

公司研究/季报点评

2017年10月31日

机械设备/专用设备 II

投资评级: 增持 (调低评级)

当前价格(元): 13.34
合理价格区间(元): 15.7~17.9

肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

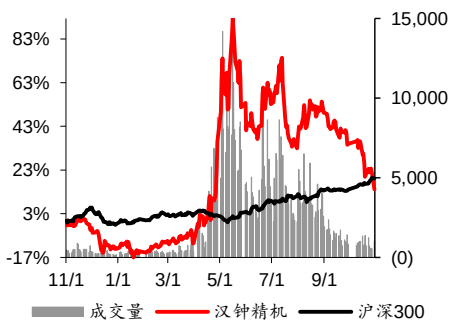
关东奇来 021-28972081
联系人 guandongqilai@htsc.com

黄波 0755-82493570
联系人 huangbo@htsc.com

相关研究

- 1《汉钟精机(002158,买入): 传统业务回暖, 积极布局新能源领域》2017.03
- 2《汉钟精机(002158):业绩回升, 新能源汽车产品 10 月投产》2016.08
- 3《汉钟精机(002158):重回增长轨道, 新能源汽车零部件打开空间》2016.07

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	530.38
流通 A 股 (百万股)	529.52
52 周内股价区间 (元)	9.83-22.75
总市值 (百万元)	7,075
总资产 (百万元)	2,618
每股净资产 (元)	3.71

资料来源: 公司公告

需求回暖收入快速增长, 成本上升侵蚀利润

汉钟精机(002158)

收入快速增长, 利润略增

公司收入增速从 2015 年第二季度开始回升, 2017 年 1~3Q 公司实现营业收入 9.5 亿元/同比+34.72%, 归母净利润 1.34 亿元/同比+3.48%; 每股收益为 0.252 元。第三季度公司收入 3.9 亿元/同比+45.23%, 环比+15.68%; 归母净利润 5111 万元/同比+6.34%, 环比-12%。

成本上升, 毛利率逐季下降

2017 年 1~3Q 公司综合毛利率 32.54%, 较 2016 年同期下降 3.75 个百分点, 第三季度毛利率 30.55%, 较去年同期下降 5.61 个百分点, 较第二季度下降 3.27 个百分点。钢材等原材料成本上升以及部分核心零部件采购成本提高是毛利率下滑的主要原因。产品附加值较低的空压机产品, 受成本增加的影响更大。

费用率维持稳定

2017 年 1~3Q 公司综合费用率 16.72%, 与 2016 年基本持平。其中, 管理费用率 11.68%, 同比下降 0.68 个百分点; 营业费用率 5.46%, 同比下降 0.23 个百分点, 财务费用略有增加。

热泵产品充分受益集中供暖煤改电市场需求爆发

2016 年热泵煤改电市场开始启动, 技术路线是涡旋压缩机, 以户式小型机为主; 2017 年开始推进商业集中供暖改造市场, 技术路线是螺杆压缩机, 环境温度可以到零下 40 度, 取代集中供暖的锅炉。预计热泵供暖市场空间 500 亿, 汉钟是市场螺杆热泵机组龙头企业, 产品已经在 2016 年供暖季得到验证, 2017 年开始进入集中推广期。

新能源汽车刹车系统产品开始小批量供货, 空调产品进入小批量试产阶段

公司积极拓展新能源汽车市场, 募投项目枫泾一厂已于 2016 年第四季度投入生产, 并积极进行第二期的设备投入, 已经建成两条涡旋生产线。目前新能源刹车系统产品已经开始给客户小批量供货, 新能源汽车空调产品进入小批量试制阶段, 同时正在开发新能源汽车热泵产品, 未来新能源汽车市场有望成为公司业绩的主要来源之一。

下调评级至“增持”

由于今年原材料成本的上涨对公司业绩影响较大, 我们下调公司 2017~2019 年净利润为 1.66、2.14 和 2.83 亿元, EPS 为 0.31、0.4、0.53 元, PE 为 45、35 和 26 倍。台湾汉钟并购目前已经通过发改委审核, 预计近期完成并购概率较大, 台湾汉钟 2016~2018 年业绩承诺新台币 1.67、1.913、2.071 亿元, 完成现金收购并表后 2017~2019 年业绩分别为 2.06、2.37、3.34 亿元, PE 下降为 36.5、31.7 和 22.5 倍。我们看好公司长期发展前景, 公司历史 PE 水平均值在 35~40 倍, 按照台湾汉钟并购完成后的业绩, 给予 2018 年 35~40 倍 PE, 合理股价为 15.7~17.9 元/股, 给予增持评级。

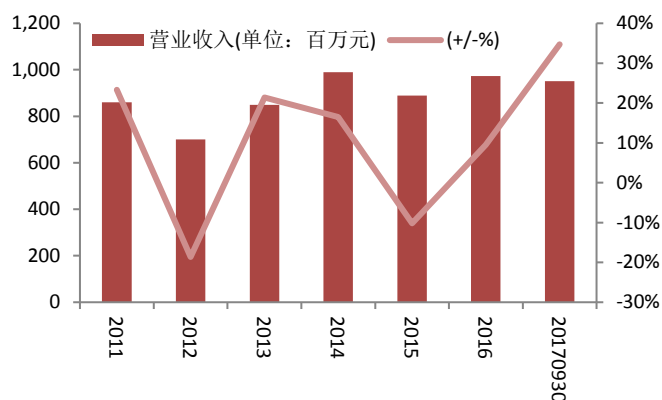
风险提示: 宏观经济复苏力度低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	889.08	973.77	1,328	1,660	2,075
+/-%	(10.17)	9.53	36.35	25.00	25.00
归属母公司净利润 (百万元)	156.71	166.45	165.59	213.99	282.99
+/-%	(14.53)	6.22	(0.52)	29.23	32.25
EPS (元, 最新摊薄)	0.30	0.31	0.31	0.40	0.53
PE (倍)	48.02	45.21	45.45	35.17	26.60

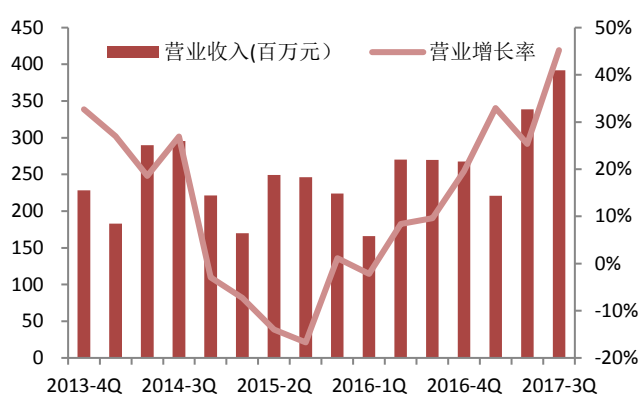
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 年度收入及增速



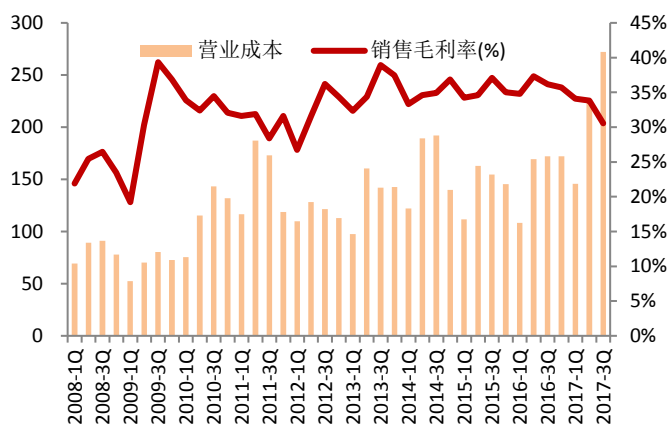
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 季度收入及增速



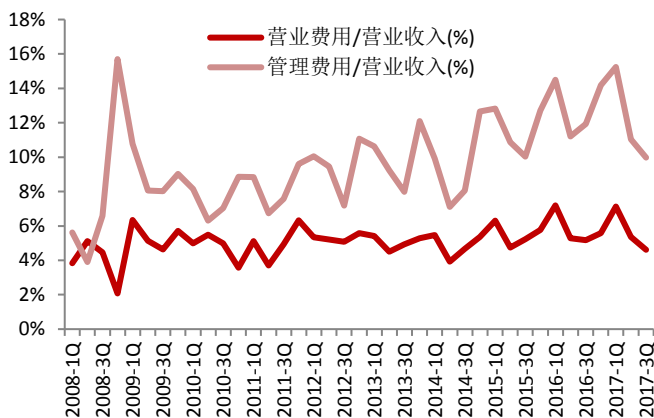
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 成本和毛利率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

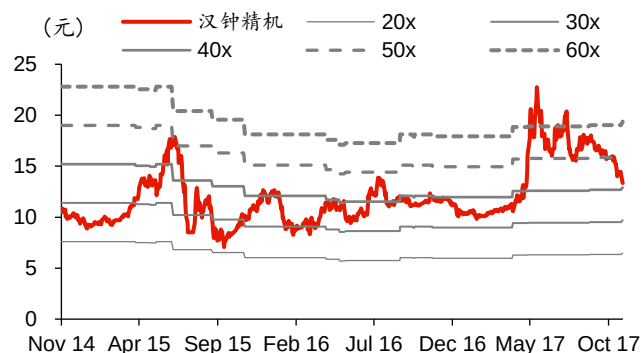
图表4: 费用率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

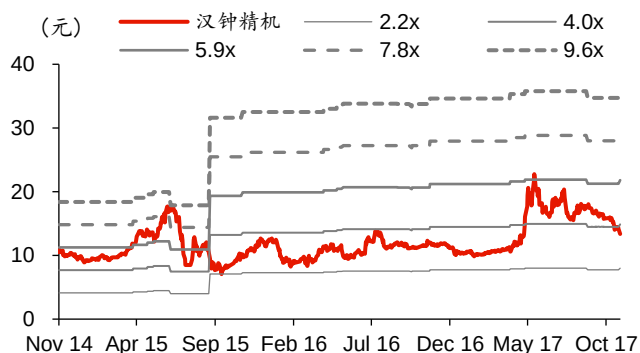
PE/PB - Bands

图表5: 汉钟精机历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 汉钟精机历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,818	1,836	2,046	2,427	2,878
现金	949.46	951.99	973.29	1,189	1,447
应收账款	150.32	148.68	204.49	262.45	321.44
其他应收账款	2.74	3.06	3.81	4.88	6.12
预付账款	5.71	5.21	8.26	10.12	12.71
存货	136.31	166.07	236.37	292.13	369.42
其他流动资产	573.74	561.02	619.45	669.05	720.73
非流动资产	460.73	597.85	531.39	471.22	406.54
长期投资	4.02	3.55	3.71	3.66	3.67
固定投资	278.57	425.72	385.36	329.23	265.21
无形资产	52.76	61.99	69.09	76.14	83.20
其他非流动资产	125.38	106.59	73.23	62.20	54.45
资产总计	2,279	2,434	2,577	2,898	3,284
流动负债	412.21	446.73	547.00	650.23	753.80
短期借款	173.12	135.04	139.73	143.73	140.95
应付账款	122.82	183.87	249.15	322.06	397.16
其他流动负债	116.27	127.83	158.12	184.43	215.69
非流动负债	26.75	21.36	15.36	19.53	18.75
长期借款	4.87	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	21.88	21.36	15.36	19.53	18.75
负债合计	438.96	468.09	562.36	669.76	772.55
少数股东权益	0.00	17.29	17.29	17.29	17.29
股本	294.66	530.38	530.38	530.38	530.38
资本公积	967.59	731.86	731.86	731.86	731.86
留存公积	577.80	685.33	735.16	949.15	1,232
归属母公司股	1,840	1,948	1,997	2,211	2,494
负债和股东权益	2,279	2,434	2,577	2,898	3,284

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	196.07	207.43	116.23	200.59	255.92
净利润	156.71	160.86	165.59	213.99	282.99
折旧摊销	44.85	50.78	69.25	72.19	73.62
财务费用	(0.35)	(11.27)	(9.03)	(3.70)	1.34
投资损失	(16.24)	(17.02)	(17.02)	(17.02)	(17.02)
营运资金变动	6.49	(6.01)	(90.32)	(73.84)	(91.58)
其他经营现金	4.60	30.10	(2.24)	8.97	6.57
投资活动现金	(186.57)	(84.92)	9.60	5.85	7.10
资本支出	88.81	104.03	0.00	0.00	0.00
长期投资	113.94	(14.96)	0.29	(0.10)	0.03
其他投资现金	16.18	4.16	9.88	5.76	7.13
筹资活动现金	815.18	(119.93)	(104.53)	8.86	(4.36)
短期借款	86.08	(38.08)	4.69	4.00	(2.78)
长期借款	4.87	(4.87)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	30.79	235.72	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	790.46	(235.72)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(97.02)	(76.98)	(109.22)	4.86	(1.57)
现金净增加额	825.31	3.04	21.30	215.30	258.67

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	889.08	973.77	1,328	1,660	2,075
营业成本	574.95	622.01	928.70	1,161	1,448
营业税金及附加	3.84	6.32	8.61	10.76	13.45
营业费用	48.33	55.15	70.37	82.98	97.50
管理费用	102.01	124.51	151.36	172.60	199.16
财务费用	(0.35)	(11.27)	(9.03)	(3.70)	1.34
资产减值损失	0.99	2.52	5.96	5.96	4.81
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.24	17.02	17.02	17.02	17.02
营业利润	175.54	191.55	188.77	247.00	327.68
营业外收入	5.48	6.30	5.82	5.87	5.99
营业外支出	0.54	10.13	2.95	4.94	5.14
利润总额	180.48	187.72	191.64	247.93	328.53
所得税	23.76	26.86	26.05	33.94	45.54
净利润	156.71	160.86	165.59	213.99	282.99
少数股东损益	0.00	(5.59)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	156.71	166.45	165.59	213.99	282.99
EBITDA	220.05	231.05	248.99	315.49	402.64
EPS (元)	0.53	0.31	0.31	0.40	0.53

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(10.17)	9.53	36.35	25.00	25.00
营业利润	(15.91)	9.12	(1.45)	30.85	32.66
归属母公司净利润	(14.53)	6.22	(0.52)	29.23	32.25
获利能力 (%)					
毛利率	35.33	36.12	30.05	30.04	30.22
净利率	17.63	17.09	12.47	12.89	13.64
ROE	8.52	8.54	8.29	9.68	11.35
ROIC	14.32	13.68	13.42	18.05	23.94
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.26	19.23	21.82	23.11	23.52
净负债比率 (%)	42.67	30.79	26.17	22.75	19.33
流动比率	4.41	4.11	3.74	3.73	3.82
速动比率	4.07	3.71	3.30	3.27	3.31
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.41	0.53	0.61	0.67
应收账款周转率	5.71	6.08	6.99	6.61	6.60
应付账款周转率	4.87	4.06	4.29	4.07	4.03
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.31	0.31	0.40	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.39	0.22	0.38	0.48
每股净资产(最新摊薄)	3.47	3.67	3.77	4.17	4.70
估值比率					
PE (倍)	48.02	45.21	45.45	35.17	26.60
PB (倍)	4.09	3.86	3.77	3.40	3.02
EV_EBITDA (倍)	30.46	29.01	26.92	21.25	16.65

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com