

分析师: 陈志坚

执业证书编号: S0490510120018

联系人: 徐 春 (8621) 68751711 xuchun0406@gmail.com

费用率提升使得四季度亏损，来年业绩有望大幅回升

事件描述

华意压缩今日披露了其 2010 年年度报告，主要内容如下：

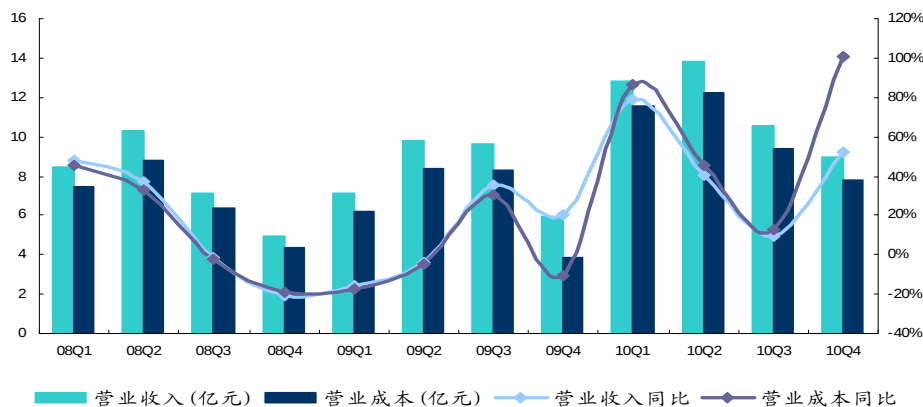
- 公司 2010 年共实现营业收入 46.17 亿元，同比增长 41.81%；营业利润 8301.57 万元，同比减少 57.24%；净利润 1907.69 万元，同比减少 78.13%；每股收益 0.06 元，其中第四季度-0.06 元。公司全年生产压缩机 2093 万台，同比增长 33.99%，销售 2093 万台，同比增长 40.56%。
- 在公司毛利率环比有所上涨的情况下，其管理费用率的明显提升是造成公司四季度亏损的主要原因，我们认为 11 年公司业绩应该会有明显的提升。同时随着公司非公开增发的完成，公司高端产品占比将进一步提高，综合竞争能力得到有效提升。我们预计公司未来三年 EPS（未考虑增发摊薄）分别为 0.17、0.23 以及 0.28 元，对应目前股价 PE 分别为 49.36、36.00 及 29.32 倍，维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，受益下游冰箱行业旺盛，公司全年主营同比增长明显

公司 10 年全年共生产压缩机 2093 万台，同比增长 33.99%，销售压缩机 2093 万台，同比增长 40.56%，产销量双双创出历史最好水平，继续位居国内行业第一，成为全球第二大冰箱压缩机生产厂家。从主营上看，公司全年共实现营业收入 46.17 亿元，同比增长 41.81%；其中第四季度实现营业收入 8.99 亿元，同比增长 51.94%。提前完成了 2008 年初提出的“3342”战略发展目标：即在三年内，进入全球压缩机行业前三强，实现销售收入 40 亿元，压缩机产销达到 2000 万台。

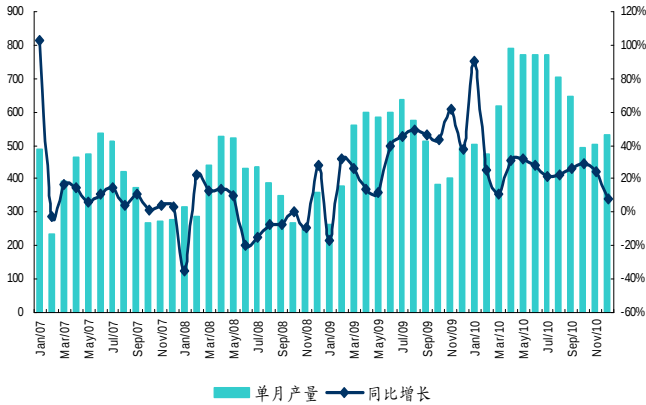
图 1：2010 年营业收入快速增长，但营业成本增速快于营业收入



资料来源: Wind, 长江证券研究部

我们认为使得公司主营增长明显的主要原因在于 10 年国内冰箱行业的快速增长。受益于海外经济复苏以及国内“家电下乡”、“以旧换新”等刺激政策的拉动，10 年国内冰箱产销量均增长明显。

图 2：10 年国内冰箱产量增速明显

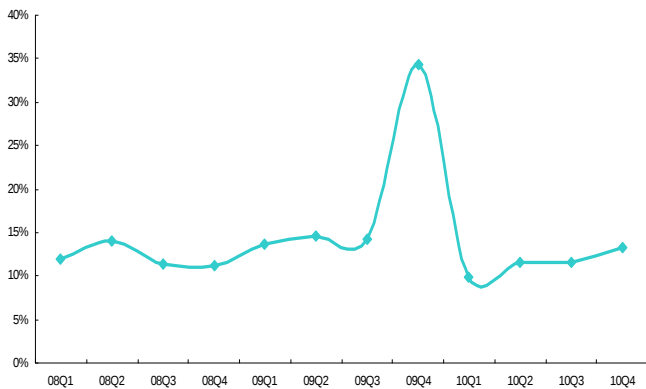


资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，公司全年毛利率有所下滑，四季度环比有所回升

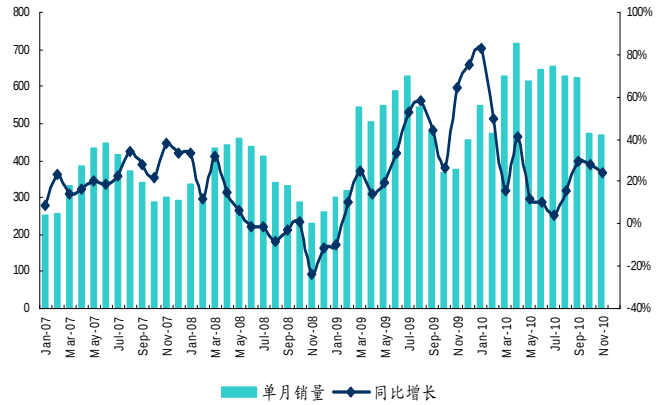
报告期，由于国内铜、钢等主要原材料价格大幅攀升，使得公司 10 年成本压力增大。压缩机成本构成中，铜、钢等原材料占比约 70% 左右，特别是铜价对公司毛利率影响很大。产品毛利率同比大幅下滑，由 09 年的 17.90% 下滑至 11.46%。四季度毛利率环比则有所回升，由 11.66% 上涨至 13.20%。

图 4：公司全年毛利率下滑明显，四季度环比有所回升



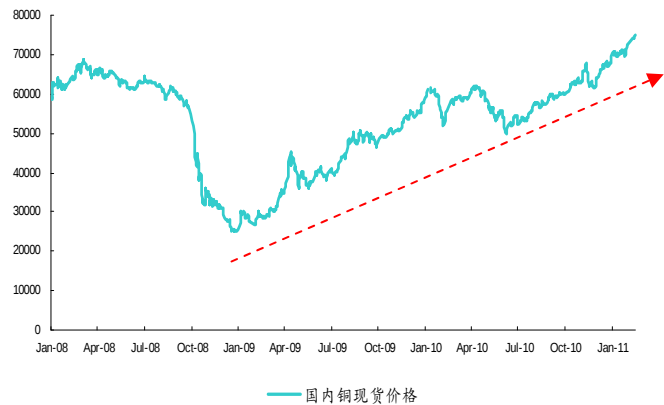
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：10 年国内冰箱内外销总量也增长明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5：10 年国内铜价上涨趋势明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

另一方面，考虑到目前国内压缩机市场处于完全竞争状态，特别是技术含量较低的普效机市场，生产厂家众多，竞争十分激烈。随着近几年的不断扩产，目前国内压缩机产能已超过 1.2 亿台，2010 年国内压缩机需求 7500 万台加上出口的 1000 余万台，总需求不足 9000 万台。受供求关系影响，长期以来公司对下游的议价能力较弱，无法通过大幅提价转移成本上涨压力。因此，10 年公司毛利率明显下滑也在情理之中。

目前来看，大宗原材料尤其是铜涨幅已经较大，价格上涨趋势将逐渐变缓，同时随着公司高效机等高端产品占比正在逐步提升，因此我们认为公司未来毛利率继续下行的概率不大，甚至仍有小幅上升的空间。

表 1：公司产品主要构成压缩机业务毛利率下滑明显

产品	营业收入(万元)	比上年增减	营业成本(万元)	比上年增减	综合毛利率	比上年增减
压缩机	412783.40	40.80%	361203.57	52.64%	12.50%	-6.79%

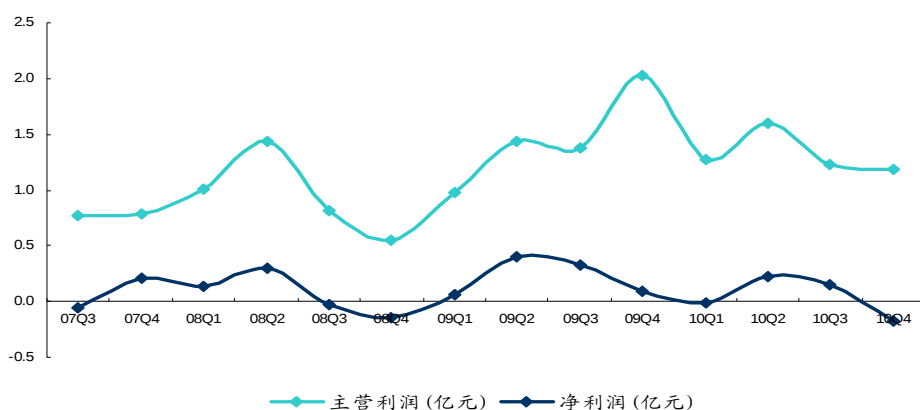
压缩机配件	108.05	35.95%	97.54	36.84%	9.73%	-0.59%
合计	412891.45	40.79%	361301.10	52.63%	12.49%	-6.79%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，四季度业绩亏损明显，管理费用率环比大幅提升是主因

公司 2010 年主营利润 5.29 亿元，同比减少 9.17%；净利润 1907.69 万元，同比减少 78.13%。净利润下滑速度明显快于主营利润，第四季度尤为明显。在公司四季度主营利润基本与三季度持平的情况下，使得公司四季度业绩出现亏损的主要原因在于管理费用率的明显提升，四季度公司管理费用率由三季度的 5.88% 大幅提升至 13.09%。而从历史趋势可以发现，公司历年来四季度管理费用率均处于高位。

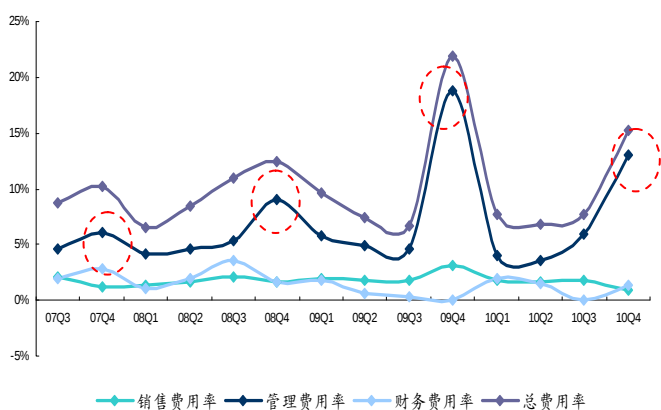
图 6：四季度亏损明显，管理费用率环比大幅提升是主因



资料来源：Wind，长江证券研究部

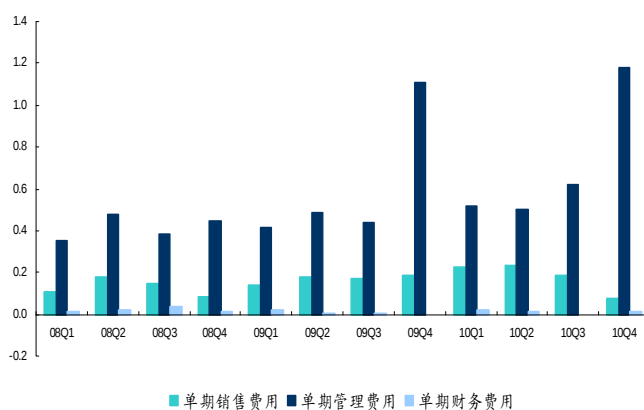
从全年来看，公司管理费用率、销售费用率相比去年均略微下降，但是财务费用率则有所上升，由 0.71% 上升至 1.29%。公司 2010 年财务费用为 5954.08 万元，是净利润的近 3 倍，同比增长 158.62%，主要原因是公司报告期内贷款规模扩大、利率上调使得贷款利息支出增加所致，同时汇兑损益也是使得公司财务费用率提升的一个原因。

图 7：四季度期间费用率上升明显，总体仍略低于去年



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 8：从绝对额来看，期间费用略多于去年



资料来源：Wind，长江证券研究部

第四，非公开增发提升高端产品占比，公司综合竞争能力明显增强

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。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。

为解决公司产能瓶颈问题，同时提升公司产品结构，公司于 2011 年 1 月通过非公开增发预案，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 2：公司非公开增发项目一览

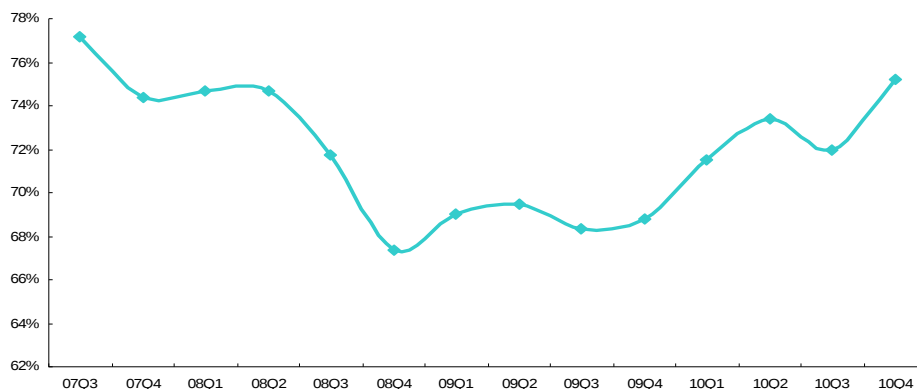
非公开增发项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
年产 500 万台超高效和变频压缩机生产线项目	69758	32200
年产 600 万台高效和商用压缩机生产线项目	48000	40000
华意压缩技术研究院建设项目	8000	7800
补充流动资金	30000	30000
合计	155758	110000

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为，随着公司非公开增发项目的实施，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。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。

而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 9：公司资产负债率维持高位，非公开增发将使公司资产负债率降至 55%左右



资料来源：Wind，长江证券研究部

除此之外，由于前期公司冰箱压缩机产销规模的持续扩大、市场占有率稳步提升，公司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过程中流动资金短缺的问题，以改善公司的财务状况。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。

第五，维持“谨慎推荐”评级

在公司毛利率环比有所上涨的情况下，其管理费用率的明显提升是造成公司四季度亏损的主要原因，我们认为 11 年公司业绩应该会有明显的提升。同时随着公司非公开增发的完成，公司高端产品占比将进一步提高，综合竞争能力得到有效提升。我们预计公司未来三年 EPS（未考虑增发摊薄）分别为 0.17、0.23 以及 0.28 元，对应目前股价 PE 分别为 49.36、36.00 及 29.32 倍，维持“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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4617	5203	6283	7480	货币资金	269	9167	13695	19502
营业成本	4088	4531	5468	6505	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	529	672	815	975	应收账款	632	693	837	997
% 营业收入	11.5%	12.9%	13.0%	13.0%	存货	756	886	1075	1279
营业税金及附加	14	16	20	23	预付账款	64	68	82	97
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	72	78	94	112	流动资产合计	2394	11595	16632	22945
% 营业收入	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	281	312	377	449	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	长期股权投资	130	130	130	130
财务费用	60	-11	-41	-60	投资性房地产	5	5	5	5
% 营业收入	1.3%	-0.2%	-0.7%	-0.8%	固定资产合计	910	1291	1502	1376
资产减值损失	12	21	10	5	无形资产	152	144	137	130
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	12	4	2	1
营业利润	91	256	355	439	其他非流动资产	-20	-20	-20	-20
% 营业收入	2.0%	4.9%	5.7%	6.0%	资产总计	3592	13159	18398	24576
营业外收支	13	15	17	18	短期贷款	408	0	0	0
利润总额	96	271	372	457	应付款项	1772	1975	2384	2836
% 营业收入	2.1%	5.2%	5.9%	6.2%	预收账款	131	146	176	209
所得税费用	19	54	74	91	应付职工薪酬	40	45	54	65
净利润	77	217	298	365	应交税费	-33	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	19.1	54.2	74.4	91.3	其他流动负债	260	39	47	56
少数股东损益	58	163	223	274	流动负债合计	2578	2205	2662	3119
EPS (元/股)	0.06	0.17	0.23	0.28	长期借款	90	90	90	90
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	132	136	415	476	其他非流动负债	35	35	35	35
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	2703	2330	2786	3243
收回现金					归属于母公司	548	594	658	735
长期股权投资	-20	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	341	504	727	1001
固定资产投资	-189	-522	-393	-75	股东权益	889	1098	1385	1736
其他	28	0	0	0	负债及股东权益	3592	3428	4171	4980
投资活动现金流净额	-181	-522	-393	-75	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.059	0.167	0.229	0.281
银行贷款增加 (减少)	53	-540	0	0	BVPS	1.69	1.83	2.03	2.27
筹资成本	37	3	30	46	PE	140.37	49.36	36.00	29.32
其他	-115	0	0	0	PEG	2.05	0.72	0.53	0.43
筹资活动现金流净额	-26	-537	30	46	PB	4.88	4.50	4.07	3.64
现金净流量	-75	-922	52	448	EV/EBITDA	13.13	-16.25	-21.71	-28.55
					ROE	3.5%	9.1%	11.3%	12.4%

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。