

哈空调 600202.SS

主营利润平稳增长

研究结论

- 报告期内，公司实现营业收入 15.04 亿元，同比增长 22.36%；营业利润 2.66 亿元，同比增长 7.79%；归属于母公司所有者的净利润 3.18 亿元，同比增长 35.28%。实现每股收益 0.998 元，基本复合我们先前的预期。
- 公司报告期内分别实现电站空冷和石化空冷 7.17 亿元和 5.54 亿元，同比分别增长 0.28% 和 23.84%，毛利率分别提升 1.05 和 2.34 个百分点。净利润增长速度快于收入增长速度有两个原因：一是 2008 年上半年哈尔滨市财政局和哈尔滨市开发区财政局分别以国家高技术产业发展项目和企业发展扶持基金的名义给予公司财政补贴，共计 4894 万元；二是 2008 年 1 月 1 日起实施的新《中华人民共和国企业所得税法》规定，企业从事符合条件的环境保护、节能节水项目的所得可以免征、减征企业所得税。公司及部分子公司生产的石化空冷器、电站空冷器、核电空调等产品为节水产品，符合税收优惠政策的规定，故本公司上述产品的所得本年免征企业所得税，导致本年度公司的企业所得税费用较上年度大幅减少 1981 万元。
- 报告期内，公司完成订货合同金额 17.54 亿元，同比增长 44.2%，取得了历史最好成绩。其中电站空冷完成订货额 11.88 亿元，同比增长 140.9%；石化空冷由于市场竞争激烈，完成订货额 5.66 亿元，同比下降 21%。尤其值得一提的是，公司在百万千瓦电站空冷和电网换流站空冷器市场取得了突破，开辟了新的服务领域，将成为公司新的利润增长点。
- 2008 年我国电站空冷比例超过 20%，其中哈空调的市场份额已经提升到 22%，在国产化率的要求下，未来这一比例还将进一步提升，公司 2009 年度经营计划为实现营业收入 17.3 亿元，成本 13 亿元，费用 1.3 亿元，按照公司的技术实力以及政策支持，公司应该可以实现目标。
- 因公司有百万千瓦超超临界空冷机组和 500KV 变压器两个项目急于上马，对于资金的需求较大，报告期内公司通过各种金融工具向银行贷款，并向公司控股股东哈尔滨工业资产经营有限责任公司借款人民币 2 亿元，用于 500kv 变压器建设项目。百万千瓦超超临界空冷项目属于公司传统优势项目的延伸，我们看好其成功的前景，对于变压器项目，由于高端变压器的激烈竞争以及进入壁垒，我们持谨慎态度。
- 公司拟进行的分红方案为按每 10 股送 2 股、派发现金红利 0.50 元（含税），共计派发现金红利 1597 万元，送红股 6389 万股。现金分红比例达 5%。
- 我们对于公司 2009 年、2010 年的盈利预测分别为 1.01 元和 1.09 元，估值较为便宜，同时又有生产核电空调器的能力，维持“增持”的投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

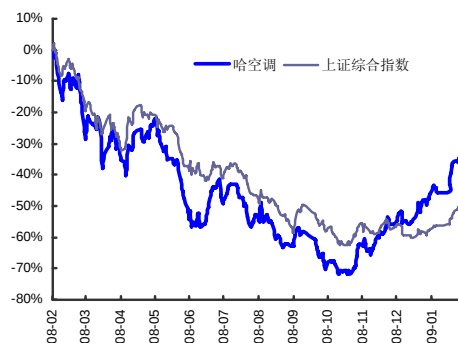
邹慧

电力设备行业资深分析师
8621-63325888 × 6101
zhui@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持** 中性 减持 **(维持)**

股价 (2009 年 2 月 16 日)	16.79 元
目标价格 (6 个月)	18.00 元
总股本/A 股 (万股)	31945/20226
A 股市值 (百万元)	5364
国家/地区	中国
行业	电力设备
报告日期	2009 年 2 月 17 日

股价表现



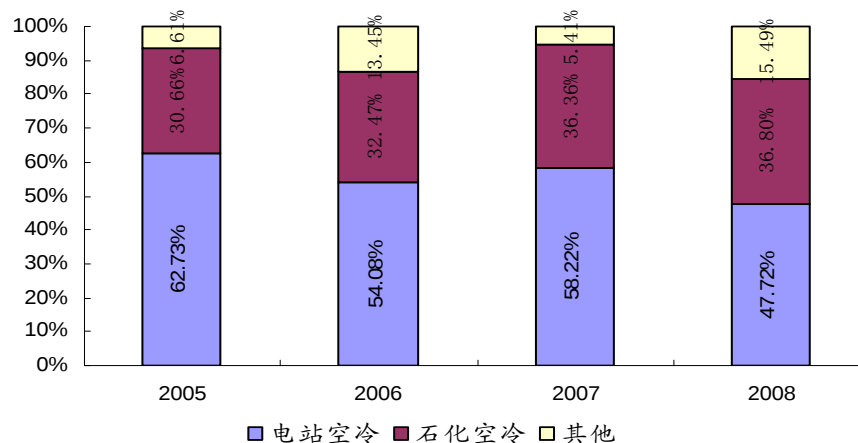
资料来源：WIND

财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1504	1747	2014	2759
同比 (%)	22%	16%	15%	37%
归属母公司净利润	319	321	347	402
同比 (%)	35%	1%	8%	16%
毛利率 (%)	26.0%	25.5%	25.6%	23.9%
ROE (%)	33.8%	25.4%	21.6%	20.0%
每股收益 (元)	1.00	1.00	1.09	1.26
P/E	16.83	16.71	15.45	13.33
P/B	5.69	4.25	3.33	2.66

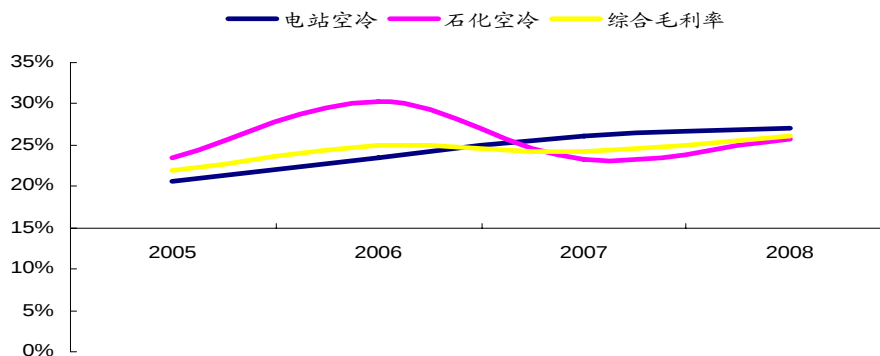
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

图1：公司近年来收入构成



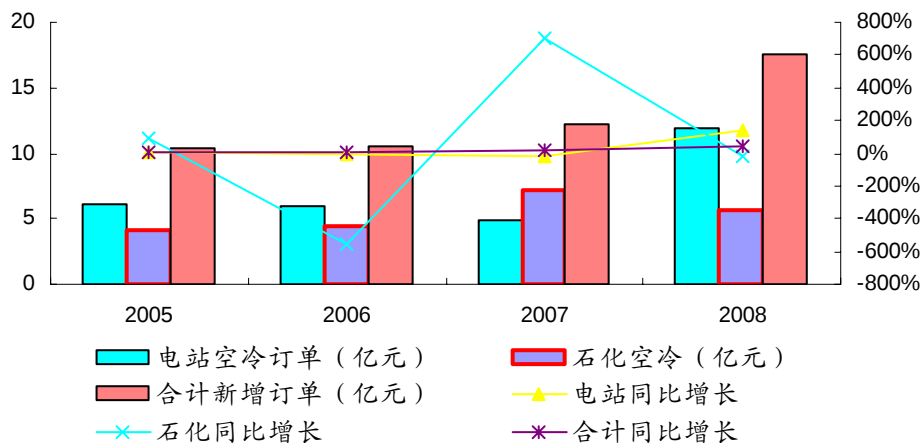
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图2：公司各项业务毛利率变化趋势



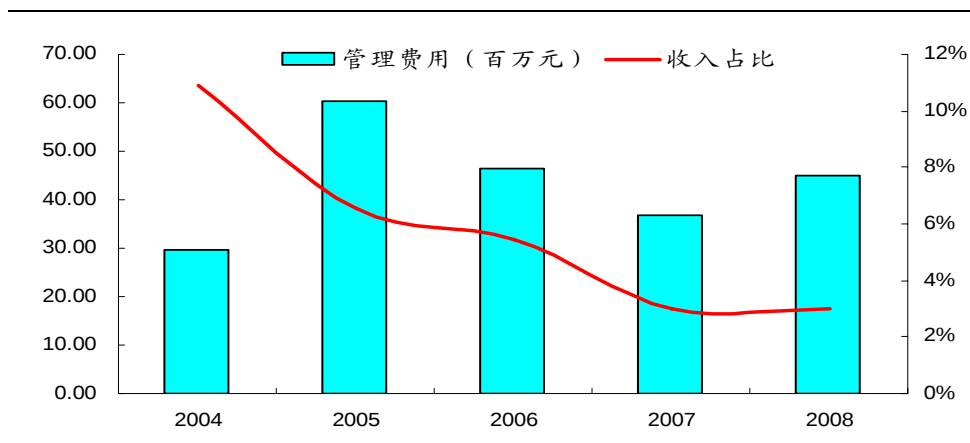
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图3：公司历年新增订单情况



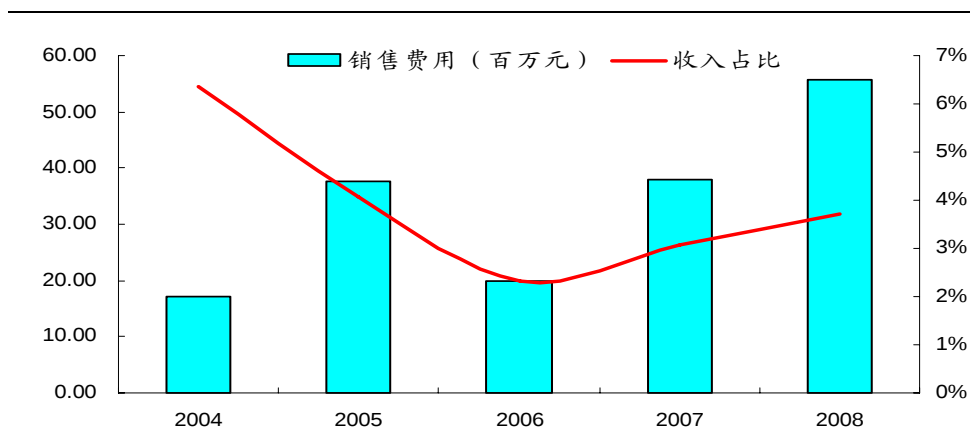
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图4：公司近年来管理费用及其收入占比



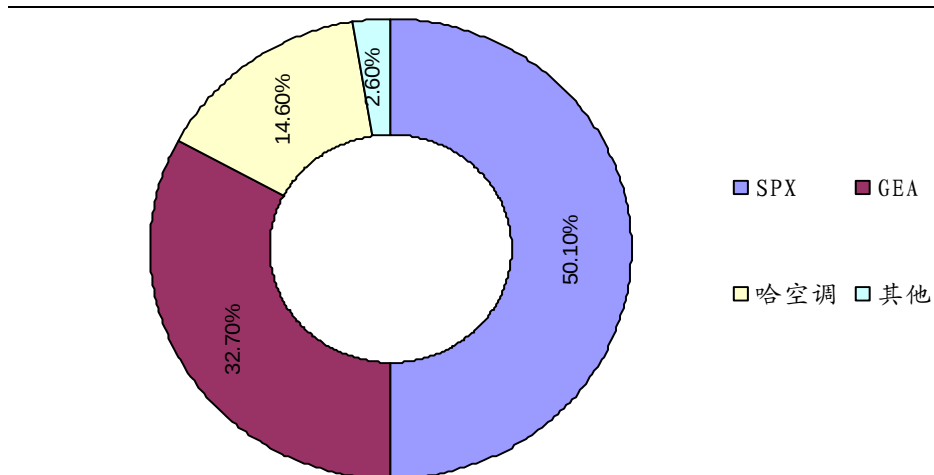
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图5：公司近年来销售费用及其收入占比



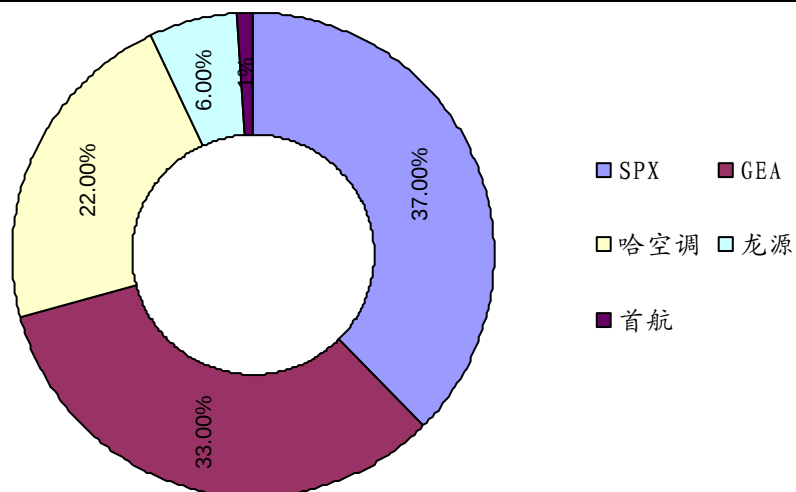
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图6：2007年电站空冷市场市场份额比较



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图7：2008年电站空冷市场市场份额比较



资料来源：公司公告，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009F	2010F	2011F	会计年度	2008	2009F	2010F	2011F
流动资产	1436	1844	2023	2781	营业收入	1504	1747	2014	2759
现金	360	349	302	414	营业成本	1113	1301	1499	2098
应收账款	807	1142	1316	1803	营业税金及附加	10	12	14	19
其它应收款	16	55	62	85	营业费用	56	65	75	102
预付账款	74	91	105	147	管理费用	45	52	60	83
存货	134	181	208	291	财务费用	31	17	42	52
其他	45	26	30	41	资产减值损失	1	3	3	3
非流动资产	583	1046	1669	1750	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	80	59	63	67	投资净收益	17	16	18	20
固定资产	266	603	1048	1270	营业利润	266	313	340	422
无形资产	94	149	212	272	营业外收入	70	25	25	25
其他	143	235	346	140	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2019	2890	3692	4531	利润总额	335	338	365	447
流动负债	1073	1472	1778	2064	所得税	16	17	18	45
短期借款	260	409	568	400	净利润	319	321	347	402
应付账款	277	325	375	525	少数股东损益	0	0	0	0
其他	536	737	835	1139	归属于母公司净利润	319	321	347	402
非流动负债	4	154	304	454	EBITDA	326	377	465	591
长期借款	4	154	304	454	EPS (元)	1.00	1.00	1.09	1.26
其他	-0	1	0	0	主要财务比率				
负债合计	1077	1626	2082	2518	会计年度	2008	2009F	2010F	2011F
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	319	319	319	319	营业收入	22.4%	16.1%	15.3%	37.0%
资本公积	76	76	76	76	营业利润	7.8%	17.7%	8.8%	24.1%
留存收益	547	868	1215	1617	归属于母公司净利润	35.3%	0.7%	8.1%	16.0%
归属母公司股东	942	1263	1610	2013	获利能力				
负债和股东权益	2019	2890	3692	4531	毛利率	26.0%	25.5%	25.6%	23.9%
现金流量表					净利率	21.2%	18.4%	17.2%	14.6%
单位:百万元					ROE	33.8%	25.4%	21.6%	20.0%
会计年度	2008	2009F	2010F	2011F	偿债能力				
经营活动现金流	315	232	411	386	资产负债率	53.3%	56.3%	56.4%	55.6%
净利润	319	321	347	402	净负债比率				
折旧摊销	30	47	83	117	流动比率	1.34	1.25	1.14	1.35
财务费用	31	17	42	52	速动比率	1.21	1.13	1.02	1.21
投资损失	-17	-16	-18	-20	营运能力				
营运资金变动	-49	-167	-70	-189	总资产周转率	0.81	0.71	0.61	0.67
其它	2	30	27	24	应收账款周转率	2	2	2	2
投资活动现金流	-193	-525	-725	-205	应付账款周转率	4.44	4.32	4.28	4.67
资本支出	202	498	666	150	每股指标 (元)				
长期投资	-2	-22	4	5	每股收益	1.00	1.00	1.09	1.26
其他	7	-49	-55	-50	每股经营现金流	0.99	0.73	1.29	1.21
筹资活动现金流	-24	282	267	-70	每股净资产	2.95	3.95	5.04	6.30
短期借款	10	149	159	-168	估值比率				
长期借款	0	150	150	150	P/E	16.83	16.71	15.45	13.33
普通股增加	74	0	0	0	P/B	5.69	4.25	3.33	2.66
资本公积增加	1	0	0	0	EV/EBITDA	16	14	11	9
其他	-109	-17	-42	-52					
现金净增加额	98	-11	-47	112					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

邹慧：电力设备行业资深分析师

本人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，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn