

## 公司研究

机械行业

评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号  
院 1 号楼 6 层

分析师：张冬峰

投资咨询执业证书编号：

S1500510120002

010-63081260

zhangdongfeng@cindasc.com

联系人：左志方

010-63081269

zuozhifang@cindasc.com

最新价： 29.89 元

## 杭锅股份(002534): EMC 引领公司高速增长

公司深度报告

2011 年 03 月 02 日

## 投资要点：

- ◆ 节能减排的政策压力较大，余热利用技术成熟。2006 年以来，我国政府出台了多项措施，力推节能减排。钢铁、电力、建材等高耗能行业被列入重点控制对象；借力政策东风，我国余热锅炉发展步入了黄金增长时期。
- ◆ 国内余热锅炉市场空间广阔。初步估计，钢铁行业余热锅炉每年市场额度在 10 亿元左右，其中烧结机余热锅炉市场空间最大；现有新型干法水泥生产线的余热锅炉市场空间每年约 5 亿元；燃气轮机余热锅炉市场规模每年约 8 亿元。
- ◆ 随着垃圾焚烧技术的逐渐成熟，大量的垃圾焚烧厂建设是必然趋势。垃圾焚烧炉的市场空间每年约为 6.7 亿元。
- ◆ 合同能源管理（EMC）在国内刚刚起步，随着配套政策的逐步出台，EMC 在国内将获得跨越式发展。EMC 业务是公司未来增长的主导力量，保守估计年均增速在 40% 左右。
- ◆ 参考同类公司的估值水平以及考虑搬迁补贴，公司的合理价格为 38 元。给予公司“买入”评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	2841.90	3317.73	4595.00	5155.30
(+/-)	8.74%	16.74%	38.50%	12.19%
净利润	230.64	335.60	469.82	531.45
(+/-)	134.22%	45.51%	40.00%	13.12%
每股收益(元)	0.64	0.84	1.17	1.33
PE	0.00	35.49	25.35	22.41

## 目录

一、余热锅炉行业龙头，收入增长稳定.....	3
二、余热行业前景分析.....	4
1、节能降耗是大势所趋.....	4
2、余热利用技术成熟.....	4
三、余热锅炉市场空间预测.....	5
1、钢铁行业.....	5
2、建材行业.....	5
3、天燃气发电行业.....	6
四、工业锅炉之——垃圾焚烧炉市场潜力巨大.....	6
五、2012 年核电设备交货高峰.....	6
六、合同能源管理快速增长.....	7
七、公司价值估计.....	8
附录：财务预测表.....	9

## 图表目录

图 1：营业收入和净利润（百万元）.....	3
图 2：2010 年上半年收入构成.....	3
图 3：综合毛利率和净利润率 %.....	3
图 4：分产品毛利率 %.....	3
图 5：我国余热锅炉行业发展状况.....	5

## 表格目录

表 1：2006-2010 年主要节能规划.....	4
表 2：中央和地方直接支持 EMC 的部分政策 .....	7

## 一、余热锅炉行业龙头，收入增长稳定

公司主营业务为各类余热锅炉、电站锅炉、工业锅炉、核电设备和电站辅机，以及工程总包，产品覆盖钢铁、电力、建材等多个高耗能行业，是国内规模最大、品种最全的余热锅炉制造企业，2008年市场占有率34%（按蒸吨计算）。

2007年以来，公司主营业务平稳增长，年复合增长率达10%。2010年业绩快报显示，公司营业收入33.18亿元，同比增长16.76%，净利润3.36亿元，同比增长45.50%。

图1：营业收入和净利润（百万元）

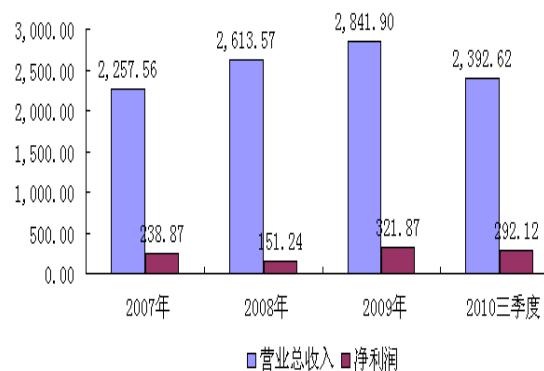
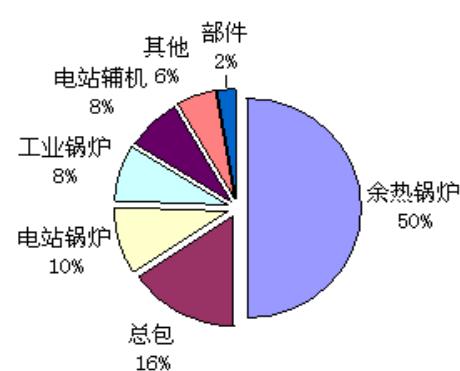


图2：2010年上半年收入构成



数据来源：公司公告，信达证券研究开发中心

2010年第三季度，公司综合毛利率出现小幅下降，而净利润率小幅上升，主要原因是电站锅炉、工业锅炉和电站辅机的毛利率下降导致，而公司主要产品：余热锅炉和工程总包项目的毛利率有所上升，因此公司综合毛利率下降可能只是暂时现象。同时，随着公司规模扩大，管理效率的提高，销售净利润率还有提高的空间。

图3：综合毛利率和净利润率 %

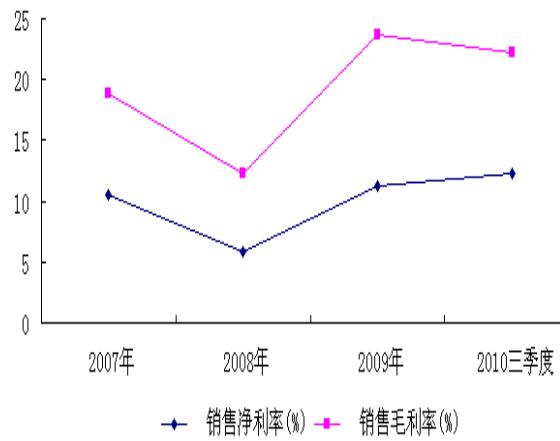
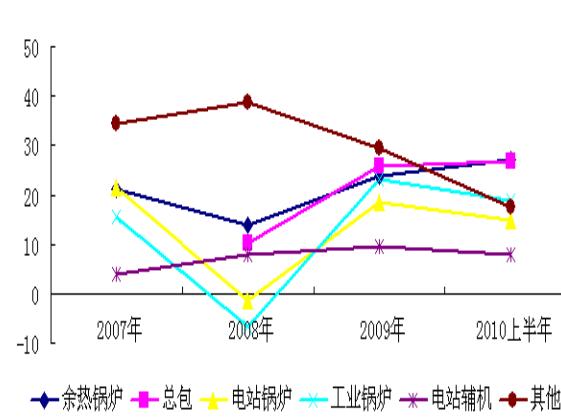


图4：分产品毛利率 %



数据来源：公司公告，信达证券研究开发中心

## 二、余热行业前景分析

### 1、节能降耗是大势所趋

在全球化石能源逐渐减少、资源价格不断攀升的大背景下，开发新能源、降低现有能源消耗的“开源节流”方式是保障全球经济可持续发展重要措施，中国作为全球能源消耗大国，又处在经济的高速发展阶段，节能减排的任务非常紧迫。虽然“十一五”期间，我国万元GDP能耗降低了10%，完成了预定的目标；但是，与发达国家相比，我国单位GDP能耗是日本、美国的4倍左右，节能减排的潜力巨大。鉴于此，我国政府出台了多项措施，力推节能减排。钢铁、电力、建材等高耗能行业被列入重点控制对象。

表1：2006-2010年主要节能规划

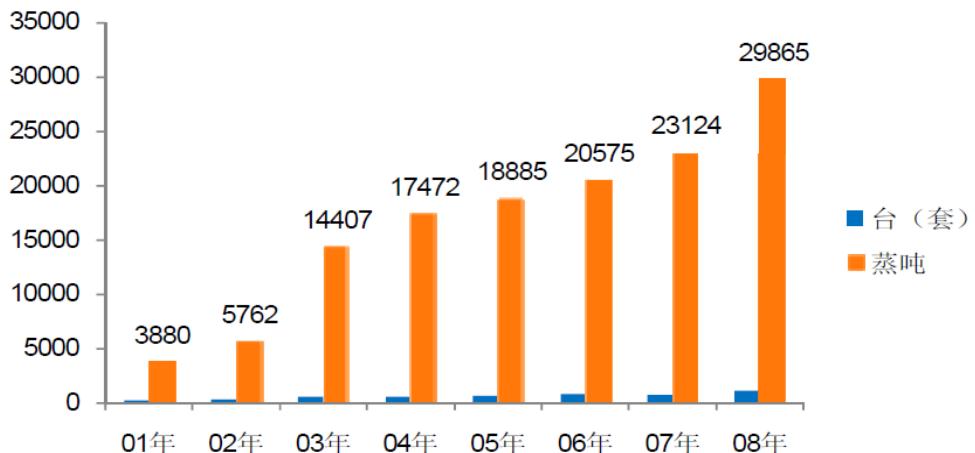
时间	节能规划
2006年7月	《“十一五”十大重点节能工程实施意见》
2006年10月	《水泥工业发展专项规划》
2009年12月	《钢铁企业烧结余热发电技术推广实施方案》
2010年1月	《钢铁企业和焦化企业干熄焦技术推广实施方案》
2010年4月	《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》
2010年3月	《中央企业节能减排监督管理暂行办法》
2010年6月	《关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见》
2010年5月	《关于钢铁工业节能减排的指导意见》

资料来源：相关资料，信达证券研究开发中心

### 2、余热利用技术成熟

多渠道节能降耗，余热利用技术相对成熟。余热利用技术在上个世纪80年代的日本已经非常成熟，而我国从70年代开始引进技术，经过吸收消化、自主创新，到上个世纪90年代，已经掌握了部分核心技术，本世纪第一个十年是我国余热锅炉发展的黄金时期。我国生产的余热锅炉主要有燃气轮机余热锅炉、氧气转炉余热锅炉、高炉煤气余热锅炉、干熄焦余热锅炉、焦炉煤气余热锅炉、烧结机余热锅炉、水泥窑余热锅炉、硫酸窑余热锅炉、玻璃窑余热锅炉、有色冶炼余热锅炉等等。2008年，我国共生产余热锅炉1146台，合计29865蒸吨，基本实现了对国外产品的进口替代，甚至部分产品具备国际先进技术，已经开始进入国际市场。由于我国余热锅炉产品的高性价比，国际市场上，特别是中东、东南亚地区的余热锅炉市场，主要是中国和韩国企业进行竞争，我国企业在国际市场已经具备很强的竞争力，未来出口市场前景看好。

图 5: 我国余热锅炉行业发展状况



数据来源: 公司招股说明书, 信达证券研究开发中心

### 三、余热锅炉市场空间预测

#### 1、钢铁行业

钢铁行业余热利用主要设备之一是烧结余热发电, 公司在烧结余热发电锅炉方面技术全国领先, 市场占有率达到最高。能够生产 75~660m<sup>2</sup> 烧结机余热锅炉。国内第一台烧结机余热发电系统是马钢 2004 年自日本引进, 国内自主生产的设备是 2007 年。目前, 我国现有烧结机 500 台左右, 烧结面积 38590 平米。其中, 2009 年以前已建成 10 套烧结余热发电设备, 涉及烧结机 19 台, 烧结机面积 4849 平米。2009 年底, 工信部发布《钢铁企业烧结余热发电技术推广实施方案》中提出, 2010~2012 年, 总投资 51.9 亿元, 实施涉及 82 台烧结机的余热发电项目, 烧结机面积 17604 平米。初步估算, 在目前的钢铁产能情况下, 2010 年之后可以进行余热发电的烧结机面积为 33741 平米, 接近 100 亿元的投资额, 按照余热锅炉占总投资 10%~15% 的比重计算, 我国烧结机余热发电锅炉市场总量在 10~15 亿元之间。假设三年内完成现有烧结机余热锅炉的配备, 每年的市场总额度在 4 亿元左右。

除了烧结机余热锅炉之外, 还有其他节能设备, 包括干熄焦余热锅炉、高炉煤气余热锅炉、转炉烟气余热锅炉等, 综合估算, 钢铁行业余热锅炉市场每年市场额度在 10 亿元左右。

#### 2、建材行业

建材行业余热锅炉需求最大的水泥窑余热锅炉。2009 年, 全国新型干法熟料生产线 1113 条, 产能 9.6 亿吨, 2010 年新型干法熟料产能为 12 亿吨左右。根据国家相关政策要求, 2010 年新型干法水泥生产线配备的纯低温余热电站比率将达到 40%。假设“十二五”期间, 新型干法水泥的产能以 10% 的增速提高, 则 2011 年新增新型干法水泥产能 1.2 亿吨左右。如果新型干法水泥生产线全部配备余热

发电设备，则 2011 年的水泥余热锅炉市场规模在 5 亿元左右，而且以 10% 的增速提高。考虑到现有水泥生产线余热发电站配比不足 40%，则未来水泥窑余热锅炉的市场空间巨大。按照配比 80% 粗略估算，现有新型干法水泥生产线的余热锅炉市场空间为 22 亿元。

建材行业中，平板玻璃、建筑陶瓷、化学建材等都是高耗能行业，随着余热发电技术的推广，建材行业余热锅炉市场前景良好。

### 3、天燃气发电行业

**燃气轮机余热锅炉：**2010 年，我国天然气表观消费量为 1072 亿立方米，全年产量 950 亿立方米，净进口 122 亿立方米。根据规划，如果 2015 年我国天然气消费量定在 2600 亿立方米，则未来 5 年年均增速为 25%。但是，我国能源生产和消费地区的不平衡，需要建设全国性的天然气输送管道。其中，西气东输一线已经建成，全长约 4000 公里，年供气能力 120 亿立方米；二线正在建设，全长约 4661 公里，目标供气能力是 300 亿立方米；川气东送已经运行，全长 1702 公里，年供气能力 120 亿立方米。按照浙江半山天然气发电厂的效率计算，每年耗气 8 亿立方米，发电 40 亿千瓦时，发电效率一般在 5 千瓦时/立方米。

2009 年，我国天然气发电装机容量约为 2500 万千瓦，按照天然气每天发电 18 小时，每年 360 天，发电效率 5 千瓦时/立方米计算，2009 年，我国天然气用来发电约为 324 亿立方米。按照我国天然气发电的初步规划，“十二五”末，天然气发电装机容量将达到 4000 万千瓦，2020 年达到 6000 万千瓦。假设现有天然气发电机组全部安装了余热锅炉，则未来 5 年，天然气发电将增加 194 亿立方米。其中，年消耗量 4 亿立方米天然气发电机组的燃气轮机余热锅炉的市场价格约 1 亿元。未来 5 年，燃气轮机余热锅炉市场规模在 39 亿元，每年的市场空间约 8 亿元。

## 四、工业锅炉之——垃圾焚烧炉市场潜力巨大

垃圾处理技术主要包括填埋、焚烧、堆肥和综合处理几种。在人口密度较大的欧洲国家，焚烧处理平均占比 20% 左右，地广人稀的美国，焚烧比率也在 10% 左右。我国焚烧占比约为 16%，填埋还是我国垃圾处理的主要方式。随着我国城镇化进程的加快，大城市、发达城市的垃圾增量在迅速增加，而土地资源的稀缺是填埋方式的成本在急剧攀升，垃圾处理能力大幅下降。

另外一方面，随着垃圾焚烧技术的逐渐成熟，大量的垃圾焚烧厂建设是必然趋势。未来十年，我国城镇化建设将以每年 1% 的速度推进，大致可以推算 2011 年我国新增垃圾处理量为 6 万吨/日，如果垃圾焚烧占比达到 25%，则垃圾焚烧炉的市场空间约为 6.7 亿元。

## 五、2012 年核电设备交货高峰

根据《核电中长期发展规划》，到 2020 年，我国核电总装机容量达到 4000

万千瓦。但是，截至到 2010 年年底，国务院已经核准 34 台核电机组，装机容量为 3692 万千瓦，其中在建机组 25 台，2773 万千瓦。因此，我国核电装机容量长期规划有可能修改，进而提高核电的建设规模。

按照目前的核电建设进度，2014 年是核电装机增量的高峰期，而设备交货将在 2012 年达到高峰，因此，近两年是核电设备的景气高峰。但是，随着第三代核电技术的成熟，“十三五”期间，核电会迎来另一个装机高峰。

## 六、合同能源管理快速增长

由于余热锅炉是非标准化产品，不同的项目对余热锅炉的需求差异较大，而余热锅炉直接影响到节能的效果，是余热发电项目中的核心设备之一，公司充分利用在余热锅炉行业的技术和制造优势，进行盈利模式的转型。工程总承包和合同能源管理（EMC）是公司从设备制造到提供服务的发展模式转型之路。

EMC 起始于 20 世纪 70 年代发达国家的节能项目，是资本与技术成功结合的典型案例。从国际运营方式来看，EMC 主要有三种模式：节能收益分享型（Shared savings）、节能量保证型（Guaranteed savings）、能源费用托管型（Chaffage），三种模式各有特色。目前，公司控股的西子联合工程公司进行的 EMC 主要是节能收益分享型。节能收益分享型的主要盈利方式是由节能服务公司直接出资和技术，并提供设备，负责企业的节能项目，与企业签订节能合同，通过降低企业的能耗实现节能收益，当合同到期后，将设备无偿转让给企业。目前，EMC 一般能够在 3 年左右收回成本，6 年左右实现预期收益，对于 EMC 运营公司能够带来可观的收益。近几年，在节能减排压力和政策推动下，合同能源管理获得较快的发展，但是总体而言还处于起步阶段。2008 年以来，政府出台了多项政策支持 EMC 在国内的发展。

表 2：中央和地方直接支持 EMC 的部分政策

时间	中央层面
2008 年 4 月	《节约能源法》
2008 年 8 月	《公共机构节能条例》
2009 年 6 月	《中国应对气候变化国家方案》
2010 年 4 月	《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》
2010 年 5 月	《合同能源管理技术通则》通过审查
地方层面	
2008 年 5 月	《福建省合同能源管理专项资金使用管理暂行办法》
2008 年 9 月	《上海市合同能源管理项目专项扶持实施办法》
2009 年 6 月	《武汉市合同能源管理项目支持办法》
2009 年 6 月	《北京市合同能源管理项目支持办法（试行）》

资料来源：相关资料，信达证券研究开发中心

公司通过控股子公司西子联合工程进行工程总承包业务，重点在钢铁、建材、

冶金等行业开展业务,2005-2009年取得了实质性的进展,先后完成了25个项目,在行业内树立了较好的口碑,例如邯郸钢铁2\*360m<sup>3</sup>烧结环冷机余热发电项目、柬埔寨KCC水泥窑余热发电项目,实现了公司营业收入和利润的大幅度增长,为公司发展转型提供了充足的经验。在EMC国内市场刚刚开启,竞争格局还未成型的背景下,我们认为公司EMC将会保持较快的成长速度。

EMC业务需要节能服务公司提供资金,公司募投项目之一是增资浙江西子联合工程有限公司8124万元,此次增资完成后,西子联合公司工程注册资本将达到1.7亿元,通过杠杆化运作,西子联合工程能够承接更多EMC项目。据公司保守估计,西子联合工程2011年可实现营业收入7.4亿元,净利润6200万元;2012年预期营业收入9.6亿元,净利润7600万元。

## 七、公司价值估计

公司2010年底在手合同总额44.69亿元,其中总包合同7亿元,设备合同37.69亿元。考虑到公司继续承接合同的可能性,假设2011年公司营业收入45.95亿元,其中总包合同7亿元,按照10%的销售净利润率计算:销售设备贡献利润3.89亿元,总包合同贡献利润0.7亿元。

参考同类公司的估值水平,余热设备制造2011年30倍PE,合同能源管理2011年40倍PE。公司主营业务贡献的市场估值为144.7亿元;另外,公司老厂区搬迁工作正在进行,参考杭氧股份的搬迁补贴标准,公司获得政府的搬迁补贴在7亿元左右。综合测算,公司的合理价格为38元。给予公司“买入”评级。

## 附录：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	2647.21	2847.14	6431.16	4144.09
现金	714.87	898.51	2724.88	1637.62
应收账款	788.64	770.74	1441.50	1010.67
其它应收款	55.06	42.15	97.84	56.16
预付账款	232.34	153.84	515.75	212.00
存货	709.37	865.85	1407.53	1074.21
其他	146.94	116.05	243.66	153.43
<b>非流动资产</b>	836.70	865.36	1104.44	1155.37
长期投资	5.75	5.75	5.75	5.75
固定资产	315.78	428.01	581.39	632.13
无形资产	244.96	267.57	360.58	390.18
其他	270.22	164.03	156.73	127.31
<b>资产总计</b>	3483.91	3712.50	7535.60	5299.46
<b>流动负债</b>	2277.97	1096.55	4443.25	1714.49
短期借款	7.35	77.45	71.60	52.13
应付账款	835.36	244.32	1560.91	484.18
其他	1435.27	774.79	2810.74	1178.18
<b>非流动负债</b>	89.96	101.54	91.54	83.30
长期借款	40.00	33.20	33.04	24.37
其他	49.96	68.33	58.50	58.93
<b>负债合计</b>	2367.93	1198.09	4534.79	1797.79
少数股东权益	219.34	288.08	384.31	493.16
归属母公司股东权益合计	896.64	2226.33	2616.49	3008.51
<b>负债和股东权益</b>	3483.91	3712.50	7535.60	5299.46

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	372.71	-781.74	2178.70	-846.22
净利润	321.87	404.33	566.05	640.30
折旧摊销	29.63	51.16	73.36	85.37
财务费用	-4.31	-0.97	-47.65	-59.79
投资损失	2.63	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	41.94	-1253.66	1592.69	-1509.62
其它	-19.05	17.40	-5.76	-2.47
<b>投资活动现金流</b>	-123.10	-97.21	-306.68	-133.83
资本支出	138.13	27.68	243.15	48.54
长期投资	38.50	0.00	0.00	0.00
其他	53.53	-69.53	-63.53	-85.29

筹资活动现金流	-129.99	1062.59	-45.65	-107.22
短期借款	-122.65	70.10	-5.85	-19.47
长期借款	10.00	-6.80	-0.17	-8.67
其他	-17.33	999.28	-39.64	-79.08
<b>现金净增加额</b>	<b>119.62</b>	<b>183.64</b>	<b>1826.37</b>	<b>-1087.26</b>

会计年度	单位: 百万元			
	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	2841.90	3317.73	4595.00	5155.30
营业成本	2168.13	2591.05	3542.85	3974.87
营业税金及附加	12.04	13.27	19.30	21.65
营业费用	55.36	64.70	91.90	103.11
管理费用	187.88	218.97	303.27	340.25
财务费用	-4.31	-0.97	-47.65	-59.79
资产减值损失	46.39	19.24	26.65	29.90
公允价值变动收益	1.54	0.00	0.00	0.51
投资净收益	-2.63	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	375.31	411.46	658.68	745.83
营业外收入	5.35	60.00	0.00	0.00
营业外支出	2.52	4.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	378.14	467.46	658.68	745.83
所得税	56.27	63.13	92.62	105.53
<b>净利润</b>	321.87	404.33	566.05	640.30
少数股东损益	91.23	68.74	96.23	108.85
<b>归属母公司净利润</b>	230.64	335.60	469.82	531.45
EBITDA	389.41	499.40	684.39	771.41
EPS (元)	0.64	0.84	1.17	1.33

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

## 免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

## 信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102