

长虹华意：变频、商用升级+ 激励提效，冰压龙头未来可期

分析师：陈玉卢 SAC S1120522090001

研究助理：喇睿萌

2023年6月4日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

摘要

➤ **冰箱压缩机市场呈结构性增长，25年全球整体规模预计约414亿元，21-25年CAGR为1.8%。**

量：全球22年全封活塞压缩机（主为冰冷用）销量约2.7亿台，其中商用占比12%，变频占比24%（二者为不同分类口径）。

结构：（1）家用：增速放缓，国内供应商占据主导地位，低端市场竞争预计趋于激烈；

（2）变频、商用：成长性、盈利能力优于定频的家用，我们预计21-25年商用销量CAGR约2%。

➤ **冰压市场集中度高，长虹华意龙头地位稳固。**

2021年，冰压销量CR3合计份额约67%。其中，2023年1-2月，公司于国内商用、家用市场份额分别31%、29%，冰压行业连续十年居于销量全球第一。

➤ **长虹华意：产品结构升级+激励提效+汽零放量。**

结构：22年变频、商用销量占比分别11%、24%，二者毛利率在10-20%，高于家用定频，预计未来受益变频、商用销量增速高于家用，公司冰压主业盈利能力稳步提升。

激励：十四五激励（22年1月公告，以20年为基数）明确考核期业绩复合增速不低于12%，核心人员用“激励基金+基本薪酬”的资金在公开市场购入股票，1-3年限售期下深度绑定管理层。

增量：新能源电动车压缩机业务进入快速增长阶段，23年预计销量至少同比50%至35万台（收入占比约2%），22年毛利率已实现17% VS 整体11%。

➤ **盈利预测：**

我们预计：23-25年公司收入为145、158、171亿元，分别同比+10%、+9%、+8%；23-25年归母净利润为2.9、3.3、3.7亿元，分别同比+10%、+12%、+13%，相应EPS分别为0.42/0.47/0.53元。以23年6月1日收盘价6.8元计算，对应EPS对应PE分别为16/15/13倍，可比公司23年平均PE为22倍，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**

原材料价格波动、需求波动、新项目推进未达预期风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

目录

contents

- 01 冰箱压缩机和长虹华意简介
- 02 行业：变频、商用占比提升
- 03 格局：华意龙头地位稳固
- 04 公司：结构升级+激励提效+汽零放量
- 05 盈利预测
- 06 风险提示

目录
contents

01 冰箱压缩机和长虹华意简介

1. 冰箱压缩机分类&长虹华意概况

➤ **压缩机简介：**通过压缩气体用于制冷和气体分离，冰箱压缩机一般采用全封闭式活塞结构的压缩机（全封活塞式压缩机下游75%为冰箱冷柜），全球销量不到3亿台。

1、按电机转速调节分类：分为**定速**和**变频**，**22年全球销量比约8:2**。变频使用直流无刷永磁变频电机，转速可根据温度任意调节，具有节能、快速制冷、保鲜、低噪音等优势。

2、按应用领域分类：分为**家用**和**商用**，**22年全球销量比约9:1**。家用一般指制冷量小于200W的压缩机，用于家用冰箱、冰柜；商用压缩机的蒸发温度较高（一般在 $-20^{\circ}\text{C}\sim+20^{\circ}\text{C}$ ），用于超市冷冻陈列柜和自动售货机等领域。

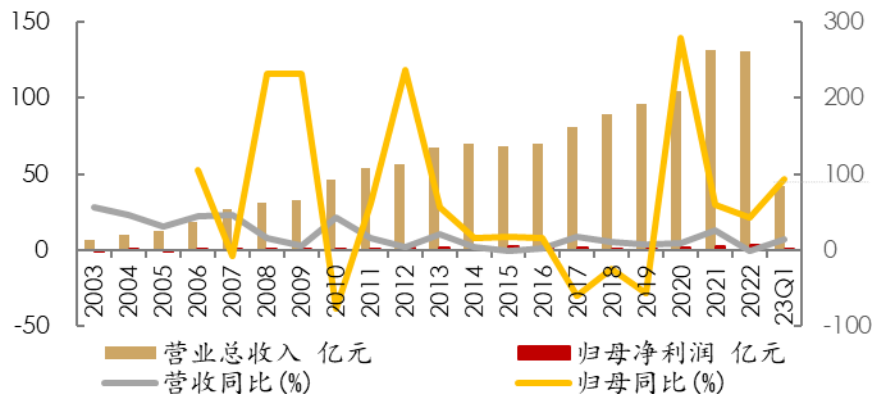
➤ **长虹华意：冰箱压缩机业务稳居全球第一。**

1、规模：2022年收入、归母净利润分别实现131、2.63亿元，分别同比-0.8%、+42%；2023年Q1分别实现收入、归母净利润42、0.63亿元，分别同比+14%、+92%。

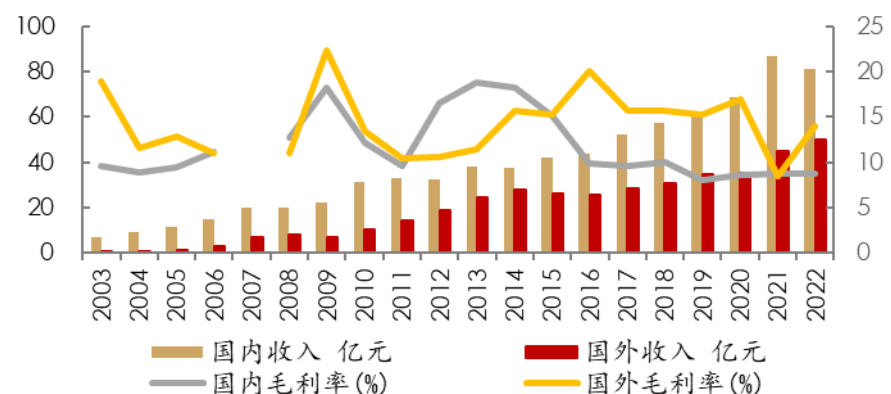
2、结构：压缩机、原材料及配件分别收入占比约70%、25%。

3、区域：国内、国外分别占比约60%、40%，2004-22年国内、国外收入CAGR分别13%、29%。受益海外产品结构更优，公司海外毛利率高于国内。

公司收入、利润变化



公司分区域收入、盈利变化



目录
contents

02 行业：变频、商用占比提升

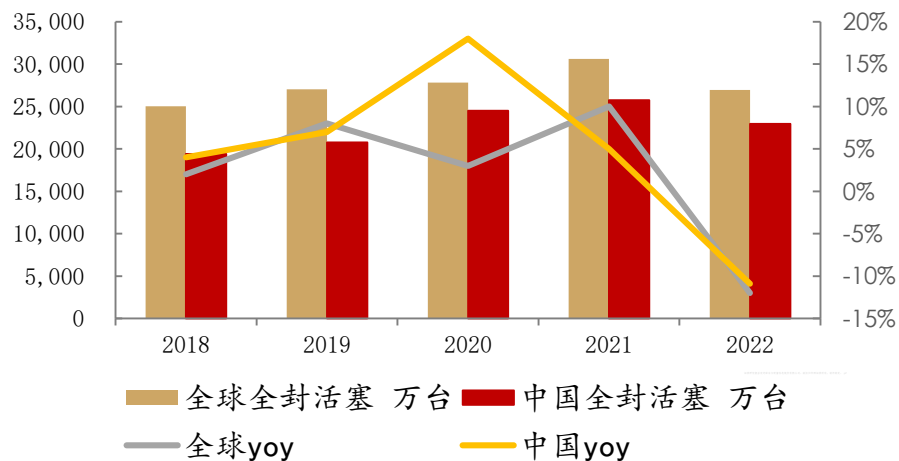
2.1. 中国供应链处主导地位，欧美等仍有国产替代空间

➤ 全球不到3亿台、中国超2亿台销量：

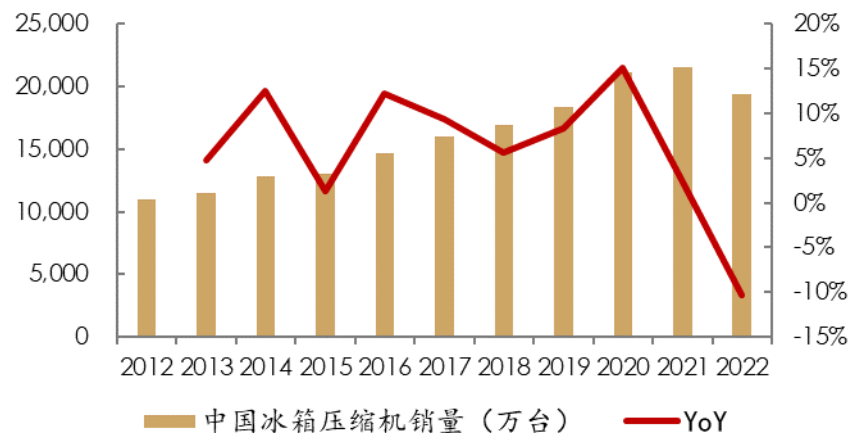
全球：根据产业在线，2022年全封活塞压缩机市场规模为26965万台，同比下降12%。

中国：2021、2022年中国全封活塞压缩机销量分别约25574、22940万台，分别同比+5%、-10%，2021年、2022年中国冰箱压缩机行业总销量为21584、19361万台，同比趋势基本一致。

2018-2022年全球及中国全封活塞压缩机销量



2012-2022年中国冰箱压缩机销量



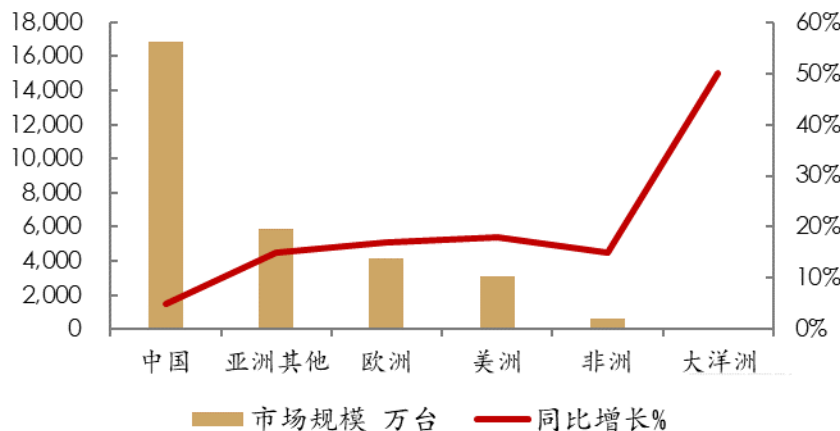
2.1. 中国供应链处主导地位，欧美等仍有国产替代空间

➤ 中国占据主导地位，欧美等仍有替代空间：

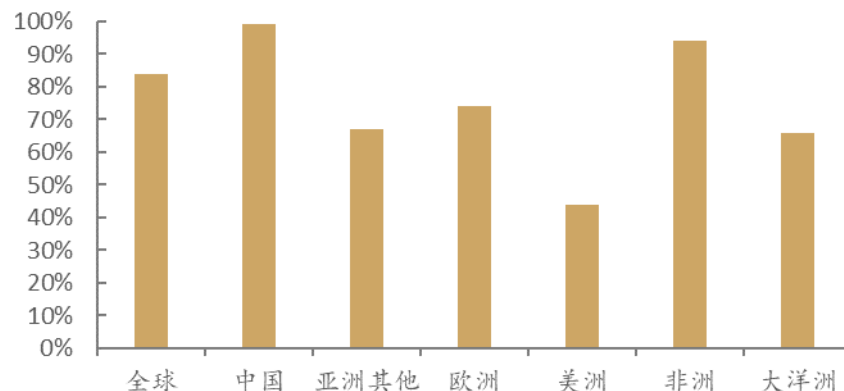
市场规模：根据产业在线，2022年中国全封活塞压缩机销量占全球比约55%；

供应链：根据产业在线，2022年国内供应链贡献了全球74%的全封塞活塞压缩机供货量，但在美洲、大洋洲和欧洲仍有供应比例的长期提升空间（2021年受益疫情冲击，国内对欧洲、美洲供货比例同比+7、+9pct）。

2021年全封活塞压缩机细分区域走势对比



2021年中国全封活塞压缩机细分区域供货比例



2.2. 家用冰箱销量趋缓，以更新替代需求为主

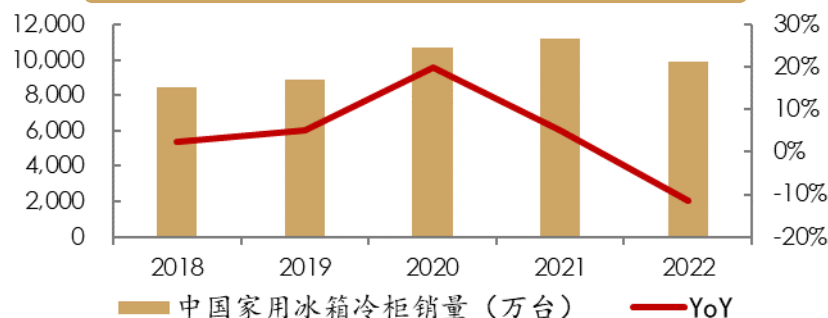
- 国内家用冰箱冷柜销量趋缓，22年销量在基数下增速有所波动。

2018-2021年，冰箱行业在连续高增后发展放缓。2022年受国内疫情反复、就业收入承压，消费信心不足影响，国内冰箱冷柜销量出现两位数下滑。23Q1中国冰箱内销1009.4万台，同比-2.7%，终端需求仍有待恢复。

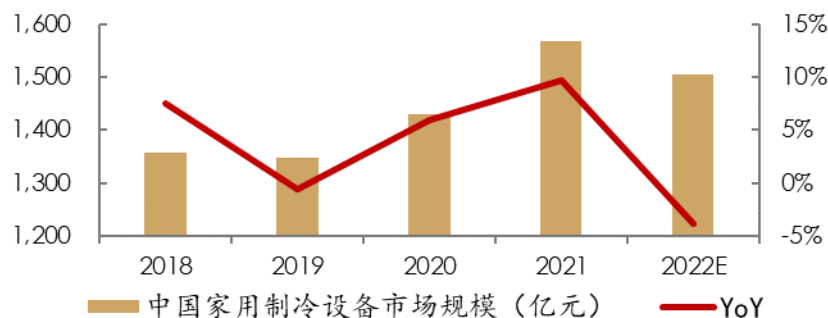
- 22年全球冰箱冷柜需求较弱

全球数据来看，2022年全球冰箱冷柜销量为19833万台，同比下滑6.3%，一方面受俄乌冲突及疫情反复影响，通胀高企，需求进一步收缩。另外，前2年欧美等国冰箱冷柜市场需求旺盛，库存整体偏高。23Q1中国冰箱外销778万台，同比-18%。

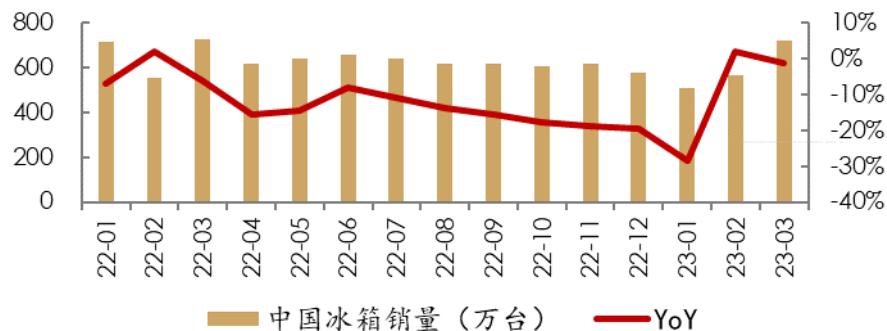
2018-22年中国家用冰箱冷柜销量



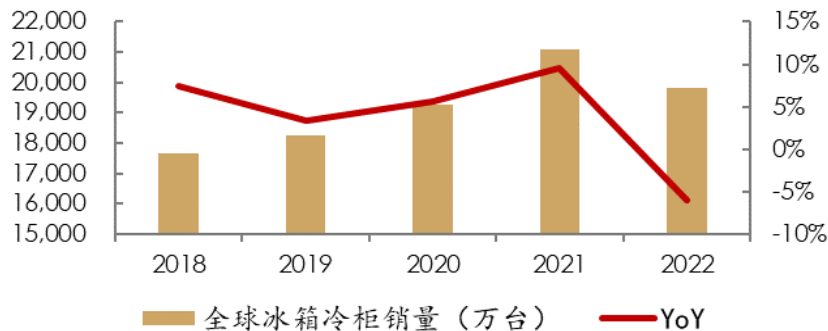
2018-22年中国家用制冷设备市场规模



2022-23Q1年中国冰箱月度销量



2018-22年全球冰箱冷柜销量



2.3. 变频、商用成长性、盈利能力好于定频的家用

➤ 商用韧性较强

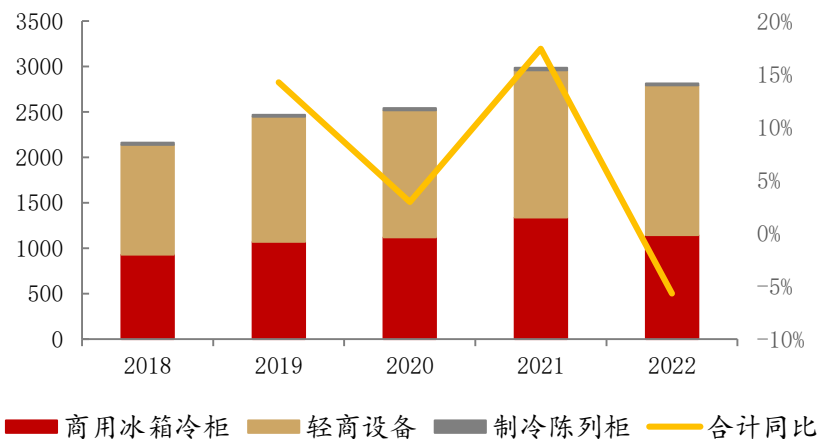
根据产业在线数据，2021年中国商用制冷设备销售金额为755亿元，同比增长21.7%，市场规模保持稳健增长。增速上，2021年是继2014年之后的第二峰值，增速再次突破20%，2018-2021年的平均增速为13.1%，比制冷设备整体平均增速高出5pct。2022年受疫情冲击，叠加2021年高基数，商用制冷设备市场有所下滑。

➤ 商用、变频压缩机成长性强，盈利更优

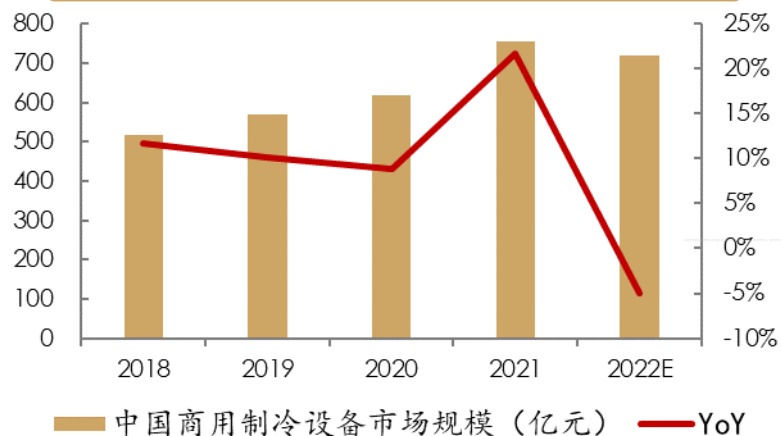
商用上，根据公司2023年4月25日投关表，商用制冷设备的渗透率还有较大空间，且商用压缩机相对家用价值更高，毛利更优。

变频上，2021年3月1日起，欧盟新版能效标签进入强制实施阶段，驱动变频产品出口增长。据产业在线，2021年变频全封活塞压缩机销量同比增长19%，份额提升至22%。

18-22年中国商用制冷设备销量（万台）



18-22年中国商用制冷设备市场规模走势



2021年全球全封活塞压缩机细分市场
规模变化

产品/指标	市场规模（万台）	同比增长	产品结构
行业整体	30,629	10%	/
家用	26,867	9%	88%
商用	3,762	16%	12%
定速	23,965	8%	78%
变频	6,663	19%	22%

2.4. 预计2025年全球冰箱压缩机市场规模约414亿元

- 根据产业在线，2021年全球家用压缩机（全封活塞式）市场规模为26867万台，同比增长9%；商用压缩机（全封活塞式）市场规模为3762万台，同比增长16%。在2022年全球冰箱冷柜销量同比-12%的低基数下，2023年下游家用/商用压缩机销量有望企稳。
- 根据长虹华意年报，2021和2022年公司压缩机单价分别为134/137元。
- 结构上，根据佰世越预测，2021-2026年全球冷冻冷藏设备压缩机销量CAGR高于家用。
- 基于以上条件和假设，我们预计到2025年，冰箱压缩机市场规模将达414亿元，2021-2025年CAGR约1.8%。

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
家用制冷压缩机销售量（万台）	26,867	23,428	23,334	24,384	25,847
yoy	9%	-13%	-0.4%	4.5%	6.0%
商用制冷压缩机销售量（万台）	3,762	3,536	3,607	3,823	4,129
yoy	16%	-6%	2.0%	6.0%	8.0%
平均单价	126	128	129	133	138
yoy		2%	2%	3%	4%
合计销量（万台）	30,629	26,964	26,941	28,208	29,977
市场规模（亿元）	386	345	348	375	414

目录
contents

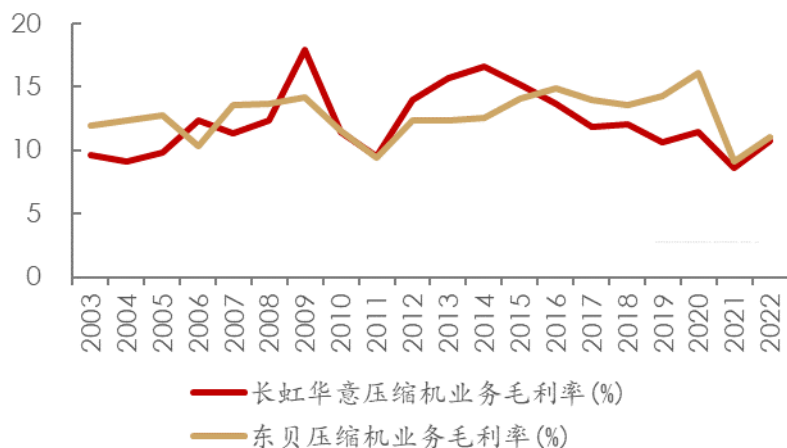
03 格局：华意龙头地位稳固

3.1. 行业格局：集中度较高，华意龙头地位稳固

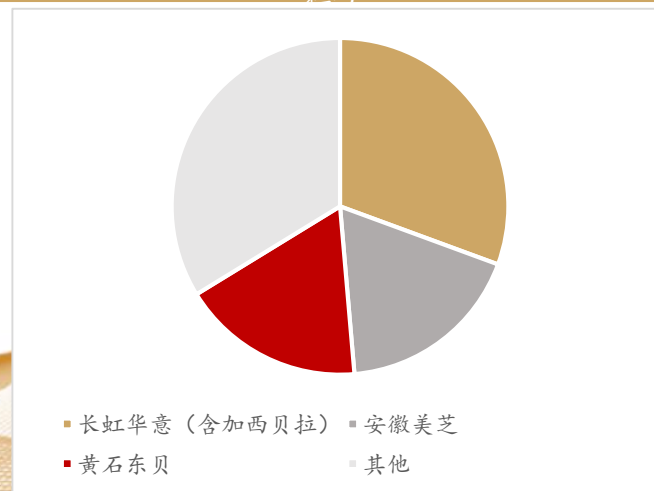
格局上，家用等低端市场竞争预计趋于激烈：（1）家用需求占比较高，增速放缓；（2）国内供应链已经占据行业主导地位，行业龙头华意和东贝毛利率均在10-15%之间浮动。

- **全球市场的主要供给企业包括：**长虹华意、巴西恩布拉科和安徽美芝。
- **国内市场的主要供给企业包括：**长虹华意、安徽美芝、黄石东贝等。根据《家电》杂志，安徽美芝2021年销量为4000万台，同比+11%，2021年中国冰箱压缩机市场CR3约为67%，市场集中度较高。
- **华意龙头地位稳固：**根据2023年4月25日、4月11日报关表，公司2023年1-2月国内商用、家用市场份额分别约31%、29%，冰压行业连续十年居于销量全球第一。

2003-22年华意、东贝压缩机业务毛利率对比



2021年中国冰箱压缩机市场格局 (销重口径)



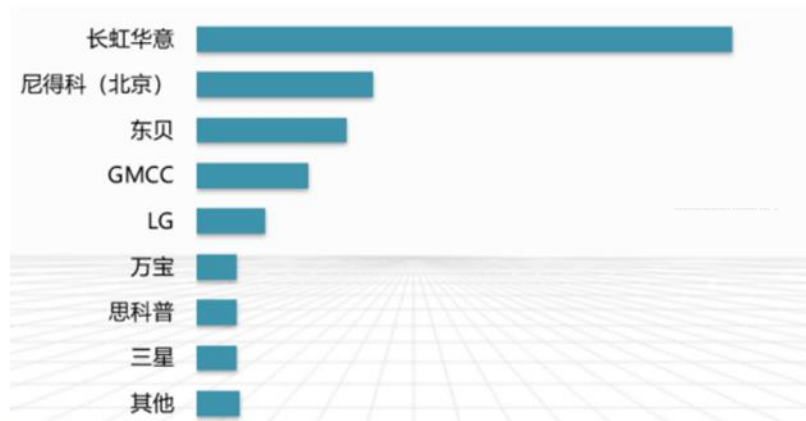
目录
contents

04 公司：结构升级+激励提效+汽零
放量

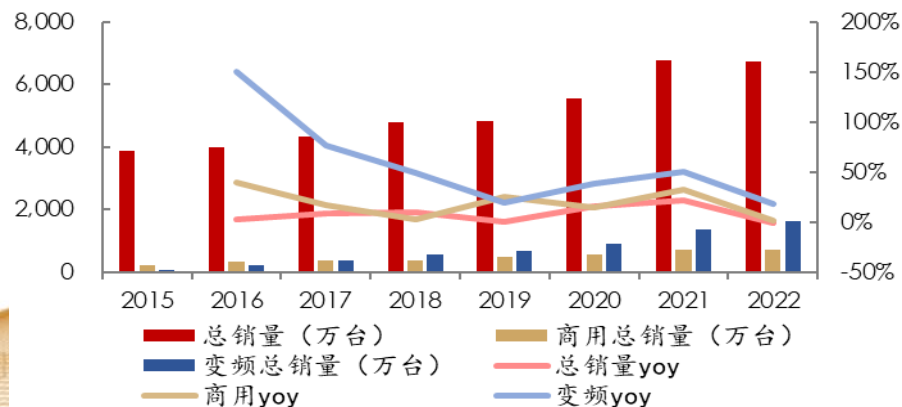
4.1. 技术积淀深厚，产品结构升级

- **商用压缩机布局较早，已在欧洲市场建立先发优势。**公司早在2012年7月便成功竞购全球第四大轻型商用压缩机公司——西班牙Cubigel（包括固定资产与无形资产等），收购后公司利用其成熟的研发、品牌、营销等资源，快速进入全球轻型商用市场。同时，以Cubigel公司为基础在欧洲成立研发中心、营销中心、物流基地，进一步增强和巩固欧洲地区的市场规模和竞争能力。根据产业在线，2021年对欧出口量中，长虹华意以44%的份额占据绝对主导地位，份额高于第二名、第三名的总和。
- **变频、商用占比提升带动盈利结构升级。**根据公司年报，2015-2022年家用、定频压缩机销量CAGR分别7%、4%，同期商用、变频CAGR分别18%、53%。根据公司2023年4月25日投关表，公司变频、商用压缩机的毛利率大致在10%-20%之间，高于定频的家用的，我们预计二者占比提升望带动整体盈利提升。

2021年欧洲市场中国压缩机供应格局
(按出口量占比)



公司商用、变频压缩机销量领先整体

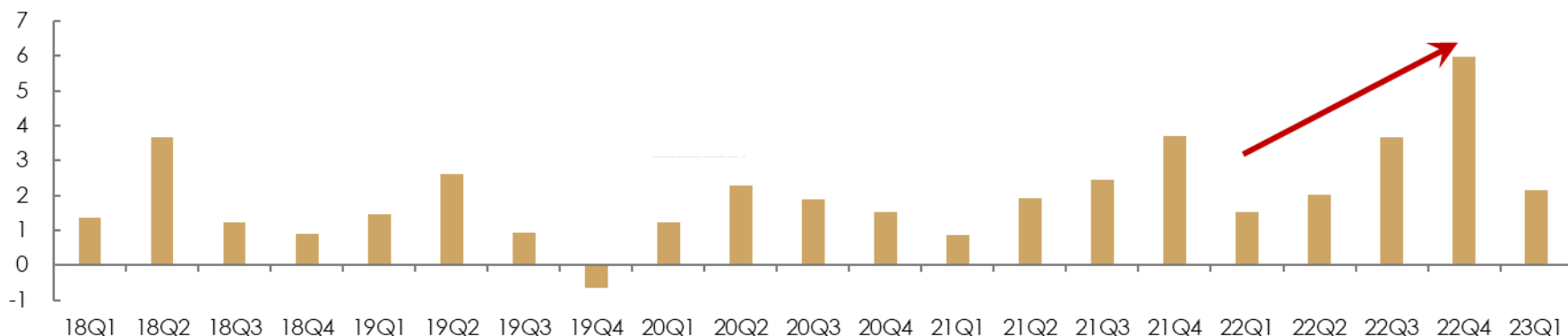


4.2. 业绩激励绑定管理层，加速业绩释放

- **2022年1月，公司公告十四五业绩激励方案，经营指标达标后可计提年度激励基金：**
- **明确考核期业绩复合增速不低于12%：**以 2020 年度归属于上市公司股东的净利润（以下简称“净利润”）为基数，至考核年度净利润累计年复合增长率不低于（含） 12%；
- **专设奖励引入外部优秀人才：**考核年度计提的激励基金总金额的 90%用于分配激励对象，激励基金总金额的 10%留存作为吸引外部优秀人才及对公司做出特殊贡献奖励的资金来源。
- **股票绑定核心管理层：**激励对象承诺在收到业绩激励基金 3 个月内通过公开市场购买公司股票，股票购买金额由分享的税后激励基金与部分年度基本薪酬构成，其中高管匹配的年度基本薪酬比例不低于 30%、中层干部不低于 20%、骨干员工不低于 10%，且高管3年内不可减持，普通员工1年后可减持50%。

受益产品结构改善、原材料压力缓解、降本增效，公司2022年净利率逐季同比改善，22年、23Q1销售净利率分别同比+1.0、+0.62pct。

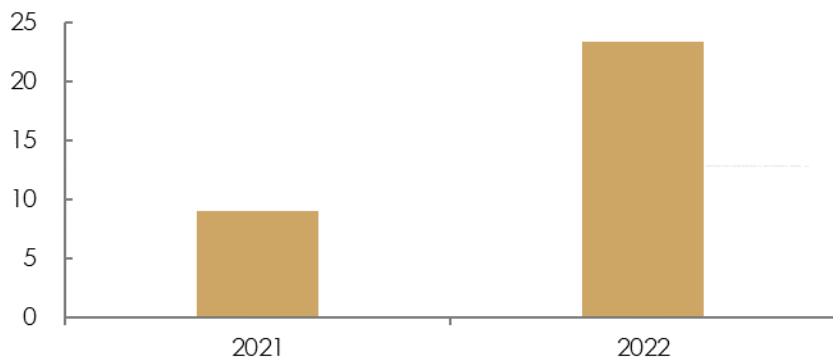
2021-2022年公司季度销售净利率（%）



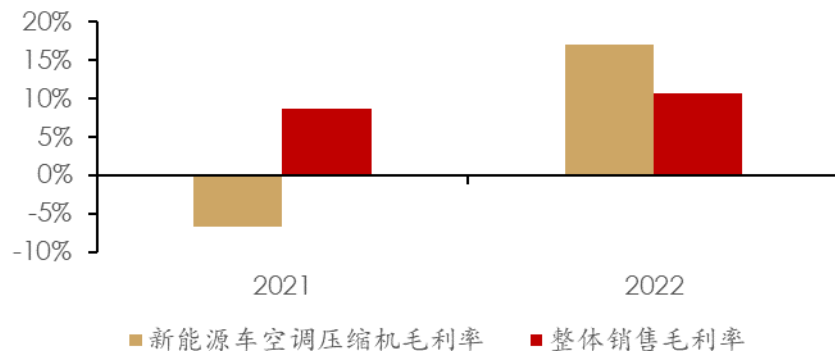
4.3. 电动车空调压缩机高增

- 并购浙江威乐，积极培育增量业务。**公司于2016年底并购了上海威乐汽车空调器有限公司（现更名为浙江威乐新能源压缩机有限公司），积极延伸新能源车热管理领域。协同方面，根据2023年2月3日投关表，冰箱压缩机主要是活塞式压缩机，新能源汽车空调采用涡旋式压缩机，两者在技术上差异较大，但公司长期从事冰压行业的相关生产和管理经验将对威乐公司发展新能源汽车空调压缩机业务提供参考和帮助。
- 电动车热管理业务已进入快速增长阶段。**2022年，公司新能源汽车空调压缩机产、销量分别增长222%、160%，主要系新产品研发配型成功，订单量增加，2023年产销目标为：产销量确保35万台（同比+50%），力争40万台。目前威乐公司合作客户包括上汽通用五菱，易捷特，东风柳汽等。
- 盈利上，**根据公司2023年4月25日投关表，受益自制率提升和协同赋能（电机等）等因素，新能源车压缩机业务大幅减亏，2021、22年毛利率分别-7%、17%，已高于公司整体毛利率。

2021-2022年公司新能源车压缩机销量
(万台)



2021-2022年公司新能源车压缩机毛利率





目录
contents

05 盈利预测



5. 盈利预测

➤ **收入：预计23-25年收入为145、158、171亿元，分别同比+10%、+9%、+8%。其中：**

冰箱压缩机：受益高单价、高盈利的商用、变频占比提升，我们预计收入同比分别9%、8%、6%，毛利率分别12%、13%、13%。

电动车压缩机：受益下游需求增长，我们预计收入分别同比59%、39%、31%，毛利率分别17%、18%、18%。

原材料及配件：该部分业务为公司采购原材料后，外协加工压缩机零部件，预计收入及毛利水平整体平稳。

➤ 利润：

受益产品结构升级、规模效应、降本增效，我们预计公司盈利能力稳步提升。

预计2023-25年归母净利润为2.9、3.3、3.7亿元，分别同比+10%、+12%、+13%，相应EPS分别为0.42/0.47/0.53元。

以23年6月1日收盘价6.8元计算，23/24/25年对应PE分别为16/15/13倍，可比公司23年平均PE为22倍，首次覆盖给予“买入”评级。

单位：百万元		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入		10,453	13,199	13,095	14,463	15,817	17,137
	yoy	9%	26%	-1%	10%	9%	8%
营业成本		9,257	12,057	11,689	12,872	14,042	15,184
	毛利率	11.5%	8.7%	10.7%	11.0%	11.2%	11.4%
冰箱冰柜压缩机		7,117	9,004	9,196	10,047	10,813	11,474
	yoy	12%	27%	2%	9%	8%	6%
	毛利率	12.6%	9.9%	12.2%	12.3%	12.6%	12.9%
原材料及配件		2960	3606	3293	3619	3981	4379
	yoy	8%	22%	-9%	10%	10%	10%
	毛利率	7.7%	4.8%	6.2%	6.5%	6.2%	6.0%
新能源汽车空调压缩机			93	207	329	458	600
	yoy			122%	59%	39%	31%
	毛利率		-6.8%	17.0%	17.5%	18.0%	18.0%
智能扫地机		208	200	162	177	194	212
	yoy	-41%	-4%	-19%	9%	10%	9%
	毛利率	16.5%	10.9%	3.5%	8.0%	8.0%	8.0%
电池		113	207	164	208	270	352
	yoy	30%	84%	-21%	27%	30%	30%
	毛利率	27.1%	18.2%	18.9%	19.0%	19.0%	19.0%
其他业务		56	88	74	84	101	121
	yoy	11%	58%	-16%	14%	20%	20%
	毛利率	15.9%	15.0%	16.9%	16.0%	15.0%	15.0%

股票代码	公司	股价(元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002050.SZ	三花智控	25.12	0.87	1.07	1.30	28.97	23.42	19.29
002011.SZ	盾安环境	12.28	0.69	0.84	1.02	17.76	14.71	12.08
300403.SZ	汉宇集团	7.74	0.40	0.44	0.53	19.57	17.45	14.63
	平均值					22.10	18.52	15.33
000404.SZ	长虹华意	6.8	0.42	0.47	0.53	16.31	14.55	12.86



目录
contents

06 风险提示



6. 风险提示

原材料价格波动、需求波动、新项目推进未达预期风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

5. 盈利预测

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,095	14,463	15,817	17,137	净利润	417	456	516	584
YoY(%)	-0.8%	10.4%	9.4%	8.3%	折旧和摊销	207	135	137	154
营业成本	11,689	12,872	14,042	15,184	营运资金变动	219	292	268	263
营业税金及附加	40	43	47	51	经营活动现金流	887	997	1,049	1,160
销售费用	175	195	215	231	资本开支	-247	-239	-207	-170
管理费用	325	377	416	446	投资	-787	-153	161	-45
财务费用	-83	-51	-78	-103	投资活动现金流	-990	-33	17	-160
研发费用	467	513	574	625	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-39	-123	-120	-122	债务募资	609	39	27	162
投资收益	60	72	63	54	筹资活动现金流	186	-9	-31	100
营业利润	460	502	574	654	现金净流量	92	962	1,034	1,100
营业外收支	1	4	4	3	主要财务指标				
利润总额	461	507	579	658	成长能力 (%)				
所得税	43	51	62	74	营业收入增长率	-0.8%	10.4%	9.4%	8.3%
净利润	417	456	516	584	净利润增长率	41.7%	10.4%	12.1%	13.1%
归属于母公司净利润	263	290	325	368	盈利能力 (%)				
YoY(%)	41.7%	10.4%	12.1%	13.1%	毛利率	10.7%	11.0%	11.2%	11.4%
每股收益	0.38	0.42	0.47	0.53	净利率	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率ROA	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%
货币资金	3,900	4,862	5,896	6,996	净资产收益率ROE	7.3%	7.4%	7.7%	8.0%
预付款项	151	161	183	194	偿债能力 (%)				
存货	1,496	1,543	1,609	1,685	流动比率	1.23	1.25	1.28	1.32
其他流动资产	3,378	3,459	3,610	3,732	速动比率	0.93	1.01	1.05	1.10
流动资产合计	8,925	10,025	11,296	12,607	现金比率	0.54	0.61	0.67	0.73
长期股权投资	181	186	191	196	资产负债率	61.1%	61.2%	61.2%	60.8%
固定资产	1,529	1,622	1,655	1,656	经营效率 (%)				
无形资产	276	269	266	259	总资产周转率	1.08	1.10	1.09	1.08
非流动资产合计	3,649	3,793	3,851	3,855	每股指标 (元)				
资产合计	12,573	13,819	15,148	16,462	每股收益	0.38	0.42	0.47	0.53
短期借款	1,226	1,206	1,225	1,364	每股净资产	5.16	5.60	6.07	6.60
应付账款及票据	5,319	6,043	6,709	7,212	每股经营现金流	1.27	1.43	1.51	1.67
其他流动负债	694	776	910	987	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	7,239	8,025	8,844	9,563	估值分析				
长期借款	170	149	143	154	PE	18.01	16.31	14.55	12.86
其他长期负债	280	288	288	288	PB	1.06	1.21	1.12	1.03
非流动负债合计	450	438	431	442					
负债合计	7,688	8,462	9,275	10,005					
股本	696	696	696	696					
少数股东权益	1,291	1,457	1,648	1,864					
股东权益合计	4,885	5,356	5,872	6,456					
负债和股东权益合计	12,573	13,819	15,148	16,462					

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

喇睿萌：家电行业研究助理，2023年3月加入华西证券，此前就职于中泰证券、东兴证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。