



中以博胜 小求精当

受钢贸业务冲击，公司进入调整期

——杭锅股份（002534）点评报告

2014年03月25日

中性/首次

杭锅股份	点评报告
------	------

分析师：弓永峰 何昕

执业证书编号:S1480111020051 010-66554025 gongyf@dxzq.net.cn

联系人：侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 汤杰 罗柏言

中小市值团队：弓永峰 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 何昕 汤杰 罗柏言

事件：

公司发布2013年年报，报告期内公司实现营业收入59.42亿元，同比下滑49.31%；营业利润1.51亿元，同比下滑68.68%；净利润1.45亿元，同比下滑64.37%，每股收益为0.17元，公司分红预案为每10股派发1.5元（含税）。

公司亮点：

1)公司正处于业务结构调整期，为避免受到钢贸业务拖累，未来公司或将逐步缩减钢贸业务规模，截止2013年底公司贸易业务在手订单仅为10.18亿元，较2012年减少58.3%；2)经过总结经验，公司对于新接订单中所涉及的信用风险更加重视，未来新订单中发生信用风险的几率有望降低；3)除钢贸业务外，公司节能环保用锅炉业务增长稳定，截止2013年底公司在手订单41亿元（不含钢贸业务订单），为公司2014年业绩触底回升打下基础；4)结合公司发展战略，未来公司或将加大在EPC/EMC等项目的开拓力度，逐渐成为节能环保发电设备集成供应商和余热利用整体解决方案供应商。预计公司2014-2015年每股盈利分别为0.25元和0.40元，对应动态PE分别为50.8倍和31.8倍，考虑到公司正处于业务结构调整期，钢贸业务仍存在一定的不确定性，以及公司在手订单同比下滑等因素，我们给予公司“中性”的评级。

点评：

1. 公司调整业务结构，收入规模受到较大冲击

在我国经济增速回落以及钢铁行业下游需求持续萎靡的大背景下，公司加大了对于钢贸业务的风险管控，缩减贸易业务规模。报告期内，公司钢贸业务收入规模从2012年的82.37亿元缩减至23.68亿元，同比减少71.27%；收入占比也从前期的70.27%下滑至40%左右。我们认为，公司大幅缩减钢贸业务对于公司未来发展未必是件坏事，作为国内锅炉行业第二梯队中的龙头企业之一，公司主要竞争优势在于节能环保用特种锅炉领域，而钢贸业务除了协助公司做大营业收入外，在行业景气度持续下滑的背景下，利润贡献能力极为有限。缩减钢贸业务规模后，公司可倾斜更多优势资源推动其在节能环保用特种锅炉领域的发展。

2. 钢贸业务坏账计提，掩盖了公司在传统及特种锅炉领域的平稳增长

2011-2012年间公司钢贸业务分别为公司贡献利润0.24亿元和2亿元，而报告期内公司钢贸业务利润仅为700万元左右，同时，受到上游供应商龙海钢铁和全通公司停产重组的影响，公司新增计提减值准备3.03亿元，是公司2013年净利润的2.09倍，可见继续大规模从事钢贸业务已经不利于公司未来的发展。相比钢贸业务，2013年公司传统及特种锅炉业务经营状况良好，其中，电站锅炉、余热锅炉和垃圾焚烧炉业务分别实现营业收入5.35亿元、20.53亿元、2.09亿元，同比增长39.69%、12.99%和22.46%。

3. 受钢贸业务影响，短期内公司主要精力将集中在严控信用风险方面

经过总结经验，公司已把严控信用风险作为各主营业务开展过程中的首要任务，在新订单的获取方面，公司加大了选择性接单的力度，这也导致公司2013年内新接订单额度出现下滑。报告期内，公司新增余热锅炉、垃圾焚烧炉、总承包工程订单分别为17.46亿元、18.85亿元和6.79亿元。分别同比下滑16.6%、28.9%、46.4%。截止2013年底公司在手订单总额约为41.51亿元（不包括物流贸易业务订单），较2012年下滑18.53%，为公司2013年营业收入的70%左右。

4. 公司发展重心重回特种锅炉领域，或将加大对EPC/EMC等项目的开拓力度

为了避免与上锅、东方锅炉以及哈锅三家特大型锅炉企业的正面竞争，公司早期就已经将自身定位为以节能减排、余热利用设备为主要产品的特种锅炉生产企业。从发展战略来看，公司不仅满足于作为单一的设备供应商，而是希望成为节能环保发电设备集成供应商和余热利用整体解决方案供应商。

盈利预测：

预计公司2014-2015年每股盈利分别为0.25元和0.40元，对应动态PE分别为50.8倍和31.8倍，考虑到公司正处于业务结构调整期，钢贸业务仍存在一定的不确定性，以及公司在手订单同比下滑等因素，我们给予公司“中性”的评级。

投资风险：

1. 钢贸业务坏账计提增加
2. 余热及垃圾处理行业增速放缓

图 1：公司营收和净利润情况

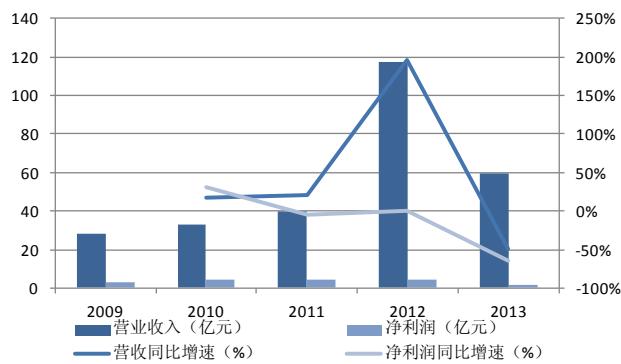
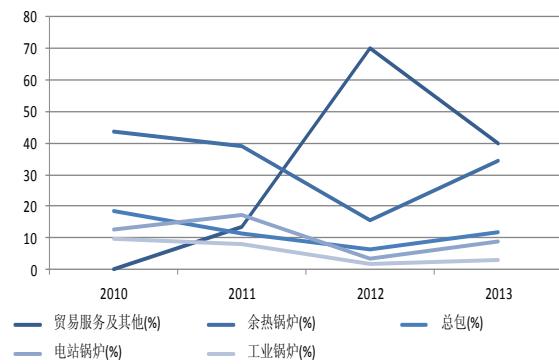


图 2：公司主营业务收入占比情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

表 1：盈利预测和估值

资产负债表					利润表					主要财务比率							
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	6069	5141	5354	6135	5176	营业收入	11722	5942	5348	5883	6765						
货币资金	869	923	1740	2456	1259	营业成本	10688	5015	4498	4930	5554						
应收账款	1876	2053	1714	1692	1779	营业税金及附加	22	30	21	24	27						
其他应收款	263	71	64	70	80	营业费用	61	58	59	62	78						
预付款项	1595	878	910	944	983	管理费用	325	347	298	339	398						
存货	1170	892	733	776	861	财务费用	18	31	44	54	67						
其他流动资产	8	24	24	24	24	资产减值损失	121.53	307.81	250.00	90.00	35.00						
非流动资产合计	1577	1834	1299	1225	1129	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	252	312	0	0	0	投资净收益	-2.83	-1.93	0.00	0.00	0.00						
固定资产	745.17	936.01	955.91	940.17	885.54	营业利润	482	151	178	385	607						
无形资产	259	252	227	202	177	营业外收入	24.41	56.33	30.00	25.00	30.00						
其他非流动资产	0	1	8	8	8	营业外支出	12.65	16.52	12.00	15.00	18.00						
资产总计	7646	6975	6653	7360	6305	利润总额	494	191	196	395	619						
流动负债合计	4347	3403	2996	3405	1898	所得税	87	46	30	61	96						
短期借款	270	146	0	0	0	净利润	407	145	165	334	523						
应付账款	1371	1455	1429	1810	183	少数股东损益	68	75	65	174	320						
预收款项	1339	965	978	993	1010	归属母公司净利润	339	70	100	160	203						
一年内到期的非流动负债	110	202	0	0	0	EBITDA	570	254	313	533	770						
非流动负债合计	304	553	508	528	528	BPS (元)	0.85	0.17	0.25	0.40	0.51						
长期借款	130	97	127	147	147	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E						
负债合计	4651	3956	3504	3933	2426	成长能力											
少数股东权益	367	401	466	640	960	营业收入增长	97.3%	-49.3%	-10.00%	10.00%	15.00%						
实收资本（或股本）	401	401	401	401	401	营业利润增长	158.8%	385.7%	17.69%	116.71%	57.46%						
资本公积	1028	1028	1028	1028	1028	归属母公司净利润增长	44.3%	244.7%	44.30%	59.31%	26.71%						
未分配利润	1092	1048	1103	1191	1302	获利能力											
归属母公司股东权益合计	2628	2618	2664	2768	2900	毛利率 (%)	8.82%	15.60%	19.06%	16.25%	16.17%						
负债和所有者权益	7646	6975	6634	7341	6286	净利率 (%)	3.47%	2.44%	3.09%	5.68%	7.73%						
现金流量表					单位：百万元		总资产净利润 (%)	4.43%	1.00%	1.51%	2.17%	3.22%					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		ROE (%)	12.89%	2.66%	3.77%	5.78%	6.99%					
经营活动现金流	-520	398	1256	915	-1024	偿债能力											
净利润	407	145	165	334	523	资产负债率 (%)	60.83%	56.72%	52.82%	53.57%	38.60%						
折旧摊销	68.78	72.62	0.00	94.01	96.38	流动比率	1.40	1.51	1.79	1.80	2.73						
财务费用	18	31	44	54	67	速动比率	1.13	1.25	1.54	1.57	2.27						
应付帐款的变化	0	0	-26	380	-1627	营运能力											
预收帐款的变化	0	0	13	15	17	总资产周转率	1.62	0.81	0.79	0.84	0.99						
投资活动现金流	-191	273	35	-110	-35	应收账款周转率	8	3	3	3	4						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.65	4.21	3.71	3.63	6.79						
长期投资	252	312	0	0	0	每股指标 (元)											
投资收益	-3	-2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.85	0.17	0.25	0.40	0.51						
筹资活动现金流	460	-555	-474	-90	-138	每股净现金流(最新摊薄)	-0.62	0.29	2.04	1.79	-2.99						
短期借款	270	146	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.56	6.54	6.65	6.91	7.24						
长期借款	130	97	127	147	147	估值比率											
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.96	74.82	50.73	31.84	25.13						
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.94	1.95	1.91	1.84	1.76						
现金净增加额	-250	117	817	716	-1197	EV/EBITDA	8.31	18.16	11.12	5.23	5.17						

分析师简介

弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

东兴证券中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

高 坤 研究员

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋 凯 研究员

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

孙玉姣

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于

相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士，曾任职于东海证券。2014年初加盟东兴证券研究所中小市值团队，现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究

汤杰 研究员

经济学（金融方向）学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014年初加盟东兴证券研究所，现专注于 TMT 互联网行业研究。

罗柏言 研究员

经济学硕士，4 年工作经验，对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解，擅长自上而下发掘投资机会。2014 年 2 月加盟东兴证券中小市值组，现专注于中小市值策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。