

杭锅股份(002534)调研报告

短期看天然气发电，中长期看钢铁余热利用和业务模式转型
电气设备

谨慎推荐

首次覆盖

发布时间：2011 年 9 月 19 日

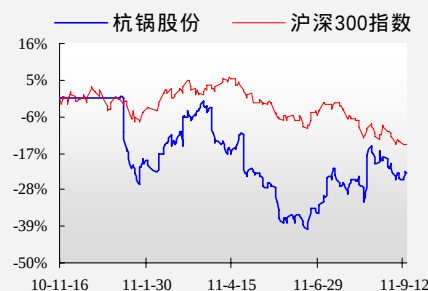
投资要点：

- 特种与节能环保型锅炉是二线锅炉厂未来竞技重点。由于三大动力集团下属锅炉厂在传统电站锅炉领域形成寡头垄断，二线锅炉厂不足以展开直接竞争，故纷纷采取差异化竞争策略，将重点放在打造特种炉型上，并紧跟政策鼓励方向。
- 杭州锅炉厂是国内余热锅炉行业的绝对龙头。公司是国内规模最大、品种最全的余热锅炉研发、设计和制造基地，2008 年按生产蒸汽吨数统计公司在余热锅炉市场的占有率为 34%，其下游主要面向天然气发电和大型高耗能重工业。
- 燃机余热锅炉在 2011 年迎来招标热潮，并将在 2012-2013 年进入收入确认高峰。受局部电力供应紧张和西气东输二线贯通以及国家对天然气加快发展的鼓励政策等多重因素驱动，目前燃机余热锅炉招标活跃，公司市占率高达 50%，未来 2 年业绩将明显受燃机余热锅炉的带动和提振。
- 工业余热利用整体发展趋势向上，工程总包和合同能源管理带动业务模式转型。我们对工业余热发电主要下游行业景气度的判断是：水泥行业余热发电在“十二五”仍有平稳发展，钢铁冶金行业则将是下一个大蛋糕。受国家货币收紧影响，上半年总包业务收入确认低于预期，但新增订单态势喜人，预计信贷环境转好后，该业务收入确认节奏将提速。
- 预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.81、1.14、1.36 元，对应目前股价市盈率分别为 31 倍、22 倍、19 倍，公司是节能环保型设备的优质标的，未来两年受天然气电站加大建设，燃机余热锅炉需求旺盛，公司业绩存在爆发性和超预期的可能，给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：原材料钢材价格波动，货币收紧导致回款放缓。

业绩预测：

年度	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2010	330,902	16.44	33,445	45.01	0.93	27.5
2011E	364,734	10.22	32,640	-2.41	0.81	31.5
2012E	494,045	35.45	45,738	40.13	1.14	22.4
2013E	580,928	17.59	54,543	19.25	1.36	18.8

走势图



市场数据 2011-9-16

收盘价：	25.55 元
52 周最高价：	34.29 元
52 周最低价：	19.87 元
平均持仓成本：	26.68 元

基本数据 2011Q2

总股本（万股）：	40,052
A 股（万股）：	4,100
每股收益（元）：	0.36
每股净资产（元）：	5.53
每股经营现金流（元）：	-0.38
市净率：	4.62

分析师：周思立 联系人：杨佳丽
执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000-315

FAX: (8621)6337 3209

Email: yangjl@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、锅炉行业的发展趋势和基本竞争格局

从锅炉行业的竞争格局来看，目前电站锅炉领域已经形成了以三大动力集团下属的哈尔滨锅炉厂、东方锅炉股份有限公司、上海锅炉厂为代表的第一阵营，生产的产品以大型火力发电机组锅炉为主，因其进入壁垒较高，三大电站锅炉制造企业在超临界、超超临界锅炉等大容量高参数机组形成寡头垄断，并占据国内电站锅炉市场 70%以上市场份额，呈现高市场集中度。从 2006 年开始，我国火电基建新增装机容量总体呈逐年递减趋势，面对火电站建设高峰过后的拐点，传统电站锅炉的前景不是太乐观，一线锅炉厂商将重心转向大型特种锅炉的研制和抢占部分电力需求处于高速上升期的海外市场。

而以武汉锅炉、济南锅炉、杭州锅炉、华光锅炉、四川锅炉等为代表的老牌锅炉厂则构成第二阵营，以生产中小型机组锅炉为主。由于第二阵营的厂家在企业综合实力方面与第一阵营的企业尚存在差距，在大型电站锅炉上不足以展开直接竞争。因而，二线锅炉厂普遍采取个性化、差异化竞争策略，将精力重点放在特种炉型上，如 IGCC 煤气化炉、工业余热锅炉、垃圾焚烧炉、生物质锅炉等。从产业发展趋势来看，受节能环保、战略性新兴产业发展、合同能源管理机制的推动均较明显，给锅炉行业的产品结构调整和经营运作模式都带来了新的契机，我们在杭锅股份、华光股份、海陆重工等上市公司身上均看到了这样的发展轨迹。在这些企业的发展过程中，也形成了细分领域龙头，如杭锅锅炉在余热锅炉领域树立了自己的龙头地位。

二、杭锅股份的主营业务和产品系列

杭锅股份的核心产品是余热锅炉，属节能环保产品，占公司营收结构的 50%左右，公司是国内规模最大、品种最全的余热锅炉研发、设计和制造基地，2008 年按生产蒸汽吨数统计公司在余热锅炉市场的占有率为 34%，其他市场份额较靠前的公司包括海陆重工（16%）和华光股份（12%）。公司生产的余热锅炉按下游应用领域划分，主要有两类：分别是用于天然气发电与燃气轮机发电机配套的专用余热锅炉，以及应用于大型工业（涵盖了大部分工业领域，以钢铁冶金、化工建材为主）余热回收领域的余热锅炉。

公司生产的其他主要产品包括工业锅炉、电站锅炉、核电设备和电站辅机等，其中，工业锅炉指用于工业生产和采暖的锅炉，多为低参数小容量锅炉，公司将垃圾焚烧炉和生物质燃烧锅炉也纳入本口径，实际上，公司生产的工业锅炉中最主要是垃圾焚烧炉设备。公司生产的电站锅炉以冶金单位自备电厂类客户为主。具体的产品系列如表 1 所示。

表 1 杭锅股份的主营业务和产品系列

产品类型	细分产品系列	应用的行业领域
余热锅炉	燃气轮机余热锅炉	天然气发电
	烧结冷却机余热锅炉、干熄焦余热锅炉等	钢铁冶金行业
	水泥窑纯低温余热锅炉	化工建材行业
电站锅炉	循环流化床锅炉、煤粉炉、高炉煤气锅炉等	以冶金行业自备电厂为主
工业锅炉	垃圾焚烧锅炉、生物质锅炉	垃圾发电厂、生物质发电厂等
电站辅机	高压加热器、低压加热器、除氧器、冷凝器	核电站、火电厂

资料来源：东北证券

三、余热锅炉：天然气发电和工业余热回收利用皆有好戏登台

余热锅炉是余热发电系统中的重要设备，按用途不同，可细分为电站余热锅炉和工业余热锅炉。工业余热锅炉实际应用领域的工况各异，其技术参数需根据工况参数而定，均为非标产品。由于这两类产品的下游客户需求和行业政策面有较大差异，下文中我们将分别就燃气轮机余热锅炉和工业余热锅炉的市场格局及发展前景作具体阐述。

3.1 燃气轮机余热锅炉：天然气发电盛宴才刚刚开始

受天然气供应和下游电力需求的双方面利好，2011 年天然气发电迎来了招投标的热潮，并将在 2012-2013 年迎来投运高峰，提升相关设备厂商未来 2 年的经营业绩。具体地，从电力需求面来看，2011 年全国多个省市尤其是长三角地区存在局部用电供应紧张，鉴于火电建设周期较长，而其他新能源类型均面临各自的发展困境（如核电受日本福岛核事故影响，风电受几起大规模脱网事件影响等），天然气发电虽然成本相对较高，但由于建设周期短仅需要 1 年时间，且调峰能力强、污染物排放低，是短期内最容易上的新增电源方式，可在用电紧张的城市负荷中心建设电厂，以缓解结构性电荒。从天然气气源供应来看，西气东输二线规划于 2011 年前全线贯通，部分终端下口站估计要到 2012 年初建成，其工程设计输气能力 300 亿立方米/年，在客观上将刺激一批天然气电站的建设。反观历史：2004 年 10 月西气东输一线全线建成投产，给杭锅股份 04-05 年带来了 30 多亿燃机余热锅炉订单，而西气东输一线管道输气规模设计仅为 120 亿立方米/年（后因需求太大，又通过增输工程提至 170 亿立方米）。由于西气东输二线的输送能力两倍于前期的一线工程，我们认为这次对天然气电站设备类厂商的利好将更大。

从政策面来看，目前国内天然气发电规模为 2800 万千瓦，而即将公布的电力工业“十二五”规划中，首次提出到 2015 年全国天然气发电装机达 6000 万千瓦的目标，即在 5 年内实现翻倍增长，新增 3200 万千瓦装机容量。从天然气发电模式来看，由于国际国内天然气价格的波动给天然气规模化发电模式提出了挑战，国家鼓励以非集中式的分布式发电为主；事实上，天然气分布式发电已成为国家“十二五”能源规划的重点之一，2010 年 4 月，国家能源局发布《关于天然气分布式发电指导意见（征求意见稿）》，其中提到，到今年底要建成 1000 个天然气分布式能源项目；到 2020 年在大城市推广使用分布式能源系统，装机容量达到 5000 万千瓦，在目前 500 万千瓦装机的基础上增长 10 倍。该指导意见的终稿已由国家能源局制定完成，正在财政部、住房城乡建设部等组织会签，并有望 2011 年年内公布。

市场容量方面，我们的测算方法主要参照杭锅股份已公布的 2 个天然气热电联产项目余热锅炉岛设备采购合同相关数据，杭州华电半山发电和天津陈塘热电两家的合计需求容量为 297 万千瓦（这个量相比未来 5 年的规划量还只是冰山一角），总采购金额为 6.81 亿元，近似取余热锅炉均价为 230 元/千瓦。根据规划未来 5 年新增 3200 万千瓦，由于西气东输二线贯通的时点问题，我们认为近 2 年的投运量将较其他年份更为集中，若粗略估算假设有 3/5-3/4 将在近 2 年投产，则对应 1920-2400 万千瓦装机量，意味着 2 年合计有 44-55 亿的燃机余热锅炉市场容量。杭锅股份在燃机余热锅炉领域有绝对优势，过去这块的份额常年在 50%以上，且是国内唯一可以提供与 GE、三菱重工、西门子三大著名燃机供应商 9E/9F 级燃气轮机相匹配的设备供应商，我们按 50%的市场份额测算，则预计可在未来 2 年增加 22-27 亿的燃机余热锅炉收入。杭锅股份 2010 年营收为 33 亿，可以看出，天然气发电市场的启动对公司业绩的敏感性是较大的。并且相比西气东输一线贯通时公司获取的燃机余热锅炉订单金额，可以看出我们以上的估算是偏保守的。

3.2 工业余热利用：水泥行业繁荣过后，钢铁冶金余热回收成接力棒

中国的工业余热资源丰富，特别是在钢铁、有色、化工、水泥、建材等行业，余热资源约占其燃料消耗总量的 17-67%，其中可回收利用的余热资源约占余热总资源的 60%，目前我国的余热资源利用比例较低，可提升的潜力较大。从下游行业的渗透率来看，因客户认知接受度、节能经济效益、技术开发难度等方面的差异，目前不同工业余热回收利用的实际情况不尽相同。我们的总体判断是：水泥行业余热发电在“十二五”仍有平稳发展，钢铁冶金行业将是工业余热利用的下一个大蛋糕，由于受节能减排压力、国家政策扶持以及实际的节能经济效益等多重因素的积极驱动，我们认为工业余热利用的整体趋势依然是向上的，无明显的行业周期性，但与下游重工业本身景气度依然有一定的关联，出现爆发式增长的可能性较小。

水泥行业低温余热发电技术是起步较早、渗透率相对较高的子行业。由于水泥行业的可回收余热比例高、初始投资相对低、投资回报率高且回收周期短，业主和节能公司的积极性均较高，从 2005 年开始在水泥行业广泛推广，短短七年多时间里，水泥余热发电项目已遍地开花，技术手段也已较成熟。截止 2010 年，预计约有近 700 条生产线上配备了余热发电项目，超过总新型干法水泥生产线数量的 50%。总体上，我们判断水泥窑纯低温余热锅炉的需求在“十二五”期间仍有一定的发展空间，但将从蓬勃发展期转型到稳定发展阶段，根据工信部发布的《新型干法水泥窑纯低温余热发电技术推广实施方案》，拟用 4 年时间（2010~2013 年），对日产量 2000 吨以上的新型干法水泥窑推广纯低温余热发电改造项目，使日产量 2000 吨以上的新型干法水泥生产线余热发电配套率达到 95% 以上，因而，我们预计水泥窑余热锅炉还可以维持 3-5 年的行业景气度，但“十二五”期末将面临饱和。从未来需求对象来看，将主要来自早期存量的既有水泥线的尚存在的技术改造，而来自水泥新线配套的余热锅炉需求将减少，主要是 2010 年年底工信部出台了新的《水泥行业准入条件》对水泥产能和新线建设均有严控，但已核准代建的水泥线在 2011-2012 年仍有较高的投产量。

除了水泥行业之外，余热发电在如钢铁、冶金、玻璃、化工等其他多数高耗能领域还处于起步阶段，目前多数处于技术研发时间，未来还有很大的发展空间，可以说，这些行业目前还处于当初水泥行业余热利用刚起步的阶段，未来也将经历认可接受度和渗透率提高的过程，成为继水泥行业余热利用后的接力棒。

从市场潜力空间、目前行业渗透率、技术成熟度、政策支持度等多方面综合考虑，我们认为：钢铁行业的余热利用将是下一块大蛋糕。从市场潜力空间看，钢铁行业由于是能源消耗大户，约占全国工业总能耗的 15%，其中余热资源约占 37%，节能空间大。从行业渗透率来看，目前我国钢铁企业余热资源的回收率仅 25.8%，大量低品质余热资源尚未得到有效利用（高温余热利用较好，中低温余热利用率较低）。钢铁生产过程主要包括焦化、烧结、炼铁、炼钢、轧钢等诸多生产工序，其中，炼铁生产工艺的能耗占总能耗的 59%，是最主要的耗能生产工艺；烧结工序能耗则仅次于炼铁工序，居第二位，一般为企业总能耗的 9-12%，目前烧结余热发电技术推广比例不及 4%。从技术角度讲，干熄焦余热发电和烧结余热发电已经有比较成熟的应用案例，全套设备可实现国产化，具备全面推广的条件。从政策面来看，工信部于 2009 年年底发布了钢铁企业烧结余热发电技术推广实施方案，预计投资 51.9 亿元，用 3 年时间（2010~2012 年）在重点大中型钢铁企业中有针对性地推广烧结余热发电技术，计划实施烧结余热发电技术的烧结机 82 台，预期在钢铁行业的推广比例达到 20%。2010 年 5 月，工信部又发布了《关于钢铁工业节能减排的指导意见》。我们认为，钢铁行业的余热发电市场的推广发展，一方面由于节能

效益对钢铁企业毛利率的提升没有像水泥行业那么明显，故而需要充分调动钢铁企业自主实施节能技术改造的积极性；另一方面是由于该类项目前期资金投入规模较大，需要给节能设备公司创造良好的融资信贷环境。

四、盈利预测与投资建议：

关键假设：

(1) 余热锅炉中包含燃气-蒸汽联合循环余热锅炉 CCPP 和工业余热锅炉（如冶金、化工、建材等）两大类，由于交货期限问题，2011 年新签的燃机余热锅炉对当年业绩不产生影响，因而，预计 2011 年余热锅炉业务将实现平稳发展。燃机余热锅炉将重点提振公司 2012-2013 年的业绩，其中，2012 年相对 2011 年会有高增长，而 2013 年由于 2012 年基数较高，相对增速会放缓。余热锅炉中，预计用于工业余热利用的炉型也将有增长态势，但由于不同下游行业有此消彼长效应，整体出现爆发式增长的可能性较小。

(2) 电站锅炉由于公司 2010 年成立电站锅炉的销售机构，专门拓展电站锅炉市场并取得了较好的销售订单，预计 2011 年该业务将有较高增速，但总体上，我们认为国内火电建设高峰已过并且三大动力集团的火电业务优势较明显，预计公司 2012-2013 年该业务将回落到平稳增长。电站辅机业务由于新开工电力建设项目少且核电暂时冻结，其新增不甚理想，预计该业务未来或增长乏力。

(3) 工业锅炉中主要是垃圾焚烧锅炉，2011 年由于海外垃圾焚烧锅炉产品的发运和收入确认，预计该业务将达到 30%左右增速。虽然垃圾焚烧仍有较大的民众舆论压力和争议，但从技术实力讲，公司目前已做到了比欧盟排放标准还要提高 10 倍的设备，而国家政府层面对垃圾发电依然是鼓励的，我们预计 2012-2013 年该业务仍有 15-20%增长。

(4) 总包业务 2011 年上半年受国家货币收紧政策影响，出现了较多工期延误现象，导致收入确认低于预期，在当前的宏观大环境下，该业务全年要实现增长存在较大压力。但从新增订单来看，上半年总包工程新增 4 亿合同，其增长态势喜人，随着信贷环境转好，我们认为该业务在 2012-2013 年发展趋势仍积极向好。

按照公司 40,052 万股本计算，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.81 元、1.14 元、1.36 元，归属于母公司净利润增长率分别为-2.41%、40.13%、19.25%，对应 2011 年 9 月 16 日收盘价 25.55 元的 PE 分别为 31.5 倍、22.4 倍、18.8 倍。我们认为公司是节能环保型设备的优质标的，未来两年受天然气电站加大建设，燃机余热锅炉需求旺盛，公司未来业绩存在爆发性和超预期的可能，给予“谨慎推荐”评级。

表 2 分业务的收入和毛利率预测表（单位：万元）

业务分类	指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
余热锅炉	销售收入	167,020	144,048	158,453	253,525	304,230
	收入增速	22.59%	-13.75%	10.00%	60.00%	20.00%
	毛利率	23.83%	24.68%	22.00%	22.00%	22.00%
工业锅炉	销售收入	12,413	31,622	41,109	49,331	59,197
	收入增速	39.43%	154.76%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	23.16%	26.22%	28.00%	28.00%	28.00%
电站锅炉	销售收入	36,000	42,470	61,582	67,740	74,514
	收入增速	0.49%	17.97%	45.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	18.67%	11.26%	18.00%	17.00%	17.00%

电站辅机	销售收入	7,202	27,307	19,115	21,027	22,078
	收入增速	-52.04%	279.18%	-30.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	9.61%	13.59%	14.00%	14.00%	14.00%
部件产品	销售收入	19,288	1,945	3,501	4,551	5,916
	收入增速	-43.82%	-89.92%	80.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	29.31%	35.70%	26.00%	26.00%	26.00%
总包业务	销售收入	29,075	61,758	58,670	73,338	88,005
	收入增速	191.22%	112.41%	-5.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	25.91%	23.18%	26.00%	26.00%	26.00%
其他	销售收入	11,603	20,276	22,304	24,534	26,988
	收入增速	-10.11%	74.76%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	29.38%	10.14%	11.00%	11.00%	11.00%
主营业务	营收(万元)	282,600	329,427	364,734	494,045	580,928
	营收增速	8.84%	16.57%	10.72%	35.45%	17.59%
	综合毛利率	23.59%	21.07%	21.59%	21.66%	21.80%

数据来源：东北证券

表 3 盈利预测表 (单位：万元)

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	284,190.32	330,901.76	364,733.85	494,045.32	580,928.09
减：营业成本	216,813.00	261,034.71	285,984.92	387,047.84	454,275.79
减：营业税金及附加	1,203.88	1,525.47	1,641.30	2,223.20	2,614.18
销售费用	5,536.40	6,051.63	6,747.58	9,139.84	10,747.17
管理费用	18,787.96	20,066.08	21,884.03	29,642.72	34,855.69
财务费用	-430.83	-131.77	-1,823.67	-1,482.14	-1,161.86
资产减值损失	4,639.19	2,276.85	2,500.00	2,500.00	2,500.00
加：投资净收益	-263.46	629.82	1,000.00	1,000.00	1,000.00
营业利润	37,530.94	40,707.88	46,799.69	63,973.86	76,097.12
加：营业外收入	534.79	5,965.76	2,000.00	2,000.00	2,000.00
减：营业外支出	251.78	307.67	400.00	400.00	400.00
利润总额	37,813.95	46,365.98	48,399.69	65,573.86	77,697.12
减：所得税	5,627.28	4,244.40	7,259.95	9,836.08	11,654.57
净利润	32,186.67	42,121.58	41,139.74	55,737.78	66,042.55
减：少数股东损益	9,123.14	8,676.28	8,500.00	10,000.00	11,500.00
归属于母公司所有者的净利润	23,063.53	33,445.29	32,639.74	45,737.78	54,542.55
股本(万股)	35,952.00	40,052.00	40,052.00	40,052.00	40,052.00
基本每股收益(元)	0.64	0.93	0.81	1.14	1.36

数据来源：东北证券

五、风险提示：

原材料钢材价格波动，国家货币政策收紧可能导致公司回款速度放缓。

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。