

由制造业向服务业实现华丽转型

——杭锅股份（002534）调研报告

2012 年 6 月 13 日

推荐/维持

杭锅股份

调研报告

报告摘要:

- **能源结构调整势在必行，天然气是未来发展趋势。**2020 年中国的能源需求将达到 50 亿吨标准煤，2011 年中国能源消费总量为 34.8 亿吨标准煤，比 2010 年增长 7%。也就是说，未来 8 年，中国的能源消费量还有 43.7% 的增长空间。在此背景下，我国要实现到 2020 年单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-50% 的目标，减排压力很大。天然气作为清洁能源之一，必将在我国的能源结构中占据越发重要的角色，成为我国能源发展的趋势之一。
- **天然气管道陆续贯通，未来天然气发电站发展潜力巨大。**2011 年 6 月 30 日，西气东输二线工程干线全线投产，年供气能力达 300 亿立方米。西气东输三线有望年内开工，预计 2-3 年建成。另外，中缅油气管道已开工建设，中俄天然气谈判正在展开，预计未来我国将有多条天然气管道陆续建成，天然气电站发展空间巨大。公司作为燃机锅炉的龙头企业，预计将显著受益。
- **公司战略重心转移：由制造业向服务业转型。**公司主营业务属于传统制造业，受下游行业景气度降低、市场竞争加剧的影响，整体经营环境受到很大挑战。在此背景下，公司力求创新发展，战略导向由传统的制造业向服务业转型，公司未来转型的方向有二：一是投资领域，即合同能源管理项目；二是钢材贸易领域。公司的适时转型将为公司未来发展打开一片广阔天地，带动公司业绩有效增长。
- **盈利预测：**预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.99 元，1.19 元和 1.40 元，目前股价对应 PE 分别为 20 倍，16 倍和 14 倍，给予 2012 年 25 倍市盈率，对应目标价 24.75 元，维持推荐评级。

财务指标预测

指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	3,967.25	9,618.51	14,191.32	17,798.49
增长率（%）	19.89%	142.45%	47.54%	25.42%
净利润（百万元）	328.60	397.20	475.91	561.88
增长率（%）	-1.75%	20.88%	19.82%	18.06%
每股收益(元)	0.82	0.99	1.19	1.40
净资产收益率（%）	13.68%	15.52%	17.31%	18.89%
PE	23.61	19.53	16.30	13.81
PB	3.23	3.03	2.82	2.61

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：李根

010-66554021

ligen@dxzq.net.cn

资产负债表数据

(3.31)

总资产（百万元）	7643.03
股东权益（百万元）	2835.03
每股净资产（元）	6.2
市净率（X）	3.12
负债率（%）	62.91

交易数据

52 周股价区间（元）	15.95-28.84
总市值（万元）	775800
流通市值（万元）	220500
总股本/流通 A 股	3.52
52 周日均换手率	1.74%

52 周股价走势图



资料来源：wind 资讯

相关研究报告

1. 《杭锅股份(002534)调研报告：一花独放不是春，万紫千红春满园》 2011.8.23
2. 《杭锅股份（002534）三季报点评：单季度营业收入及净利润同比实现正增长》 2011.10.27
3. 《杭锅股份（002534）调研快报：燃机锅炉需求旺盛，公司业务多点开花》 2012.1.5

目 录

1. 西气东输二线全线贯通，天然气发电站建设潮启动	3
1.1 节能减排促清洁能源发展，天然气需求将持续增加	3
1.2 天然气进口量持续增长，西气东输二线全线贯通	3
1.3 未来新增管道将陆续打通，国外气源将进行有效补充	5
2. 公司战略重心转移：由制造业向服务业转型	5
2.1 合同能源管理发展迅速，公司总包业务优势明显	5
2.2 钢材贸易逐步放量，担负起拉动业绩增长重任	6
3. 盈利预测	7

表格目录

表 1: 公司财务预测	7
-------------------	---

插图目录

图 1: 我国天然气产量及增长率情况	3
图 2: 我国天然气消费量及增长率情况	3
图 3: 我国天然气进出口情况	3
图 4: 我国天然气基础储量情况	3
图 5: 西气东输二线工程示意图	4
图 6: 合同能源管理项目投资情况	5
图 7: 节能服务产业从业人员增长情况	5
图 8: 节能服务产业总产值变化情况	6

1. 西气东输二线全线贯通，天然气发电建设潮启动

1.1 节能减排促清洁能源发展，天然气需求将持续增加

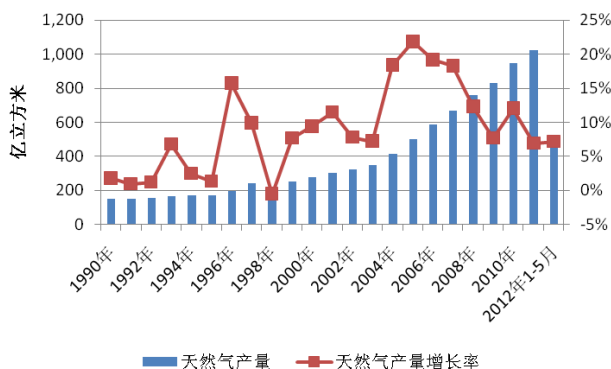
能源结构调整势在必行，天然气是未来发展趋势。国务院发展研究中心曾经对我国的能源需求进行了情景测试，测试结果显示，无论是哪种情景，到2020年中国的能源需求都要达到50亿吨标准煤。2011年中国能源消费总量为34.8亿吨标准煤，比2010年增长7%。也就是说，未来8年，中国的能源消费量还有43.7%的增长空间。

在此背景下，我国要实现对国际社会承诺的到2020年单位GDP二氧化碳排放比2005年下降40%-50%的目标，减排压力很大。天然气作为清洁能源之一，必将在我国的能源结构中占据越发重要的角色，成为我国能源发展的趋势之一。

天然气消费量快速增长，今年1-5月同比增长20.2%。根据国家发改委公布的数据，5月份天然气表观消费量100亿立方米，同比增长24.5%，环比增长4.6%。1-5月消费量529亿立方米，同比增长20.2%。而我国作为能源消费大国，“富煤贫油少气”是我国能源储量的突出特点，在天然气消费量快速提升的背景下，国内天然气资源略显捉襟见肘。

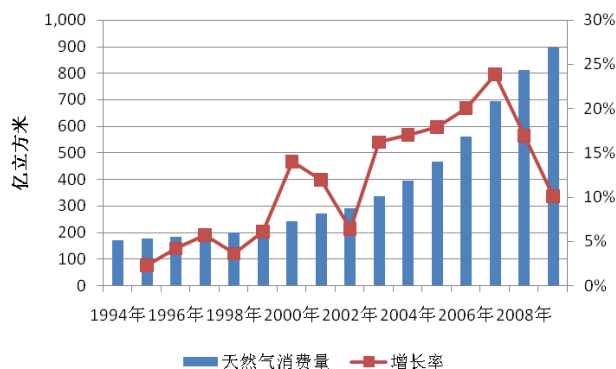
5月份国内天然气产量80亿立方米，同比增长5.7%，环比增长2.6%。1-5月生产天然气426亿立方米，同比增长6.6%。

图 1：我国天然气产量及增长率情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2：我国天然气消费量及增长率情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

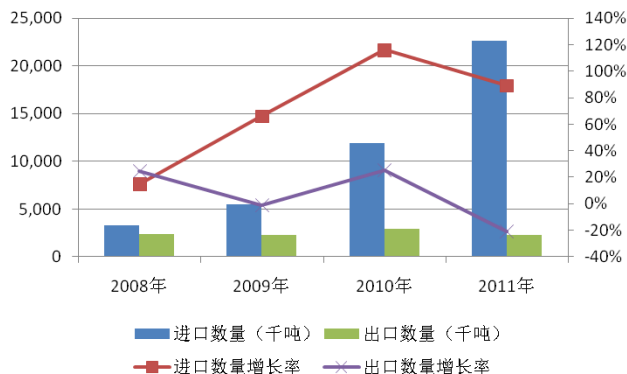
1.2 天然气进口量持续增长，西气东输二线全线贯通

1.2.1 国内气源有限，进口气源满足国内需求增长

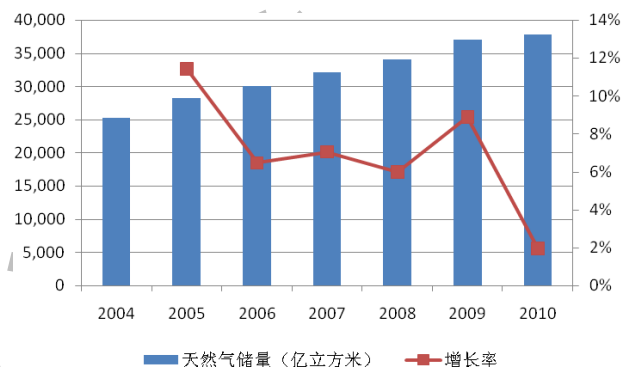
截至2010年，我国已探明天然气储量为3.78万亿立方米，相比2004年增长近50%。但是，我国天然气的气源仍不能满足国内快速增长的天然气消费需求，天然气进口呈现快速增长趋势。2011年，我国天然气进口量达到2258万吨，同比增长88.97%，进口增速已经连续三年保持在较高水平。

图 3：我国天然气进出口情况

图 4：我国天然气基础储量情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所



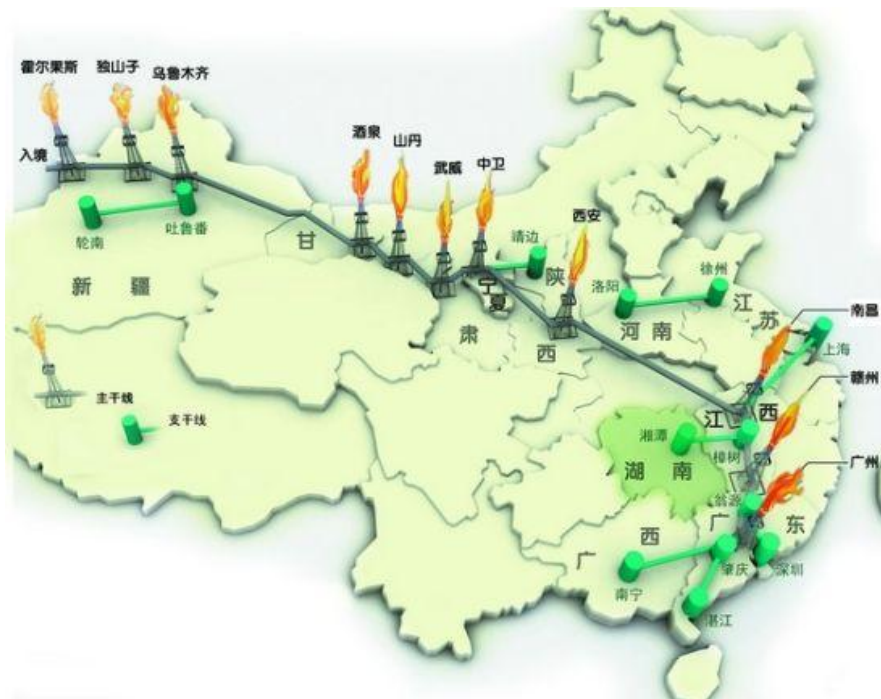
资料来源: wind, 东兴证券研究所

1.2.2 西气东输二线全线贯通, 天然气电站迎来新一轮建设潮

2011年6月30日, 西气东输二线工程干线全线投产。西气东输二线工程是我国第一条引入境外(中亚)天然气资源的战略通道工程, 全长 4978 公里, 八条支干线全长 3726 公里, 横贯我国东西两端, 年输气能力 300 亿立方米, 并可稳定供气 30 年以上。

西气东输二线工程西起新疆霍尔果斯, 东达上海, 南抵广州、香港, 横跨我国 15 个省区市及特别行政区, 与中国-中亚天然气管道衔接, 西气东输二线工程通气后, 来自土库曼斯坦阿姆河右岸的天然气可以直达珠三角, 对于优化我国能源消费结构、缓解天然气供应紧张局面、提高天然气管网运营水平、推进大型装备工业国产化水平具有十分重大而深远的意义。

图 5: 西气东输二线工程示意图



资料来源：东兴证券研究所

1.3 未来新增管道将陆续打通，国外气源将进行有效补充

西气东输三线有望年内开工，预计 2-3 年建成。西三线西起新疆霍尔果斯口岸，东至福建省福州市，途经新疆、甘肃、宁夏等 10 个省、自治区，干线全长 2445 公里，设计输送量每年 300 亿立方米。

目前，国家相关部门已原则上同意西气东输三线的控制性工程于今年内开工，试验段也有望将在今年开工，没有意外的话将在 2-3 年的时间内完成建设。

中俄供气马拉松式谈判，尚存不确定性。围绕着天然气所进行的谈判，中俄两国已经持续了 10 多年，6 月 1 日，中俄能源对话第八轮磋商于北京举行。目前，阻挠中俄天然气谈判进程的最核心因素就是天然气价格。俄罗斯对中国的出口要价是 350 美元/千立方米，而中方给出的价格谈判底线是 235 美元/千立方米，双方价格之差达到 115 美元。预计未来双方仍将就天然气贸易问题进行进一步磋商，在达到共赢的基础上实现能源合作。

中缅油气管道已开工建设，将新增供气能力 120 亿立方米。2009 年 12 月，中国石油天然气集团公司与缅甸能源部签署了中缅原油管道权利与义务协议，中缅油气管道境外和境内段分别于 2010 年 6 月 3 日和 9 月 10 日正式开工建设。中缅油气管道包括原油管道和天然气管道，其中天然气管道每年能向国内输送天然气 120 亿立方米。

2. 公司战略重心转移：由制造业向服务业转型

公司主营业务包括燃气轮机余热锅炉、钢铁、水泥行业余热锅炉、电站锅炉、垃圾焚烧炉及锅炉辅机等产品，属于传统制造业，受下游行业景气度降低、市场竞争加剧的影响，整体经营环境受到很大挑战。

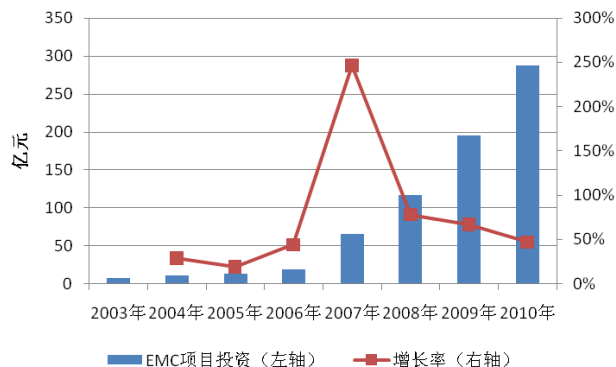
在此背景下，公司力求创新发展，战略导向由传统的制造业向服务业转型，公司未来转型的方向有二：一是投资领域，即合同能源管理项目；二是钢材贸易领域。

2.1 合同能源管理发展迅速，公司总包业务优势明显

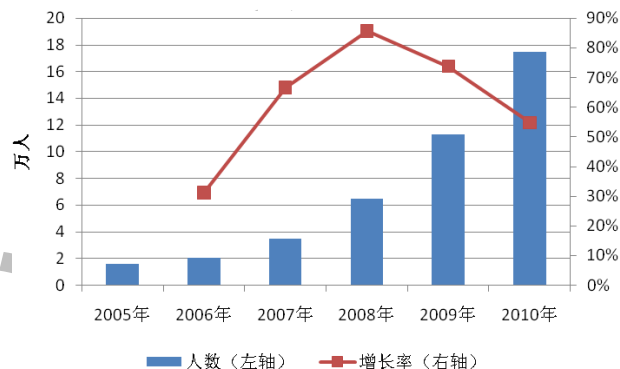
合同能源管理在“十一五”期间实现快速发展。“十一五”期间，合同能源管理项目投资累计达 683.95 亿元，与“十五”合同能源管理项目投资总量相比净增 15 倍，形成年节能能力 2242.68 万吨标煤，年减排二氧化碳 6106.7 万吨。

图 6：合同能源管理项目投资情况

图 7：节能服务产业从业人员增长情况



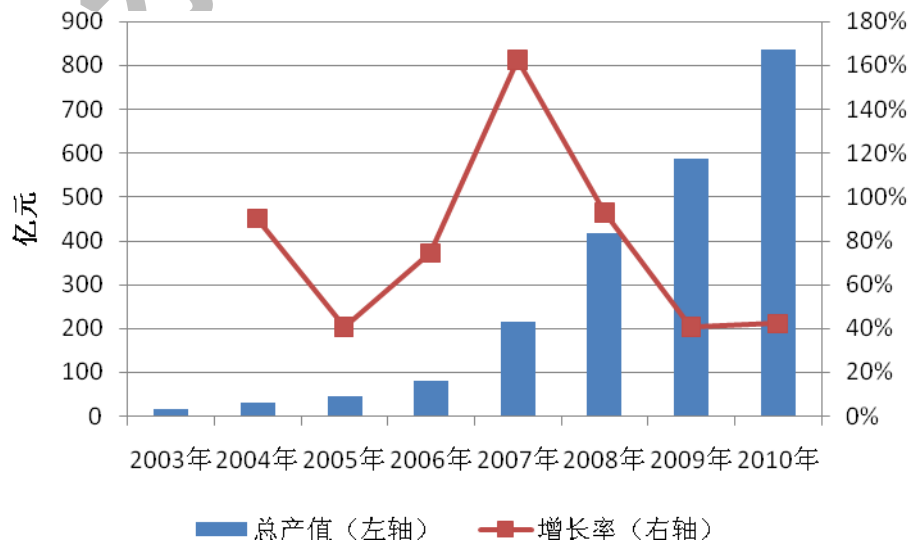
资料来源：“十一五”中国节能服务产业发展报告，东兴证券研究所



资料来源：“十一五”中国节能服务产业发展报告，东兴证券研究所

“十一五”期间，节能服务产业总产值持续增长，年平均增速在 60% 以上，成为用市场机制推动我国节能减排的重要力量。根据 EMCA 调查统计结果，2010 年节能服务产业总产值为 836.29 亿元，同比增长 42.31%，比 2005 年增长 16 倍。

图 8: 节能服务产业总产值变化情况



资料来源：“十一五”中国节能服务产业发展报告，东兴证券研究所

公司工程总包与余热锅炉业务相辅相成，有望获得双重收益。在锅炉产品线逐步丰富的基础上，公司以优质的产品和先进的技术为依托，在余热发电总包市场上取得突破。公司控股子公司西子联合工程公司自 2008 年来开始专注于余热发电总包市场，并在 2009 年及 2010 年分别实现了翻倍以上增长。

近期，受宏观经济形势影响，下游客户未来的持续稳定经营能力受到一定挑战，使得 EMC 模式的资金回笼风险加大。在此背景下，公司有意放缓 EMC 项目合同签署和项目执行进度。但是，合同能源管理作为公司未来战略转型的主要方向之一，是公司未来业务发展的重点，一旦市场好转，公司 EMC 业务将具备放量增长的潜力。

2.2 钢材贸易逐步放量，担负起拉动业绩增长重任

作为余热锅炉龙头企业，公司主要原材料中，钢材占比接近 70%。在多年的经营过程中，公司在钢铁领域积累了大量的资源，为公司开展钢材贸易奠定了坚实的基础。

钢材贸易包括两类经营模式，一类是做托盘，即为下游用户寻找合理价格的钢材购买途径，撮合上下游完成交易，此类交易风险较低；另一类是购入钢材，保持一定库存，之后寻找买家进行销售，此类型交易需要承担钢材价格波动风险。

公司风格相对稳健，钢材贸易以第一类交易方式为主，虽然利润率相对较低，但通过大量的销售依然能够获得可观利润。预计公司未来钢材贸易交易额将出现爆发式增长，对公司业绩拉动作用显著。

3. 盈利预测

公司是余热锅炉龙头企业，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。受益于西气东输二线的全线贯通，公司燃气轮机余热锅炉业务将在 2012 年显著增长。

同时，公司发展的战略重心由制造业向服务业转型，未来总包业务和钢材贸易的发展潜力巨大，有望带动公司业绩持续增长。

综合考虑以上因素，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.99 元，1.19 元和 1.40 元，目前股价对应 PE 分别为 20 倍，16 倍和 14 倍，给予 2012 年 25 倍市盈率，对应目标价 24.75 元，维持推荐评级。

表 1：公司财务预测

万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	3,967.25	9,618.51	14,191.32	17,798.49
增长率（%）	19.89%	142.45%	47.54%	25.42%
净利润（百万元）	328.60	397.20	475.91	561.88
增长率（%）	-1.75%	20.88%	19.82%	18.06%
每股收益(元)	0.82	0.99	1.19	1.40
净资产收益率（%）	13.68%	15.52%	17.31%	18.89%
PE	23.61	19.53	16.30	13.81
PB	3.23	3.03	2.82	2.61

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（节能环保）研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰资深研究员，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。