



家用电器业/可选消费品

华意压缩 (000404)

高端化布局是最大亮点

——华意压缩 2009 年报点评

	王祺	方馨
	021-38676720	021-38676685
	wangzhen@gtjas.com	fangxin@gtjas.com

本报告导读:

2009 年加西贝拉仍是公司利润最主要来源, 产能高端化布局是最大亮点。

预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.36 元、0.44 元与 0.52 元。给予“中性”评级。

投资要点:

- 华意压缩 2009 年实现营业收入 32.56 亿元, 同比增长 5.7%; 营业利润 1.94 亿元, 同比增长 182.2%; 净利润 8724 万元, 同比增长 232.6%。每股收益 0.27 元。压缩机销量 1489 万台, 同比增长 12.9%。
- 得益于家电下乡带来的冰箱内销爆发, 09 年内销 25.47 亿元, 同比增长 10.6%, 出口 7.09 亿元, 同比下降 8.9%, 源于欧洲下降 14.4%。
- 综合毛利率 17.9%, 同比提升 5.6 个百分点, 主要源于产品结构提升和原材料降价。景德镇总部、荆州与嘉兴加西贝拉压缩机营业利润率分别为 0.3%、5.3%与 9.0%, 净利率率分别为 0.4%、6.0%与 8.0%, 均大幅提升; 同时产品均价由 08 年的 209.8 元下降到 196.9 元, 显示原材料降价带来了产品降价与毛利率提升。
- 加西贝拉仍是利润最主要来源。不考虑子公司本身的少数股东权益, 粗略测算加西贝拉贡献净利润 9124 万元, 华意荆州贡献 573 万元, 母公司盈利 348 万元。部件子公司贡献利润整体为负。
- 产能高端化布局是最大亮点。目前加西贝拉 1000 万台产能中有 400 万台是高效压缩机, 景德镇搬迁技改拟形成 600 万台高端压缩机产能, 目前已有 200 万台投产; 荆州 300 万台产能基础上将增加 300 万台小型压缩机产能。高端化产能布局适应冰箱行业节能发展趋势, 加西贝拉利润率高位提升印证高端产品高回报。
- 库存商品大幅增长至 5.12 亿元, 关注消化但无需太担心跌价损失。
- 我们继续看好冰箱下乡和出口复苏, 预计 2010 年冰箱产量增长 12%-16%。公司冰箱压缩机市场份额第一, 高端化转变迅速, 关联方科龙与美菱有助消化产能。我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.36 元、0.44 元与 0.52 元。给予“中性”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,080	3,256	3,711	4,261	4,774
(+/-)%	16%	6%	14%	15%	12%
经营利润 (EBIT)	141	257	330	394	458
(+/-)%	21%	83%	28%	19%	16%
净利润	26	87	117	142	168
(+/-)%	232%	233%	34%	22%	18%
每股净收益 (元)	0.08	0.27	0.36	0.44	0.52
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.16

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	4.6%	7.9%	8.9%	9.2%	9.6%
市盈率	103.9	31.3	23.4	19.2	16.3
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

首次评级: 中性

上次评级: --

目标价格: 8.98

上次预测: --

当前价格: 8.40

2010.03.08

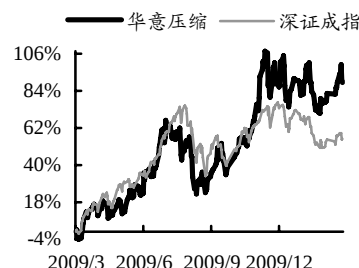
交易数据

52 周内股价区间 (元)	4.16-9.30
总市值 (百万元)	2,726
总股本/流通 A 股 (百万股)	325/227
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	70%
日均成交量 (百万股)	7
日均成交值 (百万元)	56

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	533
每股净资产	1.64
市净率	5.1
资产负债率	69%

52 周内股价走势图



作者简介:**王祺:**

男，清华大学电机系电力系统自动化专业，工学博士。2005 年进入国泰君安证券，从事家用电器行业研究、专项研究。

方馨:

女，复旦大学计算机科学与技术专业学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券，从事家电行业的研究。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		