

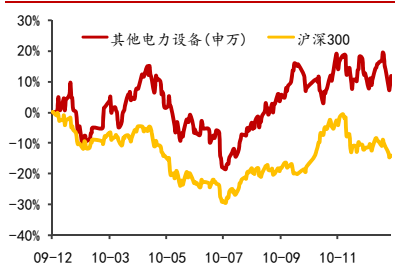
合理价格区间

18.51-23.14 元

发行基本情况

发行后总股本	35952 万股
发行数量	4100 万股
网下发行	800 万股
网上发行	3300 万股
网下发行价	26.00 元
第一大股东	西子电梯
发行后持股比例	44.99%

行业走势图



研发部

 邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340210090001

联系电话：010-68858137

Email: chenpeng@cnpsec.com

¹ 报告贡献人 陈鹏

细分行业龙头，看好公司设备+EMC 模式

——杭锅股份（002534）新股分析报告

摘要：

- **节能环保位列新兴产业首位，余热锅炉将迎来大发展：**在七大新兴产业中，节能减排排名第一，国家重视程度非同一般。余热利用是节能减排重要技术，而余热锅炉则是余热利用的主要途径。随着国家节能减排工作的推进，余热锅炉也将迅速发展。据估算，未来5年国内余热锅炉市场容量将达到280亿元。国际市场约400亿元。
- **火电仍为主力，核电强势发展：**随着我国经济发展，电力能源作为经济发展的基础，必将随之发展，受制于我国资源结构，火电作为电力能源支柱的地位很难改变，未来大型火电基地建设将带来火电的新发展。而核电作为我国下一阶段电力能源建设重点投入的方向，可以说已经成为市场的宠儿，一再上调的核电装机容量规划，也说明核电发展的确定性。火电和核电的发展对电站辅机的需求也将快速放大，仅核电每年将有超过90亿的核电辅机市场需求。
- **余热锅炉国内当之无愧的龙头：**公司坚持走差异化发展路线，紧盯传统锅炉之外的特色产品。目前，公司是国内余热锅炉制造行业的龙头企业，2008年，公司在我国余热锅炉市场排名第一，按产值计算几乎占据了国内余热锅炉市场的50%。公司先后参与了多项余热锅炉相关的国家和行业标准制定工作，进一步巩固了公司的行业地位。
- **EMC+设备，节能工程潜力好：**公司旗下西子联合工程公司作为进行EMC业务的主体，其具备设计、施工能力，依托公司余热锅炉设备供给，能够使公司余热锅炉业务的下游产业链的到充分的拓展，而且将设备、设计、施工等各方面综合在一起将更加有利于公司EMC业务的发展。
- **募投项目加大公司产能，推进EMC业务发展：**公司本次公开发行人民币普通股4100万股，募集资金将用于：1、杭锅重型装备制造有限公司大型重型装备生产基地项目；2、增资浙江西子联合工程有限公司。
- **盈利预测与估值：**预计公司2010年、2011年和2012年的摊薄每股收益为0.7614、0.9257和1.0906元，发行价26元，对应动态市盈率分别为34.15、28.09和23.84倍。建议给予2011年20-23倍的市盈率，合理股价应在18.51-23.14元。
- **风险提示：**1、行业依赖程度高；2、市场竞争日趋激烈的风险；3、原材料价格波动风险。

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2841.90	3460.85	4088.46	4914.20
(+/-)	8.74%	21.78%	18.13%	20.20%
归属母公司股东净利润	230.64	273.73	332.79	392.09
(+/-)	134.22%	18.68%	21.58%	17.82%
每股收益(EPS)	0.6415	0.7614	0.9257	1.0906
市盈率(P/E)	40.53	34.15	28.09	23.84

目 录

一、公司基本情况	4
(一) 公司简介及股权结构介绍	4
(二) 公司主要业务及产品	5
(三) 公司经营状况	6
二、行业分析	8
(一) 余热锅炉节能设备的“排头兵”	8
(二) 受制我国能源结构，火电长期为主体的地位不变	10
(三) 非化石能源中核电强势发展	12
三、余热锅炉龙头实力雄厚，设备+EMC 模式前景看好	14
四、募投项目助力公司产品与业务拓展	15
(一) 重型装备生产基地项目	16
(二) 电力系统动态监控系统升级项目	16
五、预测与估值	16
六、风险提示	19

图表目录

图表 1：公司上市前股权结构	4
图表 2：公司公开发行前后股东及比例	5
图表 3：公司主要产品	5
图表 4：公司主要产品	6
图表 5：近年公司营业情况	7
图表 6：近年公司利润情况	7
图表 7：营业收入中各项主营业务占比	7
图表 8：各主营业务毛利率	7
图表 9：公司主要财务数据	8
图表 10：钢铁生产工艺流程及余热利用示意图	8
图表 11：余热锅炉行业发展情况	9
图表 12：余热锅炉主要生产企业	9
图表 13：余热锅炉行业发展情况	10
图表 14：我国累计装机容量及预测	10
图表 15：我国人均装机容量及预测	10
图表 16：新增电力设备装机容量与 GDP 增速	11
图表 17：城镇居民用电与各行业用电增速	11
图表 18：我国火电累计装机容量及预测	11
图表 19：我国煤电基地建设进度	12
图表 20：我国核电装机容量预测	12

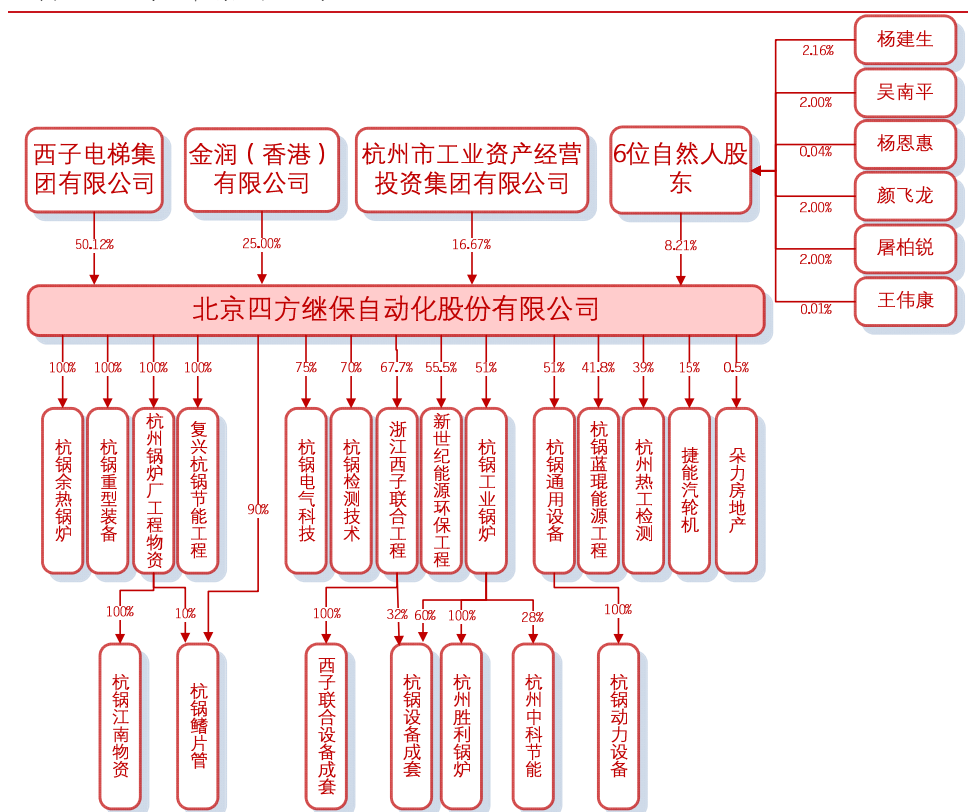
图表 21：目前各阶段核电站占比	12
图表 22：在建与规划中核电站建设周期.....	13
图表 23：核电站主要设备部分成本占比.....	13
图表 24：常规岛设备成本占比	13
图表 25：我国余热锅炉市场占比（蒸吨）	14
图表 26：我国余热锅炉市场占比（产值）	14
图表 27：公司参与相关标准.....	14
图表 28：EMC 业务流程.....	15
图表 29：《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》摘要	15
图表 30：公司募投项目	16
图表 31：公司盈利预测明细.....	17
图表 32：公司盈利预测.....	18
图表 33：类似公司相关信息.....	18

一、公司基本情况

（一）公司简介及股权结构介绍

公司全称杭州锅炉集团股份有限公司，公司主要从事锅炉及电站辅机制造业务，目前公司主要产品有余热锅炉、工业锅炉、电站锅炉、核电设备和电站辅机。在余热锅炉方面，公司是目前国内最大、品种最齐全的余热锅炉研究、开发与制造基地。在余热锅炉市场占有率方面排名全国第一，其中燃气轮机余热锅炉、烧结环冷余热锅炉、水泥窑余热锅炉是公司的优势产品。

图表 1：公司上市前股权结构



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

发行前公司控股股东为西子电梯集团有限公司，持有公司股份的 50.12%。金润（香港）有限公司（外资）持有公司 25% 的股权，杭州市工业资产经营投资集团有限公司（国资）持有公司 16.67% 股权，剩余股权被 6 为自然人持有。王水福和陈夏鑫由于分别持有公司控股东西子电梯 55.6% 和 44.4% 的股权，谢水琴通过金润（香港）持股公司股权 25%，上述三人为公司的实际控制人。

公司目前拥有 4 家全资子公司、6 家控股子公司和 4 家参股公司。公司此次公开发行前总股本为 31873.4 万股，本次计划发行 8200 万股，占发行后总股本的 21.99%，发行后前五大持股股东排名并未发生变化，公司控股股东仍为四方电气（集团）公司，持股比例由发行前的 77.84% 变化为 61.91%。

图表 2：公司公开发行前后股东及比例

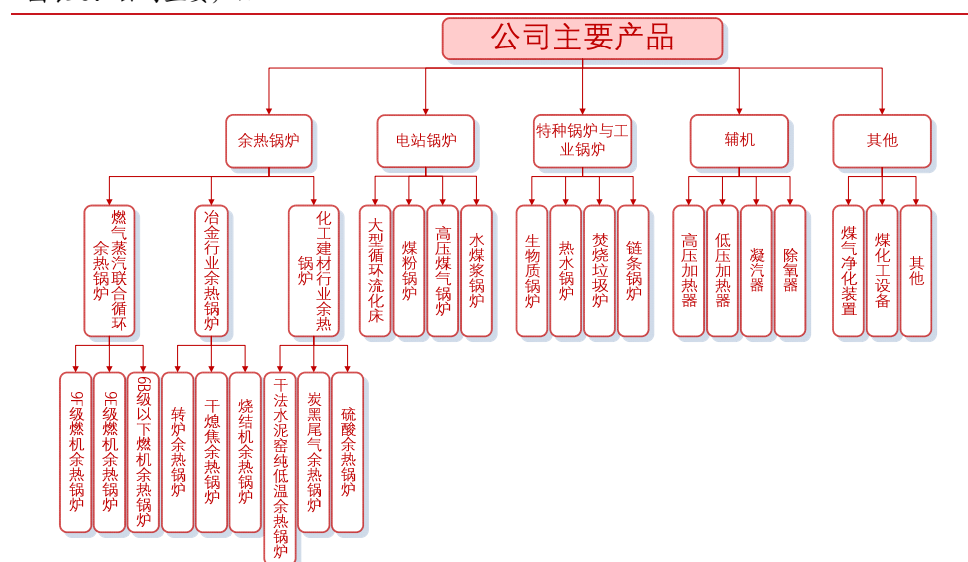
股东	发行前		发行后	
	持股数量（万股）	持股比例（%）	持股数量（万股）	持股比例（%）
西子电梯集团有限公司	18019.44	50.12%	18019.44	44.99%
金润（香港）有限公司	8988.00	25.00%	8988.00	22.44%
杭州市工业资产经营投资集团有限公司	5992.00	16.67%	5992.00	14.96%
杨建生	778.96	2.17%	778.96	1.94%
颜飞龙	719.04	2.00%	719.04	1.80%
屠柏锐	719.04	2.00%	719.04	1.80%
吴南平	719.04	2.00%	719.04	1.80%
杨恩惠	719.04	2.00%	719.04	1.80%
王伟康	3	0.01%	3.00	0.01%
公开发行	0.00	0.00%	4100.00	10.24%
合计	35952	100.00%	40052.00	100.00%

数据来源：中邮证券研发部 招股说明书

（二）公司主要业务及产品

公司目前业务类型包括锅炉部件加工、锅炉成品制造和工程总包，出主导产品也热锅炉外还包括工业锅炉、电站锅炉、电站辅机等。余热锅炉是利用冶金、电力、化工、建材等余热作热源的锅炉设备；电站锅炉是用于发电用途的锅炉，多为大容量、高参数锅炉，火室燃烧，燃烧效率高。工业锅炉是用于工业生产和采暖的锅炉，多为低参数、小容量锅炉，公司将小功率的生物质燃料锅炉、垃圾焚烧炉归为工业锅炉。

图表 3：公司主要产品



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4：公司主要产品



9F 级燃机余热锅炉



大型循环流化床锅炉



生物质炉



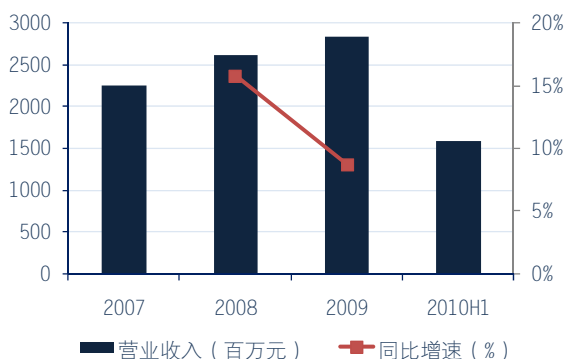
凝汽器

数据来源：中邮证券研发部 公司网站

（三）公司经营状况

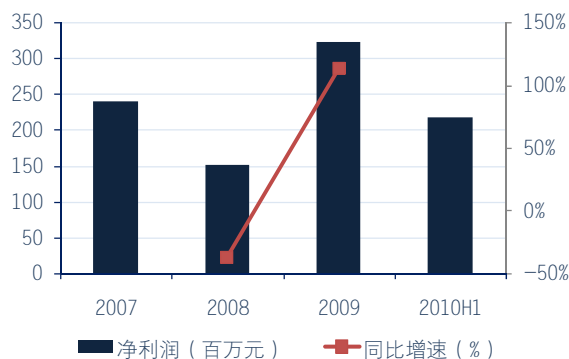
2009 年公司实现营业收入 28.42 亿元，较 2008 年同比增长 8.74%，同比增长速度较 2008 年有所下降，但仍保持一定的增长速度，毛利率 23.7%，较 2008 年 12.35% 有明显的提高，受益公司毛利率大幅提高，2009 年实现净利润 3.22 亿元，较 2008 年同比大幅增长 112.82%。2010 年上半年，公司实现营业收入 16 亿元，毛利率回升至 23.31%，实现净利润 2.17 万元。

图表 5：近年公司营业情况



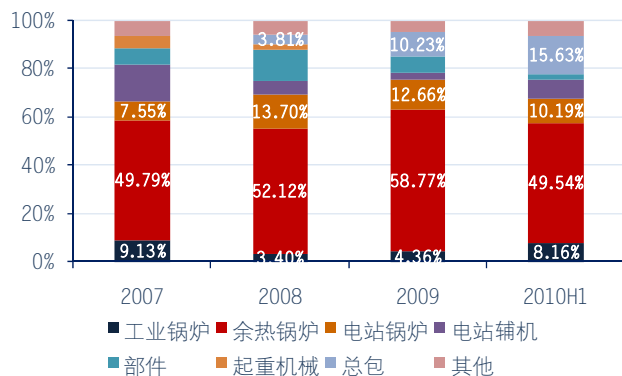
数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

图表 6：近年公司利润情况



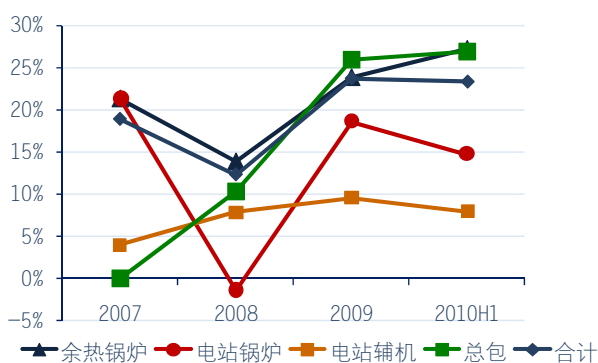
目前，余热锅炉是公司的住主要产品，在公司总营业收入中占比在 50%左右。近年来，随着公司业务结构调整，工程总包业务在公司总营业收入中的占比逐年提升，2010 年上半年总包业务在公司总业务收入中占比达到 15.63%，较 2009 年提高了 5%。

图表 7：营业收入中各项主营业务占比



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

图表 8：各主营业务毛利率



在公司毛利率方面，由于余热锅炉产品在公司营业收入中占比最高，所以公司综合毛利率与余热锅炉产品毛利同比性较高。影响公司毛利率的因素主要有：1、锅炉产品制造周期相对较长，单价较高，客户一般通过招投标方式确定采购商，这种销售模式导致公司各类产品毛利率容易受到部分甚至单个合同的影响；2、锅炉制造周期较长，生产过程中会面临原材料价格上涨、汇率波动登封县，毛利率可能受到一定影响；3、公司产品为非标准化产品，须对客户需求不同进行设计，故毛利率会在一定区间波动。从历年公司毛利率情况来看，公司 2009 年综合毛利率较 2008 年提高了超过 11%。预计公司毛利率将稳定在 20%以上的水平。

图表 9：公司主要财务数据

主要指标	2007	2008	2009	2010H1
应收帐款周转率（次）	4.04	4.46	4.05	2
存货周转率（次）	3.69	3.64	2.94	1.77
净资产收益率 ROE（加权）（%）	41.76	15.24	28.92	17.87
净资产收益率 ROE（摊薄）（%）	33.98	14.03	25.72	17
流动比率(倍)	1.27	1.08	1.16	1.13
速动比率(倍)	0.96	0.73	0.85	0.84
资产负债率(%)	71.75	73.38	67.97	67.34
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	0.55	0.76	1.07	0.15
每股收益 EPS-基本(元)	0.56	0.27	0.64	0.47

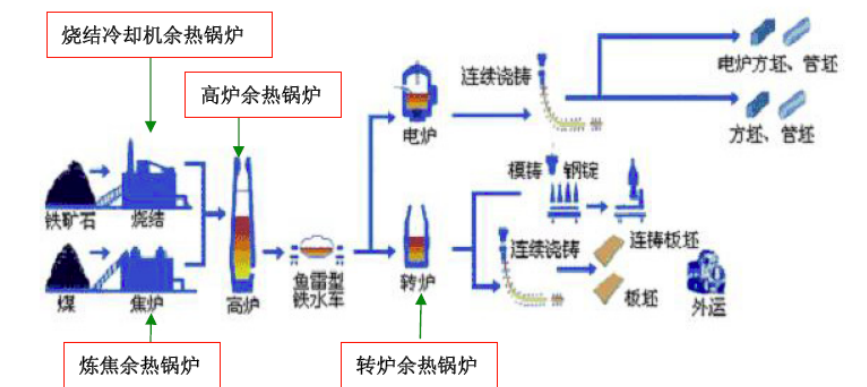
数据来源：中邮证券研发部 招股说明书

二、行业分析

（一）余热锅炉节能设备的“排头兵”

余热锅炉是一种热回收蒸汽发生装置，是燃气-蒸汽联合循环发电的主要设备之一。与常规锅炉不同，余热锅炉知识燃气-水/蒸汽的一个换热装置。余热锅炉能够将工业生产过程中产生的部分不能够被生产过程所使用的热量进行收集处理。是工业节能的重要技术之一。

图表 10：钢铁生产工艺流程及余热利用示意图



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

在 2009 年的哥本哈根气候大会上，我国政府提出了至 2020 年单位 GDP 能耗较 2005 年下降 45% 的目标。作为在国际大会上的郑重承诺，这一数字也必将是我国长期的一个目标。单位 GDP 能耗下降只能通过提高现有的生产效率，提高节能效果，国务院提出的七大新兴产业中，节能减排排名第一，足以说明政府对节能减排行业的重视。

在现有节能减排的技术中，电力系统以无功补偿和变频器为主，在电力系统以外，余热锅炉是毫无疑问的节能减排“排头兵”。我国余热锅炉行业是市场充分竞争的行业。经过多年的市场选择，我国余热锅炉骨干企业综合优势明显，在市场占有率上也继续保持市场领先地位。

图表 11：余热锅炉行业发展情况



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

2002 年以前，我国余热锅炉行业在低位徘徊，年生产保持在 300 台（套）左右。2003 年后，随着电力供应的持续紧张和节能环保措施的不断实施，市场对余热锅炉的需求大幅增加。2008 年，我国共生产余热锅炉 1146 台，合计 29865 蒸吨，是 2001 年的 7.7 倍。余热锅炉属于环保产品，随着国家节能减排工作的推进，余热锅炉也将迅速发展。据估算，未来 5 年国内余热锅炉市场容量将达到 280 亿元。国际市场约 400 亿元。

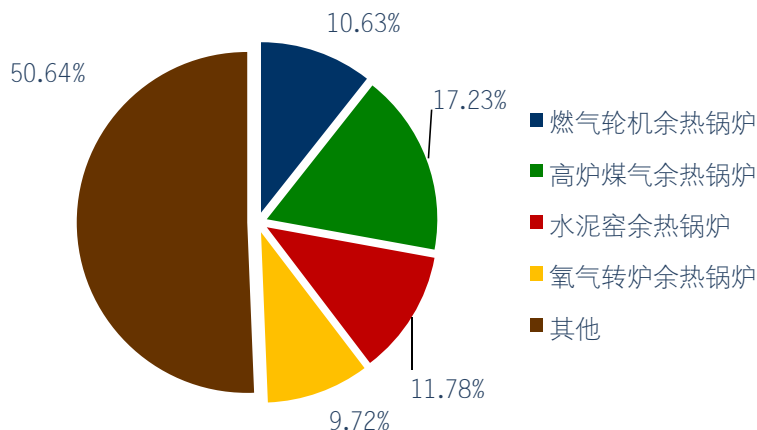
图表 12：余热锅炉主要生产企业

余热锅炉类别	产量		主要生产企业
	台数	蒸吨	
燃气轮机余热锅炉	15	3175	杭州锅炉集团股份有限公司、天锡华光锅炉股份有限公司
氧气转炉余热锅炉	277	2902	海陆重工，鞍山锅炉厂
垃圾焚烧锅炉	29	868	杭州锅炉集团股份有限公司、江西江联能环保股份有限公司、无锡华光锅炉股份有限公司、四川川锅锅炉有限责任公司、鞍山锅炉厂有限公司
高炉煤气余热锅炉	43	5146	杭州锅炉集团股份有限公司、江西江联能源环保股份有限公司、四川川锅锅炉有限责任公司、无锡华光锅炉股份有限公司
干熄焦余热锅炉	33	2244	杭州锅炉集团股份有限公司、苏州海陆重工股份有限公司
焦炉煤气余热锅炉	5	540	江西江联能源环保股份有限公司
有色冶金余热锅炉	51	1634	苏州海陆重工股份有限公司、邯郸锅炉制造有限责任公司、鞍山锅炉厂有限公司、哈尔滨锅炉厂工业锅炉公司
生物质锅炉	28	1889	无锡华光锅炉股份有限公司、江西江联能源环保股份有限公司、鞍山锅炉厂有限公司
炼油催化装置余热锅炉	15	920	锦州锅炉有限责任公司、四川川锅锅炉有限责任公司、江苏太湖锅炉股份有限公司
低热值尾气余热锅炉	21	562	杭州锅炉集团股份有限公司、江苏太湖锅炉股份有限公司、鞍山锅炉厂有限公司
烧结机余热锅炉	10	540	杭州锅炉集团股份有限公司、盐城市锅炉制造有限公司、江苏太湖锅炉股份有限公司
硫酸余热锅炉	18	521	盐城市锅炉制造有限公司、苏州海陆重工股份有限公司、江苏太湖锅炉股份有限公司
小化肥造气余热锅炉	45	1907	邯郸锅炉制造有限责任公司、郑州锅炉股份有限公司、盐城市锅炉制造有限公司、哈尔滨锅炉厂工业锅炉公司、杭州锅炉集团股份有限公司
水泥窑余热锅炉	218	3519	杭州锅炉集团股份有限公司、盐城市锅炉制造有限公司、江苏太湖锅炉股份有限公司、邯郸锅炉制造有限责任公司、哈尔滨锅炉厂工业锅炉
柴油机余热锅炉	244	1017	苏州海陆重工股份有限公司
加热炉余热锅炉	2	80	江苏太湖锅炉股份有限公司、郑州锅炉股份有限公司
其他余热锅炉	85	2348	盐城市锅炉制造有限公司、江苏太湖锅炉股份有限公司、郑州锅炉股份有限公司、杭州锅炉集团股份有限公司
合计	1146	29865	

数据来源：中邮证券研发部 招股说明书

从我国余热锅炉种类来看，由于余热锅炉需要根据不同的使用条件进行调整，所以余热锅炉种类非常多。从具体种类来看，燃气轮机余热锅炉、高炉煤气余热锅炉、水泥窑余热锅炉和氧气转炉余热锅炉占比较多，根据 2008 年按照蒸吨计算，上述四种余热锅炉占比接近 50%。这与我国的产业结构也是密切相关的，由于房地产行业的兴旺，对钢材和水泥等建材的需求旺盛，导致相关行业产能扩张迅速，相关余热锅炉的潜在市场需求也就随之放大。

图表 13：余热锅炉行业发展情况

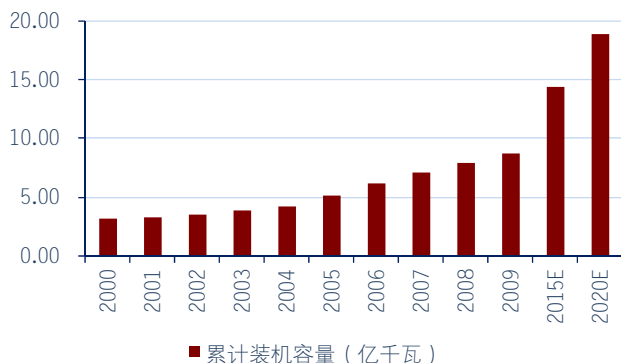


数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

（二）受制我国能源结构，火电长期为主体的地位不变

随着我国经济快速发展，对电力供给的需求日益增加，我国发电设备装机容量随之迅猛增长，至 2009 年底，我国累计装机容量为 8.74 亿千瓦，相比 2000 年累计装机容量 3.19 亿千瓦增长了 173%。但由于我国是一个人口大国，虽然总装机容量以较快的速度增加，但人均装机容量在 2009 年底也仅为 0.64 千瓦，相比发达国家仍有较大的差距。

图表 14：我国累计装机容量及预测



数据来源：中邮证券研发部 CEIC

图表 15：我国人均装机容量及预测

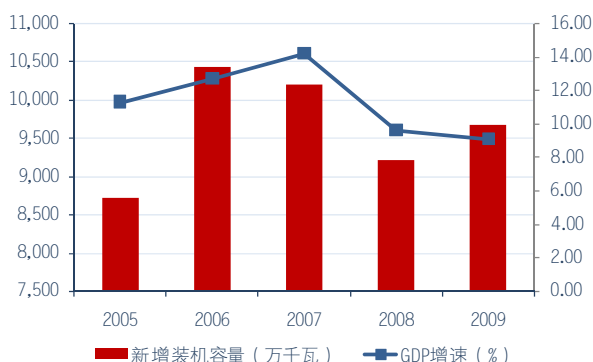


数据来源：中邮证券研发部 CEIC

根据中电联预测，至 2015 年我国人均装机容量将达到 1.03 千瓦，累计装机容量将达

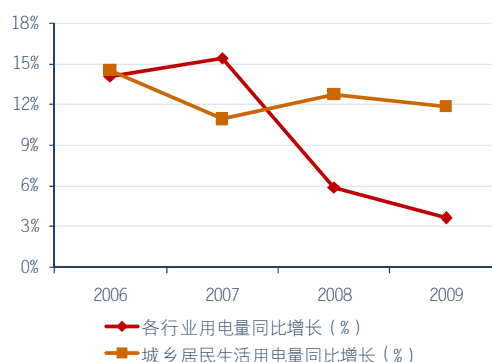
到 14.37 亿千瓦，至 2020 年我国人均装机容量将达到 1.31 千瓦，累计装机容量将达到 18.85 亿千瓦。相比 2009 年，在累计装机容量上至 2015 年和 2020 年将分别增加 5.62 亿千瓦和 4.48 亿千瓦。未来十年我国将继续处于电力装机容量快速发展阶段。

图表 16：新增电力设备装机容量与 GDP 增速



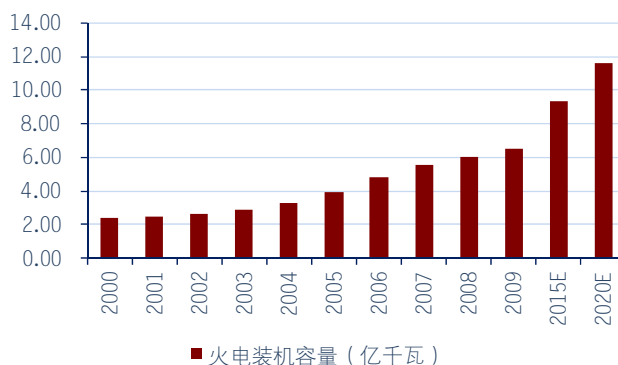
数据来源：中邮证券研发部 CEIC

图表 17：城镇居民用电与各行业用电增速



从历史数据来看，我国电力设备装机容量与我国 GDP 增速保持着密切的正相关关系。进入 2008 年受到国际金融危机影响，我国 GDP 增速一度放缓，随之电力供需的紧张状态有所缓解，电力生产设备上马速度也随之放缓，虽然未来我国经济发展前景仍未十分明朗，但考虑到我国政府执行关停小火电政策，加之居民用电随着我国居民生活水平不断提高稳步攀升，所以未来一段时间电力设备的发展仍将稳步推进。

图表 18：我国火电累计装机容量及预测



数据来源：中邮证券研发部 CEIC

近年来，以核电、风电为主的新能源得到了长足的发展，市场也普遍对相关业务给予乐观预期，但不可能忽视的是各类新能源本身存在着不可避免缺陷。例如风电、水电其年利用小时数具有不确定性，光伏发电效率低、成本高，我国铀矿资源可开采量有限等。所以，虽然煤炭使用量在未来将有一定程度的下降，但在我国一次能源消费结构中煤炭在一定时期内仍将占据主导地位。未来依托煤炭资源丰富地区的大型煤电基地建设将是我国火电发展的主要方向。

图表 19：我国煤电基地建设进度

名称	消纳市场	十二五期间开工（万千瓦）	十二五投产（万千瓦）
山西煤电基地	华北、华中、华东	1600	1200
陕北煤电基地	陕西、华中	980	700
陕西彬长煤电基地	陕西、山东	720	520
甘肃陇东煤电基地	甘肃、华中	900	800
宁夏宁东煤电基地	宁夏、山东、华东	1400	1000
内蒙古鄂尔多斯煤电基地		420	360
内蒙古准格尔煤电基地	内蒙、华北、华中、华东	2600	2000
内蒙古霍林河煤电基地	东北	360	240
内蒙古锡盟煤电基地	华北、华东、东北	2200	1700
内蒙古呼伦贝尔煤电基地	内蒙、东北、华北、华中	1500	1100
黑龙江宝清煤电基地		1120	920
新疆哈密煤电基地	新疆、华中	1300	900
新疆准东煤电基地	新疆、华中	1500	1100
新疆伊犁煤电基地	新疆、四川、重庆	400	200
安徽淮南煤电基地	安徽、上海、浙江	900	800
贵州煤电基地	贵州	1400	1200
合计		19300	14740

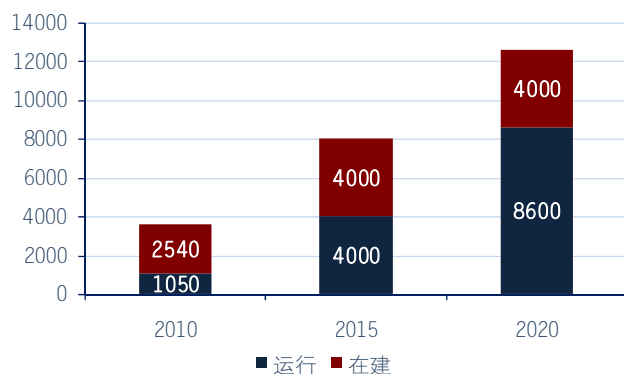
数据来源：中邮证券研发部 中电联

（三）非化石能源中核电强势发展

核电以其环境污染小、出力稳定等特征是目前最有优良的火电替代能源，而且核电行业带动效果明显，由于设备制造技术含量高，对国家基础工业水平要求高，大力发展核电能够带动我国核电设备制造相关技术水平的升级。

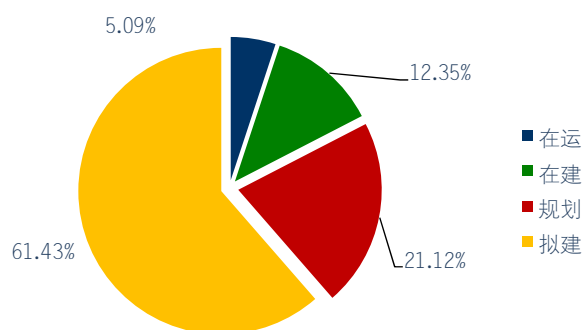
考虑到核电发展的必要性，国家也在大力发展核电站建设，目前我国是世界上在建核电站规模最大的国家，而且这一趋势将在较长的一段时间内保持下去。到 2015 年也就是“十二五”结束之年，预计核电装机容量将达到 4000 万千瓦，在建容量 4000 万千瓦。从目前处于各阶段的核电站容量占比来看，在运和在建的核电站仅占比 17.44%，还有超过八成的装机容量尚未启动。

图表 20：我国核电装机容量预测



数据来源：中邮证券研发部

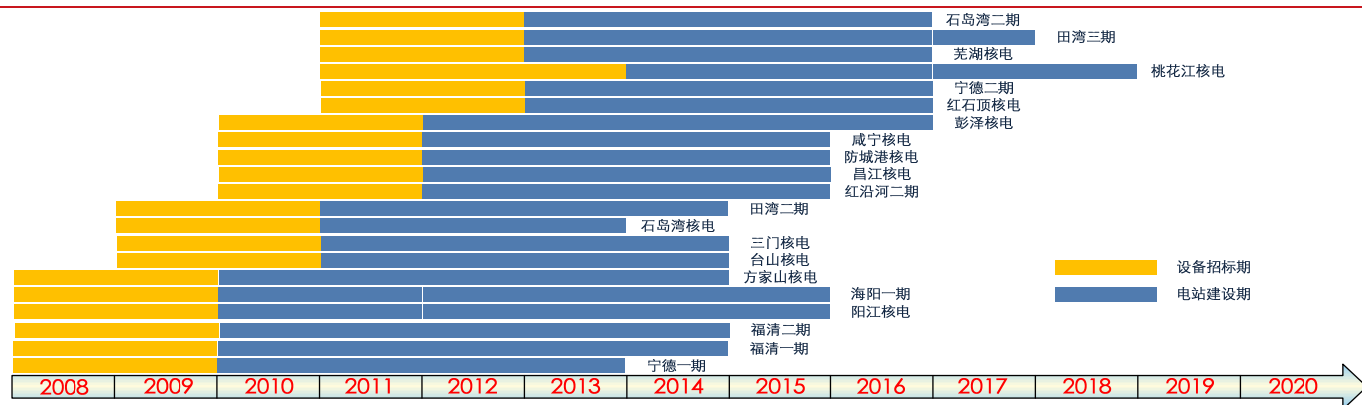
图表 21：目前各阶段核电站占比



数据来源：中邮证券研发部

目前我国规划和在建的核电站总装机容量将达到 5500 万千瓦，加上运行中的 1000 万千瓦装机容量，相比 2020 年 8000 万千瓦的装机容量仍有 1500 万千瓦的差距。考虑到核电站建设需要进 5 年的建设周期，“十二五”期间将会还有一部分核电站进入规划范畴。

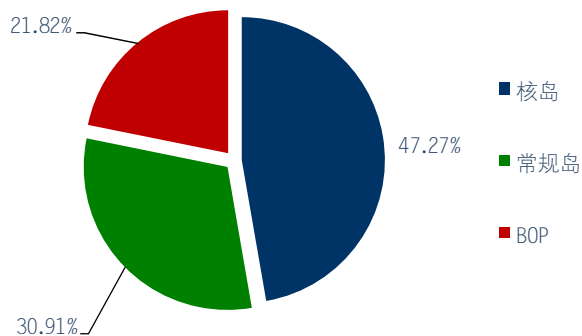
图表 22：在建与规划中核电站建设周期



数据来源：中邮证券研发部

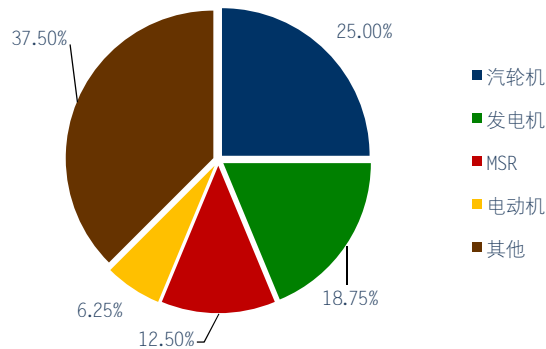
按照核电站建设成本 13000 元/KW 计算，未来十年国内新建核电站容量 1 亿千瓦，投资将达到 1.3 万亿，划归到核电设备的市场容量将达到 6000 亿，平均每年 600 亿的市场容量，无疑核电设备市场是一块巨大的“蛋糕”。

图表 23：核电站主要设备部分成本占比



数据来源：中邮证券研发部

图表 24：常规岛设备成本占比



数据来源：中邮证券研发部

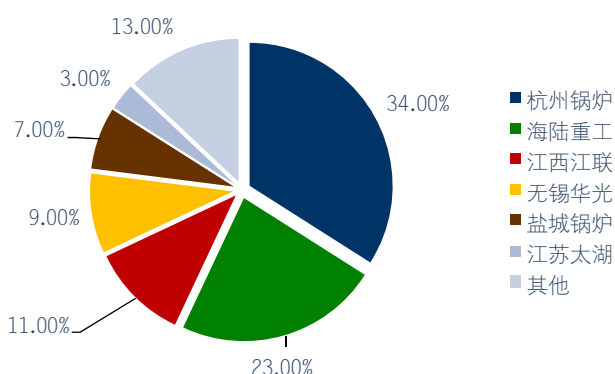
在常规岛其他设备中，主要包括凝汽器、高压加热器、低压加热器、除氧器、给水泵、循环水泵、管道等设备。按照未来 10 年总投资 1.3 万亿计算，常规岛设备刨去汽轮机、发电机和电动机三项后，10 年总投资约为 927 亿，折合每年超过 90 亿的核电辅机市场容量。

三、余热锅炉龙头实力雄厚，设备+EMC 模式前景看好

在国内锅炉制造领域，东方电气、上海电气和哈锅是大型电力锅炉当之无愧的霸主，三家公司基本上垄断了国内大型电力锅炉市场。相比锅炉三巨头，公司实力稍逊，所以公司坚持走差异化发展战略，紧盯传统锅炉之外的特色产品。余热锅炉既是公司在锅炉细分子行业中最大的斩获。

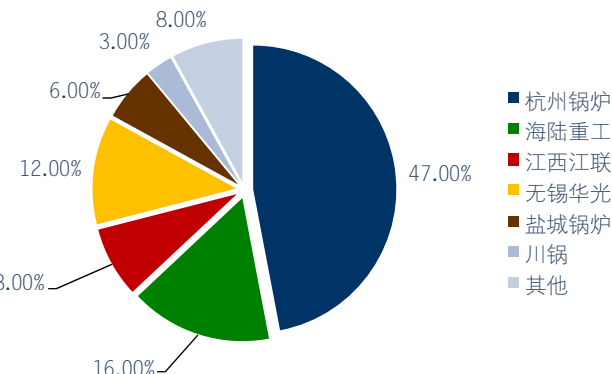
公司是国内余热锅炉制造行业的龙头企业，同时也是国内规模最大、产品最齐全的余热锅炉研究、开发和制造基地。目前公司余热锅炉产品已有 20 余个系列 100 多个品种，广泛的应用于我国的钢铁、建材、电力、有色金属、焦化、化工的领域。

图表 25：我国余热锅炉市场占比（蒸吨）



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

图表 26：我国余热锅炉市场占比（产值）



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

2008 年，公司在我国余热锅炉市场排名第一，按产值计算几乎占据了国内余热锅炉市场的 50%。在余热锅炉方面，公司除了在市场占比上的优势外，在研发技术上同样具有相当的优势。作为行业领袖，公司先后参与了多项余热锅炉相关的国家和行业标准制定工作，进一步巩固了公司的行业地位。

图表 27：公司参与相关标准

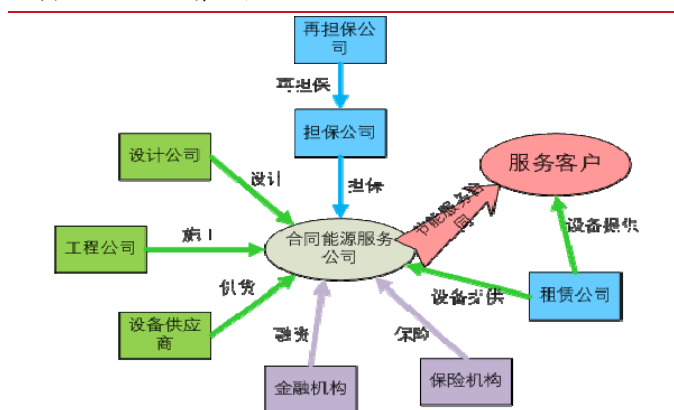
标准编号	标准名称	制定情况	备注
GB/T10863-1989	烟道式余热锅炉热工试验方法	单独起草	
GB/T18750-2002	生活垃圾焚烧锅炉	参与起草	
JB/T4308-1999	锅炉产品钢印及标记移植规定	单独起草	由企标修改
JB/T6508-1992	烟道式余热锅炉通用技术条件	单独起草	
JB/T6509-1992	氧气转炉余热锅炉技术条件	参与起草	
JB/T6511-1992	螺旋翅片管箱组装技术条件	单独起草	
JB/T6512-1992	锅炉用高频电阻焊螺旋翅片管制造技术条件	单独起草	由企标修改
JB/T7603-1994	烟道式余热锅炉设计导则	参与起草	
JB/T8953.3-1999	燃气-蒸汽联合循环设备采购余热锅炉	单独起草	
JB/T10249-2001	垃圾焚烧锅炉技术条件	单独起草	
HBC33-2004	环境保护产品认定技术要求生活垃圾焚烧炉	单独起草	
GB/T17719-2009	工业锅炉及火焰加热烟气余热资源量计算方法与利用导则	主持修订	

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

目前公司由 10000t/d 水泥窑余热锅炉、矿热余热锅炉、硅冶炼余热锅炉等新兴余热锅炉产品正在研发过程中。

余热锅炉是能源合同管理（EMC）领域主要的使用设备之一。合同能源管理流程较为复杂，整个流程涉及到设备供应商、工程公司、设计公司、金融机构、保险机构、租赁公司等多方面。公司旗下西子联合工程公司作为进行 EMC 业务的主体，其具备设计、施工能力，依托公司余热锅炉设备供给，能够使公司余热锅炉业务的下游产业链的到充分的拓展，而且将设备、设计、施工等各方面综合在一起将更加有利于公司 EMC 业务的发展。

图表 28：EMC 业务流程



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

EMC 作为节能减排措施中重要的实现途径，“十二五”期间将得到长足的发展。由于业务流程涉及到的相关方较多，在资金回笼、担保等方面也存在较多的障碍。政府对 EMC 行业进行相关的政策配套和资金扶持，将对 EMC 行业的发展产生巨大的促进作用。随着 EMC 相关政策出台，以及相关资金配套政策下放落实，公司 EMC 业务也将会有明显增长。

图表 29：《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》摘要

涉及方面	政策内容
资金支持	加大资金扶持力度，国家中央财政安排专项资金对 EMC 公司进行奖励，鼓励有条件的地方政府安排配套资金
税收优惠	暂免征收营业税 暂免征收节能分享期结束后资产转移环节的增值税 按 EMC 项目前三年免征所得税，后三年所得税减半征收
会计制度	签订 EMC 合同的用能企业可将 EMC 服务支出按照能源费用或者进行资本化入账，计算当期所得税时不再区分服务费用和资产价款均予以扣除
金融支持	改善金融服务，创新信贷产品，拓宽担保范围，EMC 服务公司实施 EMC 项目的固定资产可向银行申请抵押贷款

数据来源：中邮证券研发部

四、募投项目助力公司产品与业务拓展

公司本次公开发行人民币普通股不超过 4100 万股，拟募集资金超过 42249 万元，募集资金主要投向公司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，以及增资浙江西子联合工程有限公司。

图表 30：公司募投项目

项目名称	总投资	拟用募集资金投入	建设期
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	34125	34125	3 年
增资浙江西子联合工程有限公司	12000	8124	-

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

（一）重型装备生产基地项目

本项目新建的联合生产厂房主要承担以核电设备配套辅机、垃圾焚烧炉、IGCC 气化炉、煤化工等大型压力容器产品、余热锅炉汽包等产品的制造和总装工作，以及 9F、9E 级燃气轮机余热锅炉模块组装工作。项目达产后预计可实现销售收入 124597 万元，利润总额 17512 万元，投资回收期（税后）5.2 年，内部收益率（税后）29.2%。

（二）电力系统动态监控系统升级项目

西子联合工程是一家致力于节能减排业务，以能源综合利用、电力开发、环保、绿色建筑等技术为核心，并以工程总承包为龙头的国家级高新技术企业。西子联合工程业务范围为承担国内外热电项目，钢铁、冶炼、水泥、剥离、是会、石化等行业的余热发电，蒸汽-燃气联合循环发电，废水处理的污泥处理处置，垃圾与生物质发电，煤矸石综合利用发电等项目的项目咨询、工程设计和工程总承包。

西子联合工程产品包括钢铁厂烧结项目余热、铁合金项目余热、干熄焦项目余热、玻璃窑项目余热、石灰窑项目余热、水泥窑项目余热等各种生产过程中的余热利用项目，城市废水处理、污泥处理处置工程，城市垃圾处理和资源化工程、生物质发电工程等实施 EPC（Engineer, Procure, Construct）总承包为主、合同能源管理（EMC）方式为辅进行投资建设。

西子联合工程的主要客户为钢铁企业，受外部经济环境及工程进度和工程不可预测因素的影响，企业工程应收款回收较慢。虽然资金压力部分可以转移给公司下游企业，但企业后期应收款及占用资金较多，营运资金需求量较大。

此次增资 12000 万元，主要用于增加余热发电工程项目的前期预备投入款项和对公司合同能源管理余热发电项目投资。

五、预测与估值

公司目前是国内输变电二次设备生产的龙头企业，在技术和市场方面拥有较强的优势。受益于我国电网建设投资加大，以及未来“坚强智能电网”建设，公司将充分享受到电力行业方面的市场容量增长所带来的业绩增长。另外，公司正在积极开拓公司产品在电力行业之外的应用市场，凭借公司雄厚的技术实力，未来电力行业以外的市场将会迅速发展，公司未来前景看好。

图表 31：公司盈利预测明细

产品	项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
工业锅炉	销售收入（百万元）	89.03	124.13	186.19	242.05	314.66
	yoy (%)	-56.85%	39.43%	50.00%	30%	30%
	销售利润（百万元）	-5.88	28.74	36.31	47.20	61.36
	yoy (%)	-118.25%	-588.66%	26.31%	30.00%	30.00%
	毛利率 (%)	-6.61%	23.16%	19.50%	19.50%	19.50%
	yoy (%)	-142.29%	-450.48%	-15.79%	0.00%	0.00%
余热锅炉	销售收入（百万元）	1362.41	1670.20	1920.73	2170.43	2495.99
	yoy (%)	21.19%	22.59%	15.00%	13.00%	15.00%
	销售利润（百万元）	189.72	397.97	441.77	520.90	599.04
	yoy (%)	-20.85%	109.77%	11.00%	17.91%	15.00%
	毛利率 (%)	13.93%	23.83%	23.00%	24.00%	24.00%
	yoy (%)	-35%	71%	-3%	4%	0%
电站锅炉	销售收入（百万元）	358.26	360.00	392.40	427.72	466.21
	yoy (%)	110.12%	0.49%	9.00%	9.00%	9.00%
	销售利润（百万元）	-5.08	67.21	62.78	68.44	74.59
	yoy (%)	-113.95%	-1423.93%	-6.58%	9.00%	9.00%
	毛利率 (%)	-1.42%	18.67%	16.00%	16.00%	16.00%
	yoy (%)	-106.64%	-1417.51%	-14.29%	0.00%	0.00%
电站辅机	销售收入（百万元）	150.17	72.02	216.05	324.08	486.12
	yoy (%)	-56.38%	-52.04%	200.00%	50.00%	50.00%
	销售利润（百万元）	11.86	6.92	18.36	27.55	41.32
	yoy (%)	-14.73%	-41.64%	165.34%	50.00%	50.00%
	毛利率 (%)	7.90%	9.61%	8.50%	8.50%	8.50%
	yoy (%)	95.48%	21.70%	-11.55%	0.00%	0.00%
部件	销售收入（百万元）	343.31	192.88	106.08	122.00	140.29
	yoy (%)	113.05%	-3.00%	-45.00%	15.00%	15.00%
	销售利润（百万元）	60.12	56.54	28.64	32.94	37.88
	yoy (%)	49.01%	-5.96%	-49.34%	15.00%	15.00%
	毛利率 (%)	17.51%	29.31%	27%	27%	27%
	yoy (%)	-30.06%	67.39%	-7.89%	0.00%	0.00%
总包	销售收入（百万元）	99.84	290.75	494.28	642.56	835.33
	yoy (%)	-	-3.00%	70.00%	30.00%	30.00%
	销售利润（百万元）	10.28	75.32	128.51	167.07	217.19
	yoy (%)	-	632.37%	70.62%	30.00%	30.00%
	毛利率 (%)	10.30%	25.91%	26%	26%	26%
	yoy (%)	-	151.48%	0.37%	0.00%	0.00%
其他	销售收入（百万元）	210.57	131.93	145.12	159.63	175.60
	yoy (%)	-16.17%	-3.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	销售利润（百万元）	61.85	41.07	29.02	31.93	35.12
	yoy (%)	-3.58%	-33.60%	-29.34%	10.00%	10.00%
	毛利率 (%)	29.37%	31.13%	20%	20%	20%
	yoy (%)	15.01%	5.99%	-35.76%	0.00%	0.00%
合计	销售收入（百万元）	2613.57	2841.90	3460.85	4088.46	4914.20
	yoy (%)	15.77%	8.74%	21.78%	18.13%	20.20%
	销售利润（百万元）	322.88	673.77	745.40	896.01	1066.49
	yoy (%)	-24.34%	108.68%	10.63%	20.21%	19.03%
	毛利率 (%)	12.35%	23.71%	21.54%	21.92%	21.70%
	yoy (%)	-34.64%	91.91%	-9.15%	1.75%	-0.97%

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

图表 32：公司盈利预测

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2841.90	3460.85	4088.46	4914.20
增速 (%)	8.74%	21.78%	18.13%	20.20%
毛利率 (%)	23.71%	21.54%	21.92%	21.70%
减：营业成本	2168.13	2715.45	3192.44	3847.70
营业税金及附加	12.04	20.77	24.53	29.49
营业费用	55.36	79.60	94.03	113.03
管理费用	187.88	207.65	245.31	294.85
财务费用	-4.31	-1.73	-2.04	-2.46
利润总额	378.14	411.51	500.30	589.45
增速 (%)	115.53%	8.82%	21.58%	17.82%
所得税	56.27	59.67	72.54	85.47
归属母公司净利润	230.64	273.73	332.79	392.09
增速 (%)	134.22%	18.68%	21.58%	17.82%
摊薄 EPS (元/股)	0.6415	0.7614	0.9257	1.0906
增速 (%)	134.22%	18.68%	21.58%	17.82%
PE	40.53	34.15	28.09	23.84

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的摊薄每股收益为 0.7614 元、0.9257 元和 1.0906 元。按照公司目前发行价 26 元，对应 2010 年动态市盈率分别为 34.15 倍、28.09 倍和 23.84 倍。

图表 33：类似公司相关信息

公司名称	代码	股价 (元)	2011EPS	2011PE	2009 业绩增 速 (%)	2009 毛利率 (%)
海陆重工	002255	42.99	1.42	30.27	30.13%	23.91%
华光股份	600475	23.71	0.78	30.40	-7.09%	17.63%
东方电气	600875	34.15	1.46	23.39	16.58%	17.19%
上海电气	601727	8.08	0.26	31.08	-2.15%	16.47%
平均		27.23	0.98	28.78	9.37%	18.80%
杭锅股份	002534	26	0.93	28.09	8.74%	23.71%

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

在目前的 A 股市场中，我们选取海陆重工、华光股份、东方电气和上海电气与公司进行对比。2011 年平均市盈率为 28.78 倍。考虑到公司 2011 年与 2012 年 EPS 增速在 21.58%和 17.82%的水平，以及公司在余热锅炉方面的优势，建议给予公司 2011 年 EPS 20-23 倍的市盈率，对应公司合理股价应在 18.51-23.14 元。

六、风险提示

市场竞争风险：余热锅炉作为节能环保产品中重要的一个分支，受益我国对节能环保方面的重视程度日益提高，其市场容量以及社会关注度逐渐提高。传统锅炉行业中的部分生产企业有可能逐步进入余热锅炉生产领域。根据《2009 中国工业锅炉行业年鉴》统计，截至 2008 年，我国锅炉生产企业共有 1205 家，潜在进入余热锅炉生产领域的数量较大，如果大量的企业受行业发展吸引进入到该领域，将直接导致行业竞争加剧，影响公司行业地位和盈利能力。

相关行业依赖风险：公司主营产品余热锅炉主要应用于电力、钢铁、有色金属、焦化、建材、化工等能耗较高、环境污染相对严重的行业。近年来，我国上述行业发展较快，新建、改建和扩建项目增多，为公司业务发展提供了广阔的市场。随着我国经济结构调整，高能耗行业增长速度将会趋缓，公司行业依赖程度较高，有可能受到影响。

原材料价格风险：公司产品的主要原材料为各种钢板、钢管、型钢等，由于公司产品交货周期可达 3-24 个月，如果公司所需原材料在交货期间发生较大的价格波动，公司将面临成本上升利润下降的风险。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。