

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751829 zhangcheng1@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

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

上半年净利润低于预期，全年业绩有保障

事件描述

今日，杭锅股份发布 2011 年上半年业绩快报，公司上半年实现销售收入 16 亿元，同比下降 0.05%，归属母公司净利润 1.45 亿元，同比下降 14.19%。

我们有以下主要点评：

1. 2011 年上半年收入增速略高于预期，但净利润增速略低于预期；
2. 在手订单执行情况良好，11 年业绩有保障；
3. 二季度毛利率环比上升，预计下半年毛利率将略高于上半年；
4. 受益于天然气电站建设，2012-2013 年天然气余热锅炉业务增速或超预期；
5. 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 7 月 18 日收盘价的 PE 分别为 27、21 倍，维持此前的“推荐”评级。

事件评论

第一、2011 年上半年收入增速略高于预期，但净利润增速略低于预期

11 年上半年公司实现销售收入 16 亿元，同比下降 0.05%，归属母公司净利润 1.45 亿元，同比下降 14.19%。具体为：2011 年一季度单季度收入为 7.63 亿元，同比增长 10.61%，二季度单季度收入为 8.37 亿元，同比下降 8.12%。收入增速略高于预期，但净利润增速略低于预期。

表 1：2010 及 2011 年上半年单期收入及同比增速

时间	2011 年 (亿元)	2010 年 (亿元)	YOY
Q1	7.63	6.90	10.61%
Q2	8.37	9.11	-8.12%
H1	16.00	16.01	-0.05%

资料来源：Wind，长江证券研究部

上半年收入及净利润下降，主要有以下几点原因：（1）**产品结构因素**。公司各产品的单价和毛利率差异较大，上半年确认收入的产品金额和毛利率均较低（毛利率较去年同期低 1.16 个百分点），拖累上半年整体业绩；（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，导致一季度收入的确认金额较低；**(3) 管理费用及资产减值损失计提增速高于收入增速**。由于土地使用费摊销及折旧费用、员工工资及社保福利费用的增加，以及列支部分 IPO 发行费用等原因，2011 年上半年管理费用较 10 年同期增加约 1997 万元，同比增长 23.17%。此外，考虑到客户还款能力的减弱，上半年公司计提的坏账准备较 10 年同期增加约 1292 万元，同比增长 328.59%。

第二、在手订单执行情况良好，11 年业绩有保障

公司已公告的在手订单共 49.34 亿元，主要为余热锅炉订单（占总订单价值的 40%），订单金额总计达 19.94 亿元。

表 2：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

资料来源：公司报告，长江证券研究部

据了解，公司在手订单的执行情况良好，除垃圾焚烧炉订单可能被延后执行外，剩余大部分的锅炉订单都能在 2011 年完成，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 年订单的完成额或达 42 亿-44 亿，全年业绩将实现稳步增长。（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。）

第三、二季度毛利率环比上升，预计下半年毛利率将略高于上半年

公司生产成本控制加强，二季度毛利率环比及同比均有上升。据估算，公司二季度单季毛利率为 22.6%，同比上升 1.1 个百分点，环比上升 1.0 个百分点。

表 3：2010 及 2011 年上半年单期毛利率

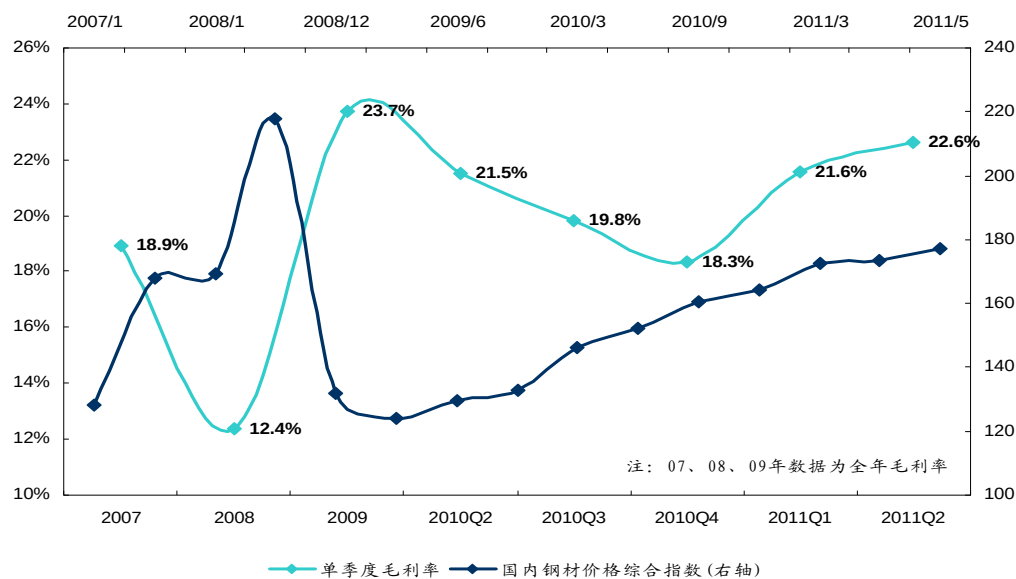
当季毛利率	2011 年	2010 年
Q1	21.6%	25.7%
Q2	22.6%	21.5%
H1	22.1%	23.3%

资料来源：公司报告，长江证券研究部

强化生产成本控制的主要措施是：**(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**。公司适量储备钢材库存以备生产，库存量大约为 2-3 个月生产用量。

我们认为，随着产品销售的逐步高端化、大型化和公司生产成本的良好控制，未来整体毛利率有望稳步上升。

图 1: 2010 年四季度起单季度毛利率稳步上升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

第四、受益于天然气电站建设，2012-2013 年公司天然气余热锅炉业务增速或超预期

2012-2013 年公司天然气余热锅炉业务增速或超预期，主要原因有两点：（1）天然气发电站建设稳步推进，燃机余热锅炉的新装机市场规模较大，且新装机需求有望在 2011-2013 年陆续释放。据估算，2011 下半年至 2013 年天然气燃机余热锅炉的潜在新装机容量约 3800 万千瓦，以 35 万千瓦级余热锅炉为例，约需要新建 94-110 座余热锅炉，市场容量约 100 亿元；（2）公司天然气燃机余热锅炉在技术质量和服务等方面的综合竞争力较强（估计公司在该领域的市场占有率达 50%-60%），能充分受益天然气电站建设带动的设备增长。

第五、维持“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 7 月 18 日收盘价的 PE 分别为 27、21 倍，考虑到 2012-2013 年公司天然气余热锅炉业务的较大增长潜力，维持此前的“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的净利润	334.5	363.3	468.2	600.0	其他流动负债	58	78	94	115
少数股东损益	87	101	131	169	流动负债合计	2657	3519	4315	5283
EPS (元/股)	0.84	0.91	1.17	1.50	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	198	951	1255	1112	其他非流动负债	64	64	64	64
取得投资收益	3	0	0	0	负债合计	2721	3583	4379	5347
收回现金					归属于母公司	1161	2536	2934	3444
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	263	364	495	664
固定资产投资	3	-452	-207	-235	股东权益	1424	2900	3429	4108
其他	-83	0	0	0	负债及股东权益	4145	6483	7808	9456
投资活动现金流净额	-79	-452	-207	-235	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	1	1066	0	0	EPS	0.835	0.907	1.169	1.498
银行贷款增加 (减少)	8	-55	0	0	BVPS	3.23	7.05	7.33	8.60
筹资成本	118	-51	-61	-77	PE	29.69	27.33	21.21	16.55
其他	-236	0	0	0	PEG	1.38	1.27	0.99	0.77
筹资活动现金流净额	-109	960	-61	-77	PB	7.68	3.51	3.38	2.88
现金净流量	10	1459	987	800	EV/EBITDA	20.99	13.58	9.07	6.19
					ROE	28.8%	14.3%	16.0%	17.4%

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。