

成长超预期，等待新一轮产能扩张



东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
行业	机械
目标价	44.20 元
报告发布日期	2011 年 2 月 17 日 星期四

周凤武	机械行业首席分析师 执业证书编号：S0860200010048
联系人	胡耀文 8621-50366888 x 6103 huyaowen@orientsec.com.cn

事件：

公司报告业绩预告，实现营业总收入 69,789.00 万元，比上年同期增长 68.91%；实现营业利润 15,028.93 万元，比上年同期增长 79.88%；实现利润总额 15,852.94 万元，比上年同期增长 84.20%；归属于上市公司股东的净利润 13,526.18 万元，比上年同期增长 80.91%；基本每股收益 0.7443 元，比上年同期上升 80.92%；加权平均净资产收益率 22.20%，比上年同期上升 8.44%。业绩预告高于我们预期 10%。

研究结论：

梯队式的产品结构和所处行业景气周期持续成为成长驱动力。公司主营制冷压缩机（包括冷冻冷藏压缩机）、空气压缩机和干式真空泵等产品，在国家节能减排标准的不断深化中开拓市场更将其优势技术带入工业自动化的核心领域高端真空泵领域。公司营收规模和盈利水平的双重提高实现超越行业的高增长。我们预计公司未来三年净利润复合增长率为 42.22%。

- ◆ **制冷压缩机今明两年受益冷链建设和地产投资的滞后效应的共同驱动。**公司与下游客户大型制冷空调制造在长期发展上取得步调的一致，强大的成本控制能力和核心技术的壁垒保持了其发展空间和行业地位。我们判断未来 3—5 年，我国制冷压缩机年均需求增速有望达到 20% 甚至以上水平。冷链发展规划带来冷冻压缩机需求的迅速膨胀。减少浪费就是最大的节能环保，因此，我国出台了冷链发展规划，目标到 2015 年冷库容量在 880 万吨的基础上增加 1000 万吨，行业面临前所未有的发展机遇。公司的冷冻螺杆压缩机在节能环保优势驱动下，具有较大的替代传统柱塞机的空间，我们预计未来三年年均增速有望达到 50% 以上。
- ◆ **空气压缩机仍具备持续高增长潜力。**对节能标准的提高带来了我国空气压缩机的全面升级，公司抓住行业契机果断介入空气压缩机机体领域，并取得了骄人业绩，我们预计 2010 年增速将会达到 50% 以上，未来三年依然具备 20% 以上的高增长潜力。
- ◆ **干式真空泵将是公司未来三年高增长的重要支撑。**从维修入手，公司开始大力介入干式真空泵领域，在瞄准替代进口的同时，努力向替代高端真空泵领域拓展，进而成为公司持续高增长的一个重要支撑。
- ◆ **依靠产能扩张，以及产品链与产业链的拓展，实现持续高增长。**转子是公司产能的主要瓶颈点，目前的产能尚未达到销售需求，预计将在 2011 年解决产能问题，日后根据销售需求将逐步扩大产能，产能扩张是公司持续高增长的硬件保障。公司在做大做强强制冷压缩机的基础上，成功拓展了空气压缩机业务，目前开始大力发展冷冻冷藏压缩机和干式真空泵业务，产品链的拓展是公司持续高增长的重要支撑。公司在逐步解决核心部件转子国产化的同时，开始向铸件等上游产业拓展，产业链的拓展是公司盈利能力持续高增的保障。

风险因素与催化剂：新产品市场开拓带来的不确定性和下游景气度受实体经济波动带来的风险。行业能耗新标准的出台可能膨胀公司的市场容量基于其技术上的优势。

估值与投资评级：我们小幅上调公司盈利预测与目标价位，给予公司股价 1.0 倍 PEG 和 42.01 倍 PE 估值水平，对应 2011 年预测 EPS 的股价是 44.20 元，目前股价低估，维持买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

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	2013E		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	413.16	697.69	981.28	1319.10	1818.66	税后利润	74.77	136.11	191.21	264.96	389.78
营业成本	275.63	454.13	638.72	853.12	1153.24	经常性现金支出	19.61	23.54	28.21	33.57	38.83
主营业务税金及附	0.22	0.27	0.41	0.56	0.76	非经常性现金支出	(1.37)	0.00	(0.19)	(0.07)	(0.01)
销售费用	22.01	36.98	51.03	67.27	90.93	营运资金变动	(2.34)	(67.91)	(72.57)	(119.41)	(63.07)
管理费用	36.14	50.23	68.69	89.70	120.03	少数股东损益	(0.29)	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(4.94)	(2.99)	(0.91)	(1.59)	(3.55)	经营活动现金净流	90.37	91.75	146.66	179.05	365.53
营业利润	84.11	159.06	223.34	310.04	457.25	资本开支	61.71	68.25	58.14	47.57	16.99
非经常性损益	1.96	1.06	1.62	1.67	1.32	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	86.06	160.13	224.96	311.71	458.57	投资活动现金净流	(95.11)	(66.85)	(56.46)	(45.55)	(14.57)
所得税	11.59	24.02	33.74	46.76	68.79	贷款增加	36.27	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	74.48	136.11	191.21	264.96	389.78	支付股利利息	(38.93)	28.10	(46.97)	(65.69)	(74.41)
少数股东损益	(0.29)	0.00	0.00	0.00	0.00	其他融资	36.00	(0.22)	(1.67)	(1.50)	(1.77)
归属母公司净利润	74.77	136.11	191.21	264.96	389.78	筹资活动现金净流	5.07	27.89	(48.65)	(67.20)	(76.18)
EPS (元/股)	0.47	0.75	1.05	1.46	2.14	现金净流量	0.32	52.79	41.56	66.30	274.77
						现金期初余额	314.24	314.57	367.36	408.91	475.21
						现金期末余额	314.57	367.36	408.91	475.21	749.99
资产负债表 (人民币百万元)						比率分析					
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
货币资金	314.57	367.36	408.91	475.21	749.99	增长能力					
应收账款票据	120.61	194.37	273.70	365.15	493.53	营收增长率(%)	-4.70%	68.87%	40.65%	34.43%	37.87%
存货	81.30	116.51	163.11	260.65	291.29	EBITDA 增长率(%)	42.76%	79.95%	41.29%	37.22%	44.57%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	42.95%	97.15%	42.52%	38.67%	47.09%
流动资产合计	527.67	703.61	881.26	1146.13	1597.06	净利润增长率(%)	22.95%	82.76%	40.49%	38.56%	47.11%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	盈利能力					
固定资产	124.63	118.44	154.07	184.71	201.48	毛利率(%)	33.29%	34.91%	34.91%	35.33%	36.59%
在建工程	8.18	65.91	66.59	56.66	25.67	净利率(%)	18.03%	19.51%	19.49%	20.09%	21.43%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	23.28%	24.81%	24.92%	25.44%	26.68%
非流动资产合计	199.75	249.21	285.10	304.93	289.84	ROA(%)	10.24%	14.28%	16.39%	18.26%	20.66%
资产总计	727.42	952.82	1166.37	1451.06	1886.89	ROE(%)	12.94%	20.24%	24.12%	27.61%	32.07%
						ROIC(%)	18.81%	28.14%	33.85%	35.35%	23.39%
循环借款	61.45	61.45	61.45	61.45	61.45	偿债能力					
应付账款	71.38	117.71	171.74	237.59	331.65	资产负债率(%)	20.85%	29.43%	32.04%	33.87%	35.59%
预收账款	5.71	10.72	14.07	19.25	26.62	流动比率(倍)	3.48	2.51	2.36	2.33	2.38
其他应付款	6.00	10.63	15.10	21.37	31.02	速动比率(倍)	2.87	2.00	1.83	1.71	1.85
流动负债合计	151.46	280.27	373.48	491.33	671.24	价值评估					
非流动负债合计	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	P/B(倍)	8.51	8.36	7.08	5.84	4.60
负债合计	151.66	280.46	373.67	491.52	671.43	P/E(倍)	39.92	40.84	29.07	20.98	14.26
股本	158.03	181.73	181.73	181.73	181.73	EV/收入(倍)	6.61	7.53	5.31	3.90	2.68
资本公积	284.22	287.74	325.98	378.97	456.93	EV/EBITDA(倍)	28.40	30.35	21.31	15.33	10.04
未分配利润	99.39	161.97	234.51	335.10	493.45	EV/EBIT(倍)	34.51	33.66	23.43	16.68	10.74
股东权益	575.76	672.37	792.71	959.54	1215.33						
负债和股东权益	727.42	952.82	1166.38	1451.06	1886.76						

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