

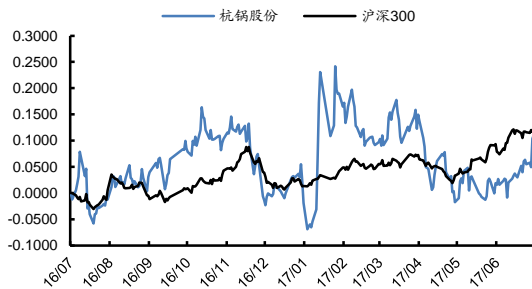
研究所

证券分析师：冯胜 S0350515090001  
0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn  
联系人：熊绍龙  
xionsl@ghzq.com.cn

## 上调中报业绩预告，低估值、高成长行业龙头属性逐步体现

### ——杭锅股份（002534）事件点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
杭锅股份	9.0	-3.4	13.8
沪深300	4.3	5.7	12.5

#### 市场数据 2017-07-13

当前价格（元）	10.20
52周价格区间（元）	8.32 - 11.84
总市值（百万）	7542.21
流通市值（百万）	7353.68
总股本（万股）	73943.28
流通股（万股）	72094.86
日均成交额（百万）	66.99
近一月换手（%）	13.19

#### 相关报告

- 《杭锅股份（002534）深度报告：余热锅炉成长新逻辑，2017年业绩增长可期》——2017-05-19
- 《杭锅股份（002534）动态点评：余热锅炉龙头，天然气发电带来成长新逻辑》——2017-04-09
- 《杭锅股份（002534）2016中报点评：主业增长趋势确定，光热设备龙头静待政策落地》——2016-08-19
- 《杭锅股份（002534）报告：轻装上阵，进入

#### 事件：

杭锅股份发布中报业绩修正预告，净利润 1.9-2.3 亿，同比增长 121.37%-167.97%，较上次预告（74.76%-121.37%）大幅上调。业绩上调的原因是：二季度有若干重大项目因为重启或生产进度超预期而在本季转销；公司内部降本增效，技术节约和配套件采购节约成效显著，成本控制较好。

#### 投资要点：

- **上调中报业绩预测，全年高增长已无虞。**2016 年末公司在手订单为 42.72 亿元，考虑到订单结算周期约为 0.5-1.5 年，预计多数订单将在 2017 年内完成。一般而言，工业企业下半年的收入确认较上半年好，上半年完成 1.9-2.3 亿元的净利润前提下，全年净利润超过 3.62 亿元的业绩预测已是大概率事件。此外，公司 2017 年一季度新增订单 7-8 亿元，呈良好势头，为明年业绩成长提供保障。我们认为公司今年业绩确定性强，未来几年业绩有望持续高增长。
- **余热锅炉行业龙头，受益天然气产业链复苏逻辑。**《天然气发展“十三五”规划》指出 2020 年我国气电装机达到 1.1 亿千瓦以上；市场缺口约 4000 万千瓦。余热锅炉作为天然气分布式能源的核心设备，受益于天然气产业政策和国家节能环保政策影响，需求有望进一步提升。2016 年公司余热锅炉订单为 21.76 亿元，同比增长 29%，占公司在手订单的比例为 52.16%。公司十多年来一直处于余热锅炉行业绝对龙头地位，2014 年国内余热锅炉市占率为 39.2%，市场竞争地位不断提升。
- **充分受益于“一带一路”战略，海外余热锅炉需求持续可期。**公司近三年海外销售收入占比均在 20% 以上的水平，2016 年公司承接巴基斯坦 4 台世界最大容量的 9H 级燃机余热锅炉项目，充分彰显其在海外市场的竞争优势。考虑到“一带一路”沿线国家天然气优势资源禀赋及工业化进程带来的燃气发电的庞大市场需求，预计公司海外订单未来几年将持续增长。
- **太阳能光热发电业务具备领先优势，预计 2017-2018 年将带来 16~**

高速发展期(买入)\*电力设备新能源\*谭倩》—  
—2016-03-22

《杭锅股份(002534)报告:业绩即将大反转,受益光热大发展(买入)\*电力设备新能源\*谭倩》  
——2016-02-19

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

**24亿元订单。**2017年4月公司与中控太阳能签订了德令哈50MW太阳能热发电熔盐吸热系统采购合同,将进一步巩固光热发电的先发优势。假设2018年底国家能源局1.349GW示范项目全部投产,则将带动投资400亿元,按吸热设备费率20%计算,同时假设公司市占率在20~30%,则将新增订单16~24亿元。

■ **维持买入评级。**暂不调整盈利预测水平,也暂不考虑光热发电带来的业绩弹性,预计2017-2019年公司净利润分别为364、456、591百万元,按照7月13股价10.20元/股计算,对应PE分别为21、17、13倍。公司下游需求主要来源两方面,一是国内天然气产业复苏带来的发电侧需求弹性;二是海外“一带一路”政策带来的域外订单;以上均是长周期的需求逻辑,因此我们认为公司业绩成长有望持续,“低估值,高成长”的行业龙头属性将逐步体现,维持公司“买入”评级。

■ **风险提示:**天然气分布式能源推进受阻;地补政策不及预期;海外项目推进不达预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2706	3405	4257	5320
增长率(%)	3%	26%	25%	25%
净利润(百万元)	192	364	456	591
增长率(%)	-224%	90%	25%	30%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.49	0.62	0.80
ROE(%)	6.44%	11.01%	12.25%	13.87%

资料来源:公司数据、国海证券研究所

表 1: 杭锅股份盈利预测表

		股票价							
证券代码:	002534.sz	格:	10.20	投资评级:	买入	日期:	7/13/17		
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	6.44%	11.01%	12%	14%	EPS	0.31	0.49	0.62	0.80
毛利率	27%	27%	28%	28%	BVPS	4.23	3.93	4.42	5.06
期间费率	15%	14%	15%	15%	<b>估值</b>				
销售净利率	7%	11%	11%	11%	P/E	32.86	20.71	16.53	12.76
<b>成长能力</b>					P/B	2.41	2.60	2.31	2.02
收入增长率	3%	26%	25%	25%	P/S	2.33	2.21	1.77	1.42
利润增长率	-224%	90%	25%	30%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
总资产周转率	0.36	0.38	0.41	0.43	营业收入	2706	3405	4257	5320
应收账款周转率	1.36	1.36	1.36	1.36	营业成本	1974	2494	3083	3852
存货周转率	2.22	2.22	2.22	2.22	营业税金及附加	28	29	39	50
<b>偿债能力</b>					销售费用	51	54	75	93
资产负债率	61%	63%	64%	65%	管理费用	311	424	557	671
流动比	1.36	1.42	1.41	1.42	财务费用	7	(17)	(22)	(29)
速动比	1.11	1.17	1.16	1.17	其他费用/(-收入)	(130)	1	18	36
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>	<b>204</b>	<b>421</b>	<b>543</b>	<b>720</b>
现金及现金等价物	1035	1876	2197	2759	营业外净收支	50	54	53	52
应收款项	1983	2496	3121	3900	<b>利润总额</b>	<b>254</b>	<b>476</b>	<b>596</b>	<b>772</b>
存货净额	888	1135	1404	1755	所得税费用	45	71	89	116
其他流动资产	990	1191	1437	1743	<b>净利润</b>	<b>209</b>	<b>404</b>	<b>507</b>	<b>656</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>4896</b>	<b>6488</b>	<b>7949</b>	<b>9947</b>	少数股东损益	18	40	51	66
固定资产	1117	1061	1009	959	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>192</b>	<b>364</b>	<b>456</b>	<b>591</b>
在建工程	430	441	452	462	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
无形资产及其他	290	290	261	232	<b>经营活动现金流</b>	<b>674</b>	<b>501</b>	<b>568</b>	<b>722</b>
长期股权投资	59	59	59	59	净利润	209	404	507	656
<b>资产总计</b>	<b>7590</b>	<b>8878</b>	<b>10393</b>	<b>12326</b>	少数股东权益	18	40	51	66
短期借款	150	170	190	210	折旧摊销	97	85	82	77
应付款项	1781	2276	2816	3520	公允价值变动	(3)	0	0	0
预收帐款	1340	1686	2109	2635	营运资金变动	354	(29)	(71)	(77)
其他流动负债	335	425	532	661	<b>投资活动现金流</b>	<b>48</b>	<b>304</b>	<b>(82)</b>	<b>36</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3606</b>	<b>4558</b>	<b>5647</b>	<b>7026</b>	资本支出	(210)	45	40	40
长期借款及应付债券	77	82	92	107	长期投资	5	0	0	0
其他长期负债	933	933	933	933	其他	253	258	(122)	(5)
<b>长期负债合计</b>	<b>1009</b>	<b>1014</b>	<b>1024</b>	<b>1039</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>119</b>	<b>(48)</b>	<b>(61)</b>	<b>(83)</b>
<b>负债合计</b>	<b>4615</b>	<b>5572</b>	<b>6671</b>	<b>8065</b>	债务融资	30	25	30	35
股本	617	739	739	739	权益融资	102	0	0	0
股东权益	2975	3307	3722	4260	其它	(13)	(73)	(91)	(118)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7590</b>	<b>8878</b>	<b>10393</b>	<b>12326</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>841</b>	<b>757</b>	<b>425</b>	<b>674</b>

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【机械军工组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3年机械行业实业工作经验，3年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

熊绍龙，武汉大学工学硕士，3年天然气行业实业工作经验，1年公募基金买方行业研究经验。2017年6月加入国海证券研究所，重点覆盖油气设备、工业自动化等领域。

## 【分析师承诺】

冯胜，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。