



冷冻冷藏压缩机潜力足，静待干式真空泵发力

方正证券研究所证券研究报告

机械行业高级研究员：彭民

执业证书编号：S1220512020002

TEL: 010-68584886

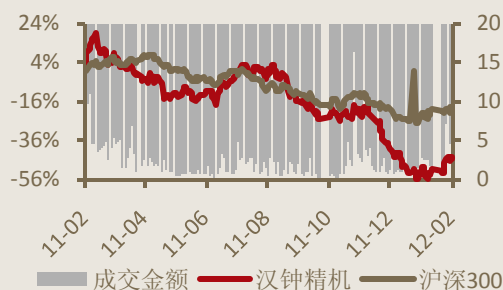
Email: pengmin@foundersc.com

联系人：成尚汶

TEL: 010-68586875

Email: chengshangwen@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	697.89	880.92	1003.31	1150.10
(+/-)	68.91%	26.23%	13.89%	14.63%
净利润	137.34	145.92	158.14	169.83
(+/-)	83.68%	6.25%	8.37%	7.39%
EPS (元)	0.63	0.67	0.73	0.78
P/E	20.64	19.43	17.93	16.69

相关研究

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

汉钟精机(002158)

公司调研简报
2012.02.10 增持

普通机械行业

投资要点

※冷冻冷藏螺杆压缩机核心供应商，最大化受益未来冷链发展

按照《农产品冷链物流“十二五”发展规划》中的目标，到2015年通过新增改造增加冷库容量1000万吨，“十二五”冷库库容年均复合增速约在13.5%。公司冷冻冷藏压缩机主要应用于小型冷库，小型冷库主要在农村地区需求较大，从近年来国家对“三农”民生工程的大力扶持情况来看，预计短期内小型冷库增速将超过冷库行业的增速，由于螺杆式压缩机相比活塞式压缩机具有高效节能的优势，更符合国家政策支持方向。

公司是国内制冷压缩机龙头，目前80%应用在工业制冷领域；约20%应用在食品冷链领域（冷库、冷冻隧道、制冰机），螺杆式冷冻冷藏压缩机以中小型为主，未来空间主要来自于对活塞式冷冻冷藏压缩机的替代。目前冷冻冷藏压缩机几乎都是活塞式压缩机，每年销量大约在15万台，另外翻新改造机器约3万台。公司生产的螺杆式压缩机节能效率等显著好于活塞机，未来螺杆式对活塞式压缩机进行替代是趋势，我们按照1台螺杆压缩机替代3台活塞压缩机比例进行计算，每年螺杆压缩机替代市场有望达6万台，假设其中替代率能达到2/3以上，每年的需求达到4万台，再加上一定的新增需求，估计每年螺杆式冷冻冷藏压缩机的市场需求大约在5万台以上，未来空间广阔。预计应用于小型冷库领域的螺杆式冷冻冷藏压缩机未来增速有望达到20%。

近年来，公司冷冻冷藏压缩机业务快速发展，2010年公司售出1600台冷冻冷藏压缩机，预计2011年将增长至2500-3000台左右；从业务占比来看，2006年冷冻冷藏压缩机销售收入在制冷设备中占比不到1%，2010年提升至16%，2011年预计将增长至20%，估计2015年这一比例有望提升至30%以上。

※积极培育干式真空泵，零部件国产化后毛利率有望大幅提升

2010年干式真空泵领域市场规模约为45亿元，其中国外品牌约占51%，半导体领域用的全是进口产品，国产真空泵目前主要应用在制药和化工领域。公司于2010年从真空泵的维修业务介入螺杆式干式真空泵领域，该业务进展迅速，2010年销量为120台，2011年约销量约400台，销售收入大约在4000万左右，同比增长223%，我们预计公司2012年有望销售600台，销售收入达6000万左右，预计今后几年年均增速约在40-50%，2015年干式真空泵的业务收入有望达到2个亿。

从毛利率来看，干式真空泵比起其他产品相对较低，2011年毛利率估计在15%左右，这主要因为目前公司真空泵零部件全是进口的，导致毛利率较低。公司今年将开始国产，预计毛利率将维持2011年水平，但是预计2013年国产规模化后，毛利率将得到大幅提升。由于我国干式真空泵尚处于起步阶段，未来市场空间巨大，公司产品的性能与质量并不输于国外品牌，伴随公司产能打开，干式真空泵业务将成为公司另一重要增长

极。

※中央空调制冷压缩机平稳增长，行业竞争日益加剧

空调制冷压缩机是公司目前最重要支柱业务之一，2010 年销售收入约为 3.5 亿元，在公司制冷设备业务中占据 84%。中央空调与商业地产联动性比较强，受国家房地产调控等因素影响，下游需求增长乏力，预计未来 2-3 年中央空调压缩机行业增速大约保持在 10-15%之间，公司凭借在螺杆式制冷压缩机领域的优势地位，中央空调压缩机业务有望与行业增速持平。

目前公司为美的供货 70%的空调制冷机压缩机，为格力供货 30%，格力已经开始了空调制冷压缩机，美的为节约成本也必将走向自主生产的道路；再加上开山股份也开始向螺杆式制冷压缩机领域进军，在中央空调制冷压缩机领域中客户端市场对新产品的信任往往需要 1-2 年时间，届时将对公司构成直接威胁，行业竞争将进一步加剧。预计 2011 年毛利率将明显下滑，将由 2010 年 40%左右水平下降至 35-38%。

※空压机相对看淡，2012 年略有增长

公司空压机业务在上半年实现营业收入 1.72 亿元，同比增长 65.89% 增长态势良好，上半年月平均销量大概接近 3000 台左右；但受国家宏观调控影响，下游工业企业资金面紧张，对设备的采购意愿大幅下降，空压机受到很大影响，下半年月销量大约在 1500-2000 台之间，2011 全年来看，增速大约在 30-35%之间。受经济增速下滑预期拖累我们对于公司今年空压机业务增长较为谨慎，预计 2012 年空压机业务增速 5%左右。

※给予“增持”评级

我们认为公司支柱业务制冷压缩机依然能够保持平稳增长，未来看好其中冷冻冷藏压缩机的增长潜力，考虑到公司干式真空泵业务伴随零部件国产规模化后也将逐渐发力，我们预计公司 2011-2013 年全面摊薄后 EPS 分别为 0.67、0.73、0.78 元，对应当前动态市盈率分别为 19 倍、18 倍、17 倍，给予公司“增持”投资评级。

※风险提示

中央空调受地产调控影响需求下滑、干式真空泵业务增长低于预期、制冷压缩机行业竞争过于剧烈

图表 1：公司 2011-2013 年分项业务预测

项目 单位：百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
制冷产品(元)	307.05	262.29	417.00	479.55	551.48	634.20
增长率		-14.58%	58.98%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	29.30%	39.85%	38.86%	35.00%	34.00%	33.00%
空气产品(元)	92.17	123.46	237.20	320.22	336.23	353.04
增长率		33.95%	92.13%	35.00%	5.00%	5.00%
毛利率	4.72%	20.76%	23.81%	26.00%	24.00%	23.00%
零件及维修(元)	34.30	26.95	31.18	40.53	52.69	68.50
增长率		-21.43%	15.70%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	35.25%	27.16%	35.70%	22.00%	23.00%	23.00%
真空产品(元)	0.00	0.00	11.81	39.56	61.32	91.99
增长率				235.00%	55.00%	50.00%
毛利率			16.51%	15.50%	16.00%	19.00%
其他	0.00	0.46	0.70	1.05	1.57	2.36
增长率			52.17%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率		10.87%	17.14%	35.00%	33.00%	33.00%
营业收入合计	433.52	413.16	697.89	880.92	1003.31	1150.10
增长率		-4.70%	68.92%	26.23%	13.89%	14.63%
综合毛利率	24.55%	33.29%	33.20%	30.25%	28.97%	28.21%

资料来源：Wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	525.56	668.14	781.69	907.85	经营活动现金流	96.73	15.31	267.19	5.46
现金	204.26	189.97	380.51	305.95	净利润	136.30	145.36	157.33	168.89
应收账款	106.24	145.45	105.37	182.15	折旧摊销	22.97	22.47	25.15	27.98
其它应收款	1.74	1.25	2.26	1.70	财务费用	-4.71	-8.53	-12.30	-10.90
预付账款	13.35	49.58	26.14	59.05	投资损失	-3.56	-3.80	-4.00	-4.00
存货	128.34	162.85	182.42	204.73	营运资金变动	-51.47	-142.32	101.50	-176.13
其他	71.62	119.04	84.98	154.27	其它	-2.79	2.14	-0.50	-0.38
非流动资产	353.97	317.65	326.97	331.16	投资活动现金流	-170.92	15.72	-30.09	-27.79
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	91.41	16.89	-5.21	-3.85
固定资产	150.41	170.37	169.73	167.64	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	28.05	33.16	36.21	39.80	其他	-79.51	32.61	-35.30	-31.64
其他	175.51	114.13	121.03	123.72	筹资活动现金流	-36.11	-45.33	-46.56	-52.23
资产总计	879.52	985.79	1108.66	1239.01	短期借款	-1.32	0.66	-0.33	0.16
流动负债	206.86	222.07	246.25	271.01	长期借款	0.00	0.00	-0.16	-0.04
短期借款	60.13	60.79	60.46	60.63	其他	-34.80	-45.99	-46.07	-52.35
应付账款	119.26	130.77	163.14	174.88	现金净增加额	-110.31	-14.29	190.54	-74.56
其他	27.47	30.50	22.64	35.49					
非流动负债	0.11	0.32	0.05	0.02	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	0.00	-0.16	-0.20	成长能力				
其他	0.11	0.32	0.21	0.21	营业收入	68.91%	26.23%	13.89%	14.63%
负债合计	206.97	222.39	246.30	271.02	营业利润	79.88%	8.78%	7.66%	7.88%
少数股东权益	6.67	6.10	5.30	4.36	归属母公司净利润	83.68%	6.25%	8.37%	7.39%
归属母公司股东权益	665.89	757.29	857.06	963.63	获利能力				
负债和股东权益	879.52	985.79	1108.66	1239.01	毛利率	33.20%	30.25%	28.97%	28.21%
					净利率	19.53%	16.50%	15.68%	14.68%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	20.27%	19.04%	18.24%	17.45%
营业收入	697.89	880.92	1003.31	1150.10	ROIC	18.03%	17.15%	16.19%	15.38%
营业成本	466.16	614.40	712.66	825.60	偿债能力				
营业税金及附加	0.39	0.41	0.52	0.59	资产负债率	23.53%	22.56%	22.22%	21.87%
营业费用	32.94	41.84	48.16	54.63	净负债比率	8.94%	7.96%	6.99%	6.24%
管理费用	52.67	68.71	78.26	89.71	流动比率	2.54	3.01	3.17	3.35
财务费用	-4.71	-8.53	-12.30	-10.90	速动比率	1.92	2.28	2.43	2.59
资产减值损失	3.71	4.40	4.01	4.60	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.87	0.94	0.96	0.98
投资净收益	3.56	3.80	4.00	4.00	应收帐款周转率	8.39	7.00	8.00	8.00
营业利润	150.29	163.48	176.00	189.87	应付帐款周转率	4.89	4.91	4.85	4.88
营业外收入	9.01	5.86	7.43	6.65	每股指标(元)				
营业外支出	0.77	0.51	0.49	0.59	每股收益	0.63	0.67	0.73	0.78
利润总额	158.53	168.83	182.94	195.93	每股经营现金	0.44	0.07	1.23	0.03
所得税	22.23	23.47	25.61	27.04	每股净资产	3.70	4.20	4.72	5.30
净利润	136.30	145.36	157.33	168.89	估值比率				
少数股东损益	-1.04	-0.56	-0.81	-0.94	P/E	20.64	19.43	17.93	16.69
归属母公司净利润	137.34	145.92	158.14	169.83	P/B	16.44	3.74	3.31	2.94
EBITDA	175.23	185.41	197.80	210.71	EV/EBITDA	61.69	12.08	10.42	10.13
EPS（元）	0.63	0.67	0.73	0.78					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼 (100037)	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com