

公司研究/动态点评

2017年02月24日

电力设备与新能源/电力设备 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 12.6  
合理价格区间(元): 16.00~17.00

**何昕** 执业证书编号: S0570515050001  
研究员 010-56793937  
hexin6573@htsc.com

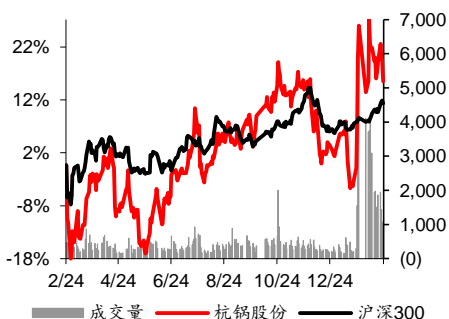
**李轶奇** 执业证书编号: S0570516080002  
研究员 021-28972087  
liyiqi@htsc.com

**丁宁** 010-56793941  
联系人 dingning2@htsc.com

相关研究

- 1 《杭锅股份(002534):业绩回升如期到来, 全年利润高增长》2016.08
- 2 《杭锅股份(002534):资产减值回归常态, 二季度利润全面回升》2016.04
- 3 《杭锅股份(002534):锅炉龙头换新容, 务实主业拓展新亮点》2016.03

股价走势图



资料来源: Wind

## 业绩回升, 推进智能制造产业园

### 杭锅股份(002534)

#### 净利润同比增长 219.8%, 推进智能制造产业园项目

2016年公司实现营业收入与净利润分别为27.01亿元和1.85亿元, 同比增长3.01%、219.8%, 每股盈利约为0.31元符合我们预期。同时, 公司计划建设西子智慧产业园项目, 最终形成以智能研发、智能制造为主的智慧园区, 预计建成后面积约为24万方。

#### 资产减值大幅回落, 毛利率回升

前期, 公司从事钢贸业务所导致的资产减值计提一直是拖累公司业绩的主要因素, 15年公司对于多笔钢贸坏账进行了一次性计提, 15前三季度资产减值计提曾高达4.30亿元。而从今年情况来看, 16年全年计提约1.67亿元。同时, 公司对于原有钢贸业务的规模缩减工作也已经基本完成, 未来导致大额资产减值可能性已大幅减少。除此之外, 从公司已披露的16年1-3季度毛利率情况来看, 随着公司高端产品销售占比的增加以及成本控制能力的加强, 预计16年全年公司毛利率水平也有望有所回升。

#### 智慧产业园项目推进中

此次公司计划建设的西子智慧产业园, 将以高层研发办公楼、生产楼为主, 规模约为24万方。公司已委托新华园房产集团对该园区所在地块进行开发、建设, 该项目建成后可为公司带来长期、稳定的收入与利润。

#### 新政策加快光热项目开工脚步, 公司为局部系统集成商

近期, 国家能源局下发《通知》要求第一批示范项目业主方上报项目进度, 同时要求未来按季度上报施工进度, 该《通知》的实施有望加快业主方项目开工的步伐, 公司作为塔式光热发电项目吸热、换热设备与工程的领军企业之一, 在2017年将直接受益于示范项目的全面开工。

#### 注重海外市场机遇, 借力“一带一路”

作为国内余热锅炉龙头企业, 近年来公司借助国家“一带一路”政策红利, 持续加码在海外市场的拓展力度与业务布局, 16H1公司海外市场新签订金额约为8.61亿元, 同比增长78.5%, 已连续两年保持高速增长; 同时, 公司海外业务收入占比已经接近30%。

#### 维持公司“买入”评级

按公司现有股本计算, 预计公司2016-2018年净利润水平分别为1.86亿元、2.56亿元和3.57亿元, 每股盈利分别为0.31元、0.43元和0.59元, 对应市盈率分别为41倍、30倍和21倍。维持公司“买入”评级, 公司目标价区间为16.00-17.00元。

风险提示: 第一批示范项目招标、项目建设进度不达预期; 公司海外新接订单规模下滑。

公司基本资料

总股本(百万股)	617.03
流通A股(百万股)	592.94
52周内股价区间(元)	9.06-16.95
总市值(百万元)	7,775
总资产(百万元)	7,526
每股净资产(元)	4.16

资料来源: 公司公告

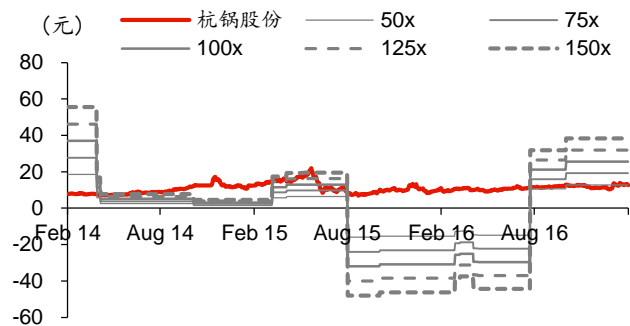
经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,133	2,620	2,711	3,306	3,840
+/-%	(47.28)	(16.38)	3.50	21.92	16.18
净利润(百万元)	105.13	(154.94)	185.24	255.53	357.41
+/-%	1.93	(319.33)	19.56	37.95	39.87
EPS(元)	0.18	(0.39)	0.31	0.43	0.59
PE(倍)	107.16	(48.86)	40.86	29.62	21.18

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**PE/PB - Bands**

**图表1: 杭锅股份历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表2: 杭锅股份历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4,935	4,723	4,647	4,794	4,936
现金	690.68	450.65	350.00	400.00	450.00
应收账款	1,678	1,430	1,469	935.29	917.54
其他应收账款	260.87	246.17	353.39	386.52	427.42
预付账款	518.56	329.11	378.19	438.34	525.54
存货	748.16	726.82	731.64	1,149	1,026
其他流动资产	1,039	1,540	1,365	1,485	1,590
非流动资产	1,990	2,339	2,994	3,605	4,225
长期投资	331.24	64.05	153.12	123.43	133.32
固定投资	1,098	1,055	1,824	2,524	3,180
无形资产	297.17	290.99	285.55	279.31	273.97
其他非流动资产	264.44	928.87	731.50	678.61	637.64
资产总计	6,925	7,062	7,641	8,399	9,161
流动负债	2,782	3,252	3,882	4,319	4,810
短期借款	100.20	100.00	1,252	982.38	885.10
应付账款	1,232	1,493	1,036	1,460	1,781
其他流动负债	1,449	1,660	1,594	1,876	2,144
非流动负债	1,036	996.83	790.52	894.83	872.84
长期借款	115.39	96.70	96.70	96.70	96.70
其他非流动负债	920.11	900.13	693.82	798.13	776.13
负债合计	3,817	4,249	4,672	5,214	5,683
少数股东权益	460.95	370.01	378.49	428.07	451.90
股本	400.52	400.52	600.78	600.78	600.78
资本公积	1,039	1,046	845.81	845.81	845.81
留存公积	1,181	965.70	1,142	1,307	1,574
归属母公司股	2,647	2,443	2,588	2,756	3,025
负债和股东权益	6,925	7,062	7,639	8,397	9,159

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	416.33	384.66	(631.72)	1,237	1,123
净利润	0.00	(201.54)	193.72	305.12	381.24
折旧摊销	96.69	99.16	122.98	186.38	252.05
财务费用	6.78	10.05	12.70	33.53	32.43
投资损失	(8.34)	(13.49)	(5.00)	(5.00)	(10.00)
营运资金变动	16.02	55.29	(364.05)	535.04	392.71
其他经营现金	305.17	435.18	(592.06)	181.97	74.54
投资活动现金	(395.27)	(611.71)	(516.83)	(792.65)	(862.29)
资本支出	209.16	114.07	690.38	805.58	863.13
长期投资	(646.37)	(624.11)	32.45	(12.26)	4.09
其他投资现金	(832.47)	(1,122)	206.00	0.68	4.92
筹资活动现金	(304.69)	44.24	1,048	(394.39)	(210.67)
短期借款	(46.24)	(0.20)	1,152	(269.29)	(97.29)
长期借款	18.40	(18.69)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	200.26	0.00	0.00
资本公积增加	(57.73)	6.68	(200.26)	0.00	0.00
其他筹资现金	(219.12)	56.45	(103.78)	(125.10)	(113.38)
现金净增加额	(282.93)	(178.96)	(100.65)	50.00	50.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,133	2,620	2,711	3,306	3,840
营业成本	2,498	2,018	2,040	2,516	2,923
营业税金及附加	20.82	23.57	18.42	23.97	28.43
营业费用	32.63	47.26	38.50	47.93	49.92
管理费用	294.46	296.47	252.16	304.11	345.63
财务费用	6.78	10.05	12.70	33.53	32.43
资产减值损失	178.10	484.97	167.00	60.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	2.70	1.80	2.10	2.00
投资净收益	8.34	13.49	5.00	5.00	10.00
营业利润	110.44	(244.41)	188.88	327.01	422.72
营业外收入	65.00	58.98	60.54	60.76	60.39
营业外支出	5.00	5.72	7.28	6.38	6.57
利润总额	170.44	(191.16)	242.14	381.39	476.54
所得税	65.31	10.38	48.43	76.28	95.31
净利润	105.13	(201.54)	193.72	305.12	381.24
少数股东损益	34.49	(46.60)	8.48	49.58	23.83
归属母公司净利润	70.64	(154.94)	185.24	255.53	357.41
EBITDA (倍)	213.91	(135.20)	324.56	546.92	707.20
EPS (元)	0.18	(0.39)	0.31	0.43	0.59

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	(47.28)	(16.38)	3.50	21.92	16.18
营业利润	(26.61)	(321.31)	(22.72)	73.13	29.27
归属母公司净利润	1.93	(319.33)	19.56	37.95	39.87
获利能力 (%)					
毛利率	20.27	22.97	24.74	23.88	23.88
净利率	2.25	(5.91)	6.83	7.73	9.31
ROE	2.67	(6.34)	7.16	9.27	11.82
ROIC	2.38	(9.38)	3.96	7.06	8.64
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.12	60.17	61.16	62.09	62.04
净负债比率 (%)	6.28	8.98	31.73	23.24	19.77
流动比率	1.77	1.45	1.20	1.11	1.03
速动比率	1.49	1.21	1.01	0.84	0.81
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.37	0.37	0.41	0.44
应收账款周转率	1.46	1.35	1.48	2.26	3.33
应付账款周转率	1.86	1.48	1.61	2.02	1.80
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	(0.26)	0.31	0.43	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.64	(1.05)	2.06	1.87
每股净资产(最新摊薄)	4.41	4.07	4.31	4.59	5.04
估值比率					
PE (倍)	107.16	(48.86)	40.86	29.62	21.18
PB (倍)	2.86	3.10	2.92	2.75	2.50
EV_EBITDA (倍)	34.53	(54.64)	22.76	13.51	10.45

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com