



# 燃机锅炉需求旺盛，公司业务多点开花

2012年1月5日

推荐/维持

杭锅股份

调研快报

## ——杭锅股份（002534）调研快报

王明德	
联系人：李根	010-66554021

执业证书编号：S1480511100001

ligen@dxzq.net.cn

### 事件：

近日到杭锅股份进行了调研，并就公司的未来发展经营情况与公司进行了沟通交流，现将主要观点汇总如下：

#### 一、燃气轮机余热锅炉市场需求旺盛，公司市场竞争力依旧强劲

**西气东输二线全线贯通，天然气发电迎来新一波建设潮。**2011年6月30日，西气东输二线全线贯通送气，年输气能力达300亿立方米，并可稳定供气30年以上。由于火电厂的运行对周边环境尤其是空气质量造成一定影响，目前我国东南部沿海地区已经严格控制火电厂的新建数量。天然气发电作为一种清洁能源，非常适合在东南沿海地区兴建。同时，天然气电站可以作为分布式能源，在负荷波动较大地区起到削峰填谷的作用，符合我国电力行业产业政策及未来发展趋势。

**浙江地区天然气发电站集中快速兴建，燃机锅炉市场需求旺盛。**浙江省目前正在抢建一批天然气发电项目，规划了13个项目共28台发电机组，并将在2013年底全部建成。同时，由于2011年淡季电荒严重，全年大部分时间处于缺电状态，为缓解电力供应紧张局面，浙江省政府要求部分天然气发电项目在2012年年中、年底前建成，项目建设进度十分紧张。浙江省十分鼓励多种方式使用天然气，规划到2020年，浙江省用气量将达到180-220亿立方米。目前看，浙江省政府的配套政策比较到位，省内火电厂存在亏损现象，而天然气发电是盈利的，预计2012年起，天然气电站建设将进入高峰期。

**公司燃机锅炉竞争优势明显，订单情况良好。**公司在燃机锅炉领域积累了多年的生产运行经验，同时，产品技术水平处于国内领先地位，市场占有率达到50%以上。由于近期燃机锅炉市场需求快速增长，市场竞争也日趋激烈，公司凭借先进的技术和丰富的运行经验，仍然获得了较大的领先优势。截至2011年11月底，全国共计招标9F型燃机锅炉16台，公司中标11台，该机型市场占有率达到68.75%。

#### 二、垃圾焚烧是垃圾处理未来发展趋势，东莞试点有望破解财政难题

**垃圾堆放问题日益尖锐，垃圾处理已经上升到国家层面。**目前，我国的垃圾产量世界第一，历年来堆积的垃圾已经超过60亿吨，侵占了300多万亩土地，由于大量垃圾未作处理而简单堆放，在城市里产生了大量的异味以及一氧化碳等，严重污染了水体、大气、土壤。2011年3月23日，国务院召开常务会议，研究部署进一步加强城市生活垃圾处理工作。会议要求，到2015年，全国城市生活垃圾无害化处理率达到80%以上，50%的社区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理。

**垃圾处理方式多样，焚烧方式是未来发展趋势。**理想的垃圾处理产业链为先将垃圾回收利用，不能回收利用的，将有机物进行降解并堆肥处理，不能降解的，将可燃物进行燃烧，最后将不能燃烧的进行填埋处理。目前我国能够真正实现垃圾分类回收的比例很低，城市生活垃圾填埋又受到土地资源的限制，因此未来垃圾焚烧必将成为我国垃圾处理的发展趋势。

表 1：“十二五”期间垃圾焚烧炉市场空间

项目	数值
“十二五”生活垃圾处理总投资金额	2,000 亿元
生活垃圾处理新增设施投资占比	约 70%
生活垃圾处理新增设施投资金额	1,400 亿元
焚烧处理设施建设投资占比	50%-60%
焚烧处理设施建设投资金额	700-840 亿元
年均投资金额	140-168 亿元
垃圾焚烧炉占总投资额比例	20%
垃圾焚烧炉年均市场需求	28-33.6 亿元

资料来源：东兴证券研究所

**垃圾焚烧短期发展受阻，东莞试点有望破解财政难题。**2011 年以来，全国垃圾焚烧电站的建设进展放缓，主要出于三方面原因，一是垃圾焚烧电站的建设投资资金主要来自民间，宏观经济形势导致资金链紧张，同时在银行融资困难，且融资成本较高；二是百姓对于垃圾焚烧电站尾气中的二噁英气体反响很大，使得垃圾焚烧电站的选址问题突出；三是垃圾焚烧电站的盈利主要靠政府补贴的垃圾处理费，而政府财政相对紧张。随着宏观经济形势向好，第一个原因将得到缓解；对于第二个原因，预计政府将出台相关政策措施限制垃圾焚烧电站尾气的排放；而对于第三个原因，东莞市政府已经做出了范例。东莞市在水费中收取垃圾处理费，收取的费用基本覆盖了垃圾焚烧电站所需的补贴资金，少量缺口由财政承担。

### 三、水泥行业余热发电的两条出路：拓展海外市场及探索新的余热利用环节

**我国的水泥行业余热发电普及率高，市场空间呈下降趋势。**截止到 2010 年底，全国新型干法水泥生产线 1289 条，其中 700 条生产线已上余热发电项目，在未上余热发电项目的生产线中，200 条不适合配备余热发电装置，剩余 389 条生产线的有限空间。在 700 条已上项目中，约有 200 条线路因技术陈旧存在技改需求。由于我国的水泥行业产能相对过剩，2009 年 9 月，国务院正式下发《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》，文中明确指出严格控制新增水泥产能，执行等量淘汰落后产能的原则。自 2012 年起，水泥行业余热发电市场空间将呈现逐年下降的趋势。

表 2：水泥行业余热发电市场空间

年份	5000t/d	2500t/d	老线新上	老线	市场空间
	新建线	新建线	余热项目	改造项目	(亿元)
2010 年	81	95	11	5	77.35
2011 年	115	88	34	15	102.85
2012 年	105	45	36	19	85.85
2013 年	35	15	36	19	38.35

资料来源：东兴证券研究所

**水泥余热发电海外市场空间巨大。**除日本和我国台湾外，其他国家的水泥生产线余热发电的普及率均不高。目前，国内多家余热发电项目企业已先后在海外承揽水泥余热发电工程项目，涉及国家包括印度、巴基斯坦、菲律宾、越南、埃及、希腊、韩国、马来西亚等。以印度为例，截止到 2008 年底，印度国内有水泥生产线

约 600 条，水泥产量 1.6 亿吨，预计到 2011 年印度国内水泥产量将增长到 3.8 亿吨，且基本上均为新型干法生产线，适用于余热发电项目。

**回转窑等环节余热利用有待开发。**目前，水泥行业余热利用主要集中在窑头和窑尾两大环节，市场普及率较高。在此背景下，探索水泥熟料生产线中新的余热利用环节将成为水泥行业余热发电的又一出路。杭锅股份是水泥行业余热发电的龙头企业，主要制造水泥行业高端余热锅炉，具备丰富的项目经验，目前正在探索水泥回转窑余热利用技术，未来有望成为窑头、窑尾余热锅炉市场需求下降的有效补充。

#### 四、盈利预测

“十二五”期间，节能减排是国家重点工作之一，预计相关措施将得到大规模推广。公司主要产品符合国家产业政策，市场空间巨大。同时，公司作为余热锅炉龙头企业，在燃机锅炉、水泥及钢铁行业余热锅炉、垃圾焚烧炉等领域拥有较高的市场占有率，技术水平在同行业中处于领先地位。随着节能减排措施的逐步推广，公司相关产品将具备较大的市场推广潜力。

综合考虑以上因素，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.73 元，0.96 元和 1.29 元，给予公司 2012 年 25 倍市盈率，对应目标价 24 元，维持推荐评级。

**表 1：公司财务预测**

指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	3,309.02	3,616.34	4,719.78	6,078.27
增长率（%）	16.44%	9.29%	30.51%	28.78%
净利润（百万元）	334.45	291.59	383.21	518.06
增长率（%）	45.01%	-12.82%	31.42%	35.19%
每股收益(元)	0.84	0.73	0.96	1.29
净资产收益率（%）	28.80%	12.24%	14.57%	17.46%
PE	21.74	24.93	18.97	14.03
PB	5.62	3.05	2.76	2.45

资料来源：东兴证券

#### 分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

#### 联系人简介

李根

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业研究。

## 新能源与电力设备小组简介

### 弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

### 李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

### 陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

### 侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；
- 看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。