

华意压缩 (000404)

强烈推荐

行业：家电零部件

业绩符合预期，受益冰箱新能效标准实施

公司公布 2016 年三季报：1-9 月营收 51.5 亿元，同比下滑 1.3%，归属母公司净利润 1.81 亿元，基本持平（扣非净利润 1.54 亿）；第 3 季度营收 16.4 亿元，同比增长 10.6%，净利润 5482 万，同比下滑 8%。

投资要点：

- 整体毛利率略有下滑，费用控制良好。1-9 月毛利率 13.9%，同比去年的 15.4% 减少 1.5 个百分点；其中第 3 季度毛利率 12.7%。营业费用和管理费用率从去年同期的 9.93% 下降到 8.91%，两者合计降低约 5100 万
- 上半年压缩机产销超过 2000 万台，全年目标 4000 万台。公司 1-6 月生产压缩机 2081 万台，销售压缩机 2072 万台；根据产业在线数据，上半年公司在国内冰箱压缩机市场占有率 27.7%，继续保持行业龙头地位。
- 深度受益行业结构升级：冰箱新能效标准 10 月开始实施，高效变频压缩机比重将大幅提升。1、新标准能效 1 级产品耗电量约比原能效 1 级产品耗电量下降 40%，平均能效提高 10-15%；在冰箱节能技术上主要体现在变频压缩机的渗透率和定频压缩机 COP 值提高，以及绝热性能。2、根据冰箱产业技术路线图，2020 年我国变频冰箱比例要达到 30%，则内销市场规模将突破 1800 万台，年均增速超过 35%。
- 公司战略目标：2020 年收入突破 100 亿元，初步完成新产业布局。围绕压缩机主业持续强化“高效、变频、小型化和商用机”4 大技术能力，初步完成新业务布局（军工、新能源汽车等领域）；2020 年冰箱压缩机销售目标 5000 万台，销售收入突破 100 亿。
- 给予“强烈推荐”评级，目标价 14.1 元。预测 2016-18 年归属上市公司净利润 2.2、2.6 和 3.1 亿元，不考虑配股摊薄，每股收益 0.40、0.47 和 0.55 元；考虑到公司行业竞争地位，结构升级以及新兴产业拓展预期，给予“强烈推荐”评级，目标价 14.1 元，2017 年 30 倍 PE。
- 风险提示：冰箱行业低迷，竞争加剧，配股摊薄，新兴产业拓展风险等

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6856	7062	7862	8775
收入同比(%)	-2%	3%	11%	12%
归属母公司净利润	218	225	262	307
净利润同比(%)	16%	3%	17%	17%
毛利率(%)	15.2%	14.7%	14.4%	14.0%
ROE(%)	9.7%	9.3%	10.0%	10.8%
每股收益(元)	0.39	0.40	0.47	0.55
P/E	30.90	29.91	25.67	21.92
P/B	3.01	2.78	2.58	2.37
EV/EBITDA	17	14	12	10

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

作者

署名：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

参与人：孙佳骏

S0960116070034

021-52286447

sunjiajun@china-invs.cn

目标价：14.1 元

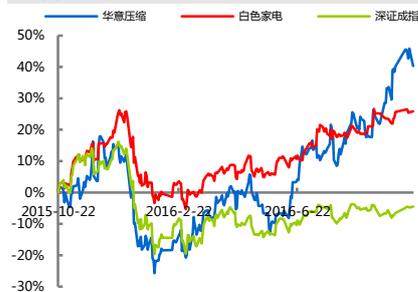
当前股价：12.03

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	560
流通股本(百万股)	558
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	67
成交量(百万股)	7.34
成交额(百万元)	87.92

股价表现

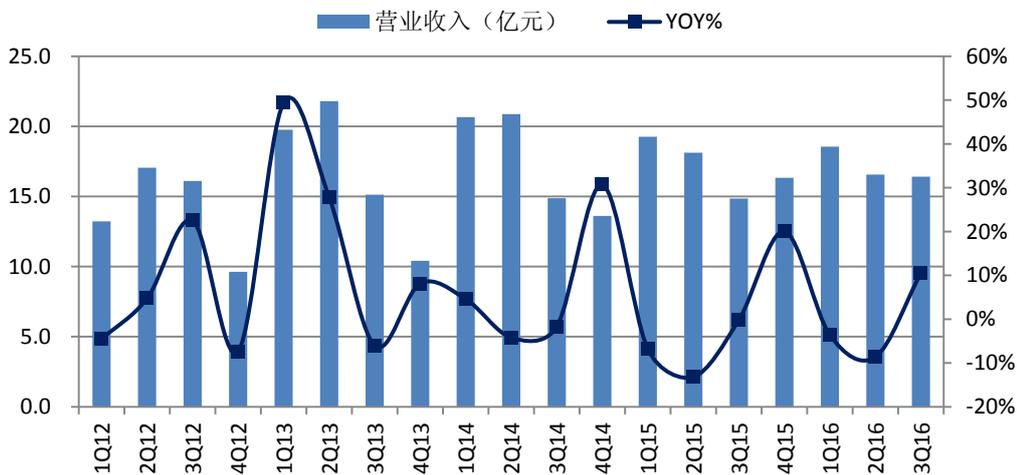


相关报告

一、毛利率略有下滑，全年压缩机销售目标 4000 万台

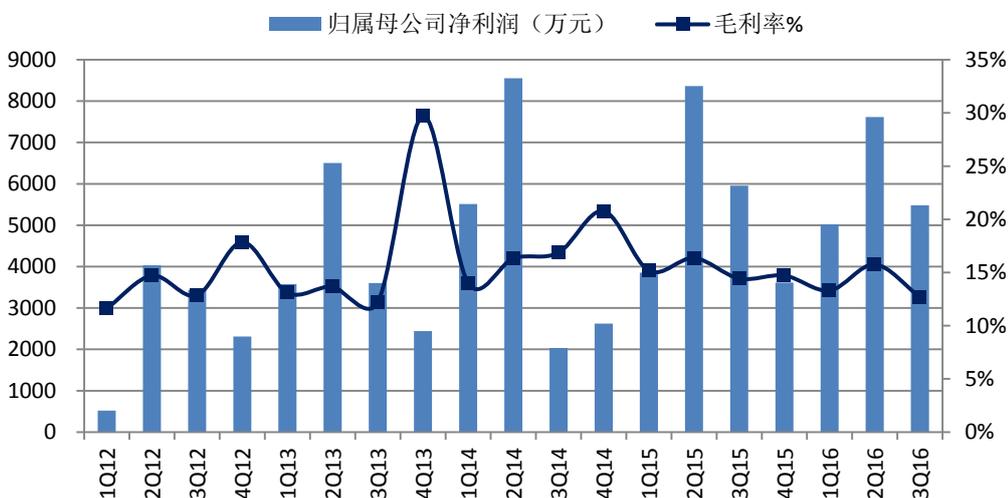
1-9 月营收 51.5 亿元，同比下滑 1.3%，归属母公司净利润 1.81 亿元，基本持平；毛利率 13.9%，同比去年的 15.4% 减少 1.5 个百分点。第 3 季度营收 16.4 亿元，同比增长 10.6%，净利润 5482 万，同比下滑 8%；毛利率 12.7%。

图 1 公司营收季度变动趋势（截至 3Q16）



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

图 2 公司净利润和毛利率变动趋势（截至 3Q16）



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

2016 年上半年：公司生产压缩机 2081 万台，同比下降 4.4%；销售压缩机 2072 万台，同比下降 9.7%。根据产业在线数据，1-6 月公司在国内冰箱压缩机市场占有率 27.7%，继续保持行业龙头地位。（2016 年全年目标：压缩机产销量 4000 万台）

上半年实现营收 35.1 亿元，同比下滑 6.0%，归属母公司净利润 1.26 亿，同比增长 3.4%（扣非 1.09 亿，同比下滑 3.9%）；压缩机主业毛利率 16.7%，基本稳定。（2016 年全年目标：主营收入 70 亿元，归属上市公司净利润 1.8 亿元。）

表 1 2016 年 1-6 月公司主营业务分部

	营收 (亿元)	YOY%	毛利率%
压缩机	29.1	-15.9%	16.7%
原材料及配件	5.9	128.4%	3.6%
合计	35.0	-5.8%	14.5%

资料来源：公司资料，中国中投证券研究总部

二、配股方案：拟募资 6.6 亿元，提升高效、变频压缩机研发制造能力

公司于 16 年 5 月披露配股预案，并于 9 月进行了修订。按照最新修订案，以现有总股本 5.59 亿股为基数，拟每 10 股配售不超过 3 股比例向全体股东配售(数量不超过 1.68 亿股)，募集资金不超过 6.57 亿元。扣除发行费用后，拟投资于高效、变频压缩机生产线升级和研发能力建设。配股价格以刊登配股说明书前 20 个交易日均价为基数，采用市价折扣法，由董事会与主承销商确定。

表 2 拟配股募集资金建设项目

(万元)	总投资	拟投入募集资金
高效、变频压缩机智能化产业升级及配套能力提升	50,700	50,000
高效、商用、变频压缩机研发能力建设	30,300	15,700
合计	81,000	65,700

资料来源：公司公告

通过两个项目的投资，公司将有效提升高端压缩机的开发能力，提高生产自动化程度和关键零部件自制能力，进一步构建高端制造核心竞争力、巩固公司行业地位。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	5191	5372	5731	6142	营业收入	6856	7062	7862	8775
现金	939	1000	1000	1000	营业成本	5813	6023	6733	7551
应收账款	1365	1342	1494	1667	营业税金及附加	35	35	39	44
其它应收款	14	26	29	33	营业费用	165	162	165	168
预付账款	38	60	67	76	管理费用	552	541	557	574
存货	748	858	960	1076	财务费用	-105	-56	-57	-67
其他	2086	2085	2181	2290	资产减值损失	62	0	0	0
非流动资产	1779	1777	1822	1850	公允价值变动收益	-13	0	0	0
长期投资	138	138	138	138	投资净收益	50	50	50	50
固定资产	1332	1462	1514	1548	营业利润	372	407	475	556
无形资产	163	157	151	145	营业外收入	21	0	0	0
其他	146	19	19	19	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	6971	7148	7553	7992	利润总额	389	407	475	556
流动负债	3899	3787	3849	3895	所得税	58	61	71	83
短期借款	427	740	443	76	净利润	332	346	403	472
应付账款	1542	1506	1683	1888	少数股东损益	114	121	141	165
其他	1930	1541	1723	1932	归属母公司净利润	218	225	262	307
非流动负债	107	95	102	101	EBITDA	399	486	572	661
长期借款	6	6	6	6	EPS (元)	0.39	0.40	0.47	0.55
其他	101	89	96	95					
负债合计	4006	3882	3951	3996	主要财务比率				
少数股东权益	726	847	988	1153	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
股本	560	560	560	560	成长能力				
资本公积	1103	1103	1103	1103	营业收入	-2.1%	3.0%	11.3%	11.6%
留存收益	580	756	951	1179	营业利润	15.1%	9.5%	16.5%	17.1%
归属母公司股东权益	2239	2419	2614	2842	归属于母公司净利润	16.4%	3.3%	16.5%	17.1%
负债和股东权益	6971	7148	7553	7992	获利能力				
					毛利率	15.2%	14.7%	14.4%	14.0%
					净利率	3.2%	3.2%	3.3%	3.5%
					ROE	9.7%	9.3%	10.0%	10.8%
					ROIC	11.5%	12.0%	14.1%	16.3%
					偿债能力				
					资产负债率	57.5%	54.3%	52.3%	50.0%
					净负债比率				
					流动比率	1.33	1.42	1.49	1.58
					速动比率	1.12	1.18	1.23	1.29
					营运能力				
					总资产周转率	1.01	1.00	1.07	1.13
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	3.56	3.95	4.22	4.23
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.39	0.40	0.47	0.55
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.30	-0.19	0.82	0.94
					每股净资产(最新摊薄)	4.00	4.32	4.67	5.08
					估值比率				
					P/E	30.90	29.91	25.67	21.92
					P/B	3.01	2.78	2.58	2.37
					EV/EBITDA	17	14	12	10

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李超，南京大学硕士研究生，在富士通（中国）通信业务部门任职多年，2008 年加入中投证券研究总部，先后从事交通运输、电子和家电行业研究；

孙佳骏，上海外国语大学金融学硕士，2016 年加入中投证券研究总部，从事家电行业研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434