



Research and
Development Center

冰箱行业结构升级为公司带来较快成长机会

—— 天银机电（300342.sz）首次覆盖报告

2013年08月15日

边铁城
家电行业分析师

冰箱行业结构升级为公司带来较快成长机会

2013年08月15日

本期内容提要:

- ◆ **上半年公司业绩稳定增长。**上半年公司营业收入增长 32%，归属上市公司股东的净利润增长 39%，其中无功耗类起动机销售增长 56%，公司业绩保持了稳定较快增长。
- ◆ **冰箱结构升级带来对高效压缩机需求的增长，公司的无功耗类起动机前途看好。**虽然冰箱行业进入了缓速增长期，但是行业结构升级的步伐正在加快，继而带来了下游对上游高效压缩机需求的快速增长，预计 2015 年高效压缩机的比例将达到 50%。公司的无功耗类起动机能够显著提高冰箱压缩机的 COP 值，已经在高效压缩机中被广泛使用，随着高效压缩机的普及，无功耗类起动机的销售规模有望进一步扩大，未来更有望取代传统起动机。同时公司由于拥有产品专利，具有一定的技术壁垒，该产品的毛利率在 50% 上下，具有良好的盈利能力。
- ◆ **进入变频压缩机零配件领域，变频控制器或成未来亮点。**公司已投资 2500 万元建设变频控制器生产线，产能达到 300 万只，并具有较高的毛利率。我们认为在能效等级不断提高的背景下，变频冰箱未来发展空间较大，公司的变频控制器或将成为盈利亮点。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们认为在冰箱行业结构升级的背景下，公司的节能配件市场需求将不断扩大，凭借着公司与压缩机厂商的稳定合作关系，公司未来具有较好的成长性。我们预测公司 2013-2015 年 EPS 为 1.12 元、1.43 元、1.99 元，对应 8 月 14 日收盘价的 PE 分别为 22 倍、18 倍、13 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级，未来 6 个月目标价 31.8 元。
- ◆ **股价催化剂：**冰箱新能效等级出台实施，变频控制器销售情况超预期。
- ◆ **风险因素：**全球冰箱需求增速下滑。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	318.07	361.50	419.94	517.69	704.21
增长率 YoY %	7.78%	13.66%	16.16%	23.28%	36.03%
净利润(百万元)	65.66	80.34	111.71	142.69	198.81
增长率 YoY%	10.97%	22.36%	39.04%	27.74%	39.33%
毛利率%	34.95%	36.05%	37.49%	39.20%	40.62%
净资产收益率 ROE%	33.29%	17.50%	15.00%	16.37%	19.07%
每股收益 EPS(元)	0.88	0.80	1.12	1.43	1.99
市场一致预期 EPS(元)	-	-	1.09	1.35	-
市盈率 P/E(倍)	38	31	22	18	13
市净率 P/B(倍)	10.89	3.63	3.12	2.65	2.19

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2013 年 08 月 14 日收盘价

行业研究报告

买入 增持 持有 卖出

首次评级

边铁城 行业分析师

执业编号: S1500510120018

联系电话: +86 10 63081253

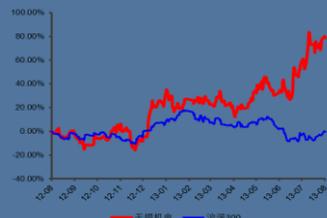
邮箱: biantiecheng@cindasc.com

王镓 研究助理

联系电话: +86 10 63081086

邮箱: wangmo@cindasc.com

天银机电相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2013. 8. 14)

收盘价(元)	25.01
52 周内股价波动区间(元)	11.64-26.49
最近一月涨跌幅(%)	14.2
总股本(亿股)	1
流通 A 股比例(%)	33.25
总市值(亿元)	25.01

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编: 100031

目 录

投资聚焦	1
2013 年中报：营业收入增长 32%，无功耗类起动机销售增长 56%	2
行业下游：冰箱行业结构升级 冰箱高效压缩机需求未来激增	3
冰箱增速放缓，进入平稳增长期	3
产品结构升级，高端化+高效节能成热点	4
高效压缩机需求有望实现较快增长	5
公司产品分析：压缩机升级，将带动公司无功耗类起动机需求增长	8
公司是冰箱压缩机零配件行业龙头	8
高效压缩机占比提高将为无功耗类起动机需求带来较快增长	10
公司优势：下游客户稳定 拓展新产品	13
与压缩机厂商关系稳定	13
开拓商用压缩机配件、变频冰箱压缩机配件领域	14
降低成本 开发模块化产品 提升毛利水平	14
盈利预测与投资建议	15
基本假设	15
绝对估值法	16
相对估值法	17
投资建议	18
风险提示	19

表 目 录

表 1：高效压缩机产量预测（万台）	7
表 2：2009-2011 年公司产品产量、销量、产能情况（万只）	8
表 3：2009-2012 年公司产品平均单价（元）	9
表 4：冰箱压缩机起动机三代产品比较	11
表 5：公司无功耗类起动机销售预测（万只）	12
表 6：公司无功耗类起动机产能情况	13
表 7：无功耗类起动器的销售收入增速预测（以 2012 年为基准）	15
表 8：变频控制器销售收入预测	15
表 9：主要产品的收入成本预测	16
表 10：FCFE 估值假设	16
表 11：FCFE 绝对估值分析及结果	17
表 12：家电配件行业盈利情况比较	17
表 13：配件行业上市公司盈利一致预期与估值比较	18

图 目 录

图 1：单季度营业收入变化	2
图 2：单季度净利润变化	2
图 3：单季度毛利率和净利率变化	3
图 4：单季度费用率变化	3
图 5：冰箱产量变化	3
图 6：冰箱销量变化	3
图 7：我国冰箱保有量	4
图 8：冰箱月度内销变化	4
图 9：我国冰箱产品比例	5
图 10：变频、非变频产品比例	5
图 11：我国冰箱压缩机产量变化趋势	6
图 12：我国冰箱压缩机销量变化趋势	6
图 13：我国冰箱压缩机出口变化趋势	6
图 14：我国冰箱压缩机内销变化趋势	6
图 15：2013 年 1-6 月冰箱压缩机主要品牌市场占比	7
图 16：我国冰箱压缩机市场集中度变化	7
图 17：冰箱压缩机起动机及消音器使用	8
图 18：公司主要产品的市场占有率（根据压缩机产量估算）	9
图 19：公司主要产品销量变化趋势	9
图 20：2012 年公司主要产品毛利率比较	10
图 21：公司主要产品的毛利贡献比较	10
图 22：天银机电的 PTC 起动机和整体式 PTC 起动机	11
图 23：天银机电的无功耗起动机和整体式无功耗起动机	11
图 24：无功耗类和 PTC 类起动机销量增速比较	12
图 25：2012 年公司起动机产品的毛利率比较	12
图 26：2012 年前五大客户	13
图 27：变频冰箱销售趋势	14
图 28：塑料价格变化趋势	15
图 29：铜价变化趋势	15

投资聚焦

行业观点：冰箱未来保持平稳增长，结构升级带来对高效压缩机需求增长。随着一系列的家电补贴政策结束，冰箱行业结束了高速增长时代，进入缓速平稳增长阶段，产业在线的数据显示，2013年上半年冰箱的产量和出货量分别同比增2.45%和3.05%。未来来看国内市场随着城镇化的推进，农村和三四线城市的冰箱市场依然有较大增长空间；海外市场尤其是新兴市场国家的冰箱需求潜力巨大。同时，随着消费升级和节能标准的提升，中高端节能冰箱将逐渐成为市场的主流产品。下游冰箱的结构变化势必会带动对上游高效冰箱压缩机的需求快速增长：2012年我国压缩机产量为11074.5万台，同比增长10%，我们预计其中仅有15%的高效压缩机（COP值>1.8），随着冰箱升级换代，预计高效压缩机在2015年比例将达到50%左右。

公司观点：公司的无功耗类起动机需求将快速增长，变频控制器或成为未来亮点。公司研发的无功耗类起动机能够有效降低冰箱压缩机功耗，对比传统的PTC类起动机一般消耗2-5W，使用此种起动机的压缩机一般能提高0.1的COP值，因此现在的高效压缩机多采用无功耗类起动机，我们测算2012年高效压缩机中有75%使用公司的无功耗类起动机。我们认为未来随着压缩机产品结构的加速变化，无功耗类起动机需求将呈现较快增长，预计公司2015年在此业务上的销售量将在3500万只左右。同时，公司也开始进入冰箱变频压缩机零配件领域，现已投资300万产能的压缩机变频控制器自动化生产线，预计产品毛利率可达到50%。

有别于大众的认识。压缩机行业虽然面临着产能过剩的问题，但是高效压缩机、变频压缩机占比还有很大提升的空间，公司的压缩机节能配件正符合下游结构变化的趋势，未来市场广阔。

盈利预测和投资建议：

通过财务预测模型计算，我们预测公司2013-2015年EPS为1.12元、1.43元、1.99元，对应8月14日收盘价的PE分别为22x、18x、13x，综合考虑绝对估值法和相对估值法的测算结果，我们认为公司的合理估值区间在30-33.6元较为合理，目标价取中值31.8元，鉴于公司未来在销售收入上具有一定提升空间，公司有良好的成长性，首次覆盖给予公司“买入”评级。

投资机会催化剂：冰箱的新能效等级出台实施；变频控制器销量超预期。

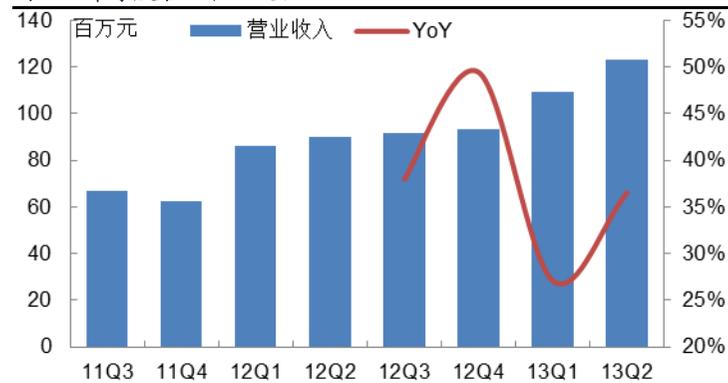
风险因素：1.压缩机技术换代速度加快，替代产品提前出现；2.冰箱新能效标准出台晚于预期；3.全球冰箱需求增速下滑。

2013 年中报：营业收入增长 32%，无功耗类起动机销售增长 56%

天银机电 2013 年上半年营业收入为 2.32 亿元 (YoY +31.94%)，归属于上市公司股东净利润为 5577.83 万元 (YoY +39.38%)，归属于上市公司股东净利润 (扣非) 为 5337.48 万元 (YoY +38.66%)，稀释每股收益 0.56 元。上半年公司盈利能力方面：销售毛利率为 35.27%，同比下降 1.3 个百分点；销售净利率为 24%，同比提高 3.36 个百分点；期间费用率为 6.79%，同比下降 2.33 个百分点。

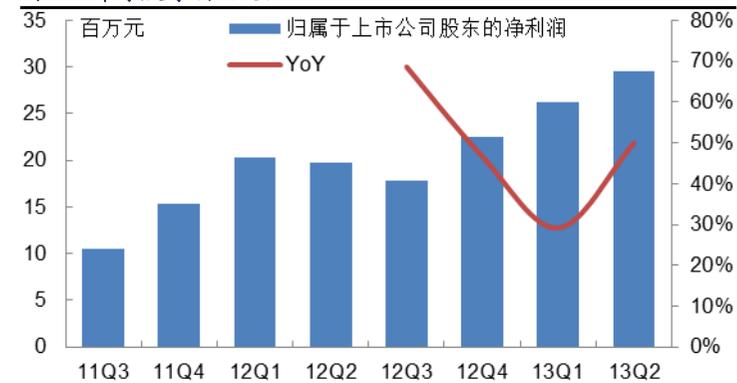
分产品来看，上半年生产销售无功耗类起动机 925 万只，营业收入增长 55.86%，而 PTC 类起动机仅增长 6.21%；吸气消音器生产销售 1460 万个，营业收入同比增长 37.57%。

图 1：单季度营业收入变化



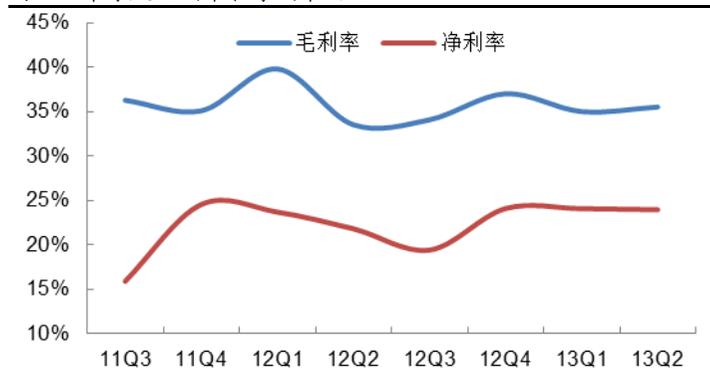
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：单季度净利润变化



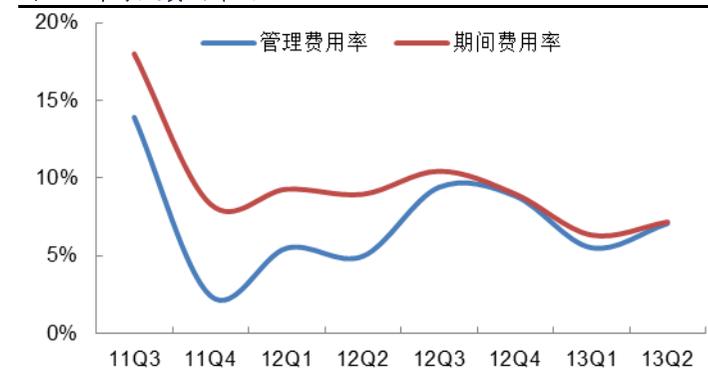
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3: 单季度毛利率和净利率变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 单季度费用率变化



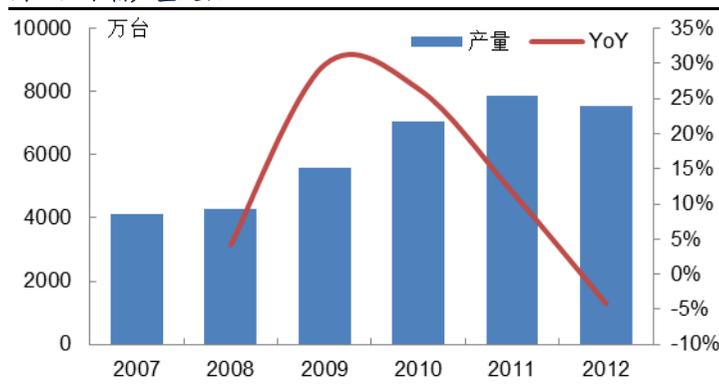
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

行业下游: 冰箱行业结构升级 冰箱高效压缩机需求未来激增

冰箱增速放缓, 进入平稳增长期

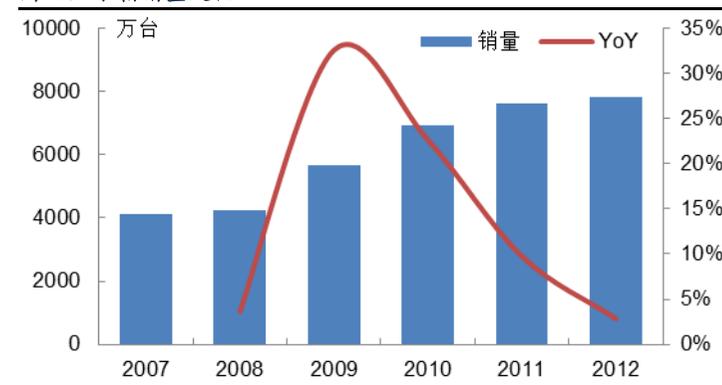
随着一系列的家电补贴刺激政策的结束, 白电需求提前预支, 造成冰箱行业的增速出现明显放缓迹象: 根据产业在线的数据, 2012 年冰箱产量为 7551.61 万台, 同比下滑 4.19%, 冰箱销量为 7819.23 万台, 同比仅增长 2.85%, 相比较 2007-2012 冰箱产量和销量的平均复合增长率分别为 12.83%和 13.73%。

图 5: 冰箱产量变化



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

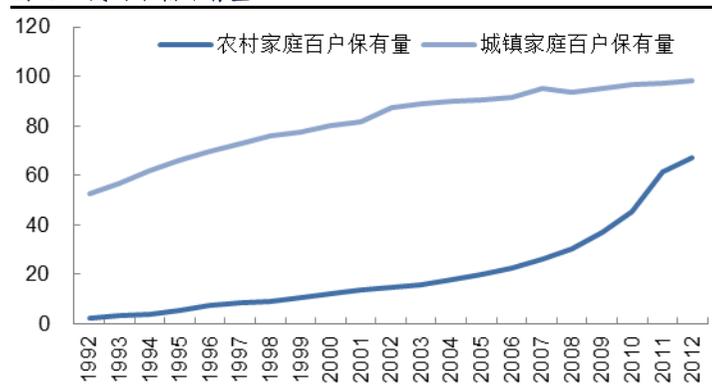
图 6: 冰箱销量变化



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

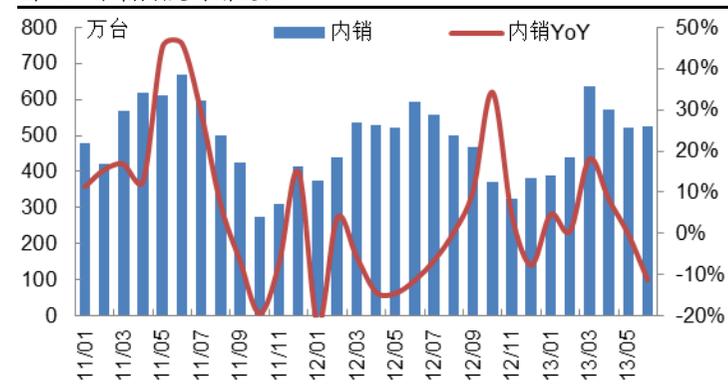
从保有量上看，截至 2012 年，城镇居民冰箱百户拥有量为 98.5 台，从 2007 年 95 台的开始保有量变化不大，保持了低速平稳增长，但是距离日本冰箱的保有量 127 台/百户（2004 年）还有一定差距；而农村居民冰箱保有量从 2005 年的 20.1 台/百户快速增长到 2012 年的 67.3 台/百户，但相距城镇家庭还有较大差距。

图 7: 我国冰箱保有量



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 冰箱月度内销变化



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

我们认为随着政策结束和保有量进入稳定增长期后，未来冰箱行业将保持趋缓的稳速增长，主要原因是：1、随着城镇化推进和人均收入的增长，农村和三四线城市的冰箱保有量还有较大的提升空间；2、消费升级带来的更新需求，多开门冰箱、节能变频冰箱等下一代高端产品将逐渐成为市场主流，城镇市场中的更新换代需求加大；3、冰箱能效标准未来仍将继续提高，对冰箱节能要求的提高促使产品结构不断改善；4、新兴市场国家的白电市场潜力巨大，中东、非洲、拉丁美洲国家将成为我国冰箱出口增长最快的地区。我们预计未来 5-8 年内，冰箱行业出货将保持在 5-10% 左右的增速。

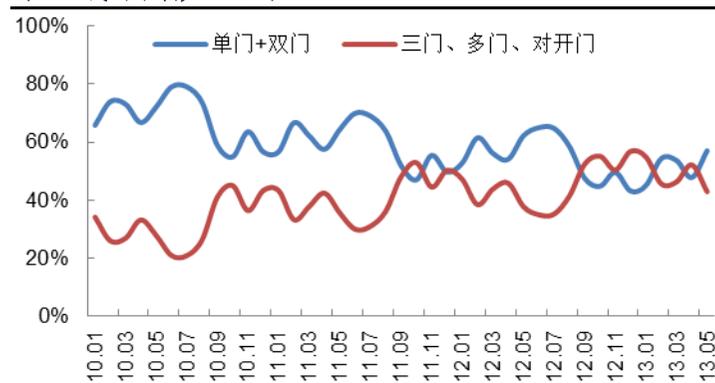
产品结构升级，高端化+高效节能成热点

虽然冰箱行业增速放缓，但是行业升级的趋势没有改变。一方面，以三开门、对开门、多开门冰箱为代表的高端冰箱市场份额正在不断增长，根据中怡康数据显示今年前五个月三开门、对开门、多开门冰箱销售占比为 48.08%，同比提高 5.36 个百分点，预计今年全年将超过 50%，同时高端冰箱价位高于单门双门冰箱（三开门冰箱平均价格 3000-3500 元左右，对开门和多开门冰箱平均价格超过 7000 元，而单门双门冰箱一般在 800-2000 元左右），各大冰箱龙头企业的排产计划也倾向于生产毛利率较高的高端冰箱。

另一方面，高效节能冰箱逐渐成为市场主流，通过前一阶段的节能补贴政策，节能冰箱的市场占比大幅度提高，截至五月底，纳入节能补贴范围的冰箱销售占比已经达到所有销售冰箱 70-80% 左右。虽然节能补贴政策已经结束，但是冰箱高效节能的发

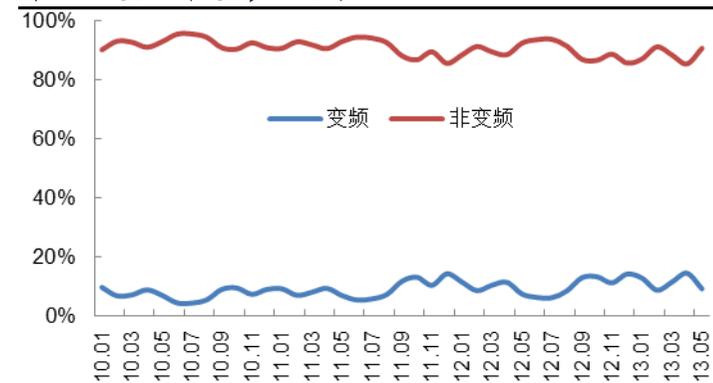
展方向不会改变，据我们了解，新的冰箱能效等级正在制定中，能效标准可能会大幅提高，预计新标准可能明年上半年有望实施，新标准将进一步推动行业升级和高效节能冰箱的普及，淘汰低能效产品。同时，具有低速维持、节能、低噪音等特点的变频冰箱也正在受到高端消费人群的青睐，目前全世界变频冰箱的普及率在 10%左右，日本更接近 100%，而在我国今年前五个月变频冰箱的市场占比大约在 11.5%左右（中怡康数据主要以一二线城市市场为主），由于其价格相对较高，普及的速度相对较慢，但我们认为随着冰箱新能效等级的出台，变频冰箱的节能优势将更得到市场的重视，其市场份额在未来几年有望出现快速增长。

图 9: 我国冰箱产品比例



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: 变频、非变频产品比例



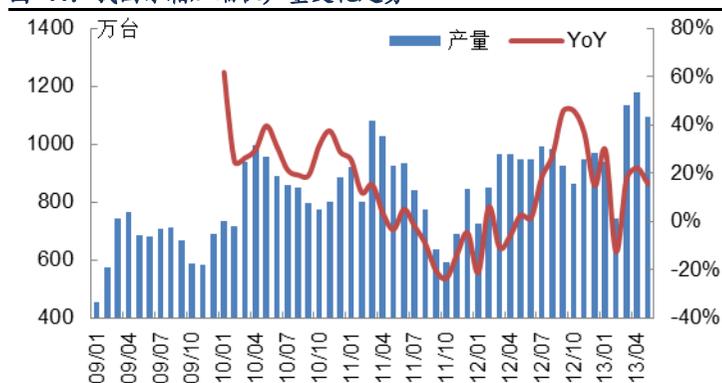
资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

高效压缩机需求有望实现较快增长

随着下游冰箱行业的产品升级和冰箱能效等级标准的提高，也要求其上游压缩机行业产品尽快升级换代，尤其对高效压缩机的需求将快速增长。

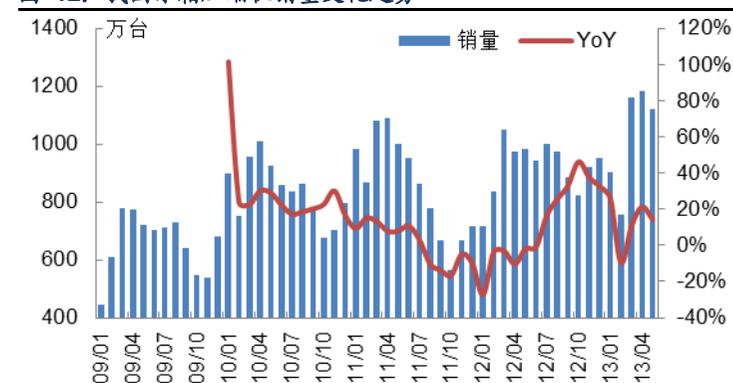
我国冰箱压缩机行业近几年得到了较快发展，根据产业在线的数据，2012 年冰箱压缩机的产量为 11074.5 万台（YoY +10.08%），销量为 11060.4 万台（YoY +8.18%），超过冰箱的平均增速，其 2009-12 年产量和销量的年均复合增长率分别达到 12.17%和 11.96%。从出口和内销上来看，2012 年出口为 2759.7 万台，内销为 8300.7 万台，仍以内销为主，但内销在 2011 年和 2012 年上半年受到国内冰箱市场不景气的影响，增速出现下滑，2012 年增速仅为 4.3%；而出口方面看一直保持在正增长，2012 年增速达到 21.8%，一方面是国内压缩机厂商成本优势明显，另一方面是由于近几年冰箱配件产业链正在向国内转移所致，我们预计到 2015 年全球压缩机需求将在 2 亿台左右，国内需求在 1.4 亿台左右，而出口的提升空间依然较大，未来仍将保持较快增长。

图 11: 我国冰箱压缩机产量变化趋势



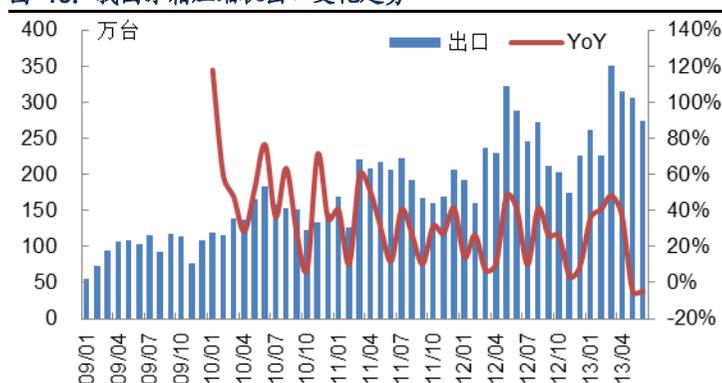
资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

图 12: 我国冰箱压缩机销量变化趋势



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

图 13: 我国冰箱压缩机出口变化趋势



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

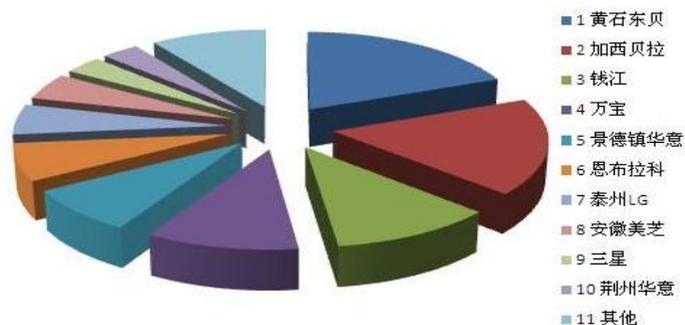
图 14: 我国冰箱压缩机内销变化趋势



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

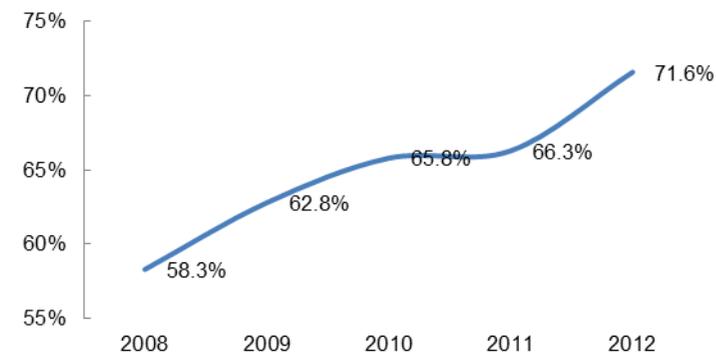
随着冰箱压缩机行业规模的不断扩大, 行业发展的不断成熟, 市场集中度也不断提高, 形成了黄石东贝、加西贝拉、杭州钱江、广州万宝等产能超过 1000 万的龙头企业, 2012 年行业集中度(销量前 6 名企业的市场占比)已达到 71.6%, 同比提高了 5.3 个百分点。我们认为未来冰箱压缩机行业将呈现高效化、环保化、小型化、变频化、多样化的发展趋势, 对压缩机企业的研发能力、技术能力、制造能力和规模有更高的要求, 同时下游需求的缓速增长和产品价格的下降, 将进一步挤压中小厂商的市场空间, 行业集中度有望继续提升。

图 15: 2013 年 1-6 月冰箱压缩机主要品牌市场占比



资料来源: 产业在线

图 16: 我国冰箱压缩机市场集中度变化



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

高效节能是未来冰箱的重点发展方向, 而冰箱压缩机的节能效率提高, 是我国冰箱柜行业产品能效等级主要推动力之一。评价压缩机效率的指标是 COP 值, 即压缩机输出功率与消耗电功率的比值, 比值越高代表压缩机越节能, 根据中国家用电器协会《2011 年中国家用电器发展研究报告》的统计, COP 值高于 1.6 的产品占比由 2008 年的 27.5% 上升至 2010 年的 49.7%, 其中达到 COP 超过 1.8 的产品占比 12%。由于高效压缩机的毛利率更高, 复合国家节能政策, 市场前景更广阔等原因, 已经成为各大压缩机厂商的重点发展产品, 如国内冰箱压缩机龙头华意压缩已开工建设年产 500 万台超高效、变频压缩机生产线项目和年产 600 万台高效、商用压缩机生产线项目。在《中国家用电器工业“十二五”发展规划的建议》中已明确提出, 到“十二五”期末, 电冰箱压缩机的 COP 值平均提高到 1.8 以上。

我们简单估算压缩机的产量增长: 十二五期间保持 10% 增长, 之后有所减慢; 我们再简单估算高效压缩机 (COP 值 > 1.8, 下同) 的产量占比情况: 2011 年由于行业下滑, 我们假定高效压缩机的占比仍然为 12%; 2012 年假定占比上升到 15%; 到 2015 年高效压缩机占比上升到 50%, 之后每年保持 5% 的占比稳定增长, 2020 年达到 80%, 占压缩机的绝大多数。我们可以从下表看出, 十二五期间高效压缩机的产量将保持较快增长。

表 1: 高效压缩机产量预测 (万台)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
压缩机产量	10060.70	11074.50	12181.95	13400.15	14740.16	15919.37	16874.53	17718.26	18604.17	19534.38
YoY		10.08%	10%	10%	10%	8%	6%	5%	5%	5%
高效压缩机占比	12%	15%	25%	35%	50%	60%	65%	70%	75%	80%
高效压缩机产量	1207.28	1661.18	3045.49	4690.05	7370.08	9551.62	10968.45	12402.78	13953.13	15627.51
YoY		37.60%	83.33%	54.00%	57.14%	29.60%	14.83%	13.08%	12.50%	12.00%

资料来源: 信达证券研发中心预测

公司产品分析：压缩机升级，将带动公司无功耗类起动器需求增长

公司是冰箱压缩机零配件行业龙头

天银机电公司是拥有自主知识产权的冰箱压缩机零部件提供商，自设立以来一直专注于节能材型冰箱压缩机零部件的研发、生产和销售，公司的主要产品包括冰箱压缩机起动器（整体式/无功耗起动器、整体式/PTC 起动器）、热保护器、吸气消音器和接线盒等。一般来说，冰箱压缩机一般需要：1 只起动器、1 只保护器、1 只消音器、1 只接线盒，随着对压缩机小型化和模块化的要求提高，越来越多的压缩机也有使用整体式起动器的，即将无功耗/PTC 起动器与热保护或多端子整合为一个产品。

图 17: 冰箱压缩机起动器及消音器使用



资料来源：公司招股说明书

公司在压缩机零配件行业中据龙头位置：2012 年起动器销售共 2956 万只，市场占有率达到 27%，其中高效压缩机使用的无功耗起动器占到整个起动器市场的 12%；吸气消音器销售 2566 万只，市场占有率达到 23.5%；保护器销售 1572 万只，市场占有率达到 14.2%。从子产品增长率上看，2012 年无功耗起动器销售增长 40.97%，而 PTC 起动器下降 13.45%，主要原因是：1、无功耗类启动器随着高效压缩机市场规模扩大而市场增长；2、无功耗类起动器毛利率较高，在产能有限的情况下，优先满足无功耗类起动器的订单。

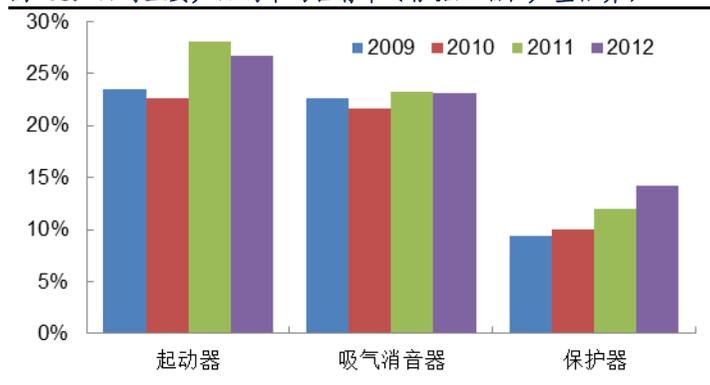
表 2: 2009-2011 年公司产品产量、销量、产能情况 (万只)

产品	2009	2009	2009	2010	2010	2010	2011	2011	2011
	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能
无功耗起动器	481.74	475	400	730.97	713.14	750	579.62	533.81	800
整体式无功耗起动器	68.43	68.12	100	221.01	208.19	250	356.95	399.72	400
PTC 起动器	836.62	832.52	6000	835.26	779.93	850	1266.53	1320.95	1200
整体式 PTC 起动器	470.91	470.72	600	635.13	601.05	700	580.23	573.88	700

重锤式起动器	42.64	41.4	50	54.93	51.68	80	41.96	42.78	80
吸气消音器	1,790.19	1,769.96	1800	2228.21	2201.81	2000	2337.48	2335.88	2200
接线盒	729.13	736.88	800	1098.99	1022.17	1000	1185.18	1201.32	1200
热保护器	403.46	386.45	400	617.59	577.44	600	816.14	825.41	800

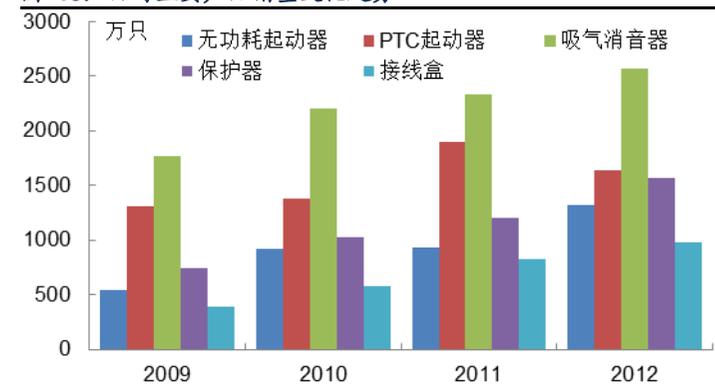
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 18: 公司主要产品的市场占有率 (根据压缩机产量估算)



资料来源：产业在线，公司公告，信达证券研发中心

图 19: 公司主要产品销量变化趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产品价格上看，无功耗类起动器的平均单价最高，其次是 PTC 起动器，消音器、接线器和保护器的平均价格均在 2 元上下。公司产品单价呈现逐年下降趋势，主要原因是一般的家电配件产品随着产品普及和规模扩大，产品平均价格均会出现下滑的趋势，而且公司对待下游客户也会每年给予一定的价格优惠，但是由于起动器规模增长和技术进步及原材料价格的低迷，产品价格的下降没有影响公司利润的增长。再看产品毛利率：2012 年年报显示，无功耗类起动器 (50.5%) > 吸气消音器 (37.7%) > PTC 类起动器 (27.3%) > 电器接线盒 (25.4%) > 过载保护器 (19.5%)，无功耗类起动器和吸气消音器毛利率领先的主要原因是其主要是为国内中高端压缩机配套使用的，技术含量和价格上也要高于其他一般产品。从毛利占比上也可以看出无功耗类起动器贡献了超过 50% 的利润，消音器贡献了 18.5% 的利润，而传统的 PTC 类起动器只贡献了 14% 的利润。

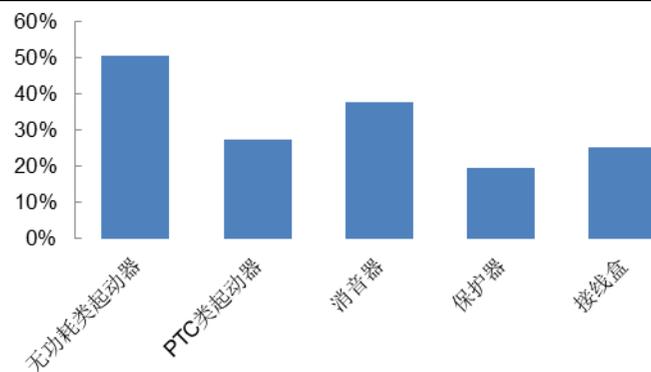
表 3: 2009-2012 年公司产品平均单价 (元)

	2009	2010	2011	2012
无功耗起动器	10.51	9.98	9.01	10.05
整体式无功耗起动器	15.82	13.28	12.19	
PTC 起动器	3.27	3.18	3.09	4.05
整体式 PTC 起动器	7.01	6.53	6.41	

吸气消音器	2.92	2.84	2.48	2.45
接线盒	2.16	2.1	2.05	2.75
热保护器	2.15	2.14	2.05	1.35

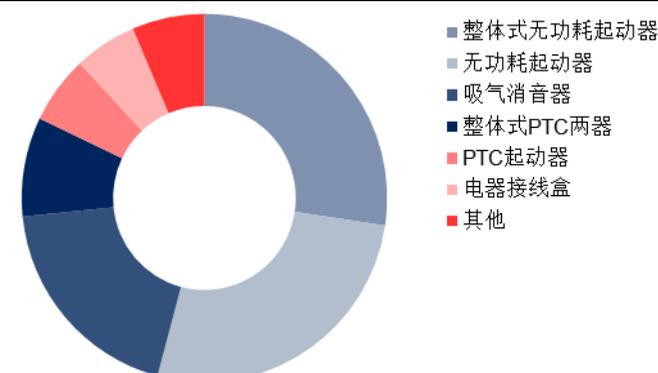
资料来源：公司招股说明书，公司年报，信达证券研发中心

图 20：2012 年公司主要产品毛利率比较



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21：公司主要产品的毛利贡献比较



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

高效压缩机占比提高将为无功耗类起动机需求带来较快增长

冰箱压缩机起动机是用来接通和断开压缩机单相交流电机的起动机线圈的电流的关键部件，针对压缩机小型化和模块化的发展趋势，又出现了将起动机和热保护器组合成的整体式起动机产品，其结构小巧紧凑，可以减小冰箱压缩机的整体体积，并提高了整工作的可靠性。到目前为止，冰箱压缩机起动机已经经历了三代产品：重锤式起动机、PTC 类起动机（包括 PTC 起动机和整体式 PTC 起动机）、无功耗类起动机（包括无功耗起动机和整体式无功耗起动机），现在重锤式起动机已经基本退出家用电冰箱领域，主要用于商用制冷压缩机领域，PTC 类起动机是市场主流产品。

表 4: 冰箱压缩机起动器三代产品比较

	工作原理	优点	缺点
重锤式起动器	当电流通过重锤式起动器后，重锤在电磁力的作用下带动触点接通/断开起动线圈	可以承受较大电流	结构复杂，易出现故障，容易出现火花和噪音
PTC 类起动器	PTC 热敏电阻在快速升温后，电阻值发生几个数量级的增大，而起动线圈断路	结构简单，单价较低，可靠安全性高	在压缩机运行期间一直产生功耗（2-5W）；在不良极端情况下，安全性降低
无功耗类起动器	通过互感器感应回路电流大小，以控制开启/关闭可控硅	安全性高，功耗极低，使用寿命长	价格相对较高

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 22: 天银机电的 PTC 起动器和整体式 PTC 起动器



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 23: 天银机电的无功耗起动器和整体式无功耗起动器

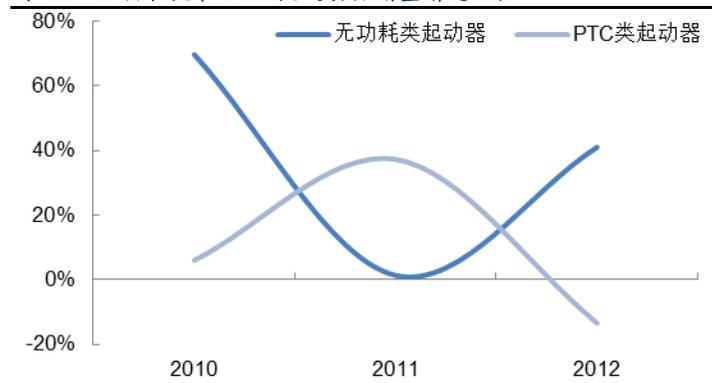


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

无功耗类起动器是公司成功研发并已掌握核心技术的第三代冰箱压缩机起动器产品（已申请“单相电机无功耗起动器”专利），已经成为公司的主要盈利产品，经过四年的推广，得到了下游压缩机厂商的广泛认可。随着冰箱压缩机行业的发展，提高压缩机能效指标一直是业内最需解决的问题之一，提高压缩机 COP 值的主要方法包括排气阀的凹形阀板设计、改进电机设计、改进壳体设计、降低轴承摩擦系数、减少主轴与偏心轴的轴径、使用吸气消声器等，而使用无功耗类起动器是相对性价比较高的提高压缩机 COP 值的解决方案：比一般的 PTC 起动器仅贵 6 元左右，但其功耗小于 0.05W，远远小于 PTC 类起动器的 2-5W 功耗，提高压缩机的 COP 值能达到 0.1 左右，效果相当明显。公司还开发了整体式和迷你式的无功耗起动器，耗用材料更少，性价比优势也更加明显。正是由于无功耗类起动器对提升压缩机 COP 值上的优势作用，公司的无功耗类起动器产品订单增长较快，其销量的 2009-2012 年的平均复合增长率达到 34.3%，而传统的 PTC 类起动器，由于市场竞争加剧及公司生

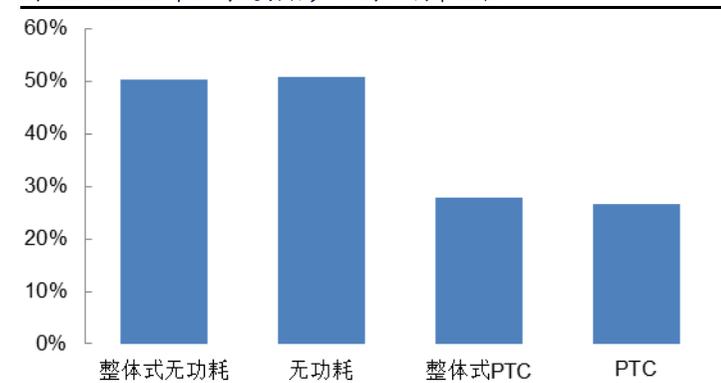
产任务的调整，2009-2012 年销量平均复合增长率仅为 8%，在 2012 年更出现了 13.45% 的下滑，未来随着冰箱产品越来越向节能高效的方向发展，无功耗类起动器的销量增长将会保持较快增长，对 PTC 类起动机起到替代作用。在从产品毛利率上看，2012 年无功耗类起动器的毛利率高达 50.51%，而 PTC 类起动器的毛利率为 27.29%，两者相差 23.22 个百分点，因此在产能有限的情况下，公司的资源配置更倾向于利润高的无功耗类起动机上。

图 24: 无功耗类和 PTC 类起动机销量增速比较



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 25: 2012 年公司起动机产品的毛利率比较



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司的无功耗类起动机经过四年的市场磨合期，已经在国内的高效冰箱压缩机领域中得到广泛使用，根据之前我们的假设，我们预计 2012 年公司的无功耗类起动机在高效压缩机中的使用比例在 70-80% 之间。新产品开发上，公司也已经申请设计了 50 多种延伸线路的专利，继续保持在无功耗类起动机上的竞争优势。随着冰箱高效压缩机占比提高，公司的无功耗类起动机还将会有较大的市场空间，我们根据上面对高效压缩机测算，再测算公司无功耗类起动机的需求空间：考虑到压缩机技术进步和价格低廉的低功耗 PTC 起动器的竞争，公司产品占比不可能一直保持在 70% 以上的高位，会逐渐回落，但依然会保持在行业领先的位置，预计 2015 年公司的无功耗类起动机销量在 3600 万只左右（见下表），募投项目投产后无功耗类起动机产能增加 1500 只，总产能达到 2700 万只，因此募投项目增加的产能仍不能满足预计的市场需求。

表 5: 公司无功耗类起动机销售预测 (万只)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
高效压缩机产量	1207.28	1661.18	3045.49	4690.05	7370.08	9551.62	10968.45	12402.78	13953.13	15627.51
YoY		37.60%	83.33%	54.00%	57.14%	29.60%	14.83%	13.08%	12.50%	12.00%
无功耗类起动机占比	77.32%	79.22%	65.00%	55.00%	50.00%	48.00%	48.00%	45.00%	45.00%	45.00%
无功耗类起动机销量	933.53	1316.00	1979.57	2579.53	3685.04	4584.78	5264.85	5581.25	6278.91	7032.38
YoY		40.97%	50.42%	30.31%	42.86%	24.42%	14.83%	6.01%	12.50%	12.00%

资料来源: 信达证券研发中心预测

表 6: 公司无功耗类起动机产能情况

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
压缩机产量 (万只)	10060.70	11074.50	12181.95	13400.15	14740.16
YoY		10.08%	10%	10%	10%
募投新增产能 (万只)			1500	1500	1500
起动机总产能 (万只)	2500	2500	4000	4000	4000
总产能需求占比	24.85%	22.57%	32.84%	29.85%	27.14%

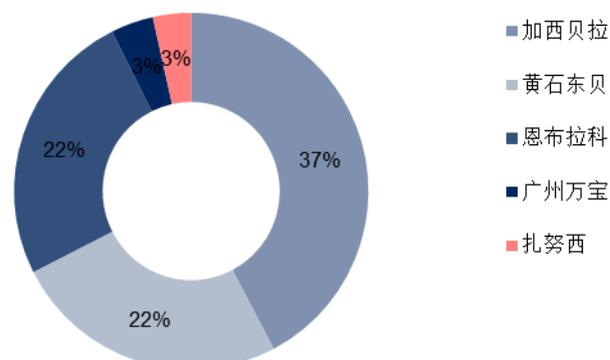
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

公司优势: 下游客户稳定 拓展新产品

与压缩机厂商关系稳定

冰箱压缩机零配件行业市场集中度相对较低, 起动机子行业中除了杭州星帅尔、浙江越强电器等少数规模较大的公司之外, 其他均为小规模企业, 竞争力不强, 而吸气消音器子行业中基本没有大规模生产的公司。经过多年的发展, 公司与下游压缩机厂商客户的关系稳定, 与国内主要的压缩机生产商均建立了长期的客户关系, 其中包括华意压缩、黄石东贝等国内冰箱机龙头企业及北京恩布拉科等国外企业, 公司 2009 年以来与前五大客户的销售金额占比均超过 80%, 2012 年公司前五大的客户所占的销售收入比例更达到了 88%。同时, 公司还与下游客户企业开展各种战略合作, 比如为加西贝拉研发冰箱压缩机模块化集成组件、为 SECOP 公司开发商用压缩机起动机、与恩布拉科结成战略合作关系负责开发设计高端压缩机用零配件等。由于压缩机厂商对供货商的审核认定过程复杂、审定新供货商成本高等原因, 一般均会与供货商保持稳定采购关系, 我们认为公司未来的客户关系依然将保持稳定, 在行业内具有客户和渠道方面的优势。

图 26: 2012 年前五大客户



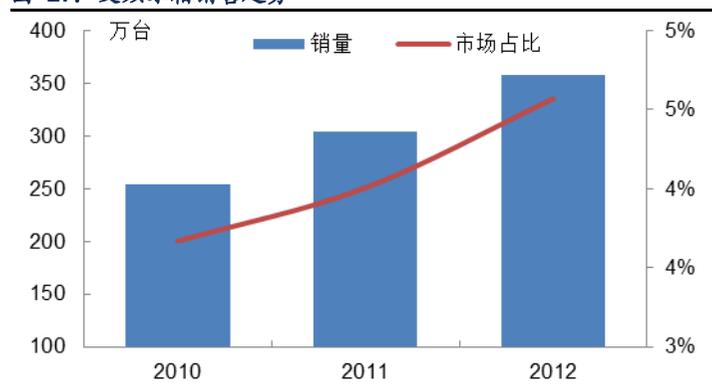
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

开拓商用压缩机配件、变频冰箱压缩机配件领域

公司不仅巩固和提高起动机、吸气消音器等传统产品的市场份额，还把目光瞄准了新领域：2012 年公司加大新产品开发力度，在大功率商用制冷压缩机和车载压缩机领域取得了突破性的发展，商用压缩机配件已经开始批量生产并供货，已经与天津 Secop 展开合作。

同时公司也开始进入变频压缩机配件领域：公司的变频控制器已经研制成功，并通过了压缩机厂商的检测，现已投入 2500 万元，预计总投入 4500 万元左右建设完成自动化的生产线，年产量将达到 300 万只，2013 年底到 2014 年小批量生产，2015 年扩大销售规模。变频控制器的价格在 150 元左右，毛利率可达到 50%。目前我国变频冰箱仍处于起步阶段，根据产业在线的数据统计，2012 年变频冰箱的销量达到 357.34 万台，同比增长 17.3%，其占总销量的 4.6%，市场份额虽小但是增长迅速，随着未来冰箱的能效标准提升和居民的消费升级，变频冰箱的需求将保持较快增长，因此国内对变频冰箱压缩机的需求也将呈快速增长之势。我们假设变频压缩机需求到 2015 年保持每年 25% 的增长，2015 年变频控制器的需求在 700 万只左右，公司的 300 万产能能够满足其 40% 的市场需求。

图 27：变频冰箱销售趋势



资料来源：产业在线，信达证券研发中心

降低成本 开发模块化产品 提升毛利水平

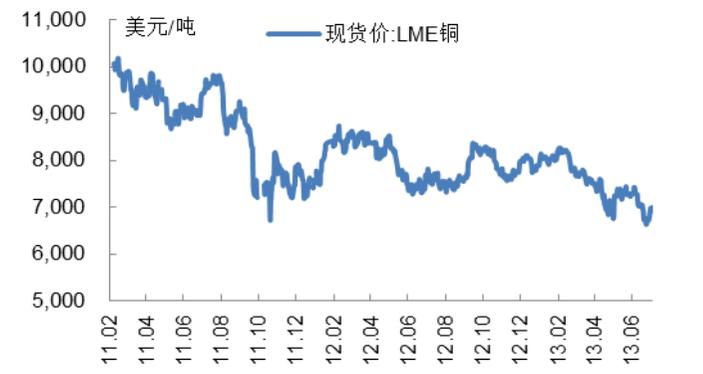
公司产品原材料主要是 PBT 塑料（31%），热敏电阻（23%），铜（12%）等，随着近两年来的全球经济低迷，大宗商品价格一直走低，原材料价格也持续低迷，一定程度上保证了公司产品的毛利水平。同时，虽然产品价格近三年出现下降，但是公司不断优化产品设计和性能，开发生产出小型化和模块化产品（如整体式起动机、迷你型起动机、保护器），以有效节约材料，提升公司毛利水平。公司目前已开发出冰箱压缩机模块化集成组件，将 PTC 起动机、迷你型热保护器、其他外围电器部件等组件整合为一个产品，便于安装，有利于提升整机质量，而且其成本优势将更加明显。

图 28: 塑料价格变化趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29: 铜价变化趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

盈利预测与投资建议

基本假设

根据上面的假设预测, 估计无功耗类起动器的销售收入(价格到 2017 年连续下降, 之后保持平稳):

表 7: 无功耗类起动器的销售收入增速预测(以 2012 年为基准)

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
无功耗销量 YoY	50.42%	30.31%	42.86%	24.42%	14.83%	13.08%	12.50%	5.00%	5.00%	5.00%
价格 YoY	-9.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-2.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入 YoY	36.88%	23.79%	35.71%	18.20%	12.54%	13.08%	12.50%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源: 信达证券研发中心预测

预测变频控制器的销售收入:

表 8: 变频控制器销售收入预测

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
变频控制器(百万只)	0.30	1.00	1.50	2.00	3.00	3.50	4.00	5.00	5.00
价格(元)	150.00	140.00	130.00	120.00	100.00	100.00	90.00	90.00	90.00
收入(百万元)	45.00	140.00	195.00	240.00	300.00	350.00	360.00	450.00	450.00

资料来源: 信达证券研发中心预测

主要产品收入和毛利率预测：PTC 类起动机销售逐渐萎缩被无功耗类起动机代替，其他类产品保持稳定增长；毛利率随着竞争加剧呈缓慢下降趋势，但总体上还维持在高毛利水平上。

表 9: 主要产品的收入成本预测

		2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
无功耗类起动机	营业收入 (百万元)	132.26	181.04	224.12	304.16	359.50
	YoY	36.58%	36.88%	23.79%	35.71%	18.20%
	毛利率	50.51%	51.00%	51.00%	49.00%	48.00%
PTC 类起动机	营业收入 (百万元)	66.36	59.72	50.77	40.61	36.55
	YoY	-14.44%	-10.00%	-15.00%	-20.00%	-10.00%
	毛利率	27.29%	27.00%	26.00%	25.00%	25.00%
消音器	营业收入 (百万元)	62.98	69.28	76.21	83.83	92.21
	YoY	8.87%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	37.69%	37.00%	36.00%	35.00%	35.00%
变频控制器	营业收入 (百万元)	0.00	0.00	45.00	140.00	195.00
	YoY	0.00%	0.00%	0.00%	211.11%	39.29%
	毛利率	0.00%	0.00%	50.00%	50.00%	45.00%
合计	营业收入 (百万元)	361.50	419.94	517.69	704.21	830.01
	YoY	13.66%	16.16%	23.28%	36.03%	17.86%
	毛利率	36.05%	37.49%	39.20%	40.62%	39.89%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

绝对估值法

采用自由现金流模型 (FCFE) 对公司进行估值

表 10: FCFE 估值假设

指标	假设
预测年限	10 年
行业平均资产 Beta	0.97
股票 Beta	0.91
无风险利率	3.70%

市场收益率	10.70%
风险收益率	6.38%
永续增长率(TV)	1.00%
股权资本成本	10.08%

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

根据我们的财务模型预测结果, 通过股权现金流折现分析, 对公司的 FCFE 和现值预测如下:

表 11: FCFE 绝对估值分析及结果

指标	估值
研究期经营价值(元)	1,149,325,034.43
TV(元)	1,673,446,052.41
其他(元)	177,201,754.02
合计(元)	2,999,972,840.85
每股价值(元)	30.00

资料来源: 信达证券研发中心预测

相对估值法

我们通过同行业市盈率进行比较, 选择主要家电配件板块的公司进行横向比较, 判断公司的合理市盈率区间:

比较家电配件行业上市公司的业绩和盈利情况, 天银机电的盈利水平目前在配件行业中居前。

表 12: 家电配件行业盈利情况比较

	总资产	2012 年营业收入	2012 年毛利率	2011 年毛利率	2012 年净利率	2011 年净利率	ROE(扣除/加权)	ROIC
	亿元	亿元	%	%	%	%	%	%
天银机电	8.18	3.62	36.05	35.00	22.22	24.06	18.37	15.78
东方电热	14.28	6.61	26.53	25.62	14.95	11.33	8.73	8.15
三花股份	58.86	38.26	24.55	26.36	7.44	6.78	8.13	6.71
秀强股份	13.95	7.88	23.29	25.28	6.49	10.41	5.06	4.37
顺威股份	16.63	10.95	20.17	20.18	6.30	6.30	6.94	6.04
康盛股份	22.18	13.32	19.17	19.21	4.25	3.18	4.20	3.03
盾安环境	104.32	75.79	17.75	23.15	4.67	5.16	8.13	4.51
丹甫股份	9.94	6.04	16.98	17.13	3.20	5.68	4.14	3.91

海立股份	82.17	67.73	14.44	12.21	3.06	2.63	6.29	2.88
华声股份	11.59	12.74	14.00	13.57	5.14	5.76	9.73	6.72
华意压缩	60.82	56.01	13.99	13.09	3.09	2.95	15.75	3.78
常发股份	15.28	13.66	11.06	8.42	3.55	2.56	3.81	3.57
禾盛新材	13.61	11.47	9.41	11.93	2.16	5.22	2.07	2.01

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 13: 配件行业上市公司盈利一致预期与估值比较

简称	股价	市值	EPS (元)			PE (倍)		
	(元)	(亿元)	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
三花股份	13.38	79.58	0.46	0.60	0.73	29	22	18
东方电热	14.14	27.96	0.48	0.58	0.90	29	25	16
海立股份	6.20	41.40	0.23	0.26	0.32	27	24	19
禾盛新材	7.89	16.62	0.12	0.13	0.15	66	63	54
盾安环境	10.92	91.50	0.36	0.61	0.63	31	18	17
康盛股份	6.49	14.85	0.25	0.31	0.38	26	21	17
秀强股份	7.95	14.85	0.28	0.35	0.43	29	23	19
华意压缩	6.28	35.14	0.32	0.32	0.40	20	20	16
中值	-	-	0.30	0.33	0.41	29	23	18
天银机电	25.01	25.01	0.80	1.12	1.43	31	22	17

资料来源: wind, 信达证券研发中心

注: 股价为 2013 年 8 月 14 日收盘价, 除天银机电外的 EPS 为 wind 收集的盈利预测中值

家电配件行业的动态 PE (2013E) 估值大约在 20x-25x 之间, 鉴于公司的业绩基数较低, 未来三年的成长空间较大, 盈利能力也强于同行业其他公司, 我们认为给予其 25x-30x 估值比较合适。

投资建议

作为冰箱压缩机零配件行业的龙头企业, 天银机电无论产品质量、销量上, 还是技术上, 在行业中均处于领先地位。公司的无功耗类起动机多用于高效压缩机, 是一种提高冰箱压缩机 COP 值的性价比较高的方式, 2012 年无功耗类起动机销量增长 41%, 未来在冰箱能效标准提升和消费升级的带动下, 冰箱压缩机行业结构升级的趋势将愈发明显, 高 COP 值的压缩机所占

比例将会快速增长，无功耗类起动器的市场需求也将随之扩大，市场空间广阔。除此之外，公司也在不断开发节能节材的新产品，与下游压缩机厂商，甚至与白电整机厂商展开各种合作，开发符合冰箱发展趋势的小型化和模块化产品，同时公司进军冰箱变频压缩机零配件领域，未来将生产销售变频控制器。因此我们认为公司的节能型零配件产品符合家电行业的发展趋势，凭借与下游压缩机厂商的稳定合作关系，公司产品的未来发展空间巨大，具有良好的成长性。

综上所述分析及通过财务预测模型计算，我们预测公司 2013-2015 年 EPS 为 1.12 元、1.43 元、1.99 元，对应 8 月 14 日收盘价的 PE 分别为 22x、18x、13x，综合考虑绝对估值法和相对估值法的测算结果，我们认为公司的合理估值区间在 30-33.6 元较为合理，目标价取中值 31.8 元，鉴于公司未来在销售收入上具有一定的提升空间极其良好的成长性，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

1. 压缩机技术换代速度加快，替代产品提前出现；
2. 冰箱新能效标准出台晚于预期；
3. 全球冰箱需求增速下滑。

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	202.99	641.36	674.86	805.32	1,037.03
现金	11.17	406.04	408.47	481.56	602.97
应收账款	88.58	81.19	91.73	113.08	153.82
其它应收款	66.75	95.21	104.66	129.02	175.50
预付账款	3.02	2.08	5.30	6.36	8.44
存货	33.47	50.95	53.26	63.86	84.84
其他	0.00	5.89	11.45	11.45	11.45
非流动资产	147.93	162.73	249.90	284.55	295.82
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	69.16	81.84	161.38	189.14	209.99
无形资产	37.49	36.60	37.98	39.24	40.38
其他	41.28	44.29	50.54	56.17	45.45
资产总计	350.92	804.09	924.77	1,089.87	1,332.86
流动负债	111.27	105.55	114.52	136.93	181.10
短期借款	39.30	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	42.98	53.81	61.15	73.32	97.42
其他	29.00	51.74	53.37	63.61	83.69
非流动负债	9.98	9.81	9.81	9.81	9.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.98	9.81	9.81	9.81	9.81
负债合计	121.26	115.36	124.33	146.74	190.91
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	229.66	688.73	800.44	943.13	1,141.94
负债和股东权益	350.92	804.09	924.77	1089.87	1332.86

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	318.07	361.50	419.94	517.69	704.21
同比(%)	7.78%	13.66%	16.16%	23.28%	36.03%
归属母公司净利润	65.66	80.34	111.71	142.69	198.81
同比(%)	10.97%	22.36%	39.04%	27.74%	39.33%
毛利率(%)	34.95%	36.05%	37.49%	39.20%	40.62%
ROE(%)	33.29%	17.50%	15.00%	16.37%	19.07%
每股收益(元)	0.88	0.80	1.12	1.43	1.99
P/E	38	31	22	18	13
P/B	10.89	3.63	3.12	2.65	2.19
EV/EBITDA	19.51	22.92	16.40	12.67	9.29

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	318.07	361.50	419.94	517.69	704.21
营业成本	206.92	231.17	262.50	314.77	418.19
营业税金及附加	2.14	2.24	2.60	3.21	4.37
营业费用	7.40	8.13	9.24	11.39	16.20
管理费用	19.66	26.14	27.30	33.13	45.77
财务费用	8.22	-0.19	-12.11	-12.17	-14.33
资产减值损失	-0.34	1.52	1.57	1.94	2.63
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	74.12	92.50	128.84	165.42	231.38
营业外收入	3.43	2.12	2.78	2.52	2.60
营业外支出	0.00	0.00	0.20	0.07	0.09
利润总额	77.55	94.62	131.42	167.88	233.90
所得税	11.89	14.27	19.71	25.18	35.08
净利润	65.66	80.34	111.71	142.69	198.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	65.66	80.34	111.71	142.69	198.81
EBITDA	98.18	109.11	152.52	197.41	269.11
EPS (摊薄) (元)	0.88	0.80	1.12	1.43	1.99

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	17.98	81.47	115.89	136.84	167.41
净利润	65.66	80.34	111.71	142.69	198.81
折旧摊销	12.00	13.41	21.10	29.54	35.21
财务费用	8.62	1.09	0.00	0.00	0.00
投资损失	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-67.57	-13.23	-18.11	-36.89	-68.76
其它	-0.70	-0.14	1.20	1.51	2.15
投资活动现金流	-28.35	-24.63	-107.90	-63.76	-46.00
资本支出	-28.39	-24.63	-107.90	-63.76	-46.00
长期投资	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-19.09	332.52	0.00	0.00	0.00
吸收投资	0.00	378.53	0.00	0.00	0.00
长期借款	1.34	-39.30	0.00	0.00	0.00
其他	16.42	1.16	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-29.48	389.32	7.99	73.08	121.42

分析师简介

边轶城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年，2007 年加入信达证券。

家电行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
格力电器	000651	美的电器	000527	青岛海尔	600690	海信电器	600060
老板电器	002508	三花股份	002050	阳光照明	600261	合肥三洋	600983

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。