

汉钟精机 (002158.SZ) 其它专用设备行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

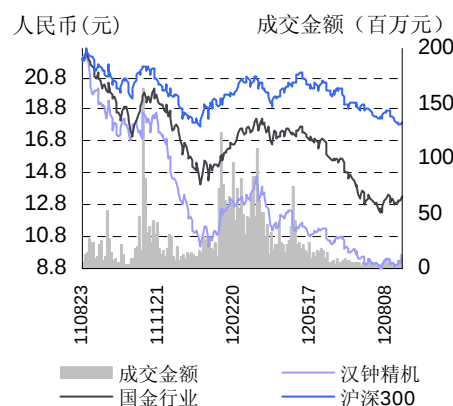
市价 (人民币): 9.47 元

投资减速, 产品需求低迷

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	218.07
总市值(百万元)	20.65
年内股价最高最低(元)	22.36/8.80
沪深 300 指数	2302.20
中小板指数	5033.34



公司基本情况 (人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.756	0.660	0.459	0.547	0.635
每股净资产(元)	3.66	3.46	3.72	4.07	4.50
每股经营性现金流(元)	0.55	0.45	1.51	0.87	0.71
市盈率(倍)	47.64	17.58	20.63	17.31	14.92
行业优化市盈率(倍)	90.63	16.77	16.84	16.84	16.84
净利润增长率(%)	83.68%	4.86%	-30.48%	19.17%	15.99%
净资产收益率(%)	20.62%	19.07%	12.33%	13.44%	14.09%
总股本(百万股)	181.73	218.07	218.07	218.07	218.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 汉钟精机 2012 年上半年实现营业收入 338 百万元, 同比减少 24.17%, 归属于母公司股东的净利润 45 百万元, 同比减少 40.02%, EPS 为 0.21 元。据此测算, 2 季度单季度的营业收入同比减少 31.71%, 净利润同比减少 41.53%, EPS 为 0.13 元。公司预计今年 1-9 月累计净利润同比下降 30% 至 45%, 对应的 EPS 为 0.26-0.34 元。

经营分析

- 受国内固定资产投资减速影响, 主要产品需求较为低迷: (1) 螺杆制冷压缩机以中央空调为首要应用领域, 受到国内固定资产投资, 特别是房地产投资增速下滑影响明显。根据《暖通空调资讯》的统计, 今年上半年国内中央空调市场容量为 274 亿元, 较去年同期下降了 10.2%; 其中, 采用螺杆制冷压缩机的水冷机组微幅增长 2.3%, 而水地源热泵机组下降 22.3%。(2) 螺杆空压机产品 (公司以提供螺杆空压机的机体为主) 的主要应用领域如机械制造、采矿、基础建设、冶金等由于效益不佳、资金来源受限等因素, 企业的资本支出、设备购置意愿下降明显。(3) 螺杆真空泵的应用领域包括电子、光伏、食品、制药等领域, 其中, 光伏、电子等行业经营形势较为严峻, 对真空泵的需求也有所减少。
- 收入下滑趋势尚未改观, 螺杆空压机行业竞争有所加剧: 受经济环境影响, 公司的营业收入 2011 年 4 季度收入同比减少 10.73%, 今年上半年下滑趋势仍未见好转, 1 季度下滑 12.0%, 2 季度下滑 31.7%。分项业务来看, 制冷产品由于客户合作关系较好、市场地位较为稳固, 今年上半年毛利率 (36.0%) 与去年同期 (35.5%) 相比基本持平; 空压产品由于市场竞争激烈, 毛利率从去年上半年的 28.8% 下降为今年上半年的 22.3%; 而真空产品随着成熟度提高, 尽管需求有所下滑, 毛利率反而上升了 4.8 个百分点至 19.7%。受空压机、零件及维修、其他业务的毛利率下降影响, 公司上半年的综合毛利率为 29.4%, 较去年同期下降了 2.4 个百分点。

相关报告

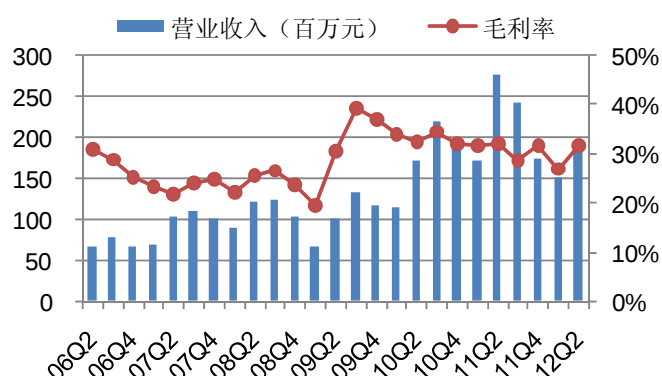
1. 《专注螺杆, 精于设计制造》, 2012.6.19

罗立波 分析师 SAC 执业编号: S1130512010004
(8621)61038326
luolib@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

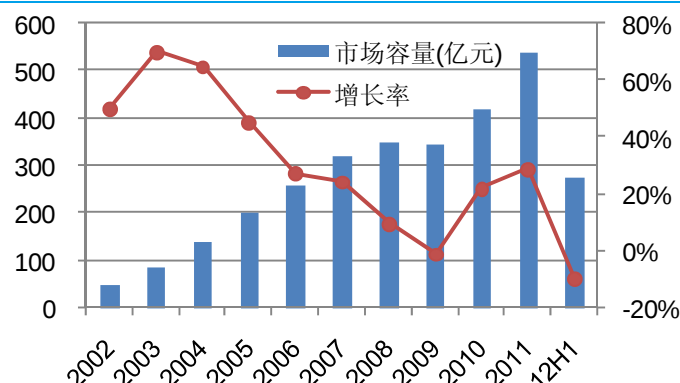
高懿 联系人
(8621)60870933
gaoyi@gjzq.com.cn

图表1：公司单季度的营业收入和毛利率

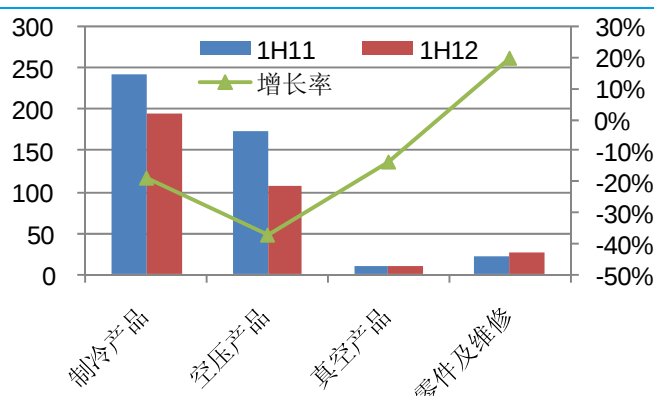


来源：公司公报，《暖通空调资讯》，国金证券研究所

图表2：国内中央空调市场容量及增长率

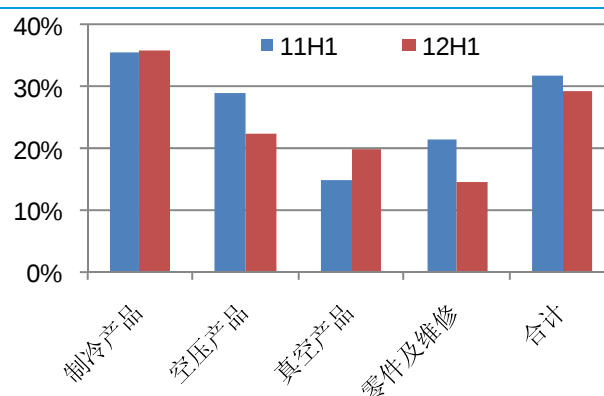


图表3：公司分项业务的营业收入及增长率



来源：公司公报，国金证券研究所

图表4：公司分项业务的毛利率



- **费用控制、现金流管理良好：**上半年公司的三项费用合计为 52 百万元，较去年同期增加了 4 百万元，这主要是汇兑收益减少导致财务费用增加了 6 百万元所致。上半年公司的经营活动现金净流入 95 百万元，远高于同期的净利润水平。从营业费用、管理费用的下降，经营现金流的水平看，公司在费用控制、财务管理方面保持着稳健状况。
- **研发投入较多：**公司在经济形势不景气的环境下坚持研发投入，今年上半年研发费用投入占营业收入比重为 4.85%，11 年和 10 年同期比例分别为 4.22% 和 3.53%。截止上半年，公司已获得专利 50 项，其中发明专利 3 项，实用新型专利 41 项，外观设计专利 6 项。
- **设立合资公司：**公司公告将与日立工业在上海合资设立日立机械合资公司，主营业务为无油螺杆压缩机等空压机业务。日立机械总投资为 6 亿日元，注册资本 3 亿日元，公司出资 0.9 亿日元（约合人民币 734 万元），占注册本 30%。合资公司的设立，有利于公司拓展无油螺杆压缩机业务，延伸产业链，并利用日立工业的销售服务网络，扩大在东南亚、中东、中南美等新兴国家市场的业务，将提高公司综合竞争能力，

盈利预测和投资建议

- 根据下游投资形势，我们对公司的盈利预测进行调整，2012-2014 年分别实现营业收入 693 百万元、781 百万元、901 百万元，归属母公司股东的净利润 100 百万元、119 百万元、138 百万元，对应的 EPS 分别为 0.459 元、0.547 元、0.635 元，2012-2013 年净利润预测下调幅度分别为 8.4% 和 20.3%。公司目前股价对应 2012 年 20.63 倍 PE，考虑到公司拥有螺杆设计制造的核心技术，在市场需求低迷时仍保持良好的费用控制、稳健的现金流管理，我们维持对公司“增持”的投资评级。

风险提示

- 公司的螺杆制冷压缩机产品主要作为商用中央空调的主机，应用于工商业设施、大型交通枢纽等；而螺杆空气压缩机产品主要应用于矿山、冶金、机械制造等领域。如果相关行业的固定资产投资增速下滑，将对公司产品销量和业绩造成不利影响。

图表5：分项业务预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
制冷产品						
销售收入（百万元）	262.29	417.00	498.41	428.63	484.35	557.01
增长率（YOY）	-14.58%	58.98%	19.52%	-14.00%	13.00%	15.00%
毛利率	39.85%	38.86%	35.21%	35.00%	34.50%	34.00%
销售成本（百万元）	157.76	254.94	322.92	278.61	317.25	367.62
增长率（YOY）	-27.32%	61.60%	26.66%	-13.72%	13.87%	15.88%
毛利（百万元）	104.54	162.06	175.49	150.02	167.10	189.38
增长率（YOY）	16.17%	55.03%	8.29%	-14.52%	11.39%	13.33%
占总销售额比重	63.48%	59.75%	57.92%	61.88%	61.99%	61.80%
占主营业务利润比重	76.00%	69.93%	66.19%	72.16%	71.77%	71.20%
空气产品						
销售收入（百万元）	123.46	237.20	283.62	198.54	218.39	246.78
增长率（YOY）	33.94%	92.12%	19.57%	-30.00%	10.00%	13.00%
毛利率	20.76%	23.81%	25.76%	22.00%	22.20%	22.30%
销售成本（百万元）	97.83	180.73	210.56	154.86	169.91	191.75
增长率（YOY）	11.39%	84.74%	16.50%	-26.45%	9.72%	12.85%
毛利（百万元）	25.63	56.47	73.07	43.68	48.48	55.03
增长率（YOY）	489.18%	120.30%	29.40%	-40.22%	11.00%	13.51%
占总销售额比重	29.88%	33.99%	32.96%	28.66%	27.95%	27.38%
占主营业务利润比重	18.64%	24.37%	27.56%	21.01%	20.82%	20.69%
真空产品						
销售收入（百万元）		11.81	34.52	17.26	20.71	27.96
增长率（YOY）			192.27%	-50.00%	20.00%	35.00%
毛利率		16.50%	11.93%	18.00%	19.00%	20.00%
销售成本（百万元）		9.86	30.40	14.15	16.78	22.37
增长率（YOY）			208.28%	-53.45%	18.54%	33.33%
毛利（百万元）		1.95	4.12	3.11	3.94	5.59
增长率（YOY）			111.27%	-24.56%	26.67%	42.11%
占总销售额比重		1.69%	4.01%	2.49%	2.65%	3.10%
占主营业务利润比重		0.84%	1.55%	1.49%	1.69%	2.10%
零件维修及其他						
销售收入（百万元）	27.41	31.88	43.89	48.28	57.93	69.52
增长率（YOY）	-20.08%	16.30%	37.68%	10.00%	20.00%	20.00%
毛利率	26.89%	35.32%	28.37%	23.00%	23.00%	23.00%
销售成本（百万元）	20.04	20.62	31.44	37.17	44.61	53.53
增长率（YOY）	-9.79%	2.90%	52.47%	18.25%	20.00%	20.00%
毛利（百万元）	7.37	11.26	12.45	11.10	13.32	15.99
增长率（YOY）	-39.00%	52.74%	10.61%	-10.83%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	6.63%	4.57%	5.10%	6.97%	7.41%	7.71%
占主营业务利润比重	5.36%	4.86%	4.70%	5.34%	5.72%	6.01%
销售总收入（百万元）	413.16	697.89	860.44	692.71	781.39	901.27
销售总成本（百万元）	275.63	466.16	595.31	484.80	548.55	635.27
毛利（百万元）	137.54	231.73	265.13	207.91	232.84	266.00
平均毛利率	33.29%	33.20%	30.81%	30.01%	29.80%	29.51%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：三张报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	413	698	860	693	781	901
增长率		68.9%	23.3%	-19.5%	12.8%	15.3%
主营业务成本	-276	-466	-595	-485	-549	-635
% 销售收入	66.7%	66.8%	69.2%	70.0%	70.2%	70.5%
毛利	138	232	265	208	233	266
% 销售收入	33.3%	33.2%	30.8%	30.0%	29.8%	29.5%
营业税金及附加	0	0	-2	-2	-2	-2
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-22	-33	-42	-35	-38	-44
% 销售收入	5.3%	4.7%	4.9%	5.1%	4.9%	4.9%
管理费用	-36	-53	-69	-62	-64	-69
% 销售收入	8.7%	7.5%	8.0%	9.0%	8.2%	7.7%
息税前利润（EBIT）	79	146	152	109	129	150
% 销售收入	19.2%	20.9%	17.7%	15.7%	16.4%	16.7%
财务费用	5	5	5	1	2	3
% 销售收入	-1.2%	-0.7%	-0.6%	-0.1%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-1	-4	-3	-3	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	4	9	8	8	8
% 税前利润	0.8%	2.2%	5.6%	6.8%	5.7%	4.9%
营业利润	84	150	164	115	137	160
营业利润率	20.2%	21.5%	19.0%	16.6%	17.6%	17.7%
营业外收支	3	8	4	3	3	3
税前利润	86	159	168	118	140	163
利润率	20.8%	22.7%	19.5%	17.0%	18.0%	18.1%
所得税	-12	-22	-24	-18	-21	-24
所得税率	13.5%	14.0%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	74	136	143	100	119	138
少数股东损益	0	-1	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	75	137	144	100	119	138
净利率	18.1%	19.7%	16.7%	14.5%	15.3%	15.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	74	136	143	100	119	138
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	18	27	39	52	60	63
非经营收益	0	-4	-9	1	-6	-9
营运资金变动	-2	-58	-75	177	17	-38
经营活动现金净流	91	100	98	330	190	154
资本开支	-62	-114	-120	-75	-21	-22
投资	-34	-60	-93	-201	0	0
其他	1	3	9	8	8	8
投资活动现金净流	-95	-170	-203	-268	-13	-14
股权募资	8	0	0	0	0	0
债权募资	36	1	31	21	-78	6
其他	-39	-41	-56	-6	-48	-46
筹资活动现金净流	5	-40	-26	15	-127	-40
现金净流量	1	-110	-131	77	50	100

来源：公司公告，国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	315	204	73	150	200	300
应收款项	120	179	224	201	205	236
存货	81	128	139	159	150	174
其他流动资产	12	14	220	226	229	234
流动资产	528	526	656	737	785	943
% 总资产	72.5%	59.8%	66.5%	67.6%	71.1%	76.9%
长期投资	49	109	0	1	0	0
固定资产	133	210	295	319	282	242
% 总资产	18.3%	23.8%	30.0%	29.2%	25.5%	19.8%
无形资产	15	30	29	32	36	39
非流动资产	200	354	330	354	320	283
% 总资产	27.5%	40.2%	33.5%	32.4%	28.9%	23.1%
资产总计	727	880	986	1,091	1,104	1,227
短期借款	61	60	72	93	15	20
应付款项	77	124	110	105	118	137
其他流动负债	13	23	28	60	62	65
流动负债	151	207	209	258	195	222
长期贷款	0	0	15	15	15	16
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	152	207	225	273	211	239
普通股股东权益	568	666	755	812	888	982
少数股东权益	8	7	6	6	6	6
负债股东权益合计	727	880	986	1,091	1,104	1,227

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.473	0.756	0.660	0.459	0.547	0.635
每股净资产	3.595	3.664	3.464	3.723	4.070	4.505
每股经营现金净流	0.572	0.551	0.450	1.513	0.869	0.705
每股股利	0.250	0.300	0.400	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	13.16%	20.62%	19.07%	12.33%	13.44%	14.09%
总资产收益率	10.28%	15.62%	14.61%	9.18%	10.80%	11.28%
投入资本收益率	10.75%	17.10%	15.34%	9.96%	11.83%	12.47%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.70%	68.91%	23.29%	-19.49%	12.80%	15.34%
EBIT增长率	42.94%	84.08%	4.54%	-28.77%	18.45%	16.85%
净利润增长率	23.43%	83.68%	4.86%	-30.48%	19.17%	15.99%
总资产增长率	18.28%	20.91%	12.11%	10.64%	1.21%	11.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.4	43.5	48.4	70.0	60.0	60.0
存货周转天数	98.2	82.1	82.0	120.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	77.0	74.6	65.3	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	110.1	78.7	120.9	183.1	145.2	109.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.96%	-21.43%	1.83%	-29.55%	-41.42%	-46.96%
EBIT利息保障倍数	-16.0	-30.9	-30.5	-116.5	-63.6	-50.9
资产负债率	20.85%	23.53%	22.81%	25.06%	19.10%	19.45%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	1	13
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.00	2.06

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-06-19	增持	10.69	11.02 ~ 12.03

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B