

建议申购区间：26.00~29.00 元

电力设备行业

新股申购策略报告

第一创业研究所
何本虎 **S1080210110002**
电 话：0755-25832648
邮 件：hebenhu@fcsc.cn

杭锅股份（002534）

——环保锅炉领军企业

发行数据

发行股本（万股）	4100
发行后总股本（万股）	40052

资产负债表摘要(06/10)

股东权益（百万元）	1220.69
每股净资产（元）	3.37
资产负债率	67.2%

公司与沪深 300 指数比较

相关报告

摘要：

- 西子电梯是公司第一大股东，实际控制人为王永福、陈夏鑫和谢水琴。另外，公司董事长吴南平和总经理颜飞龙均为公司股东。本次公司拟向社会公众公开发行 4100 万股，发行后总股本为 40052 万股。
- 公司是我国新型锅炉产业龙头企业，主导产品包括工业锅炉、余热锅炉、电站锅炉、电站辅机、工程承包等。其中，余热锅炉是利润贡献最大的业务，收入和毛利比重分别为 49.5%、57.8%。
- 公司是国内规模最大，产品最全的余热发电企业。2008 年的统计数据看，公司的产值市场占有率达到 47%，处于绝对的领先地位。
- 发电、冶金（包括钢铁和有色）和建材领域是主要的市场区域，预计未来 5 年，钢铁领域的市场容量达到 90 亿，包括炼焦余热 26 亿，烧结冷却机余热 20 亿和转炉烟气余热 44 亿。
- 从公司的综合毛利率看，呈现巨幅波动，主要与原材料的占比大、原材料价格的不稳定和公司的合同规则有关。目前，公司调整了存货管理策略，预计毛利率将逐步趋向稳定。
- 募集资金投向的项目之一杭州杭锅重型装备制造生产基地将主要生产核电设备、大型电站辅机、燃气蒸气余热发电、特种锅炉（大型垃圾焚烧）、煤气化及 IGCC 设备产品。其中的大部分产品都属于公司以前未涉足的产品，项目建成后的综合制造能力将进一步提升。
- 按照我们的盈利预测，2010 年、2011 年和 2012 年的摊薄 EPS 分别为 0.72 元、0.86 元和 1.01 元，保持年均 20% 的增长。我们分别按照 2011 年和 2012 年 40 倍和 35 倍进行估值，对应的股价区间为 35~36 元。
- 我们选取在行业、产品、竞争力、股本等多方面因素具有一定可比性的公司进行比较，以老板电器作为可比对象。以 09 年 45~50 倍 PE 作为询价区间，对应的股价为 26.00~29.00 元。

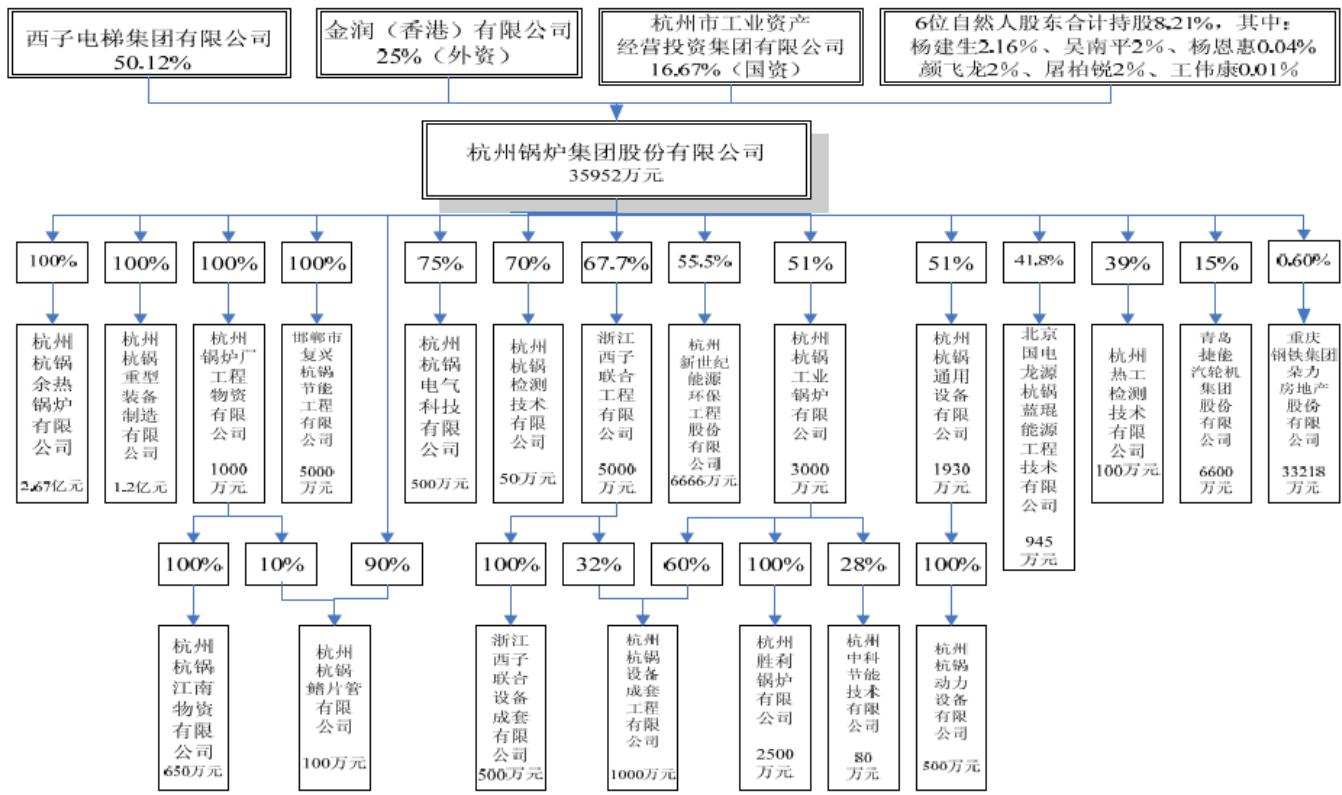
1、公司概况

1.1 公司股权结构

公司由西子电梯作为发起人发起成立，经过股权转让，先后引进了金润有限公司和杨建生等6名自然人，

其中，西子电梯作为民营企业，王永福是实际控制人，持股55.6%，公司实际控制人为王永福、陈夏鑫和谢水琴。另外，公司董事长吴南平和总经理颜飞龙均为公司股东。本次公司拟向社会公众公开发行4100万股，发行后总股本为40052万股。

图1 公司发行前股权结构对比图



数据来源：招股说明书 第一创业研究所

1.2 经营业务

公司是我国新型锅炉产业龙头企业，主导产品包括工业锅炉、余热锅炉、电站锅炉、电站辅机、工程承包等。

其中，余热锅炉是利润贡献最大的业务，收入和毛利比重分别为49.5%、57.8%。另外，总承包、工业锅炉和电站锅炉也占有较大比重。

表 1 2010 上半年收入和毛利结构一览表

	收入		毛利	
	金额 (万元)	比例	毛利率	毛利比例
工业锅炉	13065	8.3%	18.8%	6.7%
余热锅炉	79294	49.5%	27.2%	57.8%
电站锅炉	16316	10.2%	14.8%	6.5%
总包	25024	15.6%	26.9%	18.0%
其他	26352	16.4%	15.7%	11.0%
合计	160051	100%	23.3%	100%

数据来源：招股说明书、第一创业证券研究所

2、经营动态

2.1 行业前景广阔

我们以占比最大的余热发电为例，2001 年以来的复合增长率超过 35%，年增长速度有所波动，但总体增长趋势明确。

从钢铁行业的回收率看，最高的高温领域不足 50%，低温领域基本处于空白。综合回收率为 25% 左右，与国外发达国家的 80% 以上的水平有巨大差距。

图 2 我国余热锅炉生产规模年度变化对比图



数据来源：招股说明书 第一创业研究所

表 2 2008 年我国钢铁企业余热回收利用表

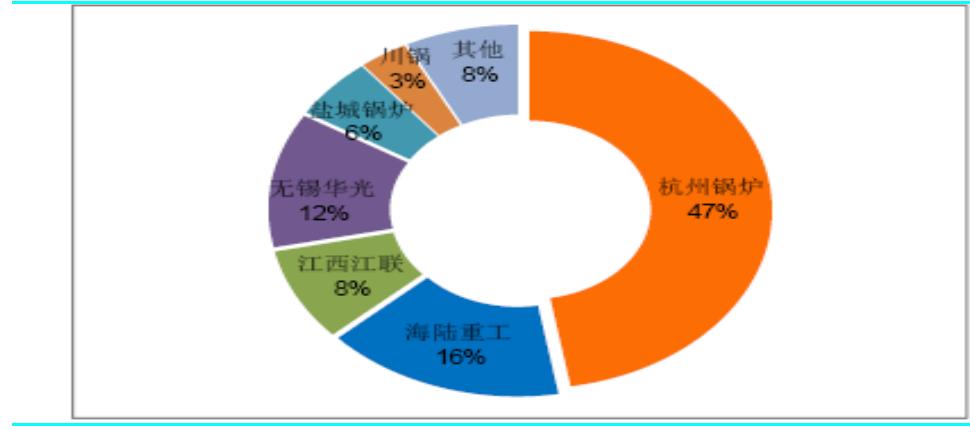
	回收率
高温	44.3%
中温	30.1%
低温	极低

数据来源：招股说明书、第一创业证券研究所

2.2 公司是行业龙头企业

公司是国内规模最大，产品最全的余热发电企业。2008年的统计数据看，公司的产值市场占有率达到47%，处于绝对的领先地位。

图 2 余热锅炉 2008 年市场占有率对比图（产值）

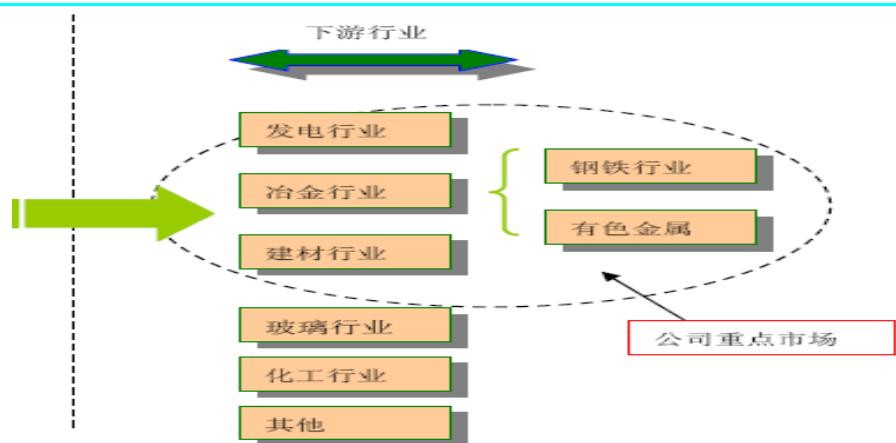


数据来源：招股说明书 第一创业研究所

2.3 发电、冶金和建材是余热锅炉重点领域

从技术角度看，发电、冶金（包括钢铁和有色）和建材领域是主要的市场区域。预计未来5年，钢铁领域的市场容量达到90亿，包括炼焦余热26亿，烧结冷却机余热20亿和转炉烟气余热44亿。

图 3 余热锅炉运用领域对比图



数据来源：招股说明书 第一创业研究所

2.4 公司是行业标准的制定者

公司是国内规模最大，也是产品最齐全的余热锅炉企业。其中，技术领先是市场领先的基础。

作为国家标准的制定者之一，公司制定了一系列的行业标准，形成了 23MW 到 400MW 的系列产品。

图 4 公司参与制定的主要国家标准一览表

序号	标准编号	标 准 名 称	制 定 情 况	备 注
1	GB/T10863-1989	烟道式余热锅炉热工试验方法	单独起草	
2	GB/T18750-2002	生活垃圾焚烧锅炉	参与起草	
3	JB/T4308—1999	锅炉产品钢印及标记移植规定	单独起草	由企业标准 NG9302、NG9305 修改
4	JB/T6503—1992	烟道式余热锅炉通用技术条件	单独起草	
5	JB/T6508—1992	氧气转炉余热锅炉技术条件	参与起草	
6	JB/T6509—1992	小直径弯管技术条件	单独起草	
7	JB/T6511—1992	螺旋翅片管箱组装技术条件	单独起草	
8	JB/T6512—1992	锅炉用高频电阻焊螺旋翅片管制造技术条件	单独起草	由企业标准 NG0110 修改
9	JB/T7603—1994	烟道式余热锅炉设计导则	参与起草	
10	JB/T8953.3—1999	燃气-蒸汽联合循环设备采购余	单独起草	

数据来源：招股说明书 第一创业研究所

2.5 毛利率波动的不确定性将逐步减弱

从公司的综合毛利率看，呈现巨幅波动。譬如 2009 年达到 24%，接近 2008 年的 2 倍。如果结合细分产品看，波动幅度更加剧烈。

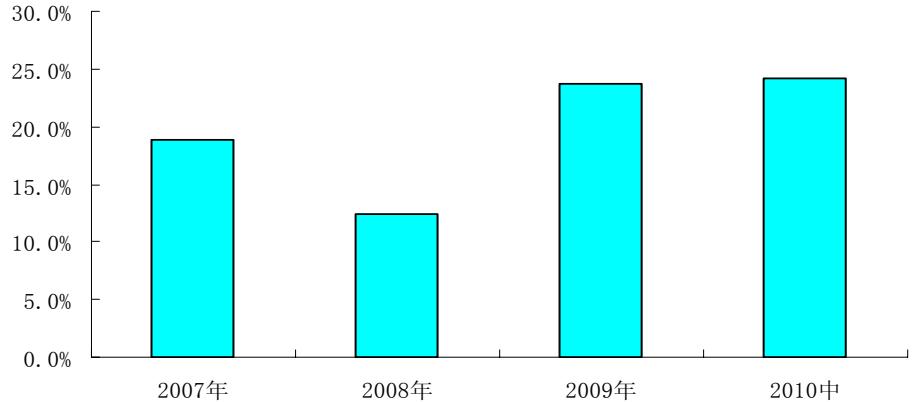
分析毛利率波动的原因，主要与原材料的占比大、原材料价格的不稳定和公司的合同规则有关。

锅炉的交货周期为 120-300 天，电站辅机达到 1 年。而且，公司的合同采用闭口为主。使得公司的材料成本与产品价格在时间上不匹配，增加了毛利率波动的可能性，也成为一项重要的不确定因素。

目前，公司调整了存货管理策略，将存货管理与定单签定紧密结合，包括原

材料定价、原材料定量等措施，预计毛利率将逐步趋向稳定。

图 5 公司毛利率变化对比图



数据来源：招股说明书 第一创业研究所

3、募投项目分析

3.1 预计募集资金超过 10 亿

公司本次发行 4100 万股，计划投资 46125 万元。按照我们预测，保守估计，募集资金将达到 10 亿，显著超越计划募集资金规模。

表 3 2008 年我国钢铁企业余热回收利用表

	总投资	建设周期
杭州杭锅重型装备制造生产基地	34125	3 年
增资浙江子联合工程有限公司	12000	
合计	46125	

数据来源：招股说明书、第一创业证券研究所

3.2 综合制造能力显著提升

杭州杭锅重型装备制造生产基地主要生产核电设备、大型电站辅机、燃气蒸气余热发电、特种锅炉（大型垃圾焚烧）、煤气化及 IGCC 设备产品。

其中的大部分产品都属于公司以前未涉足的产品，项目建成后的综合制造能力将进一步提升。

4、建议询价区间为 26.00-28.00 元

4.1 收入成本预测

表 4 收入成本预测表

	2009 年	2010E	2011E	2012E
一、工业锅炉				
收入(万元)	12413	17378	22592	29369
增长率	40%	40%	30%	30%
毛利(万元)	2880	3476	4518	5874
毛利率	23.2%	20.0%	20.0%	20.0%
二、余热锅炉				
收入(万元)	167020	192073	220884	254017
增长率	24%	15%	15%	15%
毛利(万元)	39751	46098	53012	60964
毛利率	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%
三、电站锅炉				
收入(万元)	36000	37800	39690	41675
增长率	3%	5%	5%	5%
毛利(万元)	6732	5670	5954	6251
毛利率	18.7%	15.0%	15.0%	15.0%
四、总承包工程				
收入(万元)	29075	40705	52917	68791
增长率	205%	40%	30%	30%
毛利(万元)	7530	10950	14235	18505
毛利率	25.9%	26.9%	26.9%	26.9%
五、其他				
收入(万元)	39682	47618	57142	68570
增长率	64%	20%	20%	20%
毛利(万元)	10476	11524	13828	16594
毛利率	26.4%	24.2%	24.2%	24.2%
六、合计				
收入(万元)	284190	335575	393224	462422
增长率	8.7%	18.1%	17.2%	17.6%
毛利(万元)	67369	77716	91547	108188
毛利率	23.7%	23.2%	23.3%	23.4%
成本(万元)	216821	257858	301677	354234
成本增长	-5.4%	18.9%	17.0%	17.4%

数据来源：第一创业证券研究所

4.2 盈利预测

按照我们的盈利预测，2010年、2011年和2012年的摊薄EPS分别为0.72元、0.86元和1.01元，保持年均20%的增长。

我们分别按照2011年和2012年40倍和35倍进行估值，对应的股价区间为35~36元。

表5 盈利预测表

万	2009年	2010E	2011E	2012E
一、营业利润				
营业收入	284190	335575	393224	462422
减：营业成本	216813	257858	301677	354234
减：营业税金及附加	1204	1422	1666	1959
减：营业费用	5536	6537	7661	9009
减：管理费用	18788	20134	23593	27745
减：财务费用	-431	-194	-583	-525
减：资产减值损失	4639	3356	3932	4624
加：投资收益	-263	327	392	470
营业利润	37531	46693	55585	65769
二、利润总额				
加：营业外收支	283	693	623	561
利润总额	37814	47386	56208	66330
三、净利润				
减：所得税	5627	7052	8365	9871
净利润	32187	40334	47843	56459
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	9123	11432	13561	16003
归属母公司净利润	23064	28902	34282	40456
总股本(万)				40052
EPS(元)	0.58	0.72	0.86	1.01

数据来源：第一创业证券研究所

4.3 估值及申购建议

我们选取在行业、产品、竞争力、股本等多方面因素具有一定可比性的公司进行比较，以老板电器作为可比对象。以09年45~50倍PE作为询价区间，对应的股价为26.00~29.00元。

表6 2010年11月以来的新股发行情况一览表

证券代码	证券简称	发行日期	首发价格(元)	09净利润(万元)	总股本(万股)	09EPS(元)	PE(倍)
300142.SZ	沃森生物	2010-11-01	95	7633	10000	0.76	124
300143.SZ	星河生物	2010-11-29	36	2035	6700	0.30	119
002503.SZ	搜于特	2010-11-03	75	5406	8000	0.68	111
300144.SZ	宋城股份	2010-11-29	53	8700	16800	0.52	102
002505.SZ	大康牧业	2010-11-08	24	3020	10280	0.29	82
002512.SZ	达华智能	2010-11-22	26	4132	11799	0.35	74
002504.SZ	东光微电	2010-11-08	16	2316	10700	0.22	74
300141.SZ	和顺电气	2010-11-01	31.68	2521	5520	0.46	69
300145.SZ	南方泵业	2010-11-29	37.8	4580	8000	0.57	66
002522.SZ	浙江众成	2010-12-01	30	4900	10667	0.46	65
002515.SZ	金字火腿	2010-11-22	34	3949	7350	0.54	63
002502.SZ	骅威股份	2010-11-03	29	4042	8800	0.46	63
002509.SZ	天广消防	2010-11-10	20.19	3237	10000	0.32	62
002501.SZ	利源铝业	2010-11-03	35	5359	9360	0.57	61
002518.SZ	科士达	2010-11-24	32.5	6144	11500	0.53	61
002520.SZ	日发数码	2010-12-01	35	3802	6400	0.59	59
002523.SZ	天桥起重	2010-12-01	19.5	5458	16000	0.34	57
002506.SZ	超日太阳	2010-11-08	36	17000	26360	0.64	56
002516.SZ	江苏旷达	2010-11-24	20.1	7211	20000	0.36	56
002511.SZ	中顺洁柔	2010-11-15	38	11044	16000	0.69	55
300139.SZ	福星晓程	2010-11-01	62.5	6379	5480	1.16	54
002517.SZ	泰亚股份	2010-11-24	20	3378	8840	0.38	52
002507.SZ	涪陵榨菜	2010-11-10	13.99	4156	15500	0.27	52
002521.SZ	齐峰股份	2010-12-01	41.5	11873	14725	0.81	51
300140.SZ	启源装备	2010-11-01	39.98	4852	6100	0.80	50
002514.SZ	宝馨科技	2010-11-22	23	3194	6800	0.47	49
002508.SZ	老板电器	2010-11-10	24	8183	16000	0.51	47
002510.SZ	天汽模	2010-11-15	17.5	7836	20576	0.38	46
002519.SZ	银河电子	2010-11-24	36.8	6576	7040	0.93	39
002513.SZ	蓝丰生化	2010-11-22	43.2	9891	7400	1.34	32
002500.SZ	山西证券	2010-11-01	7.8	61865	239980	0.26	30
平均(倍)							64

数据来源：第一创业证券研究所

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼
TEL:021-58365919 FAX:021-58362238
P.R.China:200120