

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元):

合理价格区间(元):

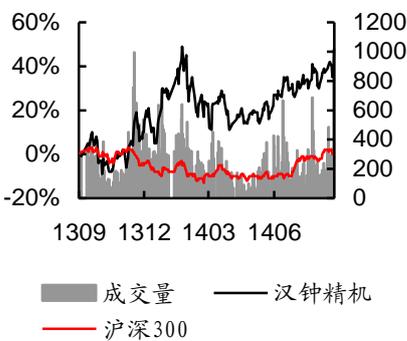
肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@mail.htsc.com.cn

秦瑞 执业证书编号: S0570512070077
研究员 021-28972086
qinrui@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《汉钟精机(002158):中报继续超预期, 三季报业绩预告上限 35%》2014.08
- 2《汉钟精机(002158):一如既往, 不负所望》2014.07
- 3《汉钟精机(002158):产品创新、业务拓展, 穿越周期》2014.05

股价走势图



扩产能、产品升级、产品线延伸, 着眼长远发展

汉钟精机(002158)非公开增发预案点评

投资要点:

公司拟定向增发不超过 5100 万股, 募集资金不超过 8.5 亿元, 增发价格不低于 16.92 元, 用于压缩机零部件自动化生产线投资项目、新建兴塔厂项目、企业技术中心项目、浙江汉声机械零部件精加工生产线技改项目。达产后, 预计将增加产值 12 亿元, 实现利润 2 亿元。本次非公开发行完成后, 参与本次发行的特定投资者认购的股份自发行结束之日起十二个月内不得转让。

提升核心零部件(转子)生产能力, 解决产能瓶颈。2013 年以来, 公司冷冻冷藏压缩机销量同比增速保持 40%以上。在中央空调用压缩机行业的占有率持续提升, 增速远快于行业。2013 年公司产量超过 5 万台, 已经接近产能上线, 产能不足已经成为制约公司发展的主要障碍。本次募投的年产 3.9 万对转子项目建成投产后, 公司产能将达到年产近 9 万台, 核心零部件生产能力大幅提升。

产品往节能环保方向升级, 加快高端产品进口替代。国家节能减排政策背景下, 围绕环保与节能而开发的变频技术在压缩机产品应用中越发广泛。变频系列螺杆式压缩机具备以下优势: 节省电费平均在 20%以上; 运行成本降低; 压力控制稳定, 可以使主机的系统压力变化保持在±0.01MPa 变化范围内; 降低机组噪音和振动, 噪音平均降幅达 3-7dB (A); 延长使用寿命, 专用低压变频器可根据压缩机的运行特点, 减少机组启动时电流的波动, 降低对电网和其他设备用电的影响; 适应大范围的气量调节, 低速频率可达到基准频率的 15%以下。本次募投的 1.2 万台环保节能变频智能空调冷库压缩机、1000 台变频永磁无刷空压机投产后, 公司高端产品占比将大幅提升, 对外资品牌的进口替代的进程也将加快。

产品线延伸: 1) **新建螺杆膨胀机产能 150 台。**公司在台湾合资设立汉力, 技术合作方为台湾工业研究院, 负责台湾市场的开拓。在上海成立新能源事业部负责螺杆膨胀余热发电大陆市场的开拓也在计划之中。预计公司今年将在电厂、化工厂、建材、石化、钢铁等行业开拓示范性项目, 目前在谈的项目 8-10 个, 预计年内会有突破性进展。2) **新建 15000 台涡旋压缩机机体生产线升级建设项目。**涡旋压缩机下游主要应用于小型冷库、冷藏车用制冷压缩机、家用空调领域, 我们看好公司在冷藏车领域的进展。3) **新建 90 台离心热泵机组、90 台变频离心空压机。**

公司基本资料

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万) | 263.87 |
| 流通 A 股(百万) | 263.87 |
| 52 周内股价区间(元) | 13.82-22.77 |
| 总市值(百万) | 5,322.26 |
| 总资产(百万) | 1,162.74 |
| 每股净资产(元) | 3.30 |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 850 | 1034 | 1260 | 1488 |
| +/-% | 21% | 22% | 22% | 18% |
| 净利润(百万) | 149 | 202 | 248 | 290 |
| +/-% | 40% | 35% | 23% | 17% |
| EPS | 0.57 | 0.76 | 0.94 | 1.10 |
| PE | 33.46 | 26.0 | 21.0 | 18.0 |

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

持续的创新和产品升级是公司成长速度持续超预期的源泉。汉钟从生产螺杆空压机、螺杆制冷压缩机起步，业务逐渐拓展到真空泵、离心压缩机领域，具备螺杆膨胀机、涡旋压缩机等技术储备，体现出公司强劲的内生性增长和创新拓展能力，这是公司能够保持竞争优势地位的核心。正是由于具备这样的核心竞争力，使得公司能不断推出新产品，促进产品升级，完善产品结构，提升利润水平，并且在产业景气向上的外部环境下，迅速地占领市场，提升收入增速。2013年中期以来，公司率先走出了经济周期的低谷，率先抢占冷链物流市场需求，市场份额快速提升，公司业绩不但远快于行业增速，也不断超出市场预期。

我们看好冷链物流市场需求，看好热泵产品替代燃煤锅炉的市场需求以及在地热发电市场的应用，看好螺杆膨胀发电市场。我国作为农业生产和农产品消费大国，随着果蔬、肉类和水产品冷链流通率和冷藏运输率稳步提高，冷链物流及冷库用中低温螺杆式制冷压缩机需求迅猛；国家节能减排政策背景下，淘汰燃煤小锅炉为热泵技术的应用提供了市场，汉钟的高温热泵可替代工业用燃煤锅炉提供蒸汽和冷热水，市场空间巨大；同时国家鼓励发展地热利用，地源热泵是目前最有可能进行产业化的产品；在中低温余热发电市场，螺杆膨胀发电机市场空间巨大。我们长期看好公司在冷链物流和节能环保市场的发展。

维持“买入”评级！公司预计1-9月业绩增长区间为5%~35%，我们判断靠近上限。调高公司2014~2016年盈利预测至0.76、0.94和1.1元（暂未考虑增发后股本摊薄），对应PE为26、21和18倍，给予公司2015年30倍估值，合理股价27~30元。

风险提示：资金紧张，影响下游需求；新产品推广进度低于预期。

表：汉钟精机非公开增发募投项目情况

| 序号 | 实施地点 | 投资总额 (亿元) | 项目内容 | 第1 年达 产率 | 第2 年达 产率 | 第3 年达 产率 | 达产 价值(亿 元) | 利润 (亿元) | 建设 期 |
|----|-----------------------|--------------|--|-----------------------|----------------|----------------|------------------|------------|---------|
| 1 | 压缩机零部件自动化生产线投资项目 枫泾厂区 | 3.50 | 年产转子设备 39840 对 | 30% | 60% | 100% | 5.74 | 0.97 | 2 年 |
| 2 | 新建兴塔厂项目 兴塔厂区 | 2.23 | 四大类九个产品：涡旋压缩机机体 15000 台、工程用机体 6000 台、LB 冷冻压缩机 3000 台、R-134A 环保压缩机 2000 台、RC2-V 变频制冷压缩机 1000 台、变频永磁无刷空压机组 1000 台、ORC 余热回收膨胀机 150 台、离心热泵制冷机组 90 台、变频离心空压机 90 台 | 45% | 65% | 100% | 4.93 | 0.71 | 3 年 |
| 3 | 企业技术中心项目 兴塔厂区 | 1.00 | 离心式和螺杆式空气压缩机机体、机组；涡旋压缩机机体；RC2-V 变频制冷压缩机、LB 变频冷冻压缩机、离心热泵制冷机组；ORC 余热膨胀回收机 | --- | --- | --- | --- | --- | 2 年 |
| 4 | 机械零部件精加工生产线技改项目 浙江汉声 | 2.02 | 形成年产 20000 吨铸件精加工的生产能力。其中压缩机类精加工 12,480 吨、汽车配件类精加工 4000 吨、工作母机类精加工 3520 吨 | 浙江汉声一期已经建成，产能 20000 吨 | | | 1.25 | 0.32 | 3 年 |
| | 合计 | 8.75 | --- | 1.86 | 6.65 | 12 | 12 | 2.0 | --- |

资料来源：公司公告、华泰证券

盈利预测

资产负债表单位：百万元

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 800 | 992 | 1182 | 1373 |
| 现金 | 164 | 232 | 318 | 390 |
| 应收账款 | 114 | 151 | 183 | 214 |
| 其他应收账款 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 预付账款 | 9 | 12 | 15 | 18 |
| 存货 | 133 | 207 | 229 | 275 |
| 其他流动资产 | 378 | 388 | 435 | 474 |
| 非流动资产 | 347 | 319 | 302 | 284 |
| 长期投资 | 5 | 4 | 4 | 4 |
| 固定投资 | 270 | 232 | 194 | 157 |
| 无形资产 | 55 | 73 | 93 | 113 |
| 其他非流动资产 | 17 | 11 | 11 | 10 |
| 资产总计 | 1147 | 1311 | 1484 | 1657 |
| 流动负债 | 267 | 315 | 356 | 384 |
| 短期借款 | 68 | 67 | 67 | 67 |
| 应付账款 | 121 | 170 | 200 | 221 |
| 其他流动负债 | 78 | 77 | 90 | 96 |
| 非流动负债 | 12 | 11 | 7 | 4 |
| 长期借款 | 7 | 5 | 2 | -1 |
| 其他非流动负债 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 负债合计 | 279 | 325 | 364 | 388 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 240 | 264 | 264 | 264 |
| 资本公积 | 201 | 177 | 177 | 177 |
| 留存公积 | 427 | 545 | 680 | 828 |
| 归属母公司股 | 868 | 986 | 1120 | 1268 |
| 负债和股东权益 | 1147 | 1311 | 1484 | 1657 |

现金流量表单位：百万元

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金 | 212 | 162 | 218 | 232 |
| 净利润 | 149 | 202 | 248 | 290 |
| 折旧摊销 | 49 | 40 | 40 | 40 |
| 财务费用 | -0 | 1 | 1 | 1 |
| 投资损失 | -7 | -8 | -8 | -8 |
| 营运资金变动 | 8 | -73 | -67 | -97 |
| 其他经营现金 | 13 | 2 | 5 | 6 |
| 投资活动现金 | -62 | -7 | -15 | -14 |
| 资本支出 | 49 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | -23 | -4 | 0 | 0 |
| 其他投资现金 | -36 | -11 | -15 | -14 |
| 筹资活动现金 | -65 | -87 | -117 | -146 |
| 短期借款 | 4 | -1 | -0 | 0 |
| 长期借款 | -7 | -1 | -3 | -3 |
| 普通股增加 | 22 | 24 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -22 | -24 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金 | -63 | -84 | -114 | -143 |
| 现金净增加额 | 84 | 68 | 86 | 72 |

利润表单位：百万元

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 850 | 1034 | 1260 | 1488 |
| 营业成本 | 543 | 656 | 800 | 951 |
| 营业税金及附加 | 4 | 4 | 5 | 6 |
| 营业费用 | 42 | 52 | 63 | 71 |
| 管理费用 | 84 | 97 | 113 | 131 |
| 财务费用 | -0 | 1 | 1 | 1 |
| 资产减值损失 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 7 | 8 | 8 | 8 |
| 营业利润 | 170 | 232 | 286 | 336 |
| 营业外收入 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 175 | 237 | 291 | 340 |
| 所得税 | 25 | 35 | 43 | 50 |
| 净利润 | 149 | 202 | 248 | 290 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利 | 149 | 202 | 248 | 290 |
| EBITDA | 219 | 272 | 327 | 376 |
| EPS | 0.57 | 0.76 | 0.94 | 1.10 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 21.3% | 21.7% | 21.9% | 18.1% |
| 营业利润 | 35.2% | 36.5% | 23.2% | 17.3% |
| 归属母公司净利 | 39.9% | 35.2% | 22.8% | 17.1% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 36.1% | 36.6% | 36.5% | 36.1% |
| 净利率(%) | 17.6% | 19.5% | 19.7% | 19.5% |
| ROE(%) | 17.2% | 20.5% | 22.1% | 22.9% |
| ROIC(%) | 19.0% | 24.3% | 28.4% | 30.7% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 24.3% | 24.8% | 24.5% | 23.4% |
| 净负债比率(%) | 26.76% | 22.19% | 18.93% | 16.98% |
| 流动比率 | 3.00 | 3.15 | 3.32 | 3.57 |
| 速动比率 | 2.44 | 2.45 | 2.63 | 2.80 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.79 | 0.84 | 0.90 | 0.95 |
| 应收账款周转率 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 应付账款周转率 | 5.22 | 4.50 | 4.32 | 4.52 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊) | 0.57 | 0.76 | 0.94 | 1.10 |
| 每股经营现金流 | 0.80 | 0.61 | 0.83 | 0.88 |
| 每股净资产(最新) | 3.29 | 3.74 | 4.25 | 4.81 |
| 估值比率 | | | | |
| PE | 33.46 | 24.74 | 20.14 | 17.21 |
| PB | 5.75 | 5.06 | 4.46 | 3.94 |
| EV EBITDA | 22 | 18 | 15 | 13 |

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 / 传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn