

汉钟精机 002158.SZ

业务拓展中的又一次新生

研究结论：

公司业务中真空泵产品扩展有望成为一个新的增长点，在进口主导的干式真空泵领域逐渐形成进口替代。相对而言，制冷产品将迎来地源热泵和冷链行业的大发展，预计未来两三年增速稳定。不确定来自于进口产品形成的品牌效应对新业务市场拓展的压力不容忽视。

盈利预测：

- **真空泵产品将有望蓬勃发展。**公司今年开拓的新业务干式真空泵预期将在下游消费电子、医药、TFT 行业实现进口替代，公司已进入高端进口产品的维修保养市场，“维修加替代”模式将有望成为公司未来新的业绩增长点。
- **制冷产品短期受地源热泵拉动长期看好冷链。**我们预计未来三年冷媒业务的年均复合增长率为 30%。主要依据：第一：根据已有制冷行业与宏观经济的关联度，我们推算公司传统以中央空调为下游的压缩机年均增速约在 10%；第二，伴随着地源热泵每供暖平方投资的降低，普及率在新开工项目中的运用有望加速，我们预测地源热泵的主要生产商清华同方和山东富尔达的销售情况有望逐年提升。
- **中小型冷库建设将有望成为制冷产品的高增长。**在国家最新发布的冷链规划中，未来五年需再增加冷库库容 1000 万吨，伴随着农业对储存温度控制的精确化要求的提高，预计其中 80% 的冷库有望采用多个螺杆式压缩机并联的结构，在延长保存品新鲜度的同时最大程度地节省能耗。在低基数的前提下，我们预计有望每年以较高比例持续增长。
- **拓展产业链与转子完成国产化预期成为盈利提升的源泉。**根据压缩机转子由大部分进口到大部分自制的过程，其毛利率水平由 24.55% 提升到 39.34% 的经验和公司正在筹备的铸造产业链扩张，我们预计公司可能将在完成完全国产化的同时进一步提升毛利率水平与盈利能力。
- **风险因素与催化剂：**宏观经济不确定性的影响，以及产品价格走低的压力和各项新产品市场拓展的不确定性是公司面临的主要风险因素。“十二五”的提前布局和国家关于大力发展战略性新兴产业之节能减排扶植政策的陆续推出也是公司股价的重要催化剂。
- **估值与投资评级：**在可持续高增长的前提下，公司股价的溢价空间来源于节能减排。因此，我们给予公司股价 0.8 倍 PEG 和 39.78 倍 PE 估值水平，对应 2010 年预测 EPS 的目标股价是 30.49 元，目前股价低估，维持买入评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业首席分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010048

胡耀文

机械行业研究助理

8621-63325888-6103

huyaowen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060048

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 9 月 7 日)

28.30 元

目标价格

30.49 元

总股本/流通 A 股 (万股)

4792/4792

A 股市值 (百万元)

5014

国家/地区

中国

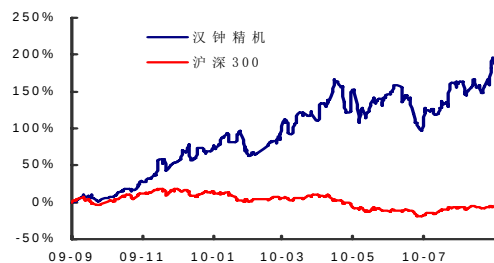
行业

专用机械制造业

报告日期

2010 年 9 月 8 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

8.54

16.40

186.84

相对表现 (%)

4.71

4.88

180.80

资料来源：WIND

财务分析

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	413.16	540.29	769.84	1139.60
税前利润	86.06	140.04	195.58	290.14
归属母公司净利润	74.77	121.13	169.17	250.97
EBITDA	96.19	151.70	213.10	311.46
每股收益 (元)	0.47	0.77	1.07	1.59
净资产收益率	12.94%	18.43%	22.16%	27.05%
每股经营现金 (元)	0.57	0.63	0.82	1.11
市盈率 (X)	39.92	31.86	22.81	15.38
EV/EBITDA	28.40	23.29	16.40	10.88

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	413.16	540.29	769.84	1139.60	税后利润	74.77	121.13	169.17	250.97
营业成本	275.63	336.89	488.03	732.12	经常性现金支出	19.61	21.87	25.66	30.59
主营业务税金及附加	0.22	0.21	0.32	0.49	非经常性现金支出	(1.37)	0.56	0.44	0.60
销售费用	22.01	27.01	38.49	56.98	营运资金变动	(2.34)	(43.31)	(65.11)	(106.93)
管理费用	36.14	40.52	50.04	62.68	少数股东损益	(0.29)	0.00	0.00	0.00
财务费用	(4.94)	(3.19)	(1.13)	(2.03)	经营活动现金净流	90.37	100.25	130.16	175.24
营业利润	84.11	138.84	194.08	289.36	资本开支	61.71	48.25	48.19	17.75
非经常性损益	1.96	1.19	1.49	0.78	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	86.06	140.04	195.58	290.14	投资活动现金净流	(95.11)	(47.41)	(47.18)	(16.54)
所得税	11.59	18.90	26.40	39.17	贷款增加	36.27	0.00	0.00	0.00
净利润	74.48	121.13	169.17	250.97	支付股利利息	(38.93)	20.31	(42.68)	(50.15)
少数股东损益	(0.29)	0.00	0.00	0.00	其他融资	36.00	(0.22)	(1.67)	(1.51)
归属母公司净利润	74.77	121.13	169.17	250.97	筹资活动现金净流	5.07	20.09	(44.36)	(51.66)
EPS (元/股)	0.47	0.77	1.07	1.59	现金净流量	0.32	72.94	38.62	107.04
					现金期初余额	314.24	314.57	387.50	426.12
资产负债表 (人民币百万元)					现金期末余额	314.57	387.50	426.12	533.16
	2009	2010E	2011E	2012E	比率分析				
货币资金	314.57	387.50	426.12	533.16		2009	2010E	2011E	2012E
应收账款票据	120.61	155.74	214.72	315.46	增长能力				
存货	81.30	101.13	150.48	231.29	营收增长率(%)	-4.70%	30.77%	42.49%	48.03%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率(%)	42.76%	57.70%	40.48%	46.15%
流动资产合计	527.67	663.38	818.65	1118.67	EBIT 增长率(%)	42.95%	71.35%	42.24%	48.91%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率(%)	22.95%	62.64%	39.66%	48.35%
固定资产	124.63	114.52	138.61	162.11	盈利能力				
在建工程	8.18	50.82	55.08	25.51	毛利率(%)	33.29%	37.65%	36.61%	35.76%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	18.03%	22.42%	21.98%	22.02%
非流动资产合计	199.75	230.20	258.18	251.37	EBITDA 利润率(%)	23.28%	28.08%	27.68%	27.33%
资产总计	727.42	893.58	1076.83	1370.03	ROA(%)	10.24%	13.56%	15.71%	18.32%
					ROE(%)	12.94%	18.43%	22.16%	27.05%
循环借款	61.45	61.45	61.45	61.45	ROIC(%)	18.81%	28.01%	33.31%	38.83%
应付账款	71.38	88.15	132.05	204.11	偿债能力				
预收账款	5.71	8.30	11.04	16.63	资产负债率(%)	20.85%	26.43%	29.10%	32.29%
其他应付款	6.00	8.36	11.81	17.90	流动比率(倍)	3.48	2.81	2.61	2.53
流动负债合计	151.46	236.00	313.15	442.20	速动比率(倍)	2.87	2.30	2.05	1.92
非流动负债合计	0.19	0.19	0.19	0.19	价值评估				
负债合计	151.66	236.19	313.34	442.39	P/B(倍)	5.58	5.94	5.11	4.19
股本	158.03	158.03	158.03	158.03	P/E(倍)	39.92	31.86	22.81	15.38
资本公积	284.22	308.45	342.28	392.47	EV/收入(倍)	6.61	6.54	4.54	2.97
未分配利润	99.39	150.73	214.54	315.95	EV/EBITDA(倍)	28.40	23.29	16.40	10.88
股东权益	575.76	657.39	763.49	927.64	EV/EBIT(倍)	34.51	26.04	18.11	11.79
负债和股东权益	727.42	893.58	1076.83	1370.03					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn