



家用电器业/可选消费品

华意压缩 (000404)

成本压力待转移，期待盈利见底回升

——华意压缩 2011 年中报点评

方馨
021-38676685
fangxin@gtjas.com
编号 S0880511010048

本报告导读：

上半年净利润 1541 万元同比降 28%，扣非净利润亏损。压缩机价格难以上涨是主因，期待盈利能力见底回升。2011-2013 年 EPS 0.17 元、0.26 元与 0.40 元，维持“中性”。

投资要点：

- **中报业绩下滑持续。** 华意压缩 2011 年上半年实现营业总收入 30.14 亿元，同比增长 13.3%；利润总额 5728 万元，归母净利润 1541 万元，同比分别下降 18.0%与 28.3%。扣除非经常性损益后的归母净利润 -413 万元，同比出现亏损。每股收益 0.048 元，持续下滑。
- **政府补贴贡献过半业绩。** 非经常性损益 1954 万元，其中 1200 万元为 6 月收到的景德镇市财政补贴，主要为减轻原材料成本上涨带来的经营压力。7 月 15 日公司收到第二笔 1709 万元的补贴款。
- **收入增长正常，价格上涨不易。** 压缩机收入 26.76 亿元，同比增长 12.3%；对应压缩机销量 1358 万台，同比增长 11.7%。这意味着销售均价 197.3 元/台，略高于去年同期，环比下降；而原材料同比大幅上涨，未能涨价源于竞争激烈。出口增长 38.9%，内销增长 2.5%。
- **毛利率再创新低，期待见底回升。** 综合毛利率 8.8%创近年新低。压缩机内销 8.8%、出口 10.9%，同比分别下降 2.0 与 3.1 个百分点。不考虑补贴因素，母公司持续亏损；加西贝拉营业利润率 3.3%同比大降。行业盈利再次探底，进一步下滑空间已非常小。
- **费用管控已较精细，盈利能力如何回升？** 1.技术降本，这是目前的主要手段。2.原材料平稳或降价。3.高端化进一步深化。4.最关键的是行业竞争结构改善。行业低谷有利于市场洗牌，公司已具备行业龙头的规模与技术实力。
- **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等在建。** 增发底价由 7.85 元已降至 6.85 元。
- **下半年盈利环比将好转，源于：** 政府补贴 1709 万元、坏账损失冲回可能性与原材料压力减轻。不考虑增发，我们调低 2011-2013 年 EPS 分别至 0.17 元、0.26 元与 0.40 元，维持“中性”评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,256	4,617	5,251	6,155	7,220
(+/-)%	5.7%	41.8%	13.7%	17.2%	17.3%
经营利润 (EBIT)	217	143	157	252	349
(+/-)%	64.1%	-34.4%	10.4%	60.3%	38.3%
净利润	87	19	55	84	130
(+/-)%	232.6%	-78.1%	188.6%	52.9%	54.7%
每股净收益 (元)	0.27	0.06	0.17	0.26	0.40
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	6.7%	3.1%	3.0%	4.1%	4.8%
市盈率	27.9	127.4	44.2	28.9	18.7
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：中性

上次评级：中性

目标价格：7.78

上次预测：8.90

当前价格：7.49

2011.08.02

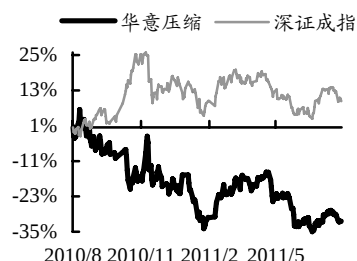
交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.93-11.65
总市值 (百万元)	2,431
总股本/流通 A 股 (百万股)	325/227
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	70%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	15

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	543
每股净资产	1.67
市净率	4.5
资产负债率	77%

52 周内股价走势图



相关报告

《期待高端化从量变到质变》	2011.02.21
《原材料挤压盈利，二季度扭亏为盈》	2010.08.13
《高端化布局是最大亮点》	2010.03.07

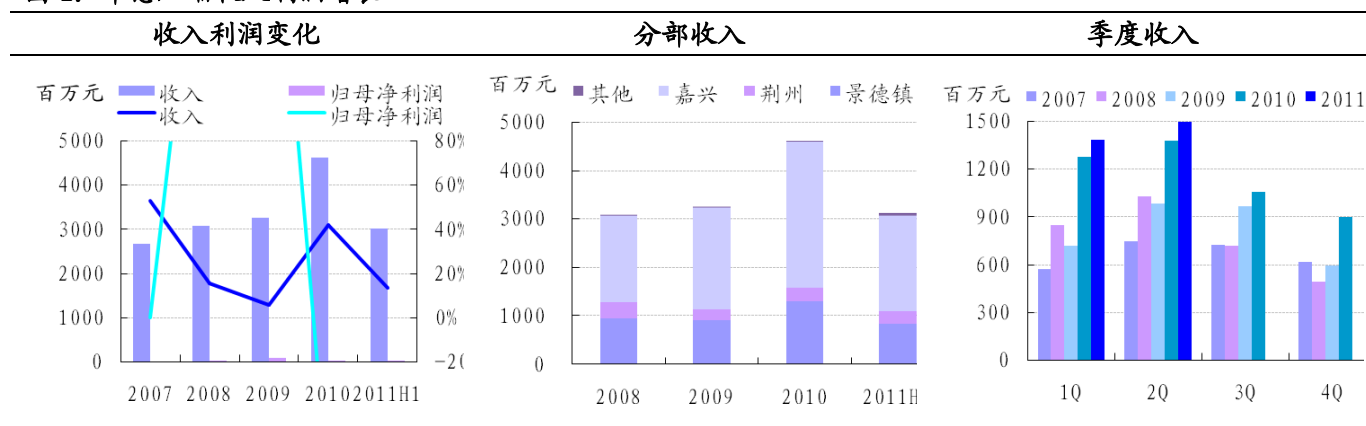
1. 收入增长正常，价格上涨不易

华意压缩 2011 年上半年实现营业总收入 30.14 亿元，同比增长 13.3%。其中：

- 压缩机收入 26.76 亿元，同比增长 12.3%。对应压缩机销量 1358 万台，同比增长 11.7%。出口 7.69 亿元，同比增长 38.9%；内销 19.13 亿元，增长 2.5%。
- 二季度单季收入 16.29 亿元，同比增长 18.0%，反映冰箱产销二季度有所加速。

上半年压缩机销售均价 197.3 元/台，略高于去年同期，环比下降。在原材料大幅上涨的环境下，销售均价延续去年的疲态，上涨不易。

图 1：华意压缩收入利润增长



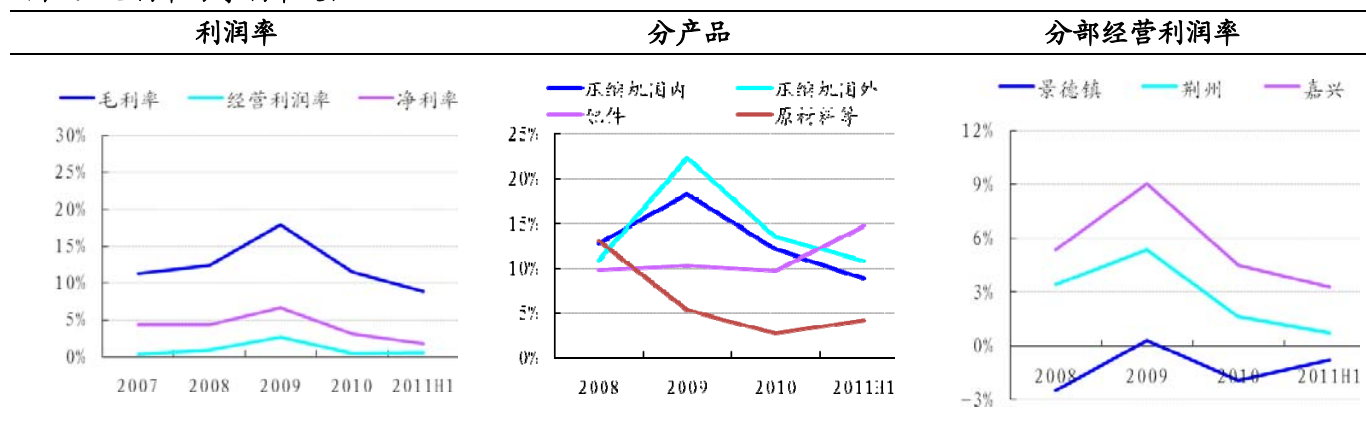
数据来源：Wind 资讯，公司公告，国泰君安证券研究

2. 盈利能力低位徘徊，期待见底回升

综合毛利率 8.8% 创近年新低，净利率 0.5% 主要受益政府补贴。行业盈利再入低谷，进一步下降的空间已非常小。

- 压缩机内销 8.8%、出口 10.9%，同比分别下降 2.0 与 3.1 个百分点。
- 二季度毛利率 9.9% 环比回升，同比下降 1.6 个百分点，幅度收窄。
- 分部来看，营业利润率再创新低。本部 -0.8%，荆州 0.7%，嘉兴 3.3%。嘉兴子公司即加西贝拉基本代表行业较好水平，也已微利。

图 2：毛利率与净利率变化



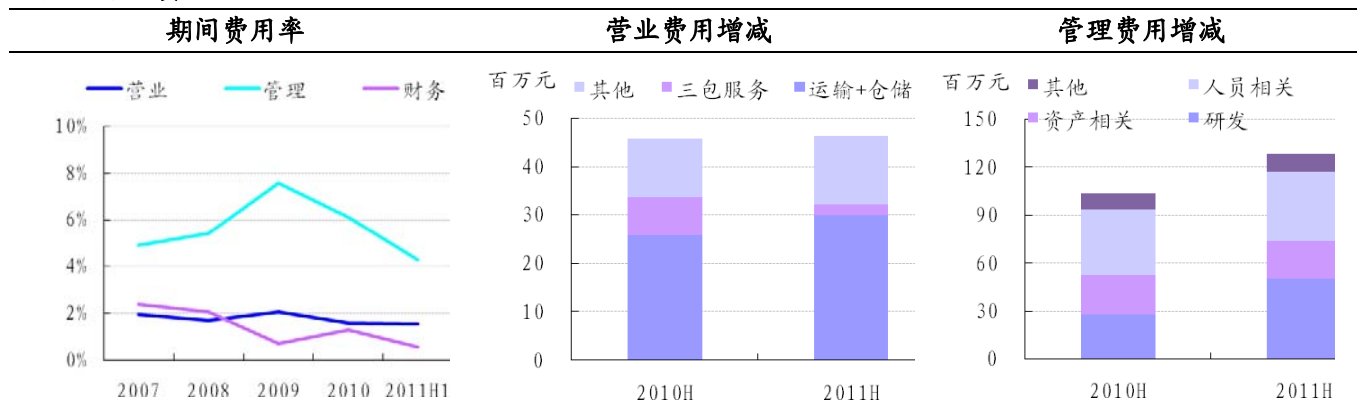
数据来源：Wind 资讯，公司公告，国泰君安证券研究

3. 费用管理已较精细，净利率如何回升？

期间费用率较低，以费用控制来提升利润率的空间较为有限。财务费用有望随募集资金而下降。

- 营业费用金额同比持平，费用率 1.5% 同比下降 0.2 个百分点。
- 管理费用同比增加 2490 万元，费用率 4.3% 同比上升 0.5 个点。其中，研发费用 5027 万元同比增加 2250 万元，占费用增量的 90%。
- 财务费用负担较重。公司已披露非公开增发预案，募集资金有望给财务费用带来改观。

图 3：期间费用变化



数据来源：Wind 资讯，公司公告，国泰君安证券研究

原材料大幅上涨，行业压力很大，净利率下降空间已非常小。但依靠压缩费用率来提升盈利能力并不可行。净利率如何能够回升？

- **技术降本**，仍是目前应对成本压力的主要手段。以毛利率下降 2 个百分点测算，单台压缩机成本同比上升约 4 元；以单台压缩机用铜 0.8kg 测算，铜价成本同比上涨约 8 元。这反映公司仍在积极减少原材料用量，技术降本。
- **原材料平稳或降价**。如果原材料铜、钢价格平稳或降价，成本压力能够得到暂时性缓解。目前铜价受美国货币政策影响显著，钢价略有回调趋势。
- **高端化进一步深化**。我们一直期待公司的产品高端化带来盈利能力提升，但原材料上涨带来了太大压力。无论如何，加西贝拉盈利能力持续好于本部，仍说明了高端产品具备更好盈利能力。
- **最关键的是行业竞争结构改善**。期待行业大面积亏损加剧带来市场洗牌。公司已具备行业龙头的规模与技术实力，将受益于行业洗牌。

4. 资产负债较为正常，经营现金流较好

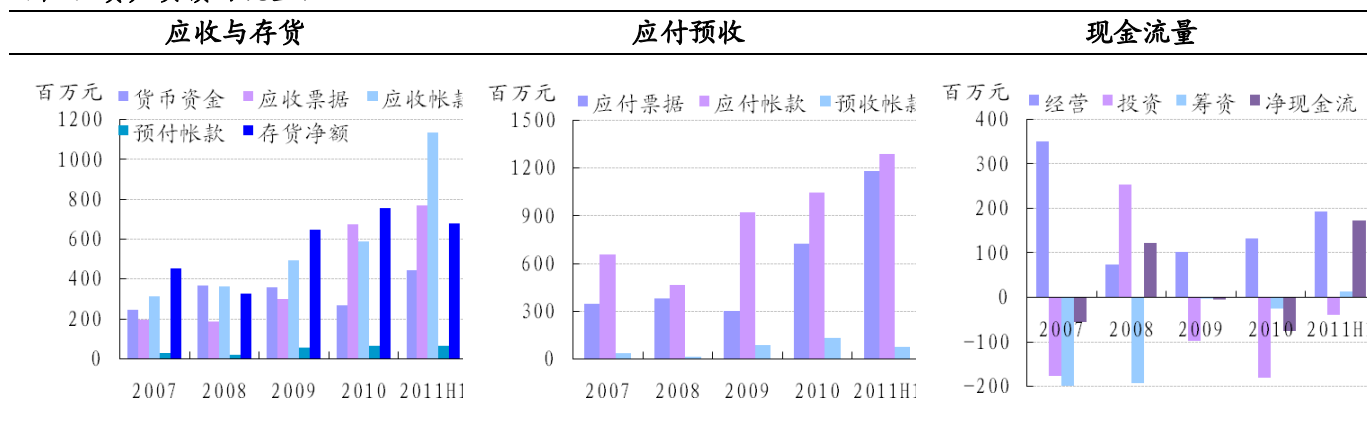
各项应收应付项目变化平稳，与业务增长和季节性特征匹配。经营现金净流入 1.93 亿元，是近年来最好水平。

- 应收票据+应收账款+预付款合计 19.65 亿元，比去年同期增加 4.70 亿元。存货 6.76 亿元同比增加 1.34 亿元，比年初下降 0.79 亿元。因应收增加较多，资产减值损失计提 3352 万元，显示了较谨慎的财务处理。
- 应付票据+应付账款+预收款合计 25.40 亿元，比去年同期增加 7.06

亿元。比应收项目与存货的增量更多。

- 经营现金净流入 1.93 亿元，为近年来最好水平。

图 4：资产负债与现金流



数据来源：Wind 资讯，公司公告，国泰君安证券研究

5. 募投项目在建，增发价格微调

公司非公开增发预案于 1 月披露，4 月被证监会正式受理。6 月将发行底价调整为 6.85 元/股，7 月 5 日已将调整后的补充文件上报证监会。

- 超高效变频压缩机项目已于去年开始建设，上半年进度较慢。
- 由于市场价格变化，增发价格已由不低于 7.85 元/股下调为不低于 6.85 元/股。

表 1：非公开增发资金投向

项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
新建年产 500 万台超高效和变频压缩机生产线项目	69,758	32,200
新建年产 600 万台高效和商用压缩机生产线项目	48,000	40,000
华意压缩技术研究院建设项目	8,000	7,800
补充流动资金	30,000	30,000
合计	155,758	110,000

数据来源：Wind 资讯，公司公告，国泰君安证券研究

6. 盈利能力回升慢于预期，调低盈利预测

我们仍然看好未来产品结构提升带来的盈利能力提升。因原材料成本压力较大，盈利能力回升速度慢于我们之前的预期。不考虑增发，我们调低 2011-2013 年 EPS 分别至 0.17 元 (-0.03)、0.26 元 (-0.08) 与 0.40 元 (-0.05)，维持“中性”评级。

- **冰箱高端化趋势持续，公司高端产能扩张。**家电下乡中三门冰箱销量也已占到 30%。由于技改与新建产能投放，未来公司高端产品产能将不断放量，产品结构将不断改善。
- **盈利能力有望逐步复苏。**高端化趋势下，压缩机厂商技术差异有望转化为盈利能力。如果原材料降价，盈利弹性有望很快释放。
- **下半年业绩有望显著好于上半年。**1.7 月收到政府补贴 1709 万元。2.上半年计提了 3352 万元的资产减值损失，主要为坏账损失；下半年应收项目减少有望冲回。3.原材料压力有望趋缓，淡季毛利率或逐步复苏。

作者简介:**方馨:**

执业资格证书编号: S0880511010048

电话: 021-38676685

邮箱: fangxin@gtjas.com

女, 复旦大学理学学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券, 从事家电行业的研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		