

分析师: 刘元瑞 (8621)68751765 doujh@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

联系人: 窦金虎 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

行业景气带动高增长，业绩符合预期

事件描述

2011 年 8 月 25 日汉钟精机公布了 2011 年中期财报，公司主要经营业绩如下：

2011 年上半年公司实现营业收入 4.45 亿元，同比增长 56.28%；实现归属于母公司净利润 7481.53 万元，折合每股收益 0.34 元，同比增长 41.25%；业绩符合我们的预期。

事件评论

第一，受益行业需求增加，公司收入和净利润分别同比增长 56.28%和 41.27%

受益行业市场需求增加，2011 年上半年公司实现营业收入 4.45 亿元，同比增长 56.28%；实现归属于母公司净利润 7,481.53 万元，同比增长 41.27%。净利润增速略低于收入增速的主要原因是：

- ✓ 所得税率暂按 25%计：公司高新技术企业认定尚在复核期间，因此暂按 25%计算。我们预期公司获批高新技术企业是大概率事件，若按 15%所得税计算，并考虑递延所得税后可加净利润 941.09 万元，则净利润同比增速达到 58.2%。

图 1: 公司营业收入同比增长 56.28%

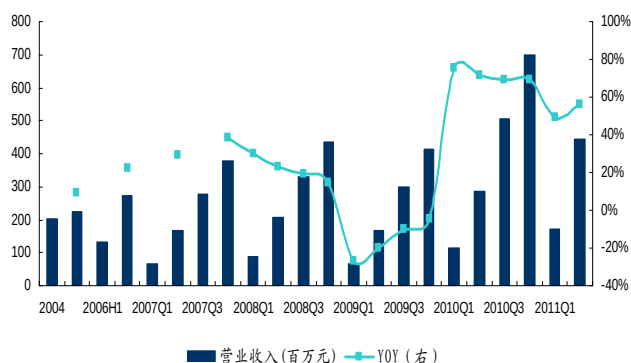
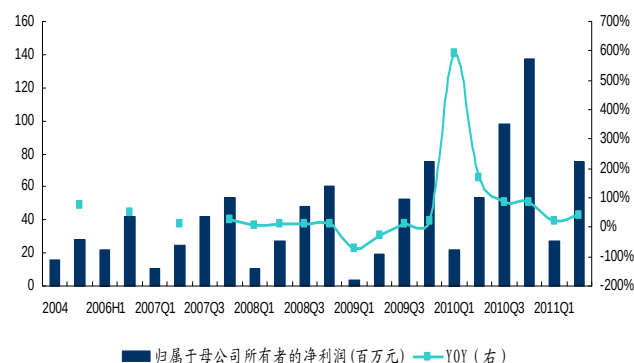


图 2: 公司净利润同比增长 41.27%

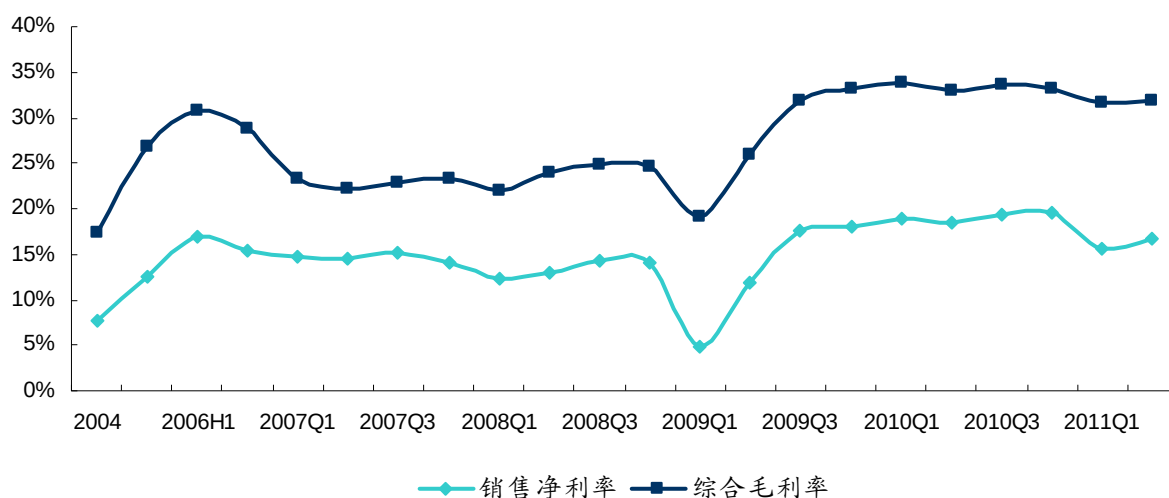


资料来源：公司公告，长江证券研究所

资料来源：公司公告，长江证券研究所

第二，综合毛利率下降 1.23%，销售费用率下降抵消毛利率下降，所得税率提高影响销售净利率

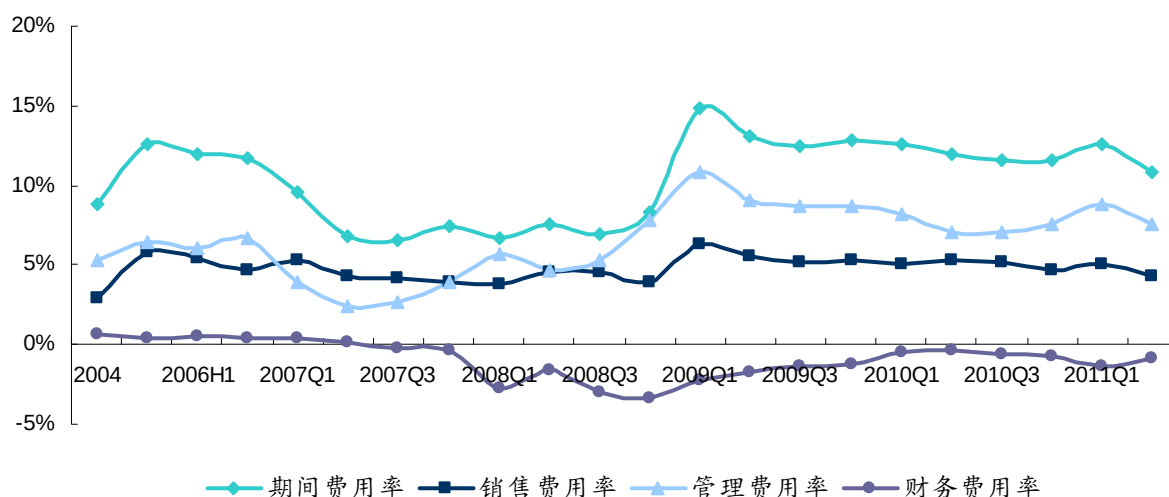
2010 年公司综合毛利率 31.80%，较去年同期下降 1.23%；销售费用率下降 1%，基本抵消毛利率下降影响。受所得税率暂按 25%计影响，公司净利率同比下滑 1.59%至 16.80%。

图 3: 公司综合毛利率和净利率变动


资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司期间费用率同比下降 1.10%至 10.88%，其中：

- ✓ 销售费用率：主要受益于销售服务费控制（同比下降 20.32%，收入占比下降 0.62%），销售费用率同比下降 1.05%至 4.24%；
- ✓ 管理费用率：受新产品研发投入影响（研发费用同比上升 117.13%，收入占比上升 1.12%），管理费用率同比上升 0.5%至 7.55%；
- ✓ 财务费用率：受汇兑收益大幅增加影响，公司财务费用率同比进一步下降 0.54%至-0.90%。

图 4: 公司期间费用率变动


资料来源：公司公告，长江证券研究部

分产品看，收入占比最大的制冷产品和空压产品是公司增长的动力来源，另外真空产品收入占比虽少但发展迅猛，11年上半年收入接近 10 年全年水平：

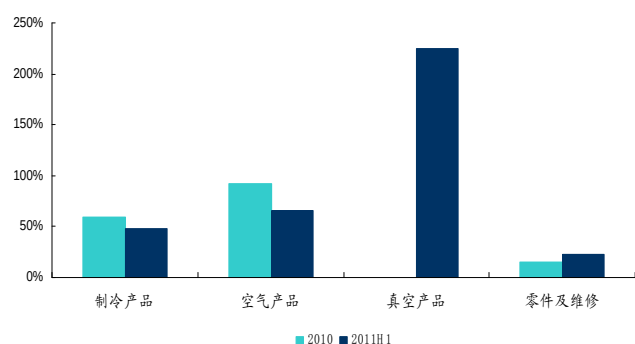
- ✓ 制冷产品：收入占比达到 54.05%，同比增长 47.46%，但毛利率大幅下滑 5.03%至 35.58%。公司制冷产品主要包括空调制冷压缩机和冷冻冷藏压缩机，其中：
- 空调制冷压缩机：主要应用于中央空调行业和工业制冷行业。中央空调销售额年均增长率约为 10-20%，确保公司螺杆式制冷压缩机市场规模的稳步提升。
 - 热泵用压缩机：中国地源热泵近两年增长率均超过 60%，在世界上的排名已跃升至世界第二位，低碳节能主题的持续发展为热泵用压缩机提供良好的发展机遇。
 - 冷冻冷藏压缩机：我国冷冻冷藏行业占制冷行业比例仅为 24%，相对于国际成熟市场 40%的比例具有较大的发展空间。伴随着《农产品冷链物流发展规划》的出台，2010-2015 年我国将新建 1000 万吨冷藏库，冷库库容的年复合增长率为 13.5%，十二五期间冷库用压缩机将迎来发展的黄金时期。
- ✓ 空压产品：收入占比 38.66%，同比增长 65.89%，且毛利率大幅提高 7.72%。空气压缩机下游应用领域广泛，公司预计到 2015 年销售额将超过 1900 亿元，而公司 2010 年该产品销售额仅为 2.37 亿元，市场空间广阔。
- ✓ 真空产品：收入占比仅为 2.31%，但同比大幅增长 225.00%，毛利率大幅提升 7.32%至 14.92%。公司从维修干式真空泵起步，已正式进入该产品的生产销售领域。11 年上半年销售额已超过 1000 万元，接近去年全年水平，处于快速发展期。
- 干式真空泵尚处于进口替代初始阶段，公司产品在国内几乎没有竞争对手。国内市场容量约为 1-2 万台，进口替代空间广阔。
 - 干式真空泵技术含量较高，并有望随着产量的扩大降低单位成本，未来毛利率提升可期。
 - 我们看好干式真空泵市场前景，并认为该类产品将成为公司利润新的增长点。

表 1: 公司 2010 年分产品收入和毛利率变动

分产品	营业收入 YOY	毛利率	毛利率同期增减
制冷产品	47.46%	35.58%	-5.03%
空压产品	65.89%	28.84%	7.72%
真空产品	225.00%	14.92%	7.32%
零件及维修	48.84%	21.52%	-16.68%
合计	56.21%	31.80%	-1.23%

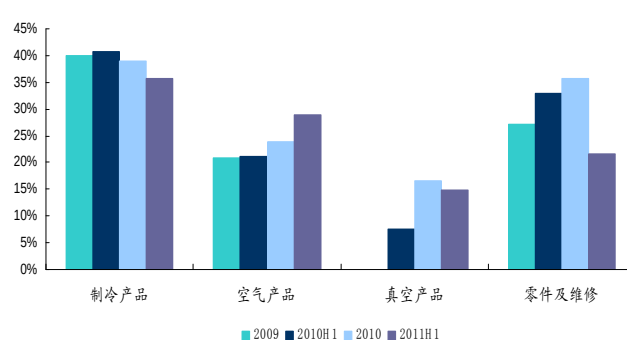
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5: 公司分产品收入同比增长率变动



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 6: 公司分产品毛利率变动



资料来源：公司公告，长江证券研究所

第三，公司未来成长来自于产业链纵向延伸和产品系列横向拓展，看好冷冻冷藏压缩机和真空泵

公司未来的增长主要来自于两方面：产业链的纵向延伸和产品系列的横向拓展：

- 产业链的纵向延伸主要指对上游的整合，进一步提高毛利率。公司设立汉声精密生产压缩机铸件是纵向延伸的体现。起初公司的泵壳等配件基本外包，但随着公司规模扩大，考虑到供应商规模可能难以满足公司需要和产品质量控制问题，公司设立汉声精密生产泵壳等铸件，并逐渐将部分转子毛坯由钢坯变为铸件，预计 11 年 4 月汉声精密开始生产；
- 产品系列的横向拓展主要来自于扩大螺杆压缩机对活塞压缩机的替代范围：
 - 制冷压缩机：产品向大型化和小型化两端拓展，大型化主要包括大型地源热泵、小型化是拓展一系列的 LB 系列低温冷冻冷藏设备；我国冷冻冷藏行业占制冷行业比例仅为 24%，相对于国际成熟市场 40% 的比例具有较大的发展空间。伴随着《农产品冷链物流发展规划》的出台，2010-2015 年我国将新建 1000 万吨冷藏库，冷库库容的年复合增长率为 13.5%，十二五期间冷库用压缩机将迎来发展的黄金时期。
 - 空压机：螺杆小型化，原来螺杆压缩机主要替代 30KW 以上活塞压缩机，现在公司开始拓展 15-30KW 领域，功率越小，毛利率可能有所下降但市场空间更大；此外，公司今年将参加汉诺威工业展以期获得欧洲空压机代工机会；
- 真空产品：10 年销售收入 1 千万，今年可能到 4 千万，明年可能会做到 1 亿，12 年可以实现部分机型国产化，主要替代国外油泵，13 年将开始放量；国产化后毛利率将达到 40% 以上；

第四，给予“推荐”评级

制冷压缩机主要应用于中央空调，其增长依赖城镇化进程，预计增速稳定；未来的增长主要看冷冻冷藏市场增长和真空泵业务开拓。预计 2011 年 EPS 0.86、1.12 和 1.43 元，考虑到公司螺杆压缩机节能环保概念、冷冻冷藏压缩机冷链物流概念和干式真空泵开拓前景看好，给予公司推荐评级。

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	698	1058	1404	1862	货币资金	204	100	135	298
营业成本	466	716	959	1264	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	232	342	445	598	应收账款	108	127	108	144
% 营业收入	33.2%	32.3%	31.7%	32.1%	存货	128	197	264	348
营业税金及附加	0	1	1	1	预付账款	13	21	27	36
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	1
销售费用	33	44	59	78	流动资产合计	526	554	701	1052
% 营业收入	4.7%	4.2%	4.2%	4.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	53	80	106	141	持有至到期投资	109	109	109	109
% 营业收入	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-5	2	0	0	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.7%	0.2%	0.0%	0.0%	固定资产合计	201	355	503	519
资产减值损失	4	1	0	1	无形资产	28	27	25	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	4	4	4	4	递延所得税资产	5	0	0	0
营业利润	150	217	283	361	其他非流动资产	10	10	10	10
% 营业收入	21.5%	20.5%	19.5%	18.8%	资产总计	880	1055	1350	1718
营业外收支	8	0	0	0	短期贷款	60	0	0	0
利润总额	159	217	283	361	应付款项	119	183	245	323
% 营业收入	22.7%	20.5%	19.5%	18.8%	预收账款	4	6	8	11
所得税费用	22	30	39	50	应付职工薪酬	11	17	23	31
净利润	136	187	244	311	应交税费	11	15	20	25
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	1	2	2
的净利润	137.3	188.6	245.9	313.5	流动负债合计	207	224	311	415
少数股东损益	-1	-1	-2	-2	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.63	0.86	1.13	1.44	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
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	100	155	248	264	负债合计	207	224	311	415
取得投资收益	3	4	4	4	归属于母公司	666	826	1035	1302
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	7	5	3	1
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	673	831	1039	1303
固定资产投资	-114	-173	-180	-58	负债及股东权益	880	1055	1350	1718
其他	-57	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-170	-169	-175	-53		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.630	0.865	1.128	1.438
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.66	4.55	5.70	7.16
银行贷款增加（减少）	1	-60	0	0	PE	38.06	27.72	21.26	16.67
筹资成本	41	-30	-37	-47	PEG	1.20	0.88	0.67	0.53
其他	-81	0	0	0	PB	6.54	5.27	4.21	3.35
筹资活动现金流净额	-40	-90	-37	-47	EV/EBITDA	30.32	21.33	16.09	12.21
现金净流量	-110	-104	35	162	ROE	20.6%	22.8%	23.8%	24.1%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。