

杭锅股份 (002534)

## 光热核心设备供应商稳步前行

## ——杭锅股份 2015 年年报点评

	洪荣华 (分析师)	王浩 (分析师)
	021-38675854	0755-23976068
	hongronghua@gtjas.com	wanghao013539@gtjas.com
证书编号	S0880514080002	S0880513090004

## 本报告导读:

2015 年坏账计提完毕, 在手订单支撑 16 年业绩反转, 光热项目和政策逐步落地, 光热业务将逐步增厚公司业绩, 同时积极寻找大环保领域及高端制造领域的外延式并购机会。

## 投资要点:

- **维持“增持”评级:** 2015 年营业收入较 2014 年下降 16.38%, 归母净利润减少 319.33%, 符合市场预期。维持 2016 年及 2017 年盈利预测, 对应每股收益为 0.57 元、0.62 元, 维持目标价 24 元。同时公司在年报中再次提及将积极寻找大环保领域及高端制造领域的外延式并购机会, 我们认为并购将给公司带来新的业绩增长点。
- **扣除钢贸坏账, 2015 年锅炉净利润 2 亿左右, 累计在手锅炉订单 36.6 亿, 支撑 2016 年业绩好转。** 公司锅炉业务全年营业收入 25 亿与 2014 年持平, 占总营业收入 95.49%。其中 Q1、Q2、Q3、Q4 净利润 0.44 亿元、-2.4 亿元、0.41 亿元、0.43 亿元, 坏账计提主要集中在第二季度, 扣除坏账计提, 锅炉业务净利润为 2 亿左右。报告期公司新增订单 31.62 亿元, 比 2014 同期增长 11.06%, 其中新产品订单 1.68 亿, 海外订单 7.54 亿元, 比 2014 年同期增长 8.7%, 目前累计在手锅炉订单 36.6 亿, 同比增加 14.6%, 在手订单支撑 16 年业绩好转。
- **光热领域取得小单, 光热核心设备供应商未来发展可期。** 报告期内公司取得太阳能光热发电领域订单 1,070 万, 我们认为近期光伏示范项目即将落地, 中控太阳能的青海德令哈 50MW 熔盐改造项目中标无疑, 公司吸热和储热订单在 3 亿左右。随着光热政策进一步推进, 光热业务将进一步增厚公司业绩。
- **催化剂:** 光热示范项目和标杆电价落地
- **风险提示:** 光热政策不达预期

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,133	2,620	3,000	3,200	3,500
(+/-)%	-47%	-16%	15%	7%	9%
经营利润 (EBIT)	287	234	179	191	214
(+/-)%	-42%	-18%	-23%	7%	12%
净利润	71	-155	230	250	280
(+/-)%	2%	-319%	248%	9%	12%
每股净收益 (元)	0.18	-0.39	0.57	0.62	0.70
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	9.2%	8.9%	6.0%	6.0%	6.1%
净资产收益率 (%)	2.7%	-6.3%	9.0%	9.2%	9.5%
投入资本回报率 (%)	7.6%	10.7%	7.3%	11.5%	9.2%
EV/EBITDA	15.1	18.5	23.7	18.8	18.7
市盈率	88.4	-40.3	27.1	25.0	22.3

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **24.00**

上次预测: 24.00

当前价格: 15.59

2016.03.22

## 交易数据

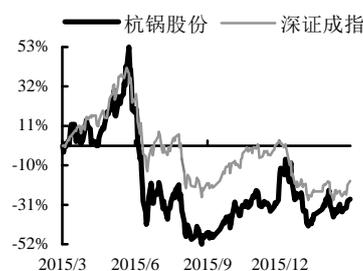
52 周内股价区间 (元)	10.18-33.98
总市值 (百万元)	6,244
总股本/流通 A 股 (百万股)	401/394
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	98%
日均成交量 (百万股)	503.13
日均成交值 (百万元)	83.12

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,443
每股净资产	6.10
市净率	2.6
净负债率	-11.13%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.11	0.14
Q2	-0.61	0.14
Q3	0.10	0.14
Q4	0.01	0.15
全年	-0.39	0.57

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	1%	-28%
相对指数	-2%	21%	-10%

## 相关报告

《被市场忽视的塔式光热核心设备供应商》  
2015.12.22

模型更新时间: 2016.03.22

**股票研究**

工业  
资本货物

**杭锅股份 (002534)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 24.00**

上次预测: 24.00

**当前价格: 15.59**

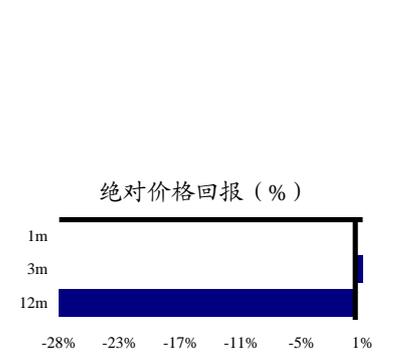
公司网址

www.chinaboilers.com

**公司简介**

公司是一家主要从事锅炉、压力容器、环保设备等产品的咨询、研发、生产、销售、安装及其它工程服务的大型综合性集团企业。

公司主要产品为各类余热锅炉、工业锅炉、电站锅炉、核电设备和电站辅机, 公司是国内规模最大、品种最全的余热锅炉研究、开发、设计和制造基地。

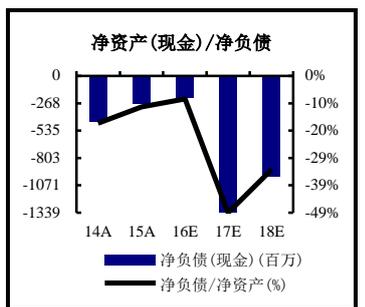
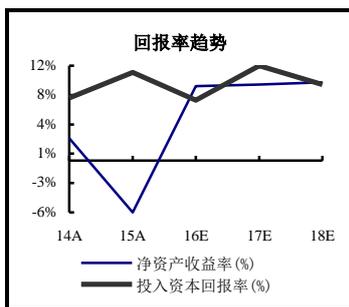
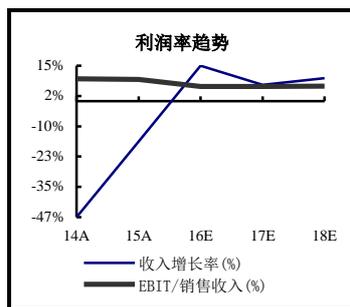


52 周价格范围 10.18-33.98

市值 (百万) 6,244

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>损益表</b>	<b>3,133</b>	<b>2,620</b>	<b>3,000</b>	<b>3,200</b>	<b>3,500</b>
营业总收入	2,498	2,018	2,400	2,560	2,795
营业成本	21	24	27	29	31
税金及附加	33	47	54	58	63
销售费用	294	296	340	362	396
管理费用	287	234	179	191	214
EBIT	0	3	0	0	0
公允价值变动收益	8	13	13	13	13
投资收益	7	10	-122	-277	-331
财务费用	110	-244	315	481	559
营业利润	65	10	-20	-29	-33
所得税	34	-47	90	130	149
少数股东损益	71	-155	230	250	280
<b>净利润</b>					
<b>资产负债表</b>	691	653	310	1,438	1,089
货币资金、交易性金融资产	639	786	0	0	0
其他流动资产	333	227	227	227	227
长期投资	1,188	1,337	1,402	1,470	1,542
固定资产合计	321	571	306	299	293
无形及其他资产	6,925	7,029	6,721	7,281	8,376
资产合计	2,782	3,252	3,536	3,610	4,136
流动负债	1,036	997	98	100	103
非流动负债	2,647	2,443	2,562	2,732	2,932
股东权益	2,324	2,313	2,582	1,757	2,458
<b>投入资本(IC)</b>					
<b>现金流量表</b>	177	247	189	202	226
NOPLAT	97	99	84	81	77
折旧与摊销	192	664	-737	704	-852
流动资金增量	-208	-114	169	-90	-90
资本支出	257	897	-294	897	-638
自由现金流	416	385	668	1,288	-189
经营现金流	-395	-612	183	-76	-76
投资现金流	-305	44	-1,194	-85	-84
融资现金流	-284	-183	-343	1,127	-349
<b>现金流净增加额</b>					
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	-47.3%	-16.4%	14.5%	6.7%	9.4%
EBIT 增长率	-41.6%	-18.3%	-23.5%	6.7%	12.0%
净利润增长率	1.5%	-319.3%	248.4%	8.7%	12.0%
利润率	20.3%	23.0%	20.0%	20.0%	20.1%
毛利率	9.2%	8.9%	6.0%	6.0%	6.1%
EBIT 率	2.3%	-5.9%	7.7%	7.8%	8.0%
净利润率					
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	2.7%	-6.3%	9.0%	9.2%	9.5%
总资产收益率(ROA)	1.0%	-2.2%	3.4%	3.4%	3.3%
投入资本回报率(ROIC)	7.6%	10.7%	7.3%	11.5%	9.2%
<b>运营能力</b>	120	133	133	133	133
存货周转天数	217	216	216	216	216
应收账款周转天数	810	972	836	799	816
总资产周转天数	5.89	-2.48	2.91	5.15	-0.67
净利润现金含量	7%	4%	-6%	3%	3%
资本支出/收入					
<b>偿债能力</b>	55.1%	60.4%	54.1%	51.0%	50.6%
资产负债率	-17.0%	-11.1%	-8.3%	-49.0%	-33.6%
净负债率					
<b>估值比率</b>	88.4	-40.3	27.1	25.0	22.3
PE	2.4	2.6	2.4	2.3	2.1
PB	15.1	18.5	23.7	18.8	18.7
EV/EBITDA	2.0	2.4	2.1	2.0	1.8
P/S	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
股息率					



**本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**
**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**评级说明**

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

**国泰君安证券研究**

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		