

业绩符合预期，未来持续高速增长

华意压缩 (000404)

评级: 增持 (首次)

股价: 8.72 元

年报点评

2010年03月09日 星期二

TMT 小组

李军政 康志毅

010-59707117

ljz@longone.com.cn

家用电器

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

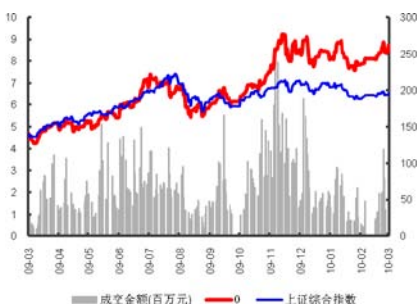
重要数据

总股本(亿股)	3.25
流通股本(亿股)	2.27
总市值(亿元)	28.30
流通市值(亿元)	19.84

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	10.80	6.78
3 个月	2.23	9.61
6 个月	45.09	40.90

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **效益创历史最好水平，符合我们预期。**公司 2009 年实现营业收入 32.56 亿元，同比增长 5.72%；归属母公司净利润 8724.38 万元，同比增长 232.60%；扣除非经常性损益的净利润为 1.17 亿，08 年为-1307.62 万元；每股收益 0.2685 元。压缩机产量 1562 万台，同比增长 20.62%，销量 1489 万台，同比增长 12.89%，产销量双双创出历史最好水平，保持行业第一。
- **毛利率提升，加强成本控制措施取得成效。**09 年综合毛利率 17.9%，同比增长 5.56 个百分点。四季度单季毛利率竟然高达 34.4%，而前三个季度基本维持在 14% 左右。我们认为部分原因是年末加大材料储备，向漆包线厂家出售铜材导致收入相对成本增幅较大。全年期间费用率 10.3%，与 08 年基本持平。四季度管理费用率则高达 18.8%，而前三个季度基本维持在 5% 左右。主要原因是加西贝拉于 12 月计提中、高管年薪和销售考核奖，扣除奖金因素，三项期间费用率均呈逐季下降趋势，表明公司技术创新、产品结构调整、提升管理水平、加强成本控制的一系列措施取得成效。
- **业绩将持续高速增长。**公司计划 2010 年压缩机产销量 1800 万台，力争达到 2000 万台，实现营业收入 35 亿元。按 1800 万台计算，产量同比增长 15.2%，销量增长 20.9%，我们认为这一增幅符合 2010 年冰箱市场的实际情况。公司总产能为 1900-2100 万台(景德镇 600 万台、加西贝拉 1000-1200 万台、荆州 300 万台)，完全能够满足持续高速增长需要。随着未来全球冷冻压缩机的产业转移，我们预计五年内公司产能将扩充至 3000 万台。
- **公司总部搬迁后进入新成长期。**2009 年景德镇搬迁后的新总部厂区占地 500 亩，产能保守估计可提升至 1000 万台。华意压缩作为国内最大的冰箱关键部件的供应商，是四川长虹“三坐标战略”的重要一极，虽然华意目前已处于历史最好时期，但我们认为这只是新成长期的起点。
- **给予公司“增持”评级。**预计 2010-2012 年每股收益分别为 0.32 元、0.34 元、0.36 元，对应 8.72 元股价的市盈率分别为 27.1X、25.6X、24.2X，估值水平具有吸引力，给予公司“增持”评级。
- **风险提示。**对下游冰箱厂商经营状况的依赖性风险和铜价大幅波动风险。

表 1. 华意压缩四季度业绩对比

单位: 百万元	1-4Q2009	1-4Q2008	YoY	4Q2009	4Q2008	YoY	3Q2009	QoQ
营业收入	3,255.73	3,079.51	5.72%	591.89	491.59	20.40%	966.28	-38.75%
增长率	5.72%	15.66%	-9.94%	20.40%	-20.53%	40.93%	-1.57%	21.98%
毛利率	17.90%	12.34%	5.56%	34.37%	11.12%	23.25%	14.29%	20.08%
营业成本	2,672.98	2,699.60	-0.99%	388.45	436.92	-11.09%	828.18	-53.10%
营业税金及附加	13.26	21.26	-37.62%	1.02	6.60	-84.61%	4.21	-75.84%
期间费用率	10.30%	9.14%	1.16%	21.85%	12.44%	9.41%	6.67%	15.18%
销售费用	66.68	51.87	28.56%	18.39	8.42	118.57%	16.71	10.08%
销售费用率	2.05%	1.68%	0.36%	3.11%	1.71%	1.40%	1.73%	1.38%
管理费用	245.60	166.05	47.91%	111.16	44.55	149.53%	44.15	151.79%
管理费用率	7.54%	5.39%	2.15%	18.78%	9.06%	9.72%	4.57%	14.21%
财务费用	23.02	63.53	-63.76%	(0.22)	8.19	-102.68%	3.58	-106.11%
财务费用率	0.71%	2.06%	-1.36%	-0.04%	1.67%	-1.70%	0.37%	-0.41%
资产减值损失	41.46	7.45	456.42%	24.35	3.19	663.36%	10.00	143.63%
投资净收益	1.37	(0.84)	-262.8%	(0.47)	(0.01)	5165.72%	0.93	-151.18%
营业利润	194.15	68.79	182.23%	48.27	(16.30)	-396.13%	60.37	-20.05%
增长率	182.23%	31.71%	150.51%	-396.1%	-164.5%	-231.62%	-12.84%	-383.29%
营业利润率	5.96%	2.23%	3.73%	8.15%	-3.32%	11.47%	6.25%	1.91%
加: 营业外收入	14.24	27.57	-48.35%	3.80	13.17	-71.19%	3.36	12.89%
减: 营业外支出	8.53	6.58	29.63%	4.45	(1.68)	-365.33%	1.23	261.45%
利润总额	199.86	89.78	122.60%	47.61	(1.45)	-3385.0%	62.50	-23.83%
减: 所得税	28.51	16.62	71.52%	8.77	(2.03)	-532.18%	7.73	13.49%
实际所得税率	14.26%	18.51%	-4.25%	18.42%	139.99%	-121.57%	12.36%	6.06%
六、净利润	171.35	73.16	134.20%	38.84	0.58	6602.32%	54.78	-29.09%
净利率	5.26%	2.38%	2.89%	6.56%	0.12%	6.44%	5.67%	0.89%
减: 少数股东损益	84.10	46.93	79.21%	29.88	15.09	98.00%	22.44	33.18%
归属于母公司所有者的净利润	87.24	26.23	232.60%	8.96	(14.51)	-161.72%	32.34	-72.30%
增长率	232.60%	232.17%	0.42%	161.72%	-168.2%	6.50%	-20.07%	-141.64%
每股收益(元)	0.27	0.08	232.67%	0.03	(0.04)	175.00%	0.10	-69.89%

资料来源: 东海证券研究所、Wind 资讯

表 2. 华意压缩盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,662.6	3,079.5	3,255.7	3,824.9	4,232.2	4,603.3
增长率	45.7%	15.7%	5.7%	17.5%	10.6%	8.8%
压缩机	2,504.9	2,766.9	2,931.6	3,371.4	3,742.2	4,079.0
压缩机配件	0.0	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
其他	0.0	1.1	0.2	0.3	0.4	0.5
其他业务	157.7	310.8	323.1	452.3	488.5	522.7
综合毛利率	11.3%	12.3%	17.9%	13.2%	13.0%	13.0%
营业成本	2,361.8	2,699.6	2,673.0	3,320.1	3,683.7	4,006.0
营业税金及附加	3.2	21.3	13.3	17.0	19.0	21.0
期间费用率	9.2%	9.1%	10.3%	7.7%	7.3%	7.3%
销售费用	51.1	51.9	66.7	68.8	71.9	78.3
销售费用率	1.9%	1.7%	2.0%	1.8%	1.7%	1.7%
管理费用	130.2	166.0	245.6	195.1	211.6	225.6
管理费用率	4.9%	5.4%	7.5%	5.1%	5.0%	4.9%
财务费用	63.6	63.5	23.0	30.6	25.4	32.2
财务费用率	2.4%	2.1%	0.7%	0.8%	0.6%	0.7%
资产减值损失	(4.1)	7.5	41.5	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	(4.7)	(0.8)	1.4	2.1	2.6	3.0
营业利润	52.2	68.8	194.1	195.4	223.1	243.3
增长率	3.7%	31.7%	182.2%	0.7%	14.2%	9.0%
营业利润率	2.0%	2.2%	6.0%	5.1%	5.3%	5.3%
加: 营业外收入	39.1	27.6	14.2	30.0	12.0	15.0
减: 营业外支出	4.0	6.6	8.5	5.3	6.4	9.0
利润总额	87.3	89.8	199.9	220.1	228.7	249.3
减: 所得税	34.9	16.6	28.5	28.6	30.2	37.4
实际所得税率	39.9%	18.5%	14.3%	13.0%	13.2%	15.0%
净利润	52.4	73.2	171.3	191.5	198.5	211.9
减: 少数股东损益	44.5	46.9	84.1	87.0	88.0	95.0
归属于母公司所有者	7.9	26.2	87.2	104.5	110.5	116.9
的净利润						
增长率	-7.6%	232.2%	232.6%	19.8%	5.8%	4.8%
净利润率	0.3%	0.9%	2.7%	2.7%	2.6%	2.5%
每股收益(元)	0.02	0.08	0.27	0.32	0.34	0.36

资料来源: 东海证券研究所、Wind 资讯

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李军政, 家电行业分析师, 清华大学首届基础科学理学学士、物理学博士, 两年证券从业经验。

重点跟踪公司: 青岛海尔、美的电器、TCL 集团、同洲电子等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122