

业绩低于预期

汉钟精机 2012 年中报点评

评级:

中性-A

上次评级: 增持-B

目标价格:

9.24 元

期限: 3 个月 上次预测: 14.10 元

现价(2012 年 08 月 23 日): 9.47 元

报告日期:

2012-08-24

报告关键点:

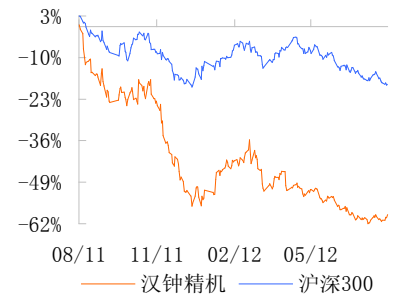
- 上半年业绩低于预期。
- 预计全年业绩负增长, 未来增长看真空泵业务和冷冻冷藏业务的拓展。
- 下调评级至“中性-A”。

报告摘要:

- 业绩低于预期。**受大环境经济影响, 产品所处行业需求整体放缓, 公司业绩受到一定的冲击。2012年上半年, 公司实现营业收入3.38亿元, 同比下降24.2%; 实现营业利润4950万元, 同比下降47.5%; 实现归属于上市公司股东的净利润4487万元, 同比下降40.02%; 实现基本每股收益0.21元, 低于预期。
- 预计全年业绩负增长。**1) 上半年空压机业务收入同比下降38%, 毛利率下降6.5个百分点。公司空压机产品主要下游为地产、基建及制造业。考虑到政府投资能力有限, 房地产调控政策难以松动, 下半年投资增速很难出现一轮明显地上升。随着行业的持续扩产, 空气压缩机行业激烈将日趋激烈, 价格可能会继续向下走, 毛利率有可能会继续下降; 2) 上半年制冷产品业务收入同比下降19%, 毛利率同比基本持平。我们认为中央空调用制冷压缩机行业竞争仍然激烈, 且公司在这一领域市场占有率较高, 未来增速有限; 冷冻冷藏用压缩机业务增速会相对较快; 3) 今年光伏、半导体行业市场需求下降, 影响公司真空泵业务的销量, 真空泵上半年销售收入仅有884万元, 毛利率同比提高近5个点。未来随着产能释放、化工、医药等市场的拓展和公司大规格真空泵产品投入市场, 我们预计今年真空泵的毛利率仍有望继续提升。因此综合来看, 预计全年营收同比下降-20%左右, 毛利率可能继续下降。
- 销售费用率与去年同期基本持平, 管理费用率高于去年。**上半年, 公司销售费用率和管理费用率分别为5.26%和9.72%。管理费用率同比去年提高2.2个百分点, 主要是因为公司加大对新产品的科研开发投入增加所致。上半年公司研发费用投入占营业收入比重为4.85%。
- 预计2012-2014年公司营业收入增速分别为-19%, 9%, 20%, EPS分别为0.42元, 0.46元, 0.55元。**2012年8月23日收盘价为9.47元, 对应2012年估值为22倍。相比可比上市公司, 估值较高。下调评级至“中性-A”。
- 风险提示:**制造业投资增速放缓。国家冷链发展速度低于预期。原材料价格和人工成本上涨的风险。市场开拓不利, 竞争激烈。

总市值(百万元)	2,065.17
流通市值(百万元)	2,065.17
总股本(百万股)	218.07
流通股(百万股)	218.07
12个月最低/最高	8.75/24.07 元
十大流通股东(%)	74.62%
股东户数	16,697

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.91	(4.62)	(40.82)
绝对收益	2.80	(15.91)	(58.89)

王舒婷
021-68765993
执业证书编号

助理行业分析师
wangst@essence.com.cn
S1450512060002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	697.9	860.4	699.6	768.7	923.7
Growth(%)	68.9%	23.3%	-18.7%	9.9%	20.2%
净利润	137.3	144.0	91.3	100.7	120.7
Growth(%)	83.7%	4.9%	-36.6%	10.3%	19.9%
毛利率(%)	33.2%	30.8%	28.6%	28.2%	28.0%
净利润率(%)	19.7%	16.7%	13.1%	13.1%	13.1%
每股收益(元)	0.63	0.66	0.42	0.46	0.55
每股净资产(元)	3.08	3.49	3.79	4.13	4.53
市盈率	15.0	14.3	22.6	20.5	17.1
市净率	3.1	2.7	2.5	2.3	2.1
净资产收益率(%)	20.3%	18.8%	11.0%	11.3%	12.3%
ROIC(%)	41.1%	27.6%	10.7%	11.9%	13.1%
EV/EBITDA	9.3	11.3	17.2	15.3	12.9
股息收益率	1.9%	2.6%	1.2%	1.4%	1.6%

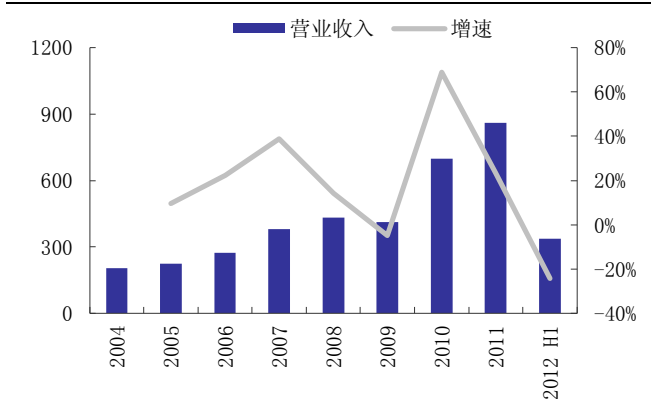
前期研究成果

- 汉钟精机: 业绩低于预期, 市场低迷
2012-04-25
- 汉钟精机: 业绩符合预期, 保持稳定增长
2012-03-23
- 汉钟精机: 业绩增长稳定, 关注真空泵业务进展
2011-12-30

1. 业绩低于预期

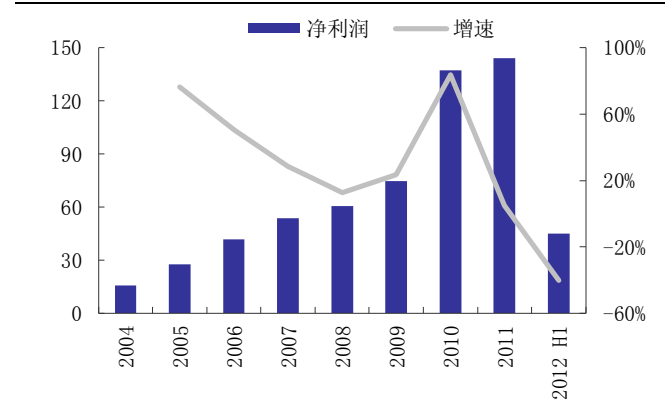
- 受大环境经济影响，产品所处行业需求整体放缓，公司业绩受到一定的冲击。2012年上半年，公司实现营业收入3.38亿元，同比下降24.2%；实现营业利润4950万元，同比下降47.5%；实现归属于上市公司股东的净利润4487万元，同比下降40.02%；实现基本每股收益0.21元，低于预期。

图 1 公司历年营业收入及增速(单位: 百万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 2 公司历年净利润及增速(单位: 百万元)

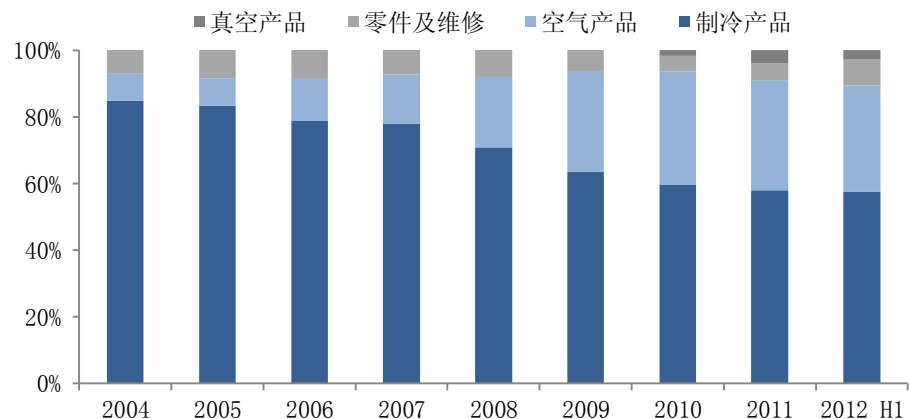


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

分项业务分析:

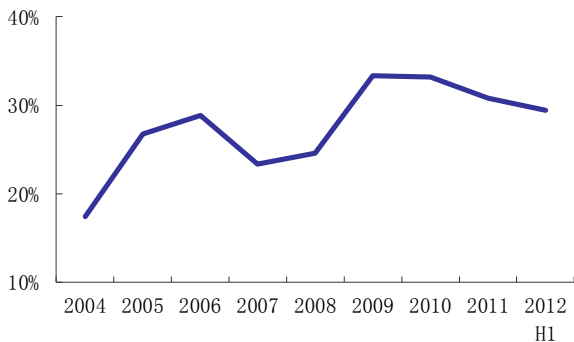
- **制冷产品:** 上半年制冷产品业务收入为1.95亿元，同比下降19%，毛利率同比基本持平。公司制冷产品分为中央空调用制冷压缩机和冷冻冷藏用制冷压缩机。我们认为中央空调用制冷压缩机行业竞争仍然激烈，且公司在这一领域市场占有率较高，未来增速有限；冷冻冷藏用压缩机业务增速会相对较快。
- **空气产品:** 公司主要制造销售空压机的螺杆主机，上半年此业务收入为1.07亿元，同比大幅下降38%，毛利率下降6.5个点。上半年空压机行业增速同比下降幅度较大，我们认为随着下游基建、地产、制造业增速放缓，行业的持续扩产，空气压缩机行业激烈将日趋激烈，价格可能会继续向下走，因此公司空压机业务的毛利率有可能会继续下降。
- **真空泵:** 上半年销售收入884万元，毛利率同比提高近5个点。今年光伏、半导体行业市场需求下降，影响公司真空泵业务的销量。但未来随着产能释放、化工、医药等市场的拓展和公司大规格真空泵产品投入市场，我们预计今年真空泵的毛利率仍有望继续提升。

图 3 公司分项业务占比



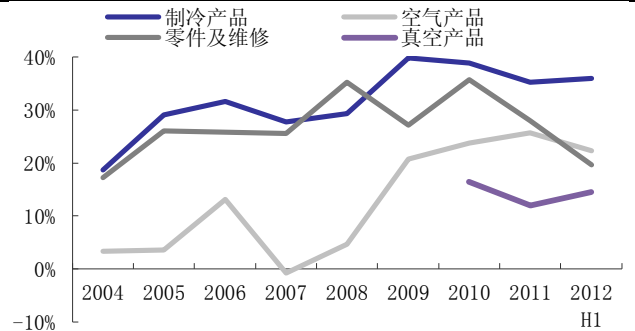
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 4 公司综合毛利率走势



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 5 分项业务毛利率走势

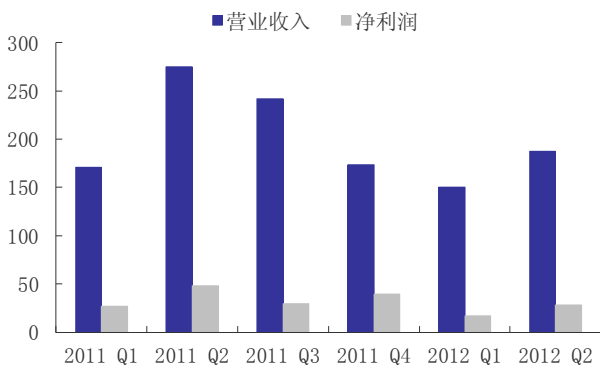


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

2. 二季度业绩

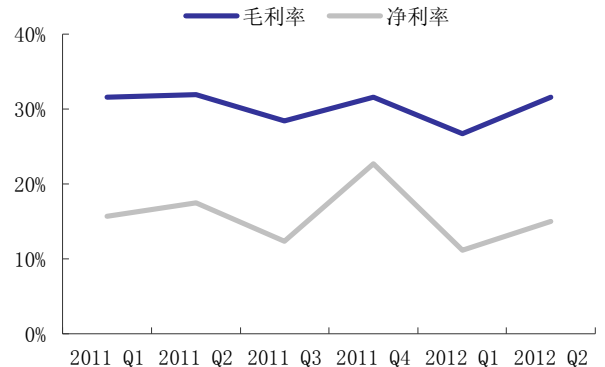
- 受到国内经济大环境的影响, 市场需求萎缩, 公司空气压缩机产品的销量和价格受到一定影响。二季度营业收入为1.88亿元, 同比下降32%; 净利润同比下降42%; 毛利率和净利率环比一季度有一定程度改善。

图 6 分季度营业收入和净利润 (单位: 百万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 7 分季度毛利率和净利率走势

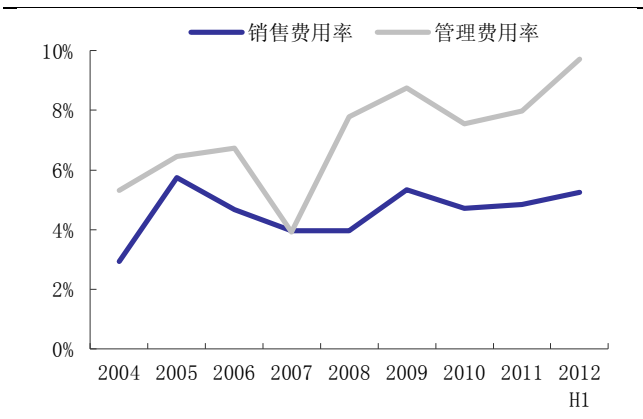


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

3. 销售费用控制良好, 管理费用率上升

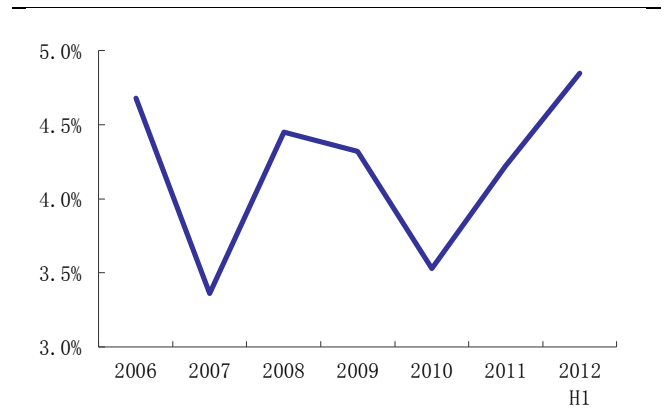
- 上半年, 公司销售费用率和管理费用率分别为5.26%和9.72%。管理费用率同比去年提高2.2个点, 主要是因为公司加大对新产品的科研开发投入增加所致。上半年公司研发费用投入占营业收入比重为4.85%。

图 8 销售费用和管理费用的变化



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 9 公司研发费用占主营业务收入的比重



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

4. 盈利预测与估值

- 预计2012-2014年公司营业收入增速分别为-19%, 9%, 20%, EPS分别为0.42元, 0.46元, 0.55元。2012年8月23日收盘价为9.47元, 对应2012年估值为22倍。相比可比上市公司, 估值较高。下调评级至“中性-A”。

表 2 相关公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 元	预测EPS (元)			PE		
			2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
300257	开山股份	26.05	1.03	1.27	1.57	25.29	20.51	16.59
002158	汉钟精机	9.47	0.66	0.42	0.46	14.34	22.62	20.57
000530	大冷股份	6.15	0.23	0.36	0.45	40.61	26.04	20.90
000811	烟台冰轮	6.96	0.40	0.47	0.62	23.68	20.15	15.27
601369	陕鼓动力	8.78	0.40	0.62	0.74	22.04	14.06	11.91
	平均	11.48	0.54	0.63	0.77	25.19	20.68	17.05

数据来源: WIND (收盘价为 2012 年 8 月 23 日), 安信证券研究中心

风险提示:

- 制造业投资增速放缓。
- 国家冷链发展速度低于预期。
- 原材料价格和人工成本上涨的风险。
- 市场开拓不利, 竞争激烈。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2012-08-24
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性					
营业收入	697.9	860.4	699.6	768.7	923.7	营业收入增长率	68.9%	23.3%	-18.7%	9.9%	20.2%
减: 营业成本	466.2	595.3	499.6	551.7	665.5	营业利润增长率	79.9%	9.0%	-37.4%	12.8%	20.6%
营业税费	0.4	2.4	0.4	0.5	0.6	净利润增长率	83.7%	4.9%	-36.6%	10.3%	19.9%
销售费用	32.9	41.8	35.7	38.4	46.2	EBITDA 增长率	77.0%	15.8%	-36.2%	12.9%	19.3%
管理费用	52.7	68.6	66.5	69.2	78.5	EBIT 增长率	85.2%	9.1%	-33.6%	12.3%	20.4%
财务费用	-4.7	-5.0	2.9	2.8	3.2	NOPLAT 增长率	89.2%	4.9%	-32.1%	11.0%	19.7%
资产减值损失	3.7	2.9	2.0	0.5	0.4	投资资本增长率	56.3%	75.1%	0.1%	8.7%	10.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	16.8%	13.2%	8.6%	8.9%	9.8%
投资和汇兑收益	3.6	9.4	10.0	10.0	10.0						
营业利润	150.3	163.9	102.5	115.6	139.4	利润率					
加: 营业外净收支	8.2	3.7	4.8	4.0	4.0	毛利率	33.2%	30.8%	28.6%	28.2%	28.0%
利润总额	158.5	167.5	107.3	119.6	143.4	营业利润率	21.5%	19.0%	14.7%	15.0%	15.1%
减: 所得税	22.2	24.5	16.1	17.9	21.5	净利润率	19.7%	16.7%	13.1%	13.1%	13.1%
净利润	137.3	144.0	91.3	100.7	120.7	EBITDA/营业收入	23.9%	22.4%	17.6%	18.1%	18.0%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	20.9%	18.5%	15.1%	15.4%	15.4%
货币资金	204.3	73.2	119.1	134.1	151.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	71	91	159	166	155
应收帐款	108.0	123.5	107.3	117.9	141.7	流动营业资本周转天数	111	169	267	237	216
应收票据	71.4	100.0	76.7	84.2	101.2	流动资产周转天数	272	247	332	308	283
预付帐款	13.3	11.1	13.6	16.3	19.7	应收帐款周转天数	43	48	58	52	50
存货	128.3	139.0	109.5	120.9	145.9	存货周转天数	55	57	64	54	52
其他流动资产	0.3	208.8	207.2	207.9	209.4	总资产周转天数	414	390	517	501	459
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	212	288	452	429	391
持有至到期投资	109.5	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	20.3%	18.8%	11.0%	11.3%	12.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.5%	14.5%	8.9%	9.1%	9.9%
固定资产	150.4	285.1	332.0	378.5	417.9	ROIC	41.1%	27.6%	10.7%	11.9%	13.1%
在建工程	59.1	10.2	24.1	23.5	17.1	费用率					
无形资产	28.0	27.6	26.7	25.9	25.1	销售费用率	4.7%	4.9%	5.1%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	6.9	7.5	7.5	7.5	7.5	管理费用率	7.5%	8.0%	9.5%	9.0%	8.5%
资产总额	879.5	986.0	1,023.8	1,116.7	1,237.2	财务费用率	-0.7%	-0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
短期债务	60.1	68.7	68.5	68.4	68.2	三费/营业收入	11.6%	12.2%	15.0%	14.4%	13.8%
应付帐款	120.0	94.5	96.5	106.6	128.5	偿债能力					
应付票据	-	12.8	11.0	12.1	14.6	资产负债率	23.5%	22.8%	19.2%	19.4%	20.1%
其他流动负债	26.6	30.2	29.1	28.1	26.8	负债权益比	30.8%	29.6%	23.8%	24.0%	25.2%
长期借款	-	15.4	16.4	26.4	36.4	流动比率	2.54	3.13	3.51	3.59	3.63
其他非流动负债	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	速动比率	1.91	2.46	2.90	2.95	2.94
负债总额	207.0	225.0	197.0	216.4	248.8	利息保障倍数	30.90	31.76	35.84	42.20	45.22
少数股东权益	6.7	5.7	5.6	6.7	7.9	分红指标					
股本	181.7	218.1	218.1	218.1	218.1	DPS(元)	0.18	0.25	0.12	0.13	0.15
留存收益	484.2	537.3	603.0	675.5	762.4	分红比率	28.8%	37.9%	28.0%	28.0%	28.0%
股东权益	672.6	761.1	826.8	900.3	988.4	股息收益率	1.9%	2.6%	1.2%	1.4%	1.6%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	136.3	143.1	91.3	100.7	120.7	EPS(元)	0.63	0.66	0.42	0.46	0.55
加: 折旧和摊销	23.0	36.2	17.7	20.6	23.3	BVPS(元)	3.08	3.49	3.79	4.13	4.53
资产减值准备	3.7	2.9	2.0	0.5	0.4	PE(X)	15.0	14.3	22.6	20.5	17.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.1	2.7	2.5	2.3	2.1
财务费用	1.3	1.1	1.6	2.9	2.8	P/FCF	-46.5	-10.1	22.6	61.0	65.3
投资收益	-3.6	-9.4	-10.0	-10.0	-10.0	P/S	3.0	2.4	3.0	2.7	2.2
少数股东损益	-1.0	-1.0	-0.1	1.0	1.2	EV/EBITDA	9.3	11.3	17.2	15.3	12.9
营运资金的变动	-60.5	-284.8	68.7	-22.9	-47.5	CAGR(%)	-9.3%	-5.2%	15.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	100.1	98.0	172.5	92.7	91.3	PEG	-1.6	-2.8	1.4	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-170.4	-203.4	-71.0	-56.0	-46.0	ROIC/WACC	4.2	2.8	1.1	1.2	1.3
融资活动产生现金流量	-39.9	-25.8	-27.7	-21.2	-27.1	REP	0.7	0.9	2.2	1.8	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

王舒婷，安信证券中小板行业助理分析师，工学硕士，2010年加盟安信证券研究中心。

分析师声明

王舒婷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034