

杭锅股份(002534): 毛利率下降 未来受益于节能行业发展 审慎推荐(维持)

电气设备行业

当前股价: 27.77 元

报告日期: 2011年8月16日

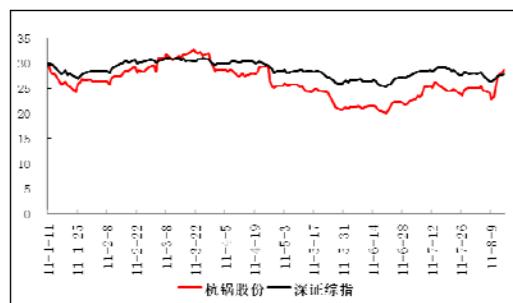
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,309	3,976	4,722	5,566
(+/-)	16.44%	20.15%	18.78%	17.86%
营业利润	407	483	582	669
(+/-)	8.46%	18.72%	20.51%	14.94%
归属于母公司净利润	334	362	433	499
(+/-)	45.01%	8.17%	19.61%	15.30%
每股收益(元)	0.84	0.90	1.08	1.25
市盈率(倍)	33	31	26	22

公司基本情况 (2010年)

总股本/已流通股 (万股)	40,052 / 4,100
流通市值 (亿元)	11.39
每股净资产 (元)	3.23
资产负债率 (%)	65.65

股价表现 (最近一年)

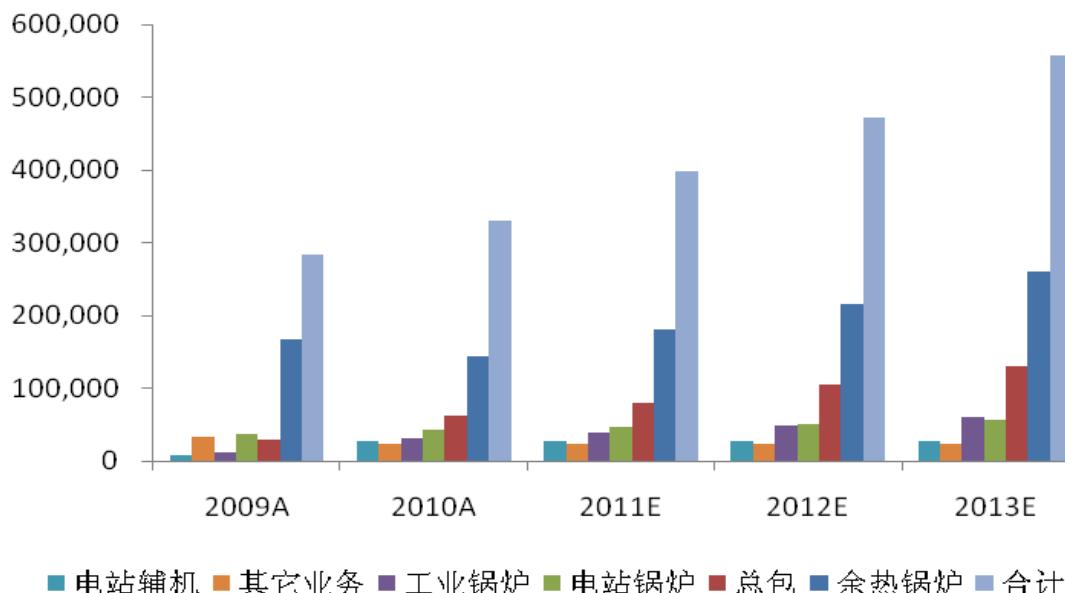


华鑫证券 研究发展部
 电气设备及节能环保研究员: 郭运堂
 执业证书编号: S1050511070002
 服务热线: 021-51793726
 服务邮箱: guoyt@cfsc.com.cn

- 2011年1-6月, 公司实现主营业务收入16.00亿元, 同比下降0.05%; 营业利润2082万元, 同比下降16.71%; 净利润1437万元, 同比下降14.94%; 摊薄每股收益0.36元; 报告期末库存订单48.89亿元, 比2010年末降低0.45亿元。
- **公司工业锅炉和电站锅炉取得较快发展。**公司上半年余热锅炉和总包业务发展平淡, 工业锅炉和电站锅炉取得较快发展, 其中工业锅炉增长29.85%, 电站锅炉增长57.40%。我们认为公司未来的发展主要依靠余热锅炉和工业锅炉, 而电站锅炉公司并无明显竞争优势, 特别是在火电投资减少, 三家动力集团开始参与中小规模火电项目的情况下, 公司这项业务很难取得持续性的增长。
- **毛利率下降明显。**上半年公司的主要业务余热锅炉毛利率下降达6.11个百分点至21.04%, 虽然电站锅炉、工业锅炉和电站辅机三项业务的毛利率都出现了小幅度的上升, 然而公司综合毛利率还是下降了1.25个百分点至22.06%。
- **资产减值损失大幅增加。**受国家宏观货币政策调整影响, 公司销售回款速度放缓, 这造成公司按账龄分析法计提的坏账准备大幅增加, 这进一步恶化了公司的营业利润。我们认为, 我国宏观货币政策下半年放松可能性不大, 公司下半年收款速度也不会很好, 减值损失将对利润增长造成负面影响。
- **公司未来主要受益于我国节能行业的发展。**公司是我国余热锅炉领域的龙头企业, 市场占有率为50%左右。余热锅炉是中高温余热利用的主要设备, 公司不仅生产余热锅炉, 而且通过产业链延长进入工程总包领域, 提高了公司的抗风险能力。随着国家对节能行业的支持及能源价格特别是电价的逐步市场化, 节能行业将快速发展, 公司将从中受益。
- **公司工业锅炉未来将获得一定的发展。**公司的工业锅炉主要有垃圾焚烧炉等, 未来随着垃圾焚烧发电的发展, 公司这项业务也将获得一定的发展。然而考虑到我国垃圾焚烧的比例在2009年已经达到18%, 当年垃圾焚烧处理能力增长率达到38.07%, 我们认为到2015年该比例超过50%的可能性不大, 并且我国也在积极推进垃圾分类, 而垃圾分类将减少垃圾总量, 从而减少垃圾焚烧炉的需求量, 因此我们认为这项业务未来只能获得稳定的增长。

- 我们预测公司2011、2011和2013年的EPS分别为0.90、1.08和1.25元，相对于昨日收盘价27.77元，PE分别为31、26和22倍，相对较高，我们维持公司审慎推荐的评级。

图表1：杭锅股份分项业务收入预测



资料来源：华鑫证券研发部

图表2：杭锅股份分项业务毛利率预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
余热锅炉	23.8%	24.7%	21.0%	22.0%	22.5%
总包	25.9%	23.2%	25.0%	24.5%	24.0%
电站锅炉	18.7%	11.3%	14.0%	14.0%	14.0%
工业锅炉	23.2%	26.2%	22.0%	23.0%	23.0%
电站辅机	9.6%	13.6%	13.0%	13.0%	11.0%
其它业务	30.1%	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%
综合毛利率	23.7%	21.1%	20.2%	20.9%	21.2%

资料来源：华鑫证券研发部

图表 3: 杭锅股份 (002534) 盈利预测

单位: 万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	330,902	397,594	472,245	556,573
增长率	16.4%	20.2%	18.8%	17.9%
营业成本	261,035	317,369	373,475	438,813
毛利率	21.1%	20.2%	20.9%	21.2%
营业税金及附加	1,525	1,988	2,361	2,783
销售费用	6,052	7,157	8,500	10,018
管理费用	20,066	23,856	28,335	33,394
财务费用	-132	-1,590	-708	0
期间费用率	7.9%	7.4%	7.7%	7.8%
资产减值损失	2,277	4,374	5,195	6,122
投资净收益	630	1,500	1,500	1,500
公允价值变动净收益	-1	0	0	0
营业利润	40,708	45,941	56,587	66,942
营业利润率	12.3%	11.6%	12.0%	12.0%
营业外收入	5,966	7,157	8,500	10,018
营业外支出	308	358	425	501
利润总额	46,366	52,740	64,663	76,460
所得税	4,244	6,593	8,406	9,940
实际负税比率	9.2%	12.5%	13.0%	13.0%
净利润	42,122	46,148	56,256	66,520
归属于母公司所有者的净利润	33,445	35,995	43,317	49,890
增长率	45.0%	7.6%	20.3%	15.2%
净利润率	10.1%	9.1%	9.2%	9.0%
少数股东损益	8,676	10,153	12,939	16,630
摊薄每股收益(元)	0.84	0.90	1.08	1.25

资料来源: 华鑫证券研发部

研究员简介

郭运堂：华鑫证券行业研究员。上海财经大学经济学硕士。

主要研究和跟踪领域：电气设备及节能环保。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%---(-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>