

2010年11月9日

汉钟精机

传统业务，新兴产业

A
未有评级

002158.SZ - 人民币 31.25

史祺, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	90	15	23	153
相对新华富时A50指数(%)	102	2	8	163

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	182
流通股(%)	26.3
流通股市值(人民币 百万)	1,496
3个月日均交易额(人民币 百万)	38
净负债比率(%)	24
主要股东(%)	
巴拿马海尔梅斯公司	36.8

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

汉钟精机是国内唯一一家专注于螺杆压缩机研制和销售的企业。主要产品包括应用于中央空调、地源热泵、和中低温冷藏等行业的螺杆式制冷压缩机, 以及应用于电子、化工、冶金等行业的螺杆式空气压缩机。公司制冷压缩机产品多年市场占有率保持 35%以上, 国内排名第一, 是我国螺杆压缩机细分行业龙头。

要点

- 公司在螺杆式制冷压缩机领域优势明显, 其产品节能环保性能优势突出。在研制出新型变频节能制冷机的同时, 借助下游整机客户成功进入地源热泵市场。我国工业节能减排的政策将保证公司制冷压缩机产品销售的稳定增长。
- 日益扩大的冷冻冷藏食品市场给冷链装备市场带来发展良机。公司在螺杆压缩机领域的领先技术助推公司实现冷冻压缩机的进口替代。
- 得益于转子等关键零部件的国产化率的提高, 公司空气压缩机的毛利率和公司综合毛利率水平大幅上升。未来转子 100%自给率的实现和铸件产能的逐步释放, 将提升公司抵御原材料价格波动的能力和保持较高的毛利率水平。
- 干式真空泵产品技术和价格等方面的优势已经为公司打开市场, 2010年上半年公司真空产品实现销售收入 316 万元, 同比增长 7 倍, 我们认为未来进口替代的空间巨大, 干式真空泵将是公司未来重要的盈利增长点之一。

主要风险

- 国际知名品牌凭借其成熟的技术和雄厚的资金占据相当的市场份额, 竞争环境有可能更趋激烈。
- 公司生产所需铸件、钢材、铜材、润滑油等原材料价格波动较大。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	434	413	614	867	1,215
变动(%)	14.3	(4.7)	48.5	41.3	40.1
净利润(人民币 百万)	61	75	126	178	250
全面摊薄每股收益(人民币)	0.403	0.473	0.695	0.975	1.376
变动(%)	12.8	23.4	68.8	40.8	40.8
市盈率(倍)	75.1	63.9	43.52	31.0	22.0

资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

螺杆压缩机细分行业龙头

汉钟精机是国内唯一一家专注于螺杆压缩机研制的企业。公司螺杆式制冷压缩机产品主要应用于中央空调、地源热泵、风冷热泵和中低温冷藏等领域，多年市场占有率保持 35% 以上，国内排名第一。

公司空调制冷压缩机市场需求稳定，据行业协会统计，预计 2010 年全国工商用空调制冷行业产销量实现 10% 左右的增长，而高效、节能、环保、减排等压缩机产品将是未来的发展趋势。公司已研发推出变频压缩机，借助清华同方人工环境和山东福尔达等下游整机客户，成功进入地源热泵领域，节能环保优势明显。在节能环保的大环境下，地源热泵设备较太阳能等其他清洁能源成本优势突出，在我国北方地区将有巨大的市场潜力，地源热泵行业将进入加速发展阶段。我们乐观估计，未来三年，公司空调制冷压缩机销售将保持 15-25% 的增长。

冷冻压缩机前景广阔

公司另一款制冷压缩机——低温冷冻冷藏压缩机主要应用于蔬、果、渔、牧的冷库储存。欧美成熟国家的冷冻压缩机产销占制冷压缩机行业的 40% 以上，而我国目前这一比例仅为 20% 左右。近年来，我国冷链物流市场规模增速加快，仅食品冷链物流需求就在一亿吨左右，目前全国有超过 1 万多家超市亟待引入冷冻技术和寻求合作伙伴，农业市场对其需求更大。我国经济的高速发展、城镇化水平的不断提高和现代零售方式的迅速发展将带动冷链设备行业的高速增长。公司在螺杆压缩机领域的领先技术助推公司实现进口替代，打破冷冻压缩机被外资垄断的现状。我们认为，未来几年公司冷冻压缩机销售的增速将保持在 30% 以上。

关键部件国产化提升空压设备毛利率水平

螺杆式空气压缩设备成本中的关键零部件转子占 30~50%，进口转子的高价格明显摊低了空压设备的毛利率水平。随着国产化率的提高，公司空压设备产品和综合毛利率水平都得到明显的提升。目前公司已具备年产 2.4 万个转子的能力，但 15%的转子仍需进口，根据公司募投项目进度，我们预计 2011 年公司将形成 4.8 万个转子/年的生产能力。而占压缩机成本 17%铸件有望于 2012 年实现自给，我们认为公司的综合毛利率水平还有一定的提升空间，且具有更强的抵御原材料价格波动的能力。目前，我国石油、化工、冶金等行业进一步发展，空气压缩机市场需求前景依然看好。螺杆式空气压缩机、大排量无油空气压缩机等产品将是未来的发展趋势。

干式真空泵是未来利润增长点

干式真空泵主要应用于光伏的多晶硅制备工艺、电子的半导体刻蚀工艺、液晶面板和医药化工的蒸馏干燥的领域。真空泵是一个量大面广的产品，其产量大，产值不高，但是直接影响到真空成套设备的性能质量。近年，真空泵市场增长的主要驱动来自于半导体、化学工业、薄膜产业的迅速发展以及干泵应用领域的日益扩大。目前，全球真空泵的市场销售额约 20 亿美元，年增长率 7%左右。在日本，半导体行业已全部使用干式真空泵替代油封式机械泵，欧美半导体行业的干泵使用率也达到 45%以上，大幅度提高了产品的性能和质量。目前，国内干式真空泵市场需求 1.5 万台，约 20 亿元，但是由于工艺的综合能力落后国外同行，现国产干泵的应用率还不足 1%，而国内半导体工业用的干泵仍全部为进口产品。随着全球半导体工业逐渐向国内转移，我国对干式真空泵的需求将呈增长的趋势。在干式真空泵产品的技术和价格优势已经为公司打开市场，2010 年上半年公司真空产品实现销售收入 316 万元，同比增长 7 倍，我们认为未来进口替代的空间巨大，未来三年有望实现 40%以上的年均增长速度。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371