

市场有风险，投资需谨慎。

跟踪研究报告

哈空调 (600202)

强烈推荐 (维持)

不确定因素逐步确定，维持“强烈推荐”

2010 年 01 月 15 日

现价 21.61 元

何本虎 电器机械及器

86-755-22622283

hebenhu001@pingan.com

联系人/研究助理:

独到见解

分析了公司海外市场拓展进程，我们认为，公司的海外业务的顺利拓展将延长行业的景气周期。

投资要点

1、由于石化空冷受到经济周期影响，2009 年出现较大幅度下降，使得 2009 年经营困难，总体增速显著放缓。随着经济走出低谷，石化空冷将从 2010 年重新进入上升周期。

2、目前的火电综合空冷比例达到了 30%，仍有提升空间，但幅度在下降。同时，公司在国内市场份额达到了 25%以上，如果按照 40%的预期份额计算，空间也在缩小。

3、公司与国际一流企业的同一技术水平线和中国特有的成本优势使得国际市场变得日益广阔。欧洲、美国、印度和中东等地区都有多个项目在与公司洽谈，预计达到 10 个以上。保守估计，2010 年将有 1~2 个项目进入盈利预测表，占公司电站空冷的比例将超过 20%。

4、依据盈利预测，公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股收益分别为 0.89 元、1.19 元和 1.50 元，复合增长率接 30%。

5、我们给予 2010 年 25~30 倍市盈率，2011 年 20~25 倍市盈率，对应的股价区间为 30~35 元。相对于目前股价有 40%以上的上涨空间，我们维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示

- 1、海外市场拓展进程；
- 2、原材料价格波动的影响；

主要数据

行业	电器机械及器
公司代码	600202
公司网址	http://www.ha
总股本(万股)	38334.07
流通股(万股)	38334.07
流通市值(百万)	8038.65
每股净资产(元)	3.04
净资产收益率(%)	20.37
总资产负债率(%)	56.87

相关研究报告



12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	840.19	1229.46	1504.41	1503.3	1961.8	2488.0
净利润(百万)	106.76	235.58	318.70	340.55	456.72	574.57
净利润增长率(%)	14.08	120.67	35.28	6.9	34.1	25.8
每股盈利(元)	0.43	0.96	1.00	0.89	1.19	1.50
市盈率(倍)	77.6	35.2	26.0	24.3	18.1	14.4
股息(元)						
股息率(%)	6.08	0.15	0.50			

I. 经营动态

■ 2009 年是公司困难期

2009 年上半年，公司实现收入 75356 万元，同比增长 0.2%。结合各会计期间进行对比，经过 2007 年和 2008 年的持续快速增长后，2009 年重新进入低速增长阶段，而经营性净利润保持 20%左右增长的动力来自于毛利率的提高。

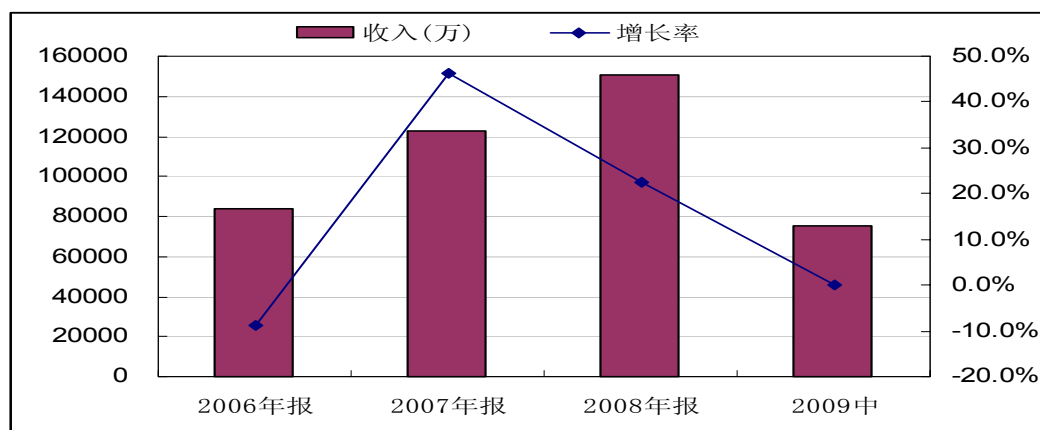
分别项目进行分析，石化空冷出现 39%的下降，虽然电站空冷增长 17.4%，但总体增速显著放缓。

图表 1 2009 上半年主导产品收入及毛利率变化一览表

	收入（万元）	收入变化	毛利率	毛利率变化
石化空冷	13773	-39.0%	31.0%	6.5%
电站空冷	51257	17.4%	32.8%	7.1%

资料来源：平安证券、WIND

图表 2 公司收入变化对比图



资料来源：平安证券、WIND

■ 2010 年，石化空冷将走出低谷

石化空冷作为石化行业的配套设备，主要与石化行业的景气度密切相关。另外，石化空冷由于所处行业恶劣，因此，更新周期较短，一般在 5 年左右。

从 2009 年国家出台的石化振兴规划细则看，要求“十一五”规划内在建的 6 套炼油、8 套乙烯装置重大项目，力争 2011 年全部建成投产。届时原油加工量将达到 40500 万吨，成品油、乙烯产量分别达到 24750 万吨、1550 万吨产业布局趋于合理。不难看出，2010 年和 2011 年将是石化行业发展的高峰期，为公司石化空冷走出低谷创造了条件。

另外，煤化工作为清洁替代能源，面临着良好的发展机遇，也是公司石化空冷走出低谷的重要因素。

■ 电站空冷，国内增长步伐逐步放缓

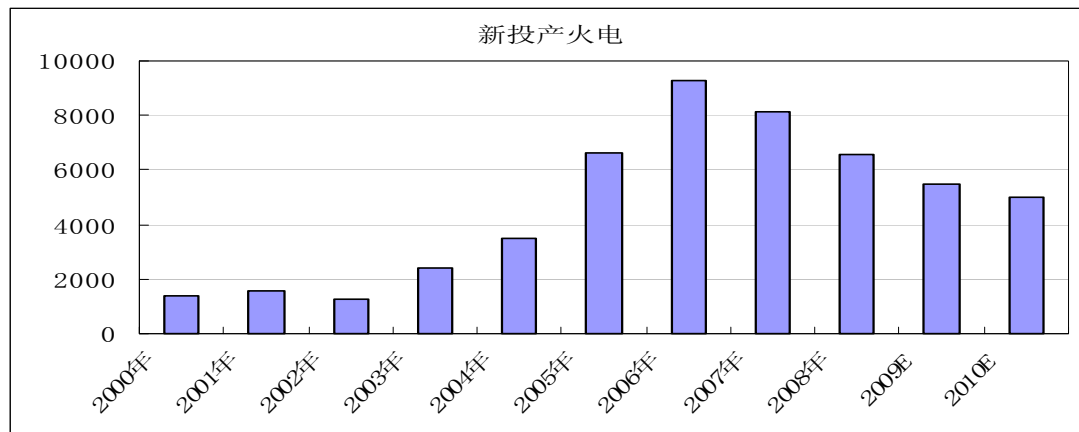
行业投资逻辑没有改变

我们对电站空冷的判断，是基于新增火电下降背景下的空冷比例的上升，另外，公司的市场占有率是逐步提高的。

国家规划 2009 年以后的新建电厂中的坑口比例在大幅提高，预计将达到 60%~70%，作为缺水地区，部分地区的空冷比例达到了 90%，预计坑口电厂的空冷比例达到了 80%以上，折算的火电综合空冷比例在 50%~60%。

依照我们跟踪的信息，目前的火电综合空冷比例达到了 30%，仍有提升空间，但幅度在下降。同时，公司在国内市场份额达到了 25%以上，如果按照 40%的预期份额计算，空间也在缩小。

图表 3 新投产火电年度变化对比图（单位：万千瓦）



资料来源：平安证券

定单数据显示国内增长趋缓

从公司公开的定单数据看，目前在 2010 年交货的金额为 5.8 亿左右。其中，国内定单 4 亿。依据我们 2009 年 11 月跟踪的定单情况，在 2010 年交货的数量为 8 亿左右，使得 2010 年的增长并不确定。

我们最近跟踪的数据显示，不确定性逐步消除。保守估计，将新确定 2 个左右的定单，2010 年电站空冷实现收入将达到 11 亿左右，增长趋势重新确定。

图表 4 公司 2010 年交货定单数据一览表

项目	金额	交货时间
09.10.19 林发电厂 2*60 万	21638	2011 年 3-4 月
09.8.17 准葛尔电厂 2*60 万	18765	2010 年 8-12 月
09.8.6 意大利 2*30 万	1698 万欧元	2009.12-2010.11

资料来源：平安证券、公司公告

■ 海外市场延续行业景气周期

迅速提升的综合竞争力

空冷行业的技术进步与工程机械、发电设备类似，技术起源都来自于国际先进企业，哈空调也不例外，公司最大的竞争对手德国 GEA 和美国 SPX 都是哈空调成长过程中的技术支持者。

2007 年 11 月 8 日，我国首台国产 60 万千瓦空冷脱硫燃煤机组——华能铜川电厂 1 号机组顺利通过 168 小时试运行，正式投产发电，是哈空调技术突破的转折点，该机组不论在节水效果上还是发电指标上，都超过了 GEA 和 SPX。灵武电厂 2*100 万千瓦的中标，更是确立了国际水平的技术优势。

从全球目前最大容量的机组看，有两项来自于哈空调，也是其综合技术的重要依据，为走出国门创造了条件。

图表 5 不同冷却方式最大容量项目一览表

冷却方式	项目	企业
直接冷式	灵武电厂 2*100 万千瓦	哈空调
间接冷式	南非肯达尔电站 6*68 万千瓦	GEA
混合冷式	伊朗提供的 30 万千瓦机组	哈空调

资料来源：平安证券、公司公告

意大利项目只是开始

2009 年 8 月，公司与意大利签订 2*30 万千瓦机组的合同，成为公司进入欧美发达市场的起点，但不是终点。

我们跟踪的信息显示，公司与国际一流企业的同一技术水平线和中国特有的成本优势使得国际市场变得日益广阔。欧洲、美国、印度和中东等地区都有多个项目在与公司洽谈，预计达到 10 个以上。

保守估计，2010 年将有 1~2 个项目进入盈利预测表，占公司电站空冷的比例将超过 20%，使得国际化不再是概念，也延长了行业的景气周期。

全方位的国际合作有望实现

公司在迈向国际市场的过程中，不排除与西门子等为代表的国际巨头合作的可能性。一旦合作成功，将使得国际步伐更加坚实。

■ 风电项目成为新的利润增长点

上海尔华杰机电装备是哈空调的控股子公司，公司持股 37.5% 的比例，该公司主要为电站空冷和石化空冷进行配套，依托综合技术优势，目前已经成功进入风电叶片领域。

2009 年 10 月 20 日，上海尔华杰机电装备在江苏省大丰工业园区举办了上海杨浦区大丰工业园项目集中开工仪式。由于公司的叶片项目已经形成销售，技术成熟，预计 2010 年

可以实现销售 200 套左右，新增权益收入 1 亿元左右，对应的投资收益为 1500 万左右，将成为公司新的利润增长点。

II. 财务预测

■ 主要假设

(1) 销售收入和毛利率（见图表 6）

(2) 期间费用

营业费用率：2009 年按照上年的 95%，2010 年和 2011 年分别按照上年的 90%和 90%折算；

管理费用率：2009 年与上年相同，2010 年和 2011 年分别按照上年的 90%和 90%折算；

财务费用：考虑利率因素，2009 年同比下降 20%，2010 年和 2011 年均按照 10%的增长率折算；

(4) 所得税率

由于公司作为节水项目，目前主要项目实行免税政策，2009 年、2010 年和 2011 年的综合税率均按照 2009 年前三季度的 1%折算。

■ 主要财务数据明细表

图表 6 销售收入和毛利预测明细表

	2008 年	2009E	2010E	2011E
收入（石化）	55360	38752	46502	58128
增长率	23.8%	-30.0%	20.0%	25.0%
毛利率	25.6%	29.0%	28.0%	27.0%
毛利	14172	11238	13021	15695
收入（电站）	71783	78961	110546	143710
增长率	0.3%	10.0%	40.0%	30.0%
毛利率	27.2%	29.0%	28.0%	27.2%
毛利	19525	22899	30953	39089
收入(其他)	23298	32617	39141	46969
增长率	150.0%	40.0%	20.0%	20.0%
毛利率	23.4%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利	5452	8154	9785	11742
收入（合计）	150441	150331	196189	248806
毛利	39149	42291	53759	66526
毛利率	26.0%	28.1%	27.4%	26.7%

资料来源：平安证券、WIND

图表 7 盈利预测表

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入(万元)	84019	122946	150441	150331	196189	248806
二、营业总成本(万元)	71670	99142	125555	121407	158078	200198
营业成本(万元)	62795	93200	111299	108039	142430	182281
营业税金及附加(万元)	542	924	1043	1042	1360	1725
销售费用(万元)	1980	3783	5569	5287	6209	7087
管理费用(万元)	5754	3667	4512	4509	5296	6044
财务费用(万元)	600	1403	3052	2442	2686	2954
资产减值损失(万元)	1123	-3835	80	88	97	106
三、其他经营收益(万元)						
投资净收益(万元)		854	1693	2032	4063	4876
四、营业利润(万元)	12372	24659	26579	30956	42174	53484
加：营业外收支(万元)	114	2176	6886	3443	3959	4553
五、利润总额(万元)	12507	26835	33465	34399	46134	58038
减：所得税(万元)	1223	3276	1595	344	461	580
六、净利润(万元)	11284	23558	31870	34055	45672	57457
减：少数股东损益(万元)	609	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利(万元)	10676	23558	31870	34055	45672	57457
总股本(万)(10.1.16)	38334					
每股收益(元)	0.28	0.61	0.83	0.89	1.19	1.50
净利润增长率	14.1%	120.7%	35.3%	6.9%	34.1%	25.8%

资料来源：平安证券、WIND

图表 8 资产负债表

截至 12 月 31 日	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
金额(万元)						
货币资金	13526	26197	36025	47454	75049	120275
短期投资	0	0	0	0	0	0
应收账款	53470	82699	85218	38334	52971	70910
存货	10255	12598	13383	21608	28486	36456
固定资产合计	25811	26447	40598	33437	44070	42476
其他长期资产	0	0	0	0	0	0
资产总计	119311	168359	201890	176336	236673	307402
其他流动负债	0	1422	1578	0	0	0
流动负债合计	70280	104756	107283	42779	57462	75326
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
长期负债合计	527	552	383	488	475	448
少数股东权益	235	0	0	0	0	0
股东权益合计	48269	63049	94224	133069	178737	231627
负债及股东权益合	119311	168359	201890	176336	236673	307402

图表 9 现金流量表

截至 12 月 31 日	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
金额（万元）						
经营活动产生的现金流量净额	-457	22861	31548	36210	39499	50185
投资活动产生的现金流量净额	-2723	-5525	-19295	-3573	-11905	-391
分配股利或利润或偿付利息所支付的现金	4915	11600	3564	-1597	0	-4567
筹资活动产生的现金流量净额	1285	-4600	-2424	-21208	0	-4567
现金及现金等价物净增加额	-1896	12671	9829	11429	27595	45227

III. 估值：市盈率法

依据盈利预测，公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股收益分别为 0.89 元、1.19 元和 1.50 元，复合增长率按 30%。

我们给予 2010 年 25~30 倍市盈率，2011 年 20~25 倍市盈率，对应的股价区间为 30~35 元，相对于目前股价有 40%以上的上涨空间，我们维持“强烈推荐”投资评级。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：400-8866-338

传真：（0755）82449257