

分析师:	刘元瑞	(8621) 68751829	zhangcheng1@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		

建立印度子公司，余热锅炉出口业务提速

事件描述

今日，杭锅股份公告在印度成立子公司——杭州锅炉（印度）有限公司，主要负责拓展余热锅炉印度市场。

主要观点如下：

1. 印度子公司的成立，有助于开拓印度市场；
2. 印度余热锅炉正在重复中国往日的经历，市场容量较大；
3. 公司产品渐获国外市场认可，加强品牌营销和售后服务犹如“如虎添翼”；
4. 出口市场是公司未来余热锅炉业务发展的重要环节，主要市场地是印度和东南亚（公司已完成了深入的市场考察和研究）。据估算，未来 5 年国内工业用余热锅炉的增速约 15%，天然气余热锅炉的市场空间为 100 亿左右，再加上不断开拓的出口市场，预计此三方面需求可保证公司整体余热锅炉业务的快速增长。
5. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 44 亿、51 亿，每股收益分别为 0.9 元、1.08 元，对应 8 月 3 日收盘价的 PE 分别为 28、23 倍，考虑到 2012-2013 年公司天然气燃机余热锅炉业务的较大增长潜力，维持此前的“推荐”评级。

事件评论

第一、 印度子公司的成立，有助于开拓印度市场

杭州锅炉集团拟与 Greenesol Power Systems Pvt Ltd、印度籍自然人 Mr. JSR Pradsad、Mr. Shridhar Nambi 共同出资设立 Hangzhou Boiler (India) Company Private Limited（杭州锅炉（印度）有限公司），注册资本 100 万美元，其中公司出资 67 万美元，占注册资本的 67%，Greenesol Power Systems Pvt Ltd 和自然人 Mr. JSR Pradsad、Mr. Shridhar Nambi 各出资 11 万美元，各占注册资本的 11%。

Greenesol Power Systems Pvt Ltd 的经营地址在印度卡纳塔尔邦班加罗尔市，主要经营发电设备的汽轮机供货、安装和调试，实际控制人是自然人 Mr. JSR Pradsad 和 Mr. Shridhar Nambi。据了解，他们已经与企业合作较长时间，合作关系良好。

此次成立的合资公司——杭州锅炉（印度）有限公司，未来将主要从事针对印度市场的余热锅炉销售和售后服务工作。

公司通过合资公司的设立，希望通过直接派人驻点在当地，增强公司售前、售后服务的综合水平，密切与客户的技术交流和战略合作，并以“杭锅”品牌的名义进一步拓展印度市场。（此前，杭锅的销售和技术人员是不断往返中国和印度，造成售后服务不及时，更关键的是当地市场对公司产品了解不多。）

第二、 印度余热锅炉正在重复中国往日的经历，市场容量较大

据了解，未来印度余热锅炉的市场容量可观，主要需求来自两大方面：（1）电站建设。印度国内现在还处于缺电状态，未来伴随城市化和工业化，电站建设会持续很长一段时间。目前大部分电站的设计都会考虑配套余热锅炉，以“一拖一”模式为主；（2）钢铁、水泥、化工等行业需求。印度国内这些行业配备余热锅炉的需求正逐渐兴起，成长空间很大。综合来看，印度正在走中国之前经历的过程，余热锅炉市场容量的成长空间可观。

第三、 公司产品渐获国外市场认可，加强品牌营销和售后服务犹如“如虎添翼”

公司产品在国际市场上的优劣势都很明显。（1）优势主要源于产品品质和高性价比。此前公司已经有少量产品实现过出口，产品质量均获当地合作方认可。而且国产余热锅炉的价格具备较大优势，在外国市场中具有绝对的竞争优势。（2）劣势主要是和当地市场沟通不足，品牌没有优势。此前公司采用找印度公司代销的模式，（这些印度公司一般也是做工程的），缺乏本土化的服务团队，对公司品牌的树立几乎没有帮助。

第四、 维持“推荐”评级

出口市场是公司未来余热锅炉业务发展的重要环节，主要市场地是印度和东南亚（公司已完成了深入的市场考察和研究）。

据估算，未来5年国内工业用余热锅炉的增速约15%，天然气余热锅炉的市场空间为100亿左右，再加上不断开拓的出口市场，预计此三方面需求可保证公司整体余热锅炉业务的快速增长。

预计公司2011、2012年的营业收入分别为44亿、51亿，每股收益分别为0.9元、1.08元，对应8月3日收盘价的PE分别为28、23倍，考虑到2012-2013年公司天然气燃机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	4434	5129	5709	货币资金	718	2170	3051	3605
营业成本	2610	3512	4047	4499	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	699	922	1081	1210	应收账款	967	1271	1451	1607
% 营业收入	21.1%	20.8%	21.1%	21.2%	存货	847	890	1025	1140
营业税金及附加	15	20	24	26	预付账款	299	402	40	45
% 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	75	87	97	流动资产合计	3070	5052	5937	6808
% 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	266	308	343	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	-9	-12	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	569	726	879
资产减值损失	23	29	24	14	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	3	2
营业利润	407	535	648	741	其他非流动资产	455	455	455	455
% 营业收入	12.3%	12.1%	12.6%	13.0%	资产总计	4145	6457	7486	8498
营业外收支	57	0	0	0	短期贷款	55	0	0	0
利润总额	464	535	648	741	应付款项	1196	1610	1855	2062
% 营业收入	14.0%	12.1%	12.6%	13.0%	预收账款	1292	1731	2002	2229
所得税费用	42	75	94	111	应付职工薪酬	49	66	76	85
净利润	421	460	554	630	应交税费	7	12	15	18
归属于母公司所有者的净利润	334.5	360.1	432.9	491.5	其他流动负债	58	78	88	98
少数股东损益	87	100	121	139	流动负债合计	2657	3497	4037	4492
EPS (元/股)	0.84	0.90	1.08	1.23	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	943	1136	827	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	3561	4101	4556
收回现金					归属于母公司	1161	2533	2901	3319
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	363	484	623
固定资产投资	3	-452	-199	-211	股东权益	1424	2896	3385	3942
其他	-83	0	0	0	负债及股东权益	4145	6457	7486	8498
投资活动现金流净额	-79	-452	-199	-211	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	0.899	1.081	1.227
银行贷款增加 (减少)	8	-55	0	0	BVPS	3.23	7.05	7.24	8.29
筹资成本	118	-50	-56	-62	PE	29.94	27.81	23.13	20.37
其他	-236	0	0	0	PEG	2.19	2.03	1.69	1.49
筹资活动现金流净额	-109	961	-56	-62	PB	7.74	3.55	3.45	3.02
现金净流量	10	1452	881	554	EV/EBITDA	21.18	13.85	10.04	8.02
					ROE	28.8%	14.2%	14.9%	14.8%

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。