

# 市场精准定位 亮剑新品研发

——汉钟精机（002158）半年报点评

2016年08月24日

强烈推荐/首次

汉钟精机

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
任天辉	联系人	
	rentianhui1989@hotmail.com	010-66554037
叶盛	联系人	
	yesheng@dxzq.net.cn	010-66554022
陈皓	联系人	
	chenhao_@dxzq.net.cn	010-66555446

## 事件：

2016年上半年，公司实现营业收入43,635.50万元，同比上升4.11%；实现归属于上市公司股东的净利润8,082.07万元，同比上升4.56%。

## 公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	221.5	169.85	249.26	246.01	223.95	166.16	270.2
增长率（%）	-2.94%	-7.25%	-13.97%	-16.71%	1.11%	-2.18%	8.40%
毛利率（%）	36.86%	34.25%	34.61%	37.11%	35.01%	34.81%	37.31%
期间费用率（%）	18.01%	19.30%	14.91%	16.15%	18.00%	18.72%	15.63%
营业利润率（%）	18.01%	18.82%	21.28%	22.73%	15.45%	16.76%	22.81%
净利润（百万元）	34.66	28.13	49.17	49.60	29.81	24.08	56.52
增长率（%）	-05.84%	-03.47%	-13.23%	-21.12%	-13.99%	-14.40%	14.96%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.11	0.17	0.17	0.10	0.08	0.11
资产负债率（%）	23.50%	22.44%	18.65%	20.19%	19.26%	17.35%	19.24%
净资产收益率（%）	3.58%	2.83%	2.79%	2.74%	1.62%	1.29%	3.02%
总资产收益率（%）	2.74%	2.19%	2.27%	2.19%	1.31%	1.07%	2.44%

## 观点：

**坚持B2B模式不与客户竞争，市场定位精准赢者通吃。**汉钟精机在螺杆压缩机国内市场份额连续保持第一，作为一家专业的压缩机供应商，公司专注于B2B商业模式，客户包括格瑞德、贝莱特、盾安、海尔等大型制冷企业。制冷行业不断发展成熟，行业分工细化是大势所趋，越来越多的企业采用外协模式采购压缩机头以求最大经济效益，汉钟精机准确把握行业发展趋势，始终做企业可靠供应商，不与客户竞争，准确定位自身市场角色。公司准确的市场定位使得公司产品生产专注于质量把控与技术的提升，产品竞争力市场上屈指可数。与此同时公司进行标准化生产线建设，引进先进的物流管理系统有效放大规模效应，在制冷

行业整体低迷的大环境下, 实现多个产品毛利率上升。报告期内公司制冷产品、空压产品、零件及维修毛利率分别提升3.5%、3.91%、7.33%。

**螺杆机营收稳中有进, 技术过硬打开替代空间。**公司螺杆机产品可以划分为螺杆式高温热泵压缩机、半封闭式螺杆压缩机、开启式螺杆压缩机。

- **雾霾围城倒逼供暖方式升级, 政府贴钱利好热泵产业。**螺杆式高温热泵压缩机是公司热电联供系统核心设备, 相对于传统的集中热电联产, 分布式能源针对单独用户, 在不依托电网的工况下利用热泵将低品位余热转换至高温热能进而发电放热。我国目前空气污染形势严峻, 随着能源结构调整步伐加快, 分布式能源作为替代燃煤小锅炉的有效手段, 有望迎来高速发展时期。根据政策要求2017年之前10t/h燃煤锅炉需要全部淘汰, 其中北京政府还对加装及改装的余热热泵系统分别给予30%及50%的资金支持, 据此, 中国产业信息网测算, 2015-2017年, 10t/h以下燃煤锅炉改造工程市场空间1418~1773亿元, 对应运营市场空间超过1478亿元。此外, 公司可将螺旋杆热泵压缩机与螺杆膨胀发电技术结合, 实现热电联产工程, 公司相关在手订单充足, 预期此项技术在“十三五”期间前景非常广阔。
- **公司半封闭式螺杆式压缩机畅销型号集中在90 HP以下产品。**其中60 HP~90 HP产品占到三成左右, 60 HP以下产品最为畅销, 其中用于超低温的单机双级螺杆式压缩机倍受OEM机组客户好评。半封闭式螺杆压缩机可以出色完成大冷量、低库温、少耗损、长期运行等任务, 受到高端客户的青睐。我国冷库建设野蛮生长时期已经结束, 未来新建冷库迈向高端, 半封闭式螺杆压缩机在能效比以及可靠性上都要大幅度优于传统活塞压缩机, 未来替代份额有望稳步上升。2014、2015年制冷量100HP以下螺杆压缩机销量分别为11720台、11210台, 预计2016年销量11350台, 目前比泽尔、汉钟、复盛市占率合计75%, 无论是市场规模还是竞争格局都较为稳定, 随着螺杆压缩机在冷链行业的进一步渗透, 公司未来半封闭式螺杆压缩机销量有望稳中有进。
- **汉钟开发的开启式螺杆压缩机主要用于冷藏船。**公司定位于船用螺杆压缩机以避免与传统开启式压缩机企业竞争, 为自身寻找契合的细分市场, 同时不断磨合开启式产品技术。随着我国与周边国家自贸区建设不断升级, 以及电商纷纷角逐跨境生鲜市场, 未来船用螺杆压缩机销量有望进一步提升。据相关报道显示, 受益于冷冻技术升级, 中国-东盟自贸区建设以来, 每天从东兴口岸进口的冰冻海产品从以前的几十吨增加到现在的200多吨。与此同时, 开启式螺杆压缩机在市场规模更大的工业领域有着广泛应用, 未来随着汉钟在开启式螺杆压缩机技术上的不断成熟, 有望在工业制冷领域再下一城。

**涡旋压缩机前景广阔, 定增扩产打开成长空间。**公司2015年5月非公开发行3000万股, 实际募资资金8.2亿元以扩建产能。其中新建兴塔厂项目包括15,000台涡旋压缩机机体生产线升级建设项目。在冷冻压缩机整体市场下滑的情况下, 涡旋式压缩机是唯一一类有所增长的压缩机类型, 2014、2015年涡旋压缩机销量分别达143000台、172800台。随着涡旋式压缩机技术不断地成熟, 大冷量涡旋产品逐步替代半封闭式活塞式压缩机产品, 业内对涡旋式压缩机销量持乐观态度, 2016年增长速度预计在5.9%左右, 预计销量183000台。涡旋压缩机具有较高的行业壁垒, 国内目前市场主要集中于艾默生/谷轮、丹佛斯、松下、比泽尔几家厂商。公司涡旋压缩机募投项目有望在三季度投放, 将率先应用于新能源大巴在刹车和空调系统。在比泽尔和GEA博客等重点企业的推广下, 涡旋式压缩机在车用空调领域占比逐年上升。目前, 比泽尔涡旋式压缩机全部从美国进口, 主要应用在大巴空调和轨道空调领域。公司推出的无油涡旋压缩机产品具有环保、高效、清洁等优势, 有望与比泽尔在该领域展开竞争。未来公司将继续加大涡旋压缩机的研发投入, 公司有望于17年左右推出冷冻涡旋压缩机产品, 进一步在细分市场抢占份额。

**磁悬浮时代已经来临，高效降耗高速扩张。**报告期内，公司与SKF联合开发磁悬浮变频离心式压缩机取得圆满成功，2016年将面向市场推广主要应用仍以大中型中央空调冷水机组为主。据统计，目前中国离心机市场容量保持在3 500台左右，而磁悬浮离心机产品在国内市场应用为300台，而磁悬浮离心机年销量仅有50台左右，市场渗透率不足2%，未来市场空间十分广阔。磁悬浮技术让中央空调产业步入了高效、低运行费用的时代，磁悬浮离心机有能力成为传统中央空调的替代型产品。2015年11月18日，中国中央空调行业首个《磁悬浮离心机产业发展白皮书》发布，据其测算，目前中国既有建筑面积达430亿平方米，使用传统中央空调的大型公共建筑占据5%，如果全部改造为磁悬浮中央空调，按照一平方米120元的价格计算，国内将会有2000亿元以上的节能替代市场。我们预计未来磁悬浮离心机市场将以每年30%的增速扩张，目前国内高端磁悬浮压缩机市场被丹佛斯垄断，汉钟未来将在磁悬浮压缩机市场有望与其划江而治，展开竞争。

### 结论：

汉钟精机是我国压缩机领域的领军企业，主要产品有螺杆式制冷压缩机和螺杆式空气压缩机。随着自主研发投入不断加大，以及未来产业布局的完善，业绩持续增长确定性较高，我们预计公司2016年~2018年的营业收入分别为10.37亿元、12.87亿元和15.76亿元，归属于上市公司股东净利润分别为1.87亿元、2.36亿元和2.88亿元，每股收益分别为0.35元、0.44元和0.54元，对应PE分别为33.69X、26.65X、21.84X。首次覆盖给予“**强烈推荐**”评级，给予6个月目标价14.5元。

### 风险提示：

空气压缩机行业低于预期，新产品市场拓展受阻

**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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	892	1818	2011	2044	2247	<b>营业收入</b>	990	889	1037	1287	1576
货币资金	124	949	1103	1029	1093	<b>营业成本</b>	644	575	664	817	993
应收账款	144	150	155	199	249	营业税金及附加	4	4	4	5	7
其他应收款	2	3	3	4	5	营业费用	47	48	52	65	82
预付款项	9	6	8	7	6	管理费用	91	102	106	132	168
存货	144	136	149	183	222	财务费用	1	0	0	0	0
其他流动资产	335	429	429	429	429	资产减值损失	7.52	0.99	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	372	461	449	400	350	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	4	4	4	4	投资净收益	11.95	16.24	0.00	0.00	0.00
固定资产	243.16	278.57	325.96	281.91	237.86	<b>营业利润</b>	209	176	211	267	327
无形资产	54	53	47	42	37	营业外收入	5.68	5.48	5.00	5.38	5.29
其他非流动资产	8	12	50	50	50	营业外支出	2.95	0.54	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	1264	2279	2460	2444	2598	<b>利润总额</b>	211	180	216	272	332
<b>流动负债合计</b>	294	412	437	459	536	所得税	28	24	30	36	45
短期借款	87	173	170	143	162	<b>净利润</b>	183	157	187	236	288
应付账款	113	123	140	172	209	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	3	4	6	7	9	归属母公司净利润	183	157	187	236	288
一年内到期的非流	4	9	9	9	9	EBITDA	308	270	260	316	376
<b>非流动负债合计</b>	3	27	6	6	9	<b>BPS (元)</b>	0.69	0.56	0.35	0.44	0.54
长期借款	0	5	6	6	9	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	297	439	443	466	545	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	16.51%	-10.17	16.64%	24.11%	22.46%
实收资本(或股本)	264	295	530	530	530	营业利润增长	22.71%	-15.91	20.24%	26.46%	22.51%
资本公积	177	968	968	968	968	归属于母公司净利润	19.05%	26.44%	19.05%	26.44%	21.99%
未分配利润	426	462	535	621	722	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	967	1840	2017	1978	2053	毛利率(%)	34.98%	35.33%	33.21%	32.01%	32.91%
<b>负债和所有者权</b>	1264	2279	2460	2444	2598	净利率(%)	18.52%	17.63%	17.99%	18.33%	18.26%
<b>现金流量表</b>						单位:百万元					
						总资产净利润(%)	8.95%	14.50%	6.88%	7.58%	9.65%
						ROE(%)	18.96%	8.52%	9.25%	11.92%	14.02%
<b>经营活动现金流</b>	211	196	216	228	256	<b>偿债能力</b>					
净利润	183	157	187	236	288	资产负债率(%)	24%	19%	18%	19%	21%
折旧摊销	98.30	94.94	0.00	49.33	49.33	流动比率	3.03	4.41	4.61	4.45	4.19
财务费用	1	0	0	0	0	速动比率	2.54	4.08	4.27	4.05	3.78
应收账款减少	0	0	-5	-44	-50	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	2	0	2	总资产周转率	0.82	0.50	0.44	0.52	0.63
<b>投资活动现金流</b>	-180	-187	-30	0	0	应收账款周转率	8	6	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.45	7.53	7.90	8.25	8.26
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	12	16	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.69	0.56	0.35	0.44	0.54
<b>筹资活动现金流</b>	-67	815	-32	-301	-192	每股净现金流(最新)	-0.14	2.80	0.29	-0.14	0.12
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.66	6.24	3.80	3.73	3.87
长期借款增加	0	0	2	0	2	<b>估值比率</b>					
普通股增加	24	31	236	0	0	P/E	17.06	21.31	33.69	26.65	21.84
资本公积增加	-24	790	0	0	0	P/B	3.23	1.90	3.12	3.18	3.06
<b>现金净增加额</b>	-36	825	153	-73	64	EV/EBITDA	10.06	10.10	20.61	17.12	14.27

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

### 叶盛

机械行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2 年证券研究经验，2015 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

### 陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016 年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

## 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。