

公司研究

新股研究

建议询价区间：20.99-24.49元

国内余热锅炉龙头

——杭锅股份(002534)新股研究

核心观点

申购建议：

公司合理股价为23.33-27.22元。考虑到限售期的影响，建议按10%的折扣价申购，建议申购价为20.99-24.49元。

主要依据：

公司为国内余热锅炉龙头。公司专业从事以余热锅炉为核心的节能环保装备与工程业务，主营产品包括余热锅炉、工业锅炉、电站锅炉及核电设备和电站辅机；产品广泛应用于钢铁、建材、电力、有色金属、焦化、化工等高耗能行业的废气废能利用。按蒸吨数或产值计算，公司市场占有率均在30%以上，位居国内余热锅炉行业龙头地位。

公司主导产品为余热锅炉，毛利率受钢价波动影响较大。近三年又一期余热锅炉占公司收入分别为49.8%、52.1%、58.8%、49.5%。受我国节能环保政策的积极推动，2007-09年公司余热锅炉营收年均复合增长21.9%，远高于同期公司营收12.2%的年均复合增速。钢材及钢制外购件占公司生产成本80%以上，2008、2009年钢材价格分别经历大幅上涨、快速下调的阶段，导致公司综合毛利率起伏较大，2007-09年公司综合毛利率分别为18.9%、12.4%及23.7%。

余热锅炉有望保持快速增长，节能环保政策加码下催生新兴领域。余热锅炉是利用工业生产中的废气、废能产生蒸汽用于发电、供热的节能环保典型产品，过去5年在国家节能减排国策推动下，余热锅炉产销蒸吨数年均增长约15%；预计未来在以节能环保作为支柱性战略新兴产业的政策驱动下，余热锅炉有望保持快速增长。而垃圾焚烧锅炉、核电站、合同能源管理等新兴领域将成为公司新的增长亮点。

募投项目产能扩张与业绩增厚显著。此次IPO募集资金的4.61亿元主要投向：1)3.41亿元投向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，项目完全达产后预计新增销售收入12.5亿元，新增利润总额1.75亿元；2)1.20亿元用于按比例增资持股67.7%的浙江西子联合工程，主要用于增加余热发电工程项目的前期预备投入流动款项和对公司合同能源管理余热发电项目投资。

预计公司2010-12年营业收入、净利润的年均复合增速分别为15.2%、5.6%，预计2010-2012年公司实现每股收益分别为0.78元、0.75元、0.87元。参照同类可比公司的估值水平，给予公司2010年30-35倍的动态估值较为合理，合理股价为23.33-27.22元。提示钢价波动及汇率变化风险。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	2842	3364	3833	4464
同比增速(%)	8.74%	18.36%	13.95%	16.46%
净利润(百万)	231	311	301	347
同比增速(%)	134.22%	35.04%	-3.39%	15.48%
EPS(元)	0.58	0.78	0.75	0.87

基础数据

总股本(万股)	40,052
流通A股(万股)	4,000
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	37.38
每股净资产(元)	2.76

建议询价区间(元) 20.99-24.49

研究员：肖世俊

电话：010-84183131

Email：xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号：S0940209090162

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

图表 1：本次发行基本情况

公司名称	杭州锅炉集团股份有限公司
公司简称	杭锅股份
发行地	深圳
发行日期	2010.12.29
申购代码	002534
发行股数	4,100万股，占发行后总股本的10.24%
发行方式	网下询价，上网定价
发行后总股本	40,052万股
每股盈利(2009)	0.64元
发行后全面摊薄每股收益(2009)	0.58元
发行前每股净资产	2.76元

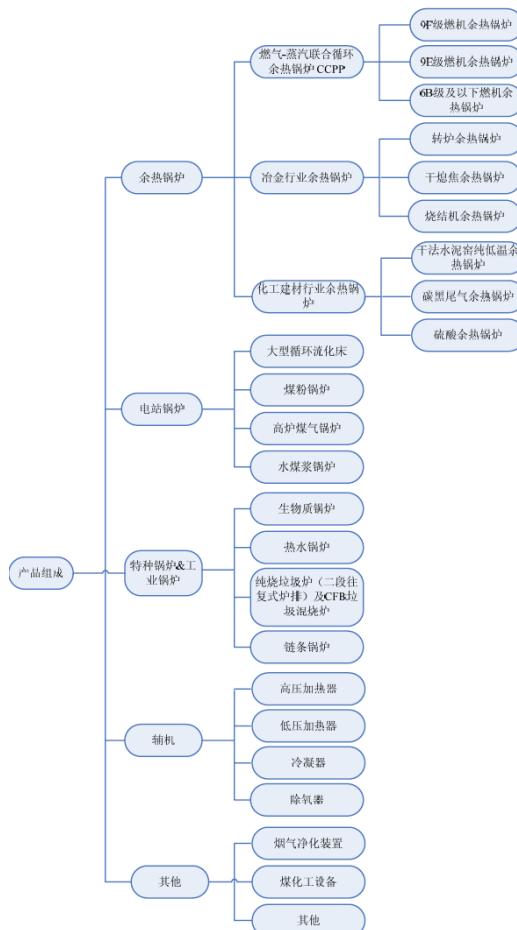
资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

2、公司概况

2.1、公司为国内余热锅炉龙头

公司为专业从事以余热锅炉为核心的节能环保装备与工程业务，主营产品为余热锅炉（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）、工业锅炉（垃圾焚烧锅炉、生物质锅炉）、电站锅炉（循环流化床锅炉、煤粉炉、高炉煤气炉）、核电设备和电站辅机（高压加热器、低压加热器、除氧器、冷凝器）。

图表 2：公司主营产品组成



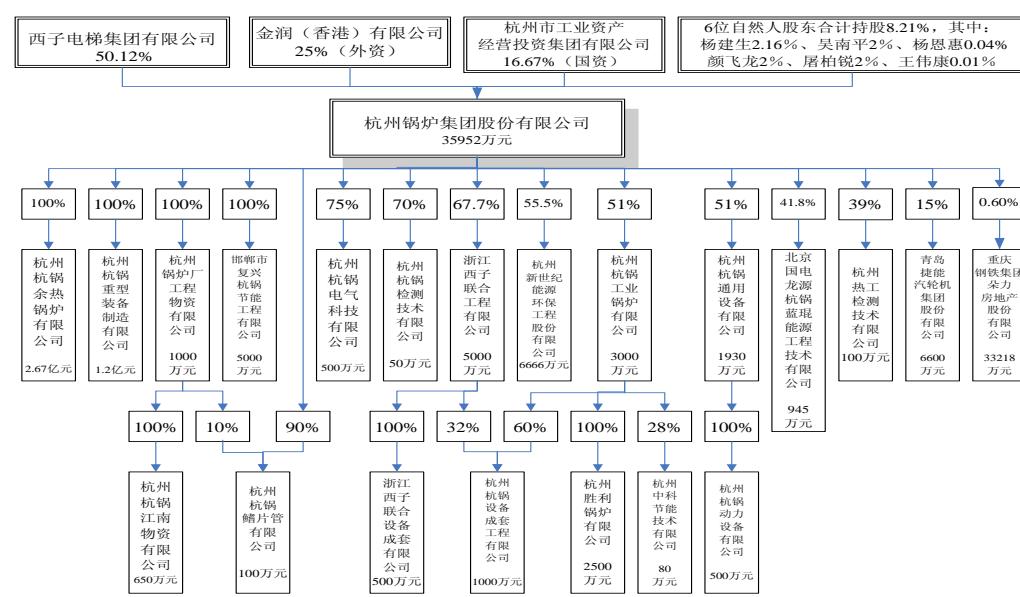
资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

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。目前公司的余热锅炉产品已有 20 余个系列 100 多个品种，广泛应用于我国的钢铁、建材、电力、有色金属、焦化、化工等行业。2008 年，公司共生产各类余热锅炉 272 台，合计 10,268 蒸吨，按蒸吨数计算的综合市场占有率达 34%；按产值计算的市场占有率为 47%，均在余热锅炉行业中位居第一。其中，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。

2.2、公司实际控制人为王水福家族

本次发行前，公司控股股东西子电梯集团持有公司 50.12% 的股份，公司实际控制人为王水福、陈夏鑫和谢水琴，其中陈夏鑫为王水福的妻弟，谢水琴为陈夏鑫配偶。王水福和陈夏鑫分别持有西子电梯集团 55.63% 和 44.37% 股权。

图表 3：杭锅股份发行人股权结构及控股、参股子公司

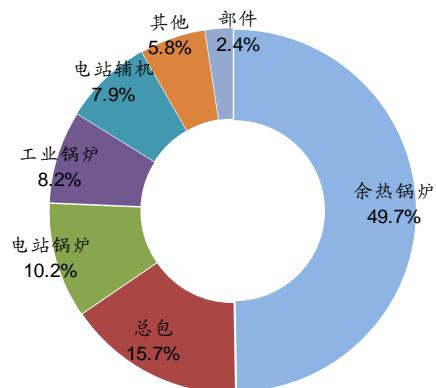


资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

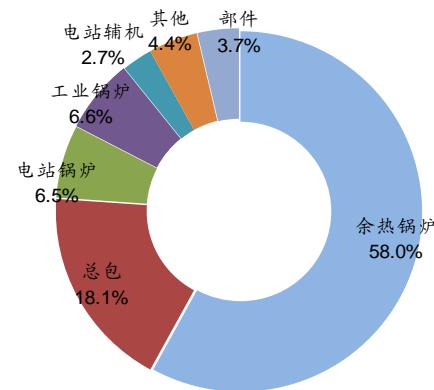
2.3、公司主导产品为余热锅炉，毛利率受钢价波动影响较大

公司主导产品为余热锅炉，近三年又一期占公司收入分别为 49.8%、52.1%、58.8%、49.5%。受下游电力、钢铁、有色金属、石化、化工、建材等行业快速发展和国家积极推进节能环保政策的推动，公司的余热锅炉、电站锅炉及部件、总承包工程收入等业务的增长，带动 2007-09 年公司余热锅炉营收分别实现 11.24 亿元、13.62 亿元、16.70 亿元，年均复合增长 21.9%；同期公司营收分别为 22.58 亿元、26.14 亿元、28.42 亿元，年均复合增长 12.2%。

公司生产成本主要由直接材料（钢材）及外购件构成，钢材及钢制外购件占生产成本的比例合计达 80% 以上，钢价的波动将对公司盈利水平产生一定影响。2008、2009 年钢材价格分别经历大幅上涨、快速下调的阶段，导致公司综合毛利率起伏较大；过去三年公司综合毛利率分别为 18.9%、12.4% 及 23.7%。

图表 4: 2010 上半年公司营业收入构成


资料来源：公司招股说明书，国都证券

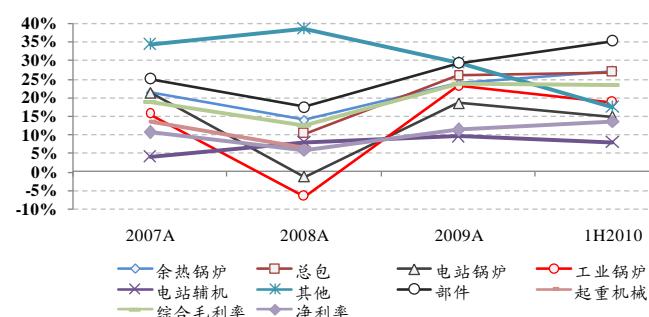
图表 5: 2010 上半年公司营业毛利构成


资料来源：公司招股说明书，国都证券

图表 6: 2010 上半年公司前十大客户收入及其占比

客户	销售收入(万元)	占比
南京凯盛开能环保能源	12,579	7.86%
山东电力建设第三工程	9,017	5.63%
中国电工设备总公司	7,320	4.57%
上海申能临港燃机发电	6,954	4.34%
中天钢铁集团	6,468	4.04%
合计	42,338	26.44%
供应商	采购额(万元)	占比
浙江西子重工机械	3,791	3.09%
江阴市三鑫精密钢管	2,637	2.15%
无锡市振达特种钢管	2,224	1.81%
上海龙尊物资	1,731	1.41%
瓦卢瑞克曼内斯曼	1,673	1.36%
合计	12,056	9.83%

资料来源：公司招股说明书，国都证券

图表 7: 近三年又一期公司产品盈利能力变化趋势


资料来源：公司招股说明书，国都证券

图表 8: 近 3 年又一期公司原材料和能源单价及占生产成本比重的变化趋势

项目	1H2010		2009A		2008A		2007A	
	平均单价(元/吨)	占比	平均单价(元/吨)	占比	平均单价(元/吨)	占比	平均单价(元/吨)	占比
型材	4,755	3.24%	5,324	3.41%	6,387	3.71%	6,437	3.82%
板材	6,479	5.99%	8,003	6.42%	9,546	9.72%	8,069	7.40%
管材	7,462	18.28%	7,890	16.62%	9,467	19.84%	7,940	17.86%
外购件		47.82%		49.38%		47.58%		40.31%
电力	0.99	0.90%	0.89	0.60%	0.82	0.59%	0.76	0.76%
合计		75.33%		76.43%		81.44%		70.15%

资料来源：公司招股说明书，国都证券

3、行业发展趋势及公司竞争力分析

余热锅炉是利用工业生产中的废气、废能产生蒸汽用于发电、供热，并在废气废能利用的同时，将废气中的粉尘等环境污染物沉降下来，减少固态、液态或气态有害物质的排放，是一种典型的节能减排设备。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，具有烟气适应性广，锅炉系统结构紧凑，运行可靠，操作稳定，使用寿命长等特点。

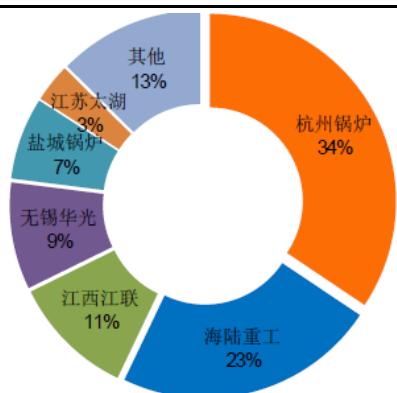
2004-2009年5年间，我国余热锅炉的产销蒸吨数增长达到70%以上，2009年我国锅炉制造企业共销售余热锅炉1,129台，合计29,278吨（蒸汽），销售收入达38.8亿元。

目前，由于技术与资金投入等原因，我国工业生产中不仅还有大量的中低温余热未被利用，而且不少生产环节中尚有大量的中高温余热未被完全利用。节能环保作为十二五乃至未来长期内我国重点培育发展的战略新兴产业，其中余热锅炉作为节能环保特种锅炉，将在电力、钢铁、有色金属、焦化、建材、化工等重点行业的节能降耗改造或升级中迎来加速发展契机，预计未来5年国内余热锅炉市场容量预计达到280亿元，年均56亿元的市场规模较09年39亿元的规模增长44.3%。

此外，随着城市生活垃圾的不断增加，垃圾焚烧发电是处理我国城市年产生量4亿吨以上生活垃圾最经济环保的方式，根据国家十二五节能环保行业发展规划，其中固体废弃物处理（形势日益严峻的生活垃圾处理利用及污水污泥焚烧处理占有重要位置）拟投入1000亿元；其中垃圾焚烧锅炉将是环保型锅炉的重要发展方向之一。预计未来几年我国垃圾焚烧锅炉年均市场需求在10亿元以上。

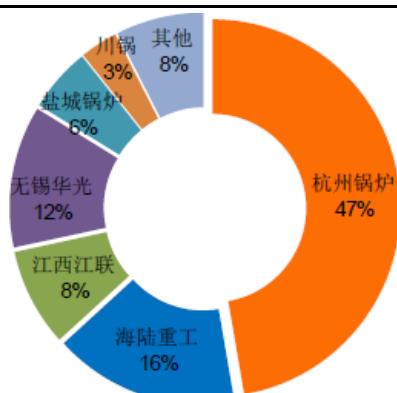
从市场竞争格局来看，目前我国余热锅炉市场较为集中，形成了以杭州锅炉、海陆重工、盐城市锅炉、江西江联能源环保、无锡华光锅炉等5家主要锅炉厂商的格局，合计占有国内余热锅炉市场约90%的台数、约95%的产值。

图表 9: 08年国内余热锅炉市场占有率企业分布（按蒸汽吨数）



资料来源：公司招股说明书，国都证券

图表 10: 08年国内余热锅炉市场占有率企业分布（按产值统计）



资料来源：公司招股说明书，国都证券

公司是国内规模最大、品种最全的余热锅炉研究、开发、设计和制造基地。2008年，公司共生产各类余热锅炉272台，合计10,268蒸吨，按蒸吨数计算的综合市场占有率为34%；按产值计算的市场占有率为47%，均在余热锅炉行业中位居第一。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，市场占有率为国内第一。目前，公司根据业务模式进行专业分工，调整和设置了西子联合工程、新世纪能源、杭锅工锅、杭锅通用等多家专业子公司，已由单独的产品制造商向节能环保发电设备集成供应商方向发展，其总承包业务收入、毛利已占公司营收的15%以上。

4、募投项目分析

公司拟将此次募集资金的4.61亿元主要投向：1) 3.41亿元投向杭州杭锅重型装备制造有限公司大型重型装备制造生产基地项目；项目建设期3年，项目建成投产后，将形成

核电及大型电站辅机设备、9E/9F 大型燃气蒸汽联合循环余热锅炉、垃圾焚烧炉、以及煤气化及 IGCC 等设备的生产能力；完全达产后预计新增销售收入 12.5 亿元，新增利润总额 1.75 亿元。2) 1.20 亿元用于按比例增资浙江西子联合工程有限公司（公司持股 67.7%），主要用于增加余热发电工程项目的前期预备投入流动款项和对公司合同能源管理余热发电项目投资，预计西子联合工程 2011-12 年营收各为 7.4 亿元、9.6 亿元，净利润各为 0.62 亿元、0.76 亿元。

图表 11：公司 IPO 募投项目分析

拟投项目	拟投金额 (万元)	建设周期 (月)	全部达产后销售 收入(万元)	利润总额 (万元)	税后投资回 收期(年)
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	34,145	36	124,597	17,512	5.2
按比例增资浙江西子联合工程有限公司	12,000		用于增加余热发电工程项目的前期预备投入流动款项和对公司合同能源管理余热发电项目投资，预计西子联合工程 2011-12 年营收各为 7.4 亿元、9.6 亿元，净利润各为 0.62、0.76 亿元		
合计	46,145				

资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

5、盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年营业收入、归属于母公司净利润的年均复合增速分别约为 15.20%、5.62%，按发行后公司总股本 40,052 万股计算，预计 2010-2012 年公司实现每股收益分别为 0.78 元、0.75 元、0.87 元。

图表 12：杭锅股份盈利预测 (单位：万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	225,756	261,357	284,190	336,368	383,291	446,381
YOY%	/	15.77%	8.74%	18.36%	13.95%	16.46%
减：营业成本	183,084	229,069	216,813	257,254	301,727	353,221
毛利率	18.90%	12.35%	23.71%	23.52%	21.28%	20.87%
营业税金及附加	671	893	1,204	1,514	1,725	2,009
销售费用	3,378	5,696	5,536	6,225	6,952	7,691
管理费用	11,534	12,828	18,788	20,014	23,034	25,484
财务费用	-565	80	-431	-382	-545	-571
期间费用率 (%)	6.36%	7.12%	8.41%	7.69%	7.68%	7.30%
资产减值损失	1,210	2,421	4,639	800	1,000	1,500
加：公允价值变动收益	11	-153	154	-150	0	0
投资收益	-12	3,266	-263	350	0	0
二、营业利润	26,441	13,483	37,531	51,144	49,399	57,047
YOY%	/	-49.01%	178.36%	36.27%	-3.41%	15.48%
加：营业外收入	805	4,284	535	70	0	0
减：营业外支出	154	222	252	80	0	0
三、利润总额	27,092	17,545	37,814	51,134	49,399	57,047
减：所得税	3,205	2,421	5,627	7,670	7,410	8,557
四、净利润	23,887	15,124	32,187	43,464	41,989	48,490
归属于母公司的净利润	20,301	9,847	23,064	31,144	30,087	34,746
YOY(%)	/	-51.50%	134.22%	35.04%	-3.39%	15.48%
少数股东损益	3,586	5,277	9,123	12,319	11,902	13,744
净利率 (%)	8.99%	3.77%	8.12%	9.26%	7.85%	7.78%
总股本 (万股)	40,052	40,052	40,052	40,052	40,052	40,052
五、每股收益(元)	0.51	0.25	0.58	0.78	0.75	0.87

资料来源：国都证券研究所

6、估值定价及申购建议

目前国内 A 股上市公司中主营业务与杭锅股份同类可比的上市公司主要有海陆重工、华光股份、川润股份、东方电气及即将 IPO 上市交易的天立环保（估值参见图表 13）。按 2010 年 12 月 23 日收盘价计算，可比上市公司的 2010 年、2011 年、2012 年动态市盈率均值分别为 41 倍、31 倍、25 倍。可比上市公司 2010-12 年的净利润的 CAGR 中值为 28%。

我们认为，给予公司 2010 年 30-35 倍的动态估值较为合理。按我们预计公司 2010 年的每股收益 0.75 元计算，公司合理股价为 23.33-27.22 元。考虑到限售期的影响，建议按 10%的折扣价申购，建议申购价为 20.99-24.49 元。

图表 13：同类可比上市公司的估值比较（以 2010 年 12 月 23 日收盘价计算）

公司简称	代码	股价	总市值		EPS			P/E			PEG (10-12)	CAGR (10-12)	P/B	
			百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E			
海陆重工	002255	44.75	5,777	0.85	1.12	1.47	1.87	53	40	30	24	1.37	29%	5.2
华光股份	600475	24.19	12,313	0.46	0.56	0.84	0.99	53	43	29	24	1.31	33%	5.7
川润股份	002272	27.31	13,901	0.53	0.57	0.71	0.89	52	48	38	31	1.92	25%	4.4
东方电气	600875	35.38	70,897	0.78	1.14	1.45	1.80	45	31	24	20	1.21	26%	7.0
均值								51	41	31	25	1.45	28%	5.6

数据来源：国都证券研究所

7、风险提示

- 1) 钢价波动风险：公司生产成本主要由直接材料（钢材）及外购件构成，钢材及钢制外购件占生产成本的比例合计达 80%以上，钢价的波动将对公司盈利产生一定影响；
- 2) 汇率变化风险：公司营收中约 20%为外销实现，人民币汇率变化或将对公司汇兑损益产生影响；
- 3) 订单取消风险：公司签署的合同执行周期较长，客户单位受外部市场环境变化或公司自身经营原因的影响，会发生少量合同难以继续执行。

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面差, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaibing@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com