



未有评级

002158.SZ

价格: 人民币 17.59

板块评级: 增持

汉钟精机

国内领先的螺杆压缩机主机生产商

汉钟精机是国内制冷压缩机行业的领先企业,公司专注于螺杆压缩机主机的生产,实现进口替代。公司新产品干式真空泵目前已投入市场,预计后年会有放量。未来子公司汉声如能提供全部转子铸件,公司毛利率水平将进一步提高。公司今年受宏观经济影响明显,下游地产、工业、制造业增长缓慢导致公司产品的需求增长乏力,如明年经济环境无向好趋势,公司业绩将继续受影响。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(41)	(4)	(26)	(39)
相对新华富时 A50 指数(%)	(26)	2	(16)	(21)

发行股数(百万)	218.07
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	3,910
3个月日均交易额(人民币 百万)	21
净负债比率(%) (2011E)	21.54
主要股东(%)	
巴拿马海尔梅斯公司	36.81

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2011年11月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械

许民乐, CFA*

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

* 张君平为本报告重要贡献者

主要发现

- 公司定位在压缩机核心零部件生产厂商,专注于螺杆压缩机主机。柔性生产缩短了对市场变化的反应时间。
- 公司空压产品毛利率上升主要是由于近年来转子国产化的实现降低了成本,干式真空泵的毛利率较低也是因为转子全部海外进口,挤占了毛利空间。公司目前除了干式真空泵外其他产品的原材料和零部件均实现国产化。
- 公司今年业绩并不理想,主要是由于公司空调压缩机业务和空压机业务受房地产及工业领域增速放缓影响,毛利率变低。同时公司冷冻压缩机产品结构调整,低毛利率的冷冻冷藏压缩机销量上升,改变了公司产品结构,使得整体毛利率下降。
- 公司募投项目已全部投产,目前年产转子4.8万对。由于市场开拓和客户培育等原因,新产品干式真空泵业务预计后年放量。考虑到公司所得税优惠政策已确定今年继续享受,预计全年业绩增速在12%左右,2011年每股收益0.71元,对应24.7倍市盈率。明年如制冷空调行业等下游继续增长乏力,公司净利润预计将与今年持平。对应2012年每股收益0.83元,21.3倍市盈率。

主要风险

- 公司产品最终用户集中在地产、工业及制造行业,受宏观经济影响较大,公司受此影响明显,如未来下游行业增速持续放缓,则公司业绩有继续恶化的风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	413	698	921	1,094	1,319
变动(%)	(5)	69	32	19	27
净利润(人民币 百万)	75	137	155	180	220
全面摊薄每股收益(人民币)	0.473	0.756	0.711	0.826	1.010
变动(%)	18	60	(6)	16	22
市场预期每股收益(人民币)	0.4731	0.7557	0.7658	0.9877	1.2682
市盈率(倍)	37.2	23.3	24.7	21.3	17.4
每股现金流量(人民币)	0.572	0.551	0.514	0.942	1.101
价格/每股现金流量(倍)	30.8	31.9	34.2	18.7	16.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	37.9	21.8	17.2	14.1	11.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.071	0.083	0.101
股息率(%)	0.0	0.0	0.4	0.5	0.6

资料来源: 公司数据, 中银国际研究及万得资讯

核心零部件厂商定位明确

压缩机的主要部件包括压缩机主机、电机、热交换器、供油系统及控制系统。公司给自己的定位很明确，是压缩机行业核心零部件的供应商。公司一般只做压缩机主机，包括空气压缩机和制冷压缩机主机，只有空气压缩机有一部分机组的业务。公司认为自己的核心竞争力在主机上，如果做机组其他部件都要从外面采购，不易形成核心竞争力，而且现在压缩机机组的市场被几家大公司把持着，营销的壁垒很高。未来干式真空泵业务成熟了以后也将会专注于主机的生产。

公司定位明确，这样的优势也很明显，公司可以借助于下游迅速进入各种新兴市场，达到以不变应万变的效果。由于在压缩机机组成本中主机成本约占一半左右，公司可以从下游分得可观的收入。目前已通过下游整机客户进入地源热泵行业，在节能环保领域分得一杯羹；通过研发离心压缩机，进入大型场馆使用的中央空调行业。目前涡旋压缩机方面公司也有了技术储备，未来也可以根据客户的要求进行生产，也可以把握行业发展的方向。公司也表示，离心压缩机和涡旋压缩机主要是作为技术储备，显示公司的技术实力，未来还是将专注已取得很大成功的螺杆式压缩机。

零部件国产化有助于公司毛利率的提升

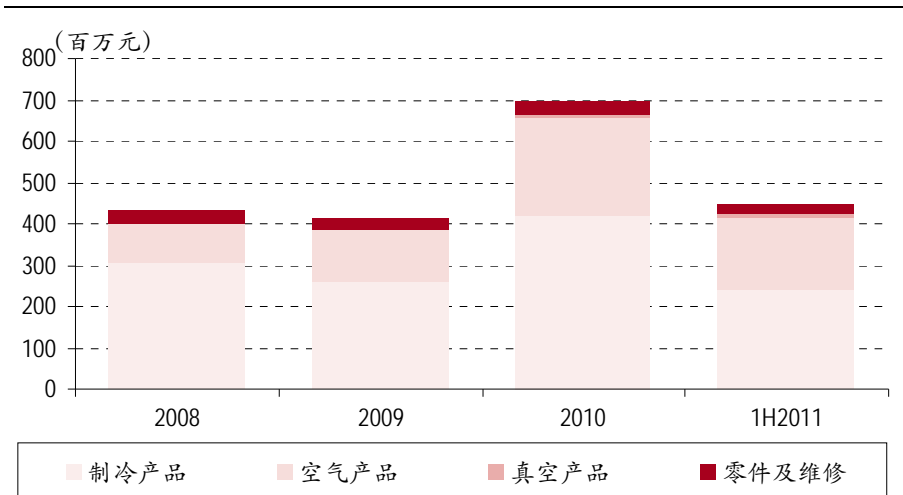
公司的产品主要是螺杆压缩机主机，主营业务分为四部分，空压产品、制冷产品、干式真空泵和维修服务，空压产品包括螺杆式空气压缩机及其整机，制冷产品包括空调压缩机和冷冻冷藏压缩机，维修服务主要是针对进口真空泵进行的。四部分中空压产品的毛利率在 28%，制冷产品的平均毛利率在 35%左右，其中空调压缩机的毛利率在 40%，冷冻冷藏设备毛利率在 20%左右，干式真空泵的毛利率在 15%左右。

真空泵的毛利率比较低是因为零部件是从国外进口的，未来大规模量产的时候有望实现国内替代，子公司汉声也会提供一些核心零部件，这样毛利率还有上升空间。

空压机和制冷压缩机的原材料都已实现国产化，毛利率上升空间较小，未来提升的空间在于汉声能够完全满足转子铸件的需求，向上游扩展后公司议价能力将有提升，成本也将降低。今年汉声满足了铸件需求的 10-20%，明年预计会有 40-50%给汉声。

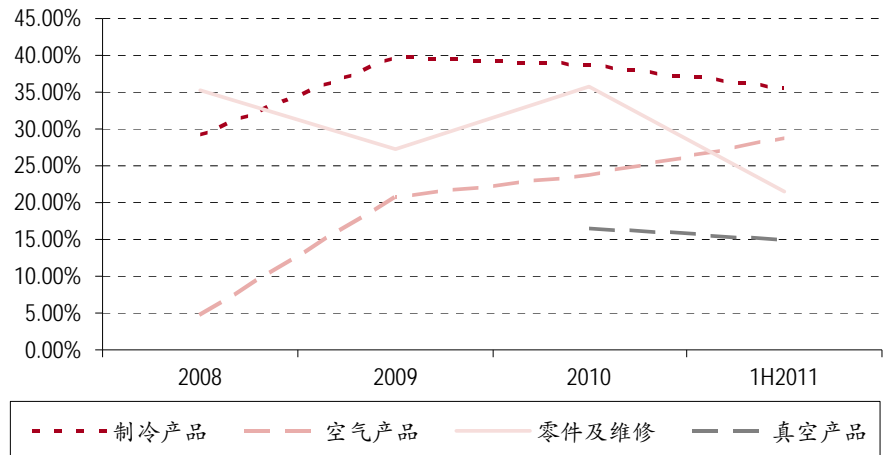
制冷压缩机毛利率低是因为公司的产品功率都较小，平均单价较低，考虑的主要市场是替代活塞压缩机。一台螺杆压缩机能够替代两台或以上的活塞压缩机，但价格只比活塞机高 10%，所以小型化的螺杆压缩机将是活塞式的主要竞争者。目前冷冻冷藏市场上有 15 万台活塞式压缩机，按 1:3 替代，螺杆机将有 5 万台的市场，公司有望能占到 1 万台。所以这一块主要靠量取胜。

图表 1.公司分产品营业收入



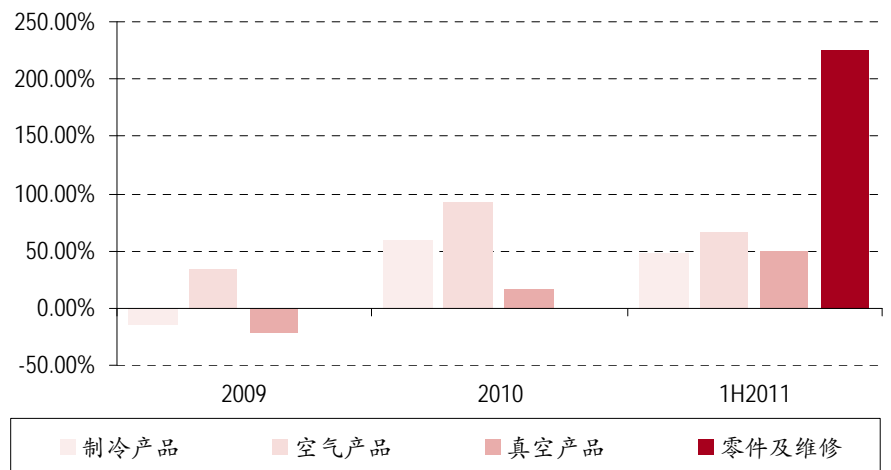
资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 2. 公司分产品毛利率变化



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 3. 公司分产品收入增速



资料来源：公司数据及中银国际研究

从维修开始抢占国内真空泵市场

维修业务的出现主要是目前真空泵市场被国外品牌占据，他们大多采取经销的方式，在售后上存在一定的不方便。同时真空泵市场的开拓需要先培育客户，也就是把产品拿给客户使用，这样在客户有保养维修即有泵的需求的时候，公司可以把自己的泵拿给他们试用，同时把国外的产品拿回来维修，也可以在一定程度上研究别人的工艺，取长补短。未来公司还会把这块业务继续下去。

公司新产品干式真空泵将在 2013 年出现放量，之前主要是由于客户培育需要很长时间，一般拿给客户试用 1-2 年，才会被接受，订单也是渐进的展开。在技术上公司与国外产品并无太大差距，主要在稳定性方面可能会有不同，完全可以实现进口替代。但现阶段客户对品牌依赖程度较高，需要时间开拓。公司主攻的市场去年是光伏行业，今年在化工和制药。主流的半导体行业是个需求稳定的行业，但进入较困难，公司在这个行业以维修国外品牌的同时拿自己的产品给客户试用为主。

公司主要竞争对手为国外企业

公司在空压机方面的主要竞争对手是阿特拉斯和英格索兰等，2010年公司空气压缩机销量2.6万台，全行业销量11.4万台，销量占比22%，销售金额占比在11%。在制冷压缩机方面的主要竞争对手是比泽尔和莱福康等，去年公司制冷压缩机销量在1万台左右，全行业销量4万台，销量占比25%，公司销售金额在全行业占比在16%。公司产品产值和销量占比不同是因为公司产品主要替代活塞压缩机，小型化特点突出，价格偏低，所以数量上的占比要高于金额的占比。公司真空泵的主要竞争对手是爱德华和普发等，国内泵市场中，进口产品占据了51%。随着公司近年来的营销，后年真空泵业务会有放量，这一比例也将降低。

国内企业中很少有专门做主机的，一般都是做压缩机整机，如**开山股份**(300257.SZ/人民币68.28, 未有评级)、**烟台冰轮**(000811.SZ/人民币13.27, 未有评级)、**大冷股份**(000530.SZ/人民币10.09, 未有评级)。其中烟台冰轮和大冷股份的压缩机主机产品主要为自己服务，而且都是走大中型路线的，与公司定位中小型压缩机有差异，公司最大的产品与他们最小的产品在一个功率范围，避开了直接的竞争，甚至有时公司还会为他们提供代工服务。

公司所得税率继续享受优惠政策

公司今年业绩并不理想，主要是产品结构有所调整，毛利率低的制冷压缩机销量增加，拉低平均毛利率。同时空压机和空调压缩机都受宏观经济不景气影响，订单减少。未来一年公司判断空调行业和空压机行业将出现旺季不旺的情况，以往的销售旺季1-2季度同比可能出现下滑，明年全年可能出现零增长的情况。我们认为公司的预测偏向保守，这与公司整体的风格有关，公司在

公司资金方面趋于紧张，募投资金已全部投完，未来不排除再次融资的诉求。公司也认为寻找好的项目和保持公司平稳发展才是核心，所以不会急于再融资。所得税优惠申请已通过，目前还没有正式下发通知，全年所得税继续按15%优惠税率征收，前三季度的税款也将会退补。

看好冷链业务，行业发展需要时间

公司是从冷冻隧道产品进入冷链行业的，从一开始就把握住到了冷链物流的发展脉搏。通过与公司的交流我们认为，冷链物流行业未来的发展主要来自人们对冷冻冷藏食品的观念的改变。同时我们也要看到这个行业爆发性增长的可能性很低，极大的可能将会随着观念的转变和政策的普及而发展。这个行业的发展会首先从冷冻产品的源头，即生产端开始推动，体现在价值量高的产品的长距离运输，或反季节销售的需求增加。这符合消费升级的概念，人们的观念和需求改变了，对冷冻冷藏食品的需求也将增加。但目前对冷冻冷藏食品的诉求还不够强烈，还没人愿意去整合农产品上游的生产和加工，形成规模效益。当人们的诉求强大到出现类似农业合作社的大型机构来整合分散的农产品生产端时，冷链物流才会有大发展的机会，这些机构将愿意推动整条产业链的升级，来保证自己的产品品质。这时冷冻冷藏设备和制冷压缩机的客户需求才会彻底释放。

估值

公司募投项目已全部投产，目前年产转子4.8万对。由于市场开拓和客户培育等原因，新产品干式真空泵业务预计后年放量。考虑到公司所得税优惠政策已确定今年继续享受，预计全年业绩增速在10%左右，2011年每股收益0.71元，对应24.7倍市盈率。明年如制冷空调行业等下游继续增长乏力，公司净利润预计将与今年持平。对应2012年每股收益0.83元，21.3倍市盈率。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371