



业绩估值双轮驱动

2013.08.24

强烈推荐(维持)

	周娅	戎毅仁
电话:	010-51236405	010-51236406
邮箱:	zhouy@gzgzhs.com.cn	rongyr@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310512110003	A1310512110005

现价:	14.90
目标价:	18.00
股价空间:	20%
机械行业	

事件:

汉钟精机于8月24日发布2013年半年报:上半年公司实现营业收入3.89亿元,同比增长15.11%;营业利润6994.1万元,同比增长41.28%;归属于上市公司股东的净利润6077.9万元,同比增长35.45%;基本每股收益0.25元。

点评:

● **制冷压缩机业务推动收入稳健增长。**公司上半年收入增长15%,主要受益于制冷压缩机业务的快速增长。从分项业务来看,制冷产品增长最快、同比增长21%,主要受益于冷链物流行业的发展,尤其小型冷库增速更是独树一帜,公司产品显著受益,且冷冻冷藏压缩机新产品陆续上市也进一步促进了销售;另外,公司产品相对于比泽尔等主要竞争对手而言,性价比高、营销服务网络完善,进口替代进程加快。空压产品同比增长13%;零部件及维修业务同比增长5%;真空产品下滑59%,由于收入占比仅1%,对业绩的影响很小。

● **受益于新产品推出、内部流程整合,毛利率大幅提升4个百分点。**公司上半年综合毛利率大幅提升4个百分点,其中制冷压缩机毛利率提升5个百分点,是拉动综合毛利率提升的关键因素;另外,零部件及维修毛利率提升11个百分点;空压机由于小型产品占比提高,毛利率下滑1个百分点。综合毛利率的大幅提升主要受益于新产品的陆续投放;以及经过2012年的事业部制改革和流程整合,内部效益开始释放,成本费用控制能力迈上新台阶,盈利能力逐渐提升。

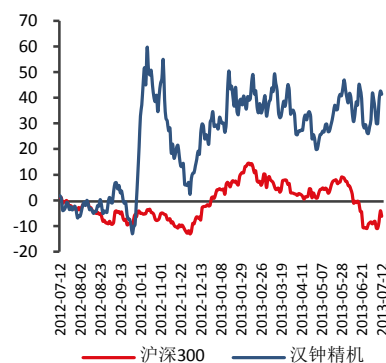
● **新产品陆续投放,未来增长有亮点。**冷冻冷藏压缩机是公司的重点业务,在研的多项新产品将于今年陆续上市。空压机方面,下半年预计公司将推出中高端新产品永磁无刷变频空压机;另外,与日立合作的无油螺杆空压机陆续放量也将成为空压机业务的新增长点。

● **ORC螺杆膨胀机业务将在国内积极推进,助力估值水平提升。**公司ORC螺杆膨胀机产品在台湾的钢铁厂余热回收和地热利用项目已运行3年多。随着国内低品位余热市场的逐渐发展,公司的产品将进入国内市场,预计年内有望在国内建设示范性工程。螺杆膨胀机前景广阔,想象空间巨大,将助推公司估值水平的提升。

● **盈利预测与估值。**我们预计公司2013-2015年全面摊薄EPS分别为0.6、0.73、0.88元,对应PE分别为25、20、16倍,考虑到公司制冷产品和空压机业务稳健快速增长,且螺杆膨胀机前景广阔,维持“强烈推荐”的投资评级。

● **风险提示:**冷链行业发展低于预期;新产品推广低于预期风险。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
汉钟精机	5.4	10.9	8.7
制冷空调	-1.8	4.2	8.6
沪深300	-8.4	-8.2	-9.9

基本资料

总市值(亿元)	35.67
总股本(万股)	23,988.20
流通股比例	100.00%
资产负债率	24.32%
大股东	巴拿马海尔梅斯公司
大股东持股比例	36.81%

相关报告



主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	700.09	858.36	1032.96	1245.78
同比(%)	-18.64%	22.61%	20.34%	20.60%
归属母公司净利润	106.66	143.32	175.06	211.70
同比(%)	-25.94%	34.37%	22.15%	20.93%
毛利率(%)	32.48%	33.09%	33.01%	32.89%
ROE(%)	13.90%	17.53%	19.05%	20.12%
每股收益(元)	0.44	0.60	0.73	0.88
P/E	22.27	24.94	20.42	16.88
P/B	3.07	4.15	3.66	3.17

资料来源：广证恒生

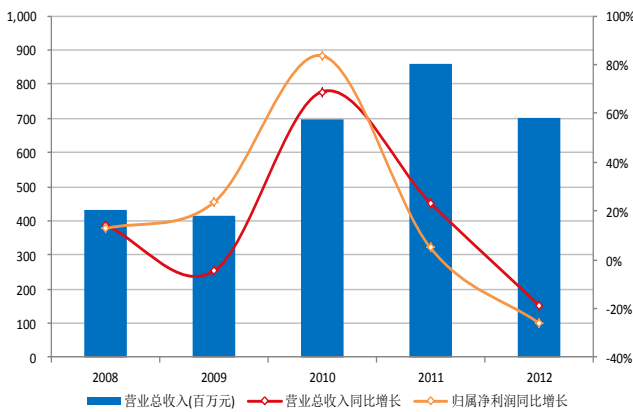
利润总额分析	2012 年利润总额	利润总额连环贡献额	利润总额连环贡献率
营业总收入	102.44	51.01	99.2%
营业成本	82.74	-19.70	-38.3%
毛利贡献		31.31	60.9%
其他费用	82.74	0.00	0.0%
营业税金及附加	81.86	-0.88	-1.7%
销售费用	80.79	-1.06	-2.1%
管理费用	75.75	-5.04	-9.8%
财务费用	77.48	1.74	3.4%
费用贡献		-5.25	-10.2%
资产减值损失	74.14	-3.34	-6.5%
公允价值变动净收益	74.14	0.00	0.0%
投资净收益	71.87	-2.28	-4.4%
汇兑净收益	71.87	0.00	0.0%
其他收益贡献		-5.62	-10.9%
营业外收入	72.46	0.59	1.1%
营业外支出	72.34	-0.12	-0.2%
其他	72.34	0.00	0.0%
非经常性损益贡献		0.47	0.9%
小计		41.35	40.7%
净利润分析	2012 年净利润	净利润连环贡献额	净利润连环贡献率
利润总额	65.67	20.91	46.7%
所得税	60.78	-4.90	-10.9%
其他	60.78	0.00	0.0%
小计		16.01	35.8%
归属净利润分析	2012 年归属净利润	归属净利润连环贡献额	归属净利润连环贡献率
净利润	60.88	16.01	35.7%
少数股东损益	60.78	-0.11	-0.2%
小计		15.91	35.5%

资料来源：广证恒生



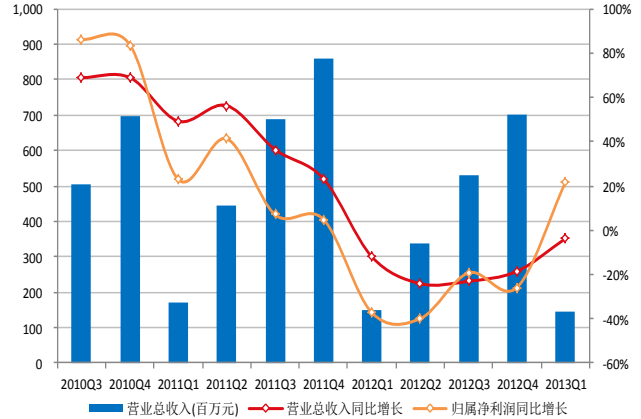
【业务收入】

图表 1 营业收入与净利润增速



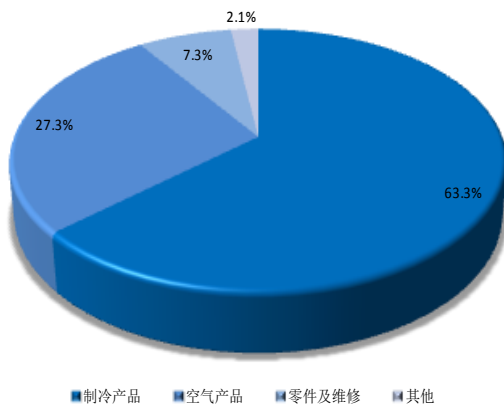
资料来源: 广证恒生

图表 2 营业收入与净利润增速(单季度)



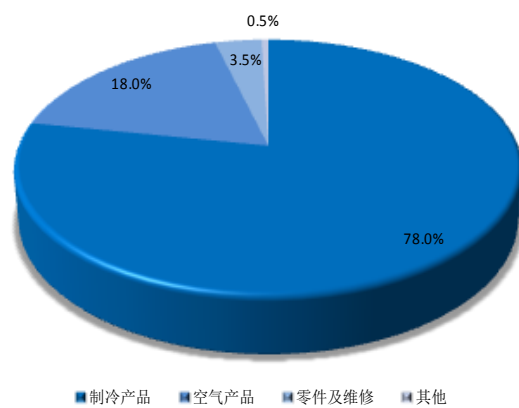
资料来源: 广证恒生

图表 3 2012 年公司业务收入结构



资料来源: 广证恒生

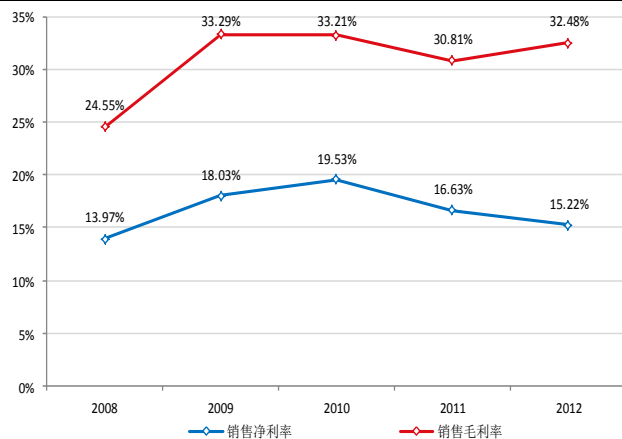
图表 4 2012 年公司利润结构



资料来源: 广证恒生

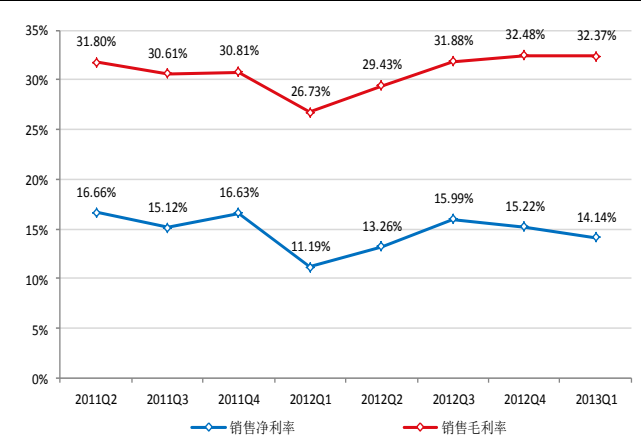
【盈利能力】

图表 5 销售净利率与销售毛利率



资料来源: 广证恒生

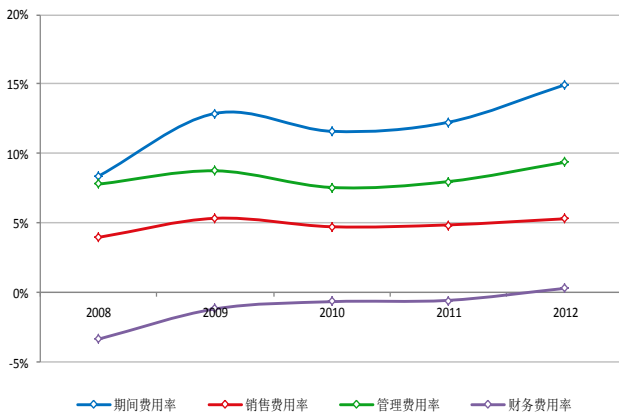
图表 6 销售净利率与销售毛利率(单季度)



资料来源: 广证恒生

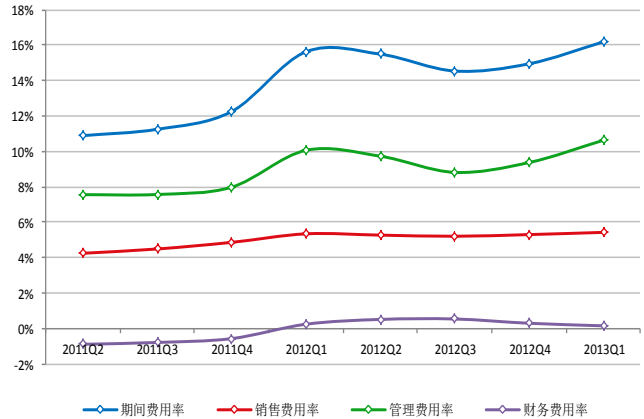


图表 7 期间费用率



资料来源: 广证恒生

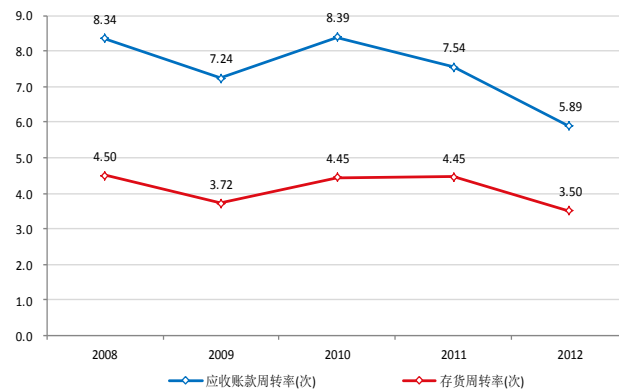
图表 8 期间费用率 (单季度)



资料来源: 广证恒生

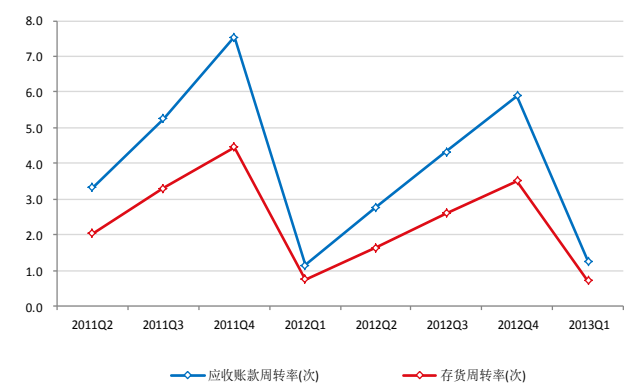
【营运能力】

图表 9 应收账款周转率和存货周转率



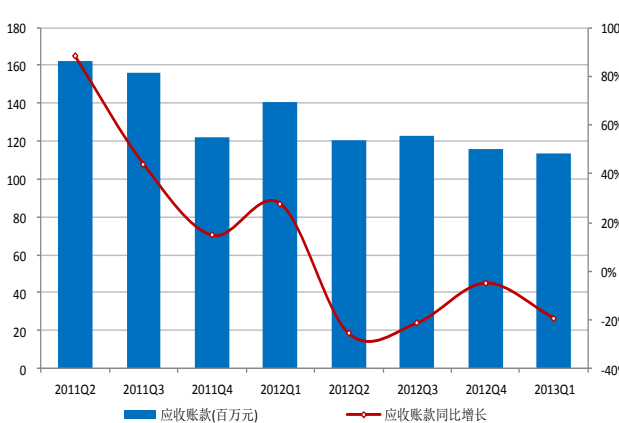
资料来源: 广证恒生

图表 10 应收账款周转率和存货周转率(单季度)



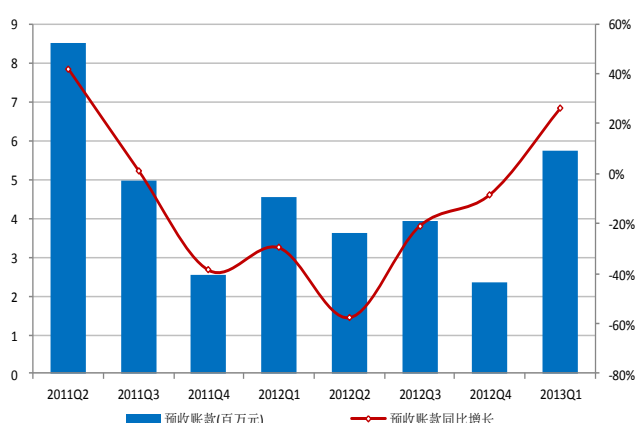
资料来源: 广证恒生

图表 11 应收账款及增速



资料来源: 广证恒生

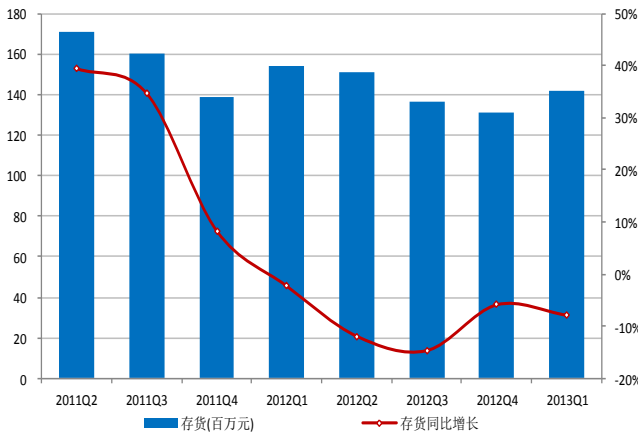
图表 12 预收账款及增速



资料来源: 广证恒生

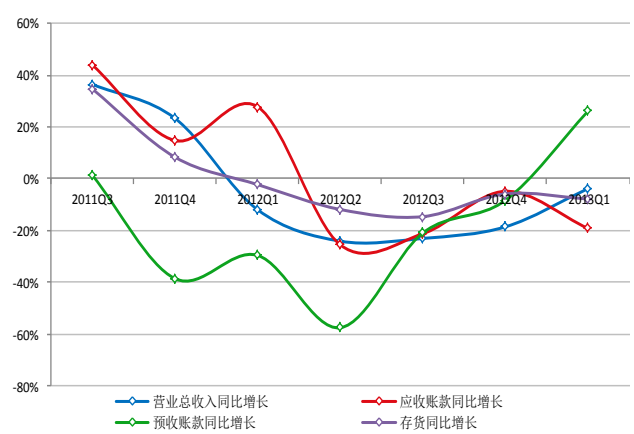


图表 13 存货及增速



资料来源: 广证恒生

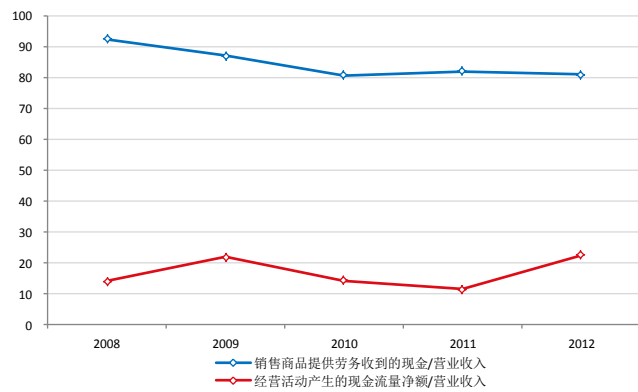
图表 14 营业收入、应收账款、预收账款、存货增速对比



资料来源: 广证恒生

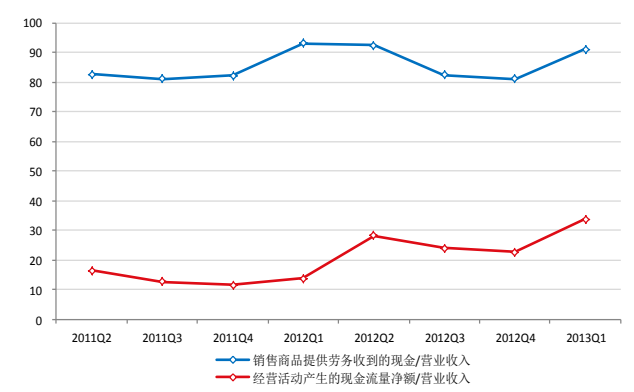
【偿债能力与现金流】

图表 15 经营活动现金流



资料来源: 广证恒生

图表 16 经营活动现金流(单季度)



资料来源: 广证恒生



装备制造团队——“广证恒生装备组，装备您的投资路”

姚玮 电力设备与新能源、环保行业，首席分析师

浙江大学电气工程博士,5年国内外新能源及电力电子设备研发经历,4年证券研究经验,2011年中国证券报“金牛分析师”团队核心成员。2012年9月加入广证恒生,主要研究方向电力设备与新能源、环保、高端装备等。

周娅 机械及汽车行业，高级分析师

CPA,四川大学管理科学与工程硕士,具备工科、生产管理和财务金融复合背景,4年机械行业研究经验。主要研究方向机械、汽车及零部件等。

戎毅仁 机械及汽车行业，高级分析师

中南大学机械工程专业硕士,2年机械行业上市公司工作经验,3年机械行业研究经验。主要研究方向机械、汽车及零部件等。

王聪 TMT 行业，高级分析师

西安交通大学网络与体系结构方向硕士。4年中国电信工作经验,4年证券研究经验,对通信行业有着较为丰富的实务经历及深刻见解。2011年中国证券报“金牛分析师”第一名团队核心成员,主要研究方向通信服务、互联网及传媒等。

肖超 TMT 行业，高级分析师

荷兰代尔夫特理工大学嵌入式系统方向硕士,曾就职比利时IMEC研究所。拥有5年国内外计算机、电子行业工作经验,4年证券研究经验,对电子行业发展趋势及上市公司投资机会研究有独到心得与积累。主要研究方向消费电子及电子元器件等。

姬浩 电力设备与新能源、环保行业，研究员

北京大学金融信息工程硕士,具备扎实的数理分析和财务分析基础,2年证券行业研究经验,主要研究方向新能源、环保、能源装备等。

徐闯 环保、新能源汽车行业，研究员

中南财经政法大学投资学硕士,具备工科、财务、投资分析复合背景,1年证券行业研究经验,主要研究方向为环保行业和新能源汽车等。



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。