

中报略超预期，毛利率大幅提升为主因

——大洋电机（002249）半年报点评

分析师

吕磊

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lvlei@cgws.com

要点：

- **09 年中报略超预期** 09 年上半年受产品降价以及下游空调行业需求的下降，公司仅实现营业收入 7.44 亿元，同比减少 29.35%，但由于产品结构改善以及原材料价格下降所带来的毛利率的大幅提升，公司最终实现净利润 1.31 亿元，同比增长 23.57%，实现每股收益 0.52 元，略高于我们预期。
- **产品结构改善推动毛利率大幅提升** 尽管公司 5-7 系列空调电机收入都出现了同比下降，但由于公司高端产品 Y7S (L) 系列中央空调电机占主营业务利润比例的增长以及原材料价格的下降，最终推动公司综合毛利率由 08 年同期的 17.85% 大幅提升至 26.61%。
- **国内下滑出口补** 由于上半年国内空调市场尤其是一季度萎缩严重，公司将业务重点发在了出口领域，并卓有成效，从半年报中我们可以发现公司出口业务占收入的比例进一步提升，已达到 65%，毛利贡献率达到 87%。
- **下半年增长乐观** 随着下半年国内空调行业的逐步回暖以及国际空调巨头对公司采购订单的增加，我们认为公司空调电机业务下半年增长乐观，更为重要的是，由于目前公司电机产品在海外市场份额比例较低且公司还处于发展期，年收入仅 15 亿左右，若公司能够在 09 年通过开拓新客户并成功获得一两家国外大型企业的订单，则公司收入和利润提升的幅度将超出市场普遍预期，这也是我们对公司较为看好的原因之一。
- **盈利预测与投资评级** 综合各种因素考虑，我们对公司 09-10 年的盈利预测进行调整，预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.84 元和 0.90 元，较我们前期预测分别上调 18.3% 和 14.5%，对应动态市盈率分别为 39 倍和 36 倍，估值有所偏高，故我们给予公司“中性”评级，但若公司未来能够获得国际空调巨头大单，不排除我们上调投资评级的可能。

投资评级：中性（维持）

市场数据

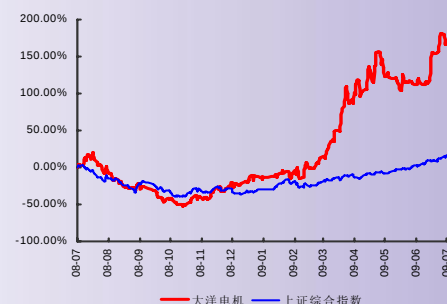
总市值（百万元）	8233
流通市值（百万元）	2084
总股本（万股）	25200
流通股本（万股）	6380
12 个月最高/最低（元）	64.0/11.44

公司盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入(万元)	156,858	142,451	163,645
(+/-%)	0.2%	-9.2%	14.9%
净利润(万元)	14,128	21,128	22,781
(+/-%)	-3.4%	49.5%	7.8%
摊薄 EPS(元)	1.12	0.84	0.90
市盈率(倍)	29.1	39.0	36.1

注：以 7 月 27 日收盘价 32.67 元计算

公司股价表现图



前期报告

《大洋电机调研报告：09 年看空调电机，未来增长有亮点》
20090723

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

附录

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	156,858	142,451	163,645	181,648	成长性				
营业成本	130,657	108,916	126,580	140,228	营业收入增长	0.2%	-9.2%	14.9%	11.0%
销售费用	4,014	3,989	4,582	5,086	营业成本增长	2.5%	-16.6%	16.2%	10.8%
管理费用	5,560	5,271	5,891	6,539	利润总额增长	-7.0%	52.9%	7.8%	11.7%
财务费用	715	-457	-526	-637	净利润增长	-3.4%	49.5%	7.8%	11.7%
投资净收益	2,184	50	0	0	盈利能力				
营业利润	14,996	24,013	25,970	29,112	毛利率	16.7%	23.5%	22.6%	22.8%
营业外收支	1,367	1,000	1,000	1,000	销售净利率	9.0%	14.8%	13.9%	14.0%
利润总额	16,363	25,013	26,970	30,112	ROE	12.1%	15.3%	14.2%	13.7%
所得税	2,145	3,752	4,046	4,517	ROIC	38.0%	35.9%	35.3%	35.5%
少数股东损益	89	133	144	161	营运效率				
净利润	14,128	21,128	22,781	25,435	销售费用/收入	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%
资产负债表 (万元)					管理费用/收入	6.5%	3.5%	3.7%	3.6%
货币资金	66,879	84,754	99,889	118,757	投资收益/利润	14.6%	0.2%	0.0%	0.0%
应收帐款	13,037	12,821	14,728	16,348	所得税/利润总额	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	7,635	6,934	7,966	8,842	应收帐款周转率	9.81	11.02	11.88	11.69
存货	20,394	17,001	19,758	21,888	存货周转率	6.12	5.83	6.89	6.73
流动资产合计	111,171	124,221	145,487	169,322	流动资产周转率	1.85	1.21	1.21	1.15
固定资产	29,722	34,681	39,518	43,757	总资产周转率	1.34	0.91	0.91	0.88
资产总计	147,462	165,799	192,324	220,703	偿债能力				
短期借款	0	1,500	1,500	1,500	资产负债率	21.0%	16.9%	16.4%	15.6%
应付款项	22,805	19,010	22,093	24,475	流动比率	4.17	5.23	5.32	5.62
流动负债合计	26,670	23,746	27,346	30,129	速动比率	3.40	4.52	4.60	4.89
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
负债合计	30,916	27,992	31,592	34,375	EPS	1.121	0.838	0.904	1.009
股本	12,600	25,200	25,200	25,200	每股净资产	9.25	5.47	6.38	7.39
留存收益	103,355	111,883	134,663	160,099	每股经营现金流	-0.89	1.04	1.04	1.26
少数股东权益	592	725	869	1,029	每股经营现金/EPS	-0.8	1.2	1.1	1.3
权益合计	116,546	137,807	160,732	186,328	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
负债和股东权益总计	147,462	165,799	192,324	220,703	PE	29.1	39.0	36.1	32.4
现金流量表 (万元)					PEG	0.59	4.98	3.10	—
经营活动现金流	-11,225	26,164	26,135	31,868	PB	3.5	6.0	5.1	4.4
其中营运资本减少	-26,790	390	-2,531	-2,184	EV/EBITDA	21.62	29.28	26.08	22.02
投资活动现金流	-9,763	-9,789	-11,000	-13,000	EV/SALES	2.65	5.82	5.07	4.56
其中资本支出	-8,949	-9,000	-10,000	-12,000	EV/IC	7.72	14.10	12.45	11.31
融资活动现金流	72,114	1,500	0	0	ROIC/WACC	3.06	2.89	2.85	2.86
净现金总变化	50,855	17,875	15,135	18,868	REP	2.52	4.87	4.37	3.95

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍:

吕 磊: 北京航空航天大学汽车工程系硕士、学士, 3年证券行业从业经历, 任汽车及零配件行业研究员。

研究员承诺:

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 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的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	

预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;

预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>