

评级：审慎推荐（维持）

电力设备

公司年报点评

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

电话：0755-82303677

邮件：hebenhu@fcsc.cn

## 杭锅股份(002534)

——平稳态势延续，维持“审慎推荐”

**事件：**3月19日，公司公布2012年业绩，实现收入1172169万元，同比增长195.5%，实现净利润32544万元，同比增长2.4%，对应的EPS为0.85元。同时，公司拟10派3元（含税）。

### 要点：

#### 1、主导业务稳健增长，贸易业务大幅增长

公司2012年实现收入1172169万元，同比增长195.5%，显示出高速增长。同时，净利润增长只有2.4%，与收入增长形成巨大反差。其中，主要原因在于贸易业务的3462%的超速增长，收入占比提高到75%，而毛利率只有不足3%，对盈利的贡献较为有限。

扣除贸易产品，公司主导产品的收入规模为33.6亿左右，同比增长7%。细分产品看，余热锅炉占主导产品比重为60%左右，17.8%的增长基本确立了公司运行的具备平稳特征的总体基调。

图表1 公司2012年主营收入和毛利率变化一览表

	收入(万)	收入变化	毛利率	毛利率变化
工业锅炉	18870	-40.4%	19.1%	下降11.3个百分点
余热锅炉	181690	17.8%	25.6%	增加1.7个百分点
电站锅炉	38275	-44.4%	16.9%	下降0.9个百分点
电站辅机	22851	65.7%	17.5%	增加7.7个百分点
部件	10767	-49.0%	21.3%	下降1.5个百分点
总包	74377	62.8%	26.5%	下降0.4个百分点
贸易及其他	823697	1420.6%	2.5%	下降4.4个百分点
总计	1172169	195.5%	8.8%	下降11.5个百分点

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

#### 2、订单状况显示稳定增长的持续性

截止2012年底，公司在手订单为7536百万元。其中，扣除贸易后的订单为5095百万元。剔除含税因素，订单



为42亿左右，相对于公司2012年扣除贸易后的收入规模34亿左右的增幅为20%。由于设备交货周期大体为1年左右，因此，**2012年底的订单数据基本可以作为2013年主导产品营业收入的参考。**

分项产品看，合计比重超过60%的余热锅炉和总包工程对应的收入增幅均在10%左右，也成为总体稳健的基础。而电站锅炉有较大幅度增长，电站辅机则偏低。

图表2 公司2012年底订单一览表

订单类别	单位：百万元
余热锅炉	2,325
电站锅炉	775
电站辅机	225
总包工程	1,060
工业锅炉	710
物流贸易及其他	2,441
合计	7,536

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

### 3、费用控制良好，资产减值影响业绩

从动态的费用数据看，除了持续项目建设的财务压力有所加大外，销售费用和管理费用的增幅控制都较为理想。另外，公司的资产减值准备同比增长548.8%，成为公司净利润增长幅度偏低的主要原因。**如果按照20%的增幅测算，对应的净利润增幅为20%左右。**

图表3 公司2012年费用数据一览表

万元	2011年	2012年	同比
销售费用	5556	6093	9.7%
管理费用	28392	32532	14.6%
财务费用	-1861	1848	199.3%
资产减值	1873	12153	548.8%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



#### 4、盈利预测及投资建议

预计公司2013年、2014年和2015年每股收益分别为1.04元、1.20元和1.39元，目前的15.01元对应PE分别为14.5倍、12.5倍和10.8倍。虽然估值的绝对水平不高，但增速并不确定，我们维持“审慎推荐”投资评级。

#### 5、风险提示：

- (1)、毛利率波动的风险；
- (2)、行业增长的不确定性。

图表4 公司营业收入和毛利率预测一览表

万	2012 年	2013E	2014E	2015E
<b>一、工业锅炉</b>				
收入(万元)	18853	19795	20785	21824
增长率	-40.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利(万元)	3582	3959	4157	4365
毛利率	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>二、余热锅炉</b>				
收入(万元)	181567	199723	219696	241665
增长率	17.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利(万元)	46481	53925	59318	65250
毛利率	25.6%	27.0%	27.0%	27.0%
<b>三、电站锅炉</b>				
收入(万元)	38292	40206	42217	44327
增长率	-44.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利(万元)	6471	6031	6332	6649
毛利率	16.9%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>四、电站辅机</b>				
收入(万元)	22848	29703	38614	50198
增长率	65.7%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利(万元)	3998	3564	4634	6024
毛利率	17.5%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>五、总承包工程</b>				
收入(万元)	74454	89344	107213	128656
增长率	63%	20%	20%	20%
毛利(万元)	19730	23676	28411	34094
毛利率	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
<b>六、其他</b>				
收入(万元)	836175	1003410	1204092	1444911



增长率	912%	20%	20%	20%
毛利(万元)	22577	30102	36123	43347
毛利率	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>七、合计</b>				
收入(万元)	1172188	1382182	1632616	1931581
增长率	195.5%	17.9%	18.1%	18.3%
毛利(万元)	102840	121258	138975	159728
毛利率	8.8%	8.8%	8.5%	8.3%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表5 盈利预测表

万	2012年	2013E	2014E	2015E
<b>一、营业利润</b>				
营业收入	1172169	1382182	1632616	1931581
减：营业成本	1068800	1260924	1493641	1771853
减：营业税金及附加	2233	2634	3111	3680
减：营业费用	6093	7007	8058	9267
减：管理费用	32532	37411	43023	49477
减：财务费用	1848	2126	2445	2811
减：资产减值损失	12153	13368	14705	16175
加：投资收益	-283	-340	-408	-490
<b>营业利润</b>	<b>48226</b>	<b>58373</b>	<b>67226</b>	<b>77829</b>
<b>二、利润总额</b>				
加：营业外收支	1176	1058	953	857
<b>利润总额</b>	<b>49402</b>	<b>59431</b>	<b>68179</b>	<b>78686</b>
<b>三、净利润</b>				
减：所得税	8747	10522	12071	13932
<b>净利润</b>	<b>40655</b>	<b>48909</b>	<b>56108</b>	<b>64755</b>
<b>四、归属母公司净利</b>				
减：少数股东损益	6777	7455	8200	9020
<b>归属母公司净利润</b>	<b>33878</b>	<b>41454</b>	<b>47907</b>	<b>55734</b>
总股本（万）				40052
<b>EPS(元)</b>	<b>0.85</b>	<b>1.04</b>	<b>1.20</b>	<b>1.39</b>

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



## 免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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，也可能为这些公司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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层  
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718  
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层  
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777  
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号  
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281  
P.R.China:200135