

投资品 - 机械

未来发展靠新业务产品拓展，真空泵显示潜力

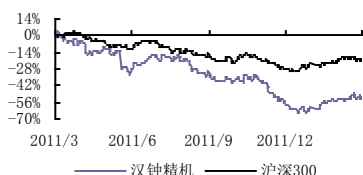
——汉钟精机（002158）2011 年报点评

2012 年 3 月 23 日

评级： 增持

市场数据	2012 年 3 月 22 日
当前价格(元)	13.90
52 周价格区间(元)	10.42-30.89
总市值(百万)	3031.24
流通市值(百万)	3031.24
总股本(百万股)	218.07
流通股(百万股)	218.07
日均成交额(百万)	25.13
近一月换手(%)	39.49%
第一大股东	巴拿马海尔梅斯公司
公司网址	http://www.hanbell.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
汉钟精机	3.27%	6.92%	-43.92%
沪深 300	0.83%	10.46%	-19.44%

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。

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	860	1015	1209	1437
收入同比	23%	18%	19%	19%
净利润(百万元)	144	161	189	227
净利润同比	5%	12%	18%	20%
毛利率	30.8%	30.5%	30.6%	30.6%
ROE	19.1%	17.6%	17.1%	17.0%
摊薄 EPS(元)	0.66	0.74	0.87	1.04

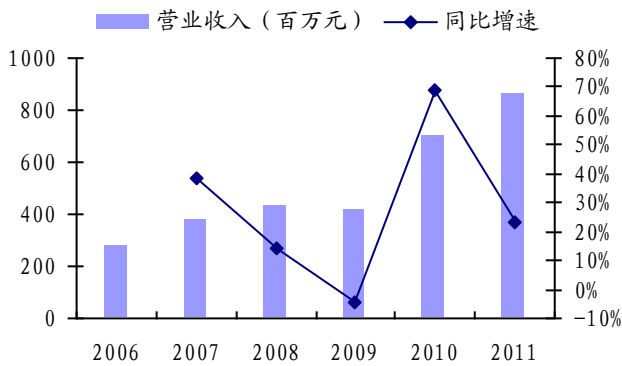
- 2011 年公司业绩增长稍低于预期。**报告期内公司实现营业收入 8.6 亿元, 同比增长 23.29%; 营业利润 1.64 亿元, 同比增长 9.03%; 归属母公司所有者净利润 1.44 亿元, 同比增长 4.86%; 实现 EPS0.66 元。分配预案: 每 10 股派发 4 元现金(含税)。利润增速低于收入增速主要是毛利率下降及费用率上升所致。
- 毛利率下滑, 费用率上升。**公司综合毛利率下滑 2.42 个百分点到 30.8%, 主要表现为制冷产品业务毛利率下滑 3.65 个百分点到 35.21%, 主要原因一方面原材料及人工成本上升, 另一方面是冷冻冷藏压缩机产品占比提升; 随着原材料价格回稳及浙江汉声自给铸件, 整体毛利率将保持稳定。报告期费用率同比增加 0.63 个百分点, 主要是人工及研发费用上升致管理费用率增加 0.42 个百分点, 考虑到公司良好的管理能力, 费用率将保持稳定水平。
- 制冷及空气产品或能保持平稳增长, 真空泵业务显示潜力。**(1) 报告期公司制冷及空气产品分别同比增长 19.5%及 19.6%; 虽然宏观经济环境不明确, 但地源热泵及冷链设备等领域相对发展较快, 公司的空气产品拓展积极, 预计公司未来几年或能保持 15%左右增长。(2) 报告期公司真空泵业务增长 192%, 虽然规模不大及毛利仍较低, 但行业发展潜力较大, 随着公司产品稳定性提升以及在价格优势下, 逐步实现进口替代可期, 将成为新的利润增长点。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预测 2012-2014 年公司实现的摊薄后 EPS 分别为 0.74、0.87 和 1.04 元, 按 3 月 22 日 13.90 元收盘价, 公司 2012-2013 年的动态 PE 分别为 18.8.4 和 16.0 倍。基于公司在中央空调领域的竞争力, 在冷链设备及干式真空泵等应用领域中具备的发展潜力, 以及公司专注螺杆式压缩机并不断拓展创新的内生长能力, 我们维持公司“增持”的投资评级。
- 风险提示:** 下游的空调及空压应用行业受宏观环境影响不景气; 行业竞争加剧; 在冷链设备及真空泵等应用行业的拓展低于预期。

Figure 1 2011年公司营业收入及毛利率变动情况

	营业收入	同比变动	毛利率	同比变动
制冷产品	498.41	19.52%	35.21%	减少3.65个百分点
空气产品	283.62	19.57%	25.76%	增加1.95个百分点
真空产品	34.52	192.27%	11.93%	减少4.57个百分点
零件及维修	42.67	36.86%	27.97%	减少7.72个百分点
合计	859.22	23.24%	30.80%	减少2.42个百分点

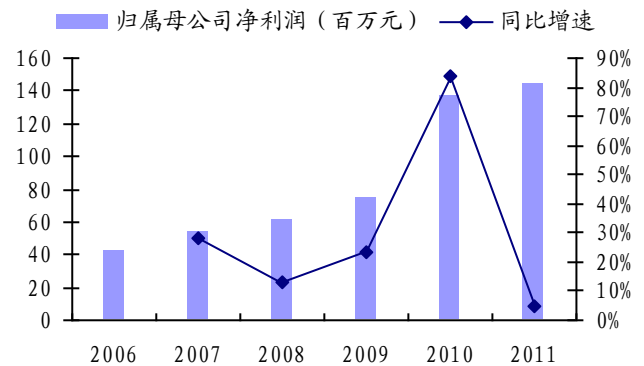
数据来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 2 公司历年营业收入



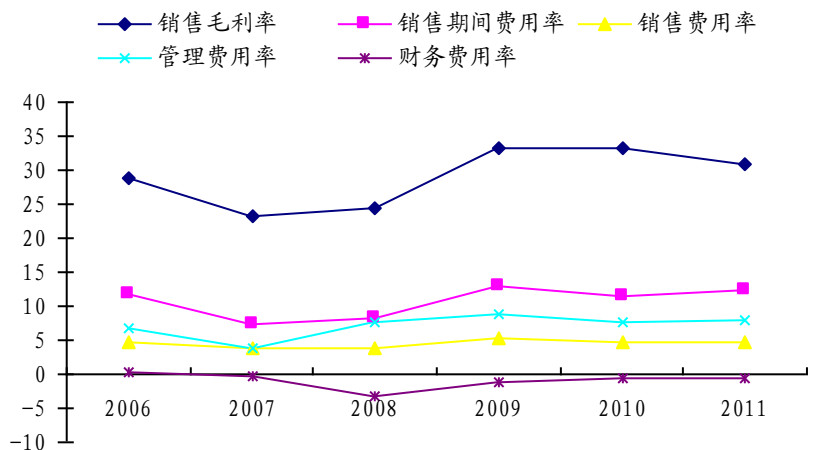
数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 3 公司历年归属母公司净利润



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 4 公司历年毛利率及费用情况



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 5 营业收入预测 (百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
制冷产品	295.75	307.05	262.29	417.00	498.41	573.17	676.34	798.08
增速		3.82%	-14.58%	58.98%	19.52%	15.00%	18.00%	18.00%
空气产品	56.03	92.18	123.46	237.20	283.62	326.16	375.09	431.35
增速		64.52%	33.93%	92.13%	19.57%	15.00%	15.00%	15.00%
零件及维修	27.57	34.3	26.95	31.18	42.67	53.34	64.01	76.81
增速		24.41%	-21.43%	15.70%	36.85%	25.00%	20.00%	20.00%
真空产品				11.81	34.52	62.14	93.20	130.49
增速					192.29%	80.00%	50.00%	40.00%
合计	379.34	433.52	413.16	697.89	859.22	1014.81	1208.64	1436.73
增速		14.28%	-4.70%	68.92%	23.12%	18.11%	19.10%	18.87%

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 6 毛利率预测

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
制冷产品	29.30%	39.85%	38.86%	35.21%	35.00%	35.00%	35.00%
空气产品	4.72%	20.76%	23.81%	25.76%	26.00%	26.00%	26.00%
零件及维修	35.29%	27.15%	35.70%	27.97%	28.00%	29.00%	29.00%
真空产品			16.50%	11.93%	15.00%	18.00%	20.00%
综合	24.54%	33.31%	33.22%	30.80%	30.51%	30.58%	30.61%

数据来源: wind、世纪证券研究所

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	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	656	852	1023	1299	营业收入	860	1015	1209	1437
现金	73	152	229	395	营业成本	595	705	839	997
应收账款	122	148	176	209	营业税金及附加	2	3	3	4
其他应收款	2	2	2	3	营业费用	42	49	58	69
预付账款	11	25	29	35	管理费用	69	81	96	115
存货	139	195	233	276	财务费用	-5	-0	1	-2
其他流动资产	309	330	354	381	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	330	374	360	357	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	9	9	9	9
固定资产	285	297	280	257	营业利润	164	183	217	260
无形资产	28	42	58	77	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	18	36	22	23	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	986	1226	1383	1656	利润总额	168	187	220	264
流动负债	209	276	245	293	所得税	24	27	32	39
短期借款	69	41	0	0	净利润	143	160	188	225
应付账款	94	141	168	199	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	47	95	77	93	归属母公司净利润	144	161	189	227
非流动负债	15	29	29	29	EBITDA	195	229	270	314
长期借款	15	29	29	29	EPS (元)	0.66	0.74	0.87	1.04
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	225	305	274	322	主要财务比率				
少数股东权益	6	5	3	2	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	218	218	218	218	成长能力				
资本公积	224	224	224	224	营业收入	23.3%	17.9%	19.1%	18.9%
留存收益	313	474	664	890	营业利润	9.0%	12.0%	18.1%	19.9%
归属母公司股东权益	755	916	1106	1332	归属于母公司净利润	4.9%	11.8%	17.7%	19.6%
负债和股东权益	986	1226	1383	1656	获利能力				
					毛利率 (%)	30.8%	30.5%	30.6%	30.6%
					净利率 (%)	16.7%	15.9%	15.7%	15.8%
					ROE (%)	19.1%	17.6%	17.1%	17.0%
					ROIC (%)	17.6%	19.1%	20.7%	23.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	22.8%	24.9%	19.8%	19.4%
					净负债比率 (%)	38.72%	23.76%	11.61%	9.89%
					流动比率	3.13	3.08	4.17	4.44
					速动比率	2.46	2.37	3.21	3.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.92	0.92	0.93	0.95
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	5.59	6.01	5.43	5.43
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.66	0.74	0.87	1.04
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.45	0.73	0.73	0.95
					每股净资产 (最新摊薄)	3.46	4.20	5.07	6.11
					估值比率				
					P/E	21.05	18.83	16.00	13.38
					P/B	4.01	3.31	2.74	2.27
					EV/EBITDA	16	13	11	10

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.