

产品结构改善显著，盈利能力大幅提升

——华意压缩（000404）财报点评

2013年08月11日

推荐/维持

华意压缩

财报点评

李常

分析师

执业证书编号：S1480512070005

lichang@dxzq.net.cn 010-66554037

事件：

公司发布了2013年中期报告，报告期，公司实现营业收入415,550万元，同比增长37.24%，归属于母公司所有者的净利润10,080万元，同比增长121.46%。

公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	1039.83	1322.42	1705.57	1610.12	963.32	1975.73	2179.78
增长率（%）	15.63%	-4.52%	4.73%	22.49%	-7.36%	49.40%	27.80%
毛利率（%）	11.81%	11.62%	14.70%	12.87%	17.85%	13.09%	13.67%
期间费用率（%）	12.21%	8.34%	9.55%	8.76%	14.52%	7.66%	7.69%
营业利润率（%）	-0.42%	1.48%	4.20%	3.78%	3.58%	3.27%	4.93%
净利润（百万元）	19.72	15.19	63.94	55.08	38.97	58.30	98.47
增长率（%）	-262.69%	774.20%	67.72%	343.37%	97.61%	283.67%	54.01%
每股盈利（季度，元）	0.04	0.02	0.12	0.11	0.07	0.06	0.12
资产负债率（%）	77.64%	78.54%	77.79%	78.09%	76.38%	61.37%	62.49%
净资产收益率（%）	2.09%	1.59%	6.26%	5.11%	3.49%	2.48%	4.04%
总资产收益率（%）	0.47%	0.34%	1.39%	1.12%	0.82%	0.96%	1.52%

观点：

1、国内外销售同步提升

2013年1-6月，公司共生产压缩机2055万台，销售压缩机2013万台，产销量同比分别增长31.56%、34.56%；实现压缩机销售收入389,911万元，同比增长40.76%。

国内市场销售收入同比增长26.44%，公司抓住国家节能补贴政策的有利时机，通过调整产品结构与营销策略，抢占市场份额。根据产业在线的统计数据，2013年1-6月公司在国内压缩机厂商销量市场占有率达到29.10%，同比提高2.9个百分点，国内市场占有率继续名列行业首位。

海外市场销售收入同比增长68.99%，在海外竞争对手的市场竞争力下降和市场份额萎缩的情况下，公司发挥与华意巴塞罗那的协同优势，加强海外原有市场的拓展和新市场的开拓，海外销售继续保持较大幅度增长。

2、产品结构改善对盈利能力提升显著

当前国内压缩机产能约1.5亿台, 80%以上的是低效能压缩机, 在产能过剩的情况下, 生产低效能压缩机的企业议价能力弱。低效能压缩机的毛利仅10%左右, 高效压缩机、超高效/变频压缩机、商用压缩机的毛利分别能达到20%、30%、40%左右。

2012年公司高效和超高效压缩机的占比为26-27%, 同比2011年提升4-5个百分点。2013年公司计划将高效和超高效产品的比例提升至1/3以上。高端压缩机出货量占比的提升将同步改善公司的盈利能力。

3、费用率得到控制, 净利率大幅提升

13年上半年费用率较去年同期下降1.34个百分点, 其中销售费用率、管理费用率同比下降0.03、0.49个百分点。财务费用率下降0.82个百分点, 财务费用同比减少63.22%。财务费用的大幅下降源于报告期内公司合理计划和使用非公开发行股票的暂时闲置募集资金, 通过投资保本型银行理财产品及票据贴现等业务, 提高资金使用效率。

结论:

公司作为国内压缩机行业的龙头企业将继续改善产品结构, 提高高端产品的出货占比。加西贝拉新建年产500万台超高效和变频压缩机项目一期预计将于2013年四季度投产。公司景德镇本部600万台高效和商用压缩机项目正在进行工程建设方案设计, 预计2013年四季度将正式开工建设。华意压缩技术研究院正在筹建中, 未来公司凭借高端产品在国内外市场的开拓将进一步加快。预计公司2013年、2014年eps为0.32元、0.41元, 对应PE为20倍、16倍, 维持“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	3056	3496	3446	4030	4698	营业收入	5368	5601	6662	7595	8665
货币资金	492	554	400	456	520	营业成本	4857	4818	5741	6525	7422
应收账款	741	861	840	957	1092	营业税金及附加	10	14	13	15	17
其他应收款	17	9	11	12	14	营业费用	91	142	160	182	199
预付款项	37	68	183	313	462	管理费用	288	364	400	418	459
存货	703	1096	1101	1251	1423	财务费用	65	48	27	22	29
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	30.36	31.87	30.00	35.00	35.00
非流动资产合计	1161	1233	948	825	702	公允价值变动收益	-0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	128	131	0	0	0	投资净收益	-1.09	3.14	5.00	6.00	7.00
固定资产	779.38	833.60	799.71	691.84	583.97	营业利润	26	187	296	404	510
无形资产	111	153	138	122	107	营业外收入	59.21	12.05	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.99	5.73	8.00	8.00	8.00
资产总计	4217	4729	4395	4855	5400	利润总额	84	193	308	416	522
流动负债合计	3199	3567	3070	3612	4251	所得税	12	20	28	46	57
短期借款	524	681	362	473	619	净利润	72	173	280	370	465
应付账款	928	1163	1573	1788	2033	少数股东损益	41	70	100	140	180
预收款项	71	31	97	173	260	归属母公司净利润	31	103	180	230	285
一年内到期的非流	40	35	0	0	0	EBITDA	162	311	447	549	662
非流动负债合计	75	45	54	63	74	BPS (元)	0.09	0.32	0.32	0.41	0.51
长期借款	50	11	11	11	11	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
负债合计	3274	3612	3124	3675	4325	成长能力					
少数股东权益	364	434	534	674	854	营业收入增长	16.26%	4.35%	18.93%	14.01%	14.09%
实收资本(或股本)	325	325	560	560	560	营业利润增长	-68.69	618.06	58.61%	36.54%	26.24%
资本公积	258	258	258	258	258	归属于母公司净利润	75.15%	27.79%	75.15%	27.79%	23.61%
未分配利润	-48	55	-377	-930	-1614	获利能力					
归属母公司股东权	579	683	737	506	221	毛利率(%)	9.52%	13.99%	13.83%	14.09%	14.34%
负债和所有者权	4217	4729	4395	4855	5400	净利率(%)	1.34%	3.09%	4.21%	4.88%	5.36%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		
经营活动现金流	158	279	228	447	533	偿债能力					
净利润	72	173	280	370	465	资产负债率(%)	78%	76%	71%	76%	80%
折旧摊销	70.35	75.89	0.00	123.16	123.16	流动比率	0.96	0.98	1.12	1.12	1.11
财务费用	65	48	27	22	29	速动比率	0.74	0.67	0.76	0.77	0.77
应收账款减少	0	0	21	-118	-135	营运能力					
预收帐款增加	0	0	67	76	87	总资产周转率	1.37	1.25	1.46	1.64	1.69
投资活动现金流	-19	-144	118	-29	-28	应收账款周转率	8	7	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.44	5.36	4.87	4.52	4.54
长期股权投资减少	0	0	143	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-1	3	5	6	7	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.32	0.32	0.41	0.51
筹资活动现金流	83	-78	-501	-362	-441	每股净现金流(最新)	0.68	0.18	-0.28	0.10	0.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	1.78	2.10	1.32	0.90	0.40
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	235	0	0	P/E	69.35	20.62	20.30	15.88	12.85
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.67	3.11	4.97	7.23	16.54
现金净增加额	222	57	-155	56	64	EV/EBITDA	13.90	7.39	8.14	6.72	5.69

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

李常

清华大学工学硕士, 2010年加盟东兴证券研究所, 从事家用电器行业研究。

联系人简介

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法律责任。

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。