

行业需求不振以及费用计提导致业绩下滑 25.85%



东方证券
ORIENT SECURITIES

事件

公司公布 2012 年报：报告期实现营业收入 38.26 亿元，同比下降 8.61%；归属于上市公司股东的净利润 2.71 亿元，同比下降 25.85%。

投资要点

- **空调行业持续低迷，导致收入下降。**主要受到空调行业需求下滑的影响，公司全年营业收入同比下滑 8.61%，其中第四季度单季度收入下滑 8.45%，增速环比收窄。并且受到原材料价格下降影响，元器件产品单价有所下降，使得公司收入的下滑程度大于空调整机行业（公司空调元器件产品收入下滑 13%，2012 年空调同比销量下滑 8%）。
- **毛利率有所提升，股权激励终止及并购导致费用率高企。**公司全年毛利率 24.55%，较去年同期同比提升 1 个百分点，我们认为这主要是由于原材料价格下降导致的（其中空调元器件产品的原材料成本率下降了 6 个百分点）。同时公司 2012 年终止了股权激励，一次性确认未分摊的股权激励费用；加上 2012 年并购海外、青岛资产所付出的中介服务费用导致费用率高企（全年管理费用率达 10.78%，同比提升 3.5%）。据测算，其中由股权激励费用引起的管理费用率提升在 1.2% 左右，由并购费用产生的管理费用率提升在 0.6% 左右。我们认为股权激励终止及为并购中介服务对费用率负面影响在 2013 年能够得以消除，预计公司未来的管理费用率会回归到合理水平。

财务与估值

- 我们调整公司未来三年的盈利预测，预计 2013-2015 年每股收益分别为 0.63、0.75、0.91 元，参考可比公司相对估值水平，给予公司 13 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 12.60 元，维持公司增持评级。

风险提示

- 空调行业需求复苏低于预期风险；原材料价格波动风险。

公司主要财务信息					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	4,187	3,826	4,240	4,757	5,381
同比增长	34.5%	-8.6%	10.8%	12.2%	13.1%
营业利润（百万元）	505	322	494	578	696
同比增长	12.5%	-36.2%	53.6%	16.9%	20.5%
归属母公司净利润（百万元）	366	271	375	446	543
同比增长	16.0%	-25.9%	38.4%	18.9%	21.6%
每股收益（元）	1.23	0.46	0.63	0.75	0.91
毛利率	23.6%	24.5%	24.0%	24.3%	24.6%
净利率	8.7%	7.1%	8.9%	9.4%	10.1%
净资产收益率	14.0%	9.7%	12.3%	13.1%	14.2%
市盈率（倍）	9.3	25.0	18.2	15.3	12.6
市净率（倍）	1.3	2.4	2.1	1.9	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价（2013 年 03 月 22 日）	11.37 元
目标价格	12.60 元
52 周最高价/最低价	26.03/7.76 元
总股本/流通 A 股（万股）	59,474/57,696
A 股市值（百万元）	6,762
国家/地区	中国
行业	家电
报告发布日期	2013 年 03 月 25 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	4.3	12.4	32.2	-55.9
相对表现 (%)	1.2	11.5	21.8	-57.3
沪深 300 (%)	3.1	0.8	10.4	1.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 **唐思宇**
021-63325888*6082
tangsiyu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512070003

相关报告

终止股权激励 当期确认费用	2012-11-21
行业低迷导致收入规模下降，毛利率持续提升	2012-10-23
费用率提升，利润增速低于收入	2012-08-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

财务与估值

盈利预测

由于行业需求下滑、公司股权激励终止等费用导致公司 2012 年业绩低于我们此前预期，我们相应下调公司未来三年的盈利预测，预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.63、0.75、0.91 元，参考可比公司相对估值水平，给予公司 13 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 12.60 元，维持公司增持评级。

图表：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
核心假设						
我国家用空调销量增速	9%	10%	10%	7%	8%	8%
变动幅度				-2.0%	-2.0%	-2.0%
分产品盈利预测						
空调元器件						
销售收入	4,302	4,892	5,418	3,506	3,898	4,367
变动幅度				-18.5%	-20.3%	-19.4%
毛利率	25.76%	26.26%	26.39%	26.93%	27.18%	27.48%
变动幅度				1.2%	0.9%	1.1%
冰箱元器件						
销售收入	201	281	338	205	277	374
变动幅度				2.2%	-1.4%	10.9%
毛利率	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
销售收入合计	5,000	5,721	6,358	4,240	4,757	5,381
变动幅度				-15.2%	-16.9%	-15.4%
综合毛利率	23.64%	24.22%	24.38%	23.97%	24.27%	24.62%
变动幅度				0.3%	0.0%	0.2%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

图表：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
营业收入	5,000	5,721	6,358	4,240	4,757	5,381
变动幅度				-15.2%	-16.9%	-15.4%
营业利润	644	797	928	494	578	696
变动幅度				-23.3%	-27.5%	-25.0%
归属母公司净利润	502	627	665	375	446	543
变动幅度				-25.2%	-28.7%	-18.4%
每股收益（元）	0.84	1.05	1.12	0.63	0.75	0.91
变动幅度				-25.2%	-28.7%	-18.4%
毛利率(%)	23.64%	24.22%	24.38%	23.97%	24.27%	24.62%
变动幅度				1.4%	0.2%	1.0%
净利率(%)	8.82%	10.03%	10.46%	8.85%	9.39%	10.09%
变动幅度				0.0%	-0.6%	-0.4%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

我们下调公司未来三年的盈利预测，预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.63、0.75、0.91 元，参考可比公司相对估值水平（调整后平均的 13 年 PE 为 19.56），给予公司 13 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 12.6 元，维持公司增持评级。

图表：可比公司估值水平

公司	代码	2013PE	2014PE
海立股份	600619	27.62	23.48
华意压缩	000404	14.23	11.94
盾安环境	002011	15.06	11.64
禾盛新材	002290	27.17	21.62
丹甫股份	002366	12.25	12.25
常发股份	002413	17.91	14.03
康盛股份	002418	16.90	14.40
华声股份	002670	18.03	10.76
毅昌股份	002420	41.33	41.33
调整后平均		19.56	15.62

资料来源：wind、东方证券研究所

图表：收入分类预测表

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
空调元器件					
销售收入（百万元）	3,669.3	3,193.7	3,506.5	3,898.3	4,367.5
增长率	28.5%	-13.0%	9.8%	11.2%	12.0%
毛利率	25.9%	28.5%	26.9%	27.2%	27.5%
冰箱元器件					
销售收入（百万元）	106.3	152.2	205.4	277.3	374.4
增长率	-5.8%	43.1%	35.0%	35.0%	35.0%
毛利率	32.0%	16.4%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	411.3	480.5	528.5	581.4	639.5
增长率	183.8%	16.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	0.1%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%
合计	4,186.9	3,826.3	4,240.4	4,757.0	5,381.4
增长率	34.5%	-8.6%	10.8%	12.2%	13.1%
综合毛利率	23.6%	24.5%	24.0%	24.3%	24.6%

资料来源：wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	单位:百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,406	703	1,350	1,310	1,331	营业收入	4,187	3,826	4,240	4,757	5,381
应收账款	502	746	488	547	619	营业成本	3,200	2,887	3,224	3,603	4,056
预付账款	269	21	212	238	269	营业税金及附加	19	16	19	21	24
存货	835	882	870	973	1,095	营业费用	121	140	127	143	161
其他	761	733	808	905	1,024	管理费用	305	413	356	385	431
流动资产合计	3,773	3,085	3,728	3,973	4,338	财务费用	21	37	37	28	13
长期股权投资	47	98	76	76	76	资产减值损失	(2)	25	(12)	4	5
固定资产	610	1,037	1,243	1,319	1,324	公允价值变动收益	7	(6)	0	0	0
在建工程	178	429	315	208	154	投资净收益	(26)	19	0	0	0
无形资产	197	251	240	233	226	其他	0	0	5	5	5
其他	32	35	30	28	27	营业利润	505	322	494	578	696
非流动资产合计	1,064	1,850	1,904	1,864	1,808	营业外收入	40	44	11	10	10
资产总计	4,837	4,935	5,632	5,838	6,145	营业外支出	10	11	7	5	5
短期借款	493	451	750	500	500	利润总额	534	355	498	583	701
应付账款	405	556	419	468	527	所得税	99	71	95	108	130
其他	709	588	731	791	862	净利润	435	285	404	475	571
流动负债合计	1,607	1,595	1,900	1,759	1,889	少数股东损益	70	13	28	28	29
长期借款	170	369	400	350	50	归属于母公司净利润	366	271	375	446	543
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.23	0.46	0.63	0.75	0.91
其他	36	41	41	41	41						
非流动负债合计	207	409	441	391	91	主要财务比率					
负债合计	1,814	2,004	2,341	2,150	1,980		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	300	36	65	93	122	成长能力					
股本	297	595	595	595	595	营业收入	34.5%	-8.6%	10.8%	12.2%	13.1%
资本公积	1,360	1,118	1,118	1,118	1,118	营业利润	12.5%	-36.2%	53.6%	16.9%	20.5%
留存收益	1,075	1,198	1,514	1,881	2,330	归属于母公司净利润	16.0%	-25.9%	38.4%	18.9%	21.6%
其他	(9)	(16)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,023	2,931	3,291	3,687	4,165	毛利率	23.6%	24.5%	24.0%	24.3%	24.6%
负债和股东权益	4,837	4,935	5,632	5,838	6,145	净利率	8.7%	7.1%	8.9%	9.4%	10.1%
						ROE	14.0%	9.7%	12.3%	13.1%	14.2%
						ROIC	12.0%	7.5%	10.3%	10.8%	12.3%
						偿债能力					
						资产负债率	37.5%	40.6%	41.6%	36.8%	32.2%
						净负债率	0.0%	6.8%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.35	1.93	1.96	2.26	2.30
						速动比率	1.83	1.38	1.50	1.70	1.71
						营运能力					
						应收账款周转率	8.3	6.1	6.7	8.7	8.7
						存货周转率	4.0	3.4	3.7	3.9	3.9
						总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
						每股指标(元)					
						每股收益	1.23	0.46	0.63	0.75	0.91
						每股经营现金流	1.63	0.53	0.99	0.79	0.89
						每股净资产	9.16	4.87	5.43	6.04	6.80
						估值比率					
						市盈率	9.3	25.0	18.2	15.3	12.6
						市净率	1.3	2.4	2.1	1.9	1.7
						EV/EBITDA	11.6	15.5	10.4	9.1	7.8
						EV/EBIT	12.9	18.8	12.7	11.2	9.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn