4 垃圾焚烧炉



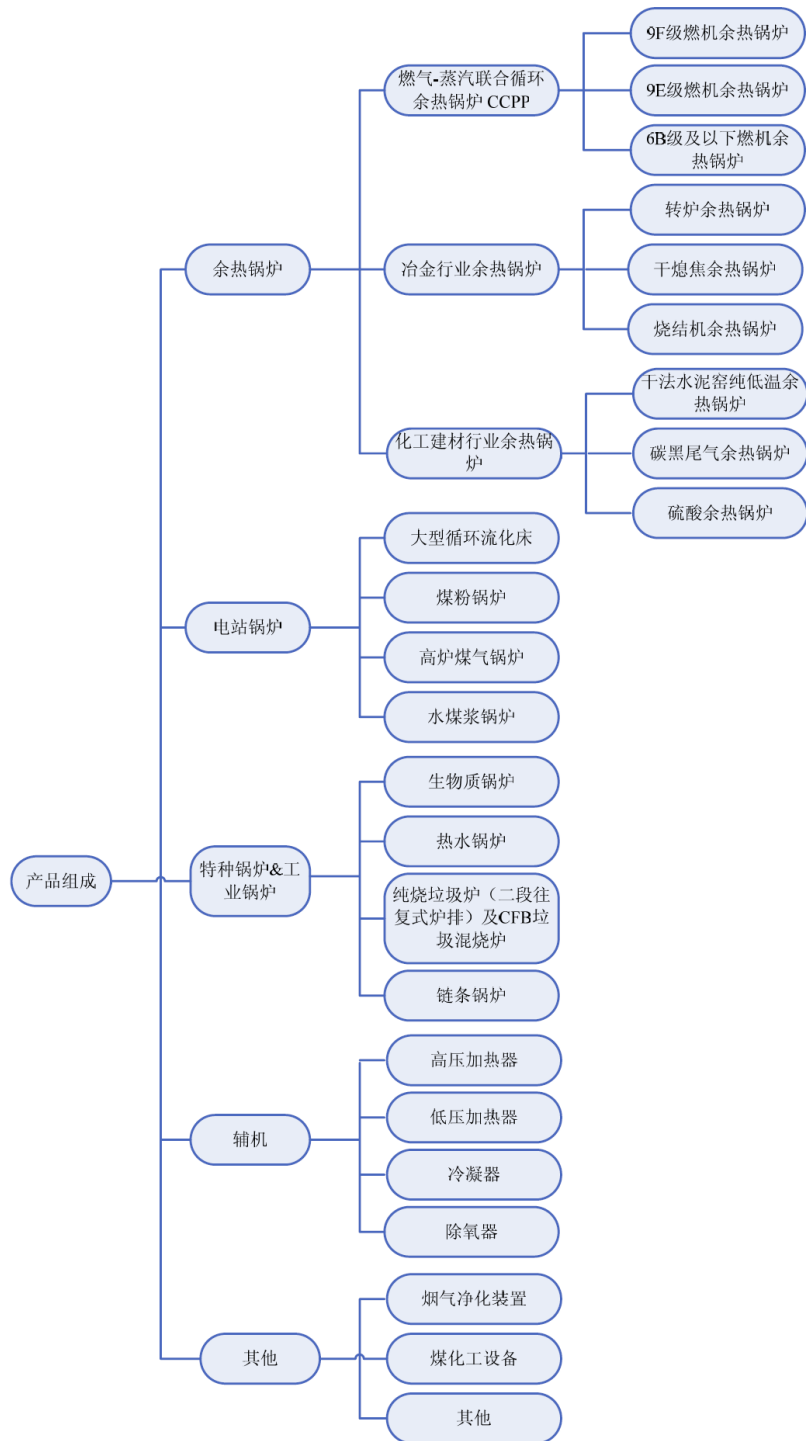
数据来源：公司招股说明书

图 5 垃圾加热器



数据来源：公司招股说明书

图 6 公司产品系列分类



数据来源：公司招股说明书

1.3. 公司财务分析

杭锅股份 2008-2010 年营业收入同比增速分别为 15.77%、8.74%、16.44%，归属于母公司净利润分别增长-51.5%、134.22%、45.01%。

钢材价格对业绩影响减弱：2008 年业绩出现大幅度下滑的原因是因为钢材及外购件占生产成本的比例合计达到 80%以上，2008 年钢材价格大幅度上涨，2009 年钢材价格则大幅度下降。为了避免再次出现类似的情况，公司采取签订合同后即锁定一部分钢材

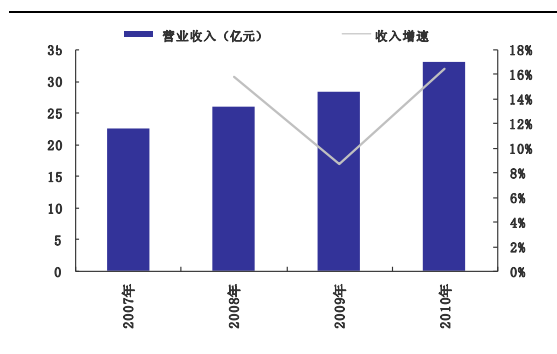
或钢锭的方式锁定成本，钢材价格的波动对公司业绩的影响已经大幅度减弱。

表 2 公司近三年的盈利情况

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入（百万元）	2,257.56	2,613.57	2,841.90	3,309.02
净利润（百万元）	203.01	98.47	230.64	334.45
净资产收益率（%）	33.98	15.16	28.86	32.51
综合毛利率（%）	18.9	12.4	23.7	21.11
期间费用率（%）	6.36	7.12	8.41	7.85
销售净利率（%）	10.58	5.79	11.33	12.73

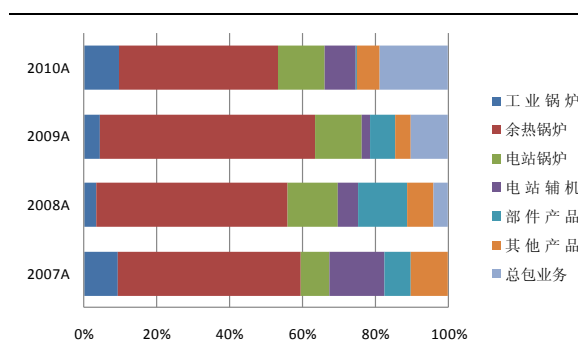
数据来源：wind，安信证券研究中心整理

图 6 公司近年来的营业收入变化情况



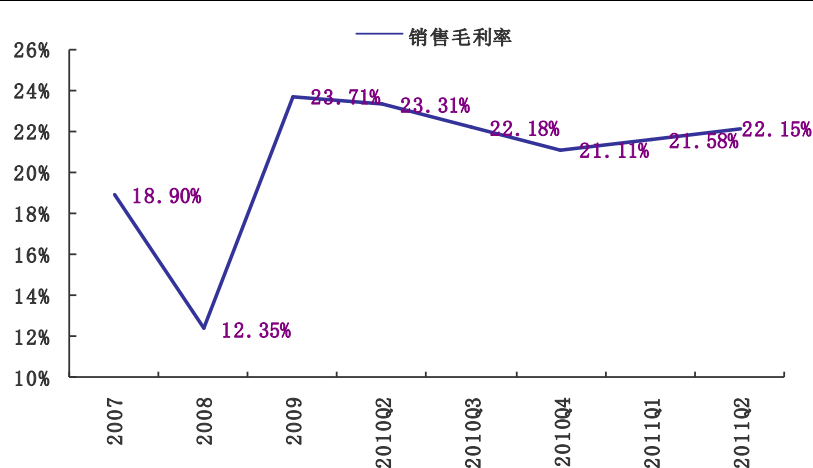
数据来源：wind，安信证券研究中心整理

图 7 公司营业收入占比变化情况



数据来源：wind，安信证券研究中心整理

图 7 近年公司毛利率变化趋势



数据来源：wind，安信证券研究中心

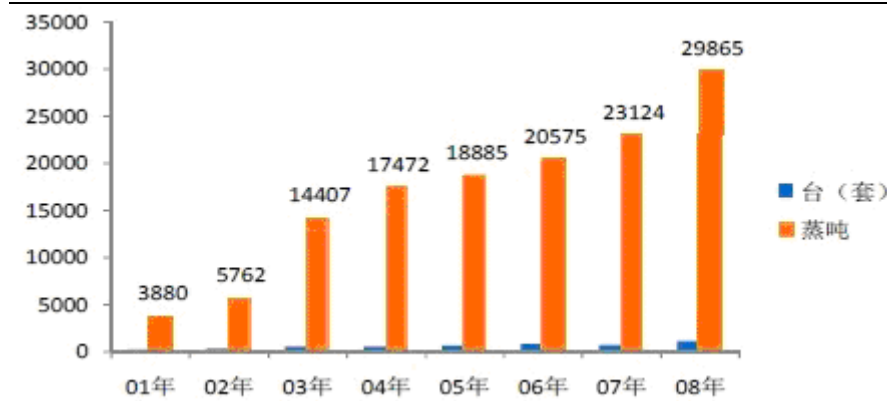
2. 余热锅炉市场需求长期增长

2.1. 节能减排任务艰巨，余热锅炉市场巨大

随着经济的增长，我国能源消耗越来越大，目前我国煤炭消耗量位居世界第一，石油消耗量位居世界第二，中国能源消费占全球能源消费的 15%以上。并且长期以来，煤电发电量占总发电量的 70%以上，燃煤电厂给煤炭生产、交通运输和环境保护带来巨

大压力。虽然十一五期间我国万元 GDP 能耗下降 10%。但与世界发达国家相比，我国仍是日本、美国的 4-5 倍，减排任务艰巨，节能潜力巨大。节能减排的重要途径是余热回收设备的利用。因此对余热回收设备的需求增长刺激了近年来余热锅炉行业的发展。

图 10 我国余热锅炉行业发展



资料来源：2002 年 - 2009 年《中国电器工业年鉴》、《中国机械工业年鉴》

2002 年以前，我国余热锅炉行业在低位徘徊，年生产台（套）保持在 300 台（套）左右。2003 年之后，随着电力供应的持续紧张和节能环保措施的不断实施，市场对余热锅炉的需求大幅增加，余热锅炉的年产台（套）量和蒸吨数迅速上升。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。余热锅炉属节能环保产品，随着国家节能减排工作的积极推进，特别是钢铁、焦化、水泥等重要行业节能减排工作的推荐，预计余热锅炉市场将加速发展。根据估算未来 5 年国内余热锅炉市场容量预计达到 280 亿元，国际市场约 400 亿元，合计约 680 亿元，市场前景广阔。

2.2. 燃气电站建设加速，燃气余热锅炉受益

燃气电站由于发电效率和环保因素，在国内外电力发展中受到重视，唯一的缺点就是天然气资源受限，天然气价格昂贵。

我国兴建的第一条西气东输管线年输气量 120 亿立方米，为配合该工程沿线建设了数十座燃气—蒸汽联合循环电站。目前，中国已初步形成以西气东输一线、陕京一、二线、忠武线、涩宁兰、以及冀宁线、淮武线两条联络线为主框架的全国天然气管网，而 300 亿 m³/年的西气东输二线管线、120 亿 m³/年的川气东送工程预计 2011 年建成通气；同时为实现天然气资源与市场的衔接，我国正在积极推进东北、西北、西南、海上四大天然气进口通道建设，这些天然气管道将围绕全国天然气管道联网，进行配套城市分输支线建设，建成‘横跨东西、纵贯南北、连通海外’基本框架，形成以 4 大气区（新疆、青海、陕甘宁、川渝）外输管线和进口天然气管线为主干线、连接海气登陆管线和进口 LNG 等气源的全国性天然气管网。规划中的天然气管线包括：西三线（霍尔果斯-韶关）、西四线（吐鲁番-中卫）、中缅、中卫-贵阳管道、萨哈林天然气管道、陕京三线、秦沈线、山东天然气管网（青岛 LNG）等 17 项天然气管道项目，预计 2015 年前后建成。伴随管网建设的完善，将为我国新一轮燃气轮机发电机组发展提供巨大契机。

国家能源局预计，到 2015 年，天然气利用规模可能会达到 2600 亿 Nm³，在能源消费结构中的比例预计将从目前的 3.9% 提高到 8.3% 左右。按照发电、民用、工业用气各占 1/3 测算，预计 2015 年用于发电的天然气总量约在 867 亿 Nm³。燃气轮机余热锅炉是燃气—蒸汽联合循环发电机组的重要设备，燃气轮机发电的高速发展必然带动

燃气轮机余热锅炉的高速发展；2008 年燃气轮机余热锅炉产量 15 台，合计 3175 蒸吨，伴随着燃气—蒸汽联合循环发电机组全球市场的持续增长，中国以及世界各国对低碳经济的需求，这些为“十二五”、“十三五”期间燃气轮机余热锅炉提供充足的市场空间。预计未来 5 年燃气轮机电站余热锅炉市场容量约 30-50 亿元。

燃气机组成为重要调峰电源：燃气发电机组在处置自然灾害和应急突发事件中有不可替代的作用。为确保江苏省和浙江省迎峰度夏（6 月 15 日-9 月 15 日）用电需求，充分发挥燃气机组调峰作用，国家能源局日前下发通知，要求中石油、中石化确保两省电力迎峰度夏用气需求，确保在缺电高峰时段燃气电站发挥作用。国家能源局对燃气机组的高度重视或许表明了发展燃气发电的某种倾向。

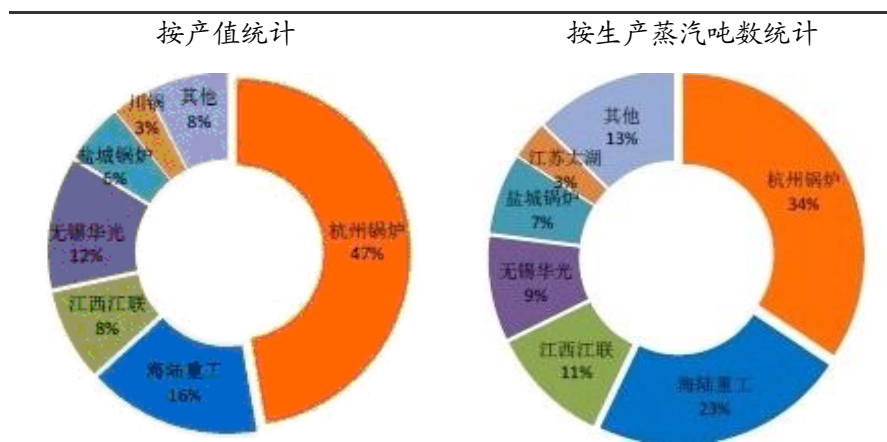
近期我们从东方电气和上海电气了解到情况，燃气机组订单超预期增长，我们预计燃气余热锅炉也将大幅度增长。

3. 公司是国内余热锅炉行业龙头

3.1. 公司在余热锅炉行业排名第一

在余热锅炉领域，公司占有较高的市场份额，位于行业龙头地位。而余热锅炉由于其结构的复杂性，使得客户对余热锅炉安全运行性能的要求高，客户在选择供应商时比较谨慎，市场声誉良好的余热锅炉企业更受客户认可，市场集中度非常高。对于其他厂商，是进入门槛，也是公司的竞争优势。

图 11 余热锅炉行业排名



资料来源：2009《中国电器工业年鉴》

余热锅炉设备一旦发生故障，在通常情况下客户无法将余热锅炉退货，而只能进行维修改造。公司具有较高的资质，拥有国内最高等级的 A 级锅炉制造许可证和三类压力容器设计、制造许可证，公司同时获得美国机械工程师协会 S、U 和 U2 钢印及授权证书。市场统计表明，无论在国际市场还是在国内市场，在不同的余热锅炉细分产品领域，前两名制造商拥有较高的市场占有率。公司的行业地位和信誉，是其他厂商难以突破的壁垒。

3.2. 公司具有较强的技术领先优势和产品设计经验

公司设有全国余热锅炉行业归口研究所、浙江省省级技术中心，2003 年公司被认定为国家火炬计划重点高新技术企业，在余热锅炉研究开发方面积累了丰富的科研和实践经验。公司生产的燃气轮机余热锅炉已形成了容量从 23MW 至 400MW，既有自然循环又有强制循环，压力等级分双压、三压等数十种规格的系列产品，技术水平在国内

处于领先地位。城市生活垃圾焚烧处理技术、岭澳 1,000MW 核电站常规岛辅机等产品被原国家计委、科技部、财政部等部门评为国家“八五”、“九五”科技攻关重大科技成果。

余热锅炉的行业特点要求余热锅炉企业需具备较高的产品设计能力，产品设计方案需由经验丰富、专业化的团队执行。非标准化的产品和个性化的设计、安装、售后服务方案，形成了对行业新进入者的巨大障碍。

4. 充足的在手订单是公司业绩增长保证

4.1. 2010 年结转订单 50 亿元

根据公司 2010 年年报披露，公司 2010 年底结转到 2011 年的订单约 50 亿元。公司产品中，锅炉主要部件的交货周期通常在 120-300 天，电站辅机的交货周期通常在 290-330 天，我们预计这部分订单绝大多数可以在 2011 年实现销售收入。

表 3 2010 年库存订单		单位：亿元
产品种类	金额	税后金额
余热锅炉	19.94	17.0
电站锅炉	8.83	7.5
电站辅机	4.43	3.8
总包工程	6.78	5.8
工业锅炉	7.36	6.3
其他	2	1.7
合计	49.34	42.2

数据来源：公司公告

4.2. 签订燃气联合循环余热锅炉重大订单

2011 年 8 月 10 日，公司与天津陈塘热电有限公司在天津签署了《燃气—蒸汽联合循环热电联产供热机组余热锅炉岛买卖合同》，合同总金额 45,718 万元。我们需要特别强调的是合同标的为 2×900MW 级燃气—蒸汽联合循环供热机组余热锅炉岛，90 万 kW 的燃气热电联产机组目前国内最大容量的燃气热电联产机组，公司获得订单展现公司的技术和制造实力。

鉴于公司获得国内最大容量燃气热电联产余热锅炉，同时燃气热电联产电站建设加速，我们预计公司将获得越来越多的燃气热电联产余热锅炉订单。

4.3. 募集资金项目保障公司重型装备生产能力

公司募集资金金额 10.31 亿元，募资投向主要有两个：（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；（2）增资浙江西子联合工程有限公司。

表 4 公司募集资金项目投资情况

单位：万元

项目名称	总投资	募集资金使用计划	
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 年建设期
增资浙江西子联合工程有限公司	12,000	8,124	
合计	46,125	42,249	

数据来源：公司招股说明书

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：项目总投资为 34,127 万元，其中铺底流动资金 5,647 万元。该项目中，燃气轮机余热锅炉主要应用于电力行业，干熄焦余热锅炉、烧结机余热锅炉主要应用于钢铁行业，循环流化床锅炉和电站辅机应用于电力行业，秸秆炉和垃圾炉用于节能环保发电。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%。

公司未来主要是丁桥和崇贤两个生产基地。丁桥基地主要生产轻型设备，例如垃圾和水泥余热炉，丁桥已经形成生产能力。崇贤基地已重型设备为主，预计下半年将会逐步释放产能，公司之前有 50% 的重型设备需要分包出去，公司自己的产能建设好后，我们预计重型设备的盈利能力将提高。

4.4. 公司对工程承包业务发展有承诺

公司的工程承包业务主要由浙江西子联合工程有限公司实施，公司募集资金项目之一为增资浙江西子联合工程有限公司，杭锅集团出资 8,124 万元，由募集资金到位后增资投入。增资完成后，杭锅集团仍持有联合工程 67.7% 的股份。增资的资金主要用于：1、增加余热发电工程项目的前期预备投入流动款项，2、投资以合同能源管理方式运作的余热发电项目。公司在照顾说明书中表明，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，2013 年收入增长 25%。

表 5 浙江西子联合工程有限公司收入和净利润及预测

单位：万元

	2007A	2008A	2009A	2010Q2	2010A	2011E	2012E
收入	4,781.62	18,477.11	36,635.60	23,688.44	30,287.02	74,000	96,000
净利润	860.2	2,404.19	4,049.19	2,869.82	5,692.34	6,200	7,600

数据来源：公司公告

募集资金项目稍有调整：2011 年 1 月 15 日，公司发布公告对该募集资金项目进行调整。变更后的方案为：

- 1) 由西子联合工程原股东，即公司和杭州悦基工程有限公司（简称“杭州悦基”），与新股东，青岛捷能汽轮机集团股份有限公司共同向西子联合工程增资 2700 万元，将其注册资本从原来的 5000 万元增加到 7700 万元，增资后公司对浙江西子联合工程有限公司控股比例由原来的 66.7% 下降到 60.5%。
- 2) 由公司和西子联合工程共同向浙江西子能源投资管理有限公司增资，将其注册资本从原来的 2000 万元增加到 10200 万元，增资后公司占浙江西子能源投资管理有限公司股权比例 49.02%，西子联合工程占 50.98%。

青岛捷能汽轮机集团股份有限公司是公司的战略合作伙伴，也是公司的参股公司（有 15% 的股权），青岛捷能参股后，两家公司之间合作将更加紧密。公司认为，公司的募集资金实施主体和实施方式变更，但未改变募集资金的实际使用方向，不影响募集资金产生的预期效益。

5. 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.95 元、1.34 元、1.76 元，按照 2011 年 35 倍市盈率估值，目标价位 33 元，首次给予“增持-A”投资评级。

假设条件如下：

- 1) 工业锅炉、余热锅炉维持高增长；
- 2) 总包业务 2011-2013 年收入 7.4 亿元、9.6 亿元、12 亿元；
- 3) 公司主营业务收入 2011-2013 年分别为 42.7 亿元、59.3 亿元、76.9 亿元；
- 4) 余热锅炉毛利率略有上涨；电站辅机业务由于核电部件交货，预计 2012-2013 年毛利率上升；
- 5) 销售费用率和管理费用率保持不变；
- 6) 公司本部所得税税率提高到 25%，公司每年确认 2000 万元的递延所得税资产。

表 6 杭锅股份主营业务收入毛利率预测

单位：万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
工业锅炉（含垃圾焚烧锅炉、生物质锅炉）							
收入（万元）	20632	8903	12413	31,622.44	63245	94867	132814
成本（万元）	17410	9491	9538	23,331.39	46801	70202	98283
毛利率	15.62%	-6.61%	23.16%	26.22%	26.00%	26.00%	26.00%
增长率		-56.85%	39.43%	154.76%	100.00%	50.00%	40.00%
余热锅炉（烧结余热锅炉、干熄焦余热锅炉、水泥窑余热锅炉、燃气轮机余热锅炉）							
收入（万元）	112417	136241	167020	144,048.17	158453	237679	308983
成本（万元）	88450	117262	127219	108,498.33	118840	175883	225558
毛利率	21.32%	13.93%	23.83%	24.68%	25.00%	26.00%	27.00%
增长率		21.19%	22.59%	-13.75%	10.00%	50.00%	30.00%
电站锅炉（循环流化床锅炉、煤粉炉、高炉煤气炉）							
收入（万元）	17050	35826	36000	42,470.29	75000	97500	126750
成本（万元）	13411	36334	29279	37,686.14	66750	86775	112808
毛利率	21.34%	-1.42%	18.67%	11.26%	11.00%	11.00%	11.00%
增长率		110.12%	0.49%	17.97%	76.59%	30.00%	30.00%
电站辅机（含核电辅助设备、高压加热器、低压加热器、除氧器、冷凝器）							
收入（万元）	34425	15017	7202	27,307.14	30038	36045	43255
成本（万元）	33034	13830	6510	23,597.06	25983	30639	36766
毛利率	4.04%	7.90%	9.61%	13.59%	13.50%	15.00%	15.00%
增长率		-56.38%	-52.04%	250.00%	10.00%	20.00%	20.00%
部件产品							
收入（万元）	16114	34331	19288	1,944.92	1945	1945	1945
成本（万元）	12079	28320	13635	1,250.54	1264	1264	1264
毛利率	25.04%	17.51%	29.31%	35.70%	35.00%	35.00%	35.00%
增长率		113.05%	-43.82%	-89.92%	0.00%	0.00%	0.00%
其他产品（烟气净化、煤化工、其他）							
收入（万元）	22440	19346	11603	20,276.23	24331	29198	35037

成本（万元）	17065	17593	8596	18,219.69	21898	26278	31534
毛利率	23.95%	9.06%	25.91%	10.14%	10.00%	10.00%	10.00%
增长率		-13.79%	-40.03%	74.76%	20.00%	20.00%	20.00%
总包业务							
收入（万元）		9984	29075	61,757.94	74000	96000	120000
成本（万元）		6127	20533	47,442.97	57720	74880	93600
毛利率		38.63%	29.38%	23.18%	22.00%	22.00%	22.00%
增长率		100.00%	191.22%	112.41%	19.82%	29.73%	25.00%
合计							
收入（万元）	223078	259646	282600	329427	427012	593235	768784
成本（万元）	181449	228958	215309	260026	339256	465920	599812
毛利率	18.66%	11.82%	23.81%	21.07%	20.55%	21.46%	21.98%
增长率		16.39%	8.84%	16.57%	29.62%	38.93%	29.59%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-8-11		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2,841.9	3,309.0	4,290.1	5,952.3	7,707.8	营业收入增长率	8.7%	16.4%	29.6%	38.7%	29.5%
减: 营业成本	2,168.1	2,610.3	3,403.6	4,670.2	6,009.1	营业利润增长率	178.4%	8.5%	32.8%	44.6%	32.8%
营业税费	12.0	15.3	19.7	27.4	35.5	净利润增长率	134.2%	45.0%	14.2%	40.6%	31.3%
销售费用	55.4	60.5	78.5	108.9	141.1	EBITDA 增长率	146.4%	10.5%	31.3%	44.1%	31.4%
管理费用	187.9	200.7	257.4	357.1	462.5	EBIT 增长率	173.5%	9.4%	27.4%	48.0%	33.2%
财务费用	-4.3	-1.3	-23.4	-15.7	-17.8	NOPLAT 增长率	108.9%	32.2%	9.1%	43.7%	31.6%
资产减值损失	46.4	22.8	21.4	32.3	51.0	投资资本增长率	18.1%	62.4%	110.8%	35.1%	24.0%
加: 公允价值变动收益	1.5	-0.0	-	-	-	净资产增长率	36.1%	27.6%	100.4%	19.8%	21.7%
投资和汇兑收益	-2.6	6.3	7.6	9.1	10.9						
营业利润	375.3	407.1	540.4	781.2	1,037.4	利润率					
加: 营业外净收支	2.8	56.6	13.0	13.0	13.0	毛利率	23.7%	21.1%	20.7%	21.5%	22.0%
利润总额	378.1	463.7	553.4	794.2	1,050.4	营业利润率	13.2%	12.3%	12.6%	13.1%	13.5%
减: 所得税	56.3	42.4	76.0	123.0	169.1	净利润率	8.1%	10.1%	8.9%	9.0%	9.1%
净利润	230.6	334.5	381.9	537.0	705.1	EBITDA/营业收入	13.8%	13.1%	13.3%	13.8%	14.0%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	13.1%	12.3%	12.1%	12.9%	13.2%
货币资金	714.9	718.1	1,603.0	1,760.2	2,134.6	运营效率					
交易性金融资产	0.0	-	-	-	-	固定资产周转天数	32	48	58	50	40
应收账款	843.7	967.3	1,245.9	1,728.6	2,238.4	流动营业资本周转天数	-37	-31	3	35	50
应收票据	126.8	238.2	329.1	456.6	591.3	流动资产周转天数	317	311	323	317	310
预付账款	232.3	299.3	367.4	460.8	581.0	应收账款周转天数	89	94	88	85	87
存货	709.4	847.1	1,074.2	1,458.6	1,857.1	存货周转天数	95	88	84	80	82
其他流动资产	20.2	-0.0	0.5	1.3	2.2	总资产周转天数	416	415	424	400	376
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	54	66	99	113	113
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	5.7	118.3	118.3	118.3	118.3	ROE	28.8%	29.6%	16.7%	19.6%	21.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	10.2%	8.0%	9.2%	10.0%
固定资产	315.8	572.2	817.2	842.2	870.1	ROIC	80.5%	90.2%	60.6%	41.3%	40.2%
在建工程	194.4	17.6	31.8	65.9	82.9	费用率					
无形资产	245.0	257.2	240.1	224.1	209.1	销售费用率	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	75.8	110.0	123.6	145.3	171.3	管理费用率	6.6%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
资产总额	3,483.9	4,145.3	5,951.0	7,262.0	8,856.4	财务费用率	-0.2%	0.0%	-0.5%	-0.3%	-0.2%
短期债务	7.3	55.2	-	20.0	30.0	三费/营业收入	8.4%	7.9%	7.3%	7.6%	7.6%
应付账款	880.4	1,177.0	1,557.2	2,136.8	2,749.4	偿债能力					
应付票据	52.7	53.8	74.6	102.4	131.7	资产负债率	68.0%	65.6%	52.0%	52.9%	52.8%
其他流动负债	1,314.5	1,348.2	1,444.6	1,576.3	1,745.5	负债权益比	212.2%	191.1%	108.5%	112.5%	111.9%
长期借款	40.0	-	-	-	-	流动比率	1.16	1.16	1.52	1.55	1.61
其他非流动负债	50.0	64.2	64.2	64.2	64.2	速动比率	0.84	0.83	1.15	1.15	1.18
负债总额	2,367.9	2,721.4	3,097.0	3,844.2	4,651.2	利息保障倍数	-86.11	-307.93	-22.14	-48.71	-57.20
少数股东权益	219.3	262.8	358.3	492.5	668.8	分红指标					
股本	359.5	359.5	400.5	400.5	400.5	DPS(元)	0.08	0.18	0.19	0.27	0.35
留存收益	537.1	799.7	2,095.2	2,524.8	3,088.9	分红比率	14.6%	21.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,116.0	1,423.9	2,854.0	3,417.8	4,158.2	股息收益率	0.3%	0.7%	0.7%	1.0%	1.4%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	321.9	421.2	381.9	537.0	705.1	EPS(元)	0.58	0.84	0.95	1.34	1.76
加: 折旧和摊销	29.6	37.0	53.5	56.6	60.8	BVPS(元)	2.79	3.56	7.13	8.53	10.38
资产减值准备	46.4	22.8	21.4	32.3	51.0	PE(X)	44.5	30.7	26.9	19.1	14.6
公允价值变动损失	-1.5	0.0	-	-	-	PB(X)	9.2	7.2	3.6	3.0	2.5
财务费用	11.0	-	3.4	-23.4	-15.7	P/FCF	147.5	359.8	-20.1	-3,974.2	67.8
投资收益	2.6	-6.3	-7.6	-9.1	-10.9	P/S	3.6	3.1	2.4	1.7	1.3
少数股东损益	91.2	86.8	95.5	134.3	176.3	EV/EBITDA	22.4	20.3	16.4	11.6	8.8
营运资金的变动	-39.6	-181.1	-198.2	-402.8	-419.8	CAGR(%)	27.8%	27.9%	32.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	385.9	198.5	323.2	332.5	544.7	PEG	1.6	1.1	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-84.6	-79.4	-292.4	-90.9	-89.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-177.5	-109.5	922.8	-71.7	-113.2	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

黄守宏，电力设备与新能源行业首席分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳电力设备与新能源行业分析师。

分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034