



今年蛰伏 明年会更好

增持 首次

投资要点:

- 行业增速稳定，募投项目达产以解决产能不足问题
- 丹甫盈利能力明显强于同行
- 短期机会不大，建议长期关注对外投资带来的机会

报告摘要:

- 丹甫专注于饮水机和冰箱冰柜的小型压缩机，是制冷企业的上游。随着丹甫扩大冰箱压缩机生产线、向铸件等产业链上游进军、老本行环试设备等，产品结构多元化以分散风险。目前丹甫规模较小，但有很大的扩张空间。丹甫都是高管个人持股，股权结构非常简单。
- 将于明年走出产能不足瓶颈。由于募投项目延期，导致今年产能扩张有限。明年压缩机产能约640万台，预计能满足需求。
- 丹甫盈利能力与原材料价格息息相关。预计今年钢材、铜材等原材料价格居高不下，毛利率水平显著下降；其他如人工成本和运输成本（石油价格）也上升明显。
- 下游需求稳步增长：行业维持16%增速。随着压缩机制冷产品稳步替代电子制冷产品的必然趋势，丹甫的制冷压缩机增长要快于行业。丹甫客户的产品大多出口，客户集中度很高。今年冰箱压缩机行业景气进一步下降，丹甫主动放缓扩张步伐，谨慎对待行业整合。
- 给予“增持”评级。预计丹甫2011-2013年营业收入增速分别为24%、42%、23%，归属母公司股东净利润分别增长13%、35%、27%，EPS分别为0.54、0.73、0.92。2011年PE为24倍，未来3年复合增长率为24.9%，PEG为0.97。目前公司估值合理，短期面临减持压力，但随着募投项目解决产能不足瓶颈和投资铸件业务，我们建议长期关注以等待投资机会。
- 风险提示：（1）下游饮水机和冰箱需求放缓；（2）成本大幅上涨，盈利水平显著下降；（3）管理能力跟不上企业规模较快扩张。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	482.97	649.17	802.72	1141.44	1404.50
同比增长率	4.30%	34.41%	23.65%	42.20%	23.05%
归属母公司净利润(百万元)	75.05	63.38	71.86	97.04	123.32
同比增长率	36.02%	-15.55%	13.38%	35.04%	27.08%
每股收益(元)	0.562	0.475	0.538	0.727	0.924
P/E(倍)	23.02	27.26	24.04	17.80	14.01

资料来源：公司公告，宏源证券预测

家电行业研究员

张泽京 (S1180511010003)

电话：010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

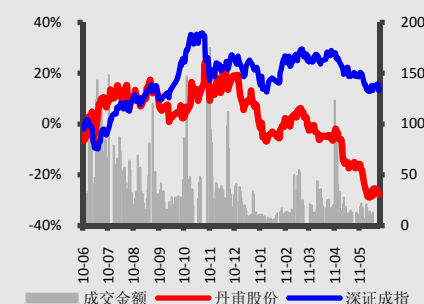
机械行业研究员

庞琳琳 (S1250209110200)

电话：010-88085968

Email: panglinlin@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本(亿)	1.335
流通股本(亿)	0.872
股价(元)	12.83
第一大股东	罗志中
第一大股东持股比例	15.59%

数据来源：公司公告，深交所

相关研究

空调行业11年5月报 空调和压缩机高速增长渐趋明朗 (2011.5.24)

格力电器：高速增长符合预期 (2011.4.21)

空调行业11年4月报 空调景气可持续龙头发力出口 (2011.4.20)

目录

一、基本情况：专注小型压缩机.....	4
（一）主营业务：小型压缩机（饮水机、冰箱）	4
（二）产品结构：产品多元分散风险	4
（三）公司规模：收入规模较小，但有很大提升空间	5
（四）股权结构：个人持股 结构简单	6
（五）募投项目：扩大压缩机产能	6
二、上游：原材料价格对盈利水平有显著影响.....	7
三、下游需求：行业维持稳定 16%增长.....	9
四、压缩机行业竞争分析：稳定、激烈薄利.....	11
五、财务分析：成长一般，盈利好于同行.....	11
六、税收政策：负面因素已消退.....	13
七、风险提示	14
八、盈利预测与估值	14

插图

图 1: 小型全封闭压缩机.....	4
图 2: 环境试验设备（高低温湿热试验箱）.....	4
图 3: 丹甫收入结构（2009 年）.....	5
图 4: 丹甫收入结构（2010 年）.....	5
图 5: 丹甫收入结构预测（2011 年）.....	5
图 6: 丹甫收入结构预测（2012 年）.....	5
图 7: 丹甫股份的股权结构图.....	6
图 8: 压缩机行业产业链.....	7
图 9: 冷轧板价格与丹甫毛利率的关系.....	8
图 10: 铜价与丹甫毛利率的关系.....	8
图 11: 铝价与丹甫毛利率的关系.....	8
图 12: 电冷热饮水机产量（万台）.....	9
图 13: 电冷热饮水机出口量（万台）.....	9
图 14: 冰箱出货量.....	9
图 15: 冰箱产量.....	9
图 16: 稀土：氧化钕价格.....	10
图 17: 稀土：氧化镨价格.....	10
图 18: 压缩机企业收入增速（2007-2011 年）.....	11
图 19: 压缩机企业营业利润增速（2007-2011 年）.....	11
图 20: 压缩机企业毛利率（2007-2011 年）.....	12
图 21: 压缩机企业净利率（2007-2011 年）.....	12
图 22: 压缩机企业管理费用率（2007-2011 年）.....	13
图 23: 压缩机企业营销费用率（2007-2011 年）.....	13
图 24: 压缩机企业财务费用率（2007-2011 年）.....	13
图 25: 压缩机企业三大费用率（2007-2011 年）.....	13

表格

表 1: 压缩机上市公司规模对比.....	5
表 2: 丹甫募投项目概况.....	6
表 3: 丹甫产能.....	7
表 4: 丹甫的压缩机价格.....	8
表 5: 冰箱和饮水机行业增速.....	9
表 6: 丹甫 2010 年前 5 大客户营收.....	10
表 7: 丹甫增值税退税对业绩的影响.....	14
表 8: 三大费用率预测.....	14
表 9: 财务和估值数据摘要.....	15
表 10: 利润表预测.....	15
表 11: 资产负债表和现金流量表预测.....	16

一、基本情况：专注小型压缩机

（一）主营业务：小型压缩机（饮水机、冰箱）

四川丹甫制冷压缩机股份有限公司（简称丹甫股份）的主营业务为研发设计和生产制造饮水机、红酒机、冰箱等小型全封闭压缩机以及气候环境试验设备。公司产品主要集中于制冷量在 100W 以下的小型制冷压缩机以及以 R600a 连杆系列产品为主的高效制冷压缩机。

丹甫股份的前身是国营 4501 厂（一家军工企业），公司在四川省眉山市（离成都约 70 公里），地理位置较为偏僻。目前压缩机产能达 500 万台，是中西部规模较大的制冷压缩机生产商。

目前收入的 1/2 来自饮水机压缩机，1/2 来自冰箱压缩机。公司在制冷量小于 100W 的小型压缩机市场占有率达到 25%，在高档饮水机用制冷压缩机市场的占有率超过 60%，为国内第一。其生产的 40W 以下的微型滑管式小型压缩机更是占据了国内 80%以上的市场份额。

在从事压缩机业务的可比上市公司中，海立股份的下游是空调，华意压缩和黄石东贝的下游是冰箱冰柜，而丹甫股份的下游是饮水机、红酒机以及小型冰箱。

图 1：小型全封闭压缩机



资料来源：百度图片，宏源证券

图 2：环境试验设备（高低温湿热试验箱）

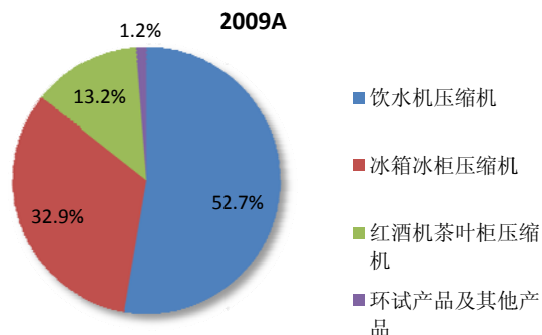


资料来源：公司网站，宏源证券

（二）产品结构：产品多元分散风险

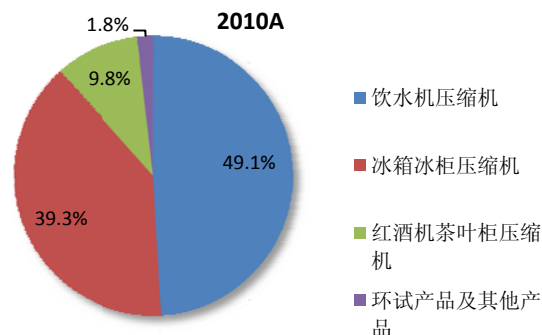
随着产能扩张，冰箱压缩机占比逐步上升，2012 年景丰公司铸件业务也会合并进来，到时饮水机业务占比将不到一半。随着募投项目达产和不断拓展新业务，公司的规模越来越大，同时公司的经营风险也会有所下降。

图 3: 丹甫收入结构 (2009 年)



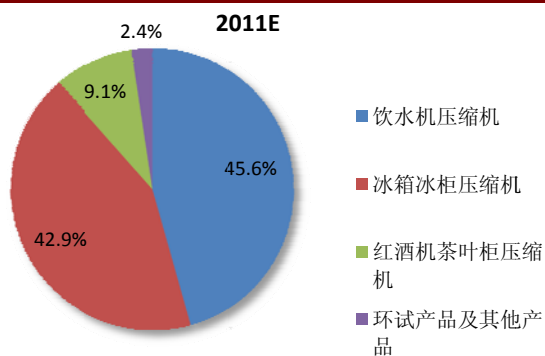
资料来源: 宏源证券

图 4: 丹甫收入结构 (2010 年)



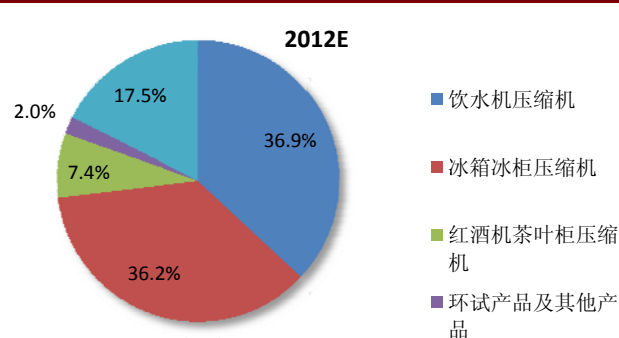
资料来源: 宏源证券

图 5: 丹甫收入结构预测 (2011 年)



资料来源: 宏源证券

图 6: 丹甫收入结构预测 (2012 年)



资料来源: 宏源证券

(三) 公司规模: 收入规模较小, 但有很大提升空间

公司规模受行业规模限制, 饮水机行业限制了公司规模增长。

丹甫在这几家压缩机上市公司中, 收入最小, 主要与他的下游为饮水机有关, 饮水机的市场规模与空调、冰箱冰柜比较相对较小。因此若丹甫横向拓展冰箱压缩机、纵向拓展上游如铸件、配件全部自给, 将能扩大公司收入、做大公司规模。

丹甫净资产较大主要是去年刚刚上市所致。

表 1: 压缩机上市公司规模对比

单位: 亿元	2011 年一季报				2010 年		2011.5.31	
公司简称	总资产	净资产	营业收入	归属母公司 股东净利润	营业收入	归属母公司 股东净利润	总市值	流通市值
海立股份	78.1	17.0	24.6	0.74	64.0	1.43	80	42
华意压缩	39.5	5.4	13.9	-0.05	46.2	0.19	23	16
黄石东贝	31.7	6.3	12.6	0.04	37.7	0.79	11	5
丹甫股份	8.8	7.4	1.9	0.14	6.5	0.63	17	11

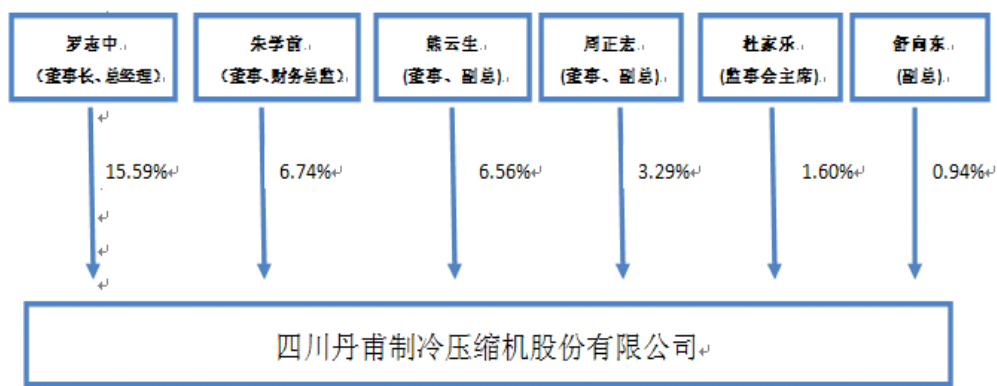
资料来源: wind, 宏源证券

（四）股权结构：个人持股 结构简单

今年 3 月，长和投资、岷江咨询、建川物业、康海劳服、尚贤投资 5 位公司股东决定解散公司、进行清算。清算后，5 家公司此前所持有的丹甫股份股权归至 170 余名自然人股东名下。前 4 家股东公司之前是为了满足《公司法》有限责任公司股东不超过 50 人的要求而设立的，因此这 4 家股东公司的成立和解散都只是形式上的变化，我们认为今年的股权变更对丹甫的经营业绩不造成实质影响。至于时点上选择在上市一年后，我们认为与解禁后减持的合理避税有关，小非的解禁短期会对股价有一定的压制，股价的长期走势要视丹甫的业绩表现而定。

公司的实际控制人为罗志中（董事长、总经理，48 岁），股权结构图中的 6 人均为公司高管，他们的股权限售期为 3 年，即于 2013 年 3 月 12 日解禁。以现有公开信息来看，丹甫的前 10 大股东均为个人。

图 7：丹甫股份的股权结构图



资料来源：公司公告

（五）募投项目：扩大压缩机产能

融资后，四川丹甫将进行 R600a 系列高效节能环保式制冷压缩机扩产改造，新增该系列压缩机生产能力 400 万台，达产后总产能将达到 800 万台，预计 2011 年项目竣工后，第一年达产率 30%、第二年 60%，第三年产能完全释放。另外，企业将通过技术改造最终形成年产气候环境试验设备 1000 台、冷冻冷藏设备 2 万台的生产能力。这两个项目建成后，预计将年均新增税后利润分别达 5169 万元、1212 万元。而超募资金将用于补充流动资金。

丹甫股份发行价为 15 元，共募集资金净额近 4.7 亿元。募投项目投资总额约 2.5 亿元。

表 2：丹甫募投项目概况

项目	投资总额 (亿元)	达产时间 (年、月)	新增收入 (亿元)	新增净利润 (亿元)	回报期 (年)	新增产能
R600a 系列高效节能环保连杆式冰箱压缩机生产线技术改造项目	2.11	2011.6	7.26	0.52	6.17	压缩机产能 400 万台 600 万套铸件生产线
环境试验与制冷设备生产技术改造项目	0.39	2012.1	1.22	0.12	6.72	气候环境试验设备 1000 套 冷冻冷藏设备 2 万套的生产能力
合计	2.50		8.48	0.64		

资料来源：公司招股说明书，2010 年报

产能：2012 年解决产能不足问题

公司的生产基地就在公司总部眉山市青神县黑龙镇。产能按一天两班倒计算。

环试设备业务是公司以前的传统业务（公司前身是军工企业），军转民后放弃了，现在决心重整旗鼓做大这块业务，客户主要是军工工厂、科研单位研究所、企业实验室等。

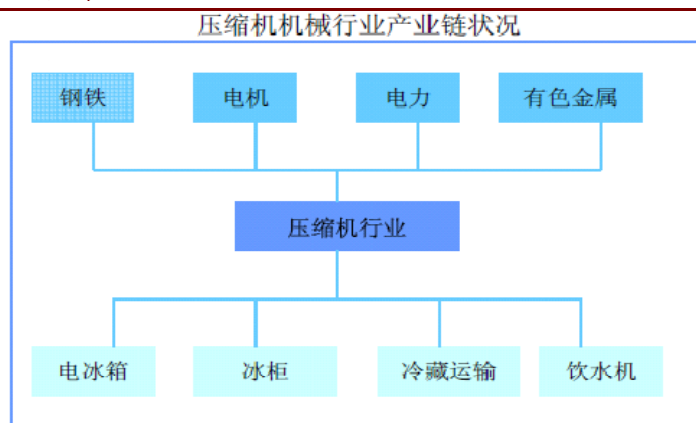
表 3：丹甫产能

万台	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
小型制冷压缩机	400	500	640	800	800
铸件		180	360	600	600
气候环境试验设备			0.1	0.1	0.1
冷冻冷藏设备			2	2	2

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

二、上游：原材料价格对盈利水平有显著影响

图 8：压缩机行业产业链



资料来源：公司招股说明书

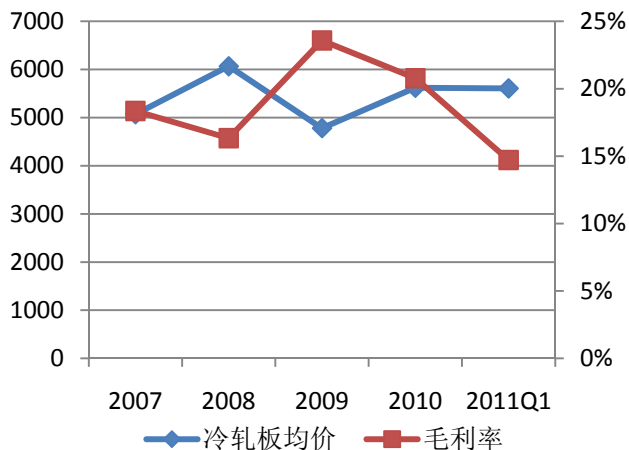
压缩机所用原材料主要为电机（大部分为铜）、钢材、铸件及冷冻机油等。2006 年、2007 年、2008 年及 2009 年 1-6 月，主要原材料成本合计占单位产品成本的比重分别为 69.55%、71.83%、68.65%和 63.55%。

丹甫的毛利率水平与钢材、铜材等原材料价格呈显著的负相关。我们假定今年原材料价格同比略有上升，毛利率略有下滑。其他成本如人工成本和运输成本（石油价格）也上升明显：人工成本占总成本的 8%，今年工资涨了 20%；丹甫的核心零部件电机主要从浙江采购，大部分饮水机客户在华东，运输费用较高。

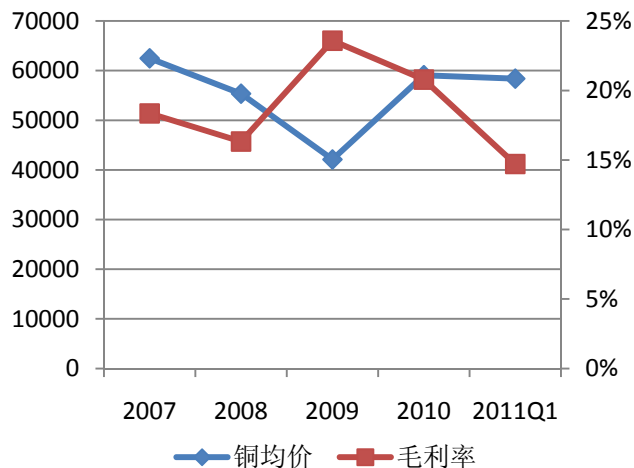
显著相关的原因分析：没有定价权

（1）钢材、铜材、石油等大宗原材料价格是由国际市场决定的，企业自身难以控制和预测。

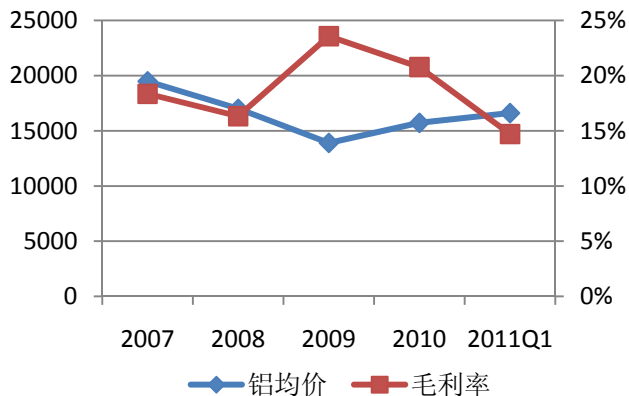
(2) 压缩机对于下游客户来说是最核心的零部件, 约占整机成本的 30%, 因此下游客户对压缩机价格波动比较敏感, 难以接受大幅波动。同时下游客户数量不多, 客户集中度较高, 丹甫对主要客户有一定的依赖程度, 也不敢轻易调价。过去几年的均价基本维持在 150 元左右。

图 9: 冷轧板价格与丹甫毛利率的关系


资料来源: 我的钢铁网, 宏源证券

图 10: 铜价与丹甫毛利率的关系


资料来源: 上海金属网, 宏源证券

图 11: 铝价与丹甫毛利率的关系


资料来源: 上海金属网, 宏源证券

表 4: 丹甫的压缩机价格

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 H1
单位销售价格 (元/台)	152.65	158.72	156.67	141.96
同比		4.0%	-1.3%	-9.4%

资料来源: 公司招股说明书

三、下游需求：行业维持稳定 16%增长

丹甫的下游行业是饮水机和冰箱冰柜产业。

饮水机行业基本维持小幅增长趋势，随着压缩机制冷产品替代电子制冷产品的必然趋势，丹甫的制冷压缩机增长要快于行业。在小型制冷器具中（如饮水机）的制冷方式有两种：电子制冷和压缩机制冷，目前电子制冷的数量大于压缩机制冷。电子制冷的优势是成本较低，压缩机制冷的优势是制冷速度较快、温度控制较好、使用寿命较长。电子制冷模块的主要原材料是稀土材料，今年来稀土价格暴涨（半年时间涨了 3-4 倍）导致了电子制冷的成本优势丧失。随着消费者对制冷效率的要求提高，压缩机制冷需求将逐步大于电子制冷。

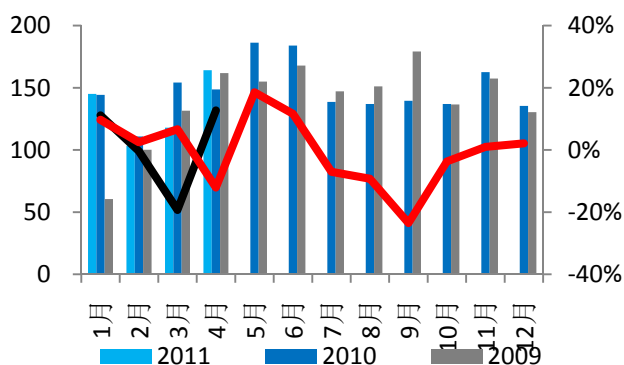
在中国生产的冰箱去年已超 7000 万台，今年预计约 10% 的增长。冰箱产业的市场容量很大，发展高效冰箱压缩机有较大市场。

表 5：冰箱和饮水机行业增速

产品（万台）	2006	2007	2008	2009	2010	2011 年 1-4 月	CAGR
冰箱	4141	4719	4757	6064	7546	2697	
同比		23%	8%	19%	27%	18%	16.2%
电冷饮水机		1140	992	1679	1778	530	
同比			-13%	69%	6%	-5%	16.0%

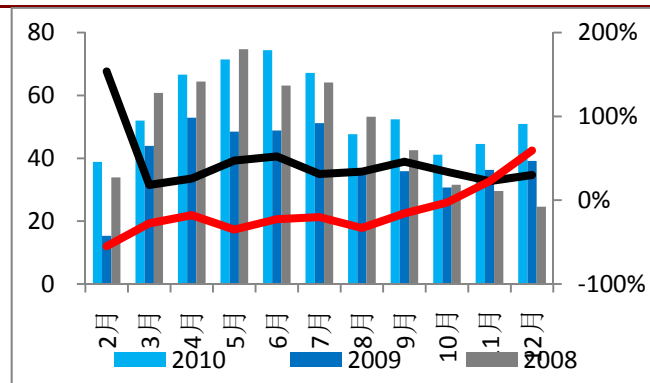
资料来源：国家统计局，宏源证券

图 12：电冷饮水机产量（万台）



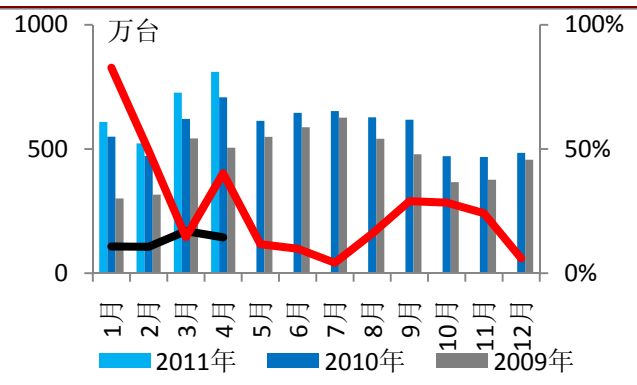
资料来源：国家统计局，宏源证券

图 13：电冷饮水机出口量（万台）



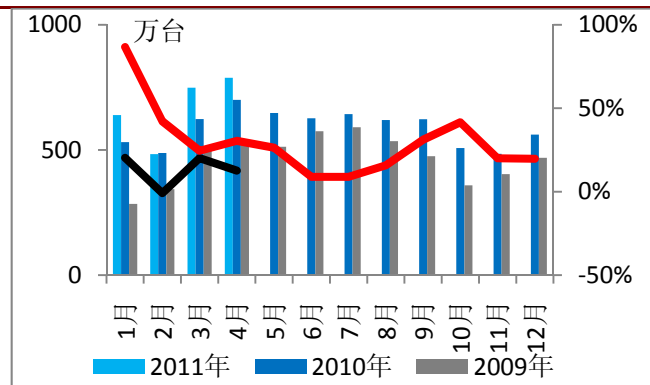
资料来源：国家统计局，宏源证券

图 14：冰箱出货量



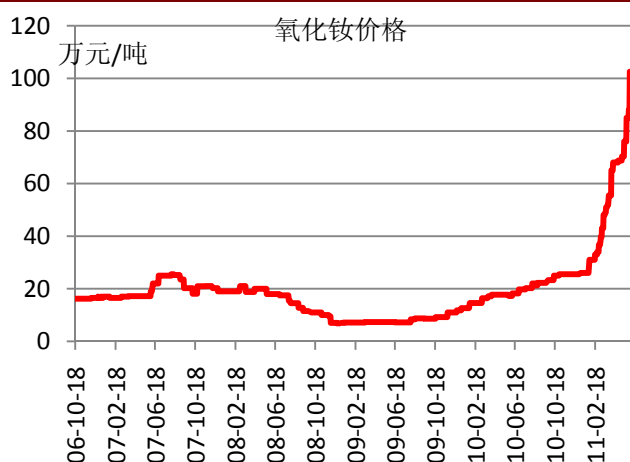
资料来源：产业在线，宏源证券

图 15：冰箱产量



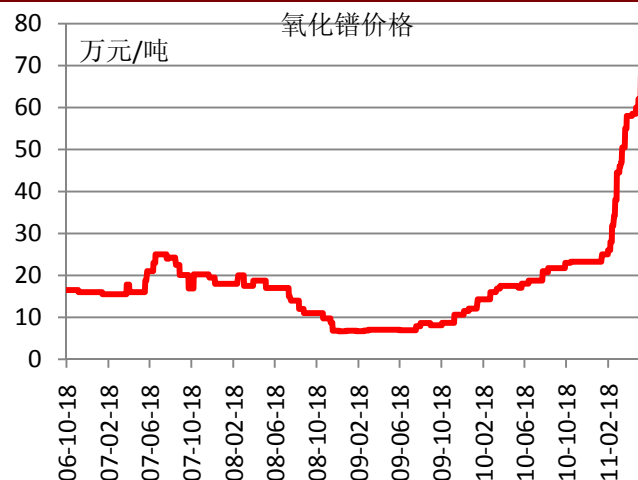
资料来源：产业在线，宏源证券

图 16: 稀土: 氧化钕价格



资料来源: 上海金属网, 宏源证券

图 17: 稀土: 氧化镨价格



资料来源: 上海金属网, 宏源证券

对丹甫的客户分析: 大多出口, 客户集中

丹甫生产的制冷压缩机主要销售给国内的饮水机、冰箱及冷柜生产厂家, 主要客户包括浪木、奇迪、美的、新飞、万宝等国内家电制造企业。2006 年、2007 年、2008 年及 2009 年 1-6 月, 公司对前 5 大销售客户合计销售 2.1 亿元、2.8 亿元、2.8 亿元和 1.4 亿元, 分别占当期主营业务收入的 61.78%、55.52%、60.33%和 53.96%, 核心客户相对稳定, 对主要客户有一定的依赖。

2010 年前 5 名客户销售占总收入的 44%, 比例与前几年比有所下降, 随着产品多样化, 客户集中度也将下降, 有利于缓解业绩的大幅波动。

表 6: 丹甫 2010 年前 5 大客户营收

客户名称	营业收入(万元)	占全部营业收入的比例 (%)
佛山市顺德区美的饮水机制造有限公司	9458.52	14.57
宁波浪木电器有限公司	6193.53	9.54
奇迪电器集团有限公司	5324.46	8.20
宁波沁园集团有限公司	4401.89	6.78
宁波日樱电器有限公司	3004.96	4.63
合计	28383.36	43.72

资料来源: 公司公告

浪木 2010 年有 10 条生产线, 产能 500 万台, 出口量很大。奇迪的饮水机产能有 250 万台, 主销欧美。

丹甫的客户生产的饮水机主要用于出口, 欧美国家的生活习惯决定了饮水机多为压缩机制冷。

丹甫的收入增长主要看两个因素:

(1) 行业增长: 压缩机制冷饮水机和小型冰箱冰柜的行业增长。

(2) 客户增长: 前几大客户的销量增长。去年美的从丹甫的第 3 大客户跃居为第 1 大客户, 美的饮水机的快速成长拉动了丹甫高于行业的增长。

四、压缩机行业竞争分析：稳定、激烈薄利

新进入者少，竞争对手较少，处于多寡头垄断。

压缩机产业有一定的资金要求（固定资产投入较大、时间较长）和技术要求（有一定的精密度），加上行业景气度一般，与下游客户谈判处于弱势等，新资金进入意愿不强。

竞争不太激烈，客户群体稳定，所以公司的成长与客户的成长同步。

竞争对手：

（1）江苏白雪电器：制冷压缩机产销量总额为 500 万台左右，小型压缩机年产销量为 180 万台左右。

（2）华意压缩：拥有浙江加西贝拉、荆州华意和景德镇华意三处生产基地，国内市场的占有率整体第一，是国内最大的无氟制冷压缩机供应商，其小型制冷压缩机年产销量为 150 万台左右。

冰箱、冰柜、饮水机厂商通常不愿意更换制冷压缩机供货商。

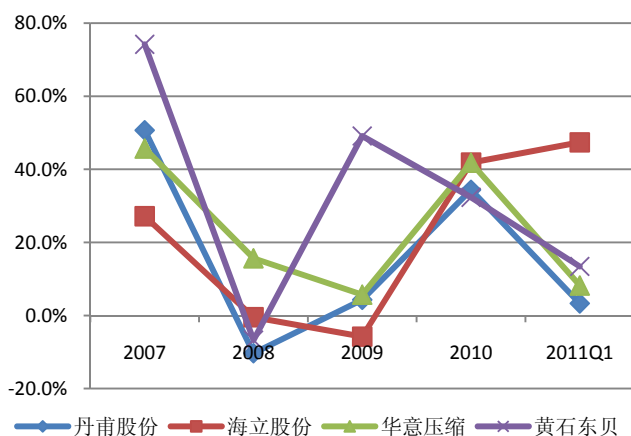
选择压缩机产品前，均需经过半年左右的时间严格测试、匹配和认证，厂商一旦确认使用该压缩机，就会将该压缩机随同冰箱、冷柜和饮水机等产品送测取证，产品匹配取证后，厂商不会轻易更换压缩机。厂家担心影响到产品的质量和稳定性，一般不会轻易更换压缩机。

五、财务分析：成长一般，盈利好于同行

2010 年丹甫实现营业收入 6.5 亿元，同比增长 34.4%；归属于母公司所有者的净利润为 0.63 亿元，同比下降 15%。

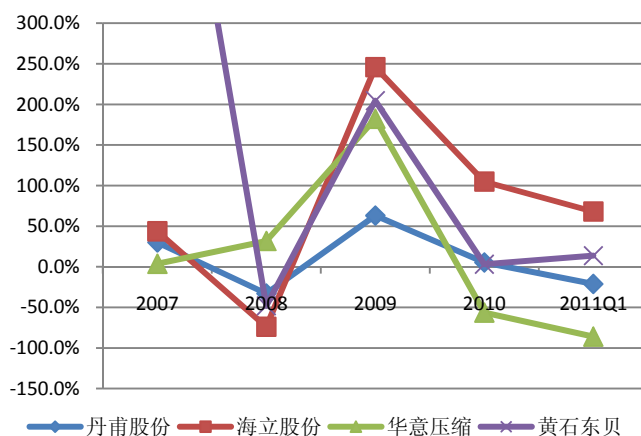
2011 年一季度收入 1.9 亿元，同增 3%；归母净利润 0.14 亿元，同比下降 18%。原材料成本上升导致了利润下滑。

图 18：压缩机企业收入增速（2007-2011 年）



资料来源：wind，宏源证券

图 19：压缩机企业营业利润增速（2007-2011 年）



资料来源：wind，宏源证券

从成长性角度来看，压缩机企业中景气顺序：空调 > 饮水机 > 冰箱。

收入增长方面各子行业压缩机的成长趋势基本一致，压缩机景气基本跟下游同步：今年空调增长好于冰箱、饮水机等，因此海立股份的高速增长引人注目。利润增长上，海立最佳，丹甫和东贝次之，华意再次。

盈利能力明显强于同行

2010 年和 2011 年盈利水平下降的原因是原材料成本、人力成本、运输成本显著上升。

从毛利率和净利率角度看，丹甫股份的盈利水平显著高于其他三家。原因如下：

(1) 丹甫所处的饮水机压缩机行业竞争相对不够激烈。在压缩机行业竞争格局中，小型制冷如饮水机压缩机行业由于行业景气和市场规模相对缺乏吸引力，从而丹甫的竞争对手较少；而冰箱压缩机行业由于市场规模较大且客户数量较多，因此吸引了不少企业进入从而加剧了行业竞争，产能出现结构性过剩。

(2) 丹甫对下游客户的选择空间相对较大。与下游客户的博弈中，饮水机和冰箱压缩机企业的客户数量相对较多，下游分布相对较分散，压缩机企业的议价能力相对较强。而空调压缩机行业由于客户（如格力、美的）数量较少且规模超大，自身也生产压缩机，因此面临与客户竞争，谈判能力较弱。

(3) 丹甫配件自制率较高。由于丹甫所在区域原因，周边没有相关配套企业。

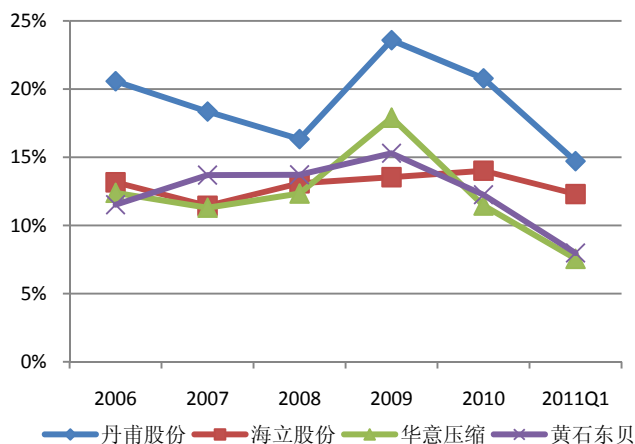
(4) 严格控制成本和费用。民营企业（如丹甫股份）在成本控制上要强于国有企业（如华意压缩、黄石东贝、海尔股份）。(1) 丹甫在工艺改造（如边角料利用）、设备使用、资金利用上效率较高；(2) 采购成本要低。丹甫给供货商的付款快，因此采购成本低一些；(3) 销售费用低。丹甫的销售人员编制较少。

(5) 定制化小规模生产。压缩机制冷饮水机的家用程度不如冰箱和空调，产品的标准化不如冰箱和空调，饮水机压缩机的小规模生产和定制化会提高出厂价。

(6) 税收优惠多于同行。净利率明显高于同行，部分缘于享受了 15% 所得税优惠和 60% 返还增值税退税。增值税退税的补贴收入自 2010 年财务报表后就没有了，因此比较 4 家压缩机企业 2010 年和 2011 年的净利率，丹甫与其他同行的优势在缩小。

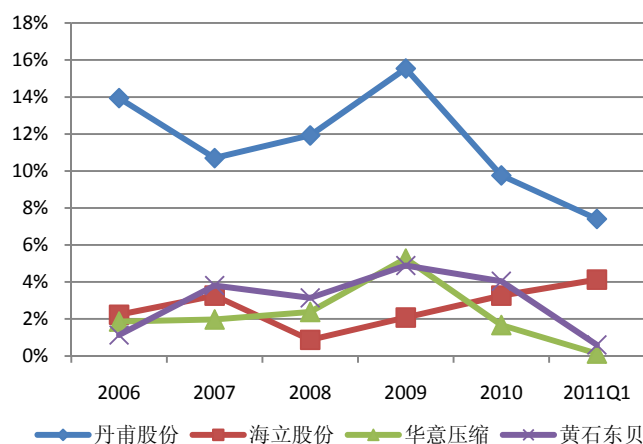
但随着丹甫扩大冰箱压缩机产能、做大冰箱压缩机规模，其毛利率和净利率水平将会有所下滑。

图 20：压缩机企业毛利率（2007-2011 年）



资料来源：wind，宏源证券

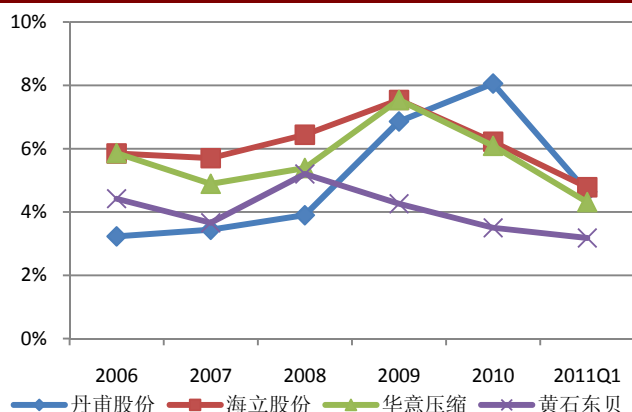
图 21：压缩机企业净利率（2007-2011 年）



资料来源：wind，宏源证券

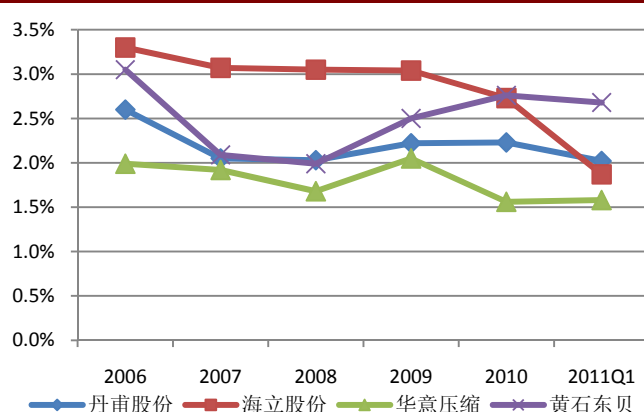
各压缩机企业的三个费用率差异不大。

图 22: 压缩机企业管理费用率 (2007-2011 年)



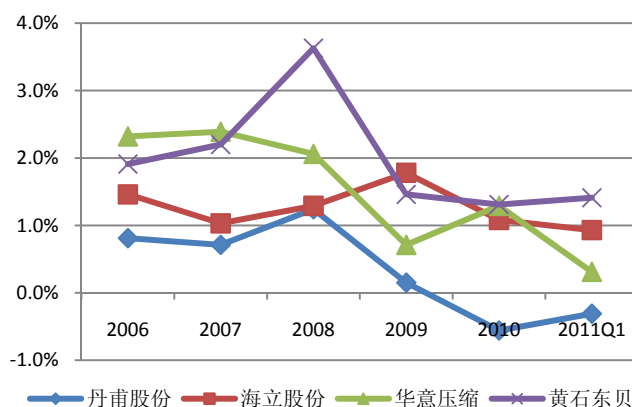
资料来源: wind, 宏源证券

图 23: 压缩机企业营销费用率 (2007-2011 年)



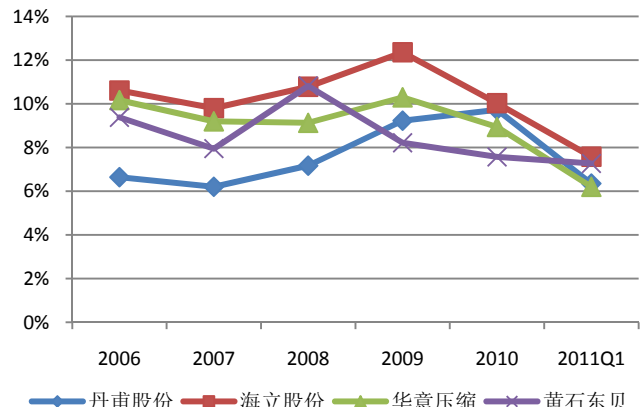
资料来源: wind, 宏源证券

图 24: 压缩机企业财务费用率 (2007-2011 年)



资料来源: wind, 宏源证券

图 25: 压缩机企业三大费用率 (2007-2011 年)



资料来源: wind, 宏源证券

六、税收政策: 负面因素已消退

所得税: 仍能持续享受 15% 优惠

2006 年享受免征所得税优惠政策 (因属于以关闭破产企业的有效资产组建的公司);

2007-2010 年公司享受西部大开发 15% 的所得税优惠政策。公司目前为国家级高新技术企业以及国家第三批创新型试点企业, 即使西部大开发优惠政策到期, 公司仍能持续享受 15% 的高新技术企业所得税优惠政策。

增值税: 自 2010 年不再享受

丹甫因属“九五”项目的三线调迁企业设立的新企业, 2001-2005 年享受增值税超基数部分按 90% 返还的增值税税收优惠政策, 增值税退税部分不缴纳企业所得税, 直接计入资本公积; 2006 年-2008 年享受增值税超基数部分按 60% 返还的增值税税收优惠政策, 增值税退税部分不缴纳企业所得税, 由“资本公积”改计入“补贴收入”。

2009 年后不再享受退税优惠, 但当年的退税要到下年才能拿到, 即 2008 的增值税退税计入为 2009 年的补贴收入, 自 2010 年后就无此项补贴收入。

此项补贴收入约占净利润的 15%，对 2010 年业绩影响较大；若 2010 年也有该项补贴（假设 1000 万元），则净利润与上年持平，难以出现 15% 的同比下降。

由于去年已无该补贴收入，因此从今年的业绩同比角度已无负面影响。

表 7：丹甫增值税退税对业绩的影响

万元	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
增值税退税得到的补贴收入	656.67	1420.24	993.72	0
净利润	5528	5518	7505	6338
退税占当期净利润比重	11.88%	25.74%	13.24%	0%
归属母公司净利润同比增长	15.72%	-0.19%	36.02%	-15.55%

资料来源：公司公告

七、风险提示

- （1）下游需求放缓。饮水机和冰箱行业增速放缓，导致公司增长低于预期。
- （2）成本大幅上涨。铜、钢材等原材料和人工成本、运输成本大幅上涨。
- （3）地理位置偏僻，难以留住和吸引人才。
- （4）管理能力跟不上公司规模发展，阻碍长期发展。

八、盈利预测与估值

公司 2011 年主要经营目标是：完成压缩机产销 550 万台，实现营业收入 80275 万元，其中压缩机销售收入 78375 万元，环试产品及其他产品销售收入 1900 万元。

收入增长：假定丹甫的饮水机压缩机增长跟随行业 15% 增速；冰箱压缩机属于新拓展的业务，未来 2 年高效产品产能增加 400 万台，假设今明年增速较快。

毛利率水平：若去年饮水机压缩机为 23%，冰箱压缩机为 17.5%（去年华意压缩为 11.46%、黄石东贝为 12.25%），则由于成本上升较多，今年均明显低于去年。

三大费用：我们预计今年研发费用会有所减少，则管理费用率会有所下降。今年现金较多，存款利率不断提升，财务费用收益较大。营销费用率维持往年水平。

表 8：三大费用率预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011	2012	2013
销售费用率	2.05%	2.03%	2.22%	2.23%	2.16%	2.16%	2.16%
管理费用率	3.44%	3.90%	6.86%	8.06%	6.25%	6.70%	6.60%
财务费用率		1.24%	0.15%	-0.56%	-0.75%	-0.24%	-0.15%

资料来源：公司公告，宏源证券

估值：吸引力不够 关注明年

丹甫今年 PE 为 24 倍，PEG 为 0.97，估值较为合理，但短期有一定的小非减持压力，因此近期投资吸引力不够。随着募投项目达产和投资铸件领域后，公司明年业绩将有一定程度地提升，将带来较好的投资机会，建议投资者关注。

表 9：财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	463.05	482.97	649.17	802.72	1141.44	1404.50
增长率(%)	-10.34%	4.30%	34.41%	23.65%	42.20%	23.05%
归属母公司股东净利润	55.18	75.05	63.38	71.86	97.04	123.32
增长率(%)	-0.19%	36.02%	-15.55%	13.38%	35.04%	27.08%
每股收益(EPS)	0.413	0.562	0.475	0.538	0.727	0.924
每股股利(DPS)	0.000	0.225	0.350	0.204	0.275	0.350
每股经营现金流	0.608	0.994	-0.870	1.400	-0.943	2.313
销售毛利率	16.33%	23.58%	20.78%	18.29%	19.81%	20.38%
销售净利率	11.92%	15.54%	9.76%	8.95%	9.38%	9.85%
净资产收益率(ROE)	27.53%	30.57%	8.68%	9.27%	11.62%	13.52%
投入资本回报率(ROIC)	24.49%	36.61%	54.91%	19.60%	32.02%	20.53%
市盈率(P/E)	31.31	23.02	27.26	24.04	17.80	14.01
市净率(P/B)	8.62	7.04	2.37	2.23	2.07	1.89
股息率(分红/股价)	0.000	0.017	0.027	0.016	0.021	0.027

资料来源：宏源证券

表 10：利润表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	463.05	482.97	649.17	802.72	1141.44	1404.50
减：营业成本	387.42	369.10	514.25	655.87	915.31	1118.29
营业税金及附加	0.97	1.28	1.58	1.92	2.73	3.36
营业费用	9.40	10.70	14.47	17.33	24.64	30.32
管理费用	18.07	33.14	52.31	50.17	76.48	92.70
财务费用	5.73	0.74	-3.63	-5.60	-2.14	-1.38
资产减值损失	0.37	1.03	-0.36	0.35	0.35	0.35
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	41.10	66.98	70.53	82.68	124.07	160.87
加：其他非经营损益	21.23	18.06	1.80	1.86	1.86	1.86
利润总额	62.33	85.04	72.33	84.54	125.92	162.72
减：所得税	7.15	9.99	8.95	12.68	18.89	24.41
净利润	55.18	75.05	63.38	71.86	107.04	138.32
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	10.00	15.00
归属母公司股东净利润	55.18	75.05	63.38	71.86	97.04	123.32

资料来源：宏源证券

表 11: 资产负债表和现金流量表预测

资产负债表 (单位:百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	65.58	143.53	396.94	462.55	204.82	471.80
应收和预付款项	113.68	178.89	266.31	287.32	497.22	466.87
存货	60.04	39.39	97.60	77.11	166.71	131.18
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	77.16	76.14	106.74	189.17	261.60	224.02
无形资产和开发支出	4.62	4.51	4.40	3.91	3.42	2.93
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	321.09	442.45	872.00	1020.06	1133.76	1296.81
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	87.87	188.97	137.45	240.89	284.33	355.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	12.76	7.97	4.12	4.12	4.12	4.12
负债合计	120.63	196.94	141.57	245.01	288.45	359.92
股本	100.00	100.00	133.50	133.50	133.50	133.50
资本公积	38.14	38.14	472.90	472.90	472.90	472.90
留存收益	62.32	107.37	124.02	168.65	228.91	305.49
归属母公司股东权益	200.46	245.51	730.43	775.05	835.31	911.89
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	10.00	25.00
股东权益合计	200.46	245.51	730.43	775.05	845.31	936.89
负债和股东权益合计	321.09	442.45	872.00	1020.06	1133.76	1296.81
现金流量表 (单位:百万元)						
经营性现金净流量	81.22	132.69	-116.09	186.97	-125.87	308.75
投资性现金净流量	-19.41	-10.26	-44.61	-98.42	-98.42	1.58
筹资性现金净流量	-57.08	-136.98	521.51	-22.94	-33.44	-43.35
现金流量净额	4.73	-14.56	360.81	65.61	-257.73	266.98

资料来源: 宏源证券

张泽京：宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，曾任职于华泰联合证券研究所，2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、万和电气、华帝股份、爱仕达、苏泊尔、九阳股份、毅昌股份、三花股份、丹甫股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。