

股权激励凝聚人心，赶超发展行业巨擘

——依米康（300249）

2011年12月7日

推荐/首次

依米康

事件点评

王明德

策略分析师

执业证书编号：S1480511100001

联系人：史成波

机械行业

010-6655 4022

shicb@dxzq.net.cn

事件：

依米康 12 月 7 日晚间推出限制性股票股权激励计划，公司拟授予激励对象 184 万股限制性股票。限制性股票来源为公司向激励对象定向发行的普通股。激励计划的首期激励对象为 72 人，包括：公司及公司控股子公司中、高层管理人员、核心技术人员、业务骨干。解锁条件，2011 年净利润为基数，2012 年净利润增长率不低于 20%，2013 年净利润增长率不低于 45%，2014 年净利润增长率不低于 75%。

观点：

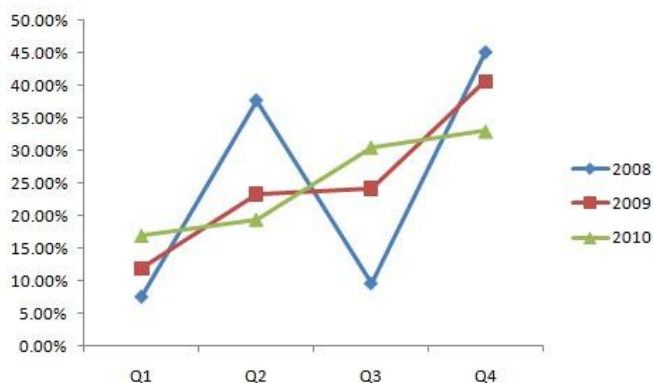
1. 凝聚公司战斗力，确保公司内生增长。

虽然从资本市场角度出发，本次方案行权条件较为宽松，业绩考核温和，解锁条件 2012-14 年年均增长率约为 20%；但从企业经营视角看，本次股权激励的推行体现了管理层利益，特别是对公司及公司控股子公司中、高层管理人员、核心技术人员、业务骨干是一种鼓励（本次激励中绝大部分人没有公司股份），有助于稳定核心团队，利好于公司的可持续发展。

2. 季节因素导致三季度略低预期，全年来看仍能大幅增长。

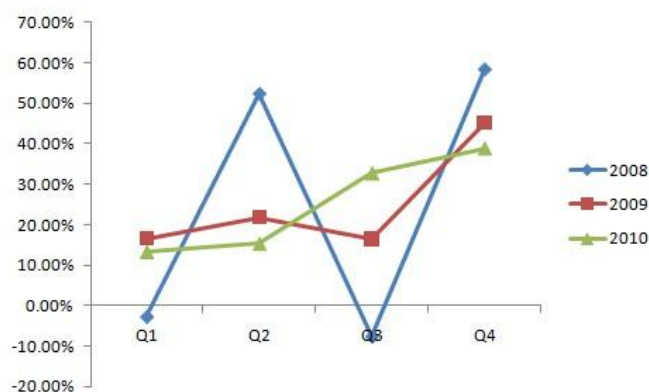
2011 年上半年依米康精密空调业务收入约为 8,500 万，同比 100%；子公司桑瑞思环境工程收入 1,100w。合计收入 9,600w，增长 50%。三季度精密空调依然保持快速增长势头，公司订单饱满，7-9 月精密空调收入约为 5,000 万元；环境工程由于收入确认的原因仅有 258 万元，但从全年看，公司收入和净利润仍有望大幅增长。因为 4 季度是空调结算，工程确认收入的高峰期，公司历史上 4 季度收入占比加权均值为 38.15%，净利润第四季度占比加权均值为 45.64%。

图 1：公司收入季度波动



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图 2：公司净利润季度波动



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

3. 产业链垂直整合，公司有望成为行业巨擘。

在精密空调领域，公司面临的主要竞争对手是3大外资品牌，分别为美国 Libert，意大利 Hiross，德国 Stulz，其中美国 Libert、意大利 Hiross、都是艾默生集团旗下的品牌。艾默生 2010 年在国内精密空调销售收入超过 10 亿元，公司并不满足于追赶业内外资领头羊的步伐，更想借助在核心产品、专业工程方面的优势，进入精密环境服务外包领域，从而实现公司业务中长期规划。

图 3：国内精密空调企业竞争情况



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图 4：公司发展战略



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

风险提示：

环境工程业务收入确认依赖于用户基建进度，存在确认时点不可控的风险。

结论：

我们看好公司的发展前景，预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.53、0.71、0.88 元，对应的 PE 分别为 32.08X、23.88X、19.42X，首次给予“推荐”评级。

表 1：公司分项预测

	2008	2009	2010	2011H1	2011Q3	2011E	2012E	2013E	
收入	精密空调设备	54.89	77.73	114.29	85	133.6	150	200	250
	精密环境工程	14.34	38.01	61.75	11	13.6	80	120	150
	其他	2.46	4.59	4.42		5	5	5	5
	总收入	71.69	120.33	180.47	96	152.2	235.00	325.00	405.00
	YOY(%)		67.85%	49.98%		30.22%	38.30%	24.62%	
毛利率	精密空调设备	54.26%	56.58%	53.14%		53.00%	52.00%	51.00%	
	精密环境工程	24.84%	25.83%	19.77%		19%	19%	20%	
	其他	83.27%	90.44%	62.63%		60%	60%	60%	
	综合毛利率	48.17%	46.49%	41.43%		41.57%	39.94%	39.63%	

注：2011H1、2011Q3 为预测值

资料来源：东兴证券研究所

表 2：公司盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	120.33	180.47	235.00	325.00	405.00
主营收入增长率	67.85%	49.98%	30.22%	38.30%	24.62%
EBITDA（百万元）	29.82	40.40	52.55	69.81	84.83
EBITDA 增长率	55.54%	35.46%	30.08%	32.85%	21.52%
净利润（百万元）	22.25	31.01	41.55	55.80	68.62
净利润增长率	54.60%	39.41%	33.96%	34.31%	22.96%
ROE	24.57%	25.18%	9.06%	10.94%	11.97%
EPS（元）	0.284	0.396	0.530	0.712	0.875
P/E	59.91	42.97	32.08	23.88	19.42
P/B	10.89	8.12	2.91	2.61	2.33
EV/EBITDA	32.91	24.92	19.69	15.15	12.07

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

史成波

工学学士，经济学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。