

投资品 - 机械

受益多领域驱动的专业螺杆压缩机企业

——汉钟精机（002158）深度研究报告

2011 年 11 月 30 日

评级： 增持

市场数据	2011 年 11 月 30 日
当前价格(元)	16.65
52 周价格区间(元)	16.65-40.75
总市值(百万)	3630.94
流通市值(百万)	3630.94
总股本(百万股)	218.07
流通股(百万股)	218.07
日均成交额(百万)	27.49
近一月换手(%)	18.85%
第一大股东	巴拿马海尔梅斯公司
公司网址	http://www.hanbell.com.cn

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	698	910	1124	1407
收入同比	69%	30%	24%	25%
净利润(百万元)	137	162	190	232
净利润同比	84%	18%	17%	22%
毛利率	33.2%	31.5%	31.0%	30.5%
ROE	20.6%	20.9%	19.7%	19.4%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.74	0.87	1.07

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
汉钟精机	-9.95%	-22.92%	-45.48%
沪深 300	-6.45%	-11.43%	-19.62%

赵晓闯

执业证书号: S1030511010004

0755-83199599-8267

zhaoxc@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

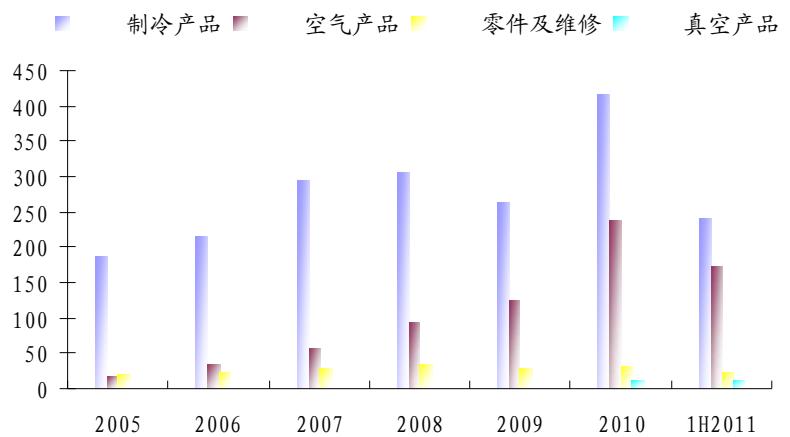
本人, 赵晓闯, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 多因素驱动公司制冷压缩机增长。**(1) 制冷空调领域, 公司在直销给中央空调厂商的螺杆式制冷压缩机市场占有率 35%左右, 竞争力较强, 将随着中央空调行业的增长而稳定增长。(2) 冷冻冷藏领域, 目前我国冷链设施匮乏, 食品冷藏运输率低, 随着人们消费习惯升级以及果蔬海鲜等冷链物流整合, 行业对冷冻冷藏产品需求潜力较大。(3) 公司已拓展地源热泵领域, 并进行离心式和涡旋压缩机等技术储备, 拓展创新以及内生性增长能力较强。
- 螺杆式空压机业务增长较快。**在螺杆式空压机替代活塞式空压机以及进口替代的驱动力下, 公司螺杆式空压机业务将随着下游机械、化工石化及矿山冶金等工业发展而取得市场规模的不断扩大。
- 公司干式真空泵业务成长潜力较大。**(1) 国内干式真空泵技术落后, 中高端主要依赖进口。目前国内真空设备仍然以传统的真空泵为主, 且全部用于实验室、化学医药等传统领域产业, 用于电子信息产业的不足 1%, 基本全部要从日本、欧美进口。(2) 公司从维修及售后服务切入市场, 产品稳定性提升以及在具备价格优势下, 不断拓展市场逐步实现进口替代。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预测 2011-2013 年公司实现的摊薄后 EPS 分别为 0.74、0.87 和 1.07 元, 按照 11 月 30 日 16.65 元收盘价, 公司 2011-2012 年的动态 PE 分别为 22.4 和 19.1 倍, 在同行业上市公司中公司估值相对稍显偏低。基于公司在中央空调、冷链设备及干式真空泵等应用领域中具备较大潜力, 以及公司专注螺杆式压缩机核心专业技术并不断拓展创新的内生长能力, 我们给予公司“增持”投资评级。
- 风险提示:** 宏观经济不景气致下游工业受到影响; 行业竞争加剧使公司产品盈利能力下降; 地源热泵、冷链设备等应用行业发展低于预期, 干式真空泵进口替代进程缓慢。

公司概况

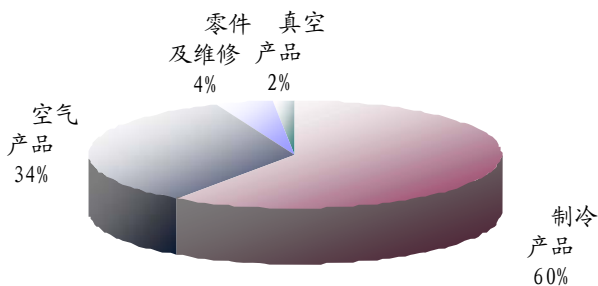
公司主要专注于螺杆式压缩机研发及制造。公司主要产品包括螺杆式制冷压缩机、螺杆式空气压缩机和真空泵产品，以及相关零部件产品和维修服务。螺杆式制冷压缩机产品主要应用于大型商用中央空调设备行业及工业冷冻冷藏设备行业；螺杆式空气压缩机广泛应用于石化、机械、钢铁等领域；真空泵产品则广泛应用于半导体、电子及化学医药等领域。公司传统产品主要是应用于中央空调的制冷压缩机产品，市场占有率 35%左右，具备较强竞争力，后来不断拓展到冷冻冷藏压缩机、空气压缩机及干式真空泵等产品领域。

Figure 1 2005-1H2011 年公司主营业务收入 (单位: 百万元)



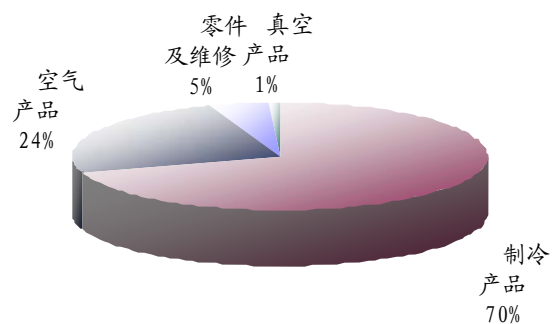
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 2010 年公司主营业务收入构成



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 2010 年公司主营业务毛利构成



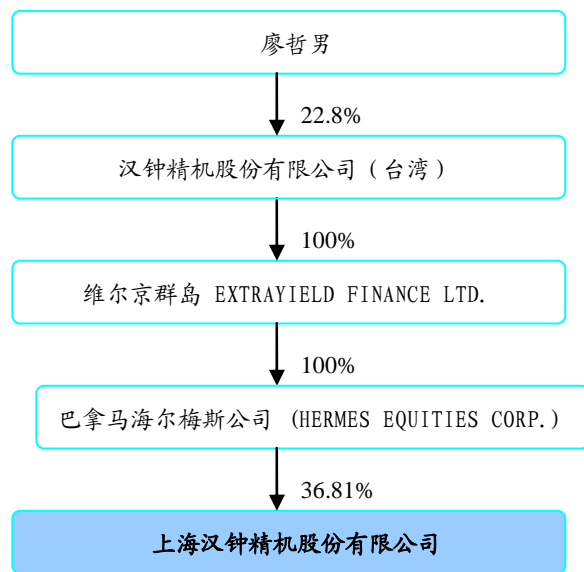
数据来源: wind、世纪证券研究所

公司经营模式。 **采购:** 占生产成本 30%左右的转子逐步由台湾采购到自制, 目前配套率约 80%; 轴承、三滤、电机保护器等, 主要从欧美采购; 电机、铸件等国内采购。 **营销:** 公司主导产品螺杆式制冷压缩机采用直销的方式, 直接供货给如中央空调等厂商, 由其组装成整机后销

售给如建筑业等最终用户，并通常提供相关技术支持和维修保养等售后服务。空气压缩机体的销售采用直接向空压机生产厂商供货的方式，由其组装整机后销售给最终用户；空气压缩机组的销售模式则通过直销或经销的方式销售给最终用户。

控股股东。直接控股股东为巴拿马海尔梅斯公司，持有本公司 49.25% 的股份，其为台湾汉钟公司间接控制的全资子公司。公司的实际控制人为台湾汉钟，实际控制人为廖哲男，其担任台湾汉钟公司董事长及本公司董事长。

Figure 4 公司实际控制人控股结构

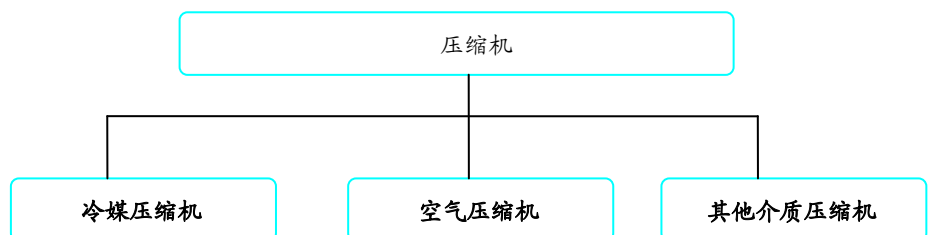


资料来源：公司年报、世纪证券研究所

多因素驱动公司螺杆式冷媒压缩机增长

压缩机按工作介质分类，可以分为空气压缩机、冷媒压缩机和其他介质压缩机，空气压缩机以空气为工作介质主要用来提供空气动力；冷媒压缩机工作对象是冷媒介质，是空调和制冷系统的核心。

Figure 5 压缩机按工作介质类别分类

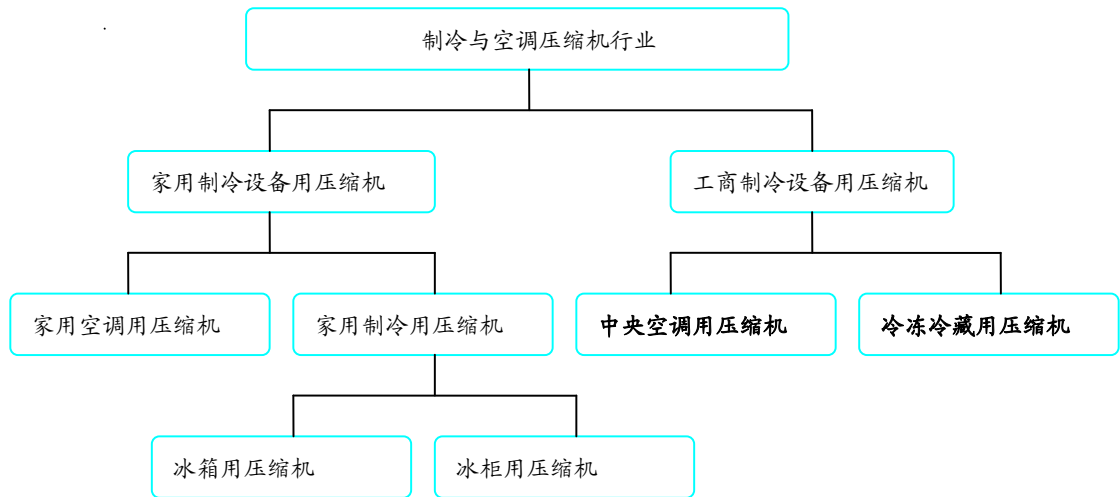


资料来源：世纪证券研究所

冷媒压缩机主要为中央空调制冷系统和工业制冷设备配套，其市场容量较大，2009 年时全球制冷系统设备的市场容量已超过 1000 亿美元，全球领先的制冷企业美国开利年制冷设备销售收入超过 120 亿美元。

据统计，2010 年我国空调行业销售收入已达 1035 亿元，而近几年装配有冷媒压缩机的制冷系统市场需求平均在 500 亿左右，按冷媒压缩机占 20%估算，冷媒压缩机的市场需求目前约在 100 亿左右。

Figure 6 冷媒压缩机按应用分类

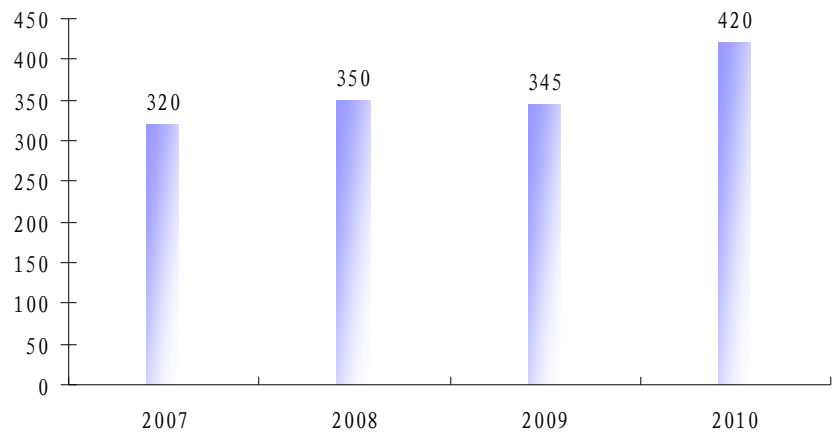


资料来源：汉钟精机招股书、世纪证券研究所

■ 中央空调制冷领域

中央空调主要面向广泛的工业商业等工程市场，如高铁、机场、地铁、体育馆、宾馆酒店、绿色节能住宅、大型工厂等场所。随着我国持续加大对公共基础设施和工业项目的投入，国内中央空调市场不断增长，2011 年上半年我国中央空调销售规模达 300 亿元，同比增速超过 40%。据业内人士预测，在未来三至五年内，国内中央空调整体市场需求平均增幅将达 30%，此细分领域潜力较大。

Figure 7 近几年我国中央空调市场容量（亿元）



数据来源：《2010 中央空调行业发展报告》、世纪证券研究所

螺杆式制冷压缩机替代趋势明显。我国的螺杆式冷水机组近年来发展很快，逐渐取代往复式和小型离心式压缩机的部分市场，主要原因是螺杆式冷水机组的效率高、运行稳定、振动小、，制冷量调节范围大等。在中型 30RT-500RT 的中央空调领域，螺杆式压缩机已经全面取代活塞式压缩机，在 500RT-1000RT 的中央空调领域，螺杆式压缩机由于能效比提高，也切入了原来离心式压缩机的市场。

公司产品在中央空调应用领域竞争力较强。在螺杆式制冷压缩机领域，公司的主要竞争对手为国际上知名的压缩机制造企业在大陆设立的外资及合资企业，比如德国比泽尔制冷设备有限公司、意大利莱富康公司、台湾复盛公司等，而大陆内资生产企业普遍不具备独立自主的冷媒压缩机设计和生产能力。公司拥有从 90kW-1465kW 机型最完整的螺杆式压缩机产品，专业化水平较高，在直销给中央空调厂商的螺杆式制冷压缩机市场占有率 35%左右，行业第一，公司制冷产品未来将随着中央空调行业的增长而稳定增长。

■ 工业冷冻冷藏领域

工业制冷行业广泛应用在制药、化工、农、渔、牧等行业，近年来在下游带动下发展较快，尤其是中低温冷冻冷藏设备在农、牧、渔等行业的发展前景非常广阔。

“冷链”制冷设备主要指冷藏车、冷藏集装箱、冰箱、冷藏柜、陈列柜、保鲜柜（箱）、风幕柜、展示柜、陈列柜、点菜柜等设备，主要用于保障食品、药品流通安全，提高产品附加值。冷冻冷藏压缩机可以分为小型冷冻冷藏压缩机和大中型冷冻冷藏压缩机，其中小型冷冻冷藏压缩机主要应用在冷柜（往复式和回转式结构为主）和冷藏车（车载型螺杆式压缩机是方向）领域；大中型冷冻冷藏压缩机主要应用在铁路冷藏车、冷藏船只、冷藏集装箱和冷库（以往复式、螺杆式为主）领域。螺杆式压缩机因其长期适合 24 小时运转的特性，以及应用于低温系统的技术不断进步，其性能与效率大幅提升，在低温冷冻冷藏系统中，螺杆式压缩机开始逐步取代传统的活塞式机型。

冷链设备发展潜力较大。目前，我国冷链设施匮乏，食品冷藏运输率只有 10%左右，而发达国家在 80%左右；果蔬在采摘、运输、储存等物流环节损耗率达 25%，而发达国家的果蔬损失率在 5%以下。与发达国家情况相比，我国在农、渔、牧等农副产品的冷藏、冷冻、物流等方面

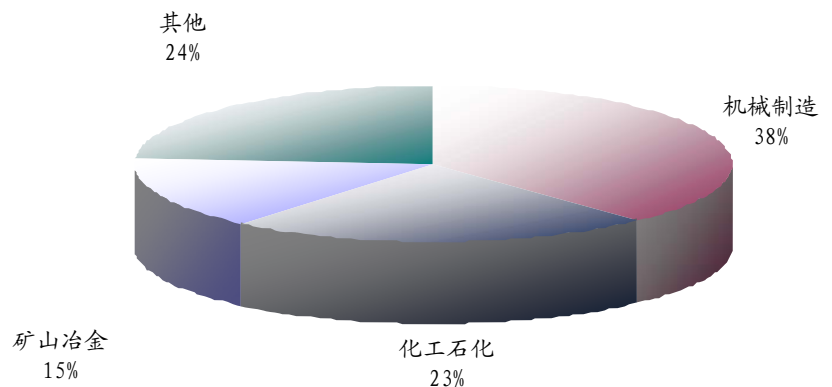
差距很大，未来市场需求巨大。2010 年国家发改委公布的《农产品冷链物流发展规划》提出，2015 年我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别达到 20%、30%、36%以上，冷藏运输率分别提高到 30%、50%、65%左右，流通环节产品腐损率分别降至 15%、8%、10%以下；提出八大工程，其中冷库建设工程、低温配送处理中心建设工程、冷链运输车辆及制冷设备工程、肉类和水产品冷链物流工程、果蔬冷链物流工程五大工程均涉及到制冷设备，将成为国家重点投资领域。

冷链设备领域正成为公司新的增长动力。公司应用于冷冻冷藏领域的制冷压缩机有 LB 系列低温速冻螺杆压缩机，结合台湾和欧美压缩机研发机构研发的创新性产品，适用多个领域；LA 低温螺杆压缩机，应用于肉类屠宰、食品加工、制冰机、平板式速冻隧道、船舶制冷、制药及螺旋式速冻隧道等多个领域；RC2-B-Z 中温螺杆压缩机，应用于水果保鲜、船舶制冷、冰蓄冷、渔产冷藏、冷藏工艺以及工业冷却等领。目前公司冷冻冷藏领域的产品收入增长较快，在整个制冷产品中占比扩大。受益于冷链设备行业发展，应用于此领域的制冷压缩机产品将逐步成为公司新的增长动力。

公司螺杆式空气压缩机快速增长

空气压缩机的主要用途包括空气动力、合成及聚合、气体输送等，其应用十分广泛，普遍应用在机械制造、化工和石化、矿山冶金、纺织服装、食品和制药、交通运输等行业。

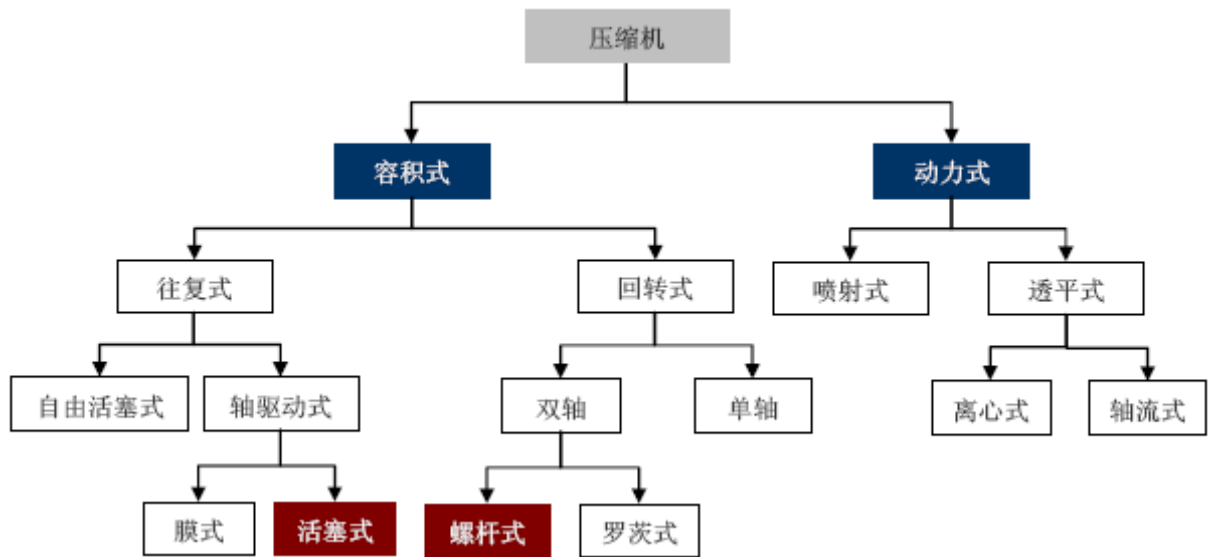
Figure 8 空气压缩机下游应用领域



数据来源：开山股份招股书、世纪证券研究所

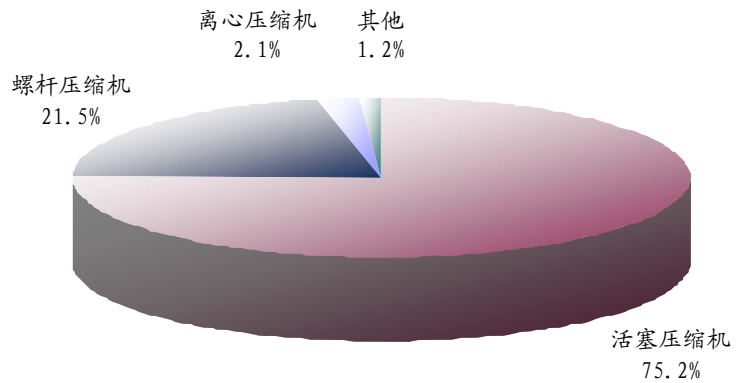
压缩机按照工作原理可分为活塞式、螺杆式、离心式等，目前主要机型是活塞式和螺杆式，其中活塞式占到 75%左右，螺杆式占 22%左右。据《压缩机》杂志统计，我国空气压缩机 2010 年度的市场容量约为 200 亿元（包括螺杆式、活塞式及其他类型的空气压缩机），预计未来仍将保持稳定增长，2015 年市场容量超过 300 亿元。

Figure 9 压缩机按工作原理类别



资料来源：开山股份招股书、世纪证券研究所

Figure 10 我国各类压缩机市场占比（2009）



数据来源：北京华经纵横咨询、世纪证券研究所

螺杆式空压机具备替代活塞式空压机的优势。尤其在中低压应用领域，除购置成本稍高以外，螺杆式空气压缩机相比活塞式空压机具有明显的性能优势。鉴于目前活塞式压缩机市场规模超过螺杆式压缩机的三倍，替代活塞式空压机将是螺杆式空气压缩机市场增长的重要驱动力，预计螺杆式空压机未来几年将保持两位数以上的增长。

Figure 11 螺杆式与活塞式空气压缩机性能对比（中低压领域）

性能对比	螺杆式空气压缩机	活塞式空气压缩机
力的平衡性	好；没有不平衡惯性力，虽有不平衡气体力，但对运转平顺性影响小	差；曲轴旋转、活塞速度变化大，惯性力较大
振动、噪声	小，无须基座固定	大，除微型机外一般需要地基
效率和能耗	效率高	效率低，能耗高
主机结构	简单	复杂
装配性	零部件少，结构简单。但装配、调整要求高	零部件多，结构复杂，一般需在总装时现场调整
外观	一般为箱式，整体性好，占地面积小	一般没有外罩，整机结构较散，占地面积较大，且呼吸阀有油雾冒出，机身易积油污
易损件	主机无易损件。整机只有三滤（空气滤清器、机油滤清器、油气滤清器的合称）是易损件	易损件多；主机的气阀和活塞环都是易损件
可靠性和寿命	高和长。主机转子无磨损，寿命仅受限于轴承寿命，一般可达6万小时以上。更换轴承后又像新机一样	摩擦副多，机械损耗大，负载变化大，故障率高，寿命短。阀片，活塞环等易损件寿命仅数千个小时。因不能将所有运动件都更换，所以不可能修旧如新
操作和维护	自动化程度高，操作和维护简单方便	自动化程度低，备件多，操作和维护复杂
可维修性	维修频率较低，但对维修人员要求高	易损件更换频繁，维修工作量大，但维修难度较低。
对环境的影响	少。除了排放冷凝水外，没有其他排	除了排放冷凝水外，还有呼吸阀有油雾冒出污染环境
购置成本	高	低
使用成本	因节能，操作维护方便。备件少，维修维护工作量少，油耗低，机器产气稳定，使用成本低	能耗大，备品备件多，维修维护工作量大，随时间推移产气量下降，油耗增加，寿命短等，使用成本高
耐久性	主要运动件没有直接摩擦，出气稳定，排气量不随时间下降	使用一段时间后，因运动件磨损，工况变恶劣，排气量下降，油耗增加，振动噪声增大

资料来源：开山股份招股书、世纪证券研究所

外资企业占据国内大部分空压机市场。目前我国空气压缩机行业共有生产企业近400家，其中内资企业数量接近90%，外资企业数量接近10%，但外资企业实现销售收入占全行业超过60%。尤其是螺杆式空压机市场，由于技术差距，主要被Fusheng(台湾复盛)、I.R(美国英格索兰)、Atlas(瑞典阿特拉斯)和Sullair(美国寿力)等为代表的十几家外资企业主导。

公司目前拥有A系列空压机、变频螺杆空压机、高效直连空压机系列等产品，主要以空压机体形式向空压机厂商供货。公司的螺杆空压机产品收入已经从2007年的0.56亿元增长到2010年的2.37亿元，发展较快。公司利用自己在螺杆压缩机领域的专业技术优势，将随着下游机械制造、化工石化及矿山冶金等工业发展而取得市场规模的不断扩大。

公司干式真空泵成长潜力较大

干式机械真空泵的应用主要有以下几个方面：一是低压化学气相沉积中的多晶硅制备工艺中；二是半导体刻蚀工艺；三是在化学工业、医药工业、食品工业中的蒸馏、干燥、脱泡、包装等，要防止有机溶剂造

成污染, 适合用干式真空泵; 四是用做一般无油清洁真空系统的前级泵, 以防止油污染。

国外干式真空泵应用广泛。目前全球真空泵市场年销售额约 20 亿美元, 年增速约 7% 左右, 而我国全部真空泵年销售仅约 1.5 亿元左右, 仅相当于美国 Kinney 公司的年销售额。国外干式机械真空泵市场的不断增长, 其主要驱动来自于半导体行业、化学工业、薄膜产业的迅速发展。在日本, 半导体行业已 100% 用干式真空泵代替有风式机械泵, 欧美半导体行业 45% 以上用干式真空泵代替了油封式真空泵。

国内干式真空泵技术落后, 中高端主要依赖进口。目前国内真空设备仍然以传统的真空泵为主, 主要是旋片式真空泵、滑阀真空泵、罗茨真空泵、蒸汽流泵、水环真空泵等, 且全部用于实验室、化学医药等传统领域产业, 用于电子信息产业的不足 1%, 与日本、欧美国家相差巨大。电子信息产业所需干式真空泵均为进口, 主要来自日本、英国、德国、美国等, 且价格昂贵。

干式真空泵业务将成为公司新的增长点。公司已逐步开发出 PS 系列干式真空泵产品, 可应用于半导体, 光电, LED, TFT, 制药, 化工, 太阳能, 真空镀膜, 热处理等行业。但由于下游客户对国外产品比较依赖, 而且需要通过试用等逐步取得客户的认可和信任, 所以目前公司真空泵业务以相关维修为主。产品市场目前主要是先放在光伏太阳能以及化工制药等行业, 我们相信公司通过维修业务和产品稳定性提升等逐步技术积累, 以及在具备价格优势下, 产品市场不断拓展, 进口替代将逐步实现。公司干式真空泵业务 2010 年收入仅 1000 多万元, 在巨大的行业潜力下, 将成为公司新的增长点。

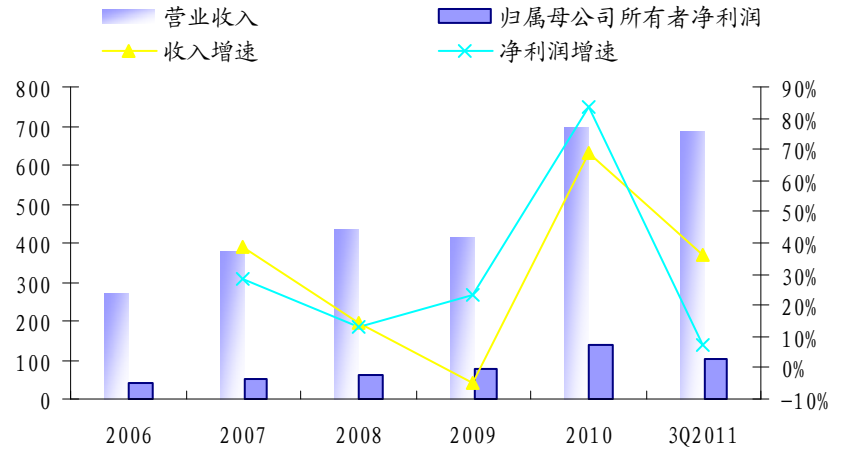
公司财务分析

成长能力分析

公司的成长驱动力主要来自于下游行业需求增长以及依靠技术的自身产品拓展创新。公司在中央空调制冷领域, 已经市场占有率第一, 将随着行业增长而稳定增长。冷冻冷藏领域, 将受益于我国冷链设备的发展潜力。空气压缩机领域, 竞争对手主要是美国英格索兰、瑞典阿特拉斯等外企, 公司将随这行业增长而增长的同时, 可望利用成本优势、

服务优势等增加市场占有率。干式真空泵领域，进口替代空间较大，公司可望利用专业技术基础不断拓展市场。同时，公司已通过客户进入地源热泵领域，并且通过不断研发进行离心式压缩机和涡旋压缩机等技术储备，表明公司拓展创新以及内生性增长的能力。

Figure 12 公司营业收入及归属母公司净利润（百万元）

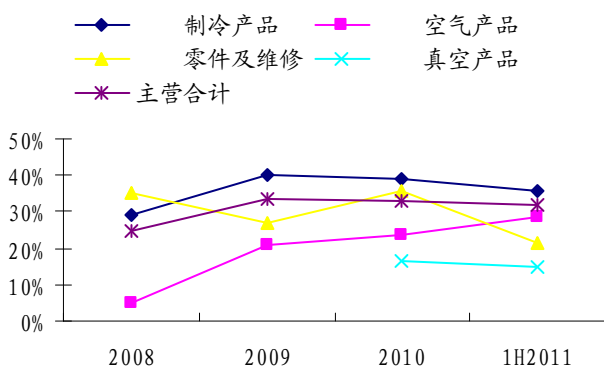


数据来源：wind、世纪证券研究所

盈利能力分析

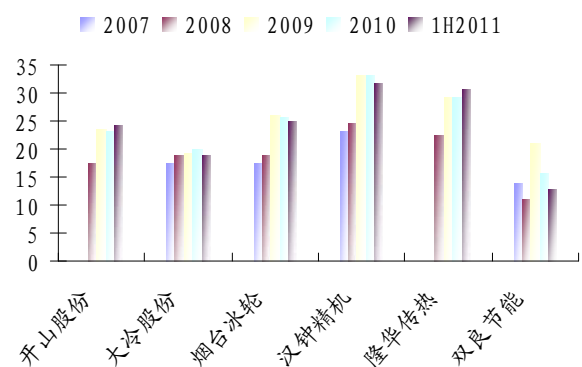
公司毛利率可望保持 30%以上。公司 2007-2010 年毛利率分别为 23.4%、24.6%、33.3%和 33.2%，保持上升趋势，在同行业中相对较高。近几年公司毛利率提升，主要原因是零部件逐步由外购转为自产，尤其是占成本 30%左右的关键零部件转子，已经逐步由公司成立的全资子公司浙江汉声来生产，产能已达 4.8 万对，尚有约 20%外购。分类主营产品制冷压缩机毛利率或稍微下降，主要是冷冻冷藏领域产品毛利率（约 20%）低于中央空调领域产品（约 40%），其占比增加会拉低整个制冷产品的毛利率。总体上，随着零部件自产及本地化采购，以及干式真空泵产品毛利率提升，公司综合毛利率将能得以保持。

Figure 13 公司主营业务毛利率



资料来源：wind、世纪证券研究所

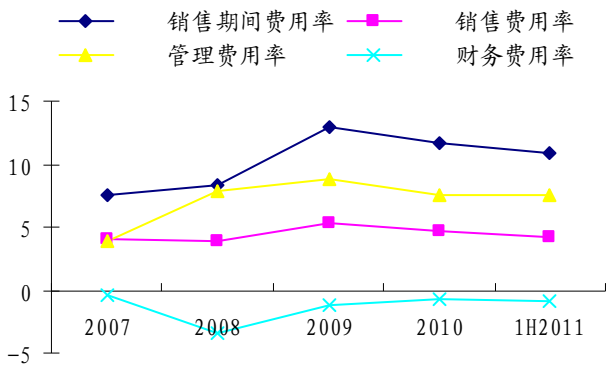
Figure 14 可比上市公司毛利率比较 (%)



资料来源：wind、世纪证券研究所

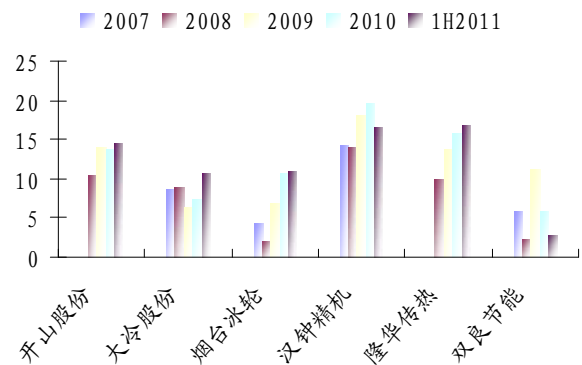
公司期间费用率稍高于同行。公司的期间费用率稍高于同行公司，主要是公司不断投入研发费用以及注重保修维修及返修等售后服务。公司期间费用率 2009 年上升，主要是募集资金使用后存款利息减少致财务费用率同比增加以及开发新产品的研发费用及市场开拓费用增加等，之后费用率有下降趋势。

Figure 15 公司期间费用率 (%)



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 16 可比上市公司净利率比较 (%)

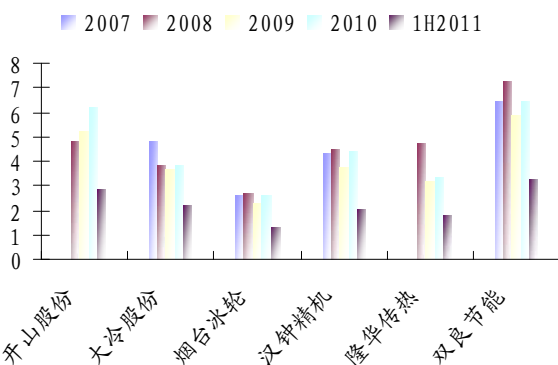


资料来源: wind、世纪证券研究所

营运能力分析

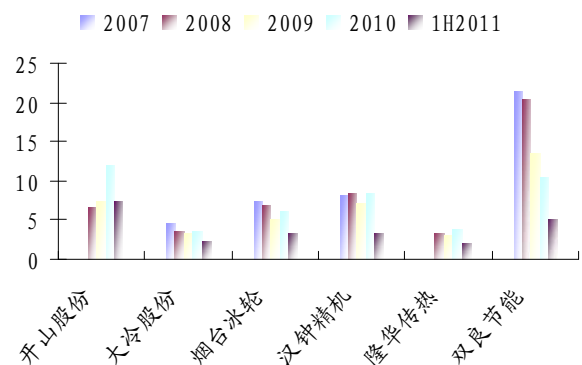
存货及应收账款周转保持平稳。2007-2010 年，公司存货周转率分别为 4.3 次、4.5 次、3.7 次及 4.5 次，应收账款周转率分别为 8.2 次、8.3 次、7.2 次及 8.4 次，周转水平基本保持稳定，在同行中处于中等水平。公司通过应收账款管理、自产零部件、提高生产线效率等多种方式控制现金回流及产品成本，应收账款及存货周转率能够满足公司经营发展。

Figure 17 可比上市公司存货周转率比较



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 18 可比上市公司应收账款周转率比较



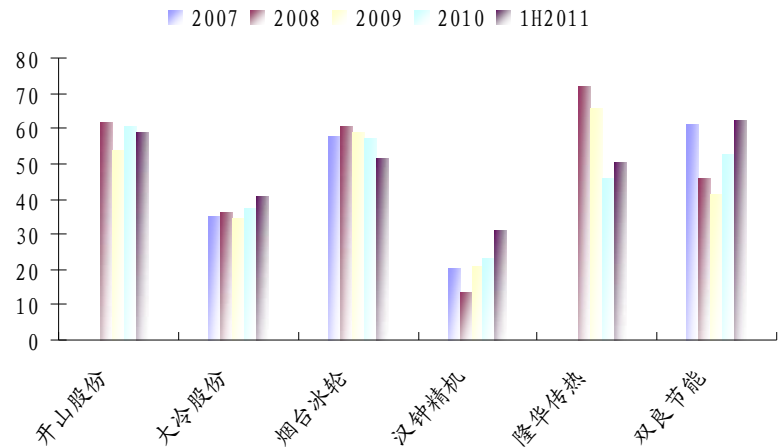
资料来源: wind、世纪证券研究所

偿债能力分析

较低负债率，流动比率及速动比率高于同行。2007-2010 年公司资

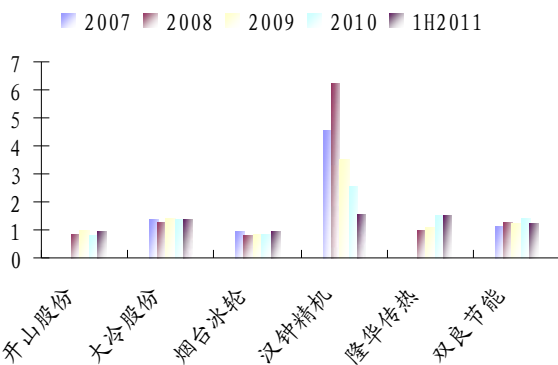
产负债率分别为 20%、14%、21%和 24%，经营稳健；2007-2010 年流动比率分别为 4.6、6.2、3.5 及 2.5，速动比率分别为 3.9、5.4、3.0 及 1.9，明显高于行业其他公司，偿债能力较强。总体上，公司以稳健经营为主，但同时说明是公司作为台资控股企业，在中国大陆获得贷款能力受到一定限制，发展主要依靠自身资金积累，发展速度受到限制，公司成长的潜力还未得到充分发挥。

Figure 19 可比上市公司资产负债率比较 (%)



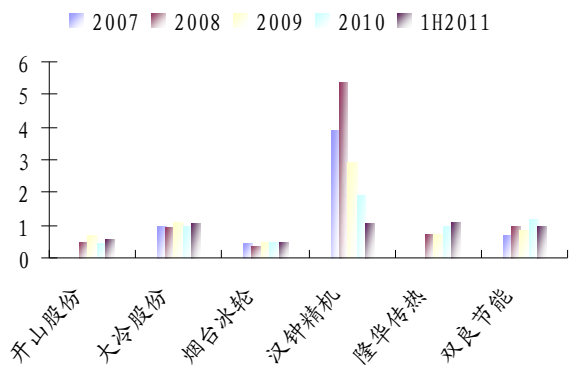
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 20 可比上市公司流动比率比较



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 21 可比上市公司速动比率比较



资料来源: wind、世纪证券研究所

盈利预测及投资评级

关键假设条件:

- 1) 具竞争优势的中央空调制冷领域的业务产品随着行业稳定增长，冷链设备领域中冷冻冷藏业务产品随行业较快增长，整个制冷产品未来几年复合增长率达 25%左右；空压机产品未来几年复合增速达 20%左右，市占率提升；真空泵产品在基数小的基础上 50%以上高速增长。

- 2) 主要零部件逐步由外购转为自产, 原材料价格稳定; 主导业务产品毛利率保持稳定, 真空泵业务随着规模扩大及零部件自产而毛利率提升; 综合毛利率能保持30%以上。
- 3) 15%的所得税率优惠能在高新技术资质复核后得以继续享受; 各项费用得以控制, 保持相对稳定。

根据假设条件, 我们预测2011-2013年公司实现的营业收入分别为9.10亿元、11.24亿元和14.07亿元; 实现的归属母公司净利润分别为1.62亿元、1.90亿元和2.32亿元, 实现的摊薄后EPS分别为0.74元、0.87元和1.07元。

Figure 22 营业收入预测 (百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
制冷产品	295.75	307.05	262.29	417.00	550.44	688.05	860.06
增速		3.82%	-14.58%	58.98%	32%	25%	25%
空气产品	56.03	92.18	123.46	237.20	303.62	364.34	437.21
增速		64.52%	33.93%	92.13%	28%	20%	20%
零件及维修	27.57	34.3	26.95	31.18	34.30	37.73	41.50
增速		24.41%	-21.43%	15.70%	10%	10%	10%
真空产品				11.81	21.26	34.01	68.03
增速					80%	60%	100%
主营业务收入	379.34	433.52	413.16	697.89	909.61	1124.13	1406.80
增速		14.28%	-4.70%	68.92%	30.34%	23.58%	25.15%

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 23 毛利率预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
制冷产品		29.30%	39.85%	38.86%	35.00%	34.00%	33.50%
空气产品		4.72%	20.76%	23.81%	27.50%	27.00%	27.00%
零件及维修		35.29%	27.15%	35.70%	22.00%	27.00%	27.00%
真空产品				16.50%	15.00%	16.00%	18.00%
综合毛利率		24.54%	33.31%	33.22%	31.54%	30.95%	30.54%

数据来源: wind、世纪证券研究所

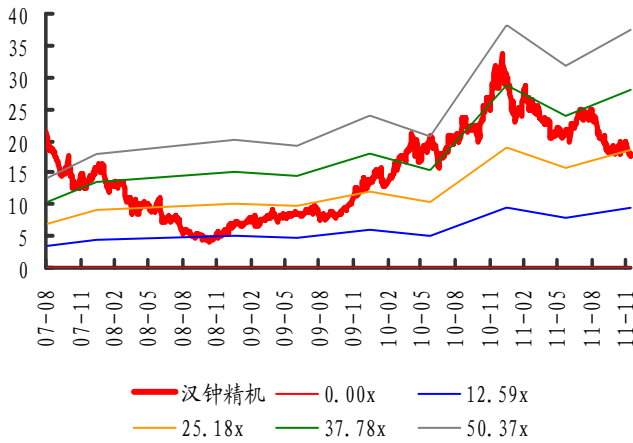
根据我们的盈利预测, 按照11月30日16.65元收盘价, 公司2011-2012年的动态市盈率分别为22.4和19.1倍, 在同行业上市公司中属稍偏低水平; 再考虑到公司作为行业中专注于螺杆压缩机的技术领先企业, 产品具竞争力, 盈利能相对较高, 创新拓展能力较强, 公司估值相对稍显偏低。基于公司在中央空调、冷链设备及干式真空泵等应用领域中具备较大潜力, 以及公司专注螺杆式压缩机核心专业技术并不断拓展创新的内生成长能力, 我们给予公司“增持”投资评级。

Figure 24 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	总股本股 (亿股)	11月30日 收盘价 (元)	EPS (元)				PE			PB (MRQ)
				2010	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
300257.SZ	开山股份	1.43	64.41	1.9	2.21	3.26	4.44	29.13	19.78	14.52	3.33
000530.SZ	大冷股份	3.5	9.58	0.29	0.41	0.47	0.59	23.53	20.57	16.38	1.86
000811.SZ	烟台冰轮	3.95	12.6	0.54	0.48	0.66	0.88	26.42	18.97	14.31	4.37
600481.SH	双良节能	8.1	9.49	0.29	0.28	0.51	0.77	33.76	18.67	12.36	3.75
300263.SZ	隆华传热	0.8	30.1	0.86	1.00	1.47	2.09	30.07	20.52	14.43	2.83
002158.SZ	汉钟精机	2.18	16.65	0.76	0.74	0.87	1.07	22.50	19.14	15.56	5.07
	平均							27.57	19.61	14.59	3.54

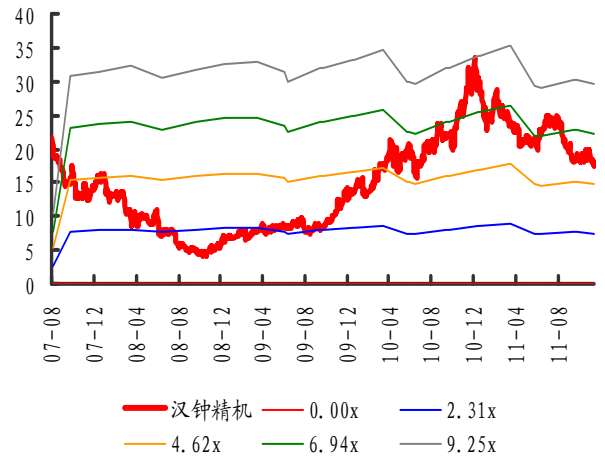
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 25 历史 PE Bands



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 26 历史 PB Bands



数据来源: wind、世纪证券研究所

风险提示

- (1) 宏观经济不景气, 制冷空调行业、空气压缩机应用的机械制造、化工石化及矿山冶金等工业受到影响;
- (2) 行业竞争加剧, 产品盈利能力下降;
- (3) 地源热泵、冷链设备等应用领域发展低于预期, 干式真空泵进口替代进程缓慢。

附：财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	526	665	880	1174	营业收入	698	910	1124	1407
现金	204	227	337	492	营业成本	466	623	776	977
应收账款	106	133	164	206	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收款	2	2	3	4	营业费用	33	43	53	66
预付账款	13	22	27	34	管理费用	53	68	84	106
存货	128	171	214	269	财务费用	-5	-4	-1	-2
其他流动资产	72	109	135	169	资产减值损失	4	3	3	3
非流动资产	354	391	396	408	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	7	8	9
固定资产	150	184	194	192	营业利润	150	184	216	265
无形资产	28	42	59	78	营业外收入	9	4	4	4
其他非流动资产	176	164	143	138	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	880	1056	1276	1582	利润总额	159	187	220	269
流动负债	207	263	294	369	所得税	22	26	31	38
短期借款	60	29	40	50	净利润	136	161	189	231
应付账款	119	159	199	250	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	27	75	55	68	归属母公司净利润	137	162	190	232
非流动负债	0	14	14	14	EBITDA	169	207	250	303
长期借款	0	13	13	13	EPS (元)	0.76	0.74	0.87	1.07
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	207	277	308	382	主要财务比率				
少数股东权益	7	6	5	4	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	182	218	218	218	成长能力				
资本公积	261	224	224	224	营业收入	68.9%	30.3%	23.6%	25.1%
留存收益	224	331	521	753	营业利润	79.9%	22.2%	17.7%	22.8%
归属母公司股东权益	666	773	963	1195	归属于母公司净利润	83.7%	17.8%	17.3%	22.4%
负债和股东权益	880	1056	1276	1582	获利能力				
					毛利率(%)	33.2%	31.5%	31.0%	30.5%
					净利率(%)	19.7%	17.8%	16.9%	16.5%
					ROE(%)	20.6%	20.9%	19.7%	19.4%
					ROIC(%)	30.1%	33.1%	32.7%	34.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	23.5%	26.2%	24.1%	24.2%
					净负债比率(%)	29.05%	15.19%	17.47%	16.68%
					流动比率	2.54	2.53	2.99	3.18
					速动比率	1.91	1.86	2.25	2.44
					营运能力				
					总资产周转率	0.87	0.94	0.96	0.98
					应收账款周转率	8	7	7	7
					应付账款周转率	4.89	4.47	4.34	4.36
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.63	0.74	0.87	1.07
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.62	0.63	0.85
					每股净资产(最新摊薄)	3.05	3.55	4.42	5.48
					估值比率				
					P/E	26.44	22.43	19.13	15.63
					P/B	5.45	4.70	3.77	3.04
					EV/EBITDA	20	16	14	11

数据来源：天软、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.