

评级(初次)	买入
目标价	18~21.6

技术前沿的估值洼地

——哈空调(600202)点评

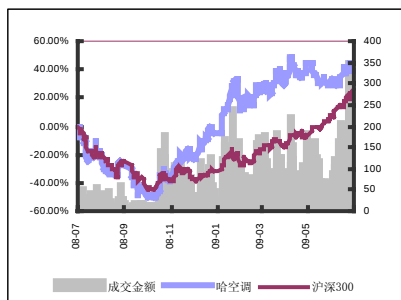
市场数据 2009年07月28日

总股本(亿股)	3.83
流通A股(亿股)	2.43
收盘价(元)	14.88
6个月价格区间	12.01~19.75

财务数据 2009年一季报

主营收入(亿元)	3.63
同比增长	13.9%
净利润(亿元)	0.6784
同比增长	15.9%
毛利率	30.57%
摊薄每股收益(元)	0.177
每股净资产(元)	2.63

哈空调与沪深300指数走势对比图



数据来源: Wind 资讯

投资要点

- 公司主营电站空冷,石化空冷,是全国最早最大的空冷中资企业;新切入变压器等电站配套产品;积极探索新能源空冷技术,在核级空调中保持一定的市场份额;着手风机塔架,把握新能源脉搏。
- 电站空冷运用于缺水区的火电电站,可节约用水 75%,但投资成本比电站湿冷高出 40%,且多消耗 3%的煤。对于日趋紧张的能源,是节约水还是节约煤呢?我们认为在我国的煤产区甚至是没有能源的内陆缺水地区,水资源比煤能源更为可贵。而且发改委明确表示对于我国缺水地区,对开采使用地下水限制性使用。节约用水成为发改委水资源长期发展策略。空冷在节水方面表现突出,内陆发电站的空冷设备需求增大,北方五省电站空冷比重将由 08 年的 20%提高到 50%。公司电站空冷业务未来几年可保持 20%的增长。
- 石化空冷主要用于石油化工行业,市场占有率达 50%。由于石油化工行业多在多水地区,石化空冷市场需求趋于饱和,公司订单有所下降。但由于石化空冷运用于腐蚀性的剧毒介质中,部分配件需经常更换,且石化空冷为定制产品,所以公司石化空冷业务后续收入和市场地位皆可保持稳定。
- 核级空调属于安全 3 级设备,技术门槛很高。公司在核级空调方面走在行业前沿。尽管目前核级空调订单不多,利润贡献不大。但公司的提前介入,使公司空调生产技术上与时代先进保持一致,同时也有利于公司品牌的提升。至 2020 年,我国核电装机容量将扩容至 7500 千瓦,届时,市场每年将有 3 亿元的核级空调需求。
- 百万千瓦超超临界机组空冷系统建设项目也已开工建设,该项目重点生产百万千瓦超超临界机组空冷系统关键设备。项目达产后,形成年产 4 套空冷机组生产能力,可实现年销售收入 4.5 亿元。哈空调已与华电宁夏灵武电厂签下订单,将为灵武电厂生产世界上首批两套百万千瓦超超临界空冷机组。

东吴证券研究所

0512-62938651

sophyhaifang@hotmail.com

2009年7月28日

配股项目申请未通过后的分析

7月24日，公司配股申请未获得证监会发审委通过，此次配股项目主要是500KV变压器发展项目。该项目是黑龙江国资委主导，已经利用自有资金开始投产。配股申请的不通过，不会影响此次项目的发展，估计采用其他融资方式。由于资金方面的影响，我们预计变压器项目投资规模有所缩小，但技术高度不会改变且有可能加强。智能电网的发展将给变压器市场提供的想象空间。

盈利预测：

08-10年由于哈空调是节能环保类大型国企，受国家正面扶持，三年免税，且有一定补贴。这将大大缓解哈空调的投资资金压力。预计公司09年销售收入为16.5亿元，补贴不计在内，实现每股摊薄收益为0.72元，相对于25-30倍的PE，合理股价为18元~21.60元。给予买入评级。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	847.96	1229.46	1504.41	1654.85	1820.33	2002.37
增长率(%)	-8.11%	44.99%	22.36%	10.00%	10.00%	10.00%
归属母公司股东净利润	107.58	235.58	318.70	277.70	306.22	292.14
增长率(%)	14.96%	118.98%	35.28%	-12.86%	10.27%	-4.60%
每股收益(EPS)	0.281	0.615	0.831	0.724	0.799	0.762
每股股利(DPS)	0.256	0.256	0.022	0.328	0.361	0.345
销售毛利率	25.06%	24.19%	26.02%	25.09%	25.09%	25.09%
销售净利率	13.41%	19.16%	21.18%	17.09%	17.13%	14.86%
净资产收益率(ROE)	21.81%	37.36%	33.82%	25.38%	24.26%	20.54%
投入资本回报率(ROIC)	26.38%	47.81%	56.50%	33.02%	27.11%	21.54%
市盈率(P/E)	53.02	24.21	17.90	20.54	18.63	19.53
股息率(分红/股价)	0.017	0.017	0.001	0.022	0.024	0.023

报表预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	847.96	1229.46	1504.41	1654.85	1820.33	2002.37
减: 营业成本	635.49	932.00	1112.99	1239.65	1363.62	1499.98
营业税金及附加	5.42	9.24	10.43	11.49	12.64	13.90
营业费用	19.80	37.83	55.69	50.27	55.30	60.83
管理费用	46.30	36.67	45.12	63.12	69.43	76.37
财务费用	7.60	14.03	30.52	4.70	4.40	1.32
资产减值损失	11.23	-38.35	0.80	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	8.54	16.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	122.12	246.59	265.79	285.62	314.95	349.96
加: 其他非经营损益	2.96	21.76	68.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	125.07	268.35	334.65	285.62	314.95	349.96
减: 所得税	11.39	32.76	15.95	2.86	3.15	52.49
净利润	113.68	235.58	318.70	282.76	311.80	297.47
减: 少数股东损益	6.10	0.00	0.00	5.06	5.58	5.33
归属母公司股东净利润	107.58	235.58	318.70	277.70	306.22	292.14

资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	129.07	225.14	346.83	16.55	18.20	132.43
应收和预付款项	644.96	933.85	942.07	1038.51	1140.13	1256.37
存货	102.55	125.98	133.83	179.26	165.14	213.70
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	42.12	67.57	80.10	80.10	80.10	80.10
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	258.11	264.47	405.98	650.34	864.71	749.07
无形资产和开发支出	2.69	15.13	93.88	84.25	74.61	64.97
其他非流动资产	7.43	9.55	0.36	0.18	0.00	0.00
资产总计	1186.93	1641.68	2003.06	2049.19	2342.90	2496.64
短期借款	180.00	250.00	260.00	66.72	113.62	0.00
应付和预收款项	477.72	730.43	771.21	857.30	930.84	1032.90
长期借款	3.83	3.83	3.83	0.00	0.00	0.00
其他负债	29.78	26.92	25.78	25.78	25.78	25.78
负债合计	691.32	1011.18	1060.82	949.81	1070.24	1058.68
股本	245.73	245.73	319.45	319.45	319.45	319.45
资本公积	74.41	74.41	75.81	75.81	75.81	75.81
留存收益	173.06	310.35	546.98	699.06	866.75	1026.74
归属母公司股东权益	493.21	630.49	942.24	1094.32	1262.01	1422.00
少数股东权益	2.40	0.00	0.00	5.06	10.64	15.97
股东权益合计	495.61	630.49	942.24	1099.38	1272.66	1437.97
负债和股东权益合计	1186.93	1641.68	2003.06	2049.19	2342.90	2496.64

现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	-3.09	229.37	346.00	297.15	397.68	361.33
投资性现金净流量	-27.23	-55.25	-192.95	-300.00	-300.00	0.00
筹资性现金净流量	11.25	-46.00	-24.24	-327.43	-96.02	-247.10
现金流量净额	-19.08	128.13	128.80	-330.28	1.65	114.23

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

本报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该类信息的准确性或完整性。本公司<http://www.gs jq.com.cn>网站刊载的完整报告为准。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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

强于大市：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-10% ~+10%之间；

弱于大市：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 10%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%~+5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州

苏州市工业园区翠园路 181 号

公司网址：<http://www.gs jq.com.cn>