

湘财证券研究所

刘正 分析师

执业编号: S0500511010001

联系人:

张俊

Tel: 021-68634518-8646

E-mail: zj3173@xcsc.com

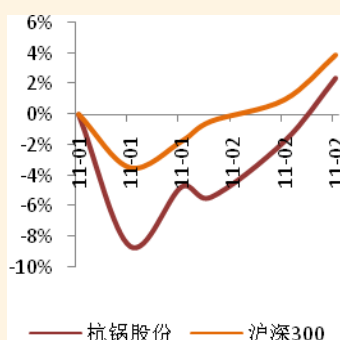
6 个月目标价: 32.4 元

当前股价: 28.8 元

基本资料

总股本 (百万): 400
流通股 (百万): 33
总市值 (亿): 115.3
流通市值 (亿): 9.5
10 年 EPS (元): 0.81
10 年 BVPS (元): 5.58
资产负债率: 51.3%

近期杭锅股份走势



2011 年 2 月 18 日我们访问了杭锅股份, 和公司高管进行了深入的交谈, 以下就是这次调研的记录:

□ 去年年底在手订单达 46.9 亿, 保证公司未来两年业绩

公司在招股说明书中披露 2010 年 6 月末的在手订单为 33.15 亿元。我们和上市公司高管沟通后得知, 公司 2010 年 11 月底的库存订单量为 46.9 亿元, 基本保证了公司未来两年的业绩增长。订单分布中, 余热锅炉是占比最大的一块, 共有 17.09 亿元, 电站锅炉 8.97 亿元, 电站辅机 1.28 亿元, 总包业务为 7 亿元, 工业锅炉 8.06 亿元, 其中垃圾焚烧炉占比一半左右, 核电辅机 3.25 亿元, 其他部分是 1.33 亿元, 总计 46.9 亿元。

□ 海外业务是公司未来发展重点, 拓展空间巨大

海外是公司未来发展的重点。一方面, 海外的利润要比国内的要高。同样的产品, 毛利的话比国内产品要高 4% 左右; 另一方面, 海外拓展空间巨大。以印度为例, 印度人口和中国差不多, 但印度全国的电力装机容量为 1 亿千瓦, 对比中国的 9 亿千瓦的装机容量, 发展潜力巨大。公司目前把其最优势的产品扩展到海外去, 和欧美产品的价格相比, 公司的价格优势非常明显。欧美及日本厂商基本上从竞争市场上消失了, 这有韩国和国内的一些厂商在和公司竞争。海外市场的销售占比, 上半年报是 20% 左右, 公司中远期目标是海外业务和国内业务平分秋色。公司海外拓展主要有三种类型, 1、直接和海外客户签合同; 2、GE 等世界 500 强分包; 3、和国字头公司一同出国, 拓展海外市场。

□ 巩固传统业务的同时, 积极做大做强服务业务

余热锅炉方面, 市场空间还是很大的。从余热利用率来看, 国内目前的余热利用率为 35%, 国外发达国家有 85% 以上的利用率。从市场空间来看, 以燃气轮机余热锅炉为例。已经建成的西气东输一线每年输送 120 亿立方米天然气; 正在全面建设的西气东输二线工程设计输气能力为 300 亿立方米/年, 再加上川气东输的 120 亿立方米/年, 共计 540 亿立方米/年。其中 1/3 用来发电, 1/3 民用, 1/3 工业用。单是 1/3 发电就需要 9F 型的燃气余热锅炉 240 台, 单台价格为 1 亿元左右, 未来几年整个市场规模就有 200 亿元以上。

公司有志打造成为大型的节能环保类发电设备的集成供应商、制造商, 整体解决方案是公司未来的发展目标。公司看好未来总包的发展, 相对于传统业务, 服务这块的市场更为广阔, 需求也更大。总包服务分为工程总包和合同能源管理两类。收购了江西省电力设计院杭州分院电力设计院, 形成了以工程设计、设备生产、集成和分包等一系列完整的产业链, 最终以交钥匙的形式完成项目。公司对于超募资金的使用已经有大致的规划, 主要是做合同能源管理。

□ 预计 2010 年 EPS0.81 元, 6-12 个月目标价 32.4 元, “增持” 评级

根据我们的预测, 公司 10、11、12 年的 EPS 分别为 0.81、1.02、1.29 元, 结合公司成长能力和目前市场情况, 给予公司“增持”评级。6 个月目标价 32.4 元。

表 1、各项业务收入及毛利率预测

(营业收入 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
余热锅炉	1362	1670	1770	1965	2181
yoy(%)	-	22.59%	6.00%	11.00%	11.00%
总包	100	291	523	942	1507
yoy(%)	-	191.22%	80.00%	80.00%	60.00%
电站锅炉	358	360	382	439	505
yoy(%)	-	0.49%	6.00%	15.00%	15.00%
工业锅炉	89	124	223	268	322
yoy(%)	-	39.42%	80.00%	20.00%	20.00%
电站辅机	150	72	252	454	681
yoy(%)	-	-52.04%	250.00%	80.00%	50.00%
部件	343	193	116	133	153
yoy(%)	-	-43.82%	-40.00%	15.00%	15.00%
主营业务收入	2403	2710	3267	4201	5349
yoy(%)	-	12.77%	20.54%	28.60%	27.32%
其他业务收入	193	116	197	237	284
yoy(%)	-	-40.02%	70.00%	20.00%	20.00%
营业收入	2596	2826	3464	4438	5633
yoy(%)	-	8.84%	22.57%	28.11%	26.93%
(营业成本 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
余热锅炉	1173	1272	1328	1474	1636
总包	90	215	395	702	1123
电站锅炉	363	293	324	373	429
工业锅炉	95	95	179	214	257
电站辅机	138	65	232	417	626
部件	283	136	83	96	110
主营业务成本	2142	2077	2541	3276	4182
其他业务成本	139	82	138	166	199
营业成本	2281	2159	2679	3442	4380
(毛利率)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
余热锅炉	13.93%	23.83%	25.00%	25.00%	25.00%
总包	10.31%	25.91%	24.50%	25.50%	25.50%
电站锅炉	-1.42%	18.67%	15.00%	15.00%	15.00%
工业锅炉	-6.60%	23.16%	20.00%	20.00%	20.00%
电站辅机	7.90%	9.61%	8.00%	8.00%	8.00%
部件	17.51%	29.31%	28.00%	28.00%	28.00%
主营业务毛利率	10.86%	23.35%	22.20%	22.01%	21.82%
其他业务毛利率	27.96%	29.38%	30.00%	30.00%	30.00%

综合毛利率	12.14%	23.59%	22.65%	22.43%	22.23%
-------	--------	--------	--------	--------	--------

信息来源：公司公告、湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2647	4375	5544	7122	营业收入	2842	3483	4462	5664
现金	715	2260	2885	4126	营业成本	2168	2694	3462	4405
应收账款	789	875	1279	1445	营业税金及附加	12	14	18	23
其他应收款	55	56	72	93	营业费用	55	71	89	114
预付账款	232	294	375	478	管理费用	188	202	264	339
存货	709	727	721	723	财务费用	-4	-29	-52	-73
其他流动资产	147	164	211	256	资产减值损失	46	33	36	37
非流动资产	837	921	1043	1163	公允价值变动收益	2	2	2	2
长期投资	6	5	5	5	投资净收益	-3	9	5	7
固定资产	316	416	525	611	营业利润	375	509	652	827
无形资产	245	310	351	400	营业外收入	5	18	18	16
其他非流动资产	270	190	161	147	营业外支出	3	1	2	1
资产总计	3484	5296	6587	8285	利润总额	378	527	669	842
流动负债	2278	2605	3319	4285	所得税	56	76	98	123
短期借款	7	48	35	39	净利润	322	450	571	719
应付账款	835	891	1179	1519	少数股东损益	91	127	161	203
其他流动负债	1435	1666	2105	2727	归属母公司净利润	231	323	409	516
非流动负债	90	110	115	127	EBITDA	371	499	625	786
长期借款	40	48	58	69	EPS (元)	0.64	0.81	1.02	1.29
其他非流动负债	50	62	58	58					
负债合计	2368	2715	3434	4412	主要财务比率				
少数股东权益	219	346	508	711	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	360	401	401	401	成长能力				
资本公积	38	1010	1010	1010	营业收入	8.7%	22.6%	28.1%	26.9%
留存收益	499	822	1231	1747	营业利润	178.4%	35.6%	28.1%	26.8%
归属母公司股东权益	897	2234	2645	3162	归属于母公司净利润	134.2%	40.1%	26.7%	26.0%
负债和股东权益	3484	5296	6587	8285	获利能力				
					毛利率 (%)	23.7%	22.7%	22.4%	22.2%
现金流量表					净利率 (%)	8.1%	9.3%	9.2%	9.1%
单位: 百万元					ROE (%)	25.7%	14.5%	15.5%	16.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	75.0%	110.9%	160.6%	-362.8%
经营活动现金流	386	580	709	1291	偿债能力				
净利润	322	450	571	719	资产负债率 (%)	68.0%	51.3%	52.1%	53.3%
折旧摊销	0	19	25	31	净负债比率 (%)	2.97%	3.76%	2.89%	2.66%
财务费用	-4	-29	-52	-73	流动比率	1.16	1.68	1.67	1.66
投资损失	3	-9	-5	-7	速动比率	0.85	1.40	1.45	1.49
营运资金变动	0	138	170	617	营运能力				
其他经营现金流	66	11	0	3	总资产周转率	0.87	0.79	0.75	0.76
投资活动现金流	-85	-108	-134	-140	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	170	43	100	100	应付账款周转率	2.94	3.12	3.34	3.27
长期投资	-12	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	73	-65	-34	-40	每股收益 (最新摊薄)	0.58	0.81	1.02	1.29
筹资活动现金流	-177	1074	49	91	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.96	1.45	1.77	3.22
短期借款	-123	41	-14	5	每股净资产 (最新摊薄)	2.24	5.58	6.60	7.90
长期借款	10	8	10	12	估值比率				
普通股增加	24	41	0	0	P/E	50.01	35.70	28.17	22.37
资本公积增加	-26	972	0	0	P/B	12.86	5.16	4.36	3.65
其他筹资现金流	-63	12	53	74	EV/EBITDA	30	22	18	14
现金净增加额	124	1545	624	1241					

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。