

公司研究/事件点评

2018年05月29日

机械设备/专用设备 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 11.18
合理价格区间(元): 14.50~16.20

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

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

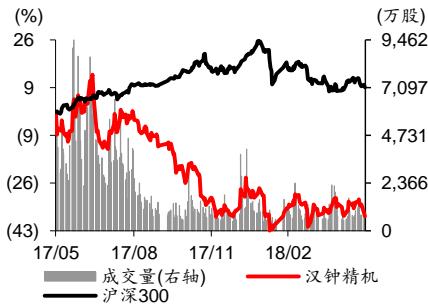
黄波 联系人 0755-82493570
huangbo@htsc.com

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

相关研究

- 1《汉钟精机(002158,买入): 清洁供暖事业拓展顺利, 看好公司发展前景》2018.04
2《汉钟精机(002158,增持): 需求回暖收入快速增长, 成本上升侵蚀利润》2017.10
3《汉钟精机(002158,买入): 传统业务回暖, 积极布局新能源领域》2017.03

一年内股价走势图



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)	529.33
52 周内股价区间 (元)	10.25-20.37
总市值 (百万元)	5,930
总资产 (百万元)	3,119
每股净资产 (元)	3.41

资料来源: 公司公告

气价调整利好热泵产业链

汉钟精机(002158)

天然气涨价利好煤改电, 推荐空气源热泵核心零部件供应商

事件: 国家发改委 5 月 25 日宣布, 自 6 月 10 日起理顺居民用气门站价格、完善天然气价格机制。这是我国自 2010 年以来首次调整居民用气门站价格, 最大上调幅度原则上不超过 20%。2018 年如果调整居民用气销售价格, 原则上应在 8 月底前完成。“气荒”隐患叠加涨价, 我们看好煤改电前景, 推荐汉钟精机 (螺杆空气源热泵核心零部件供应商)。

天然气价格调整或将增加“煤改气”财政补贴压力

环保部数据显示, 2017 年全国共完成“煤改气”、“煤改电” 578 万户, 其中“2+26”城市新增农村煤改气用户 394 万户 (占比 68%)。按每户每年平均用气量 1300 立方米计算, 2017 年新增民用天然气用气量约 51 亿立方米。按照北京天然气最新门站价 1.9 元/方、财政补贴 60%计算, 补贴金额合计 58 亿元。若门站价上调 20%, 最高将增加财政补贴 11.7 亿元。

“气荒”叠加涨价, 利好煤改电市场推广

由于 2017 年出现的气荒, 2018 年以来多个省市明确不再新增农村煤改气, 积极推广以空气源热泵为代表的煤改电。2018 年 2 月, 环保部部长在 2018 年全国环境保护工作会上指出, 2018 年北方地区预计将完成“煤改电”、“煤改气” 400 万户。我们测算, 如果 2018 年煤改电方案比例达到 60%~80% (同比 2017 年增加 28~42 pp), 对应 2018 年煤改电市场空间约为 240~320 亿元, 同比 2017 年增长 30.4%~73.9%。

集中供暖的主流方案: 螺杆空气源热泵技术可行性和经济性得到验证

煤改电两条技术路线: 居民-户式 (涡旋压缩机); 分布式集中供暖改造-公共项目和居民 (螺杆压缩机)。涡旋压缩机机组成本比螺杆技术低 20-30%, 初期投资略低, 但由于涡旋效率比螺杆低 20%, 涡旋投资回收期约为 3 年, 螺杆投资回收期 1.5~2 年。另外, 涡旋方案只能在室外温度零下 15~20 度使用, 螺杆方案可以做到零下 40 度, 涵盖 90% 的供暖区域。2017 年, 采用螺杆空气源热泵技术的海淀区 150 万平米集中供暖项目成功运行, 标志着技术可行性和经济性得到验证, 预计 2018 年将进入大规模推广期。

看好螺杆空气源热泵核心零部件供应商

目前空气源热泵市场主流参与方为美的、海尔、阿尔普尔、菲尼克斯、中广欧斯特, 以上厂家主要专注在户式空气源热泵市场, 拥有涡旋压缩机技术; 集中改造市场上, 汉钟精机、比泽尔、台湾复盛拥有螺杆压缩机技术, 我们认为, 未来机组主流参与方可能有美的、海尔、阿尔普尔等, 汉钟精机是这些机组厂商核心零部件压缩机的唯一供应商。

推荐汉钟精机, 维持盈利预测与评级

维持盈利预测, 2018~2020 年 EPS 为 0.58/0.73/0.94 元, PE 为 19/15/12 倍。我们看好公司长期发展前景, 考虑到公司历史估值水平以及未来的成长性, 维持 2018 年 25~28 倍 PE 及目标价 14.5~16.2 元, “买入”评级。

风险提示: 热泵项目推广进度不及预期; 热泵市场竞争加剧。

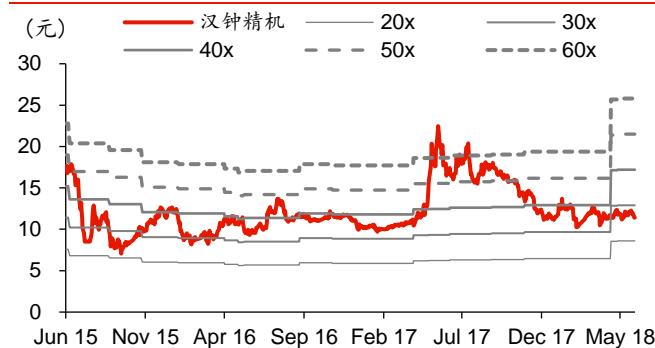
经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,246	1,604	2,160	2,696	3,388
+/-%	40.13	28.78	34.62	24.81	25.67
归属母公司净利润 (百万元)	207.00	226.93	305.28	388.59	499.97
+/-%	32.09	9.63	34.53	27.29	28.66
EPS (元, 最新摊薄)	0.39	0.43	0.58	0.73	0.94
PE (倍)	28.65	26.13	19.42	15.26	11.86

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

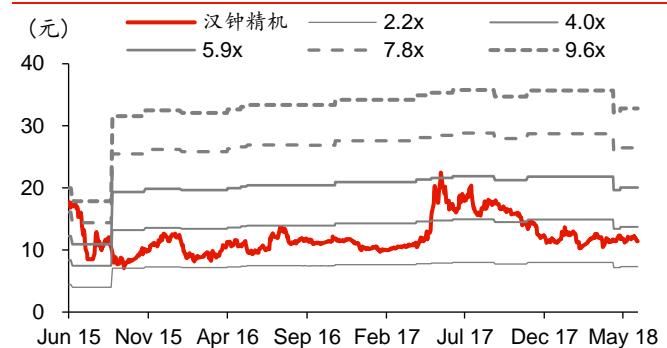
PE/PB - Bands

图表1：汉钟精机历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,138	2,192	2,700	3,458	4,324
现金	1,069	696.58	1,074	1,556	2,070
应收账款	240.72	285.12	388.59	493.79	611.38
其他应收账款	23.51	5.34	17.85	22.23	25.09
预付账款	8.37	9.97	13.95	17.18	21.69
存货	224.18	335.72	375.44	484.04	632.63
其他流动资产	571.92	859.68	829.83	885.04	963.35
非流动资产	773.53	919.03	796.87	698.02	596.90
长期投资	3.55	30.39	17.05	19.25	20.37
固定投资	573.31	749.42	658.94	562.57	463.25
无形资产	63.23	63.67	64.73	64.63	64.91
其他非流动资产	133.44	75.54	56.15	51.58	48.36
资产总计	2,911	3,111	3,497	4,156	4,921
流动负债	700.38	938.00	1,015	1,177	1,370
短期借款	262.02	260.44	260.97	260.79	260.85
应付账款	244.84	351.58	461.79	580.65	727.90
其他流动负债	193.51	325.98	292.07	335.92	380.85
非流动负债	93.07	388.05	384.35	483.35	548.49
长期借款	65.48	357.77	357.77	455.20	520.16
其他非流动负债	27.59	30.27	26.58	28.15	28.33
负债合计	793.45	1,326	1,399	1,661	1,918
少数股东权益	18.07	14.95	14.95	14.95	14.95
股本	530.38	530.38	530.38	530.38	530.38
资本公积	853.57	407.30	407.30	407.30	407.30
留存公积	716.44	826.69	1,138	1,527	2,027
归属母公司股东权益	2,100	1,770	2,083	2,480	2,988
负债和股东权益	2,911	3,111	3,497	4,156	4,921

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	285.75	276.78	341.27	365.54	438.58
净利润	201.64	223.81	305.28	388.59	499.97
折旧摊销	65.45	76.08	104.27	105.29	105.77
财务费用	9.17	(4.41)	(5.05)	(6.22)	0.13
投资损失	(14.06)	(18.74)	(16.16)	(16.52)	(16.61)
营运资金变动	26.05	(22.17)	(58.83)	(128.27)	(175.07)
其他经营现金	(2.49)	22.20	11.74	22.67	24.38
投资活动现金	(126.94)	(916.05)	35.65	10.46	11.21
资本支出	131.56	192.17	0.00	0.00	0.00
长期投资	(14.96)	663.66	(13.20)	2.15	1.12
其他投资现金	(10.34)	(60.22)	22.45	12.61	12.33
筹资活动现金	(113.32)	176.23	0.69	105.49	64.60
短期借款	88.91	(1.59)	0.53	(0.18)	0.06
长期借款	60.61	292.29	0.00	97.43	64.95
普通股增加	235.72	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(114.02)	(446.26)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(384.55)	331.79	0.16	8.23	(0.42)
现金净增加额	47.43	(463.37)	377.60	481.49	514.38

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,246	1,604	2,160	2,696	3,388
营业成本	778.97	1,046	1,404	1,752	2,202
营业税金及附加	6.36	7.07	9.52	11.88	14.93
营业费用	79.77	100.59	130.68	161.76	194.11
管理费用	162.68	207.27	270.00	328.91	394.69
财务费用	9.17	(4.41)	(5.05)	(6.22)	0.13
资产减值损失	1.25	8.22	4.00	4.00	4.00
公允价值变动收益	13.26	7.31	6.86	9.14	7.77
投资净收益	14.06	18.74	16.16	16.52	16.61
营业利润	225.35	271.80	369.86	468.93	602.30
营业外收入	7.77	0.16	0.16	0.16	0.16
营业外支出	0.21	4.41	4.41	3.71	4.06
利润总额	232.92	267.55	365.61	465.37	598.40
所得税	31.28	43.74	60.33	76.79	98.44
净利润	201.64	223.81	305.28	388.59	499.97
少数股东损益	(5.37)	(3.12)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	207.00	226.93	305.28	388.59	499.97
EBITDA	299.97	343.47	469.09	568.00	708.21
EPS (元, 基本)	0.39	0.43	0.58	0.73	0.94

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	40.13	28.78	34.62	24.81	25.67
营业利润	28.38	20.61	36.08	26.79	28.44
归属母公司净利润	32.09	9.63	34.53	27.29	28.66
盈利能力 (%)					
毛利率	37.48	34.83	35.00	35.00	35.00
净利率	16.61	14.14	14.13	14.41	14.76
ROE	9.86	12.82	14.66	15.67	16.73
ROIC	14.67	13.13	18.57	23.35	29.40
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.25	42.62	40.01	39.96	38.98
净负债比率 (%)	45.06	49.00	46.17	44.87	42.23
流动比率	3.05	2.34	2.66	2.94	3.16
速动比率	2.72	1.96	2.27	2.50	2.67
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.53	0.65	0.70	0.75
应收账款周转率	6.04	5.76	6.03	5.76	5.77
应付账款周转率	4.24	3.51	3.45	3.36	3.37
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.43	0.58	0.73	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.52	0.64	0.69	0.83
每股净资产(最新摊薄)	3.96	3.34	3.93	4.68	5.63
估值比率					
PE (倍)	28.65	26.13	19.42	15.26	11.86
PB (倍)	2.82	3.35	2.85	2.39	1.98
EV_EBITDA (倍)	19.49	17.02	12.46	10.29	8.25

免责申明

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提供。

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：91320000704041011J。

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：AOK809

©版权所有 2018年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

—报告发布日后的6个月内行业的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨幅为基准；

—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

—报告发布日后的6个月内公司的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨幅为基准；

—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