

2010年业绩增长潜力有限

——哈空调(600202)调研简报

分析师

徐超:

☎ (86-10) 88366060-8711

✉ xuc@cgws.com

要点:

- **投资建议:** 我们近期走访了哈空调,跟公司的管理层交流了生产经营情况。我们预计公司09、10年可分别实现营业收入13.8亿元和16.4亿元,不考虑政府补助,可分别实现净利润2.7亿元和3.0亿元,每股收益分别为0.70元和0.80元。由于哈空调属于重点扶植企业,公司最近几年都收到财政局、开发区财政局和哈尔滨市发改委的政府补助,08年获得6700万元、09年前3季度获得4200万元补贴,考虑到公司还有百万千瓦超临界项目,我们认为公司2010年也会获得政府补助,但是由于变压器项目的转让,补助金额预计会有所减少。我们对非经常性收益进行合理的预测,综合考虑,预计公司09、10年可分别实现eps0.83和0.88元,目前股价对应的市盈率分别为22倍和21倍,给予“谨慎推荐”的投资评级。
- **订单情况:** 公司09年新增订单情况是不太理想的,上半年没有获得大单,合计订单只有2.3个亿,下半年陆续公告了3个大单,2个来自北方联合电力,另一个来自海外,综合考虑,我们预计公司09年新签订单合计在9个亿左右,较去年下滑48%。新增订单不理想来自两个方面,一是行业需求有一定的下滑;另一方面是行业竞争加剧,公司市场份额有所下降,竞争对手主要包括国电龙源、SPX、GEA、双良股份、首航艾启威等。今年公司收入确认没有受到影响,主要是08年有大量订单转入,今年新增订单的不理想将对2010年业绩形成一定压力。
- **毛利率:** 公司今年毛利率表现亮丽,前三个季度分别为30.57%、30.52%、28.29%,较去年有了大幅的提升,其主要原因是今年结算收入超过70%来自去年签订的闭口合同,随着原材料价格的下跌,公司获得了超额收益。今年新签订单价格较去年已经有7-8个百分点的下降,预计后续毛利率将回落至以前年度水平。
- **变压器业务:** 由于公司配股方案被否,变压器项目将打包装入全资子公司天通变压器,并且将60%的股权转给控股股东。同时,控股股东旗下还有哈尔滨变压器厂,哈空调的变压器资产可能会在控股股东的引导下进行一系列的整合,以优化资源配置和综合使用哈变的供货资质,后续需要的投资也可能主要以债务的方式进行,维持哈空调40%左右的股权不变。变压器在股东单位培育成型之后,有再一次转回上市公司的可能。在我们的盈利预测中,暂时以40%的股权,权益法确认投资收益。

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。

投资评级: 谨慎推荐

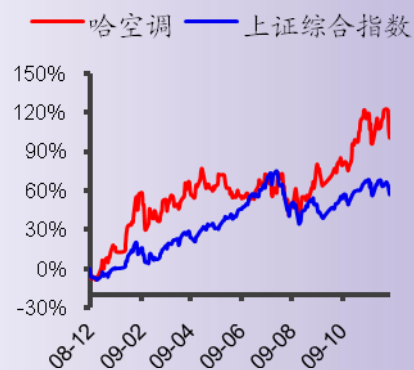
市场数据:

目前股价	18.0
总市值(亿元)	69.0
流通市值(亿元)	36.4
总股本(万股)	38334.0
流通股本(万股)	20225.9
12个月最高/最低	20.5/9.58

公司盈利预测

	2008	2009E	2010E
营业收入(万)	150441	138000	163617
(+/-%)	22.4%	-8.3%	18.6%
净利润	31870	31824	33683
(+/-%)	35.3%	-0.1%	5.8%
摊薄每股收益	1.00	0.83	0.88
PE	18.0	21.7	20.5

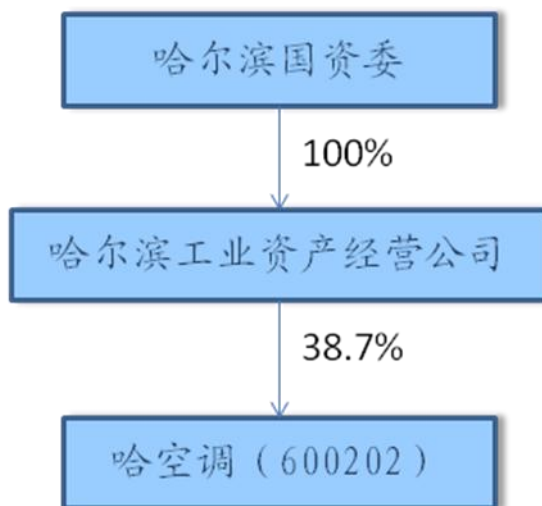
股价表现图



公司介绍:

公司控股股东哈尔滨工业资产经营有限责任公司截至 09 年 10 月 15 日持有哈空调 38.73% 的股份, 09 年 4 月 2 日至 10 月 15 日累计减持 548 万股, 占公司总股份的 1.61%, 股改后, 大股东累计减持股份占公司总股本的 7.96%。公司目前的股权结构如下图所示:

图 1: 哈空调实际控制人

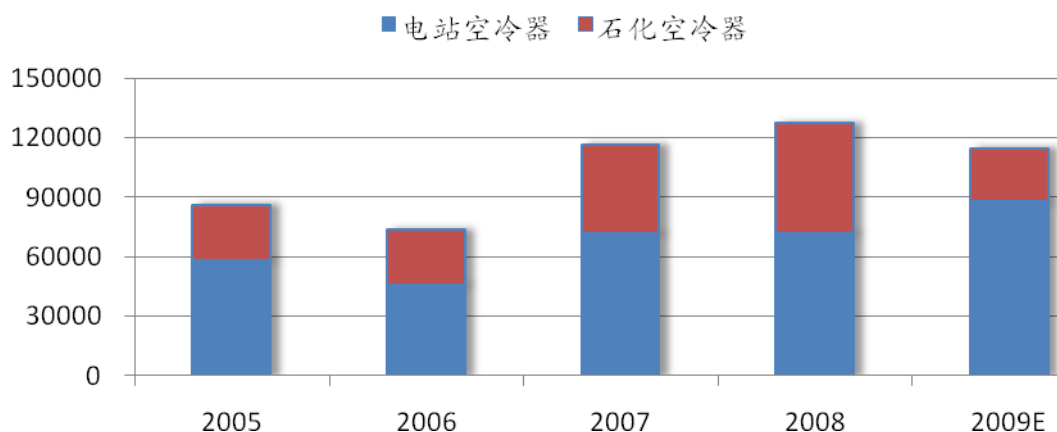


资料来源: 长城证券研究所测算

业务结构:

公司主要业务是设计、制造整套高、中、低压空冷设备, 按照用途可以分为石化空冷和电站空冷, 最近几年来收入结构如下图所示:

图 2: 哈空调收入结构



资料来源: 长城证券研究所测算

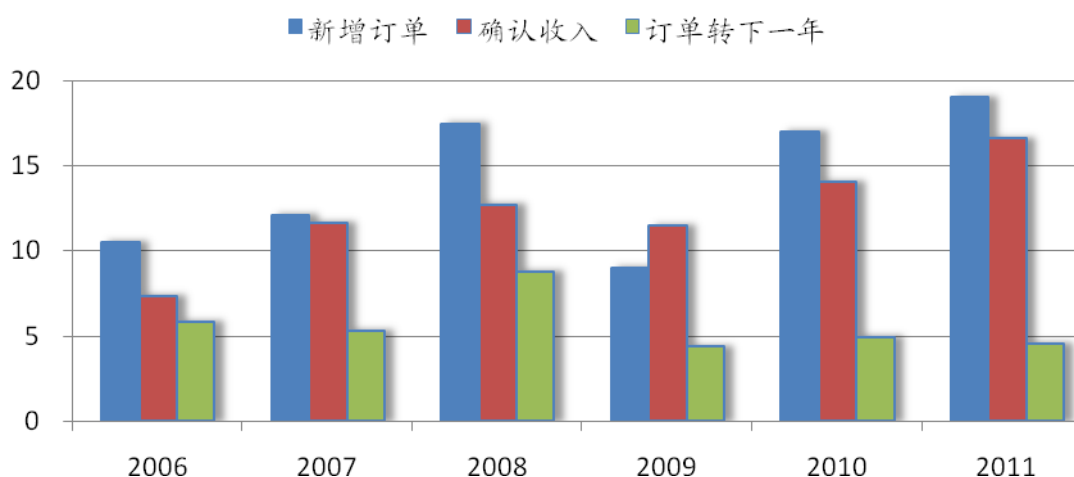
公司的石化空冷业务目前萎缩比较厉害, 电站业务 09 年收入继续保持增长, 主要得益于 08 年储备订单比较多, 前 3 季度收入结算得比较好。

订单情况:

哈空调完全按照订单生产,09年新签订单情况是不太理想的,上半年没有大订单,小订单合计2.3个亿,下半年陆续公告了3个大单,其中两个来自北方联合电力,合计4亿元,另外一个来自意大利,订单金额1698万欧元。我们预测哈空调09年全年新签订单约9亿元,较去年减少48%。09年订单的不理想将导致转入2010年订单显著减少,对明年业绩形成一定的压力。

公司今年新增订单较差的主要原因来自两方面,一是整个行业需求出现了一定的萎缩,国内不少火电项目暂停建设;另一方面是行业竞争环境的恶化,竞争对手主要包括国电龙源冷却、SPX、GEA、双良股份等,公司的市场份额今年有比较大的下滑。对于2010年的市场,我们认为行业需求情况会有小幅正增长,公司的市场份额也会有一定的回升,预测情况如下图所示:

图 3: 哈空调订单情况测算



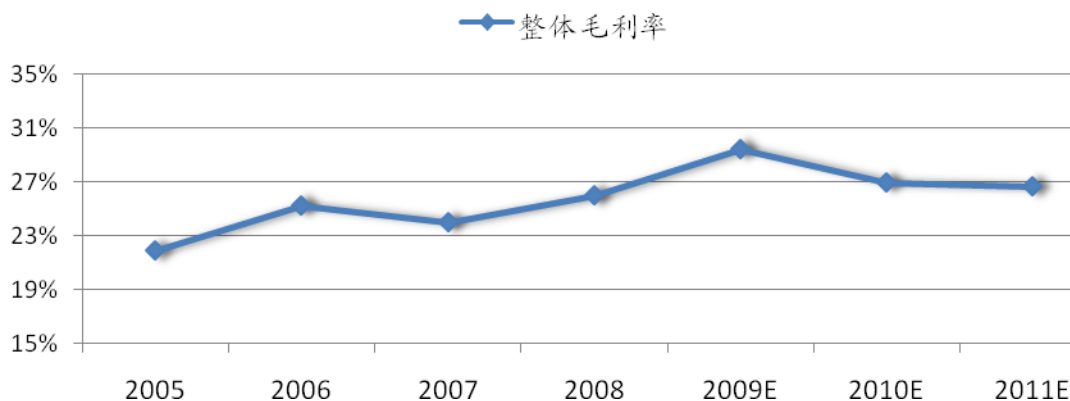
资料来源: 长城证券研究所测算

公司的海外订单可能带来惊喜,8月公告的意大利订单是公司到目前为止最大的海外合同,目前公司跟踪的海外项目比较多,但是成功率和确定性都比较低,我们对此还是保持乐观,国内产品的价格优势和哈空调的业内口碑都可以形成公司强大的竞争力。公司是目前为止第一家实现了百万千瓦空冷机组供货的厂商,在海外市场以及未来的内陆核电市场都将有一定的斩获。

毛利率:

哈空调09年各季度毛利率都表现很好,主要原因是今年结算的项目超过70%来自去年签订的闭口合同,随着原材料(钢、铝、钢铝复合材料等)价格的下跌,公司享受到了超额收益,前3个季度的毛利率分别高达30.57%、30.52%和28.29%。同时我们可以看到,第三季度的毛利率已经下滑,据我们跟上市公司了解,09年新签合同的价格已经较去年有7、8个百分点的价格下降,这意味着公司的毛利率将随着老订单的交货完毕而回落至往年水平。

图 4: 哈空调毛利率情况

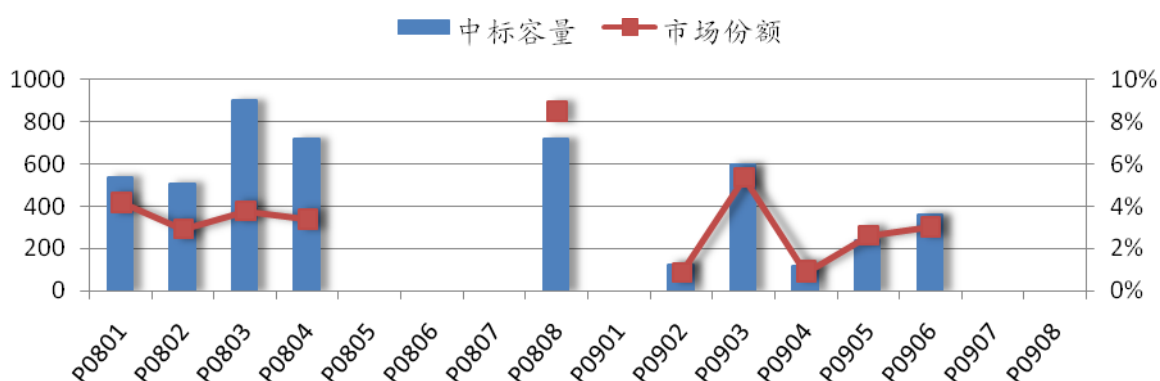


资料来源: 长城证券研究所测算

变压器资产:

公司的 500KV 变压器业务原本计划利用配股融资资金实施,但是配股方案被证监会否决,公司的新方案是用 500KV 变压器资产和 2500 万现金增资自己的全资子公司天通变压器,然后将天通变压器 60%的股权转让给控股股东。转让完成后,变压器业务的经营和后续投资将主要由控股股东进行。同时,控股股东旗下还有另外一家变压器公司——哈尔滨变压器厂,主要产品是 220KV 及以下级别电压器,其在国网公司的统一招标中情况如下图所示,市场份额在 3-4%左右。哈空调的变压器资产可能会在控股股东的引导下进行一系列的整合,以优化资源配置和综合使用哈变的供货资质,后续需要的投资也可能主要以债务的方式进行,维持哈空调 40%左右的股权不变。变压器在股东单位培育成型之后,有再一次转回上市公司的可能。在我们的盈利预测中,暂时以 40%的股权,权益法确认投资收益。

图 5: 哈尔滨变压器厂在国网 220KV 市场中标和市场份额情况



资料来源: 长城证券研究所

盈利预测:

我们预计公司 09、10 年可分别实现营业收入 13.8 亿元和 16.4 亿元,不考虑政府补助,可分别实现净利润 2.7 亿元和 3.0 亿元,每股收益分别为 0.70 元和 0.80 元。



由于哈空调属于重点扶植企业，公司最近几年都收到财政局、开发区财政局和哈尔滨市发改委的政府补助，08 年获得 6700 万元、09 年前 3 季度获得 4200 万元补贴，考虑到公司还有百万千瓦超临界项目，我们认为公司 2010 年也会获得政府补助，但是由于变压器项目的转让，补助金额预计会有所减少。我们对非经常性收益进行合理的预测，综合考虑预计公司 09、10 年可分别实现 eps0.83 和 0.88 元，目前股价对应的市盈率分别为 22 倍和 21 倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

附表：财务报表预测及比例分析

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	150441	138000	163617	188997	成长性				
营业成本	111299	97362	119441	138542	营业收入增长	22.4%	-8.3%	18.6%	15.5%
销售费用	5569	4554	5399	6237	营业成本增长	19.4%	-12.5%	22.7%	16.0%
管理费用	4512	5658	5727	6615	营业利润增长	7.8%	4.1%	11.0%	20.8%
财务费用	3052	2086	1881	1665	利润总额增长	24.7%	-2.4%	6.3%	6.9%
投资净收益	1693	400	800	2600	净利润增长	35.3%	-0.1%	5.8%	6.9%
营业利润	26579	27674	30724	37114	盈利能力				
营业外收支	6886	5000	4000	0	毛利率	26.0%	29.4%	27.0%	26.7%
利润总额	33465	32674	34724	37114	销售净利率	21.2%	23.1%	20.6%	19.0%
所得税	1595	850	1042	1113	ROE	33.8%	25.2%	21.1%	18.4%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	30.3%	28.5%	30.0%	32.3%
净利润	31870	31824	33683	36001	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%
流动资产	143616	173558	227224	280366	管理费用/营业收入	3.0%	4.1%	3.5%	3.5%
货币资金	36025	65914	98814	131926	财务费用/营业收入	2.0%	1.5%	1.1%	0.9%
应收帐款	80713	82448	97753	112916	投资收益/营业利润	6.4%	1.4%	2.6%	7.0%
应收票据	4505	3050	3616	4177	所得税/利润总额	4.8%	2.6%	3.0%	3.0%
存货	13383	12434	15254	17693	应收帐款周转率	1.84	1.53	1.55	1.63
非流动资产	58274	56670	53928	51930	存货周转率	8.62	7.03	7.25	7.64
固定资产	40598	44953	48171	52132	流动资产周转率	0.95	0.69	0.64	0.63
资产总计	201890	230228	281152	332296	总资产周转率	0.70	0.54	0.53	0.54
流动负债	107283	103797	121038	136182	偿债能力				
短期借款	26000	26000	26000	26000	资产负债率	53.3%	45.3%	43.2%	41.1%
应付款项	66999	61126	74988	86980	流动比率	1.34	1.67	1.88	2.06
非流动负债	383	383	383	383	速动比率	1.21	1.55	1.75	1.93
长期借款	383	383	383	383	每股指标（元）				
负债合计	107666	104180	121421	136565	EPS	0.998	0.830	0.879	0.939
股东权益	94224	126048	159731	195731	每股净资产	2.95	3.29	4.17	5.11
股本	31945	38334	38334	38334	每股经营现金流	0.99	0.98	1.04	1.08
留存收益	62279	94103	127786	163786	每股经营现金/EPS	1.0	1.2	1.2	1.1
少数股东权益	0	0	0	0	估值				
负债和权益总计	201890	230228	281152	332296	PE	18.0	21.7	20.5	19.2
现金流量表（万元）					PEG	4.35	3.41	2.98	-
经营活动现金流	31548	37411	39800	41293	PB	6.1	5.5	4.3	3.5
其中营运资本减少	-81	-3540	-3524	-4887	EV/EBITDA	19.40	18.57	17.24	15.42
投资活动现金流	-19295	-7522	-6900	-8181	EV/SALES	4.00	5.19	4.38	3.79
其中资本支出	-20238	-7522	-6900	-8181	EV/IC	5.98	7.12	6.79	6.37
融资活动现金流	-2424	0	0	0	ROIC/WACC	2.42	2.28	2.40	2.58
净现金总变化	9829	29889	32900	33112	REP	2.47	3.13	2.83	2.47

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

徐 超: 清华大学工学硕士, 注册国际投资分析师(CIIA), 2007 年加入长城证券, 任电力设备新能源行业分析师。

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, 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 回避	
行业评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
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。		