

# 海工装备业务开启 2 倍市值空间

## 买入 首次

目标价格：22.00 元

### 报告摘要：

- 进入市场规模达 1000 亿元的海工装备市场，公司新业务有望在下半年爆发。近年来我国加大海洋油气开发力度，资本投资持续提升，预计 2015 年我国海工装备市场将达 1000 亿元，占全球 12%。行业总体需求旺盛且客户集中度高，所以获得客户认可关键。公司通过收购瑞吉格泰进军海工市场，其核心优势在于油气分离和天然气净化及加工技术，现已被国内外油气生产企业使用。通过对其增资以及新项目投建，弥补了瑞吉格泰在资金和生产上的短板，其去年收入仅 2000 多万元，预计今年将达到 1 亿元（净利率可达 20%），随着产能释放，未来 3 年有望保持 100% 以上增速。长期来看，公司积极准备深水油气开发的技术，契合我国海工发展大方向，潜力巨大。
- 公司原业务快速增长：民用电加热器横向延伸打开 100 亿市场；工业电加热器触底回升。公司 1Q14 收入和净利增速均超 40%，主要靠加快拓展民用领域新品，在小家电、电热水器、电动汽车 PTC 等多个领域取得进展等，从市场空间来看，仅小家电对电加热器的年需求就超 100 亿元。另外工业电加热器下游需求明显回暖，对利润弹性很大。因此公司一季度的高增长可持续。
- 盈利预测及投资建议。预计 2014 至 2016 年净利润增速为 71.3%、35% 和 42.4%；EPS 分别为 0.79、1.06 和 1.51 元。公司原业务既有大空间又有高增速，足以支撑现有市值。海工业务是最大看点，市场尚未认可可是因其去年收入仅 2000 多万元；今年上半年处于管理调整、增资、建产能的打基础阶段，下半年将迎来爆发，这将推动股价表现，一旦新项目达产，有望每年贡献 13 亿收入和 2.6 亿净利，仅此项目至少可给 40 亿市值（15 倍 PE），考虑公司在海工其它业务的技术储备，公司 100 亿市值目标或可实现，建议“买入”，短期目标价 22 元。

### 家电行业研究组

#### 分析师：

蒋毅(S1180513070007)

电话：021-65051165

Email: jiangyi@hysec.com

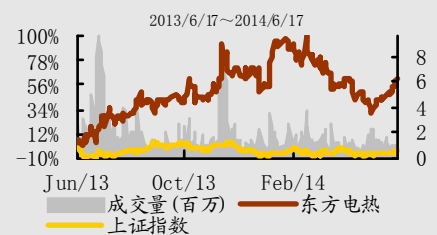
#### 研究助理：

笪佳敏

电话：021-65051165

Email: dajiamin@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

- 《美的高管增持，或带动行业反弹》  
2014/6/16
- 《继续关注优秀个股》  
2014/6/9
- 《悲观预期渐消化，板块有正收益》  
2014/6/2
- 《海信科龙：增长无忧，极具投资价值》  
2014/6/2
- 《积极关注优质个股的建仓机会》  
2014/5/29
- 《估值接近底部，且跌且加仓》  
2014/5/22
- 《格力电器：业绩无忧，估值提升空间大》  
2014/4/29
- 《海信电器：转型阵痛：费用高企侵蚀短期利润》  
2014/4/27

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	661	827	1,285	1,671	2,255
增长率 (%)	-7.7%	25.2%	55.3%	30.0%	35.0%
归母净利润(百万)	95.3	90.7	155.4	209.7	298.6
增长率 (%)	-12.6%	-4.8%	71.3%	35.0%	42.4%
每股收益	0.48	0.46	0.79	1.06	1.51
市盈率	35.7	37.5	21.9	16.2	11.4

## 目录

一、切入千亿海工装备市场，新业务有望在下半年爆发.....	5
国内海工装备产业高景气，明年市场规模超 1000 亿.....	5
中海油资本开支持续加码，2014 年增速近 30%.....	6
1.5 亿增资瑞吉格泰，启动 10 亿海工项目，海工收入将大幅增长.....	7
斩获中海油 6500 万订单，预计全年收入可达 1 个亿.....	8
二、民用：进军小家电获百亿成长空间.....	9
民用电加热器多点开花.....	9
空调辅助电加热器有空间、有优势，业绩无忧.....	11
切入水电热器、小家电领域，获百亿成长空间.....	15
三、工业电加热器触底回升.....	19
多晶硅景气攀升，行业需求回暖.....	19
工业电加热器业绩有望逐级向上.....	22
盈利预测及投资建议.....	23
风险提示.....	23
附录一 电加热器简介及应用.....	25

## 插图

图 1: 原油产量及对外依存度.....	5
图 2: 中海油产量及同比增速.....	6
图 3: 中海油资本开支图.....	6
图 4: 中海油资本开支完成率.....	7
图 5: 中海油开发支出占比.....	7
图 6: 公司具备丰富的海工油气装备项目经验.....	9
图 7: 民用电加热器收入和毛利占比.....	10
图 8: 工业加热器收入和毛利占比.....	10
图 9: 核心技术专利表.....	10
图 10: 民用电加热器客户表.....	11
图 11: 城镇家庭平均每百户空调器拥有量:(台).....	11
图 12: 农村家庭平均每百户空调器拥有量:(台).....	11
图 13: 空调生行业产量及同比增速.....	12
图 14: 空调销售行业量及同比增速.....	12
图 15: 空调内销量及同比增速.....	12
图 16: 空调出口量及同比增速.....	12
图 17: 空调出口地区占比(%).....	13
图 18: 欧美消费价格指数.....	13
图 19: 欧美实际 GDP 增速.....	13
图 20: 欧美失业率.....	13
图 21: 空调辅助电加热器市场估算.....	14
图 22: 格力电器空调销量与市场份额.....	15
图 23: 美的空调销量与市场份额.....	15
图 24: 青岛海尔空调销量与市场份额.....	15
图 25: 格力、美的海尔、空调总销量与市场总份额.....	15
图 26: 水电热器市场估算.....	16
图 27: 洗衣机产量与市场同比增速.....	16
图 28: 洗衣机销量及同比增速.....	16
图 29: 美的洗衣机产量份额.....	17
图 30: 海尔洗衣机产量份额.....	17
图 31: 城镇家庭平均每百户洗衣机拥有量:(台).....	17
图 32: 农村家庭平均每百户洗衣机拥有量:(台).....	17
图 33: 水电热器推动公司海尔的销售额快速上升.....	17
图 34: 家电电热水器产量及同比增速.....	18
图 35: 咖啡机电加热市场规模-估算.....	18
图 36: 九阳小家电品类-.....	19
图 37: 工业电加热器业绩及增速.....	20
图 38: 2013 年全球光伏市场分布.....	20
图 39: 2014 年全球光伏市场分布.....	20
图 40: 近期光伏扶持政策汇总.....	21
图 41: 多晶硅价格.....	21
图 42: 光伏市场预测.....	22

---

图 43: 2012 年之后坏账准备快速上升 .....	23
图 44: 财务数据及预测 .....	24

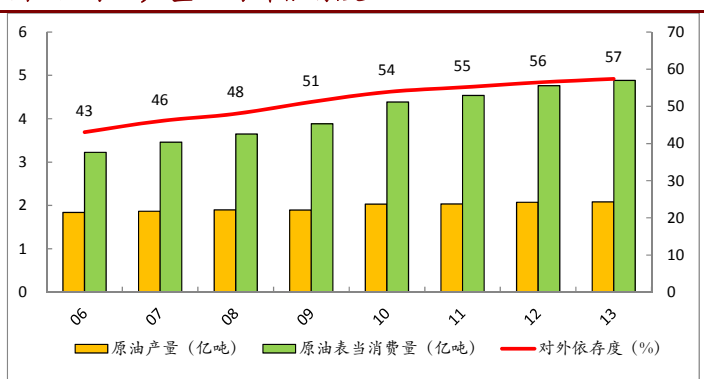
## 一，切入千亿海工装备市场，新业务有望在下半年爆发

### 国内海工装备产业高景气，明年市场规模超 1000 亿

油气开采从大陆转向海洋是全球发展趋势。新能源虽火，但产业化进程推进的依然非常缓慢，因此石化能源作为核心能源的地位将在未来保持相当长的时间。陆地油气相对海洋油气开采技术成熟较早，勘探和开采年限也较长，发展潜力遭遇瓶颈。据统计，目前陆地油气的探明率已经超过 70% 以上，开采潜力有限，而海洋油气受技术发展制约探明率仅 30% 左右，开采潜力极具吸引力，因此全球油气开采正逐步由大陆走向海洋。2013 年海洋石油产量占全球石油产量的 33% 左右，预计 2015 年有望升至 45%，海洋油气开采景气加速上行。

在国家战略推动下，国内海洋油气步入高景气周期。石油是工业的血液，30 年工业经济快速发展，刺激国内油气消费大幅上行，2013 年国内原油产量 2.08 亿吨，表观消费量 4.88 亿吨，对外依存度上行至 57%，连续 5 年超过 50% 的警戒线，据中国能源研究会预测，2015 年中国的对外依存度将达到 60%，2020 年将突破 76%，能源安全问题已经成为国家战略问题。国内陆上油田开采时间大部分超过 30 年，挖掘的潜力有限，而海洋油气尚处于开发的早中期，并且具备丰富的储量（据统计，我国海洋石油资源为 246 亿吨，占全国石油资源总量的 23%；海洋天然气资源量为 16 万亿立方米，占总量的 30%。），因此成为国家解决能源安全问题的重要突破口。据不完全统计，近十年我国新增石油产量的 53% 来自海洋油气，2010 这一数据达到 85%，国内海洋油气开发已经步入高景气周期。

图 1：原油产量及对外依存度



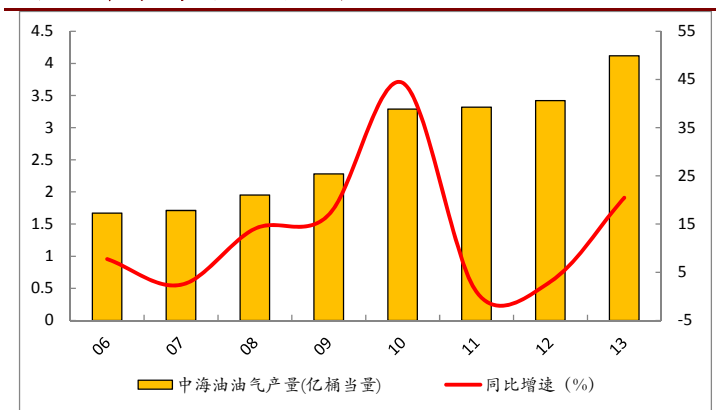
资料来源：Wind，宏源证券

2015 年中国海工装备市场规模有望超千亿，其中海洋油气装备份额有望提升至 35%。当前中国是全球海工装备增长最快的地区之一，2010 年全球海工市场规模 660 亿美元，其中中国海工装备市场规模 300 亿，占全球规模的 7% 左右，预计 2015 年全球海工市场规模有望 1300 亿美元，其中中国市场规模有望超过 1000 亿，2010-2015 年的复合增长率达到 28%。2012 年，国家制定《海洋工程装备制造业中长期发展规划》，其中明确说明 2015 年海工装备领域中的海洋油气开发装备国际市场份额力求从 2012 年的 20% 提升至 35% 以上。

## 中海油资本开支持续加码，2014 年增速近 30%

2006 至 2013 年核心客户中海油的海洋油气产量复合增速达到 13.7%。我国海洋油气的勘探开发以中海油为主，其 85% 以上的油气产量来自国内。2006 年中海油油气产量为 1.67 亿桶油当量，截至 2013 年产量增加到 4.17 亿桶油当量，期间复合增速达到 13.7%。从中海油的产量数据来看，2009 年之后受益于国家战略的推动，海洋油气开采开始大幅增长，海洋油气景气迅速攀升。

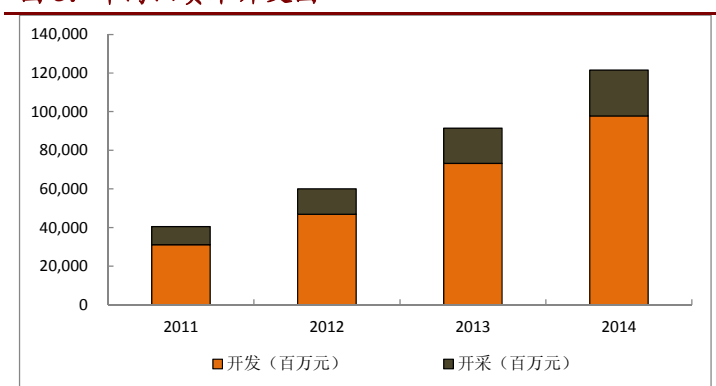
图 2: 中海油产量及同比增速



资料来源：公司年报，宏源证券

2010 至 2013 年产量增长推动中海油资本开支持续加码，其中开发资本开支占比快速上升。受海洋油气开采景气快速上行的推动，2010 年起，中海油资本开支进入快速增长阶段（2010-2013 复合增速接近 40%），期间受产能建设推进进度的变化，2010-2011 年中海油的实际资本开支分别只达到其目标开支 71.1% 和 77%。2012 年产能建设推进进程进入预期节奏，实际资本开支完成全年目标，进入 2013 年公司完成资本开支 151.3 亿美元，超过目标上限 11.3 亿美元（目标 120-140 亿美元）。2014 年公司的战略资本开支为 194 亿美元，同比提升 28.8%，资本开支保持持续加码的节奏。另外，从资本开支的结构来看，2010 至 2013 年开发资本开支占比由 52% 快速提升至 80% 左右，预计 2014 年占比保持在 80% 左右。

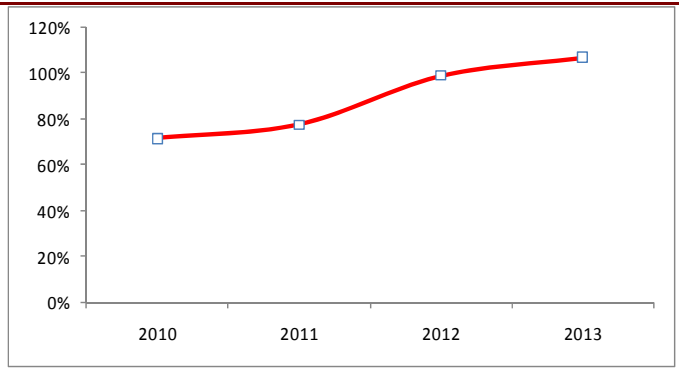
图 3: 中海油资本开支图



资料来源：公司年报，宏源证券

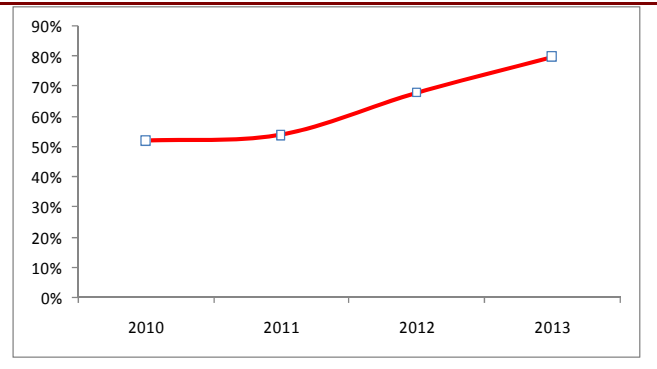


图 4: 中海油资本开支完成率



资料来源: wind, 宏源证券

图 5: 中海油开发支出占比



资料来源: wind, 宏源证券

未来中海油资本开支有望持续上行。公开资料显示, 2012 年中海油的储量替代率超过 180%, 证实未开发储量占证实储量的比例超过 50%, 可见公司可开采的储量丰富, 增产空间巨大。另外在“十二五”期间中海油始终维持 6-10% 的产量增速计划, 并计划于“十三五”实现深水大庆的目标, 即到 2020 年产量实现 4000-5000 万吨, 如要实现这个目标, 维持资本开支的力度是势在必行的。

### 1.5 亿增资瑞吉格泰, 启动 10 亿海工项目, 海工收入将大幅增长

收购瑞吉格泰, 进军高景气海工油气装备领域。在光伏低迷, 工业电加热器业务快速下滑的背景下, 公司积极寻求业务转型, 来突破业绩增长瓶颈。2013 年 6 月公司完成对瑞吉格泰的现金收购, 正式进军行业景气快速上行的海工油气装备。瑞吉格泰是专注于石油、天然气上游开采中油气分离、油气净化及加工装备技术的厂商, 具备中海油、中石油、中石化、洛克石油等大量优质海内外客户资源。在上市公司中惠博普、蓝科高新和瑞吉格泰同处一个行业, 但与他们不同的是公司强项在海上油气开采装备, 而惠博普、蓝科高新的长项在陆上油气开采。

数次增资瑞吉格泰, 弥补公司资金短板, 同时彰显做大做强海上油气装备的决心。公司完成收购瑞吉格泰时, 瑞吉格泰的注册资本为 1200 万, 资金短板明显。在海工装备领域, 回款周期长, 设备总包商需要自己现垫付资金, 因此瑞吉格泰技术虽牛, 但资金短板严重制约了公司拿单能力。东方电热接手后, 不到一年内数次大幅增资瑞吉格泰, 将注册资本提升至 15000 万。一方面为了提升公司资本规模, 增强公司的接单能力。另一方面也彰显了公司做大做强海工油气装备业务的决心。

启动 10 亿海洋油气系统处理项目, 弥补公司海工产能短板。2013 年十一月公司启动 10 亿投资规模的海洋油气系处理项目, 该项目产品主要用于分离和处理从油、气井口采出的碳氢化合物流体 (包括油、气、水和部分固体成分), 达产后公司将具备年产海洋油气处理系统 22 套的能力, 其中年产原油处理系统 15 套 (年产 100 万吨原油处理能力的

原油处理系统为代表产品)；年产天然气处理系统 7 套(每天 150 万标准立方米处理能力的天然气处理系统为代表产品)。项目的启动一方面可以有效弥补瑞吉格泰海工装备产能不足的短板，另一方面也指明了公司向海上油气装备系统集成及总包供应商的转型目标。该项目建设期 3.5 年，预计完全达产后，年可实现收入 13.68 亿(是 2013 年公司营收的 1.65 倍)，年可实现利润 2.66 亿(是 2013 年净利润的 2.9 倍)，2015 年之后，海工装备有望接力电加热器业务，成为新的增长驱动力。

### 斩获中海油 6500 万订单，预计全年收入可达 1 个亿

**海工油气装备进入壁垒高，客户认可是关键。**海工油气装备是一个定制化的设备市场，技术壁垒高，对供应商有很高的从业资质和专业要求。在国内海洋油气开采以中海油为主，下游客户相对单一。一般而言，设备供应商与中海油之间合作是一个长期稳定且并不断建立互信的过程，其他供应商切进来的难度很大，因此在海工油气装备领域，赢得中海油等客户的认可是竞争的关键。

**斩获中海油 6500 万订单，侧面验证公司拿单实力。**2014 年 3 月瑞吉格泰中标中海油平北黄岩一期和黄岩二期 10 台分离器(撬)的设计和制造的订单，订单总额 6512 万。瑞吉格泰在被东方电热收购之前技术实力雄厚，但受产能、资金的制约年收入才 2000 多万，在东方电热完成增资并大幅扩产之后，公司的潜在技术优势和拿单能力得到释放，这次斩获中海油 6500 万的大订单就是一个验证。

**2014 年海工业务收入可达 1 亿，2015、2016 年增速有望保持 100%成新增长引擎。**公司收购瑞吉格泰之前，瑞吉格泰受制于资金和产能，营收规模只有 2000 多万。完成收购之后，公司大幅增资瑞吉格泰，解决其资金瓶颈，同时投入 10 亿打造海洋油气处理系统，积极向海洋油气系统集成供应商转变，力求做大做强海洋油气业务。在公司的努力下，2014 年 3 月公司斩获中海油 6500 万的油气分离器订单，预计下半年仍会有中标项目，全年油气装备收入有望超 1 亿；随着新增产能将逐步就位，2015、2016 年收入可保持翻倍增长。

#### 公司竞争优势分析：

**资质全面，体制灵活：**海工油气装备是一个从业资质和专业要求很高的行业，目前公司在设计、工程、制造、销售和服务等各方面已经通过了 ISO9001 体系认证，海外方面已取得美国机械工程师协会 ASME 的压力容器制造证、国家特种设备制造许可证(压力容器 A1、A2 类)、国家特种设备(压力容器 D1、D2 类)设计许可证。是国内为数不多具备海外设计认证资质的公司。另外国内大多油气装备企业都是国有体制，相对于这些企业，东风电热具有灵活、机动的民营管理体制，与其他非上市民营竞争企业相比，公司又具有资本和融资优势。

**技术实力雄厚：**公司具备强大的装备研发、设计、制造和项目管理一体化服务能力。在油气分离领域已完成 20 项专利申报，其中实用新型专利 10 项，发明专利 2 项已获授权，另外 8 项发明专利处于实审阶段。与国内设计院或者专业从事油气分离设备制造的厂商相比，公司具备从前端研发到后端制造的一体化服务能力。

**技术领军人王宏具备丰富的设计、从业和管理经验。**核心技术团队领军人王宏先生



在中海油设计院和加拿大工作长达 16 年，曾担任中国海洋石油工程设计公司工艺部主任、公司副总经理，具备丰富的设计和管理经验。在王宏加盟瑞吉格泰之前，瑞吉格泰也只局限于电加热器领域，在其加盟后通过持续的技术创新与开拓，将瑞吉格泰打造成为了具有工艺系统一体化综合解决能力的成套系统装备与技术服务商。

**项目经验丰富：**瑞吉格泰与中海油、中石油、中石化、学佛龙、优尼科的海内外能源巨头公司都有良好稳固的合作关系，在国内公司参与了中海油 LD 项目、LF 项目、Z34、BZ29、PY 天然气项目等重大项目，在国外参与中东、俄罗斯、南美、南亚、西亚、非洲等众多油气项目，积累了丰富的项目经验和人脉资源。

**图 6：公司具备丰富的海工油气装备项目经验**

公司客户	项目数量	项目/设备名称
中海油	10	LD5-2 项目：原油换热器
		LD10-1 项目：生产分离器撬等
		LD 近海项目：计量分离器撬等
		LF13-2 项目：三相高效分离器撬
		PY 天然气开发项目：凝析油聚结器等
		BZ28-2S 油田项目：计量分离器撬等
		BZ29-4 油田项目：测试分离器撬等
		BZ34-1 油田项目：测试分离器撬等
		SZ36-1 油田项目：电脱水入口分离器撬
		JZ9-3W 油田项目：燃料气撬
中石油	2	四川南坝天然气脱水站项目：入口过滤分离器
		尼日尔项目：气体洗涤器撬等
OGI Group	1	Hamrin 油田开发项目：甘醇接触塔等
洛克石油	1	洛克石油赵东项目：测试分离器
Occidental Petroleum Corp.	1	Safah Field：电脱盐和甘醇水浴加热器撬等
ENCE	1	Khabarovskij Refinery：电脱盐撬
UK Expro	1	OPL-230：热处理器撬
SICEC 工程建设公司	1	Labsefid 油田：电脱盐处理器

资料来源：公司网站,宏源证券

## 二、民用：进军小家电获百亿成长空间

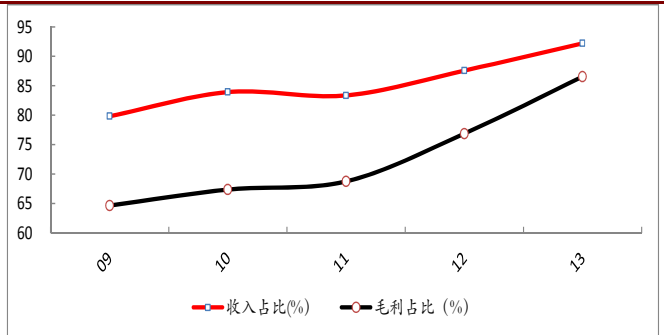
民用电加热器是当前电加热器业务重心（2013 年营收占整个加热器收入比重（94.89%）毛利占比（89.69%）），是加热器营收增量的核心驱动因素。民用电加热器中央空调辅助电加热受益于龙头客户的稳步扩张，营收有望平稳增长，新开辟的水电加热器、咖啡壶电加热器业务，空间大、增长快，未来有望推动民用电加热器业务高速增长。

### 民用电加热器多点开花

2012 年之后民用加热器挑起公司加热器增长大梁。1993 年东方电热通过空调辅助电

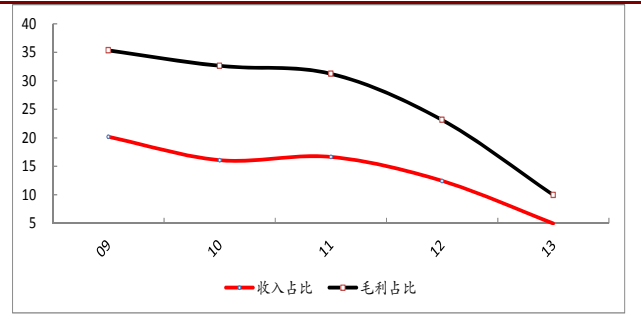
加热器切入民用电加热器领域，2006 年凭借民用领域的多年技术积累，切入高毛利(50%左右)的多晶硅、石化等工业电加热器领域。2011 年工业电加热器和民用电加热器收入占比分别为 16%和 82%，毛利占比分别为 31.8%和 70%。2012 年受国内光伏产业危机的影响，工业电加热器业务快速下滑（多晶硅冷氢化电加热器业务占工业电加热器 75%），截至 2013 年，工业收入占比近卫 4.8%，民用电加热器再次挑起公司加热器发展的大梁。

图 7: 民用电加热器收入和毛利占比



资料来源: wind,宏源证券

图 8: 工业加热器收入和毛利占比



资料来源: wind,宏源证券

**民用领域技术积累丰富，客户资源优越。**民用电加热器是公司传统优势领域，特别是在空调辅助电加热器和冷藏除霜电加热器领域，公司是国内技术实力最雄厚的厂商。自 1993 年公司切入格力供应链，成为其首家空调辅助电加热器供应商起，1995 年和 1999 年相继切入海尔和美的空调供应链、大连三洋冷藏除霜供应链。截至 2013 年公司在格力的份额超过 30%。20 年以上的行业浸淫，和优质客户对产品技术的高要求使公司积累了深厚的技术储备（专利 50 多项，国内领先）和行业口碑。

图 9: 核心技术专利表

序号	专利名称	类别	发明人	专利(申请)号	申请日期	状态
1	提高电加热管绝缘导热性能的方法及工装	发明	谭克	200810124660.5	2008.8.29	受理
2	高电加热管性能的方法	发明	谭克	200810124661.X	2008.8.29	受理
3	电加热器(有固体颗粒物的气态、液态介质加热器)	发明	谭克	200910184693.3	2008.8.28	受理
4	高压气态、液态介质加热用电加热器	发明	董国俊 徐金华	200910032986.X	2009.6.10	受理
5	高压气态、液态介质加热用电加热器	实用新型	董国俊 徐金华	ZL 2009 2 0044340.9	2009.6.10	授权
6	介质循环电加热器单元及多级串联介质循环电加热器组合	实用新型	董国俊 徐金华	ZL 2009 2 0044339.6	2009.6.10	授权
7	电加热器(有固体颗粒物的气态、液态介质加热器)	实用新型	谭克	ZL 2009 2 0231457.8	2008.8.29	授权

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 10: 民用电加热器客户表

PTC和电热管空调辅助电加热器	冷藏陈列柜除霜电加热器	电动汽车、小家电、水加热电
格力电器	上海海立中野	比亚迪
美的电器	大连三洋	江淮
青岛海尔	青岛马士基	九阳股份
奥克斯	英格索兰	皇明太阳能

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

近两年公司民用电加热器下游多点开花, 打开新的盈利空间。电加热器是当前最常用的加热元件, 具备广泛应用领域, 例如家电、汽车、冷链、石化等众多行业, 并且在民用领域, 电加热器技术可移植性强, 但壁垒在于客户开拓。2011 年上市之后, 公司民用电加热器品类积极向外延伸, 同时加大新品类电加热器技术开发, 并积极拓展合作客户。2012 和 2013 年公司成功开发压铸铝电加热器、蝶煲类电加热器、烤箱类电加热器、电动车 PTC 加热器等产品, 从而切入水加热器、小家电电加热器等传统民用领域和电动汽车电加热器、动车电加热器等高端民用领域。其中水加热器、咖啡壶等小家电加热器借力海尔、皇明和九阳等核心客户实现了快速放量。电动汽车 PTC 电加热器已经进入一汽、上汽、北汽、江淮、比亚迪等国内一线整车厂商供应链, 当前基本形成批量销售。整体来看, 2012 年之后水加热器, 咖啡壶等小家电加热器增长迅速, 民用电加热器增量的核心驱动力。

### 空调辅助电加热器有空间、有优势, 业绩无忧

农村地区空调快速渗透, 推动空调内销保持平稳上行态势。2012 年城镇居民百户空调保有量 126 台, 存量 2.5 亿台, 每年更新需求在 3500 万台左右。农村居民百户保有量 25 台, 存量不足 1 亿台。2009 年之后受益家电下乡、农村居民收入提升和农村电网改造到位的推动, 农村地区空调进入快速普及阶段。从城镇空调的渗透规律来看, 未来 12 年农村市场有望迎来一个持续快速渗透阶段, 平均每年百户保有量提升 7 台, 对应于每年的增量空间是 1700 万台。预计农村市场的持续渗透将推动空调内销保持平稳上行的态势。

图 11: 城镇家庭平均每百户空调器拥有量:(台)

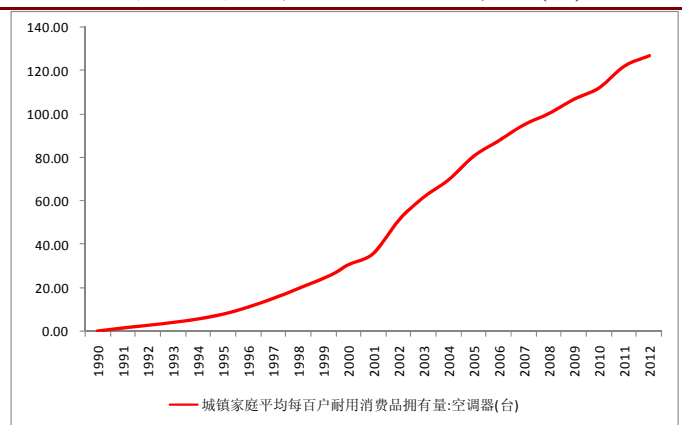
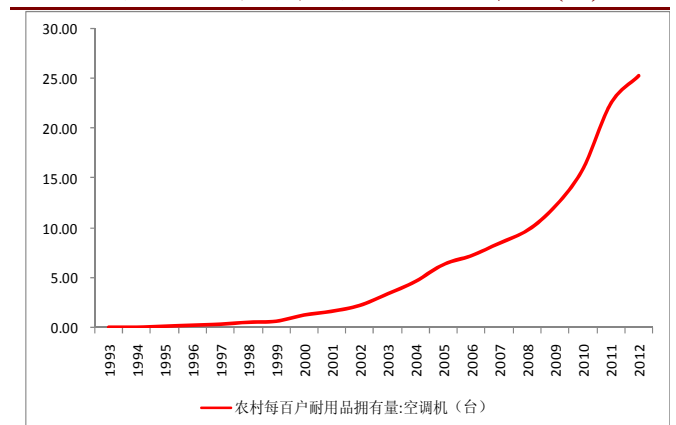
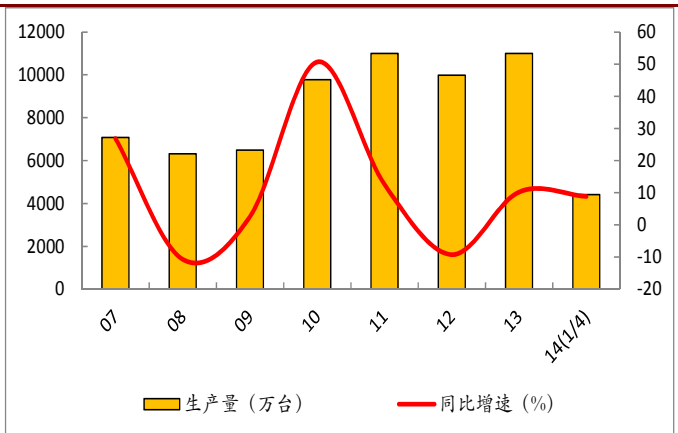


图 12: 农村家庭平均每百户空调器拥有量:(台)



资料来源: Wind, 宏源证券

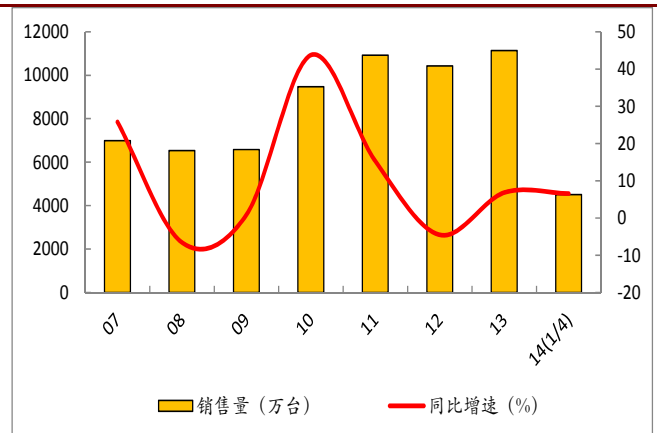
图 13: 空调生行业产量及同比增速



资料来源: 产业在线, 宏源证券

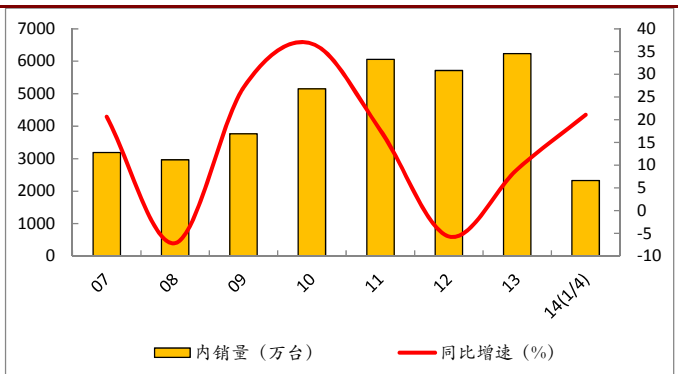
资料来源: Wind, 宏源证券

图 14: 空调销售行业量及同比增速



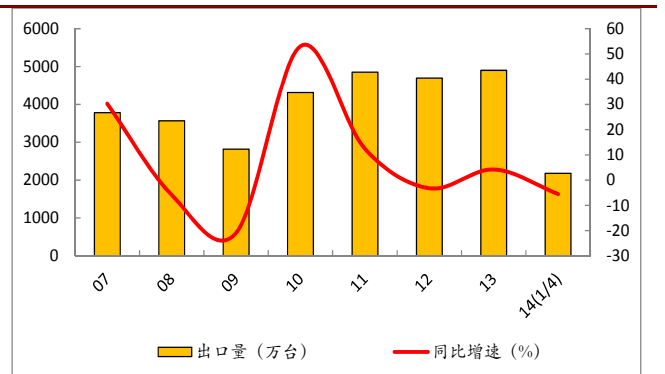
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 15: 空调内销量及同比增速



资料来源: 产业在线, 宏源证券

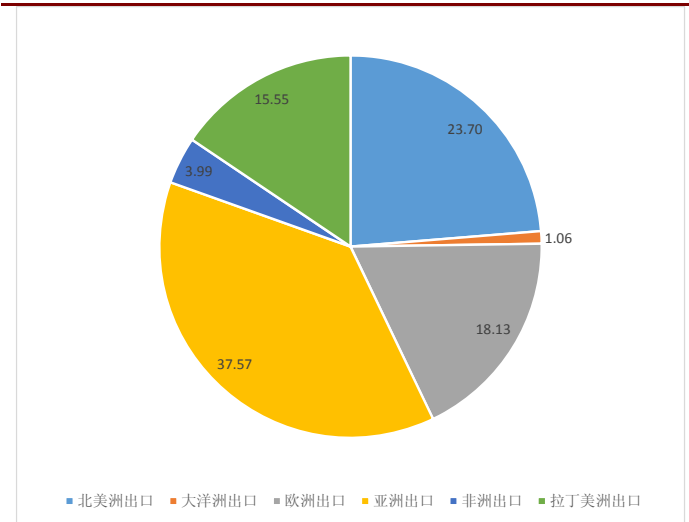
图 16: 空调出口量及同比增速



资料来源: 产业在线, 宏源证券

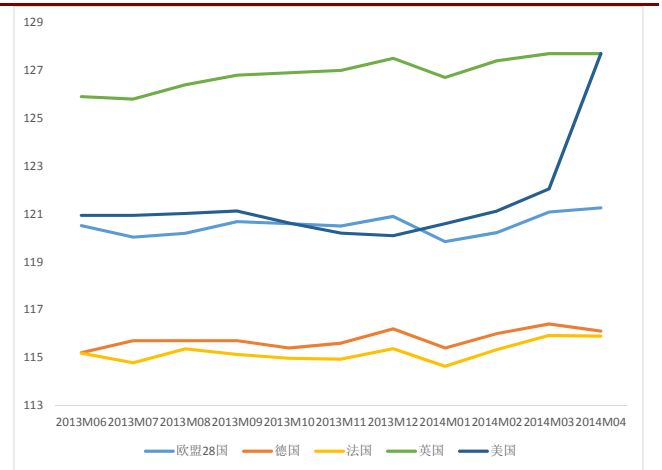
欧美经济进入复苏周期，出口销量有望逐步向好。中国是全球的空调生产基地，全球 70% 以上的产能都在中国，因此出口占据空调销量 44%。当前格力、美的等国内厂商的研发和制造技术不逊于欧美，凭借优质的产品和低廉的价格，中国将长期扮演世界空调供给者的角色。欧美是中国最重要的空调出口地区，2008 年金融危机以来受欧美需求不振的影响，出口陷入低迷状态。2013 年以来欧美经济开始呈现明显的复苏态势，因此随着欧美经济的稳步向好，空调出口预计有望逐步向好。

图 17: 空调出口地区占比 (%)



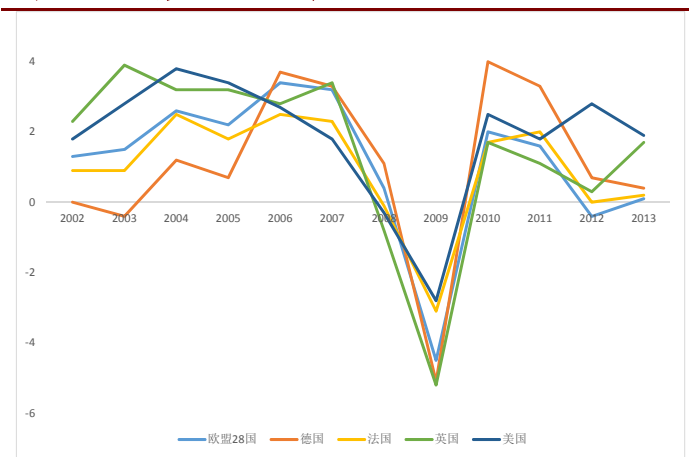
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 18: 欧美消费价格指数



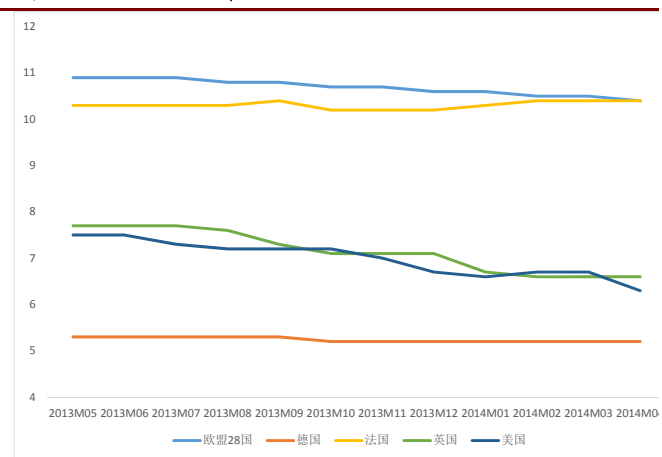
资料来源: Eurostat Home, 宏源证券

图 19: 欧美实际 GDP 增速



资料来源: Eurostat Home, 宏源证券

图 20: 欧美失业率



资料来源: Eurostat Home, 宏源证券

**空调挂机领域 PTC 空调辅助电加热器渐成主流:** PTC 电热器具备很大的正温度系数, 启动时借助较大的功率可以快速制热, 随着温度升高, 其电阻会随之变大, 当温度升高到一定程度后, 它又能保持在一个较低的功率下工作, 因此应用在空调、浴霸和暖风机等领域会有明显的高效和节能特性。另外 PTC 相对于传统的电加热管体积更小, 外形也可以做的很灵巧, 非常切合近几年空调挂机追求节能和灵巧外观设计的需求。因此, 近几年 PTC 逐步替代传统电加热管成为主流的空调挂机辅助电加热器。但受制于其制热功率和温度, 对大面积空间的制热效果较差, 因此在柜机领域电加热管依旧是主流。公司在 PTC 空调辅助电加热领域, 技术储备充足 (2008 年就已经开始为一线厂商批量供货), 但受制于产能约束产品长期处于供不应求的状态, 近几年随着空调厂商大规模转向 PTC 和公司产能的逐步释放, PTC 产品销量持续高增长 (2013 年同比增长 45%), 未来随着后续新建产能的释放, 有望延续当前的收入增长势头。

空调辅助电加热器市场空间在 18 亿以上，每年的增量空间在 9000 万以上。静态估算：2013 年国内空调产量 1.1 亿台（产业在线），其中冷暖空调占比在 70% 左右，冷暖空调中柜机占比 30% 左右，假设挂机全部用 PTC（公司平均售价 20 元），柜机电加热管（公司售价 30 元以上），依次推算 2013 年空调 PTC 电加热器市场需求在 5390 万套，电加热管需求 2310 万套，空间分别为 11 亿和 7 亿以上。动态来看，空调产业产品升级趋势明显，因此空调辅助电加热器价格变动不会太大（历史情况：2010 年和 2012 年 PTC 的均价差不多）。另外从销量来看，2010-2013 在经济内外交困的情况空调行业的复合增速为 5.5%，假设未来保持 5% 的销量增速，空调辅助电加热每年的市场增量空间为 9000 万以上。

图 21：空调辅助电加热器市场估算

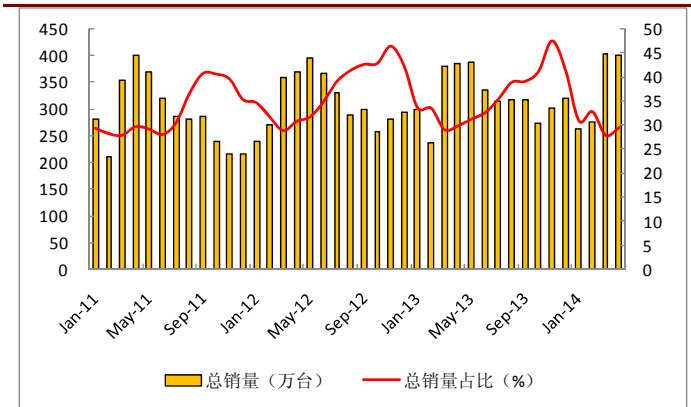


资料来源：宏源证券

客户资源优越，具备持续成长的潜力。近十年空调行业在格力和美的的强势崛起之下，行业格局从群雄混战逐步走向寡头垄断，内销方面格力、美的占据 60% 以上的份额，出口方面占据 44% 的份额。公司是格力、美的和海尔空调辅助电加热器的核心供应商，根据公开数据估算，其供货量在占格力需求量的 30% 以上，海尔 20% 以上。从空调行业的走势来看，消费升级将推动龙头企业份额稳步提升，其中格力凭借其出众的技术优势，有望在内销快速增长的推动下带动总销量平稳增长。美的空调在 2012 年的短暂沉寂之后，2013 年迎来爆发，后续高增长值得期待。同样作为第二梯队的海尔，近两年空调出口和内销均延续高增长。公司依托格力、美的两大空调巨头加上第二梯队的海尔，在行业销量稳步向前和集中度持续提升的情况下，公司有望借力龙头客户的强大竞争力，实现空调辅助电加热器的快速增长。

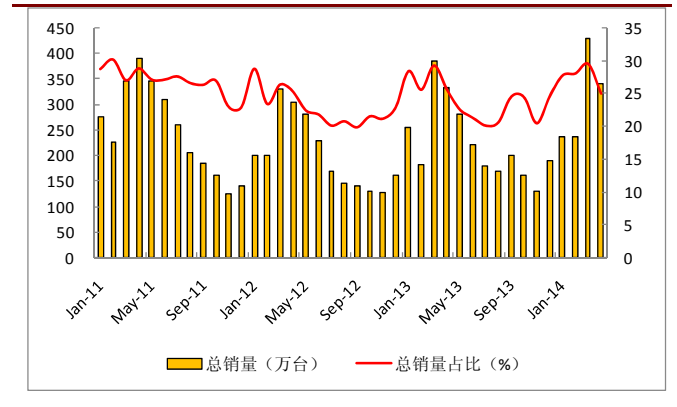


图 22: 格力电器空调销量与市场份额



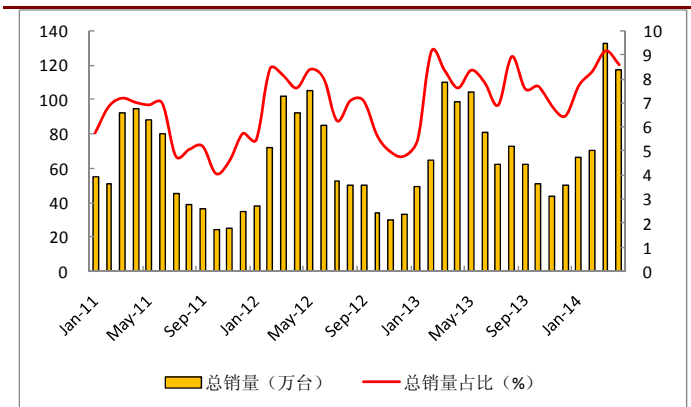
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 23: 美的空调销量与市场份额



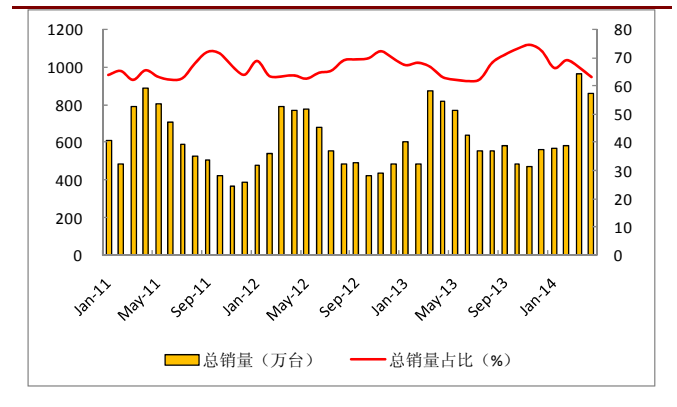
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 24: 青岛海尔空调销量与市场份额



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 25: 格力、美的、海尔、空调总销量与市场总份额



资料来源: 产业在线, 宏源证券

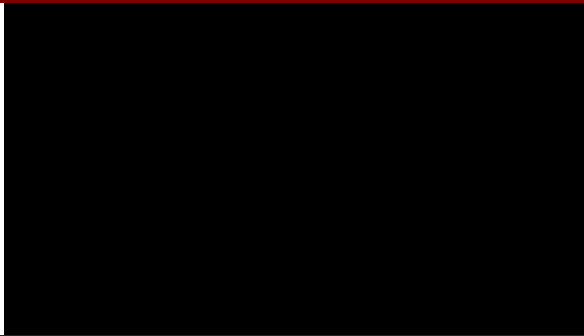
## 切入水热器、小家电领域，获百亿成长空间

切入海尔、皇明等一线厂商，水热器业务今年有望加速上量。水电热水器主要用于电热水器、太阳能热水器和洗衣机，国内生产厂商主要是美的、海尔等，属于公司传统的核心客户，因此切入相对容易。2011 年底公司投入超募资金 8500 万建设 600 万水电热水器，并于 2012 年底开始投产。2013 年凭借过硬的产品技术和多年的合作关系，公司迅速切入海尔、皇明、美的等一线厂商洗衣机、热水器供应体系，逐步开始大批量供货，随着产能的逐步爬坡，2013 年下半年月均产值已经跃升至 800 多万，13 年募投水热器项目利润贡献 1151 万。13 年 12 月公司接到海尔 1.3 亿的水热器订单，收入预计将在 2014 年入账，加上皇明、美的等其他客户的订单可以预见 2014 年水热器将加速放量，成为民用电热核心推动力之一。

电热水器和洗衣机的水热器市场空间在 27 亿以上，空间超过空调电加热器。静态来看，中国是全球洗衣机和热水器生产大国，2013 年洗衣机产量达到 5700 万台，家用电热水器 3400 万台，其中洗衣机领域，公司核心客户美的、海尔占据 40% 的市场份额。以 30 元的出厂均价来估算，洗衣机领域的水热器市场空间在 17 亿左右，家用电热水器市

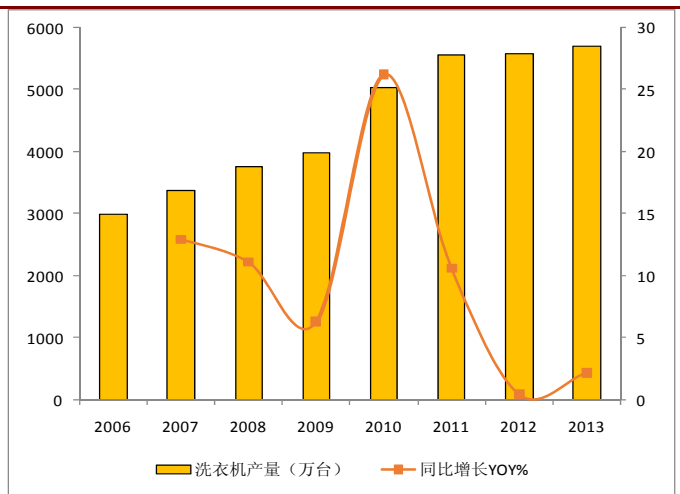
场空间在 10 亿左右，二者合计 27 亿左右（不考虑太阳能热水器等其他应用领域）。动态来看，洗衣机内销受制于保有量提升空间有限，2010-2013 年复合增速为 4%，后续依然是一个平稳的低增速走势，出口方面同内销类似个位增长，总体来看洗衣机属于成熟的市場，后续依旧是一个个位增长的平稳态势，预计每年的增量空间 7000 万左右。与洗衣机相反，电热水器近 3 年在国内呈现快速增长的态势，2010-2013 年产量复合增速 21%，受益于农村保有量较低，看好电热水器的持续增长，以 15% 的增速估算，增量空间 1.5 亿。

图 26: 水电热器市场估算



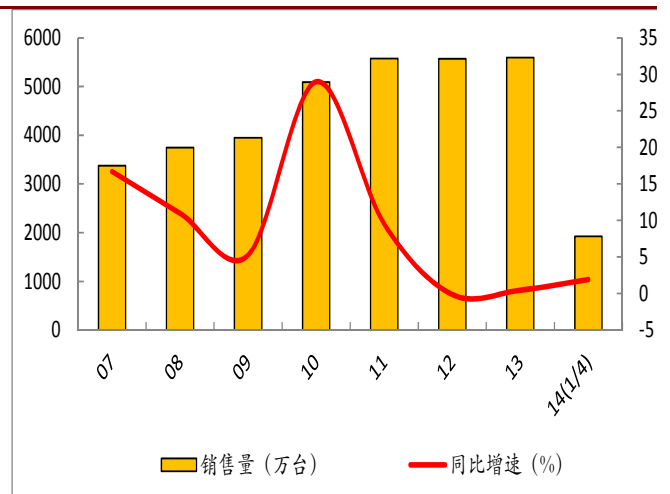
资料来源: 宏源证券

图 27: 洗衣机产量与市场同比增速



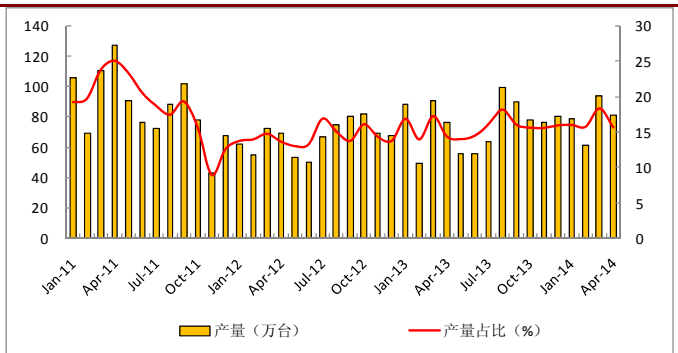
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 28: 洗衣机销量及同比增速



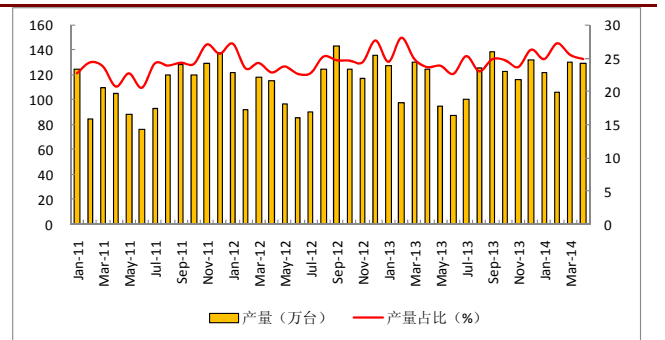
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 29: 美的洗衣机产量份额



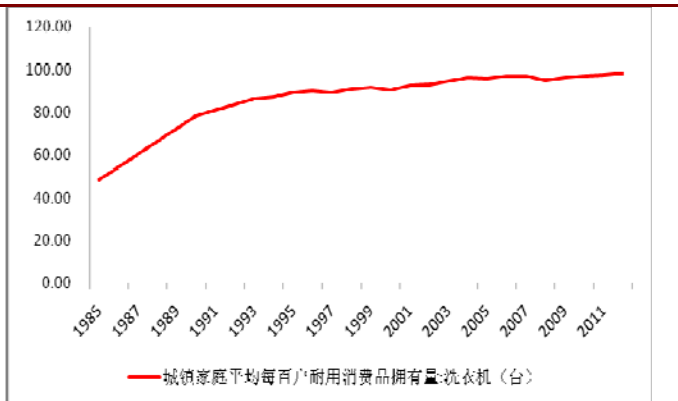
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 30: 海尔洗衣机产量份额



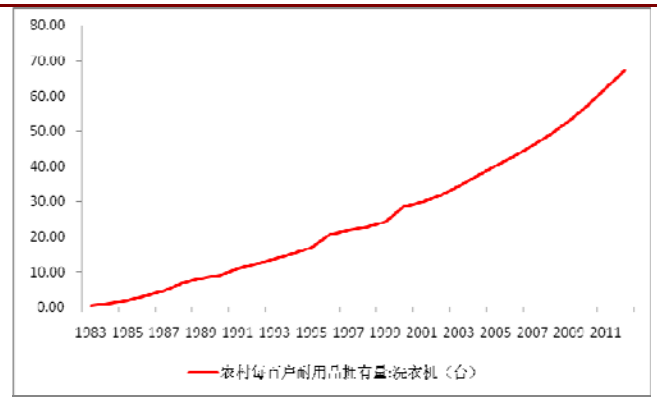
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 31: 城镇家庭平均每百户洗衣机拥有量:(台)



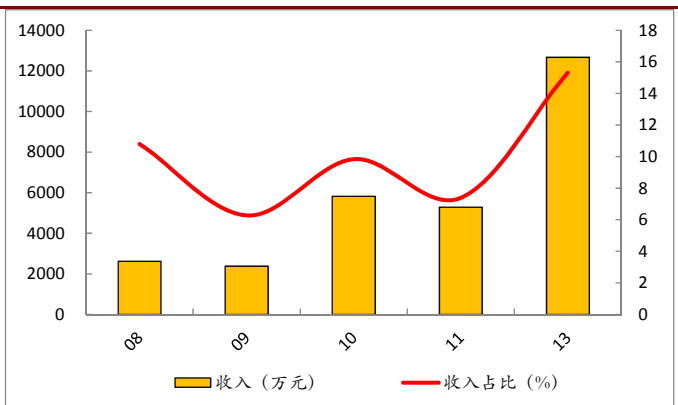
资料来源: Wind, 宏源证券

图 32: 农村家庭平均每百户洗衣机拥有量:(台)



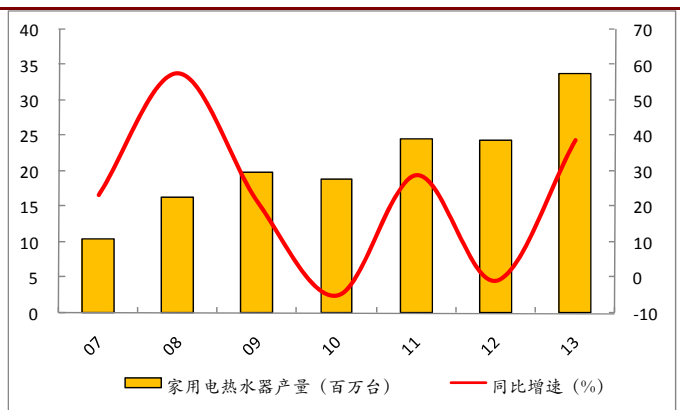
资料来源: Wind, 宏源证券

图 33: 水电热器推动公司海尔的销售额快速上升



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 34: 家电电热水器产量及同比增速



资料来源: 国家统计局, 宏源证券








小家电品类多, 电加热器市场空间超百亿; 中国是全球的小家电制造基地, 咖啡机、电水壶产量占全球的 80% 以上。2013 年进军咖啡机、蒸汽熨斗、蒸汽微波炉等小家电, 其中部分产品已经进入批量供货阶段。小家电品类众多, 据中怡康统计 2013 年国内电水壶销量 600 万只以上, 电饭煲 738 万台以上, 电磁炉 600 万台, 但产量均超 2000 万台, 单品市场空间超 6 亿 (以单价 30 估算)。另外据中国产业研究网调研统计, 全球咖啡机的产量在 2 亿台左右, 其中 80% 的产能在中国, 中国已经成为全球的咖啡机生产基地。单就咖啡机而言, 单品电热器的单价在 40 元左右, 中国地区的市场空间就达到 64 亿。因此凭借众多的品类和单品数千万计的销量, 我们相信小家电电加热器是一个百亿级别的市场。公司目前已经成功切入咖啡机领域, 销量快速上行。在其他小家电领域, 公司切入九阳供应链, 九阳是国内小家电领域的龙头企业, 电磁炉等市占率 17% 左右。借助咖啡壶、小家电广阔的市场空间和优势客户资源, 2014 年小家电电加热器也将迎来放量增长。

图 35: 咖啡机电加热器市场规模-估算

咖啡机电热器市场	市场空间
全球咖啡机产量 (万台)	20000
中国地区产量占比	80%
中国地区产量 (万台)	16000
电加热器单价 (元)	40
全球市场规模 (亿)	80
中国市场规模 (亿)	64

资料来源: 宏源证券

图 36: 九阳小家电品类-

九阳小家电商品种类					
豆浆机	营养王系列			商用豆浆机	
	雅谷系列			智纯系列	
健康料理	料理机		健康净水	双水系列	
	榨汁机			矿化系列	
	面条机			智鲜系列	
	美粥煲			舒适饮用系列	
健康厨电	电压力煲		厨房电器	油烟机	
	电饭煲			灶具	
	电磁炉			消毒柜	
	煎烤机			热水器	

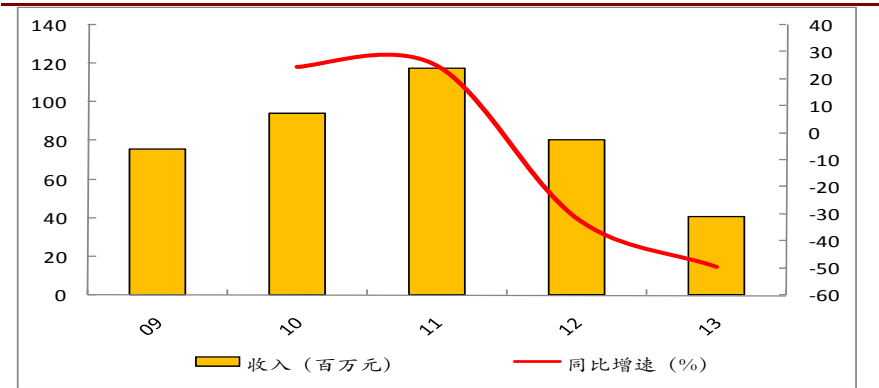
资料来源: 公司官网, 宏源证券

### 三、工业电加热器触底回升

#### 多晶硅景气攀升, 行业需求回暖

光伏危机拖累工业电加热器业绩表现。2012 年以来, 国内光伏产能过剩叠加欧美对中国光伏双反, 将中国光伏产业拖入深渊。公司是国内四氯化硅冷氢化回收电加热器的唯一供应商, 具备强大的核心竞争力, 2011 年 75% 的工业电加热器均来自多晶硅行业。2012 年受光伏危机的影响, 2012 年 6 月之后基本无新的订单, 因此 2012 年至 2013 年上半年工业电加热器业务出现断崖式滑坡。

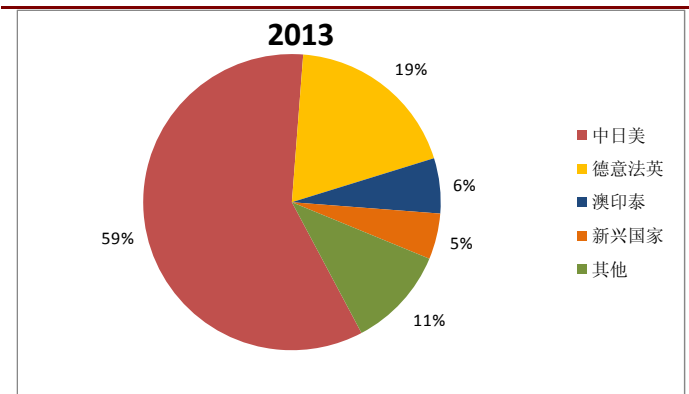
图 37: 工业电加热器业绩及增速



资料来源: wind, 宏源证券

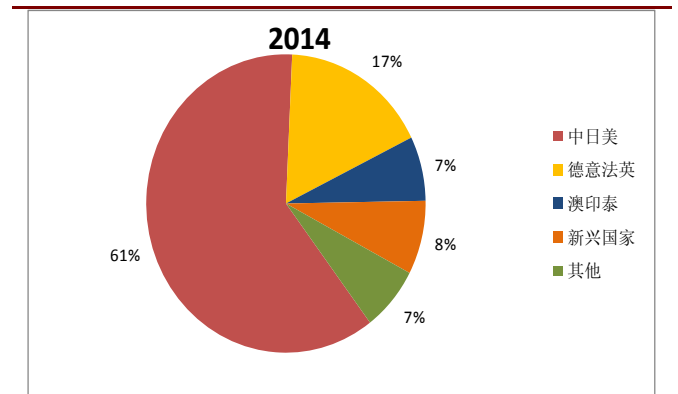
**国内光伏产业景气扭转。**2013 年 7 月中欧光伏谈判结束，在中国承诺价格约束的情况下，欧盟取消了对光伏反倾销税的征收，光伏出口之路逐步顺畅。另外，为了降低国内光伏产业对国外市场的过度依赖和提升国内光伏产业的竞争力，中央和地方政府相继出台了一系列税收优惠、电价补贴政策 and 利率优惠政策，在政府的推动下国内光伏产业重获生机，并且中国市场成为了全球光伏需求最大的地带。据权威机构 solarzoom 统计和预测，受中国、日本等国内光伏需求的快速增长，亚洲成为全球光伏最大市场，2013 年亚洲市场占比 59%，预计 2014 年将提升至 61%，光伏产业对欧美的依赖将大大降低。

图 38: 2013 年全球光伏市场分布



资料来源: solarzoom, 宏源证券

图 39: 2014 年全球光伏市场分布



资料来源: solarzoom, 宏源证券



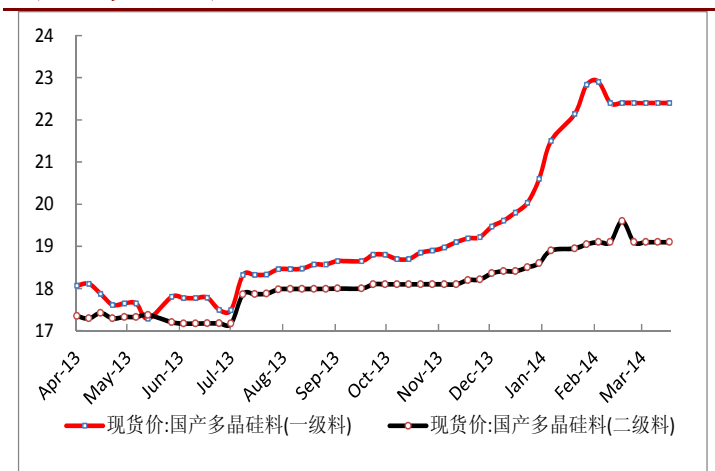
图 40: 近期光伏扶持政策汇总

国家光伏扶持政策汇总	
一、13年8月30日	发改委《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》 关键性政策，将分布式发电补贴确定为0.42元/度，大型地面电站将全国按光照资源区分为三类，标杆上网电价分别为0.9元/度、0.95元/度和1元/度。补贴标准原则性持续发放20年。
二、13年9月12日	能源局、国开行《关于开展分布式光伏发电金融支持试点工作的通知》 国开行承诺增加分布式光伏信贷规模，贷款主体扩大为个人投资者和企事业单位。最长可有20年的贷款年限，优质项目的可予以基准利率下浮5%-10%的优惠。
三、13年9月30日	财政部《关于光伏发电增值税政策的通知》 明确2013.10.1至2015年末光伏电站增值税即征即退50%的优惠政策。目前光伏电站增值税为17%，为光伏电站减税8.5%的增值税，可提高电站运营利润率2%~4%。

资料来源：公开网站,宏源证券

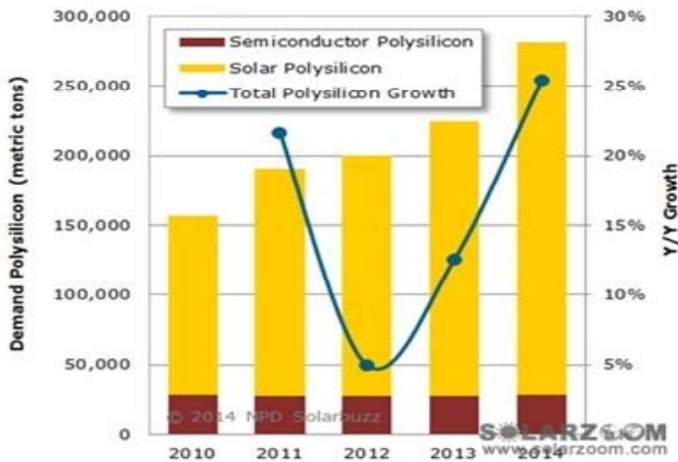
多晶硅价格持续上涨，厂商产能吃紧。根据第三方咨询机构 Pvinsight, Solarzoom 的调研，2013 年底以来国内多晶硅价格持续上涨，截至 2014 年 4 月累计涨幅达到 11.6%，多晶硅景气快速提升。同时国内新能源分析师的调研报告显示，多晶硅龙头企业保利协鑫、特变电工、大全订单 2014 年已经排满，甚至部分已经排到了 2015 年。需求快速增长推动和产能供应的吃紧，多晶硅价格有望持续上行。据美国 NPD Solarbuzz 公司预测，2014 年全球光伏需求约达 45-55GW，较 2013 年增长超过 29%，增速大幅提升。一般来讲，每瓦需消耗 5g 多晶硅，考虑 10%-20% 中间流通库存需求，2014 年全球光伏级多晶硅的需求量将达到 24.8-27 万吨。多晶硅价格的持续提升和需求的快速增长，在推升国内厂商盈利能力的同时将刺激国内多晶硅厂商的资本开支热情。

图 41: 多晶硅价格



资料来源：Wind, 宏源证券

图 42: 光伏市场预测



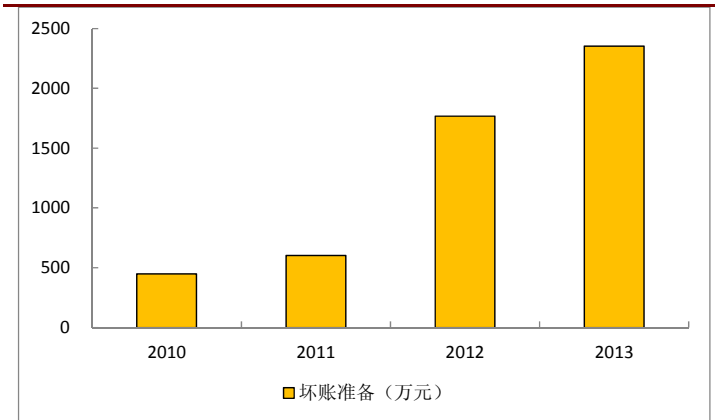
资料来源: Solarbuzz, 宏源证券

### 工业电加热器业绩有望逐级向上

工业电加热器订单景气向上。国内多晶硅基本采用改良西门子法提纯多晶硅，在其还原环节主要有两种工艺：热氢化和冷氢化。与热氢化相比，冷氢化可以实现物料的闭合循环和大幅降低电耗，因此可以有效降低多晶硅的生产成本，但国内多晶硅厂商受制于技术原因，大多采用热氢化工艺。2008 年公司与江苏中能合作，突破了冷氢化技术瓶颈，成为国内冷氢化电加热器领域的唯一供应商。对于国内多晶硅厂商而言，出口价格约束，成本控制已经成为盈利的核心元素，前两年受制于行业景气低迷，资本开支有限，今后随着多晶硅景气的恢复，厂商新建产能和冷氢化改造的资本开支有望逐级回升。

工业电加热器业绩触底，短期受益于坏账冲回，长期受益于景气复苏。公司冷氢化电加热器的收入来源有两方面：1，冷氢化电加热设备（新产能和产能改造），千吨产能的价格在 400 万左右；2，冷氢化电加热芯（加热器大约 1 年需要换一次芯），单价为加热设备的 40%-60%；2012 年-2013 年上半年，受制于光伏行业陷入困境，无新增订单，2011 年结转至 2012 年结算的部分订单也因为客户财务状况恶化做了大量的坏账计提，可见工业电加热器业务已经到了跌无可跌的底部，2013 年业绩已经完全触底。2013 年 7 月之后光伏景气逐步扭转，公司也于 7 月接到第一个新订单（盾安-冷氢化技改，1180 万），订单景气开始好转。短期来看，业绩来源于订单的逐步恢复和坏账冲回，长期则受益多晶硅产业景气复苏带动的资本开支上升。

图 43: 2012 年之后坏账准备快速上升



资料来源: Wind, 宏源证券

## 盈利预测及投资建议

预计 2014 至 2016 年收入分别为 12.9、16.7、22.6 亿元，增速为 55%、30%、35%；净利润增速分别为 71%、35%和 42%；EPS 分别为 0.79、1.06 和 1.51 元。

公司原业务既有大空间又有高增速，足以支撑现有市值。海工业务是最大看点，市场尚未认可是因其去年收入仅 2000 多万元；今年上半年处于管理调整、增资、建产能的打基础阶段，下半年将迎来爆发，这将推动股价表现，一旦新项目达产，有望每年贡献 13 亿收入和 2.6 亿净利，仅此项目至少可给 40 亿市值（15 倍 PE），考虑公司在海工其它业务的技术储备，公司 100 亿市值目标或可实现，建议“买入”，短期目标价 22 元

## 风险提示

1、对格力等大客户的依赖度高（2013 年前五大客户收入占比 82.5%）； 2、小家电电加热器市场拓展速度低于预期； 3、海工项目的推进进度缓慢，订单落地难； 4、短期资本开支大，现金流断裂风险上升。

图 44: 财务数据及预测

利润表					资产负债表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	827	1,285	1,671	2,255	货币资金	265	100	100	100
YOY	25%	55%	30%	35%	应收和预付款项	299	642	880	1187
营业成本	619	945	1,203	1,590	存货	258	543	692	915
% 营业收入	25%	27%	28%	30%	长期股权投资	0	0	3	3
营业税金及附加	4	6	8	11	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产和在建工程	285	385	535	685
销售费用	29	45	58	81	无形资产和开发支出	60	63	66	69
% 营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	资产总计	1574	2266	2908	3749
管理费用	68	103	134	185	短期借款	0	222	467	705
% 营业收入	8.2%	8.0%	8.0%	8.2%	应付和预收款项	425	741	928	1228
财务费用	-7	4	21	37	长期借款	0	0	0	4
% 营业收入	-0.9%	0.3%	1.2%	1.6%	其他负债	15	14	14	14
资产减值损失	7	0	0	0	负债合计	442	977	1409	1951
公允价值变动收益	0	0	0	0	股本	198	198	198	198
投资收益	0	0	0	0	资本公积	531	531	531	531
营业利润	108	183	247	351	留存收益	358	513	723	1022
% 营业收入	13.1%	14.2%	14.8%	15.6%	归属母公司股东权益	1084	1242	1451	1750
营业外收支	-1	0	0	0	少数股东权益	48	48	48	48
利润总额	107	183	247	351	股东权益合计	1132	1290	1499	1798
% 营业收入	12.9%	14.2%	14.8%	15.6%	负债和股东权益合计	1574	2266	2908	3749
所得税费用	15	27	37	53					
净利润	91	155	210	299	财务指标				
归属于母公司所有者的净利润	91	155	210	299	毛利率	25%	27%	28%	30%
少数股东损益	1	0	0	0	三费/销售收入	11%	12%	13%	13%
					EBIT/销售收入	13%	15%	16%	17%
现金流量表					EBITDA/销售收入	28%	19%	21%	22%
	2013	2014E	2015E	2016E	销售净利率	11%	12%	13%	13%
经营活动现金流净额	282	427	428	429	ROE	8%	13%	14%	17%
长期股权投资	0	0	-3	0	ROA	6%	7%	7%	8%
无形资产投资	-63	-83	-155	-155	ROIC	8%	10%	12%	13%
固定资产投资	0	-100	-150	-150	销售收入增长率	25%	55%	30%	35%
其他	0	0	0	0	EBIT 增长率	12%	73%	43%	45%
投资活动现金流净额	-100	-83	-158	-155	EBITDA 增长率	107%	3%	44%	44%
债券融资	-7	-1	0	4	净利润增长率	-7%	70%	35%	42%
股权融资	2	0	0	0	总资产增长率	13%	44%	28%	29%
银行贷款增加(减少)	0	222	245	242	股东权益增长率	-149%	714%	-78%	-24%
筹资成本	-7	4	21	37	经营现金净流增长率	-149%	714%	-78%	-24%
其他	0	2	0	0	流动比率	2.8	1.9	1.7	1.7
筹资活动现金流净额	-35	216	222	204	速动比率	2.2	1.4	1.2	1.2
现金净流量	-172	-165	0	0	应收账款周转天数	173.1	175.0	185.0	185.0

资料来源: 宏源证券

## 附录一 电加热器简介及应用

### 电加热器概述

物料加热包括燃烧加热、电力加热和其它能源加热三种方式，其中以前两种方式最为常见。同燃烧加热方式相比，电力加热有着加热过程清洁卫生、热效率高、安全、配套设施简单等明显优势，目前电加热在国民经济的众多领域都有广泛应用。

### PTC 电加热概述

PTC 是英文 Positive Temperature Coefficient（正温度系数）的简称。PTC 电加热器的发热元件是一种热敏电阻，该种电阻最显著的特征就是具有很大的正温度系数，其电阻值随温度的升高而呈跳跃式的上升。PTC 电加热器有高效、节能等优点，在我国日益强调节能减排的大背景下，近年来得到了越来越多的应用，目前在空调、浴霸、暖风机等领域的使用非常普遍。目前的 PTC 发热材料主要有如下两类，一类是陶瓷 PTC，以钛酸钡等陶瓷为基础掺杂其它多晶陶瓷制成；另一类是金属 PTC，以镍基合金、钛基合金等具有较大正温度系数的合金。

### 工业电加热器的主要应用领域

#### 1、多晶硅生产领域

多晶硅是制造用于太阳能发电的光伏电池的主要原材料，目前光伏电池主要分晶硅电池和薄膜电池两种，其中晶硅电池占到绝大多数，根据欧洲光伏协会（EPIA）的统计，2007 年晶硅电池占光伏电池总量的 87.4%。多晶硅是制作晶硅电池的主要原料。目前国际上和国内绝对大多数企业均通过改良西门子法生产多晶硅，改良西门子法，又称三氯氢（ $\text{SiHCl}_3$ ）还原法，是目前技术上最成熟的多晶硅生产工艺。在用三氯氢硅生产多晶硅的过程中，需要用到工艺较为复杂的冷氢化工艺设备，由于设备环境高温、高压、充满着强腐蚀性气体，因此对电加热器的性能要求非常高。

#### 2、天然气、石油开采及管道输送领域

在天然气田开发的过程中，来自地下的高压天然气出井时的压力会高于其在输气管网中的压力，出井后天然气的压力会急速下降，由于焦耳-汤姆孙效应的存在，在降压膨胀过程中，天然气会吸收大量的热，使周围的温度迅速降低。低温和天然气中的水汽结合可能会结冰而造成管线冻堵。因而一般对出井时降压吸热的天然气都要采取加热措施，使其保持一定的温度，防止管线冻堵。电加热方式由于自动化程度高、热效率高在天然气和室友开采及管道输送领域运用广泛。

#### 3、石化、化工领域等

石化、化工行业生产过程中的很多反应需在一定的温度条件下进行，因此，往往先要将上述行业的生产装置加热到一定温度后，才开始运作。电加热相对于其它加热方式，有着方便调节、便于自动化控制的优势，因此在石化、化工行业涉及的细分领域运用十分广泛。

### 民用电加热器的主要应用领域

#### 1、空调领域

空调辅助电加热器是一种提高空调制热效率的装置。在外界温度较低时，空调压缩机的工作效率会下降，此时单纯依靠空调压缩机制热，耗时长效率低。在配备了辅助电加热器的情况下，通过电加热器迅速加热周围空气，通过空调的风机送入室内，可以大幅提高空调的制热效果。

#### 2、冷链领域

冷链 (cold chain), 即食品冷链, 是指易腐食品从产地收购或捕捞之后, 其产品加工、贮藏、运输、分销和零售、直到消费者手中的各个环节都始终处于产品所必需的低温环境下, 以保证食品质量安全, 减少损耗, 防止污染的特殊供应链系统。除霜电加热器在冷链主要环节上有着广泛应用。

### 3、其它家用电器领域

洗衣机、电冰箱、热水器、饮水机、豆浆机、浴霸、取暖器、暖风机、电熨斗、电水壶、烤箱、微波炉等家用电器上都有应用, 几乎涉及居民生活的各个方面。

### 4 其它民用领域

居民生活的其它领域, 如火车、汽车、轮船、飞机等交通运输工具上的空调、热水器等方面。



**作者简介:**

**蒋毅:** 2008.4-2010.11 索尼中国商业有限公司 大客户管理部; 2011.5-2013.3 国金证券 家电研究员 连续两届新财富第二名团队成员; 2013.3 至今宏源证券 家电研究员

**董佳敏:** 毕业于上海交通大学机械与动力工程学院, 工学硕士, 曾就职于上海通用汽车动力总成新项目。2014年加入宏源证券家电研究小组。

**机构销售团队**

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。