

分析师: 刘元瑞 (8621) 68751765 liujun12@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

联系人: 刘 军 (8621) 68751765 liujun12@cjsc.com.cn

章 诚 (8621) 68751829 zhangcheng1@cjsc.com.cn

盈收稳步增长，期待 11 年产能扩张

事件描述

杭锅股份今日发布 2010 年年报，主要经营业绩如下：2010 年公司实现营业收入 33.09 亿元，同比增长 16.44%；实现归属于母公司净利润 3.34 亿元，同比大幅增长 45.01%，摊薄后每股收益为 0.84 元。

利润分配方案：每 10 股派发红利 3 元（含税）。

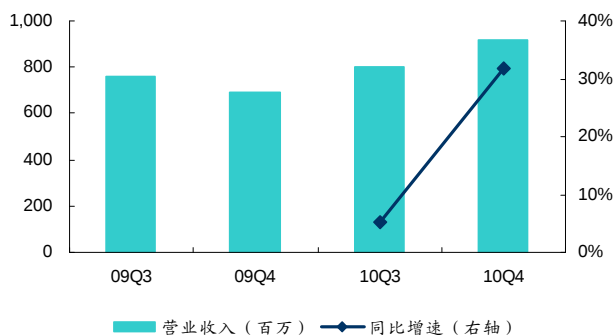
事件评论

第一，2010 年营收稳步增长，净利润同比大增 45%。

2010 年全年公司实现营业收入 33.09 亿元，同比增长达 16.44%，实现净利润 3.34 亿元，同比大增 45.01%，摊薄后每股收益为 0.84 元，符合我们的预期。2010 年第四季度单季度销售收入达 9.16 亿元，同比增长 31.91%，季度净利润 1.06 亿，同比增长 63.72%。

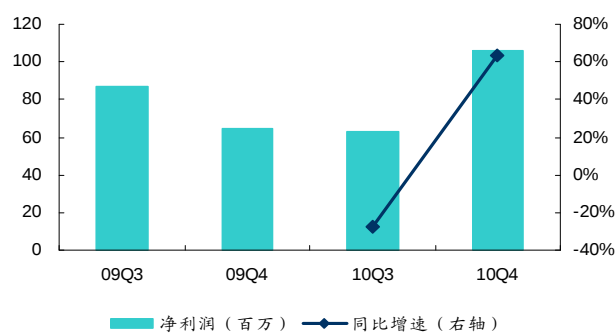
利润大幅增长的主要原因是：2010 年营业收入稳定增长，期间费用控制良好，全年净利率较 2009 年提升 1.4 个百分点。

图 1: 2009Q3-2010 年单季度收入及同比增速



资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 2: 2009Q3-2010 年单季度净利润同比增速

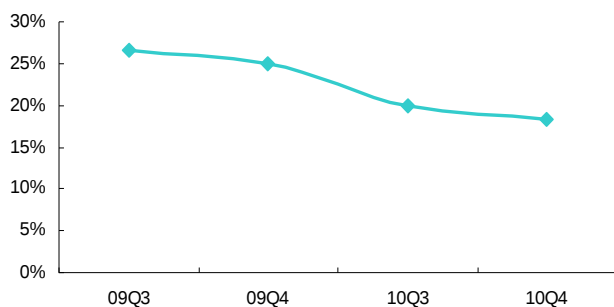


资料来源：公司报告，长江证券研究部

第二， 毛利率略有下滑，但费用控制良好

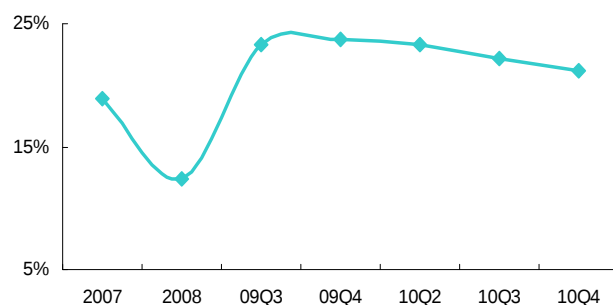
2010 年公司综合毛利率为 21.1%，较 2009 年下降 2.6 个百分点。单季度毛利率从二季度时的 23% 逐渐下滑至第四季度的 18.3%。

图 3：2009Q3-2010 年公司单季度毛利率



资料来源：公司报告，长江证券研究部

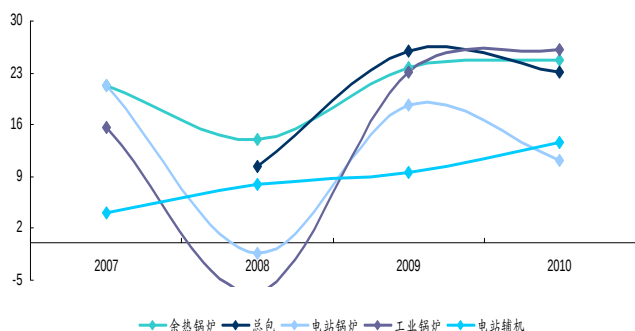
图 4：2007-2010 年公司累计毛利率



资料来源：公司报告，长江证券研究部

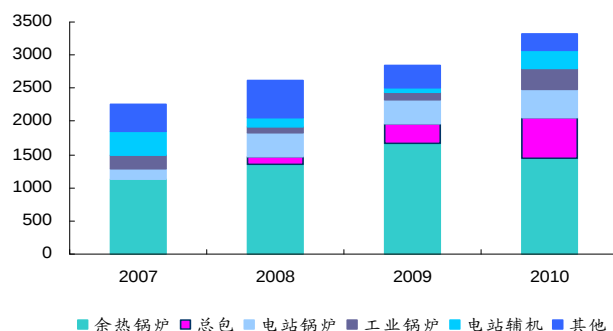
2010 年毛利率的下降主要由产品结构变动所致。各项业务中，余热锅炉和工业锅炉两项业务毛利率略有提升，分别达到 24.68% 和 26.22%，但余热锅炉收入占比下滑 15 个百分点；总包业务毛利率为 23.18%（同比下降 2.72 个百分点），收入同比增长 112%，所占份额较 2009 年提高了 8.4%。较低毛利率的总包业务占总销售收入比重上升，导致毛利率低于 2009 年。

图 3：公司主要业务毛利率水平总体平稳



资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 4：业务结构的变化是毛利率降低的主要原因



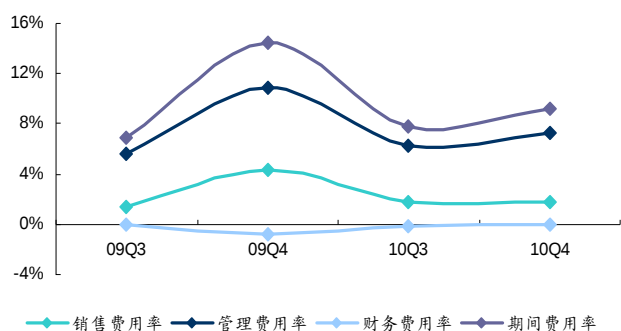
资料来源：公司报告，长江证券研究部

公司全年净利率较 2009 年提高 2 个百分点，主要原因有两点：

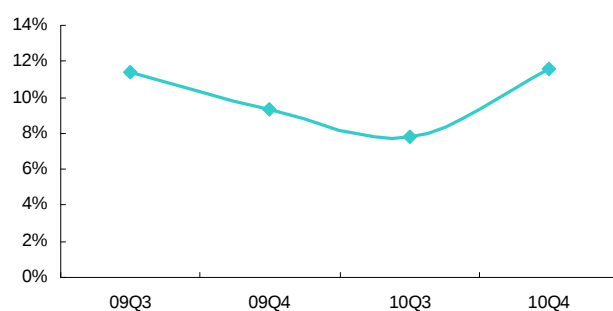
1. 2010 年公司期间费用率保持平稳，较 2009 年降低 0.6%；
2. 由于四季度公司邯钢新区 2*360 平方米烧结环冷烟气余热发电项目整体移交给业主，确认非流动资产处置收益 4402 万元。

图 3：2009Q3-2010 年公司单季度期间费用率

图 4：2009Q3-2010 年公司单季度净利率



资料来源：公司报告，长江证券研究部



资料来源：公司报告，长江证券研究部

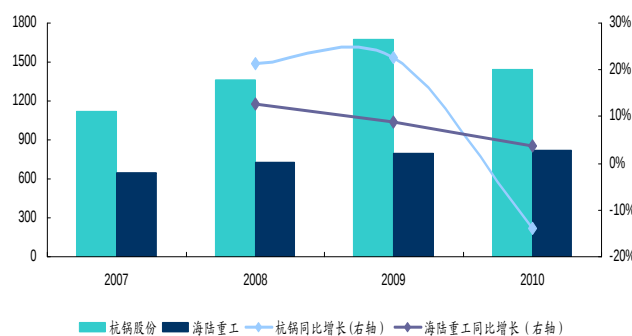
第三， 余热锅炉收入下滑，工业锅炉业务高速增长

2010 年公司余热锅炉业务销售收入 14.4 亿元，同比下降了 13.75%，在营业收入所占比重由 2009 年的 58.8% 下降至 2010 年的 43.5%，毛利率则与 2009 基本持平。主要竞争对手海陆重工 2010 年余热锅炉销售额增长 4% 达 8.24 亿元，以销售额计，公司仍以较大优势处于行业第一的位置。

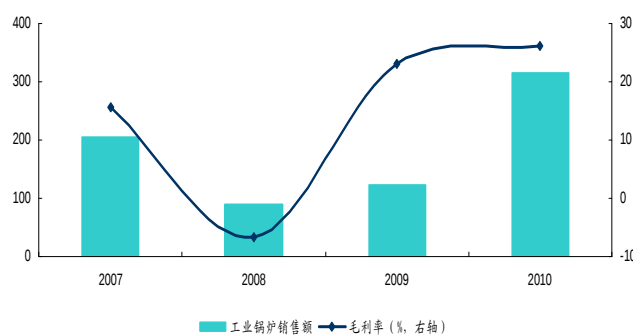
在工业锅炉业务方面，公司在 2009 年收购了新世纪能源公司，并从 2009 年 10 月纳入合并报表，受益于垃圾焚烧处理市场的增长及合并期间的差异影响，2010 年度实现销售收入 3.16 亿元，较上年同期增长 154.76%，毛利率较 2009 年提升 3 个百分点至 26.22%，保持了较好的行业竞争优势。

图 3：2010 年公司余热锅炉业务收入（百万）同比下降

图 4：总包业务毛利率高于公司综合毛利率



资料来源：公司报告，长江证券研究部

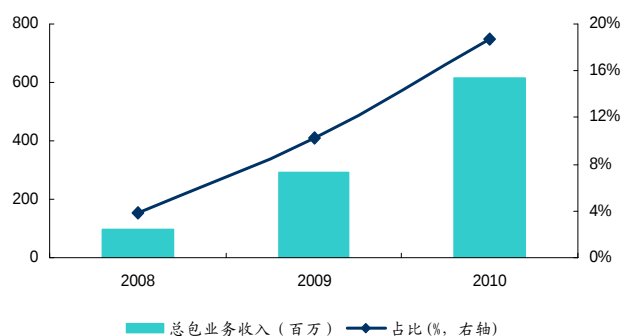


资料来源：公司报告，长江证券研究部

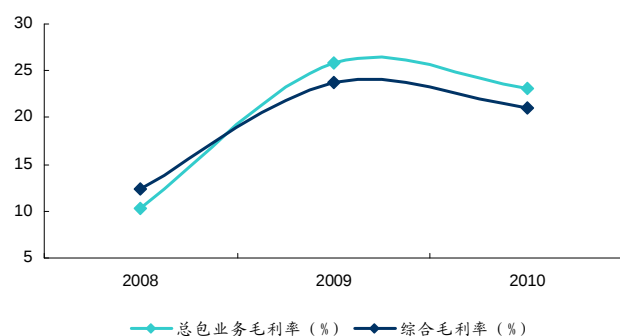
第四， 总包业务发展迅速，转型稳步推进

公司积极进入节能工程总包业务，2008 年以来总包业务收入快速增长。2010 年总包业务实现销售收入 6.18 亿，占公司营业收入的 18.7%，毛利率虽有所下降（为 23.2%），但仍高于公司综合毛利率水平。

从锅炉设备制造商向工程承包、合同能源管理的产业链延伸是行业未来的发展方向，总包业务快速发展表明公司的战略转型正稳步推进，有利于提升公司的长期竞争力。随着海陆重工、华光股份等竞争对手陆续开展总包业务，竞争趋于激烈，但公司拥有在总包领域的成功运营经验，具有一定的市场竞争优势。

图 3：2008—2010 年总包业务收入及在总收入中占比


资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 4：总包业务毛利率高于公司综合毛利率


资料来源：公司报告，长江证券研究部

第五，给予“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 43.1 亿、53.8 亿，每股收益分别为 0.96 元、1.19 元，对应 3 月 28 日收盘价的 PE 分别为 31、25 倍，给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3309	4314	5380	6726	货币资金	718	2172	3162	3982
营业成本	2610	3375	4212	5270	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	699	939	1167	1457	应收账款	967	1246	1536	1911
% 营业收入	21.1%	21.8%	21.7%	21.7%	存货	847	855	1067	1335
营业税金及附加	15	20	25	31	预付账款	299	386	42	52
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	61	73	91	114	流动资产合计	3070	4969	6195	7765
% 营业收入	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	201	259	323	404	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	长期股权投资	118	118	118	118
财务费用	-1	-4	-10	-13	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	140	566	729	905
资产减值损失	23	19	22	20	无形资产	257	244	232	221
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	14	14	14	14
投资收益	6	0	0	0	递延所得税资产	90	3	3	3
营业利润	407	572	716	900	其他非流动资产	455	455	455	455
% 营业收入	12.3%	13.3%	13.3%	13.4%	资产总计	4145	6370	7747	9481
营业外收支	57	0	0	0	短期贷款	55	0	0	0
利润总额	464	572	716	900	应付款项	1196	1547	1931	2415
% 营业收入	14.0%	13.3%	13.3%	13.4%	预收账款	1292	1684	2100	2626
所得税费用	42	80	104	135	应付职工薪酬	49	64	79	99
净利润	421	492	612	765	应交税费	7	13	16	21
归属于母公司所有者					其他流动负债	58	75	92	115
的净利润	334.5	384.6	478.0	596.9	流动负债合计	2657	3382	4218	5277
少数股东损益	87	107	134	168	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.84	0.96	1.19	1.49	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	64	64	64	64
经营活动现金流净额	198	945	1257	1131	负债合计	2721	3446	4283	5341
取得投资收益	3	0	0	0	归属于母公司	1161	2554	2960	3468
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	263	370	504	672
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1424	2924	3464	4140
固定资产投资	3	-449	-205	-235	负债及股东权益	4145	6370	7747	9481
其他	-83	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-79	-449	-205	-235		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.835	0.960	1.194	1.490
股权融资	1	1066	0	0	BVPS	3.23	7.10	7.39	8.66
银行贷款增加（减少）	8	-55	0	0	PE	35.57	30.93	24.88	19.93
筹资成本	118	-54	-62	-77	PEG	1.67	1.45	1.17	0.94
其他	-236	0	0	0	PB	9.20	4.18	4.02	3.43
筹资活动现金流净额	-109	957	-62	-77	EV/EBITDA	25.45	16.13	11.49	8.26
现金净流量	10	1454	990	820	ROE	28.8%	15.1%	16.1%	17.2%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。