

分析师： 陈志坚

执业证书编号： S0490208040136

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751711 flysky_xuchun@hotmail.com

压缩机产能瓶颈解除，综合竞争能力明显提升

事件描述

华意压缩今日公告了其非公开增发预案，其主要内容如下：

- 公司本次拟以不低于 7.85 元的发行价，非公开发行数量不少于 1 亿股且不超过 2 亿股的股票，募集资金金额不超过 11 亿元。其中大股东四川长虹拟以 3 亿元人民币现金认购本次非公开发行的股票；
- 非公开发行募集的资金主要用于建设包括“年产 500 万台超高效和变频压缩机生产线项目”、“年产 600 万台高效和商用压缩机生产线项目”以及“华意压缩技术研究院建设项目”在内的三大项目，同时，公司拟利用募集资金 3 亿元用来补充流动资金；
- 本次非公开增发项目实施后，公司压缩机产能瓶颈将得以解除，研发能力得到明显加强，综合竞争能力得到有效提升。我们预计 10-12 年公司 EPS（未考虑增发摊薄）分别为 0.18、0.32 以及 0.41 元，给予“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一、压缩机产能瓶颈解除，产品结构明显改善

华意压缩今日公告了其非公开增发预案，拟以不低于 7.85 元的发行价，非公开发行数量不少于 1 亿股（含本数）且不超过 2 亿股（含本数）的股票，募集资金金额不超过 11 亿元，其中大股东四川长虹拟以 3 亿元人民币现金认购本次非公开发行的股票。公司本次非公开发行募集的资金主要用于建设包括“年产 500 万台超高效和变频压缩机生产线项目”、“年产 600 万台高效和商用压缩机生产线项目”以及“华意压缩技术研究院建设项目”等在内的三大项目，同时，公司拟利用募集资金 3 亿元用来补充流动资金。

表 1：公司非公开增发项目一览

非公开增发项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
年产 500 万台超高效和变频压缩机生产线项目	69758	32200
年产 600 万台高效和商用压缩机生产线项目	48000	40000
华意压缩技术研究院建设项目	8000	7800
补充流动资金	30000	30000
合 计	155758	110000

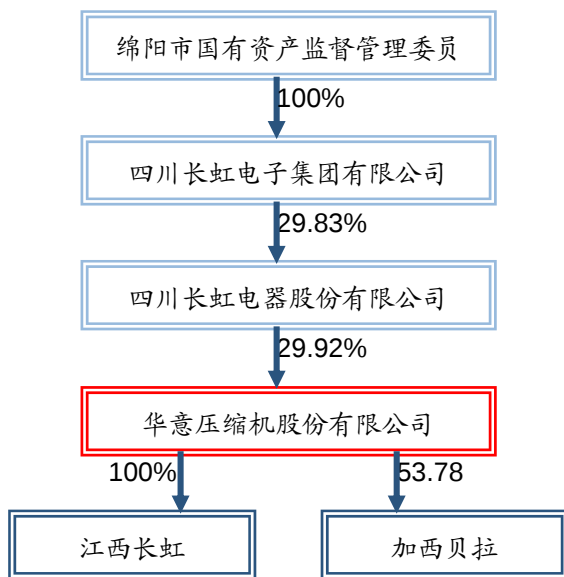
资料来源：公司公告，长江证券研究部

从公司非增发预案看，公司本次“年产 500 万台超高效和变频压缩机生产线项目”的实施主体为华意压缩位于浙江嘉兴的子公司加西贝拉压缩机有限公司，华意压缩持有该子公司 53.78 的股权。公司拟利用本次募集资金及自有资金与

加西贝拉其他股东同时等比例增资加西贝拉，以用于投资超高效和变频压缩机生产线项目。加西贝拉具备自主研发高效节能压缩机的创新能力，其产品节能性能连续多年居国内领先水平。

该项目建成后，将使得加西贝拉成为高效变频压缩机行业的示范化工厂，促进了国内家电产业尤其是冰箱产业的转型升级。公司预计该项目投产后税后内部收益率可达到 14.97%，投资利润率达到 15.45%，投资回收期为 7.56 年（含建设期），该项目具有很好的盈利能力，未来发展前景良好。同时，该项目的实施将有利于增强公司在冰箱压缩机行业的综合竞争能力，并有效提升公司总体资产的盈利能力。

图 1：公司非公开增发实施前股权结构图

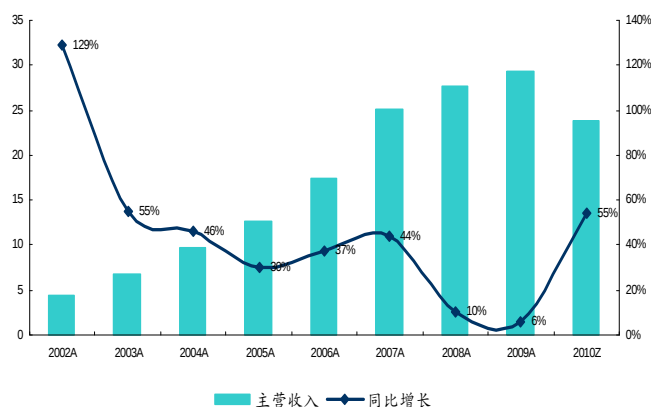


资料来源：公司公告，长江证券研究部整理

除此之外，公司还拟使用增发资金增资江西长虹，用于投资新建年产 600 万台高效和商用压缩机生产线项目，使其成为该项目的实施主体。江西长虹是公司的全资子公司，其资金及技术均源于公司。在该项目中，江西长虹拟采购国际先进的压缩机生产线及配套的检测设备，以形成年产 600 万台冰箱压缩机的生产能力。

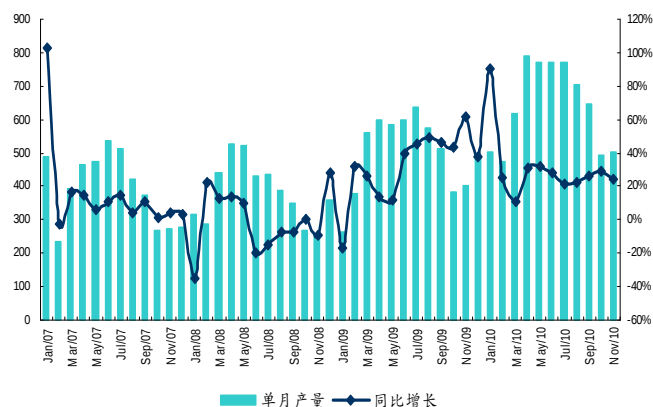
项目投产后，公司预计其税后内部收益率为 12.03%，投资利润率为 12.00%，投资回收期 8.9 年（含建设期），具有较好的盈利能力。除经济效益显著外，该项目的实施还能够有力地推动区域经济发展和公司实力的壮大，使得景德镇区域成为国内冰箱商用压缩机的主要生产基地之一。

图 2：公司历年来压缩机类产品主营增速明显



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：10 年国内冰箱产量同比大幅提升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

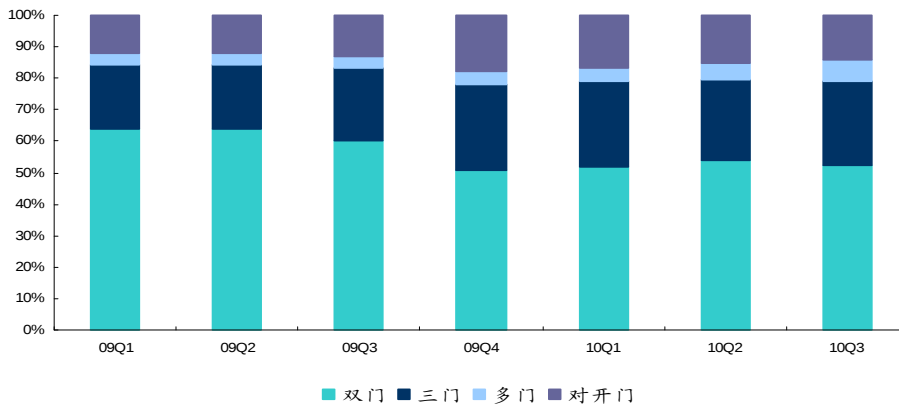
目前华意压缩景德镇生产基地（含华意压缩本部和江西长虹）压缩机生产规模仅为 600 万台，加西贝拉目前也仅具备 1300 多万台压缩机的年生产能力，相对于全球约 2 亿台的整个冰箱压缩机市场需求而言，产能问题逐步成为限制公司发展的瓶颈之一。目前华意压缩景德镇生产基地及加西贝拉的压缩机产品基本都处于供不应求的状态，年增长率持续高于行业的平均增长水平。

随着公司非公开增长项目的实施，公司景德镇生产基地压缩机生产规模将达到 1200 万台，加西贝拉生产规模将达到 1800 万台，公司的产能瓶颈将得到解除。同时，公司的产品结构也将进一步得以提升，高效、变频压缩机类产品在产能中的占比也将得到提高，盈利能力得到明显增强。

第二、设立技术研究院，冰箱压缩机龙头地位进一步巩固

在压缩机产能扩充的同时，公司还拟利用本次非公开增发募集的资金 7800 万元用于实施华意压缩技术研究院建设项目，该项目拟租赁加西贝拉位于浙江嘉兴的研发大楼和试制车间实施。随着公司技术研究院项目的实施，公司在冰箱压缩机行业的优势地位将进一步得到提升。

图 4：国内冰箱消费结构升级带动高效、变频压缩机销量提升



资料来源：奥维咨询，长江证券研究部

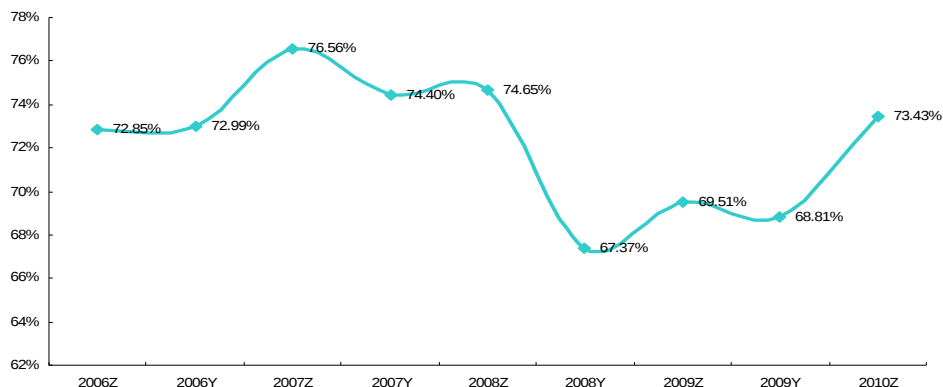
公司预计在技术研究院建成后，每年将推出自主研发的新产品 2 项，形成专利技术 15 项以上（其中发明专利 5 项以上）。在国内“十二五”规划节能减排以及冰箱消费结构升级的大背景下，高效、变频压缩机将逐渐成为市场的主流。随着公司研发能力逐步提升，在高效、变频、小型化等技术方面将逐步赶超国际一流企业，使得其在国内冰箱压缩机市场形成极具竞争优势的产品结构，从而进一步巩固了公司在冰箱压缩机领域的行业龙头地位。

同时技术研究院还将对高端商用、移动和冷凝单元等业务领域进行研究，使其产品结构将从逐步由家用向高端商业领域拓展，并推出高端商用压缩机、移动压缩机和集成冷凝单元等技术含量高、发展前景广阔的新产品，从而有利于公司在未来形成新的利润增长点。

第三、非公发增发降低公司资产负债率，盈利能力明显提升

近年来，在公司冰箱压缩机产销规模持续扩大、市场占有率稳步提升的大好势头下，公司目前的资产负债率也达到了 73.43% 的高位，公司在生产经营中资金压力较大且财务风险较高。因此公司拟将本次募集资金中的 3 亿元用以解决公司发展中流动资金短缺的问题，以改善公司的财务状况。同时，我们按照本次非公开增发募集资金总额的上限 11 亿元计算，在本次非公开增发发行完成后，公司的资产负债率也将下降至约 55% 左右的水平。公司资产负债结构的优化，有利于缓解在公司营业收入规模迅速扩大时生产经营方面的资金压力，降低公司的财务风险，对公司经营业绩的提升有积极的作用。

图 5：公司资产负债率一直维持较高水平



资料来源：公司公告，长江证券研究部

同时，在本次非公开增发募集资金投资项目建成和投产后，随着公司生产能力的提高、技术实力的增强以及冰箱压缩机领域行业龙头地位的进一步巩固，公司的营业收入有望保持高速增长，盈利能力也将得到明显提升。

第四、给予“谨慎推荐”评级

本次非公开发行完成后，公司压缩机产能瓶颈将逐步得以解除，研发能力得到明显加强，综合竞争能力得到有效提升。我们预计 10-12 年公司 EPS（未考虑增发摊薄）分别为 0.18、0.32 以及 0.41 元，对应目前股价 PE 分别为 51.86、28.90 及 21.94 倍，给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3256	4455	5393	6618	货币资金	359	9167	13695	19502
营业成本	2673	3979	4791	5874	交易性金融资产	6	6	6	6
毛利	583	475	601	744	应收账款	515	759	919	1128
% 营业收入	17.9%	10.7%	11.2%	11.2%	存货	645	997	1207	1477
营业税金及附加	13	18	22	27	预付账款	52	79	95	117
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	67	98	119	146	流动资产合计	1878	11410	16407	22826
% 营业收入	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%	可供出售金融资产	1	1	1	1
管理费用	246	223	259	318	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.5%	5.0%	4.8%	4.8%	长期股权投资	129	129	129	129
财务费用	23	-11	-41	-60	投资性房地产	5	5	5	5
% 营业收入	0.7%	-0.3%	-0.8%	-0.9%	固定资产合计	637	1038	1269	1165
资产减值损失	41	21	10	5	无形资产	44	41	39	37
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	9	9	9	9
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	11	3	2	1
营业利润	194	127	233	308	其他非流动资产	-18	-18	-18	-18
% 营业收入	6.0%	2.9%	4.3%	4.7%	资产总计	2696	12618	17843	24155
营业外收支	6	6	5	5	短期贷款	343	0	0	0
利润总额	200	133	238	313	应付款项	1224	1792	2158	2646
% 营业收入	6.1%	3.0%	4.4%	4.7%	预收账款	85	111	135	165
所得税费用	29	20	36	47	应付职工薪酬	45	67	81	99
净利润	171	113	202	266	应交税费	-16	8	12	15
归属于母公司所有者					其他流动负债	49	64	77	95
的净利润	87.2	56.9	102.1	134.5	流动负债合计	1730	2043	2463	3020
少数股东损益	84	56	100	132	长期借款	105	105	105	105
EPS（元/股）	0.27	0.18	0.31	0.41	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	20	20	20	20
经营活动现金流净额	101	199	288	336	负债合计	1855	2168	2588	3145
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	533	582	668	783
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	307	363	463	595
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	841	945	1132	1378
固定资产投资	-94	-515	-384	-66	负债及股东权益	2696	3113	3720	4523
其他	-5	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-99	-515	-384	-66		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.269	0.175	0.315	0.414
股权融资	0	0	0	0	BVPS	1.64	1.79	2.06	2.41
银行贷款增加（减少）	31	-540	0	0	PE	33.82	51.86	28.90	21.94
筹资成本	34	3	26	40	PEG	2.18	3.34	1.86	1.41
其他	-67	0	0	0	PB	5.53	5.07	4.41	3.77
筹资活动现金流净额	-3	-537	26	40	EV/EBITDA	11.37	-26.37	-30.69	-39.04
现金净流量	0	-853	-71	309	ROE	16.4%	9.8%	15.3%	17.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。