

首航节能(002665)新股定价报告

--处于快速成长期的电站空冷设备生产商

机械设备/专用设备

定价区间
29.40—36.80 元

发布时间: 2012 年 3 月 26 日

投资要点:

- 公司是处于快速成长阶段的电站空冷设备专业生产商。2008 年-2010 年,公司营业收入与净利润的年复合增速分别为 87.1%与 147.8%,以电站投产标准统计的市场份额从 1.57%上升到 22.44%。2011 年期末,在手订单金额约为 27 亿元,保障未来两年持续快速发展。
- 电站空冷系统的应用占比上升驱动行业快速发展。空冷系统具有节水等优点,2004 年-2011 年,空冷系统在火电站的应用占比从 3%上升至 47%,预计未来将进一步上升到 50%以上。“十二五”期间,电站空冷系统的年均市场容量预计为 69.87 亿元,约为“十一五”期间的 2.12 倍。
- 募投项目将成倍增加公司产能。募投项目拟投入电站空冷凝汽器项目和研发中心项目,计划 2013 年达产。项目达产后,电站空冷系统的产能将从目前的 300 万千瓦增长到 860 万千瓦,产能增加 187%;预计年新增销售收入与利润总额分别为 10.98 亿元与 1.77 亿元。
- 盈利预测与估值:预计公司 2012-2013 年的 EPS 为 1.84 元、2.42 元,参考同类公司的估值,给予 2012 年 16-20 倍的市盈率,合理价格区间为 29.40-36.80 元。
- 风险因素:火电站建设规模大幅下降,行业竞争加剧等。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)
2010	57,620	82.1%	9,132	54.7%	0.68	
2011	75,206	30.5%	11,025	20.7%	0.82	
2012E	144,548	92.5%	24,540	123.8%	1.84	
2013E	194,851	34.8%	32,270	31.5%	2.42	

发行数据	2011 年
发行前股本 (万股)	10,000
发行数量 (万股)	3,355
发行价格 (元)	30.86
发行前 EPS (元)	1.10
发行后 EPS (元)	0.83
发行前每股净资产 (元)	4.98
发行日期	2012-3-19
上市日期	2012-3-27
主承销商	中信证券

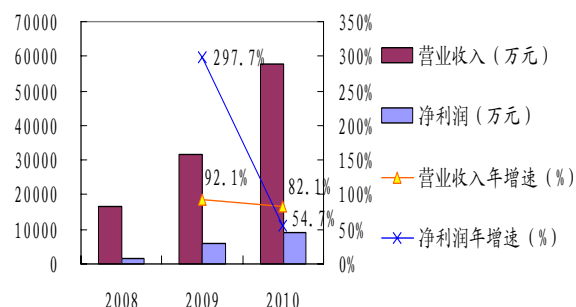
分析师: 吴江涛; 联系人: 黎焜
执业证书编号: S0550512030001
TEL: (8621)2036 1069
FAX: (8621)2036 1159
Email: wujt@nesc.cn
地 址: 上海市源深路 305 号
邮 编: 200135

一、公司是处于快速成长期的电站空冷设备生产商

公司主导产品为电站空冷系统成套设备，主要应用于火电站的乏汽冷凝。公司实际控制人为黄氏家族，在公开发行前直接和间接持股比例合计为65.10%。

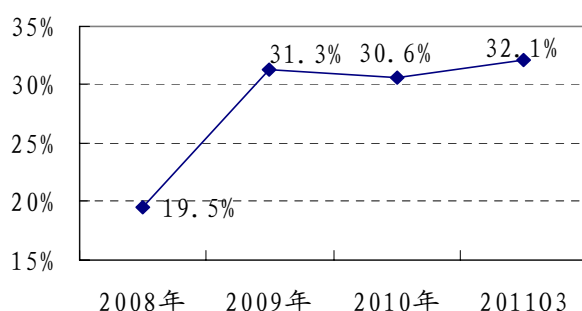
公司于2006年开始进入电站空冷市场，从2008年到2010年，营业收入与净利润的复合增速分别为87.1%与147.8%，处于快速成长阶段，综合毛利率保持在30%左右。2011年期末，公司在手订单的金额约为27亿元，电站空冷系统的建设周期通常为1-2年，将保障公司未来两年的持续快速发展。

图 1：公司历年营业收入及净利润与增速



资料来源：公司公告，东北证券

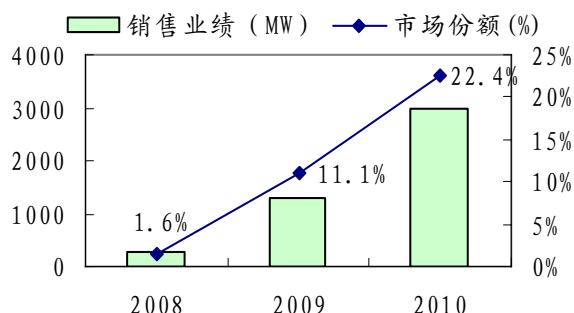
图 2：公司历年综合毛利率与增速



资料来源：公司公告，东北证券

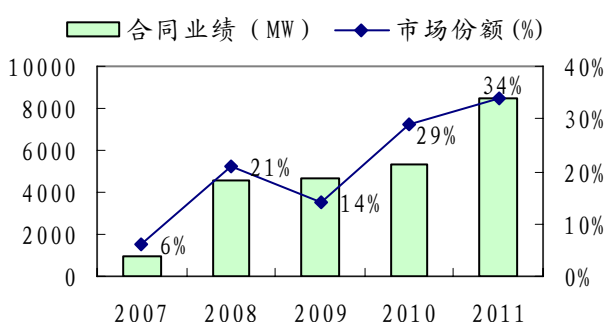
2008年-2010年，公司以电站投产标准统计的市场业绩从270MW增加到2980MW，对应的市场份额从1.57%上升到22.44%。随着公司产品与市场业绩在客户中的认可度提高，在国内电站空冷设备行业快速发展的背景下，公司的销售业绩与市场份额出现显著提升。

图 3：公司历年销售业绩与市场份额



资料来源：公司公告，东北证券

图 4：公司历年合同业绩与市场份额



资料来源：公司公告，东北证券

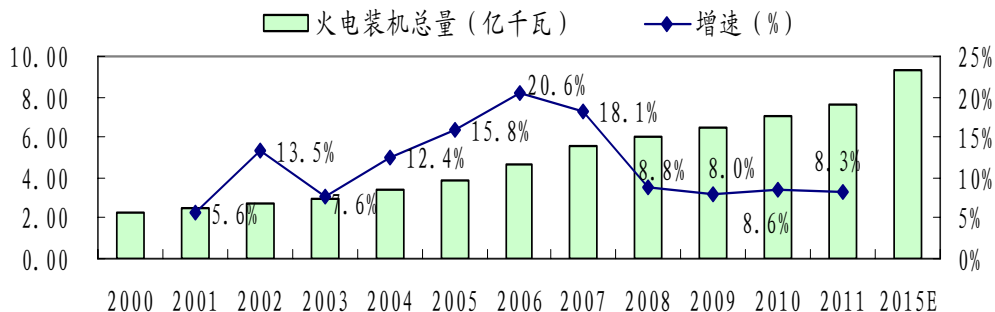
我国电站空冷市场中主要的厂商有美国SPX、德国GEA以及国内的哈空调、首航节能、龙源冷却、双良节能灯6家公司。

二、电站空冷系统的应用占比上升驱动行业快速发展

2011年底，我国火电装机总量为7.65亿千瓦；2000年-2010年，国内火电装机总量的复合增速为11.79%。“十二五”期间，火电装机的增速将有所下降，但预计仍将保持在年均

新增 5000 万千瓦装机容量的规模，到 2015 年我国火电装机容量将达到约 9.33 亿千瓦。

图 5：2000 年-2011 年国内火电装机总量与增速

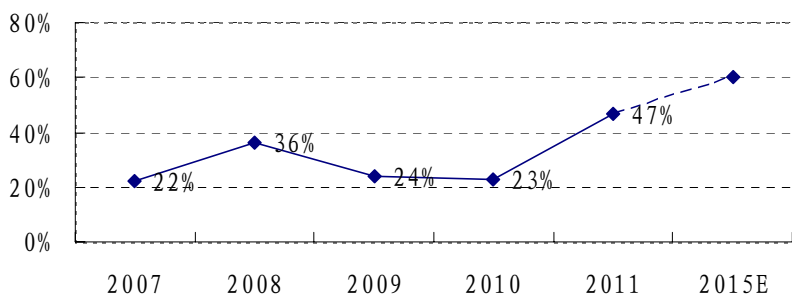


资料来源：公司公告，东北证券

与传统的水冷方式相比，空冷系统可节约 80%左右的耗水量。空冷系统从 2004 年在国内火电站开始大规模应用，2004 年-2011 年，我国新增投产火电采用空冷系统的占比从 3% 上升至 47%，预计“十二五”期间将进一步上升到 50%以上。

今后国内新建火电站大部分将位于适用于空冷设备的“三北”地区，预计“十二五”期间，电站空冷系统的年均市场容量为 69.87 亿元，为“十一五”期间的 2.12 倍。

图 6：空冷机组在火电装机的投产占比



资料来源：公司公告，东北证券

三、募投项目助推公司未来发展

募投项目拟投入电站空冷凝汽器项目和研发中心项目，于 2011 年开始建设，计划 2013 年达产。项目达产后，将年新增销售收入 10.98 亿元，年新增利润总额 1.77 亿元。公司电站空冷系统在达产后的产能将从目前的 300 万千瓦增长到 860 万千瓦，产能将增加 187%。

表 1：公司募投项目与投资进度

项目名称	投资总额	资金投入进度		
		第一年	第二年	第三年
电站空冷凝汽器项目	38,170	18,300	14,930	4,940
研发中心项目	4,450	4,450		
合计	42,620	22,750	14,930	4,940

资料来源：公司公告，东北证券

同时，公司计划将空冷系统设备延伸至石化行业，并计划研发生产海水淡化中试装置产品，有望于 2013 年投产。

四、盈利预测与估值

预计公司 2012-2013 年的 EPS 分别为 1.84 元、2.42 元，参考哈空调与双良节能等同类公司的估值，给予 2012 年 16-20 倍的市盈率，合理价格区间为 29.40-36.80 元。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

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。