

## 大幅折价，增发值得参与

华意压缩 (000404.SZ)

谨慎推荐

### 核心观点:

#### 1. 报告背景

公司启动定向增发，拟募集 11 亿元，增发底价 4.68 元。其中大股东长虹电器拟认购 3 亿元。

公司公告，预计 2012 年业绩增长 230%-280%，EPS 0.31 -0.36 元。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一) 冰箱压缩机行业龙头，份额还在提升中

公司是国内规模最大的冰箱压缩机生产厂商，连续十年居国内首位，全球份额在 15% 以上，连续两年位居全球第二。冰箱行业结构升级，加速行业内小企业退出市场，龙头份额还在逐步提升。2011 年华意压缩在国内市场占有率超过 23%，到 2012 年上半年已达 26%，份额提升明显。

##### (二) 出口还有较大增长空间

2009 年以来，国外厂商由于冰箱压缩机制造成本高、盈利能力降低，份额下滑，给国内压缩机企业出口市场提供增长空间。2011 年、2012 年公司出口连续保持 30% 以上增长，过往六年连续出口第一，与海外主流冰箱品牌制造商建立了长期战略合作。随着外资竞争力下降，公司出口发挥在规模、成本、认证、客户等多方面竞争力，还将持续扩大领先优势，公司未来出口份额还有较大提升空间。

##### (三) 抓住行业升级趋势，发展高端产品，提升盈利水平

消费升级趋势下，国内市场冰箱高端化趋势明朗。超高效以及变频压缩机需求也逐步成为主流。公司注重技术研发，是国内唯一能够批量生产超高效、变频压缩机以及掌握系列化商用压缩机技术厂商。此次增发募投项目，公司拟新增 500 万台超高效和变频压缩机产量，新增 600 万台高效商用压缩机，有利于公司抓住行业升级趋势，优化产品结构，提高高端压缩机市场占比，促进规模增长，提升盈利水平。

##### (四) 募投项目进展迅速，将很快贡献业绩

公司两项产能扩张项目，建设周期短，产能释放快。其中 500 万台超高效和变频压缩机项目已于 2012 年 11 月投产，预计 2013 年就开始陆续贡献业绩。目前国内冰箱制造企业主要通过外资供应商采购，成本较高。公司产能释放后，具备成本优势和客户资源优势，预计产能能够很快消化。由于超高能效以及变频压缩机产品单价高，毛利率水平高 (30% 以上)，产能释放后，将带来公司收入规模和盈利水平较快增长。

#### 3. 投资建议

假设增发后新增股本 2.35 亿股，摊薄后预计公司 13/14 年 EPS 分别为 0.35 元和 0.46 元。公司销售净利率较低，业绩弹性很大。目前公司 PS 估值仅 0.3 倍，估值较低，对于具有核心技术优势的制造企业而言，PS 估值在中期看是有价值的。公司增发底价 4.68 元，对应目前股价有 38% 左右折价，综合考虑各方面因素，公司增发项目值得参与。

**4. 风险提示:** 冰箱行业销售持续低迷；压缩机高端化趋势进展缓慢；募投项目达产低于预期。

#### 分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

郝雪梅

☎: 0755-82838453

✉: haoxue mei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

特此鸣谢

林寰宇 0755-82837313

(Linhuanyu\_yj@chinastock.com.cn)

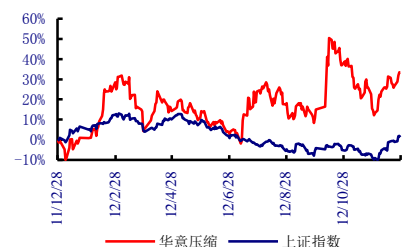
对本报告的编制提供信息

#### 市场数据

时间 2013.1.21

A 股收盘价(元)	6.49
A 股一年内最高价(元)	6.69
A 股一年内最低价(元)	3.93
上证指数	2328.22
市净率	3.20
总股本(万股)	32458.12
实际流通 A 股(万股)	22746.87
限售的流通 A 股(万股)	9711.25
流通 A 股市值(亿元)	14.76

#### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

#### 相关研究

## 目 录

<b>一、公司简介:</b>	<b>1</b>
(一) 冰箱压缩机行业龙头	1
(二) 收入规模稳步增长	1
(三) 收入构成拆分	1
(四) 盈利能力提升明显	2
(五) 公司股权结构:	3
<b>二、行业概述:</b>	<b>4</b>
(一) 冰箱产销情况决定压缩机市场需求	4
(二) 冰箱压缩机高端化发展	5
(三) 冰箱压缩机行业集中度还在提升	5
(四) 压缩机出口市场还有较大增长空间	6
<b>三、公司核心竞争优势:</b>	<b>7</b>
(一) 技术领先	7
(二) 产品领先	7
(三) 规模优势	8
(四) 拥有优秀客户群, 客户黏性大	9
(五) 大股东支持力度大, 发挥资源协同效应	9
<b>四、募投项目提高竞争力</b>	<b>9</b>
(一) 新增高端压缩机产能, 优化产品结构	10
(二) 增产高效和商用压缩机, 向商用机市场扩展	11
(三) 加强研发能力, 稳固公司市场领先地位	11
<b>五、公司未来增长点:</b>	<b>12</b>
(一) 城镇化推进带来持续的市场需求	12
(二) 出口还有较大增长空间	13
(三) 消费升级促进产品升级换代, 有利于公司抢占高端份额	13
(四) 募投项目进展迅速, 将很快贡献业绩	14
<b>六、盈利预测及投资建议:</b>	<b>15</b>
<b>附注:</b>	<b>16</b>

## 一、公司简介：

### （一）冰箱压缩机行业龙头

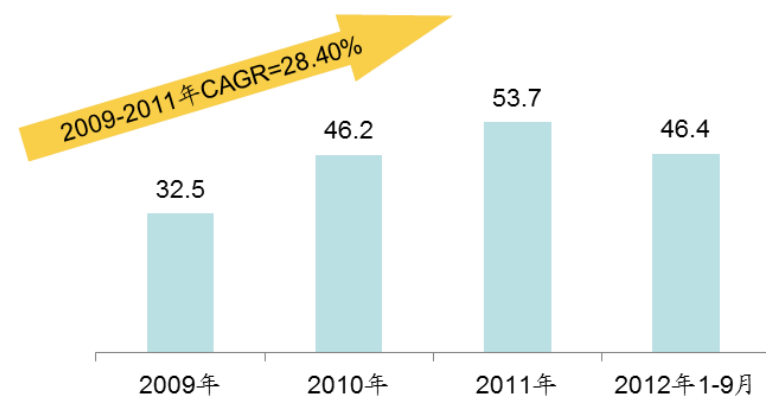
公司成立于 1996 年，2007 年末长虹入主。经过多年的发展，公司已成为国内规模最大的冰箱压缩机生产厂商。2011 年，公司销售压缩机 2410 万台，同比分别增长 15.2%。其中出口压缩机 700 万台，同比增长 40.4%。内销量 1710 万台，同比增长 7.3%。国内市场占有率为 23.4%，连续十年位居国内行业的首位，连续两年位居全球行业第二位。

### （二）收入规模稳步增长

2011 年，公司实现总收入 53.7 亿元，同比增长 16.3%，相比 2009 年复合增长 28.4%。

2012 年 1-9 月，公司实现总收入 46.4 亿元，同比增长 7.2%，其中三季度实现收入 16.1 亿元，同比增 22.5%。三季度收入出现恢复性增长，主要受益下游冰箱企业在库存清理完毕后加大冰箱生产和出货。

图 1：公司收入规模及增长（单位：亿；%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### （三）收入构成拆分

公司主营业务收入主要包括压缩机、压缩机配件及其他，公司专注于压缩机的生产与销售，主营业务几乎全部来源于压缩机生产销售。

公司压缩机销售目前内销占比较高，内销约占六成左右。随着国内市场增长放缓，公司加大出口力度。2011 年公司出口收入约占公司收入 30% 左右。目前公司出口比重还在不断提升，2012 年上半年出口增长 21.5%，出口占比提升到 33%，2012 年 1-9 月出口增长 48%，占比提升至 38%。

公司出口主要销往欧洲和中东等地区，2011 年出口业务拓展到巴西、智利、立陶宛等发展中国家。公司压缩机出口连续六年出口国内行业第一。未来还将扩大出口规模，抢占全球份额，出口增长将构成公司重要增长点。

**表 1：公司主营收入分产品（单位：百万，%）**

项目	2012 年 1-6 月		2011 年		2010 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
压缩机	2770	99.96%	4733	99.93%	4128	99.97%
配件	1.1	0.04%	3	0.06%	1.1	0.03%
其他	—	—	12.76	0.00%	—	—
合计	2771	100.00%	4736	100.00%	4129	100.00%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

**表 2：2011 年收入分地区构成（单位：百万，%）**

分产品	营业收入 (2011)	收入占比 构成	营业收入同比	营业收入 (2010)	收入占比 构成
国内	3,303	69.7%	6.5%	3,100	79.3%
国外	1,433	30.3%	39.3%	1,029	20.7%
合计	4,736	100.0%	14.7%	4,129	100.0%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

**表 3：2012 年上半年收入分地区构成（单位：百万，%）**

分产品	营业收入 (2012H1)	收入占比 构成	营业收入同比	营业收入 (2011H1)	收入占比 构成
国内	1,837	66.3%	-4.0%	1,913	71.3%
国外	934	33.7%	21.5%	769	28.7%
合计	2,771	100.0%	3.3%	2,682	100.0%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

#### （四）盈利能力提升明显

2010 年以来，受原材料价格大幅波动以及人工成本上升等因素影响，公司盈利水平较低。2010 年和 2011 年公司净利润率分别为 0.4% 和 0.6%。较低净利率下，公司业绩改善空间大，利润弹性大。

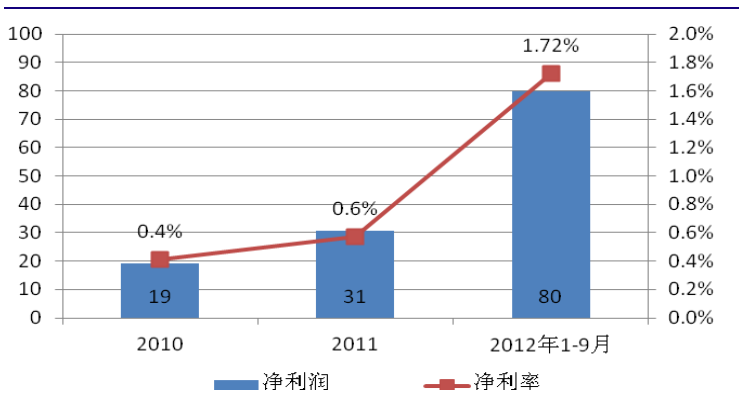
2012 年以来，随着公司变频压缩机等高端产品占比提升，产品结构优化，公司净利率提升到 2% 左右水平，前三季度实现净利润 7988 万元，同比增三倍，净利率达 1.72%。仍有很大提升空间。

公司已发布 2012 年业绩预增公告，预计 2012 年业绩增长 230%-280%，EPS 0.31 -0.36 元。

2012 年业绩大幅提升的主要原因包括：

- (1) 随着公司规模扩大，议价能力增强，毛利提升；
- (2) 冰箱节能惠民工程效果显现，高效冰箱需求增大，公司变频压缩机等高端产品占比提升，产品结构优化，毛利率大幅提升 4.2 个百分点至 13.2%；
- (3) 加强原材料价格管控，通过成本锁定规避原材料价格波动风险；
- (4) 加强汇率风险规避，实现汇兑收益，减少财务成本。1-9 月，公司净利率提升到 1.7% 左右水平，而去年同期仅为 0.4%，盈利能力提升明显。

图 2：净利及净利率（单位：百万，%）



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

表 4：2012 年上半年毛利率分地区（单位：%）

分地区	毛利率 (2012H1)	毛利率 (2011H1)	毛利率同比
国内	14.9%	8.8%	6.0%
国外	10.5%	10.9%	-0.3%
合计	13.4%	9.4%	4.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

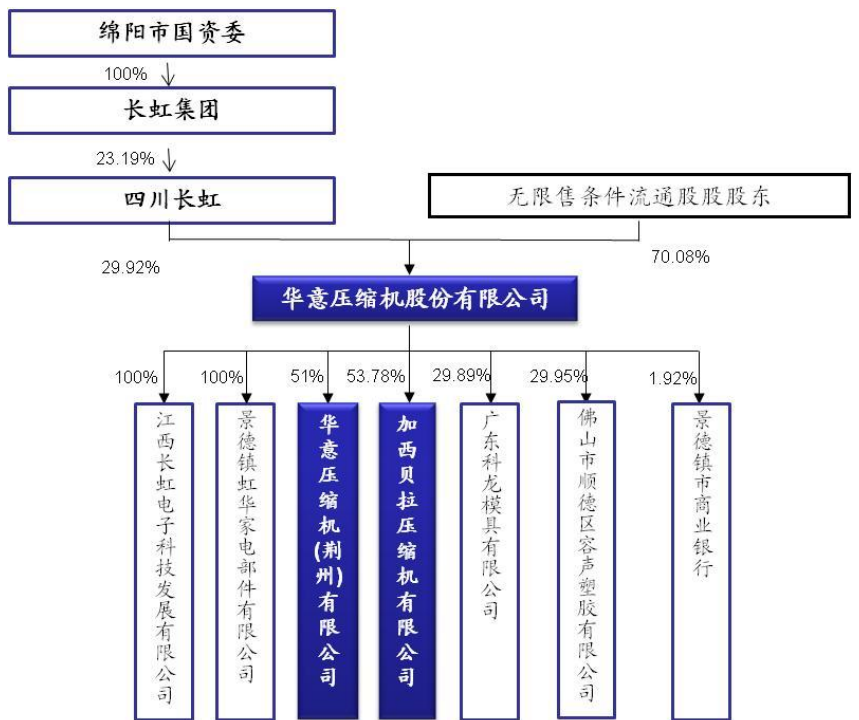
### （五）公司股权结构：

目前公司总股本 3.25 亿。大股东为四川长虹，目前持有公司约 30% 左右股权，为公司控股股东。

华意本部、加西贝拉和华意荆州是公司从事冰箱压缩机业务的主要实体。

2012 年 11 月，公司公告拟发行不超过 3 亿股，募集资金不超过 11 亿元用于变频压缩机以及商用压缩机扩产项目，其中大股东四川长虹拟认购其中的 3 亿元。

图 3：公司发行前股权架构图



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

## 二、行业概述：

### （一）冰箱产销情况决定压缩机市场需求

公司所生产的冰箱压缩机行业，属于冰箱产品配套核心配件。下游冰箱的产销情况直接决定了上游压缩机的需求情况。

冰箱行业经过 2010 年、2011 年两年高速增长，同比增速放缓也在市场预期之中。历史数据上看，相比 2010 年之前，2012 年单月销量的绝对额也属于历史较高水平，这表明 2012 年同比下滑有 2011 年高基数的原因。下一阶段，随着冰箱库存消化完成，企业逐步加大出货，冰箱也在缓慢复苏中。

目前我国冰箱保有量还有一定提升空间。2011 年，城镇冰箱保有量每百户达 97.2 台，同比 2010 年增加 0.8 台/百户；农村冰箱保有量已达 61.5 台/百户，相比 2010 年提升 16.3 台/百户。未来，随着新型城镇化的实现，保有量还有提升空间。

经过家电下乡的普及，售后、营销网络建设到位，促进了农村家电消费习惯的形成，未来农村保有量还有提升空间。

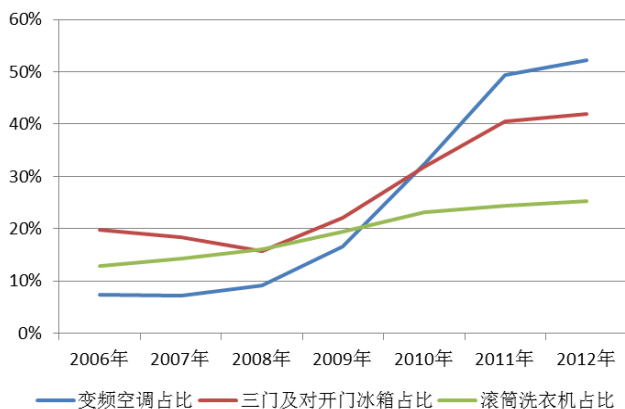
随着城镇化进程深化，酒店、宾馆、学校等公共地区增多，促进冰箱工程机（非家庭用）需求市场的增长，非家庭用冰箱需求增长将成为未来冰箱市场重要增长点。

随着居民收入水平的提升，消费升级趋势非常明显，冰箱向大容量、节能变频等高端化发



展。根据中怡康监测主要城市终端产品均价，2012年冰箱均价相比2006年上涨13%，三门以上冰箱需求已占冰箱需求四成以上。冰箱高端化，又进一步促进冰箱更新替换需求。

图 4：白电行业高端产品销量占比走势（单位：%）



资料来源：中怡康，中国银河证券研究部

冰箱出口占比较低，随着日本家电业的整体衰退，我国冰箱企业制造能力逐步加强，冰箱出口竞争力还将持续加强。

## （二）冰箱压缩机高端化发展

2011年，国内压缩机销量约为7500万台左右。2011年下半年以来，冰箱行业步入去库存阶段，冰箱厂商加大库存消化，减少冰箱生产，造成上游压缩机产销量有所下降。

由于变频冰箱“快速制冷，可变制冷，低速维持，节电节能”及噪音低等多种优点，变频冰箱正在受到更多高端用户的青睐。目前，全球变频冰箱的市场份额约在5%左右，其中日本的普及率高达65%，欧洲的市场份额则还不到10%。

国内市场冰箱高端化趋势明朗，在一二线城市中，变频冰箱占比已从2011年7%左右提升到2012年末13%左右水平。随着冰箱能效指标要求的不断提高，对冰箱压缩机的能效指标要求也不断提高，压缩机行业产品升级，加快技术水平低的小企业退出市场，行业格局进一步集中。

## （三）冰箱压缩机行业集中度还在提升

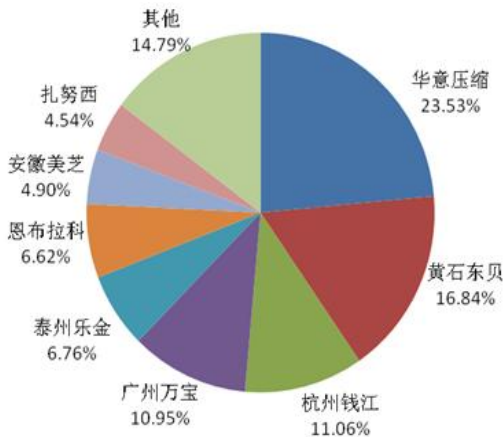
冰箱压缩机行业经过多年的发展，行业格局初步形成。目前冰箱整机企业主要通过外购压缩机方式进行整机生产，这主要由于：1) 冰箱压缩机相比整机进入门槛低，行业竞争激烈，整体盈利水平也较冰箱品牌企业低，品牌制造商没有动力进入压缩机行业。2) 行业专业分工下，冰箱压缩机行业已形成相对成熟的产业配套，从经济效益出发，品牌制造商也不会大举进入压缩机行业。

压缩机行业伴随着我国冰箱行业的发展，发展至今已相对成熟，行业也完成了初步的集中。冰箱压缩机行业开始向超高能效、变频等方向发展。对压缩机制造企业的技术能力、规模、成

本等各方面提出了更高的要求。随着冰箱行业整体增速放缓，行业竞争加剧，加快行业内小企业退出市场，龙头份额还在逐步提升中。

目前主要压缩机制造企业包括华意压缩、黄石东贝、钱江、万宝以及恩布拉科等企业。**2011年华意压缩在国内市场占有率超过23%，到2012年上半年已达26%，份额提升明显。**

图 5: 2011年国内主要冰箱压缩机品牌市场分额(单位:万台,%)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究部

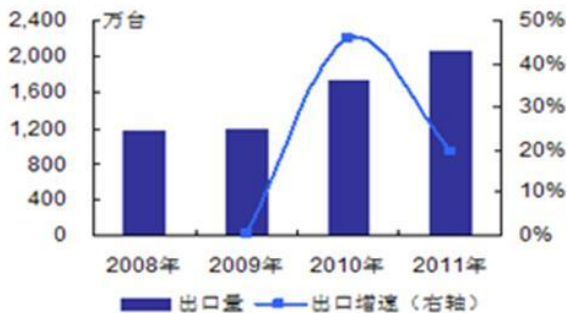
#### (四) 压缩机出口市场还有较大增长空间

2009年,全球压缩机市场需求总量为1.6亿台。按年均5%的增长速度,到2015年将达到2亿台。

一方面,国外厂商由于冰箱压缩机制造成本高、盈利能力下降;另一方面,随着冰箱产能逐步向中国转移,带动冰箱配件产业链也向国内转移,海外压缩机企业逐步减少对压缩机产业投资,加快产业转移。

国内压缩机厂商,背靠庞大的内需,更容易形成规模优势,成本优势明显。内资压缩机企业积极向海外拓展,利用成本上优势,迅速抢占份额,带来我国压缩机出口市场近两年的迅猛发展。2010年和2011年,我国压缩机出口分别增长45%和20%左右。

图 6: 我国压缩机出口量及增长(单位:万台,%)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究部



### 三、公司核心竞争优势：

#### (一) 技术领先

公司注重技术研发，研发技术一直保持行业领先水平。早在 20 世纪 90 年代初，公司在行业内最先引进美国泰康公司最新无氟技术，从日本、德国、澳大利亚等国引进现代化设备，建成我国首条年产 100 万台无氟压缩机生产线。率先在国内举起环保大旗，是国内最先淘汰 R12 而采用 R134A 新制冷工质的企业，并首家推出无氟制冷压缩机。1996 年公司通过 ISO9001 质量体系认证，成为我国无氟压缩机的主要生产、出口基地之一。

公司作为压缩机行业龙头，压缩机各项技术指标均达到国际先进水平。产品先后通过 CCEE、CB、VDE、TUV、UL 和 3C 等认证。“华意”牌压缩机先后荣获“中国名牌”和“中国驰名商标”称号。

加西贝拉作为中国冰箱压缩机行业中的骨干企业之一，率先组织生产符合环保要求、适合中国市场的高端型“无氟”压缩机产品，以较大的市场占有率和稳定的产品质量位居行业领先地位。

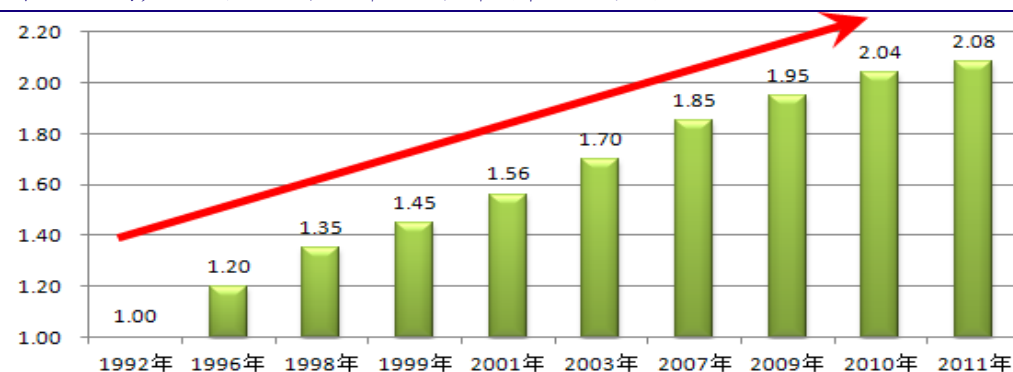
公司建立国内行业首家压缩机技术院士工作站，并建有设施完备的国家级企业技术中心，拥有小型化、高效化、变频化、多样化和模块化的五大核心技术。目前，公司是国内唯一批量生产超高效、变频压缩机厂商，也是国内唯一掌握系列化商用压缩机技术厂商。

#### (二) 产品领先

公司在技术上的先发优势，为公司在高效、节能环保压缩机产品上取得领先优势，提供了保障。

我们以压缩机性能系数（单位电量下产生的热量）来测算压缩机工作性能，COP 值越高，产品能效越高。2011 年，公司产压缩机性能系数已达 2.08，每年稳步提升。

图 7：公司产压缩机 COP 值逐年大幅提升（单位：Q/W）



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

由于变频冰箱“快速制冷，可变制冷，低速维持，节电节能”及噪音低等多种优点，变频冰箱正在受到更多高端用户的青睐。以变频为代表的高能效冰箱将成为消费的主流。相应，高能

效以及变频冰箱压缩机需求正不断增长。

公司在高效变频技术上有多年的累积，目前在高效、超高效以及变频压缩机上已取得先发优势。此次增发募投项目之一，拟投入 6 亿元进行超高效变频压缩机产能建设项目，扩大公司规模优势。

高效压缩机相比普通压缩机拥有更高的盈利水平。目前**高效、超高效、变频压缩机**的**毛利率分别为 16%、31%、35%**，普通压缩机毛利率仅**10%左右**。随着公司超高效压缩机收入占比提升，将有效提升公司整体毛利率和盈利水平。

表 5: 公司产品结构演变情况 (单位: 万台, %)

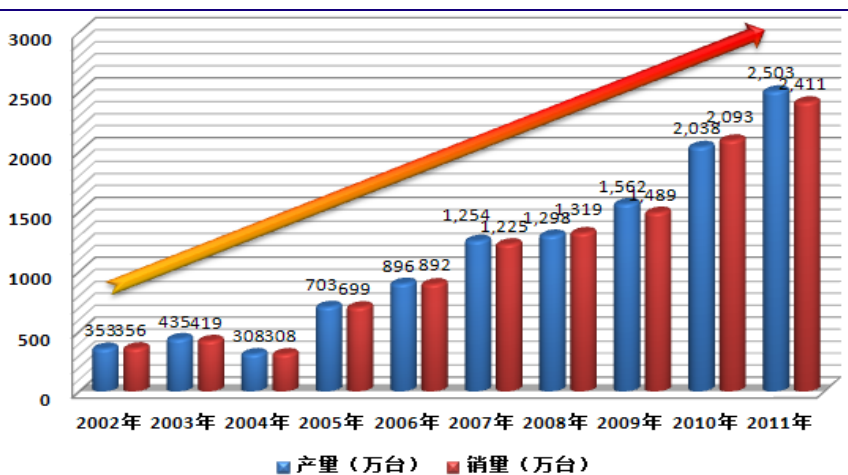
年度		COP 值 < 1.60 家用产品及中 低端商用产品	COP 值在 1.60-1.75 家用产品	COP 值在 1.75-1.95 家用产品	COP 值 ≥ 1.95 家用产品及 变频压缩机	全部
2009 年	销量	691	640	147	12	1489
	比例	46.4%	43.0%	9.9%	0.8%	100.00%
2010 年	销量	708	1052	289	44	2092
	比例	33.8%	50.3%	13.8%	2.1%	100.00%
2011 年	销量	827	1059	452	87	2424
	比例	34.1%	43.7%	18.6%	3.6%	100.0%

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

### (三) 规模优势

公司是国内生产规模国内最大，全球第二大的冰箱压缩机制造商。2011 年公司压缩机国内市占率 23.4%，连续十年居国内行业首位，连续两年位居全球行业第二位。

图 8: 公司产销量规模及增长 (单位: 万台; %)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司依托强大的市场地位，规模优势明显：

- 1) 固定成本充分摊薄，具备较强成本优势，份额提升后，盈利能力还将逐步提升。
- 2) 较大的规模能够支撑领先的研发，保持技术领先水平。

3) 市场影响力增强, 上下游谈判能力加强, 提升产业链议价权。

4) 受益于强大的规模, 公司在当地创造大量的就业, 税收, 对政府的影响力也大, 因而能够获取更多的政府资源。

5) 行业龙头地位下, 公司作为国家冰箱压缩机组长单位, 拥有行业话语权, 能够参与制定行业政策、行业标准。

这些优势用好用足都能够为企业的后续发展产生非常重大的影响。

#### (四) 拥有优秀客户群, 客户黏性大

公司在多年的发展中, 规模不断壮大, 与主流的下游冰箱制造企业建立了长期合作关系。

压缩机作为冰箱产品的核心部件, 整机厂商对压缩机供应商选择上较为谨慎, 特别是主流冰箱品牌, 为保证冰箱产品质量和品牌形象, 对供应商的质量控制、供应链反应速度、技术水平等均要求较高, 确定供应商后, 也不会轻易改变供应商, 压缩机客户黏性较大。

公司产品客户, 覆盖全球前十大冰箱品牌。公司是国内冰箱压缩机行业中, 唯一一家博世西门子 A 级供应商, 荣获家电第一品牌西门子的“全球优秀供应商”称号, 在海尔、科龙品牌的高端冰箱产品匹配上也一直处于领先。

产品销往全球 26 个国家, 全球市场份额超过 15%。目前公司压缩机品牌加西贝拉已分别与德国西门子、瑞典伊莱克斯、西班牙法格、意大利伊黛西、三星、海尔、海信、美的、美菱等国内外一批一流冰箱企业建立了长期战略合作关系, 成为这些用户的优秀供应商。

#### (五) 大股东支持力度大, 发挥资源协同效应

公司大股东长虹集团, 旗下拥有美菱电器、华意压缩等白电资产。集团对公司的战略定位明确, 即为公司的白电核心器件平台, 集团较为重视。通过资金支持、人才培养和输送、管理经验嫁接、共建渠道等方式, 资源共享, 打通产业链, 发挥产业协同优势。

2012 年公司增发项目, 大股东承诺认购 3 亿元, 从资金上最大力度的支持公司的发展。

大股东旗下美菱电器, 每年冰箱销量超过 400 万台, 能够最大程度消化公司高端压缩机新增产能, 发挥长虹系产业链优势, 实现资源协同。

### 四、募投项目提高竞争力

公司拟发行不超过 3 亿股本, 募集资金 11 亿元, 用于超高效和变频压缩机、商用压缩机以及研究与建设等项目的投资。募投项目完成后, 将进一步优化公司产品结构和盈利能力, 扩大公司核心优势。

(1) 新建年产 500 万台超高效和变频压缩机生产线项目, 总投资 6.98 亿元, 拟投入募集资金 3.22 亿元。

(2) 新建年产 600 万台高效和商用压缩机生产线项目, 总投资 4.8 亿元, 拟投入募集资

金 4 亿元。

(3) 华意压缩技术研究院建设项目，总投资 0.80 亿元，拟投入募集资金 0.78 亿元。

(4) 补充流动资金，拟投入募集资金 3 亿元。预计募集资金到位后 2013 年节约财务费用 4000 万元。

表 6：公司募投项目（单位：万元，%）

项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资 金金额 (万元)
新建年产 500 万台超高效和变频压缩机生产线项目	69,758	32,200
新建年产 600 万台高效和商用压缩机生产线项目	48,000	40,000
华意压缩技术研究院建设项目	8,000	7,800
补充流动资金	30,000	30,000
合计	155,758	110,000

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### （一）新增高端压缩机产能，优化产品结构

公司拟投入 6.98 亿元，其中拟投入募集资金 3.2 亿元，自有资金与加西贝拉其他股东同时按比例增资加西贝拉，用于投资新建年产 500 万台超高效和变频压缩机生产线项目，项目实施主体为加西贝拉。

加西贝拉通过自主产品研发，结合国际上先进高效、变频电冰箱压缩机技术，引进关键生产设备，并以国产设备相配套，形成二班制年产 500 万台超高效和变频电冰箱压缩机生产线。项目建成后，将使加西贝拉成为一个工艺装备先进、高效变频压缩机的行业示范化工厂，为促进产业转型升级做出表率，并显著增强公司的综合竞争力。

加西贝拉目前已具备 1500 多万台的年生产能力，该项目的实施完成后将新增 500 万台超高效和变频压缩机的年生产能力，从而实现年产 2000 万台的总生产规模。对于全球约 2 亿台的整个冰箱压缩机市场需求而言，加西贝拉所占的市场份额约 10%。

公司已于 2012 年末使用自有资金先行投入项目建设，预计 2013 年末开始逐步释放产能。项目完全达产后每年可增加净利润约 1.22 亿元。按本次发行上限 2.35 亿股估算，完全达产后每年可增加摊薄后每股收益约 0.12 元。

表 7：超高效和变频压缩机项目产能释放情况（单位：万元，%）

序号	产品型号	第一年(建设期)	第二年	第三年	第四年
1	NE 型高效压缩机	80	200	400	400
2	VNC 型变频压缩机		30	55	80
3	VNM 型变频移动压缩机		0	5	20
	合计	80	230	460	500

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## （二）增产高效和商用压缩机，向商用机市场扩展

随着消费升级以及城镇化进程深入，人们对旅游、娱乐等消费活动也在逐步增加。新增商城、酒店、学校以及办公室等公共场所，带来商用冰箱需求的增加。

目前，轻型商用压缩机全球年需求量约 2,800 万台左右。其中，用于小型冷柜、制冰机和饮水机的轻型商用压缩机约 1,200 万台左右，主要供应商为中国的丹甫、白雪、华意荆州等公司；其它用途的轻型商用压缩机约 1600 万台左右，主要供应商为国外的 Tecumesh、Embraco、Danfoss、KK 等公司。预计在未来五年，轻型商用压缩机每年需求的增量在 10% 左右，其中主要来自于中国市场的迅速增长。

商用压缩机市场长期被国外企业垄断，产品毛利率相比普通压缩机较高。公司也在加紧在商用冰箱压缩机领域布局。此次募投项目之一，拟投入 4.8 亿元，使用募集资金 4 亿元，进行 600 万台高效和商用压缩机产能建设项目，项目实施主体为公司全资子公司江西长虹。项目投产将替补国内企业空白，大幅提升公司盈利能力。

公司拟通过增资江西长虹，江西长虹拟采购国际先进的压缩机生产线及配套的检测设备，以形成年产 600 万台冰箱压缩机的生产能力。从而实现华意压缩景德镇生产基地（含华意压缩本部和江西长虹）1200 万台的年生产规模，形成产业规模优势，发挥公司研发和市场上的优势。

项目预计第二年开始逐步达产。预计完全达产后每年可增加净利润约 0.58 亿元。按本次发行上限 2.35 亿股估算，完全达产后每年可增加摊薄后每股收益约 0.10 元

表 8：公司高效和商用压缩机项目（单位：万台）

产品系列			第一年	第二年	第三年
HYS	70-110W		60	120	180
	110-150W		140	200	220
小计		建设期	200	320	400
HYC	普效	一年	30	50	70
	高效		70	110	130
小计			100	160	200
年度合计			300	480	600

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## （三）加强研发能力，稳固公司市场领先地位

技术优势是公司领先于行业竞争对手的竞争优势之一。通过提高公司研发技术水平和技术创新能力，提高产品的性能和技术含量以及更新换代，是公司保持市场领先地位以及较高盈利水平的关键。



公司拟投资 8000 万元，其中使用募投资金 7800 万元，用于技术研究院建设。研发大楼拟设置性能测试、可靠性试验、噪声测试、应用、精测、电机、电子、结构仿真、流体&热力学仿真、声学仿真、润滑、材料等 12 个软件和设施齐全的专业实验室，以及研发人员的办公场所。

技术研究院建成后，公司拟每年推出自主研发的新产品 2 项，形成专利技术 15 项以上（其中发明专利 5 项以上），在冰箱压缩机市场形成极具竞争优势的产品结构，在高效、变频、小型化等技术方面赶超国际一流企业，从而进一步巩固提升公司在冰箱压缩机领域的行业龙头地位。技术研究院还将在高端商用、移动和冷凝单元等业务领域深入研究，产品结构将从家用向高端商业领域拓展，并推出高端商用压缩机、移动压缩机和集成冷凝单元等技术含量高、发展前景广阔的新产品，从而有利于公司在未来形成新的利润增长点。

## 五、公司未来增长点：

### （一）城镇化推进带来持续的市场需求

短期看，冰箱行业在完成库存清理后，将恢复缓慢增长。中长期看，随着城镇化进程的不断深入，我国冰箱市场整体需求还将持续。

一方面，城镇化水平持续提升，制度变迁推动城镇化走向深化，促进城镇农民工消费水平提升。目前我国城镇化率超过 50%，但与发达国家 80% 以上的城市化率相比，仍有较大提升空间。据中国指数研究院预计，2020 年中国城市化率将达到 60%，未来 10 多年，预计中国城市化水平将保持年均 1% 的增长速度，约有 1.5 亿农村人口转为城镇人口，将带来新增冰箱需求。中国仍处于城镇化加速时期，一个城镇家庭的家电消费是远远高于农村家庭的。

- （1）城市化率提升，新增城镇人口带来冰箱需求新增量。
- （2）城镇居民现有家庭冰箱保有量的提升。
- （3）居民收入提高后，农村保有量的提升带来农村新增需求。
- （4）城镇与农村的更新需求则主要来自于更新周期内的冰箱存量。
- （5）城镇化水平提升后，餐馆、酒店等需求增多，非家庭用冰箱需求还将大幅增加。

另一方面，中国目前 50% 的城镇化率存在一定“伪城镇化”的问题。中国城镇人口中，还包含大量进城务工的农民工（含家属约 1.7 亿人口）。该人群虽然身居城市，但因为公共服务没有落实到位，后续担心生计非常高，因而储蓄高，而消费倾向很小。未来随着城镇化的二次深化，上述中低收入的非户籍人口收入会加速上涨，另外相关制度逐步改善，会极大地提高他们的消费倾向，另外随着成长经历，年龄结构的变化也会促进这部分人群的收入倾向提升，这将成为未来中低端消费的重要增量，冰箱需求也会充分受益。

中长期看，下游冰箱总需求量持续，对冰箱压缩机需求也将维持温和增长。公司国内份额居行业第一位，规模优势明显，城镇化深入推动行业增长，公司受益明显。



## （二）出口还有较大增长空间

2009 年以来，中国厂商在海外拓展的过程中迅速通过规模与成本优势抢夺海外厂商市场份额，拉低行业整体盈利能力。而国外厂商由于冰箱压缩机制造成本高、盈利能力下降。随着海外部分厂商由于竞争力下降，预计将逐步退出该领域，给国内压缩机企业出口市场提供增长空间。

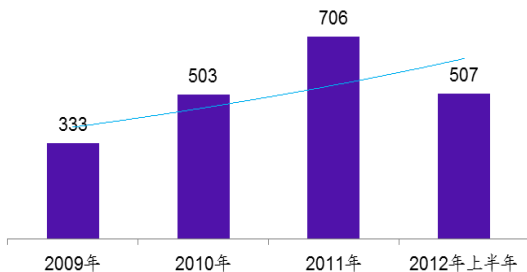
目前，公司已连续六年出口国内行业第一，连续两年居全球份额第二名，产品销往全球 26 个国家，全球市场份额超过 15%，取得多国质量认证，出口规模优势明显。

公司在出口领域建立了稳定的客户群，与伊莱克斯、博世、西门子、尹黛喜、法格、VESTEL、Arcelik、BEKO Candy、Gorenje、Whirlpool、Snaige JSC(立陶宛 SnaigeJXSG)、CTI、COOL、'ARCELIK A S(土耳其阿奇立克 AT)等建立长期合作关系。

2011 年以来，公司出口保持高速增长。2011 年，公司出口收入 14.3 亿元，同比增长 39%，2012 年上半年，出口逆势增长 21.5%，1-9 月，出口增长 48%，保持高速增长势头。

随着外资竞争力下降，公司发挥在规模、成本、认证、客户等多方面的具备较强竞争力，扩大领先优势，公司未来出口份额还有较大提升空间。

图 9：公司压缩机出口销量（单位：万台）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究部

## （三）消费升级促进产品升级换代，有利于公司抢占高端份额

冰箱高端化趋势明朗，国家自 2007 年以来推出的一系列消费刺激政策，推动高能效冰箱市场的开展。

在一二线城市中，变频冰箱占比已从 2011 年 7% 左右提升到 2012 年末 13% 左右水平。随着冰箱能效指标要求的不断提高，对冰箱变频压缩机的能效指标要求也不断提高，加快技术水平低的小企业退出市场，行业格局进一步集中。

公司在高能效以及变频压缩机上，拥有领先的技术，是国内唯一一家能够批量生产超高能效、变频压缩机厂商。公司紧紧抓住行业发展趋势，快速抢占份额，2011 年华意压缩在国内市场占有率超过 23%，到 2012 年上半年已达 26%，份额提升明显。公司募投 500 万台超高能效变频压缩机项目已于 2012 年末开工，预计 2013 年末达产。达产后，公司在高端压缩机上产

能大幅扩充，有利于公司加快产品结构优化，扩大技术优势和先发优势。未来公司作为凭借品牌优势和规模优势，能够挤压中小竞争对手份额，蚕食更多市场份额，实现超行业增长。

表 9：国家节能补贴政策促进冰箱产品升级换代

日期	相关政策
2012 年 6 月	财政部、国家发改委、工业和信息化部联合发布“关于印发《节能产品惠民工程高效节能家用电冰箱推广实施细则》的通知(财建[2012]276 号)，确定支持推广及补贴的产品为能效 1 级的电机驱动压缩式家用电冰箱。
2010 年 5 月	商务部、财政部、环保部三部委联合发布《家电以旧换新推广工作方案》
2009 年 6 月	国务院办公厅下发《关于转发发展改革委等部门促进扩大内需鼓励汽车家电以旧换新实施方案的通知》
2008 年 11 月	财政部、商务部、工业和信息化部联合下发《关于全国推广家电下乡工作的通知》
2008 年 10 月	财政部、商务部联合下发“关于印发《家电下乡试点工作实施方案》”

资料来源：中国银河证券研究部

#### (四) 募投项目进展迅速，将很快贡献业绩

公司两个主要募投项目 500 万台超高效和变频压缩机，600 万台高效商用压缩机建设周期短，产能释放快。其中 500 万台超高效和变频压缩机项目已于 2012 年 11 月投产，预计 2013 年就开始陆续贡献收入。

目前国内高效压缩机供应商有限，国内冰箱制造企业主要通过外资供应商采购，成本较高。公司项目产能释放后，一方面具备较好成本优势，另一方面，公司与主流冰箱生产企业保持较好合作关系，产品市场接受程度高，预计公司产能能够很快消化。由于超高能效以及变频压缩机产品单价高，毛利率水平高（30%以上），产能释放后，将带来公司收入规模和盈利水平较快增长。

## 六、盈利预测及投资建议：

我们认为，压缩机行业集中度还在提升，公司作为压缩机行业龙头，市场份额特别是出口份额未来有较大提升空间。消费升级趋势下，高效空调产品将成为主流，带来超高效能和变频压缩机需求不断提升。公司募投项目预计明年开始逐步释放产能，有利于公司占据先发优势，顺应行业发展趋势，发挥龙头公司规模和成本优势，优化产品结构，实现规模、盈利双提升。预计公司 2012/2013 年末摊薄 EPS 分别为 0.34 元和 0.61 元。假设增发后公司新增股本 2.35 亿股，预计公司 2012/2013 年 EPS 分别为 0.34 元和 0.35 元。

**表 10：盈利预测（单位：百万，%）**

科目(单位：百万)	2010 年 A	2011 年 A	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
<b>一、营业总收入</b>	<b>4,617</b>	<b>5,368</b>	<b>5,926</b>	<b>7,035</b>	<b>8,449</b>
营业收入增长率	41.8%	16.3%	10.4%	18.7%	20.1%
<b>二、营业总成本</b>	<b>4,535</b>	<b>5,341</b>	<b>5,726</b>	<b>6,673</b>	<b>7,985</b>
其中：营业成本	4,088	4,857	5,148	6,084	7,279
毛利率(简单测算)	11.5%	9.5%	13.1%	13.5%	13.9%
营业税金及附加	14	10	16	19	22
销售费用	72	91	149	171	215
销售费用率	1.6%	1.7%	2.5%	2.4%	2.6%
管理费用	281	288	345	397	466
管理费用率	6.1%	5.4%	5.8%	5.6%	5.5%
财务费用	60	65	29	-7	-8
资产减值损失	20	30	40	10	10
加：公允价值变动收益	-0	-0	0	0	0
投资收益及其它	1	-1	4	0	0
<b>三、营业利润</b>	<b>83</b>	<b>26</b>	<b>204</b>	<b>362</b>	<b>464</b>
加：营业外收入	21	59	12	20	21
减：营业外支出	7	1	7	8	8
<b>四、利润总额</b>	<b>96</b>	<b>84</b>	<b>210</b>	<b>374</b>	<b>477</b>
减：所得税费用	19	12	26	52	66
综合所得税率	20.0%	14.5%	12.5%	13.8%	13.9%
<b>五、净利润</b>	<b>77</b>	<b>72</b>	<b>184</b>	<b>322</b>	<b>411</b>
归属于母公司净利润	19	31	111	198	257
净利润率	0.4%	0.6%	1.9%	2.8%	3.0%
少数股东损益	58	41	73	124	154
少数股东损益占比	75.3%	57.5%	39.6%	38.6%	37.4%
<b>六、总股本</b>	<b>325</b>	<b>325</b>	<b>325</b>	<b>560</b>	<b>560</b>
<b>七、按期末股数简单每股收益：</b>	<b>0.06</b>	<b>0.09</b>	<b>0.34</b>	<b>0.35</b>	<b>0.46</b>
净利润增长率	-78.1%	60.5%	262.3%	78.5%	29.8%

资料来源：中国银河证券研究部

2011 年公司销售净利率仅 0.6%，净利率较低，公司业绩弹性很大。目前公司市值仅 21 亿，对应 2013 年收入 PS 估值仅 0.3 倍，从 PS 估值角度，公司估值很低。对于具有核心技术优势的制造企业而言，PS 估值在中期看是有价值的。公司增发底价 4.68 元，对应目前股价，有 38% 左右的折价，综合考虑各方面因素，我们认为，可以考虑参与公司定向增发。

## 附注：

表 11：公司 1-9 月利润表各项对比（单位：百万，%）

科目(单位：百万)	2012 年 1-9 月	2011 年 1-9 月	同比
一、营业总收入	4,638	4,328	7.2%
二、营业总成本	4,488	4,297	4.4%
其中：营业成本	4,026	3,940	2.2%
毛利率(简单测算)	13.2%	9.0%	4.22%
营业税金及附加	12	6	
销售费用	117	77	52.8%
销售费用率	2.5%	1.8%	0.8%
管理费用	266	193	37.7%
管理费用率	5.7%	4.5%	1.3%
财务费用	32	47	
资产减值损失	35	35	
加：公允价值变动收益	0	-0	
投资收益及其它	2	-0	
三、营业利润	152	30	401.3%
加：营业外收入	7	45	-83.4%
减：营业外支出	6	1	
四、利润总额	154	75	106.7%
减：所得税费用	20	22	-10.8%
综合所得税率	12.9%	29.8%	-17.0%
五、净利润	134	52	156.7%
归属于母公司净利润	80	19	316.3%
净利润率	1.7%	0.4%	1.3%
少数股东损益	54	33	
少数股东损益占比	40.5%	63.3%	
六、总股本	325	325	
七、按期末股数简单每股收益：	0.25	0.06	
毛利率减销售费用率	10.7%	7.2%	3.5%

资料来源：中国银河证券研究部

**表 12: 公司收入分季度 (单位: 百万, %)**

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
<b>2012 年</b>	营业收入	1,322	1,706	1,610		4,638
	占全年比例	28.5%	36.8%	34.7%		86.4%
	同比增长率	-4.5%	4.7%	22.5%		
<b>2011 年</b>	营业收入	1,385	1,629	1,315	1,040	5,368
	占全年比例	25.8%	30.3%	24.5%	19.4%	100.0%
	同比增长率	8.2%	18.0%	24.3%	15.6%	16.3%
<b>2010 年</b>	营业收入	1,280	1,381	1,057	899	4,617
	占全年比例	27.7%	29.9%	22.9%	19.5%	100.0%
	同比增长率	78.8%	40.6%	9.4%	51.9%	41.8%
<b>2009 年</b>	营业收入	716	982	966	592	3,256
	占全年比例	22.0%	30.2%	29.7%	18.2%	100.0%
	同比增长率	-15%	-4%	35%	20%	6%

资料来源: 中国银河证券研究部

**表 13: 公司利润分季度 (单位: 百万, %)**

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
<b>2012 年</b>	普通股利润	5.21	40.31	34.36		79.88
	对应 EPS	0.02	0.12	0.11	0.00	0.25
	占全年比例	0.09	0.67	0.57	0.00	1.33
	同比增长率	-82.97%	110.06%	122.97%	-100.00%	33.47%
<b>2011 年</b>	普通股利润	30.6	19.19	15.41	-5.35	59.85
	对应 EPS	0.09	0.06	0.05	-0.02	0.18
	占全年比例	0.51	0.32	0.26	-0.09	1.00
	同比增长率	60.38%	-48.16%	-28.26%	928.85%	-22.33%
<b>2010 年</b>	普通股利润	19.08	37.02	21.48	-0.52	77.06
	对应 EPS	0.06	0.11	0.07	0.00	0.24
	占全年比例	0.25	0.48	0.28	-0.01	1.00
	同比增长率	-78.13%	-52.71%	-53.25%	-109.47%	-64.48%
<b>2009 年</b>	普通股利润	87.24	78.29	45.95	5.49	216.97
	占全年比例	0.40	0.36	0.21	0.03	1.00
	对应 EPS	0.27	0.24	0.14	0.02	0.67
	同比增长率	232.60%	92.12%	5.29%	-60.33%	74.33%
	同比增长率	232.03%	-404.56%	-645.50%	-352.55%	-756.43%

资料来源: 中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 公司收入规模及增长 (单位: 亿; %)	1
图 2: 净利及净利率 (单位: 百万, %)	3
图 3: 公司发行前股权架构图	4
图 4: 白电行业高端产品销量占比走势 (单位: %)	5
图 5: 2011 年国内主要冰箱压缩机品牌市场分额 (单位: 万台, %)	6
图 6: 我国压缩机出口量及增长 (单位: 万台, %)	6
图 7: 公司产压缩机 COP 值逐年大幅提升 (单位: Q/W)	7
图 8: 公司产销量规模及增长 (单位: 万台; %)	8
图 9: 公司压缩机出口销量 (单位: 万台)	13

## 表格目录

表 1: 公司主营收入分产品 (单位: 百万, %)	2
表 2: 2011 年收入分地区构成 (单位: 百万, %)	2
表 3: 2012 年上半年收入分地区构成 (单位: 百万, %)	2
表 4: 2012 年上半年毛利率分地区 (单位: %)	3
表 5: 公司产品结构演变情况 (单位: 万台, %)	8
表 6: 公司募投项目 (单位: 万元, %)	10
表 7: 超高效和变频压缩机项目产能释放情况 (单位: 万元, %)	10
表 8: 公司高效和商用压缩机项目 (单位: 万台)	11
表 9: 国家节能补贴政策促进冰箱产品升级换代	14
表 10: 盈利预测 (单位: 百万, %)	15
表 11: 公司 1-9 月利润表各项对比 (单位: 百万, %)	16
表 12: 公司收入分季度 (单位: 百万, %)	17
表 13: 公司利润分季度 (单位: 百万, %)	17



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄

010-83574171

[fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)