

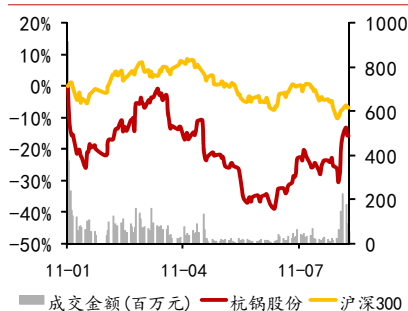
## 投资评级

# 谨慎推荐

## 基本信息：

收盘价	27.77 元
总股本	4.01 亿股
流通股本	0.41 亿股
流通市值	11.39 亿元
总市值	111.22 亿元
成交量	191.55 万股

## 股价近期走势：



## 相关报告

《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

## 研发部

 王博涛<sup>1</sup>

SAC 执业证书编号：S1340510120006

联系人：机械新能源研究小组

联系电话：010-68858137

Email: chenpeng@cnpsc.com

## 海外市场扰动公司中报 业绩低谷期待未来反弹

### ——杭锅股份（002534）2011 年中报点评

● **上半年收入毛利率双降，公司业绩几近低点：**上半年，公司营业收入 16 亿元，同比下降 0.02%，与上年同期基本持平，营业利润 2.08 亿元，同比下降 16.71%，归属母公司净利润 1.44 亿元，同比下降 14.94%，基本每股收益 0.36 元，综合毛利率 22.06%，相比上年同期下降 1.2 个百分点。从各项数据来看，今年公司业绩持续走低，但下降的幅度相比公司一季报披露数据有所趋缓。

● **海外订单影响显著，分业务毛利率涨跌互现：**虽然公司总体营业收入与上年同期基本持平，但细分产品差异却非常明显。报告期，余热锅炉业务毛利率下降了 6.11 个百分点，主要是由于去年同期销售的订单中海外订单占比较高，而海外订单的毛利率要高于国内订单。工业锅炉业务实现收入毛利率双升，主要由于海外订单开始确认以及海外订单毛利率较高。报告期，公司在印度设立子公司，对海外市场的拓展将继续加强。另外，公司通过提前锁定材料价格在电站锅炉和电站辅机业务的毛利率上取得了较大的提升，分别提升 6.51 和 7.82 个百分点。

● **订单配合产能，明年业绩有望大幅提升：**上半年公司与天津陈塘热电和杭州华电半山签订了余热锅炉供货合同，合计约 6.8 亿元。报告期末，公司在手订单约 49 亿元，与 2010 年末持平，在手订单继续维持高位。充沛的在手订单为公司 2012 年新增产能的顺利消纳提供了有力保障，两者相互配合，公司明年业绩有望大幅提升。

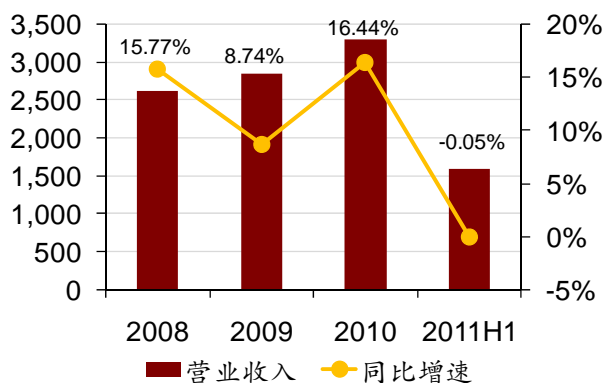
● **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.857 元、1.328 元和 1.643 元，对应动态市盈率分别为 32.3 倍、20.85 倍和 16.86 倍，给予公司谨慎推荐的投资评级。

● **风险提示：**1、募投项目建设进度滞后；2、新增产能盈利能力不达预期的风险；3、原材料价格上涨。

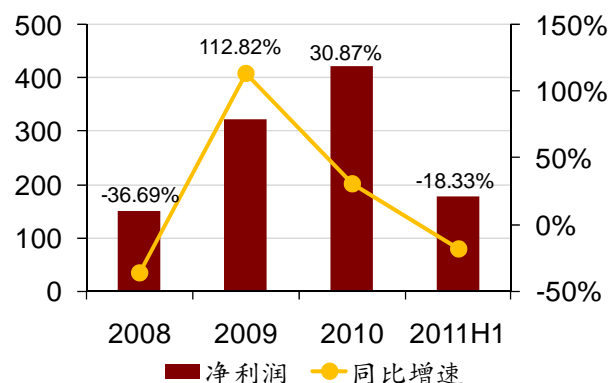
单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2841.90	3309.02	3488.75	6003.48	7386.15
YOY(%)	8.74%	16.44%	5.43%	72.08%	23.03%
综合毛利率(%)	23.71%	21.11%	22.13%	21.00%	21.10%
归属母公司股东净利润	230.64	334.45	343.38	531.85	657.90
YOY(%)	134.22%	45.01%	2.67%	54.89%	23.70%
每股收益(EPS)	0.576	0.835	0.857	1.328	1.643
市盈率(P/E)	48.09	33.16	32.30	20.85	16.86

<sup>1</sup> 报告贡献人：陈鹏

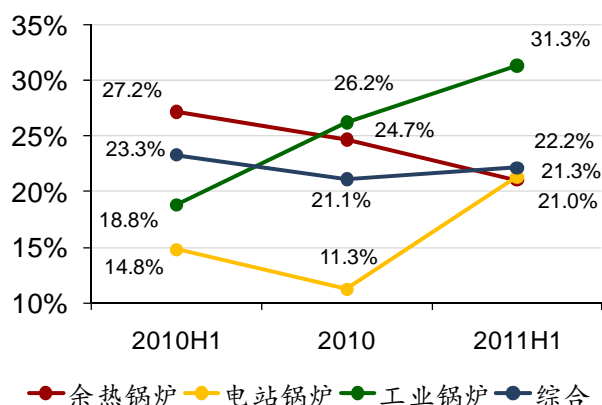
图表 1: 营业收入及同比增速



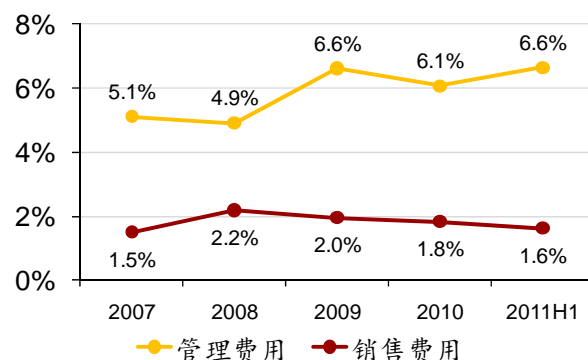
图表 2: 净利润及同比增速



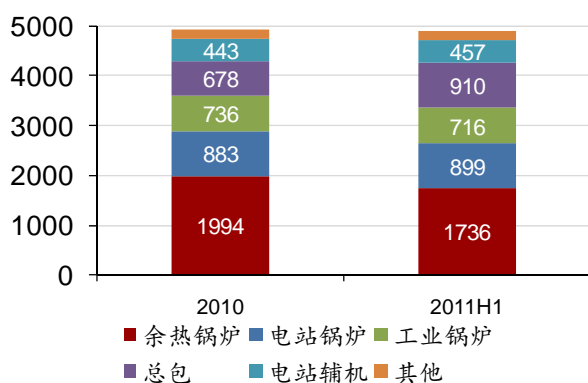
图表 3: 公司毛利率情况



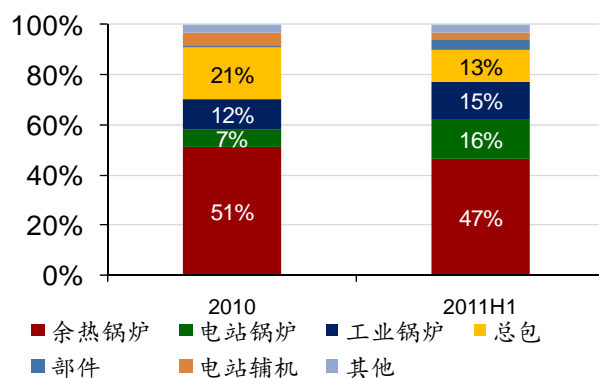
图表 4: 公司近年期间费用率



图表 5: 公司在手订单情况



图表 6: 2010 年及 2011 年上半年公司营业利润构成



数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

图表 7：公司盈利预测明细

产品	项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
工业锅炉	销售收入(百万元)	206.32	89.03	124.13	316.22	395.28	553.39
	yoy (%)	0.00%	-56.85%	39.42%	154.75%	25.00%	40.00%
	销售利润(百万元)	32.23	-5.88	28.75	82.91	114.63	149.41
	yoy (%)	0.00%	-118.24%	588.95%	188.38%	38.26%	30.34%
	毛利率 (%)	15.62%	-6.60%	23.15%	26.22%	29.00%	27.00%
	± (%)	0.00%	-22.22%	29.75%	3.07%	2.78%	-2.00%
余热锅炉	销售收入(百万元)	1,124.17	1,362.41	1,670.20	1,440.48	1,469.29	3,232.44
	yoy (%)	0.00%	21.19%	22.59%	-13.75%	2.00%	120.00%
	销售利润(百万元)	239.69	189.72	397.97	355.50	308.55	646.49
	yoy (%)	0.00%	-20.85%	109.77%	-10.67%	-13.21%	109.52%
	毛利率 (%)	21.32%	13.92%	23.82%	24.68%	21.00%	20.00%
	± (%)	0.00%	-7.40%	9.90%	0.86%	-3.68%	-1.00%
电站锅炉	销售收入(百万元)	170.50	358.26	360.00	424.70	637.05	1,019.28
	yoy (%)	0.00%	110.12%	0.49%	17.97%	50.00%	60.00%
	销售利润(百万元)	36.40	-5.07	67.20	47.84	140.15	214.05
	yoy (%)	0.00%	-113.93%	1425.44%	-28.81%	192.96%	52.73%
	毛利率 (%)	21.34%	-1.41%	18.66%	11.26%	22.00%	21.00%
	± (%)	0.00%	-22.75%	20.07%	-7.40%	10.74%	-1.00%
电站辅机	销售收入(百万元)	344.25	150.17	72.02	273.07	163.84	262.15
	yoy (%)	0.00%	-56.38%	-52.04%	279.16%	-40.00%	60.00%
	销售利润(百万元)	13.90	11.86	6.92	37.10	26.21	41.94
	yoy (%)	0.00%	-14.68%	-41.65%	436.13%	-29.34%	60.00%
	毛利率 (%)	4.03%	7.89%	9.61%	13.59%	16.00%	16.00%
	± (%)	0.00%	3.86%	1.72%	3.98%	2.41%	0.00%
部件	销售收入(百万元)	161.14	343.31	192.88	19.45	28.20	33.84
	yoy (%)	0.00%	113.05%	-43.82%	-89.92%	45.00%	20.00%
	销售利润(百万元)	40.35	60.12	56.54	6.94	7.61	9.48
	yoy (%)	0.00%	49.00%	-5.95%	-87.73%	9.72%	24.44%
	毛利率 (%)	25.03%	17.51%	29.31%	35.70%	27.00%	28.00%
	± (%)	0.00%	-7.52%	11.80%	6.39%	-8.70%	1.00%
总包	销售收入(百万元)	0.00	99.84	290.75	617.58	555.82	639.20
	yoy (%)	0.00%	0.00%	191.22%	112.41%	-10.00%	15.00%
	销售利润(百万元)	0.00	10.29	75.32	143.15	138.96	159.80
	yoy (%)	0.00%	0.00%	631.97%	90.06%	-2.93%	15.00%
	毛利率 (%)	0.00%	10.30%	25.90%	23.18%	25.00%	25.00%
	± (%)	0.00%	0.00%	15.60%	-2.72%	1.82%	0.00%
合计	销售收入(百万元)	2,257.56	2,613.57	2,841.90	3,309.02	3,488.75	6,003.49
	yoy (%)	0.00%	15.77%	8.74%	16.44%	5.43%	72.08%
	销售利润(百万元)	426.72	322.88	673.77	698.67	772.01	1,260.65
	yoy (%)	0.00%	-24.33%	108.68%	3.70%	10.50%	63.29%
	毛利率 (%)	18.90%	12.35%	23.71%	21.11%	22.13%	21.00%
	± (%)	0.00%	-6.55%	11.36%	-2.60%	1.02%	-1.13%

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

## 附录：预测财务报表明细

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	财务分析与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3309.02	3488.75	6003.48	7386.15	毛利率	21.11%	22.13%	21.00%	21.10%
减：营业成本	2610.35	2716.74	4742.83	5827.49	三费/销售收入	7.85%	7.66%	7.80%	7.76%
营业税金及附加	15.25	16.08	27.68	34.05	EBIT/销售收入	13.88%	13.61%	12.13%	11.99%
营业费用	60.52	63.80	109.79	135.08	EBITDA/销售收入	14.99%	16.79%	14.15%	13.64%
管理费用	200.66	211.56	364.05	447.90	销售净利率	12.73%	12.40%	11.16%	11.22%
财务费用	-1.32	-8.06	-5.77	-9.69	ROE	28.80%	23.47%	27.54%	26.21%
资产减值损失	22.77	40.00	45.00	50.00	ROA	11.23%	11.33%	8.57%	11.92%
加：投资收益	6.30	10.00	10.00	10.00	ROIC	75.57%	50.88%	70.22%	262.34%
公允价值变动损益	-0.01	0.50	0.50	0.50	销售收入增长率	16.44%	5.43%	72.08%	23.03%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	21.43%	3.38%	53.42%	21.63%
营业利润	407.08	459.12	730.40	911.81	EBITDA 增长率	21.67%	18.06%	45.00%	18.63%
加：其他非经营损益	56.58	33.62	33.62	33.62	净利润增长率	30.87%	2.67%	54.89%	23.70%
利润总额	463.66	492.74	764.02	945.43	总资产增长率	19.59%	2.49%	102.78%	-12.56%
减：所得税	42.44	60.28	94.19	116.87	股东权益增长率	29.50%	26.02%	31.98%	29.97%
净利润	421.22	432.46	669.83	828.57	经营资本增长率	34.48%	92.0%	-3537%	-1.56%
减：少数股东损益	86.76	89.08	137.97	170.67	<b>资产结构</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
归属母公司股东净利润	334.45	343.38	531.85	657.90	资产负债率	65.17%	56.69%	71.51%	57.33%
<b>资产负债表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	投资资本/总资产	18.59%	20.68%	3.35%	1.82%
货币资金	752.05	983.26	2196.49	3108.88	带息债务/总负债	2.07%	0.00%	0.00%	0.00%
应收和预付款项	1504.76	1469.63	3412.37	2196.76	流动比率	1.19	1.40	1.28	1.61
存货	847.12	793.81	2070.89	1448.95	速动比率	0.87	1.06	0.93	1.26
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	21.50%	12.02%	12.02%	12.02%
长期股权投资	118.32	128.32	138.32	148.32	收益留存率	78.50%	87.98%	87.98%	87.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.81	0.83	0.71	0.99
固定资产和在建工程	590.42	570.27	465.11	341.96	固定资产周转率	5.78	7.42	13.80	22.94
无形资产和开发支出	271.52	242.92	214.31	185.70	应收账款周转率	2.83	3.02	2.31	4.54
其他非流动资产	4.59	2.30	0.00	0.00	存货周转率	3.08	3.42	2.29	4.02
资产总计	4088.77	4190.50	8497.49	7430.57	<b>业绩与估值指标</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
短期借款	55.16	0.00	0.00	0.00	EBIT	459.18	474.68	728.24	885.75
应付和预收款项	2522.56	2288.26	5989.37	4172.98	EBITDA	496.15	585.73	849.30	1007.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	NOPLAT	367.80	386.74	608.61	746.43
其他负债	87.14	87.14	87.14	87.14	净利润	334.45	343.38	531.85	657.90
负债合计	2664.85	2375.40	6076.51	4260.12	EPS	0.835	0.857	1.328	1.643
股本	359.52	359.52	359.52	359.52	BPS	2.90	3.65	4.82	6.27
资本公积	38.20	38.20	38.20	38.20	PE	33.16	32.30	20.85	16.86
留存收益	763.41	1065.51	1533.42	2112.22	PB	9.55	7.58	5.74	4.42
归属母公司股东权益	1161.13	1463.23	1931.14	2509.94	PS	3.35	3.18	1.85	1.50
少数股东权益	262.79	351.87	489.84	660.51	PCF	55.00	29.21	8.93	12.03
股东权益合计	1423.92	1815.10	2420.98	3170.45	EV/EBIT	20.81	19.72	11.41	8.56
负债和股东权益合计	4088.77	4190.50	8497.49	7430.57	EV/EBITDA	19.26	15.98	9.78	7.52
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	EV/NOPLAT	25.98	24.20	13.65	10.16
经营性现金净流量	201.64	379.68	1241.49	921.87	EV/IC	12.57	10.80	29.20	55.97
投资性现金净流量	-79.38	-70.08	-0.08	9.92	ROIC-WACC	75.57%	50.88%	70.22%	262.34%
筹资性现金净流量	-109.47	-78.38	-28.17	-19.41					
现金流量净额	11.76	231.21	1213.23	912.38					

资料来源：中邮证券研发部

## 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；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

## 分析师声明

---

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

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

---

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

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。