

被低估的压缩机龙头

买入 首次

目标价格：11.00 元

投资要点：

- 公司是压缩机行业绝对龙头
- 新产品提供业绩支撑，长虹国企改革值得期待
- 管理层增持彰显信心，首次给予“买入”评级

报告摘要：

- 公司是压缩机行业绝对龙头。公司是以研发，生产冰箱、冷柜、饮水机、制冰机及除湿机等制冷电器的各类压缩机为主营业务，冰箱压缩机绝对龙头，国内市场占有率 30% 以上，同时是全球重要的环保、节能、高效冰箱压缩机专业制造商之一。
- 变频和商用压缩机将是主要增长点。变频压缩机主要用于变频冰箱，2013 年全年变频冰箱的零售比重已经提高到 11.3%，未来十年有望达到 50% 以上。国内冰箱用变频压缩机的生产制造还处于一个起步阶段，目前全国年产值不超过 200 万台，未来市场空间巨大。商用压缩机一般指制冷量在 200W 以上的产品，一般用于超市里的展示柜、机场的自动贩卖机。公司通过收购西班牙商用压缩机龙头企业 Cubigel，将逐步引进西班牙工厂的先进技术，在国内建立起规模化、集约化的生产线，实现年产 300-400 万的战略目标。
- 长虹国企改革值得关注。公司大股东是四川长虹，长虹的国企改革已经有了实质性进展。公司作为长虹旗下上游领域的优质资产，我们认为有望受益长虹的国企改革，面临新的发展机遇。
- 高管增持彰显信心。截至 2014 年 11 月 28 日，公司 32 名激励对象均已按照《公司年度业绩激励基金实施方案》的有关规定，以公司发放的 2013 年度业绩激励基金及自有资金完成购买本公司股票，合计买入 230 万股。
- 首次给予“买入”评级，目标价 11 元。预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.33、0.45、0.56 元，对应动态 PE 分别为 21X、16X、12X。

主要经营指标	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入(百万)	5601.43	6710.00	7,356	8,728	10,209
增长率(%)	4.35	19.79	9.6%	18.6%	17.0%
归母净利润(百万)	102.96	161.22	185	250	315
增长率(%)	236.43	56.59	14.9%	34.7%	26.1%
每股收益	0.32	0.29	0.33	0.45	0.56
市盈率	31.43	34.61	21.1	15.7	12.4

机械研究组

分析师：

李强(S1180514080002)

电话：010-88085610

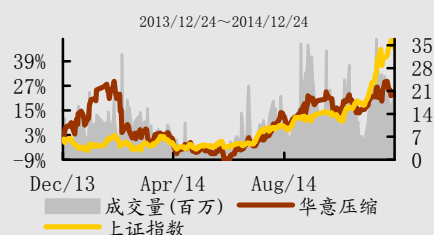
Email: liqiang1@hysec.com

曲伟(S1180514120001)

电话：010-88013558

Email: quwei@hysec.com

市场表现



相关研究

目录

一、投资逻辑及投资建议 4

二、公司概况：冰箱压缩机绝对龙头..... 4

三、变频压缩机：等待变频冰箱市场爆发..... 5

四、商用压缩机：抢占海外市场份额..... 8

五、长虹国企改革值得关注..... 9

六、高管增持彰显信心 10

插图

图 1: 公司业务收入连续十年增长.....	4
图 2: 公司盈利能力在历史高位.....	4
图 3: 冰箱销量.....	5
图 4: 冰箱压缩机销量.....	5
图 5: 冰箱用变频压缩机工作原理图.....	5
图 6: 国产变频冰箱.....	5
图 7: 变频冰箱销量持续上升.....	6
图 8: 2013 年全年变频冰箱占比.....	6
图 9: 未来十年变频冰箱占比.....	6
图 10: 变频压缩机的优点.....	7
图 11: 华意压缩降低成本方法.....	7
图 12: 商用压缩机.....	8
图 13: 自动贩卖机.....	8
图 14: 全球布局与海外扩张示意图.....	8
图 15: 公司高管股票购买情况.....	10

表格

表 1: 公司子公司情况.....	4
表 2: 2013 年长虹控股参股公司（单位：亿元）.....	9

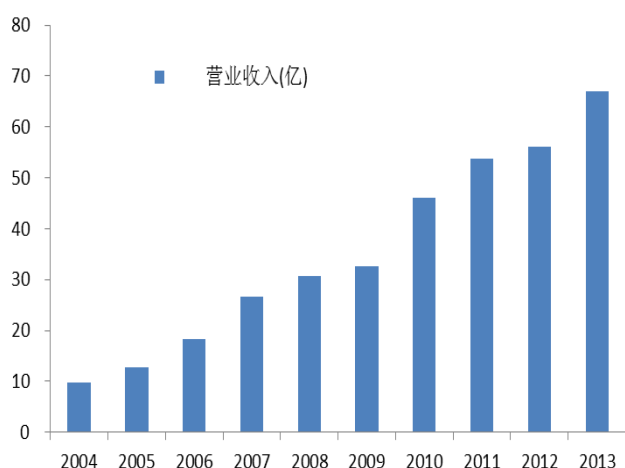
一、投资逻辑及投资建议

公司是冰箱压缩机行业绝对龙头，主业扎实，商用和变频压缩机将成为公司新的业绩增长点，长虹国企改革值得期待，公司管理层增持彰显信心。预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.33、0.45、0.56 元，对应动态 PE 分别为 21X、16X、12X，首次给予“买入”评级，目标价 11 元。

二、公司概况：冰箱压缩机绝对龙头

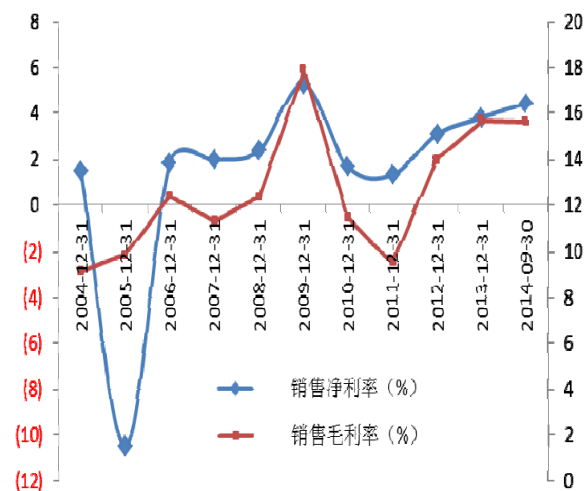
公司是以研发，生产冰箱、冷柜、饮水机、制冰机及除湿机等制冷电器的各类压缩机为主营业务，冰箱压缩机绝对龙头，国内市场占有率 30% 以上，同时是全球重要的环保、节能、高效冰箱压缩机专业制造商之一。

图 1：公司业务收入连续十年增长



资料来源：宏源证券

图 2：公司盈利能力在历史高位



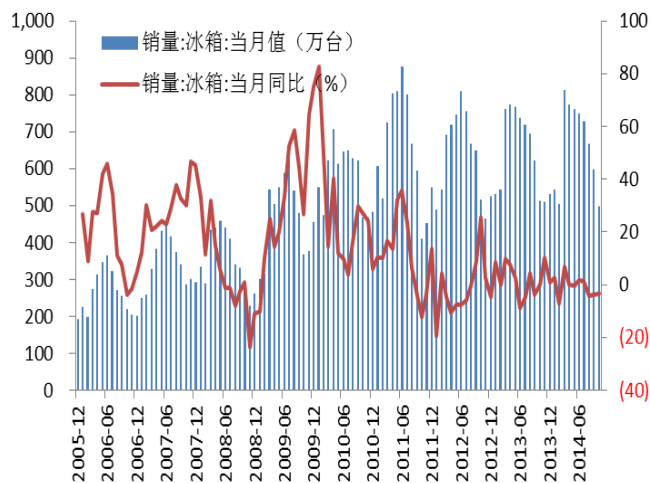
资料来源：宏源证券

表 1：公司子公司情况

被参控公司	参控关系	直接持股比例 (%)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	主营业务
加西贝拉压缩机有限公司	子公司	53.78	406,386.31	17,907.98	生产冰箱、冰柜压缩机、压缩机配件及售后维修服务
江西长虹电子科技发展有限公司	子公司	100.00	21,482.35	463.08	电子产品及其配套通用设备
佛山市顺德区容声塑胶有限公司	参股公司	29.95	37,796.05	527.68	塑胶制品生产
广东科龙模具有限公司	参股公司	29.89	13,663.03	1,034.44	磨具生产与销售
华意压缩机巴塞罗那有限责任公司	子公司	100.00	36,487.37	379.24	压缩机的生产及销售 表格表字
华意压缩机(荆州)有限公司	子公司	96.00	55,779.97	1,977.24	无氟冰箱压缩机及相关产品和小型家用电器的研制
景德镇虹华家电部件有限公司	子公司	100.00	10,562.19	-120.16	压缩机配件，家用电器配件，机械配件制造和加工及销售

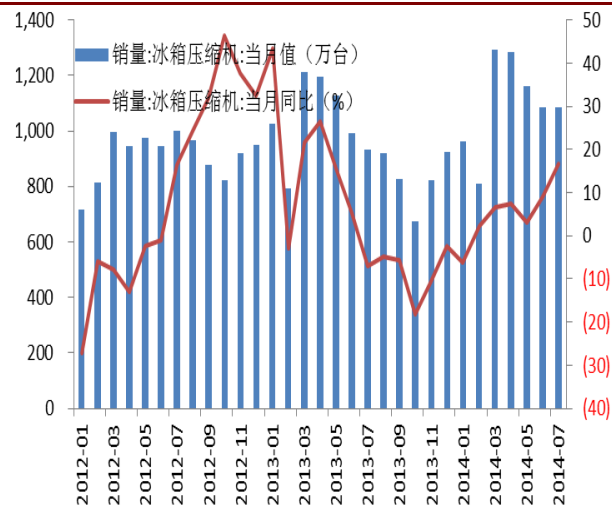
资料来源：公司年报，宏源证券

图 3: 冰箱销量



资料来源：宏源证券

图 4: 冰箱压缩机销量

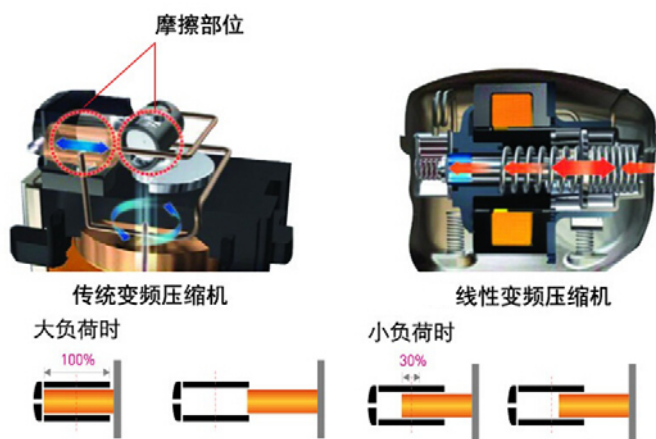


资料来源：宏源证券

三、变频压缩机：等待变频冰箱市场爆发

华意压缩生产的变频压缩机主要应用于变频冰箱。变频冰箱,以使用变频供电电源的单相交流电动机为驱动电机。变频压缩机通过传感器和电子智能系统,根据冰箱冷藏室或冷冻室的温度需要来改变转速:当热负荷大时,压缩机制冷量大;当热负荷小时,压缩机制冷量小,从而提高了蒸发温度并降低了耗电量。

图 5: 冰箱用变频压缩机工作原理图



资料来源：宏源证券

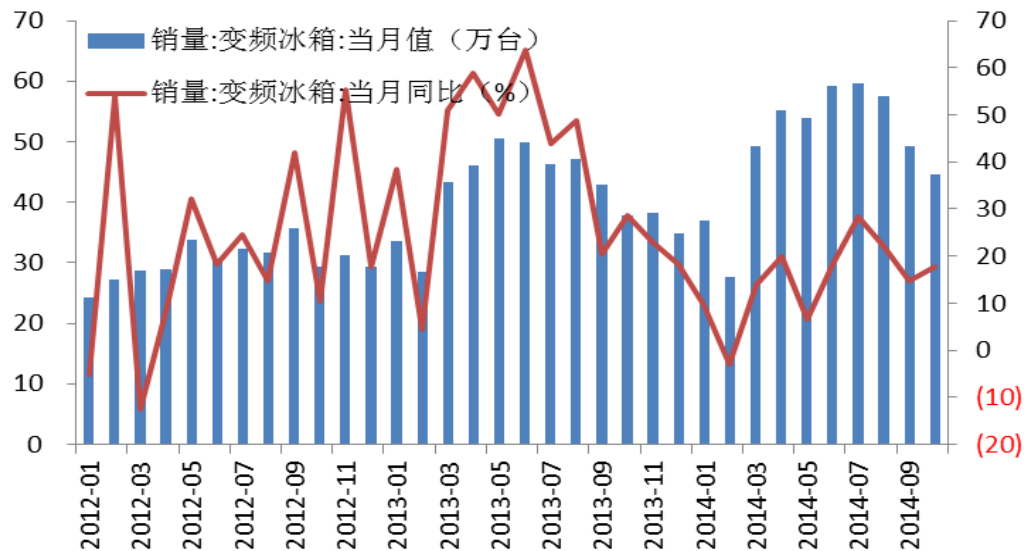
图 6: 国产变频冰箱



资料来源：宏源证券

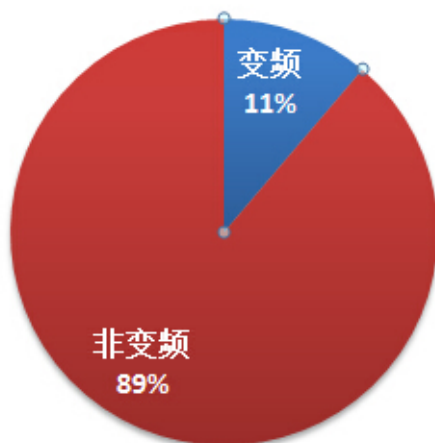
2013 年全年变频冰箱的零售比重已经提高到 11.3%，未来十年有望达到 50% 以上。

图 7：变频冰箱销量持续上升



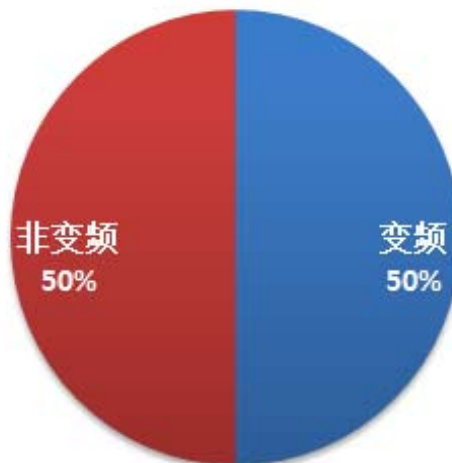
资料来源：宏源证券

图 8：2013 年全年变频冰箱占比



资料来源：宏源证券

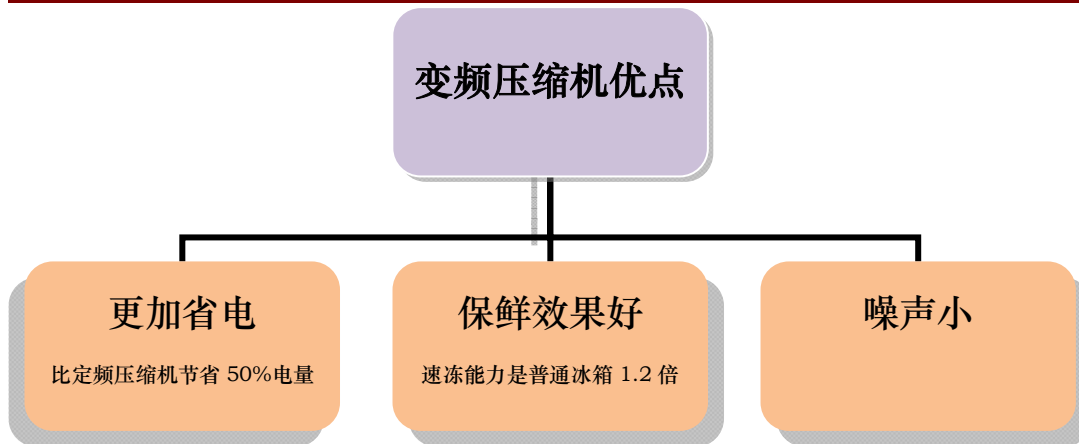
图 9：未来十年变频冰箱占比



资料来源：宏源证券

与传统的定频冰箱相比，使用变频压缩机有两个明显的优点：**1. 更加省电**；相较于定频冰箱，根据冰箱温度自动调节转速的变频压缩机能节省超过 50% 的电量，同时会使得冰箱噪音更小，使用寿命更长。**2. 保鲜效果好**；变频冰箱在负载较大时可以高速运转实现快速降温，其速冻能力是普通冰箱的 1.2 倍；同时变频冰箱可以通过连续调节压缩机转速使得冰箱内温度精确稳定，对食品的温度冲击较小，能有效减少定频冰箱多次温度冲击带来的水分流失，从而带来了更佳的保温效果。

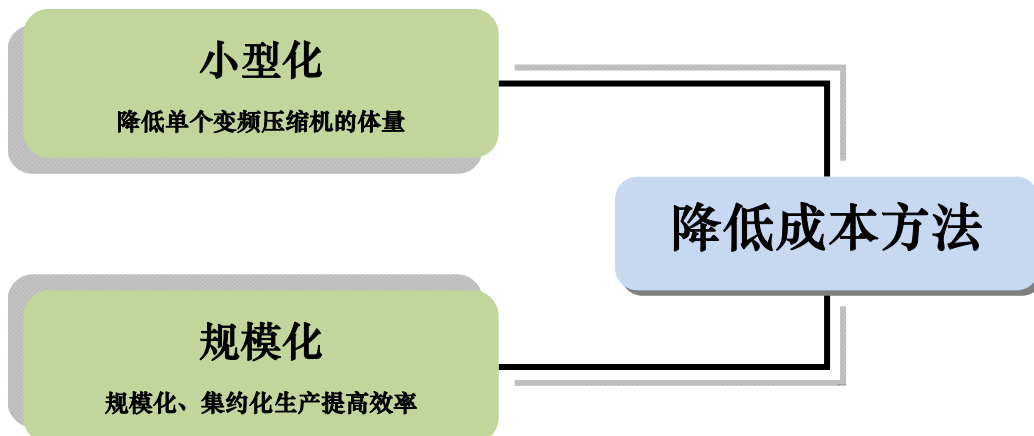
图 10: 变频压缩机的优点



资料来源: 宏源证券

目前的国内变频冰箱市场可以分为两类,即高端变频冰箱和中低端变频冰箱。高端冰箱品牌包括海尔、西门子、伊莱克斯、美的、海信科龙等都已推出了自己的变频系列产品,并将变频系列作为自己的一个卖点进行市场营销;中低端冰箱品牌也陆续推出了变频产品,但出于市场占有率的考量,中低端企业必须压低其卖价;为了在降低市场价格的情况下保证利润,企业就必须想方设法降低制造成本,而降低冰箱的主要部件——变频压缩机的成本就成为了核心环节。作为变频冰箱制造商的上游厂家,以华意压缩为代表的变频压缩机制造商主要采取了两种降低成本的方法: **1.小型化**;即通过降低单个变频压缩机的体量来降低单台冰箱的成本。**2.规模化**;压缩机产业属于典型的规模经济产业,具有较强的学习曲线,华意压缩等可通过规模化、集约化生产来不断提高生产效率从而达到降低费用的目的。

图 11: 华意压缩降低成本方法



资料来源: 宏源证券

国内冰箱用变频压缩机的生产制造还处于一个起步阶段,目前全国年产值不超过 200 万台;华意压缩作为国内压缩机制造商的龙头企业,每年压缩机总产量 3000 万台,但冰箱用变频压缩机年产量只有几十万台,占比不超过 3%。

变频冰箱全面取代定频冰箱已成定局,变频压缩机的生产呈现出大好前景。华意压缩已经将压缩机变频化作为未来国内市场发展的首选方向,并已经在位于嘉兴的工厂开始进行变频压缩机的规模化生产。华意压缩有希望在未来继续引领国内冰箱用变频压缩机的市场。

四、商用压缩机：抢占海外市场份额

商用压缩机一般指制冷量在 200W 以上的产品，一般用于超市里的展示柜、机场的自动贩卖机、车船用冷藏箱、制冷剂、除湿机等小型冷藏制冷设备，故又被称为小型商用冷冻压缩机。近几年随着传统冰箱压缩机和空调压缩机的市场日益饱和，越来越多的国内压缩机企业将目光转向了小型商用冷冻压缩机市场上。但由于技术门槛高，研发周期长等原因，一直以来商用压缩机市场都被恩布拉科、特库姆塞、思科普、泰国 KK 等外资品牌所垄断，国内大部分商用压缩机终端企业直接从外国进口，或通过代理商渠道进货，国内品牌销量较低，不具备与外资企业竞争的能力。

图 12：商用压缩机



资料来源：宏源证券

图 13：自动贩卖机



资料来源：宏源证券

为改变国际、国内市场长期被外资企业垄断的情况，2012 年华意压缩利用欧债危机的大背景收购了濒临破产的西班牙商用压缩机龙头企业 Cubigel；公司于 2013 年正式交割，目前正处于整合阶段。整合完成后，华意压缩将继续继承该公司商用压缩机全球 10% 的份额，全欧洲 20% 的份额，同时接收的还有该公司先进的销售渠道和广泛的客户关系。华意压缩有望通过整合一举进入商用压缩机市场，拓展产品生产线并最终掌握消化商用压缩技术。

华意压缩的海外并购是公司海外战略的重要组成部分，公司意图以欧洲的商用压缩机生产中心为依托，逐步向东南亚、北美和南美的市场推进，通过较高的性价比积极抢占国际巨头的商用压缩机市场份额。目前华意压缩生产的每台商用压缩机的欧洲市场价格在 40-50 欧元之间，毛利率在 20%-30% 之间，性价比要优于恩布拉科等国外压缩机巨头。而东南亚等新兴市场对压缩机设备的需求也很高涨。华意压缩的海外战略有望成功。

图 14：全球布局与海外扩张示意图



资料来源：宏源证券

在发展国外市场的同时，华意压缩也注意到国内旺盛的商用压缩机需求。公司未来将逐步引进西班牙工厂的先进技术，在国内建立起规模化、集约化的生产线，实现年产 300-400 万的战略目标。

五、长虹国企改革值得关注

公司大股东是长虹集团，长虹的国企改革已经有了实质性进展。

5 月 28 日，四川长虹召开股东大会，长虹集团董事长赵勇表示，长虹将加快推进以“理顺三个关系”（长虹与政府的关系、董事会与经营层的关系、母公司与子公司的关系）为主的国有企业体制改革，“对不符合公司战略、对发展造成拖累的子公司进行战略重组或者退出”。8 月 11 日四川省政府审议了《四川长虹电子集团有限公司深化改革加快转型升级方案》等事项。

除华意压缩外，长虹目前无一个业务板块能进入行业前三，包括美菱电器（冰箱）在内，这是长虹大而不强的原因。这仅仅是公众看得见的，长虹还有大量公众闻所未闻的业务板块，多年存在而一直无所作为，形成长虹集团发展的拖累因素。目前，长虹大大小小的有近 200 个公司，数量可能比三星集团都多，是一个名副其实的“集团”公司。但是，这个集团公司的营收 75% 是有四川长虹、美菱电器、华意压缩和长虹佳华提供的，集团利润则超过 140% 来自上述 4 家上市公司。这实际上意味着，众多无价值公司的存在，吃掉了长虹不少利润，而对集团营收并无大的贡献。因此，长虹必须以勇士断臂的决心将那些长期拖累企业发展且无发展前景的产业和公司砍掉。

表 2：2013 年长虹控股参股公司（单位：亿元）

被参控公司	参控关系	直接持股比例	营业收入	净利润	主营业务
四川虹欧显示器件有限公司	子公司	61.48	17.40	-3.47	PDP 显示产品
四川长虹集团财务有限公司	合营企业	50.00	0.18		财务公司
合肥美菱股份有限公司	子公司	24.88	105.39	2.74	房屋及设备租赁
华意压缩机股份有限公司	子公司	28.81	67.10	1.61	无氟压缩机
四川华丰集团有限公司	联营企业	12.53	3.81		生产销售
四川旭虹光电科技有限公司	联营企业	15.00	0.22		制造业
绵阳国虹通讯数码集团有限责任公司	子公司	45.00	10.03	-1.93	通讯网络终端
四川长虹电源有限责任公司	子公司	100.00	3.30	0.53	电池
佛山市顺德区容声塑胶有限公司	联营企业	29.95	3.78		生产
广东科龙模具有限公司	联营企业	29.89	1.37		生产
长虹欧洲电器有限责任公司	子公司	100.00	4.59	-0.55	消费类电子
四川豪虹木工制造有限公司	联营企业	14.50	0.20		制造业
四川长虹国际酒店有限责任公司	联营企业	30.00	0.61		服务
广州欢网科技有限责任公司	联营企业	34.55	0.83		软件开发
北京京东方长虹创新网络科技有限公司	联营企业	49.00	2.39		制造业
Changhong Ruba Electric Company(Private) Ltd.	联营企业	40.00	0.48		制造销售
北川虹源科技发展有限公司	联营企业	10.00	0.75		制造业
四川桑立德精密配件制造有限公司	联营企业	35.00	0.71		制造业
四川长新制冷部件有限公司	联营企业	35.00	1.42		生产销售
合肥美菱太阳能科技有限责任公司	联营企业	31.11	0.24		制造销售
合肥兴美资产管理有限公司	联营企业	48.28	0.03		咨询

资料来源：宏源证券

公司作为长虹旗下上游领域的优质资产，我们认为有望受益长虹的国企改革，面临新的发展机遇。

六、高管增持彰显信心

截至 2014 年 11 月 28 日，公司 32 名激励对象均已按照《华意压缩机股份有限公司年度业绩激励基金实施方案》的有关规定，以公司发放的 2013 年度业绩激励基金及自有资金通过公开市场完成购买本公司股票。

图 15：公司高管购买股票情况

激励对象类别	姓名	职务	2013 年度业绩激励实施前持有公司股票数量（股）	2013 年度业绩激励实施购买公司股票数量（股）	实施完成后持有公司股票数量（股）
上市公司董事、监事、高级管理人员（9 人）	符念平	副董事长、党委书记	0	108,200	108,200
	朱金松	董事、总经理	0	253,000	253,000
	黄大文	董事	0	168,500	168,500
	吴巍屹	副总经理	0	83,900	83,900
	庞海涛	副总经理、总会计师	0	112,100	112,100
	王国庆	副总经理	0	106,000	106,000
	吴景华	总工程师	0	73,600	73,600
	查春霞	监事、工会主席	16,674	72,200	88,874
	王华清	董事会秘书	0	72,200	72,200
	小 计		16,674	1,049,700	1,066,374
公司及下属子公司其他经营层成员、核心技术及业务骨干（23 人）	小 计			1,250,790	
共计 32 人	合 计			2,300,490	

资料来源：宏源证券

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	554	1,123	788	913	1,149	营业收入	5,601	6,710	7,356	8,728	10,209
应收款项	1,777	2,316	2,217	2,630	3,077	营业成本	4,818	5,659	6,259	7,395	8,607
存货净额	1,096	1,220	1,350	1,594	1,859	营业税金及附加	14	22	22	26	31
其他流动资产	68	159	177	209	245	销售费用	142	174	184	218	255
流动资产合计	3,496	4,817	4,532	5,347	6,329	管理费用	364	539	523	619	722
固定资产	908	1,202	1,253	1,200	1,064	财务费用	48	0	19	3	3
无形资产及其他	153	153	145	138	130	投资收益	3	7	0	5	5
投资性房地产	42	60	60	60	60	资产减值及公允价值变	-32	-73	-7	-7	-7
长期股权投资	131	133	133	133	133	其他收入	0	0	0	0	0
资产总计	4,729	6,365	6,124	6,878	7,717	营业利润	187	250	342	464	588
短期借款及交易性金融	716	579	50	50	50	营业外净收支	6	36	10	10	10
应付款项	2,647	2,872	3,038	3,587	4,182	利润总额	193	286	352	474	598
其他流动负债	203	384	412	486	567	所得税费用	20	32	53	71	90
流动负债合计	3,567	3,834	3,500	4,123	4,799	少数股东损益	70	92	114	154	194
长期借款及应付债券	11	6	6	6	6	归属于母公司净利润	103	161	185	250	315
其他长期负债	34	38	35	38	38						
长期负债合计	45	44	41	44	44	现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	3,612	3,878	3,541	4,167	4,843	净利润	103	161	185	250	315
少数股东权益	434	562	528	482	424	资产减值准备	2	41	21	(2)	(8)
股东权益	683	1,925	2,055	2,230	2,450	折旧摊销	76	86	128	155	165
负债和股东权益总计	4,729	6,365	6,124	6,878	7,717	公允价值变动损失	32	73	7	7	7
						财务费用	48	0	19	3	3
关键财务与估值指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(170)	(322)	163	(66)	(78)
每股收益	0.32	0.29	0.33	0.45	0.56	其它	32	(71)	(55)	(45)	(50)
每股红利	0.17	0.38	0.10	0.13	0.17	经营活动现金流	74	(32)	450	300	350
每股净资产	2.10	3.44	3.67	3.98	4.38	资本开支	0	(344)	(200)	(100)	(20)
ROIC	15%	12%	13%	20%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	15%	8%	9%	11%	13%	投资活动现金流	(3)	(346)	(200)	(100)	(20)
毛利率	14%	16%	15%	15%	16%	权益性融资	6	1357	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%	6%	负债净变化	(39)	(5)	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(54)	(213)	(56)	(75)	(94)
收入增长	4%	20%	10%	19%	17%	其它融资现金流	172	26	(529)	0	0
净利润增长率	236%	57%	15%	35%	26%	融资活动现金流	(9)	946	(584)	(75)	(94)
资产负债率	86%	70%	66%	68%	68%	现金净变动	63	568	(335)	126	236
息率	1.4%	5.5%	1.4%	1.9%	2.4%	货币资金的期初余额	492	554	1123	788	913
P/E	#VALUE!	24.2	21.1	15.7	12.4	货币资金的期末余额	554	1123	788	913	1149
P/B	3.3	2.0	1.9	1.8	1.6	企业自由现金流	0	(299)	405	389	571
EV/EBITDA	17.3	19.4	15.0	12.9	11.5	权益自由现金流	0	(278)	(112)	412	599

作者简介:

李强: 宏源证券研究所机械军工行业研究员, 南开大学经济学院硕士, 2014 年 7 月加盟宏源证券研究所。

曲伟: 宏源证券研究所机械行业研究员, 中国人民大学硕士, 2014 年 10 月加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@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	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。