

日期: 2012年11月30日

行业: 普通机械制造业



邓永康

021-53519888-1919

dengyongkang@shzq.com

执业证书编号: S0870510120004

**基本数据 (12Q3)**

报告日股价 (元) 4.79

12mth A 股价格区间 (元) 3.93/6.69

总股本 (百万股) 324.58

无限售 A 股/总股本 70.08%

流通市值 (百万元) 1,089.58

每股净资产 (元) 2.03

PBR (X) 2.36

DPS (Y11, 元) 0.00

**主要股东 (12H1)**

四川长虹电器股份有限公司 29.92%

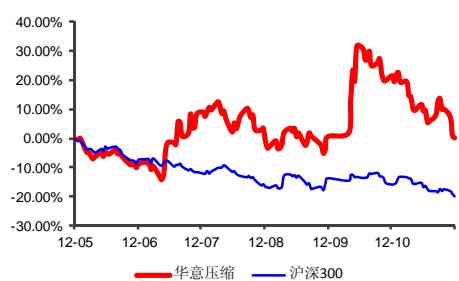
海信科龙电器股份有限公司 6.45%

景德镇市国有资产经营管理有限公司 2.08%

**收入结构 (12H1)**

压缩机 91.48%

家电 0.03%

**最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较**

报告编号: DYK12-CT12

首次报告日期:

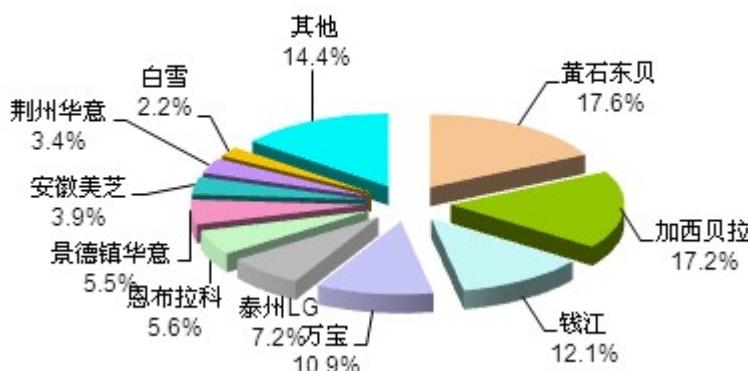
# 产品结构高端化提升盈利能力

**■ 报告背景:**

近期我们对公司进行了调研, 和公司管理层就公司的经营状况和未来的发展进行了沟通。

**■ 主要观点:****公司是冰箱压缩机行业龙头企业**

公司是国内首家推出无氟制冷压缩机的生产企业, 并且是国内最先淘汰 R12 而首先采用 R134A 新制冷剂的企业。公司目前有江西景德镇华意压缩 (本部)、浙江加西贝拉和湖北荆州三个生产基地, 目前产能达到 2,800 万台/年。公司的冰箱压缩机占有率连续 11 年名列行业首位, 2012 年上半年的市场占有率达到 26%, 同比提高 3 个百分点, 行业龙头地位稳固。

**图 1 冰箱压缩机市场份额分布****2012年10月冰箱压缩机市场份额分布**

数据来源: 产业在线

**2012 年前三季度净利润高速增长**

2012 年前三季度, 公司实现营业总收入 46.38 亿元, 同比增长 7.16%; 实现归属于上市公司股东的净利润 7,987.86 万元, 同比增长 316.28%, 实现每股收益 0.25 元。其中, 公司在第三季度实现营业总收入 16.10 亿元, 同比增长 22.49%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3,426.20 万元, 同比增长 809.64%, 实现每股收益 0.11 元。

2012 年前三季度，公司净利润高速增长的主要原因是公司积极调整产品结构，高毛利率的高端产品销售占比提高 3 个百分点，铜、硅钢等主要原材料价格同比下降，产品毛利率上升 4.22 个百分点。

### 收购 Cubigel 进入商用压缩机领域，完善高端产品线

公司于今年 7 月份以 270 万欧元的报价中标收购全球第四大轻型商用压缩机制造商西班牙 Cubigel 公司的资产。Cubigel 为全球第四大轻型商用压缩机制造商，轻型商用压缩机全球市场占有率约 10%，在欧洲轻型商用压缩机市场份额超过 20%。

公司通过此次收购进入到利润相对较高的轻型商用压缩机领域，拓展公司压缩机产品线，掌握系列化商用压缩技术。公司后续将根据经营发展需要依托西班牙新公司规划建立压缩机技术研究所欧洲分所、商用压缩机和家用冰箱压缩机的欧洲营销中心和物流基地。我们预计明年公司在欧洲市场的销售增速将达到 30%。

### 募投项目将进一步优化产品结构，巩固行业龙头地位

公司此次非公开发行募集资金拟投资项目中，加西贝拉将新增 500 万台超高效和变频压缩机生产能力，使加西贝拉的产能达到 2,000 万台；江西长虹新增 600 万台高效和商用压缩机的生产能力，从而实现华意压缩景德镇生产基地（华意压缩本部和江西长虹）1,200 万台的年生产规模。

表 1 公司拟非公开发行股票募投项目情况

项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金金额(万元)	项目建设期	投资利润率
新建年产 500 万台超高效和变频压缩机生产线项目	69,758	32,200	1 年	15.45%
新建年产 600 万台高效和商用压缩机生产线项目	48,000	40,000	1.5 年	12.00%
华意压缩技术研究院建设项目	8,000	7,800	2 年	
补充流动资金	30,000	30,000		
合计	155,758	110,000		

数据来源：公司非公开发行股票预案 上海证券研究所整理

公司此次非公开发行募集资金投资项目建成后，将进一步优化公司产品结构，扩大在高端产品中的市场份额，巩固公司在冰箱压缩机

领域的行业龙头地位，从而提升盈利能力。

### ■ 投资建议：

#### 未来六个月内，“跑赢大市”

未来我国的城镇化进程将带来对压缩机的持续需求，国家推出的新节能补贴政策将加快压缩机产业的升级换代，产业转移造成的出口增长迅猛都是公司未来发展的契机。公司是全球冰箱压缩机行业龙头企业，在大股东四川长虹的支持下成为长虹集团在白电领域打造“整机+压缩机”的全产业链模式中的重要核心零部件生产基地。公司的冰箱压缩机的市场份额已从原来的 15% 提高到 26%，在募集资金拟投资项目建成后有望进一步提升到 30%。

公司未来凭借其技术、产能等优势，扩大产品覆盖领域，通过提升高效压缩机、超高效压缩机和超高效变频压缩机等高端产品的比例，继续提升盈利能力。

我们预计公司 12、13 年的每股收益分别为 0.30 元、0.41 元，对应的动态市盈率分别为 15.85 倍、11.57 倍。我们审慎给予公司的投资评级为：未来六个月内，跑赢大市。

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	4,617.02	5,367.95	5,769.09	6,670.15
年增长率 (%)	41.81	16.26	7.47	15.62
归属于母公司的净利润	19.08	30.60	98.08	134.38
年增长率 (%)	-77.19	60.42	220.49	37.01
每股收益 (元)	0.06	0.09	0.30	0.41
PER (X)	81.50	50.80	15.85	11.57

注：有关指标按最新总股本计算

表 1 公司财务指标

指标	2008A	2009A	2010A	2011A
销售毛利率(%)	12.34	17.90	11.46	9.52
销售净利率(%)	2.38	5.26	1.67	1.34
净资产收益率(全面摊薄)(%)	5.88	16.36	3.48	5.29
流动比率	1.03	1.09	0.93	0.96
速动比率	0.77	0.71	0.64	0.74
资产负债率(%)	67.37	68.81	75.24	77.64
存货周转率	6.92	5.51	5.84	6.66
应收账款周转率	9.17	7.62	8.55	8.09
总资产周转率	1.37	1.36	1.47	1.37
主营业务收入同比增长率(%)	15.66	5.72	41.81	16.26
净利润同比增长率(%)	232.17	232.60	-77.19	60.42
每股收益	0.08	0.27	0.06	0.09
每股经营性现金流量	0.23	0.31	0.41	0.49
每股未分配利润	-0.56	-0.29	-0.24	-0.15
每股资本公积金	0.79	0.80	0.80	0.80

数据来源：Wind，上海证券研究所整理

## 分析师承诺

分析师 邓永康

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。