

哈空调

600202

增持/ 维持评级

股 价	2009/08/24
RMB13.6	

基础数据

总股本（百万股）	383
流通 A 股（百万股）	243
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	3301

财务数据

市净率 (X)	5.16
TRACING P/E (X)*	15.89
EPS (元)	0.18
股息率 (%)	0.37

*最近四季盈利计算。

相关研究

《瑕不掩瑜，明天会更好》

发表日期（2009/05/04）

《卸掉包袱，轻装前进》

发表日期（2009/08/02）

分 析 师
 唐晓斌
 +755-82364440
 tangxb@lhqz.com

业绩确定增长，估值优势尽显

——2009 年中报点评

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1504.4	753.6	1559.5	1845.3	2223.8
(+/-%)	22.4	1.94	3.7	18.3	20.5
归属母公司净利润(百万元)	318.7	159.9	349.2	395.0	452.8
(+/-%)	35.3	-1.65	9.5	13.2	14.7
EPS(元)	0.83	0.42	0.91	1.03	1.18
P/E(倍)	16.4	32.4	14.9	13.2	11.5

■ 公司 09 年上半年实现收入 7.54 亿元，同比增长 0.27%；归属母公司净利润 1.6 亿元，同比微降-1.6%；实现 EPS 0.44 元。

■ 由于铜、钢等原材料价格的大幅回落，公司主营产品的毛利率都出现了大幅的提高，综合毛利率同比增长 6 个百分点。预计 09 年综合毛利率可达到 28.3%，同比增长 2 个百分点。

■ 由于 09 年上半年政府补助较少，所以净利润同比微降 1.6%。但扣除非经常性损益，公司的净利润同比增长超过 36%，显示出很好的盈利性。目前，公司已获得国家电站空冷系统研发中心专项资金 3,000 万元，预计全年营业外收入可维持在 4,000~5,000 万元。

■ 公司 09 年上半年新增订单 2.3 亿元，降幅较大。这主要是由于上半年新审批的火电机组较少，以及行业竞争日趋激烈造成的。此外，公司近期公布的意大利及魏家峁合计 3.6 亿元的订单也将保证公司 2010 年持续增长。

■ 我们认为，由于公司在手订单较多，产能瓶颈也影响了公司新接订单的能力。随着百万千瓦空冷项目年底投产，公司产能瓶颈的问题也将得以解决。

■ 我们依然维持原来的观点，随着未来坑口电站比重的快速增长，以及国产化进程、水价上调等多方面影响，公司未来的成长性值得期待。预计 09、10 年公司净利润分别为 3.5、4.0 亿元，实现 EPS 0.91、1.03 元。目前公司股价 13.6 元，对应 PE 分别为 14.9、13.2 倍。维持“增持”评级。

最近 52 周股价表现

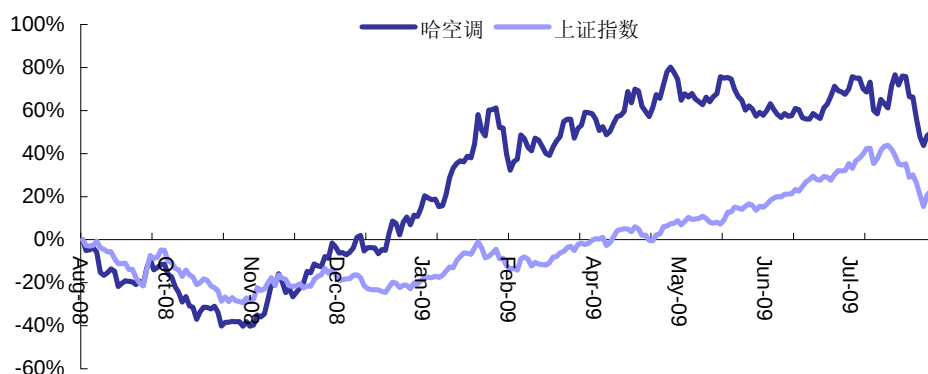


表 1、哈空调 30 万千瓦及以上电站空冷在手订单情况

	空冷机组(万千瓦)	金额	万元	备注
08 年确认收入项目	252	53,897		
中电投霍林河坑口电厂	2×30	15,624		
内蒙古能源发电乌斯太热电厂	2×30	16,722		
华电蒲城发电厂三期	2×66	21,551		
09 年预计可确认收入的项目	360	70,525		
内蒙古大板电厂	2×60	17,412		推迟交货
华能平凉发电厂二期	2×60	24,276		
陕西华电榆横煤电	2×60	21,837		
华能灵武二期	2×100	7,000		确认部分收入
2010 年预计可确认收入的项目	412	53,915		
魏家峁煤电一体化电厂	2×66	18,765		2010 年 8、12 月交货
意大利 80 万千瓦联合循环电站	1×80	16,980		2010 年 11 月前交货
华能灵武二期	2×100	18,170		2010 年 10 月交货

数据来源：上市公司公告、联合证券研究所预测

表 2、公司电站空冷收入预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
火电新增装机容量(万千瓦)	6,575	5,800	5,200	4,800
空冷机组占新增火电装机的比重	21%	26%	36%	51%
空冷装机容量(万千瓦)	1,381	1,523	1,872	2,448
行业总需求	289,958	312,113	374,400	452,880
增长率		7.64%	19.96%	20.96%
哈空调市场占有率	19%	22%	25%	28%
30 万千瓦电站空冷收入	53,897	68,665	93,600	126,806
小型电站空冷收入	17,886	18,000	15,000	12,000
收入合计	71,783	86,665	108,600	138,806
增长率		20.73%	25.31%	27.81%

数据来源：联合证券研究所预测

风险提示

- 公司上半年新增订单降幅较大。虽然目前在手订单较多，对公司 09 及 2010 年上半年的业绩并无影响，但如果下半年仍无好转，将对公司未来发展不利。
- 公司 500kv 变压器项目以何种方式转让给大股东，以及如何进军风电领域，仍存在不确定性。

盈利预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1436	1570	1898	2377
现金	360	433	586	815
应收账款	807	865	987	1168
其它应收款	16	13	16	19
预付账款	74	78	94	114
存货	134	134	160	195
其他	45	47	55	67
非流动资产	583	837	1042	1199
长期投资	80	70	73	73
固定资产	266	499	681	818
无形资产	94	137	188	240
其他	143	130	101	67
资产总计	2019	2407	2940	3576
流动负债	1073	1137	1286	1480
短期借款	260	300	300	300
应付账款	277	285	335	410
其他	536	552	651	770
非流动负债	4	-6	-16	-27
长期借款	4	-7	-17	-27
其他	-0	1	1	1
负债合计	1077	1131	1270	1453
少数股东权益	0	0	0	0
股本	319	383	383	383
资本公积	76	76	76	76
留存收益	547	816	1211	1664
归属母公司股东权益	942	1275	1670	2123
负债和股东权益	2019	2407	2940	3576

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	315	374	448	493
净利润	319	349	395	453
折旧摊销	30	43	61	79
财务费用	31	15	16	16
投资损失	-17	-15	-15	-15
营运资金变动	-49	-15	-10	-42
其它	2	-4	1	2
投资活动现金流	-193	-300	-268	-238
资本支出	202	270	220	190
长期投资	-2	-10	3	0
其他	7	-40	-45	-48
筹资活动现金流	-24	-1	-26	-26
短期借款	10	40	0	0
长期借款	0	-11	-10	-10
普通股增加	74	64	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他	-109	-94	-16	-16
现金净增加额	98	72	154	228

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1504	1560	1845	2224
营业成本	1113	1119	1336	1628
营业税金及附加	10	11	13	16
营业费用	56	56	66	78
管理费用	45	45	53	63
财务费用	31	15	16	16
资产减值损失	1	0	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	17	15	15	15
营业利润	266	328	376	437
营业外收入	70	40	40	40
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	335	368	416	477
所得税	16	18	21	24
净利润	319	349	395	453
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	319	349	395	453
EBITDA	326	386	454	532
EPS (元)	1.00	0.91	1.03	1.18

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	22.4%	3.7%	18.3%	20.5%
营业利润	7.8%	23.5%	14.7%	16.2%
归属于母公司净利润	35.3%	9.6%	13.1%	14.6%
获利能力				
毛利率	26.0%	28.3%	27.6%	26.8%
净利率	5.7%	21.2%	22.4%	21.4%
ROE	33.8%	27.4%	23.6%	21.3%
ROIC	23.2%	20.6%	19.0%	17.9%
偿债能力				
资产负债率	53.3%	47.0%	43.2%	40.6%
净负债比率	25.43%	26.86%	23.10%	19.47%
流动比率	1.34	1.38	1.48	1.61
速动比率	1.21	1.26	1.35	1.47
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.70	0.69	0.68
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	4.44	3.98	4.31	4.37
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.83	0.91	1.03	1.18
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.82	0.97	1.17	1.29
每股净资产 (最新摊薄)	2.46	3.33	4.36	5.54
估值比率				
P/E	14.61	16.00	14.15	12.34
P/B	4.94	4.38	3.35	2.63
EV/EBITDA	17	14	12	10

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。