

中航证券研究所
 分析师: 邹润芳
 证券执业证书号: S0640521040001
 研究助理: 唐保威
 证券执业证书号: S0640121040023
 研究助理: 孙玉浩
 证券执业证书号: S0640120030010
 研究助理: 朱祖跃
 证券执业证书号: S0640121070054

杭锅股份 (002534): 收入增长符合预期, 盈利能力短期承压, 清洁能源业务长期向好

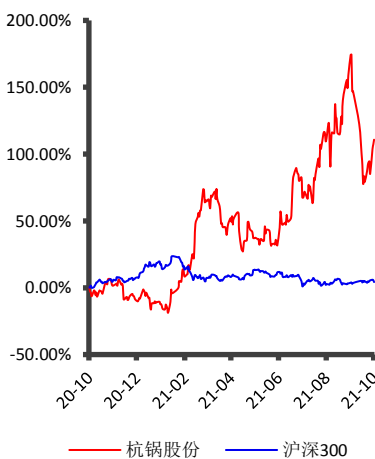
行业分类: 机械设备 2021年10月27日

公司投资评级	买入
当前股价	20.57元

基础数据

上证指数	3562.31
总股本(百万)	739.20
流通A股(百万)	725.65
2020年资产负债率	64.20%
2020年ROE(摊薄)	15.24%
PE(TTM)	29.31
PB(LF)	4.54

公司近一年与沪深300走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

■ 营业收入、扣非净利润稳定增长, 盈利能力承压

2021年10月27日, 公司发布2021年度三季报。今年前三季度, 公司实现营业收入41.99亿元, 同比+14.93%; 归母净利润3.57亿元, 同比-14.87%; 扣非归母净利润3.11亿元, 同比+11.40%; 毛利率23.57%, 同比-1.12pct; 净利率9.57%, 同比-4.35pct。

公司在营收增长的情况下归母净利润出现负增长及净利率降低, 主要系去年同期公司出让青汽股权, 导致非经常性收益大幅增长近亿元, 拉高了去年第三季度的利润水平。扣非后, 公司归母净利润仍保持增长状态。

单看Q3, 公司实现营收14.10亿元, 同比+10.08%; 归母净利润1.03亿元, 同比-38.93%; 扣非归母净利润0.85亿元, 同比+18.31%; 毛利率21.18%、净利率8.23%。

■ 原材料价格高企、业务规模扩大导致公司毛利、费用短期承压

公司直接材料与外扩件成本合计占公司生产成本的60%左右, 直接材料主要为各种钢板、钢管、型钢等。今年来各类钢材价格维持在高位, 根据wind, 热轧板卷: Q235B: 4.75mm: 杭州今年以来的平均价格比去年同期上涨了近46%, 造成公司毛利率短期承压。

另一方面, 随着经营规模的扩大, 公司加大了对管理、销售等方面的投入, 体现为公司期间费用率提高, 前三季度期间费用率为14.60%, 同比+2.87pct, 该部分投入转换为业绩需要一定过程。

考虑到公司交付周期6-12个月, 故三季度业绩或有相当一部分是去年底及今年初的订单, 由于订单签订后原料价格上涨, 造成毛利率下滑。考虑到今年钢材价格在5月份后逐渐回落、企稳, 故四季度公司毛利率或将不再下滑。同时随着公司规模效应提升, 费用率或将稳定。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京东园四区2号中航产融大厦37层
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562666
 传真: 010-59562666

■ 三季度业绩符合预期，在手订单充足

根据公司此前自愿披露的订单情况，公司 2021 年 6 月 30 日在手订单约 78 亿元（不含税，下同），三季度新增订单约 13 亿元，2021 年 9 月 30 日在手订单约 77 亿元，据此测算公司三季度实现订单约 14 亿元，与公司的 Q3 单季度营业收入吻合，故三季度业绩符合预期。不存在客户大量取消订单或公司因产能不足取消订单的情况。

公司 2020 年底在手订单接近 55 亿元，今年一季度新增订单 23 亿元，三季度末在手订单接近 77 亿元，从公司的订单实现周期看，今、明两年业绩将得到充分保障。

■ 余热锅炉龙头、光热储能先驱，看好公司长期发展

本月 18 日，国家发展改革委等部门发布《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》，提出到 2025 年，通过实施节能降碳行动，钢铁、电解铝、水泥等重点行业和数据中心达到标杆水平的产能比例超过 30%，行业整体能效水平明显提升；10 月 26 日，国务院关于印发《2030 年前碳达峰行动方案》的通知，明确提到“积极发展太阳能光热发电，推动建立光热发电与光伏发电、风电互补调节的风光热综合可再生能源发电基地”、“推进熔盐储能供热和发电示范应用”。

余热锅炉能回收工业余热，是实现能源高效利用的重要手段；光热储能是对电网友好的新能源形式。而公司是国内规模最大、品种最全的余热锅炉研究、开发、设计和制造基地，设有全国余热锅炉行业归口研究所，同时光热储能领域已有十年的设计研发制造经验，自主研发、设计、制造的 50MW 熔盐储能系统应用于青海德令哈 50MW 塔式熔盐储能光热发电项目，目前该光热储能发电站已正式并网发电，平均发电量达成率为全球同类型电站投运后同期的最高纪录。在国家双碳目标指引下，看好公司长期发展。

■ 投资建议

预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 6.13 亿元、9.05 亿元、13.56 亿元，对应目前 PE 分别为 24.80X /16.80X /11.21X，继续重点推荐。

■ 风险提示

宏观经济下行，市场需求下滑；原材料价格出现大幅波动；光热行业政策变动风险等。

■ 盈利预测

单位/百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3927.43	5355.67	7002.94	10045.93	13940.69
增长率 (%)	9.95%	36.37%	30.76%	43.45%	38.77%
归属母公司股东净利润	366.12	515.48	613.11	905.19	1356.06
增长率 (%)	49.99%	40.79%	18.94%	47.64%	49.81%
每股收益 EPS (元)	0.495	0.697	0.829	1.225	1.834
PB	41.53	29.50	24.80	16.80	11.21

资料来源: wind, 中航证券研究所

利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3571.86	3927.43	5355.67	7002.94	10045.93	13940.69
减: 营业成本	2686.98	3113.54	4105.62	5175.10	7252.63	9906.78
营业税金及附加	28.69	27.65	25.90	33.87	48.59	67.43
营业费用	55.72	65.73	118.25	227.60	331.52	460.04
管理费用	194.26	185.67	266.63	350.15	532.43	766.74
研发费用	187.16	196.82	304.88	392.16	582.66	836.44
财务费用	-12.24	-17.98	-19.88	-35.01	-40.18	-41.82
资产减值损失	272.43	-21.51	7.32	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	120.97	72.94	177.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	3.04	4.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	85.28	-218.33	-297.57	-30.00	-100.00	-90.00
营业利润	352.02	521.50	712.30	859.08	1338.29	1945.08
加: 其他非经营损益	70.11	44.86	41.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	349.93	497.87	692.77	859.08	1338.29	1945.08
减: 所得税	184.88	7.49	28.59	124.36	185.74	278.26
净利润	225.63	437.93	614.06	734.72	1152.54	1666.82
减: 少数股东损益	-18.46	71.81	98.58	91.61	147.36	220.75
归属母公司股东净利润	244.09	366.12	515.48	613.11	905.19	1356.06
资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	971.55	1823.51	2437.32	2715.34	3725.13	5525.81
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	2462.86	2280.66	1404.26	3714.59	6409.22	9689.53
其他应收款 (合计)	173.21	98.06	88.57	173.21	98.06	88.57
存货	1011.74	1017.93	927.42	1142.62	1758.43	2204.28
其他流动资产	1709.82	833.50	385.29	385.29	385.29	385.29
长期股权投资	106.57	126.00	441.00	441.00	441.00	441.00
金融资产投资	172.38	181.40	0.00	172.38	181.40	0.00
投资性房地产	21.31	3.71	3.56	2.94	2.33	1.71
固定资产和在建工程	1367.10	1656.91	2038.66	1737.89	1437.12	1136.35
无形资产和开发支出	283.48	274.54	272.06	234.46	196.86	159.26
其他非流动资产	311.43	324.57	724.33	318.72	-562.53	-1337.88
资产总计	8339.57	9298.02	10409.27	10744.63	14724.28	19912.13
短期借款	5.50	0.50	400.39	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	4123.76	4981.12	5190.75	7238.81	9989.45	13374.18
长期借款	59.96	30.06	100.00	100.00	100.00	100.00
其他负债	852.66	801.51	1391.52	307.22	307.22	307.22
负债合计	5036.37	5812.68	6682.27	7646.03	10396.67	13781.40
股本	739.39	739.27	739.20	739.20	739.20	739.20
资本公积	791.44	706.59	601.51	601.51	601.51	601.51
留存收益	1581.18	1806.50	2042.81	2335.60	2767.89	3415.50
归属母公司股东权益	3112.02	3252.35	3383.51	3676.31	4108.60	4756.21
少数股东权益	191.18	232.98	343.48	435.10	582.45	803.21
股东权益合计	3303.20	3485.34	3727.00	4111.41	4691.05	5559.42
负债和股东权益合计	8339.57	9298.02	10409.27	11757.44	15087.73	19340.82
现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	514.07	905.18	852.48	960.00	1415.99	2410.82
投资性现金净流量	270.17	278.35	-277.12	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-497.10	-338.10	-46.79	-681.98	-406.20	-610.14
现金流量净额	303.48	846.77	519.54	278.02	1009.79	1800.68

数据来源: WIND, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邹润芳，SAC 执业证书号：S0640521040001，中航证券研究所所长。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。