

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

11 年业绩无忧，增长看天然气燃机锅炉

事件描述

近日，我们前往杭锅股份，与公司管理层就一季度生产情况、11 年已有订单的完成情况以及未来公司的发展进行了详细交流。

事件评论

第一、一季度业绩低于预期主要由产品结构因素导致

11 年一季度公司实现销售收入 7.63 亿元(同比增长 10.61%)，归属上市公司股东净利润 6783 万(同比下降 23.01%)。一季度业绩低于市场预期的主要原因有两点：（1）**产品结构因素**。公司各产品的单价和毛利率差异较大，一季度确认收入的产品毛利率较低且确认的总收入金额较小；（2）**总包业务比重上升**。公司积极开拓总包业务领域，总包收入占总收入的比重在 2010 年末达 18.66%，较 2009 年末上升 8.4 个百分点。总包业务的收款时间长于传统产品销售，导致当季确认的收入低于预期。

第二、银根紧缩致少量订单延迟执行，但全年业绩无忧

目前公司在手订单共 49.34 亿元，主要为余热锅炉订单（占总订单价值的 40%），电站锅炉、工业锅炉和总包工程的订单金额分别为 8.8 亿、7.4 亿和 6.8 亿。

表 1: 截至 10 年末公司的库存订单

产品种类	金额（亿元）
余热锅炉	19.94
电站锅炉	8.83
电站辅机	4.43
总包工程	6.78
工业锅炉	7.36
其他	2.00
合计	49.34

据了解，一季度公司小部分垃圾焚烧炉的订单被延后执行，主要原因是：购买垃圾焚烧炉的客户一般为相关 BOT 项目工程的企业，这些 BOT 项目的建设主要依靠银行信贷支持但存款准备金上调后，这些客户难以获得信贷，导致公司相关订单被迫延后。（注：11 年垃圾焚烧炉订单额约为工业锅炉订单额的 50%，即约 3.68 亿元。）

其余订单的大部分产品都可在 9-11 个月内完成，并确认销售收入。考虑到订单延后执行的因素，我们估计公司 11 年订单的完成额可能达 43 亿-45 亿，全年业绩仍将实现稳步增长。

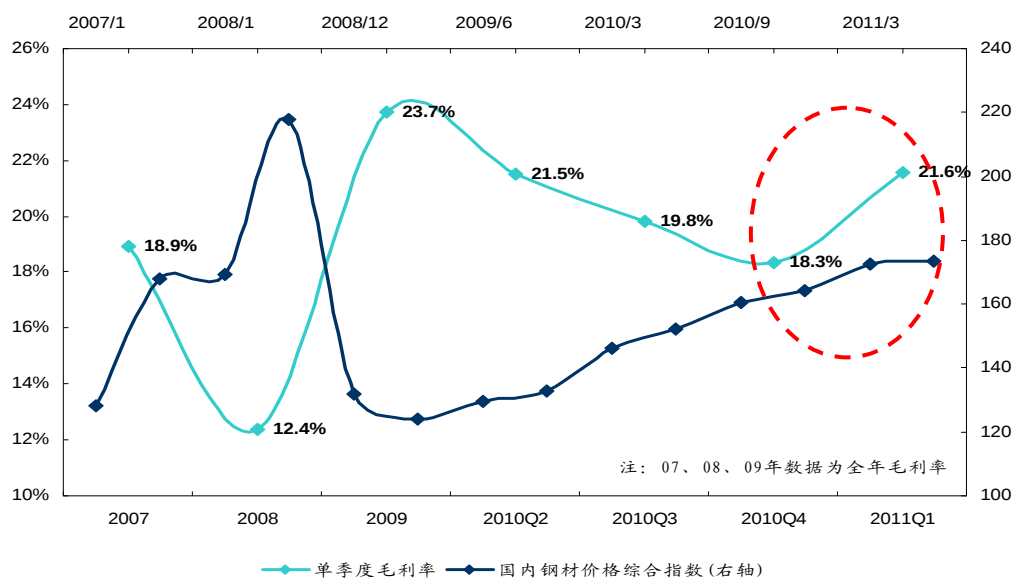
第三、天然气燃机余热锅炉优势明显，受益于未来天然气电站的建设

公司天然气燃机余热锅炉的技术和质量均位列国内第一梯队，且拥有其他竞争对手无法比拟的两方面优势：**（1）公司生产模式更适合天然气燃机余热锅炉。**因为国内其他大型锅炉企业的厂房设计适用于建造超临界和超超临界发电机组的锅炉，而天然气燃机余热锅炉的生产属于模块化生产（需要大量组件），对这些大型企业来说，会拖低一定的生产效率；**（2）公司服务速度和质量的优势明显。**凭借民营企业的高效机制，公司的服务优势已获得项目招标方的认可，成为招投标时取胜的重要因素。公司目前在天然气燃机余热锅炉市场的份额达到约 60%（按保有量计算），并获得上海临港电厂一期项目的全部 4 台 9F 级燃机余热锅炉的订单。我们认为，公司在国内天然气燃机余热锅炉市场拥有近似“垄断”的地位，将充分受益未来天然气电站建设。

第四、强化原材料库存管理，毛利率有望保持稳定

公司通过两个方面强化生产成本控制：（1）签订产品合同时，提前锁定钢材成本。公司按照产品合同签订时的钢材价格进行报价（钢材成本占总生产成本的 60%左右），可基本锁定产品成本，保证毛利率；（2）适量储备钢材库存。2008 年时由于公司钢材库存极低且钢材价格大幅上涨，导致当年毛利率跌至历史最低水平，约 12%。目前公司已充分吸取历史教训，适量储备钢材库存以备生产。我们认为，公司能够通过以上两种方式基本确保毛利率稳定，未来整体毛利率可能随高毛利产品销售占比的增加而上升。

图 1：整体毛利率受钢材价格波动的影响趋弱



资料来源：Wind, 长江证券研究部

第五、维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 44.6 亿、54.9 亿，每股收益分别为 0.91 元、1.17 元，对应 5 月 10 日收盘价的 PE 分别为 28、22 倍，维持“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	4463	5488	6738	货币资金	718	2177	3164	3963
营业成本	2610	3534	4321	5273	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	699	929	1167	1465	应收账款	967	1280	1553	1897
% 营业收入	21.1%	20.8%	21.3%	21.7%	存货	847	895	1095	1336
营业税金及附加	15	21	25	31	预付账款	299	404	43	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	76	93	115	流动资产合计	3070	5077	6249	7733
% 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	268	329	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	570	735	911
资产减值损失	23	29	28	23	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	4	4	3
营业利润	407	540	701	905	其他非流动资产	455	455	455	455
% 营业收入	12.3%	12.1%	12.8%	13.4%	资产总计	4145	6483	7808	9456
营业外收支	57	0	0	0	短期贷款	55	0	0	0
利润总额	464	540	701	905	应付款项	1196	1620	1981	2417
% 营业收入	14.0%	12.1%	12.8%	13.4%	预收账款	1292	1742	2142	2630
所得税费用	42	76	102	136	应付职工薪酬	49	67	81	99
净利润	421	464	599	769	应交税费	7	12	16	21
归属于母公司所有者					其他流动负债	58	78	94	115
的净利润	334.5	363.3	468.2	600.0	流动负债合计	2657	3519	4315	5283
少数股东损益	87	101	131	169	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.84	0.91	1.17	1.50	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	951	1255	1112	负债合计	2721	3583	4379	5347
取得投资收益	3	0	0	0	归属于母公司	1161	2536	2934	3444
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	364	495	664
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1424	2900	3429	4108
固定资产投资	3	-452	-207	-235	负债及股东权益	4145	6483	7808	9456
其他	-83	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-79	-452	-207	-235		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.835	0.907	1.169	1.498
股权融资	1	1066	0	0	BVPS	3.23	7.05	7.33	8.60
银行贷款增加 (减少)	8	-55	0	0	PE	30.79	28.35	22.00	17.16
筹资成本	118	-51	-61	-77	PEG	1.43	1.32	1.02	0.80
其他	-236	0	0	0	PB	7.96	3.64	3.51	2.99
筹资活动现金流净额	-109	960	-61	-77	EV/EBITDA	21.83	14.22	9.56	6.58
现金净流量	10	1459	987	800	ROE	28.8%	14.3%	16.0%	17.4%

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。