

华意压缩 (000404)

强烈推荐

行业：家用电器

做大做强压缩机主业，探索拓展新兴产业

投资要点：

- ❖ **冰箱压缩机行业龙头，大股东长虹集团白电战略重要资产。**目前公司家用和轻型商用冰箱压缩机年产销约 4000 万台，稳居全球第一。四川长虹为第一大股东，公司和美菱电器共同构建了长虹白电业务垂直产业链布局。
- ❖ **深度受益行业结构升级：冰箱新能效标准开始实施，高效变频压缩机比重将大幅提升。**1、目前我国冰箱压缩机行业竞争格局稳定，市场集中度持续提高，内资龙头华意（加西贝拉）和东贝基本占据半壁江山。2、新标准能效要求大幅提高，将有效促进冰箱节能技术进步，主要体现在变频压缩机的渗透率和定频压缩机 COP 值提高，以及绝热性能的改善；根据冰箱产业技术路线图，2020 年我国变频冰箱比例要达到 30%，则内销市场规模有望突破 1800 万台，年均增速超过 35%。
- ❖ **公司战略目标：做大做强主业，积极拓展新兴产业。**1、公司围绕压缩机主业，持续强化“高效能、变频、小型化和商用机”技术能力，通过优化产品结构、拓展国际市场、以及发展轻型商用压缩机等做大做强主业。2、要初步完成新业务布局，如军工、新能源汽车等领域。3、2020 年冰箱压缩机主业销售目标要达到 5000 万台，公司收入争取突破 100 亿元。
- ❖ **前三季度业绩符合预期，全年压缩机产销目标 4000 万台。**2016 年公司压缩机产销目标 4000 万台，1-6 月生产 2081 万台、销售 2072 万台。1-9 月营收 51.5 亿、同比下滑 1.3%，归属母公司净利润 1.81 亿、基本持平。
- ❖ **维持“强烈推荐”评级，目标价 12 元。**预测 2016-18 年归属上市公司净利润 2.2、2.6 和 3.1 亿元，配股摊薄后，每股收益 0.32、0.38 和 0.44 元；考虑到公司行业竞争地位，结构升级以及新兴产业拓展预期，维持“强烈推荐”评级，目标价 12 元，对应 2017 年 32 倍、2018 年 27 倍 PE。
- ❖ **风险提示：**竞争加剧，原材料价格波动、配股摊薄，新兴产业拓展风险等。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6856	7062	7862	8775
收入同比(%)	-2%	3%	11%	12%
归属母公司净利润	218	225	263	309
净利润同比(%)	16%	3%	17%	17%
毛利率(%)	15.2%	14.7%	14.4%	14.0%
ROE(%)	9.7%	9.3%	9.6%	10.4%
每股收益(元)	0.31	0.32	0.38	0.44
P/E	33.62	32.47	27.59	23.51
P/B	3.25	3.00	2.64	2.45
EV/EBITDA	15	12	10	9

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

参与人：孙佳骏

S0960116070034

021-52286447

sunjiajun@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 12 元

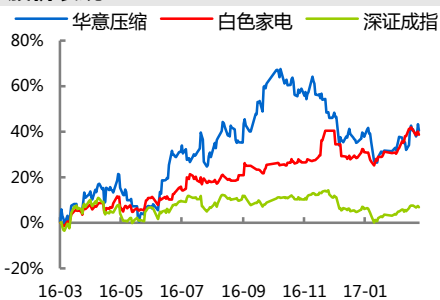
当前股价： 10.39

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	560
流通股本(百万股)	558
总市值(亿元)	58
流通市值(亿元)	58
成交量(百万股)	9.81
成交额(百万元)	101.34

股价表现



相关报告

《华意压缩-业绩符合预期，受益冰箱新能效标准实施》2016-10-20

目 录

一、 公司简介	5
1. 全球冰箱压缩机行业龙头，大股东长虹集团白电战略重要资产	5
2. 公司整体盈利能力目前基本稳定，加西贝拉营收和利润贡献最大	6
二 冰箱压缩机：新版能效标准正式实施，高效变频产品比重将大幅提升	7
1. 行业空间：目前国内年产销量约 1.2 亿台，市场规模 180 亿元左右	7
2. 竞争格局：市场集中度持续提高，华意加西贝拉和东贝占据半壁江山	8
3. 行业结构升级：新能效标准实施，变频压缩机比重将大幅提升	10
三 华意压缩：完善长效激励机制，做大做强主业，积极拓展新兴产业	13
1. 激励制度：建立激励基金，核心团队有望获取年度净利润的 10%+	13
2. 做大做强主业：优化产品结构、拓展国际市场、发展轻商压缩机	13
3. 战略目标：2020 年收入突破 100 亿，初步完成新业务布局	14
四 配股方案：拟募资 6.6 亿元，提升高效、变频压缩机研发制造能力	16
五 盈利预测	16
1. 2016 三季报：业绩符合预期，整体毛利率略有下滑	16
2. 盈利预测：2016-2018 年公司压缩机主业净利润年均增长 12%	17
3. 估值比较：可比公司估值对应 2016 年 37 倍 PE、2017 年 29 倍 PE	18
六 风险提示	18

图目录

图 1 华意压缩主要发展历程（收购加西贝拉和长虹入主）	5
图 2 公司主要产品冰箱压缩机	5
图 3 2015 年上半年主要客户：海尔、美菱、海信容声等	5
图 4 股权结构图：四川长虹是第一大股东，公司重要子公司有加西贝拉、华意荆州和巴塞罗那	6
图 5 2008-2015 年公司营收复合增速 12.1%	6
图 6 2008-2015 年公司净利润复合增速 35.5%	6
图 7 我国冰箱压缩机行业产销量约 1.2 亿台	7
图 8 我国冰箱压缩机行业内销占比约 70%	7
图 9 冰箱压缩机均价 120-150 元/台	8
图 10 我国冰箱压缩机行业市场格局	8
图 11 国内冰箱压缩机行业市场格局（2012 年）	9
图 12 国内冰箱压缩机行业集中度不断提升（2015 年）	9
图 13 变频冰箱 2015 年销量占比仅为 7.6%，远低于变频空调和洗衣机	10
图 14 变频空调淘汰原先的 3-5 级，新增 1 级能效等级	10
图 15 洗衣机淘汰原先的 2-5 级，新增 1-4 级能效等级	10
图 16 海尔和美菱冰箱产品中，双门和三门以定频为主，对开门和多门等高端产品以变频居多	11
图 17 海尔和美菱各类冰箱中，变频产品的价格都高于定频产品	11
图 18 变频压缩机内销市场规模评估	12
图 19 2015 年华意海外销售超过 1600 万台	14
图 20 2015 年华意海外业务收入 26.3 亿元、占比 38.4%	14
图 21 华意 2020 年压缩机销售目标（万台）	15
图 22 公司营收季度变动趋势（截至 3Q16）	16
图 23 公司净利润和毛利率变动趋势（截至 3Q16）	17

表目录

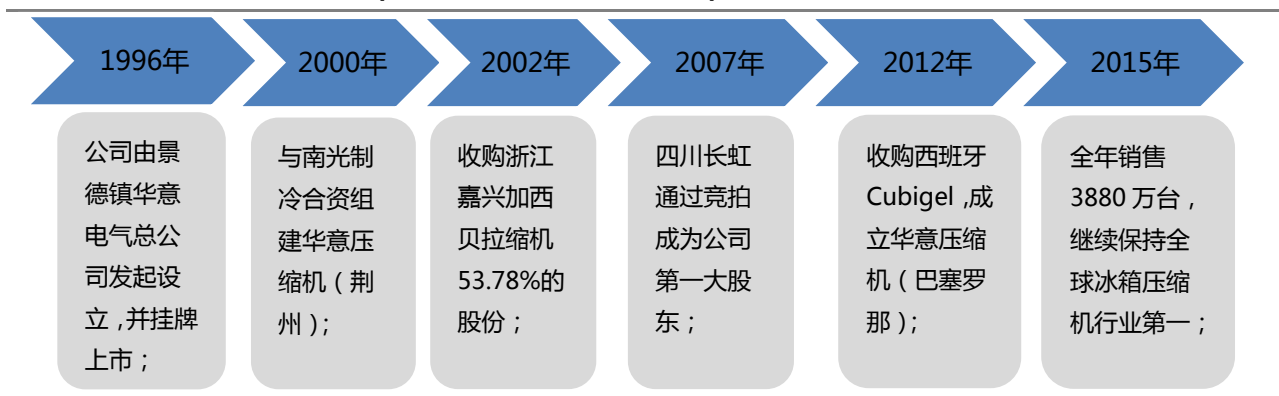
表 1 公司营收及利润结构（主要子公司，2015 年）	7
表 2 我国冰箱压缩机行业市场规模评估	8
表 3 我国主要压缩机企业产销量数据（2015 年）	9
表 4 电冰箱能效等级的能效指数简单比较	11
表 5 中国家用电冰箱产业技术路线图（节能目标）	12
表 6 变频压缩机内销市场规模评估	12
表 7 业绩激励基金分段计提方案	13
表 8 2013-2015 年公司激励基金计提和发放情况	13
表 9 中国家电艾普兰核芯奖-冰箱压缩机获奖企业及产品型号	14
表 10 华意压缩 2020 年主要战略目标	15
表 11 拟配股募集资金建设项目	16
表 12 2016 年 1-6 月公司主营业务分部	17
表 13 2016-2018 年盈利预测关键假设	17
表 14 华意压缩主要财务指标	18
表 15 家电零部件及相关公司估值（WIND 一致预期）	18

一、公司简介

1. 全球冰箱压缩机行业龙头，大股东长虹集团白电战略重要资产

公司是冰箱压缩机行业龙头，产品主要有冰箱压缩机和轻型商用压缩机（超市冷冻柜、自动贩卖机等领域），2015 年全年销售 3880 万台（其中：内销 2246 万台，占比 58%；出口 1634 万台，占比 42%），稳居全球冰箱压缩机行业第一。下游客户有海尔、海信、美菱、博西、惠而浦、伊莱克斯等国内国外知名品牌。

图 1 华意压缩主要发展历程（收购加西贝拉和长虹入主）



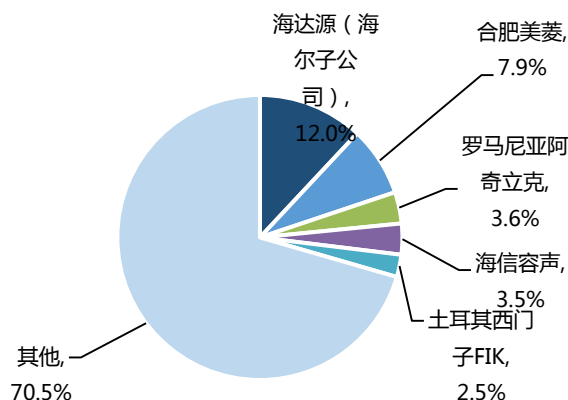
资料来源：公司资料

公司 2002 年收购加西贝拉 53.78% 的股权，2012 年收购西班牙轻型商用压缩机企业 Cubigel，目前公司旗下形成四大生产基地，分别是景德镇、荆州、嘉兴和西班牙巴塞罗那。

图 2 公司主要产品冰箱压缩机



图 3 2015 年上半年主要客户：海尔、美菱、海信容声等

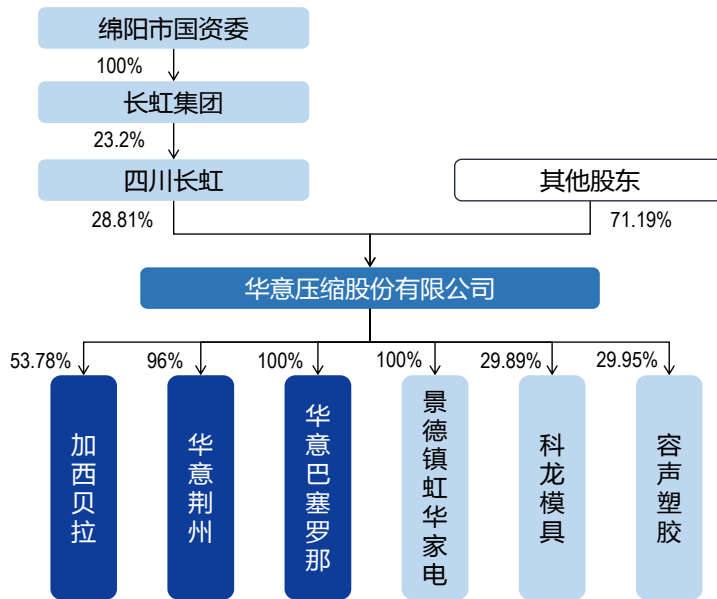


资料来源：公司官网，集团资料

2007 年 12 月，四川长虹通过竞拍成为华意压缩第一大股东。目前四川长虹电器股份持有公司 1.61 亿股，占总股本 28.81%，公司实控人为绵阳市国资委。

在长虹的产业布局中，除了掌控上游压缩机核心零部件，还是合肥美菱电器（目前核心业务冰箱）的第一大股东，华意压缩和美菱电器共同构建了长虹白电业务垂直产业链布局。

图 4 股权结构图：四川长虹是第一大股东，公司重要子公司有加西贝拉、华意荆州和巴塞罗那



资料来源：公司资料

2. 公司整体盈利能力目前基本稳定，加西贝拉营收和利润贡献最大

自长虹成为公司大股东以来，公司业绩保持稳步增长。营收从 2008 年的 30.8 亿增长到 2015 年的 68.6 亿元，年均复合增长率 12.1%；归属上市公司净利润从 2600 万元增长到 2.18 亿元，年均复合增长率 35.5%。在盈利能力方面，公司最近 3 年毛利率保持稳定，约在 15-16%之间。

图 5 2008-2015 年公司营收复合增速 12.1%

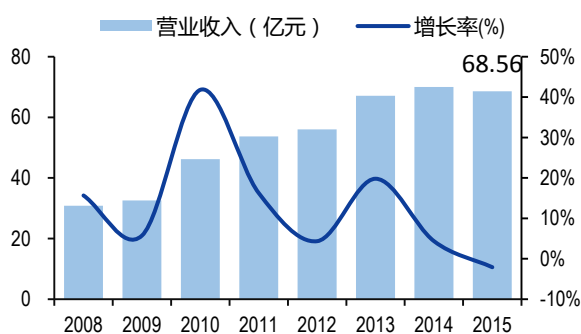
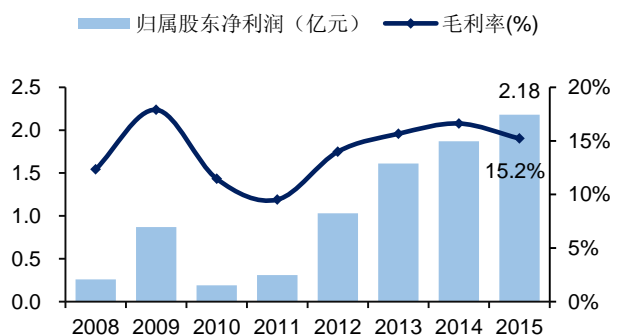


图 6 2008-2015 年公司净利润复合增速 35.5%



资料来源：公司公告

2016 年上半年营收 35.1 亿元，同比下滑 6.0%，归属母公司净利润 1.26 亿，同比增长 3.4% (扣非 1.09 亿，同比下滑 3.9%)；压缩机主业毛利率 16.7%，基本稳定。

在主要子公司中，加西贝拉对营收和利润的贡献都比较大。以 2015 年为例，加西贝拉营收 42.8 亿元，净利润 2.4 亿，净利润率 5.65%；华意荆州营收 6.5 亿元，净利润 3612 万元，净利润率 5.56%；华意巴塞罗那营收 3.38 亿，净利润亏损 1465 万元；华意本部营收 16.74 亿元。

表 1 公司营收及利润结构（主要子公司，2015 年）

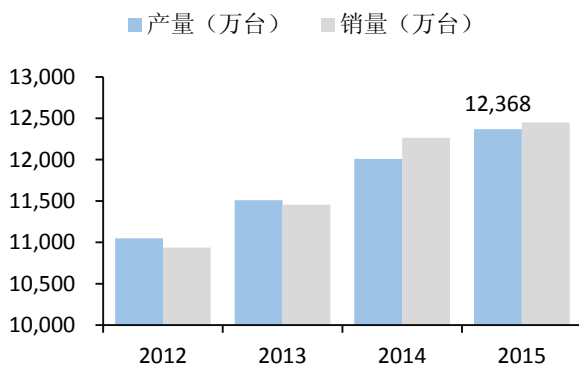
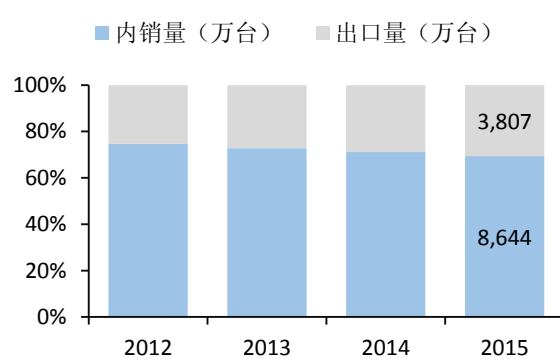
	持股比例	营收（亿元）	毛利率%	净利润（万元）
母公司	100%	16.7	16.95%	--
加西贝拉	53.78%	42.8	14.71%	24288.7
华意荆州	□6%	6.5	16.07%	3612.7
华意巴塞罗那	100%	3.4	--	-1465.0

资料来源：公司公告

二、冰箱压缩机：新版能效标准正式实施，高效变频产品比重将大幅提升

1. 行业空间：目前国内年产销量约 1.2 亿台，市场规模 180 亿元左右

压缩机是冰箱和冰柜制冷系统中最为重要的零部件。根据产业在线统计，2015 年我国冰箱压缩机产量约为 1.237 亿台，同比增长 3%，2013-2015 年最近三年的复合增长率为 3.8%。2015 年销量达到 1.245 亿台，同比增长 1.5%，最近三年的复合增长率为 4.4%；其中内销 8644 万台，占比约 70%，出口 3806 万台，占比约 30%；冰箱压缩机产业的产销率基本维持在 100%左右。

图 7 我国冰箱压缩机行业产销量约 1.2 亿台

图 8 我国冰箱压缩机行业内销占比约 70%


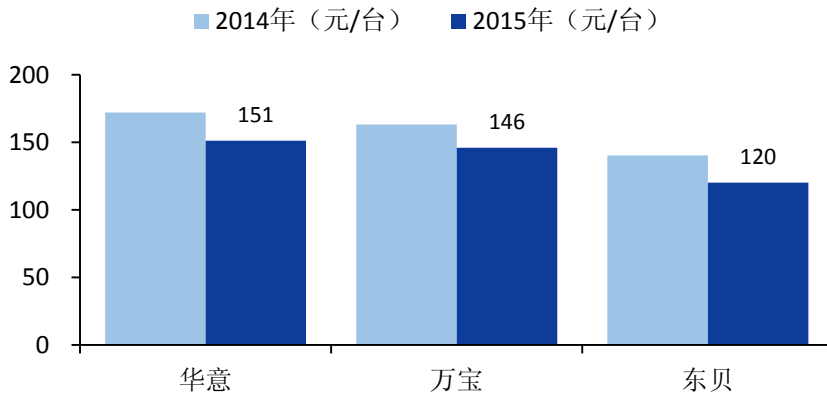
资料来源：产业在线

关于冰箱压缩机的价格，由于近几年行业竞争的加剧以及上游大宗原材料价格下降，压缩机单价有所下降。我们根据公开披露的数据，对行业内主要的厂商，如华意、东贝、万宝的均价进行了计算，2015 年国内冰箱压缩机单价在 140 元左右，相较 2014 年 150 元左右的单价有所下滑。

根据我国冰箱压缩机行业产销规模和主要厂家平均单价，行业规模评估如下：

- 2014 年国内行业规模：按照 1.2 亿台的年销量和 150 元的单价计算，国内冰箱压缩机 2014 年行业规模约为 180 亿元。
- 2015 年国内行业规模：按照 1.25 亿台的年销量和 140 元的单价计算，国内冰箱压缩机 2015 年行业规模约为 175 亿元。

图 9 冰箱压缩机均价 120-150 元/台



资料来源：公司资料、中国中投证券研究总部

表 2 我国冰箱压缩机行业市场规模评估

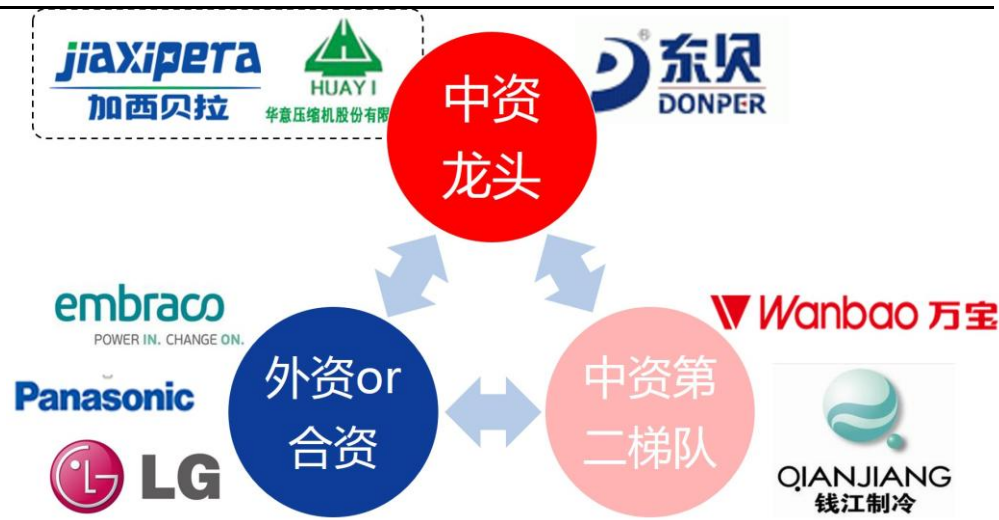
行业规模 (亿元/年)		单价 (元/台)		
		130	140	150
1.2		156	168	150
年产销量 (亿台)	1.3	169	182	195
	1.4	182	196	210

资料来源：公司资料、中国中投证券研究总部

2. 竞争格局：市场集中度持续提高，华意加西贝拉和东贝占据半壁江山

目前我国冰箱压缩机市场竞争格局比较稳定，厂商大致可以分成三类：第一类是外资品牌在中国的合资或独资企业，主要有恩布拉科、扎努西、松下、LG 等；第二类是中资龙头，主要有华意、加西贝拉和黄石东贝，占据了最大的市场份额；第三类是其中资企业，市场份额比较分散，有万宝、钱江、丹甫、白雪等品牌。

图 10 我国冰箱压缩机行业市场格局



资料来源：各公司资料

从市场份额来看,根据产业在线统计的冰箱压缩机总产量和各公司产量估算,2012年国内冰箱压缩机市占率前两位分别为华意(包括华意和加西贝拉两个品牌)和东贝,合计市占率约为45%。2015年华意销量3880万台,东贝销量2404万台,万宝销量1364万台,两大中资龙头华意(含加西贝拉)和黄石东贝合计市占率提升到了50%左右,市场集中度进一步提升。

表 3 我国主要压缩机企业产销量数据 (2015 年)

(万台)	产量	销量	市场份额	营收规模(亿元)
华意压缩	3863	3880	31.2%	58.7
黄石东贝	2433	2404	19.3%	28.9
万宝	1302	1364	10.9%	19.9
全行业	12367	12450	--	--

资料来源:产业在线,公司数据

图 11 国内冰箱压缩机行业市场格局 (2012 年)

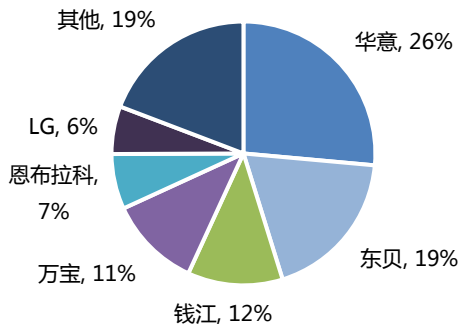
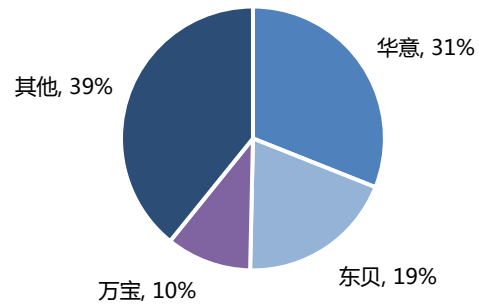


图 12 国内冰箱压缩机行业集中度不断提升 (2015 年)



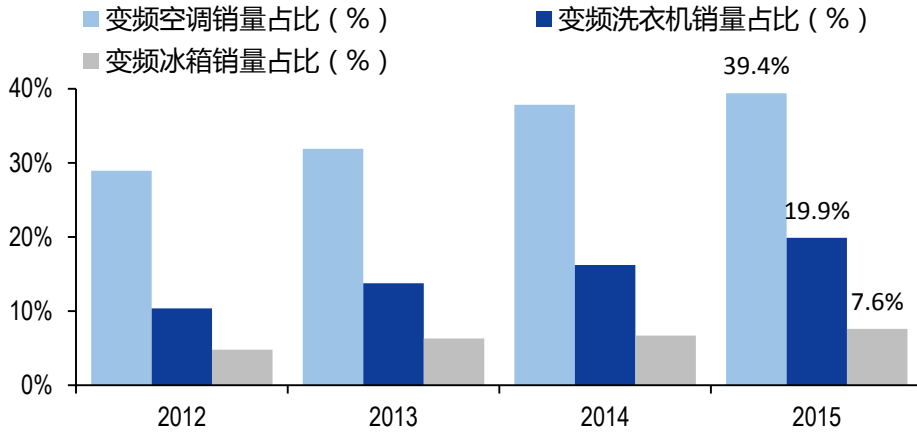
资料来源:产业在线,公司数据

就全球家用冰箱压缩机行业而言,华意压缩最大的竞争对手是跨国企业恩布拉科(EMBRACO),两者生产规模相当。恩布拉科成立于 1971 年,在巴西(总部)、意大利、中国、斯洛伐克和墨西哥建设有压缩机工厂,目前年产压缩机超过 3800 万台,至今累计生产了 5 亿台。其中位于北京的“北京恩布拉科雪花压缩机有限公司”成立于 1995 年,是其面向整个亚太地区的生产基地。

3. 行业结构升级：新能效标准实施，变频压缩机比重将大幅提升

对于近几年的白电行业来说，变频化是一大趋势。其中，空调和洗衣机 2015 年变频产品销量占比分别达到 39.4%和 19.9%。同属白电的冰箱，变频产品的渗透率却远低于空调和洗衣机，2015 年变频冰箱销量占比仅为 7.6%。

图 13 变频冰箱 2015 年销量占比仅为 7.6%，远低于变频空调和洗衣机



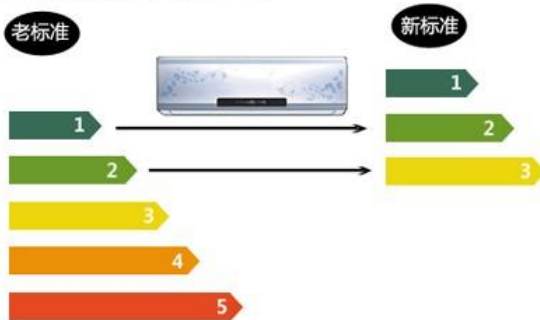
资料来源：产业在线

影响变频产品渗透率的一个重要因素是能效标准。空调和洗衣机的新版能效标准于 2013 年 10 月 1 日开始实施。

变频空调能效等级由 5 级调整为 3 级，原 1、2 级自动下降一级分别变成 2、3 级能效，新增 1 级能效等级。洗衣机的能效等级保持 5 级，但旧能效等级将自动下降 4 级，即原来 1 级能效将降为新标准的 5 级能效。大幅提升的能效标准促使空调和洗衣机制造商更多采用变频压缩机和变频电机。

图 14 变频空调淘汰原先的 3-5 级，新增 1 级能效等级

变频空调新旧能效标准对照示意图



资料来源：中国中投证券研究总部

图 15 洗衣机淘汰原先的 2-5 级，新增 1-4 级能效等级

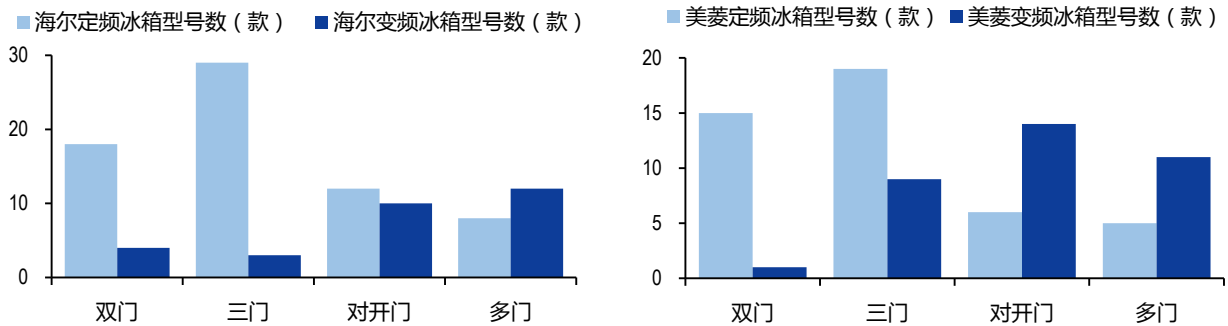
洗衣机新旧能效标准对照示意图



资料来源：中国中投证券研究总部

另一视角，在缺乏强制标准的情况下，变频冰箱普遍定位高端，也影响了消费需求。从目前各大厂商的冰箱产品线来看，定频冰箱仍然是中低端产品（双门、三门）中的主流，变频冰箱主要集中在高端产品（对开门、多门），这限制了变频冰箱的普及。

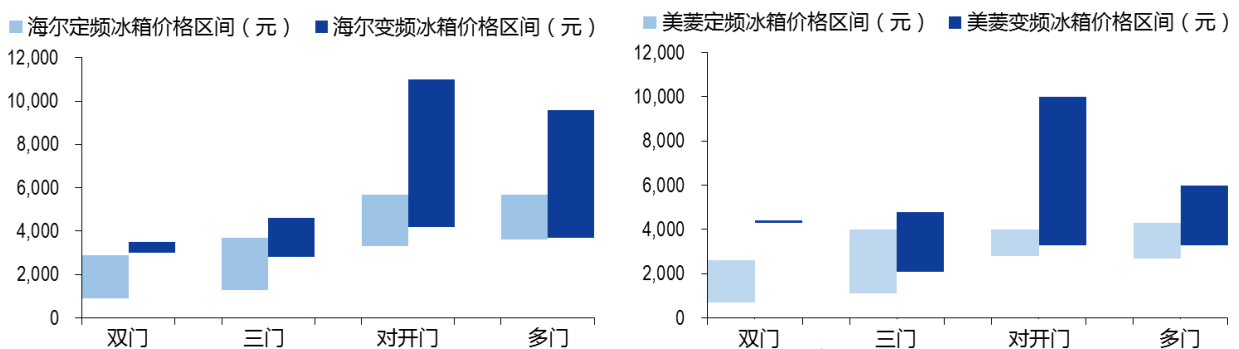
图 16 海尔和美菱冰箱产品中，双门和三门以定频为主，对开门和多门等高端产品以变频居多



资料来源：京东，中国中投证券研究总部 注：数据来自于 16 年 7 月京东全网海尔&美菱冰箱型号

在价格方面，以海尔和美菱为例，无论是低端还是高端，变频冰箱的价格都要明显高于变频产品价格。

图 17 海尔和美菱各类冰箱中，变频产品的价格都高于定频产品



资料来源：京东，中国中投证券研究总部 注：数据来自于 16 年 7 月京东全网海尔&美菱冰箱型号

● **变频压缩机：2016 年 10 月 1 日开始实施新版冰箱能效标准**

2015 年 9 月，国家标准化管理委员会发布新版冰箱能效标准 GB 12021.2-2015 《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》，并于 2016 年 10 月 1 日开始实施。

新标准能效 1 级产品耗电量约比原能效 1 级产品耗电量下降 40%，平均能效提高 10-15%。按照旧标准，目前市场几乎所有冰箱都能达到能效 1 级或 2 级；按照新标准，原来的 1 级能效产品将降到新标准的 2 级或 3 级，预计新 1 级产品占比 5%左右，新 2 级产品占比 10-20%，部分高能耗产品将退出市场。（能效指数=测试耗电量/基准耗电量；基准耗电量作为比较基准，保持数值不变）

表 4 电冰箱能效等级的能效指数简单比较

能效等级	能效指数 η （冷藏冷冻箱）	
	新版标准（2015 年）	旧版标准（2008 年）
1	$\eta \leq 25\%$	$\eta \leq 40\%$
2	$25\% < \eta \leq 35\%$	$40\% < \eta \leq 50\%$
3	$35\% < \eta \leq 50\%$	$50\% < \eta \leq 60\%$
4	$50\% < \eta \leq 60\%$	$60\% < \eta \leq 70\%$
5	$60\% < \eta \leq 70\%$	$70\% < \eta \leq 80\%$

资料来源：GB12021.2

● **变频压缩机：按照冰箱产业技术路线图，2020年变频压缩机渗透率达到30%**

冰箱新能效标准的推行必将促进冰箱节能技术的发展，主要体现在变频压缩机的渗透率和定频压缩机 COP 值提高，以及绝热性能。

根据中国家用电器协会 2015 年版《中国家用电冰箱产业技术路线图》提出的目标：1、冰箱整机：能效水平 2020 年较 2015 年提高 25%，2025 年较 2020 年再提高 12%；2、冰箱压缩机：2020 年定频压缩机 COP 值较 2015 年提高 5%，变频压缩机使用占比达到 30%；2025 年定频压缩机 COP 值较 2020 年提高 5%，变频压缩机使用占比达到 50%；3、绝热性能：2020 年冰箱的绝热性能较 2015 年水平平均提高 5%，2025 年较 2020 年再提高 5%。

表 5 中国家用电冰箱产业技术路线图（节能目标）

	2020 年目标（2015 年基准）	2025 年目标（2020 年基准）
整机	能效水平提高 25%	能效水平提高 12%
定频压缩机	COP 值提高 5%	COP 值提高 5%
变频压缩机	占比达到 30%	占比达到 50%
绝热性能	平均提高 5%	平均提高 5%

资料来源：家电行业协会（COP=制冷量/输入功率）

● **变频压缩机：2020年变频压缩机内销市场规模有望突破1800万台**

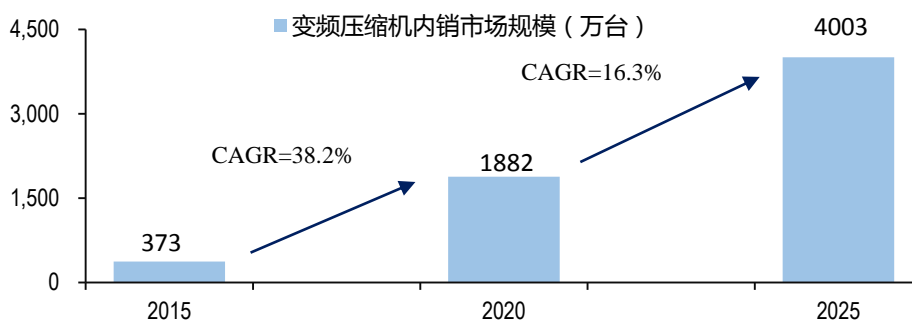
考虑到新能效标准以及技术路线图都是针对中国市场，我们选取冰箱的内销数据对变频压缩机市场规模进行评估。2015 年我国冰箱行业整体销售 7319 万台，变频比例 7.6% 其中内销数量为 4915 万台。假设内销市场年均增长 5%，变频比例 2020 和 2025 年分别达到 30%和 50%，则我国内销市场变频压缩机规模 2020 年将突破 1800 万台。

表 6 变频压缩机内销市场规模评估

（万台）	2015 年	2020 年	2025 年
冰箱内销数量	4915	6273	8006
变频比例	7.6%	30%	50%
内销变频压缩机市场规模	373	1882	4003
折合年均增速		38.2%	16.3%

资料来源：产业在线，家电行业协会，中国中投证券研究总部

图 18 变频压缩机内销市场规模评估



资料来源：产业在线，家电行业协会，中国中投证券研究总部

三、华意压缩：完善长效激励机制，做大做强主业，积极拓展新兴产业

1. 激励制度：建立激励基金，核心团队有望获取年度净利润的 10%+

2013 年 8 月公司通过《业绩激励基金实施方案》，进一步健全和完善公司长效激励机制，首次实施周期为 5 年(2013-2017 年)，激励对象为高管、核心中层和技术/业务骨干，以及其他关键人才。

考核条件主要有三条：第一，当年净利润增长不低于 15%；第二，当年净资产收益率不低于 6%；此外还要求年报审计意见为“标准无保留意见”。达到考核标准，根据净资产收益率，可以分段计提当年净利润的 10%、15%和 20%。激励对象获得年度考核激励后，将以不低于年度基本薪酬的 30%+年度激励基金（均为税后），通过公开市场购买公司股票，并按规定期限锁定。

表 7 业绩激励基金分段计提方案

净资产收益率	激励基金计提比例
6%~10% (含)	净利润*10%
10%~15% (含)	ROE 10%对应净利润为基准*10%+超额净利润*15%
15%以上	ROE 10%对应净利润为基准*10%+ ROE 15%对应超额净利润*15%+剩余超额净利润*20%

资料来源：公司公告

2013-2015 年，公司业绩连续 3 年满足考核条件，分别计提激励基金 1612 万、1871 和 2196 万元。

表 8 2013-2015 年公司激励基金计提和发放情况

(万元)	2013 年	2014 年	2015 年
计提总额	1612	1871	2196
分配总额	1391.5	1396	1421
激励人员数量(人)	32	29	28
人均金额	43.5	48.1	50.8

资料来源：公司公告

2. 做大做强主业：优化产品结构、拓展国际市场、发展轻商压缩机

1) 优化产品结构：高效、变频、小型化，连续多年入选“艾普兰核心奖”

目前公司的压缩机重量从引进时的 11KG 下降到不足 5KG，不断持续缩小了压缩机体积，也节约了大量的铜和钢铁资源。变频压缩机制冷速度快，运转噪音低，耗电量低等优点，公司的 VN 系列变频压缩机处于国际领先水平，打破了国外在变频压缩机领域的垄断。

公司冰箱压缩机产品连续多年获得“中国家电艾普兰核心奖”。该奖项是中国家用电器协会组织的最专业和最具影响力的“艾普兰奖”评选活动中，为家电产品核心配

套部件特别设立的专项奖，以鼓励和表彰对家电整机性能、技术、功能等方面起到卓越贡献的配套部件。在冰箱压缩机行业，连续多年获得“艾普兰核芯奖”的只有华意压缩和恩布拉科两家企业。

表 9 中国家电艾普兰核芯奖-冰箱压缩机获奖企业及产品型号

	华意压缩	恩布拉科（北京恩布拉科雪花）
2014 年	加西贝拉，VNX1113Y	EMD80CLT
2015 年	加西贝拉，超小型高效压缩机，MH1090Y	线性无油智驱压缩机，WMD7H
2016 年	Cubigel，超高效环保轻型商用压缩机，NUT60CA	超高效变频压缩机，WMD7H

资料来源：AWE

2) 拓展国际市场：海外销售规模突破 1600 万台，营收占比接近 40%

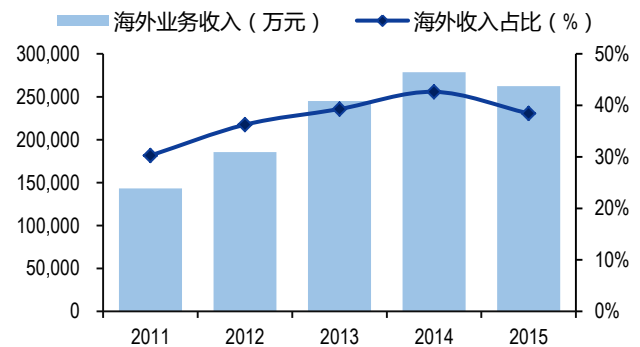
2015 年公司压缩机海外市场销售 1634 万台，占国内冰箱压缩机行业出口总量的 42.6%（产业在线数据：2015 年行业出口 3832 万台）；海外业务实现营收 26.3 亿元、营收占比 38.4%。

图 19 2015 年华意海外销售超过 1600 万台



资料来源：公司资料

图 20 2015 年华意海外业务收入 26.3 亿元、占比 38.4%



资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

3) 发展轻型商用压缩机：并购西班牙 Cubigel，采用双品牌策略

2012 年，华意压缩成功竞购全球第四大轻型商用压缩机厂商西班牙 Cubigel，在此基础上成立全资公司“华意压缩巴塞罗那有限责任公司”，切入轻型商用压缩机领域和海外市场。

在轻型商用压缩机领域，公司采取双品牌策略：“Cubigel”主要辐射欧洲市场，“华意”主要辐射中国市场，两大品牌同时覆盖美洲、亚太和中东市场。

3. 战略目标：2020 年收入突破 100 亿，初步完成新业务布局

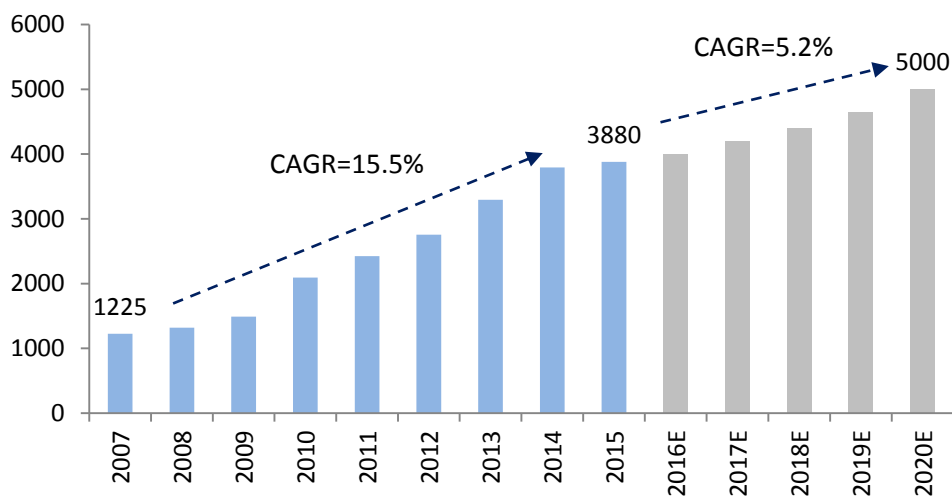
根据华意压缩提出的“华彩 2020，意定 1314”战略，围绕冰箱压缩机主业和新型产业，到 2020 年要达成的主要目标有：收入突破 100 亿、净利润突破 3 亿，围绕压缩机主业持续强化“高效能、变频、小型化和商用机”4 大技术能力，初步完成新业务布局。

表 10 华意压缩 2020 年主要战略目标

1314 战略		目标内容
"1"	双百亿	收入突破 100 亿，市值突破 100 亿
"3"	双三	净利润超过 3 亿，实现三个转型（智能化、服务、全球化）
"1"	双第一	坐稳第一大，坐实第一强
"4"	双四	围绕压缩机主业持续强化“高效能、变频、小型化和商用机”四大技术能力；初步完成新业务布局；

资料来源：公司资料

压缩机主业方面，按照公司十三五规划：2016 年要实现销售 4000 万台，此后每年要增长约 200 万台，2020 年要达到 5000 万台。

图 21 华意 2020 年压缩机销售目标（万台）


资料来源：公司资料

1) 收购威乐汽车空调 75% 股权：耗资 2.3 亿，进军电动汽车空调器及压缩机行业

在业务拓展领域，最新进展是 12 月宣布收购“上海威乐汽车空调器有限公司”（威乐）。根据公司披露的文件，威乐具备汽车空调斜盘式压缩机、电动涡旋压缩机、空调系统等技术；2015 年营收 1.3 亿元，2016 年 1-8 月营收 7615 万元。

此次收购由公司控股子公司加西贝拉以现金 1.851 亿元收购威乐汽车空调 75% 的股权，并与其他股东按比例现金增资 4410 万元，此次收购+增资合计耗资约 2.3 亿元。

四、配股方案：拟募资 6.6 亿元，提升高效、变频压缩机研发制造能力

公司于 2016 年 5 月披露配股预案，并于 9 月进行了修订，2016 年 12 月 21 日，公司配股申请通过证监会审核，待收到正式核准文件后择机完成配股。

按照最新披露的配股比例和数量：以现有总股本 5.59 亿股为基数，每 10 股配售 2.5 股比例向全体股东配售（配股数量为 1.399 亿股）。扣除发行费用后，拟投资于高效、变频压缩机生产线升级和研发能力建设。

表 11 拟配股募集资金建设项目

(万元)	总投资	拟投入募集资金
高效、变频压缩机智能化产业升级及配套能力提升	50,700	50,000
高效、商用、变频压缩机研发能力建设	30,300	15,700
合计	81,000	65,700

资料来源：公司公告

通过两个项目的投资，公司将有效提升高端压缩机的开发能力，提高生产自动化程度和关键零部件自制能力，进一步构建高端制造核心竞争力、巩固公司行业地位。

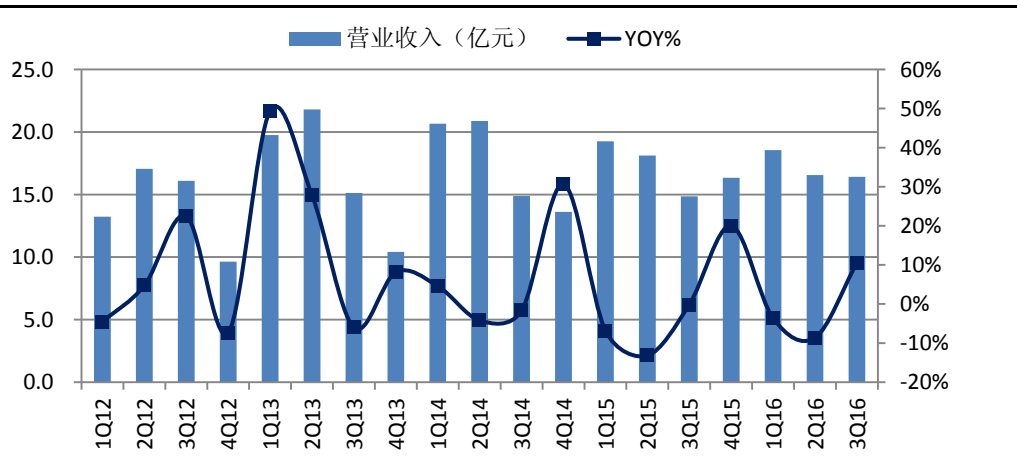
五、盈利预测

1. 2016 三季度报：业绩符合预期，整体毛利率略有下滑

1-9 月营收 51.5 亿元，同比下滑 1.3%，归属母公司净利润 1.81 亿元，基本持平；毛利率 13.9%，同比去年的 15.4% 减少 1.5 个百分点。第 3 季度营收 16.4 亿元，同比增长 10.6%，净利润 5482 万，同比下滑 8%；毛利率 12.7%。

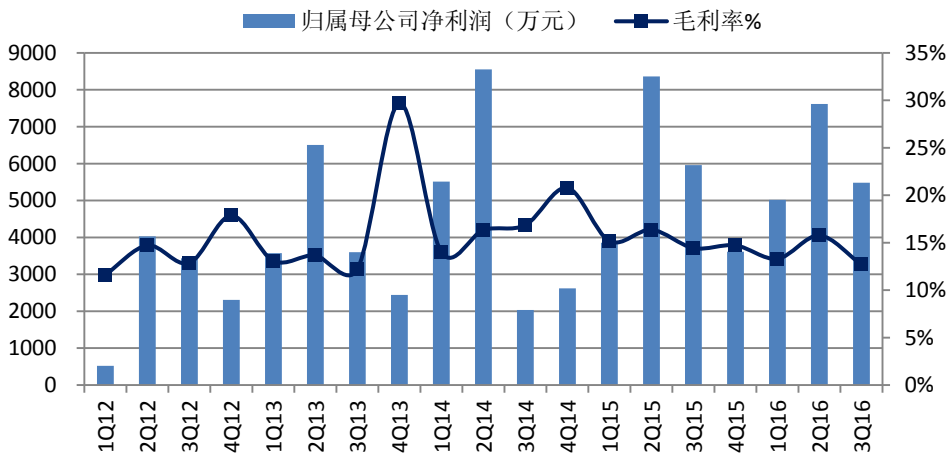
2016 年全年目标：压缩机产销量 4000 万台，主营收入 70 亿元，归属上市公司净利润 1.8 亿元。

图 22 公司营收季度变动趋势（截至 3Q16）



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

图 23 公司净利润和毛利率变动趋势（截至 3Q16）



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

2016 年上半年：公司生产压缩机 2081 万台，同比下降 4.4%；销售压缩机 2072 万台，同比下降 9.7%；根据产业在线数据，1-6 月公司在国内冰箱压缩机市场占有率 27.7%，继续保持行业龙头地位。

表 12 2016 年 1-6 月公司主营业务分部

	营收 (亿元)	YOY%	毛利率%
压缩机	29.1	-15.9%	16.7%
原材料及配件	5.9	128.4%	3.6%
合计	35.0	-5.8%	14.5%

资料来源：公司资料，中国中投证券研究总部

2. 盈利预测：2016-2018 年公司压缩机主业净利润年均增长 12%

关键假设：A.假设 2016-2018 年压缩机销量分别为 4150、4300 和 4500 万台；

B.假设 2016-2018 年压缩机销售单价分别为 140、145 和 148 元/台；

C.假设 2016-2018 年压缩机主业毛利率维持不变，均为 16.8%；

表 13 2016-2018 年盈利预测关键假设

	2015	2016E	2017E	2018E
压缩机销量 (万台)	3880	4150	4300	4500
ASP(元)	151.2	140.0	145.0	148.0
压缩机毛利率%	16.5%	16.8%	16.8%	16.8%

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

基于以上假设条件，预测公司 2016-2018 年营收分别为 70.6、78.6、和 87.8 亿元，归属于上市公司净利润分别为 2.25、2.63、3.09 亿元，年均增长 12%。

表 14 华意压缩主要财务指标

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6856	7062	7862	8775
同比(%)	-2%	3%	11%	12%
归属母公司净利润	218	225	263	309
同比(%)	16%	3%	17%	17%
毛利率(%)	15.2%	14.7%	14.4%	14.0%
ROE(%)	9.7%	9.3%	9.6%	10.4%

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

3. 估值比较：可比公司估值对应 2016 年 37 倍 PE、2017 年 29 倍 PE

我们选择专注家电零部件业务，且有盈利预测的三花智控、地尔汉宇和东方电热三家公司，以及与华意压缩有产业链关系的美菱电器，作为比较对象。整体估值中值对应 2016 年 37 倍 PE，2017 年 9 倍 PE。

表 15 家电零部件及相关公司估值（Wind 一致预期）

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	净利润（百万元）			EPS			PE		
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
002050	三花智控	10.81	19,474	605	837	1,023	0.34	0.46	0.57	32.2	23.2	19.0
300403	地尔汉宇	61.73	8,272	148	205	243	1.10	1.53	1.82	56.0	41.0	34.1
300217	东方电热	4.15	5,285	75	110	146	0.06	0.09	0.11	70.2	48.0	36.2
000521	美菱电器	7.06	7,375	26	227	297	0.03	0.22	0.28	278.3	33.2	24.6
	中值	--	--	--	--	--	--	--	--	63.1	37.1	29.3

资料来源：Wind、中国中投证券研究总部（2017 年 3 月 4 日收盘价）

六 风险提示

- 1、行业竞争加剧风险；
- 2、原材料价格波动风险；
- 3、配股摊薄即期回报及募投项目风险；
- 4、并购和新兴产业拓展风险；
- 5、汇率波动风险，市场系统性风险等。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	5191	5372	5731	6241
现金	939	1000	1000	1099
应收账款	1365	1342	1494	1667
其它应收款	14	26	29	33
预付账款	38	60	67	76
存货	748	858	960	1076
其他	2086	2085	2181	2290
非流动资产	1779	1777	1822	1850
长期投资	138	138	138	138
固定资产	1332	1462	1514	1548
无形资产	163	157	151	145
其他	146	19	19	19
资产总计	6971	7148	7553	8091
流动负债	3899	3787	3707	3869
短期借款	427	740	301	50
应付账款	1542	1506	1683	1888
其他	1930	1541	1723	1932
非流动负债	107	95	102	101
长期借款	6	6	6	6
其他	101	89	96	95
负债合计	4006	3882	3809	3970
少数股东权益	726	847	989	1155
股本	560	560	700	700
资本公积	1103	1103	1103	1103
留存收益	580	756	952	1162
归属母公司股东权益	2239	2419	2755	2965
负债和股东权益	6971	7148	7553	8091

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	726	-108	458	528
净利润	332	346	405	476
折旧摊销	132	135	155	172
财务费用	-105	-56	-59	-71
投资损失	-50	-50	-50	-50
营运资金变动	343	-506	-15	-14
其它	73	24	22	15
投资活动现金流	-1063	-144	-150	-150
资本支出	184	200	200	200
长期投资	-954	-5	0	0
其他	-1833	50	50	50
筹资活动现金流	3	313	-308	-279
短期借款	79	313	-439	-251
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	140	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-77	0	-8	-28
现金净增加额	-252	61	0	99

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6856	7062	7862	8775
营业成本	5813	6023	6733	7551
营业税金及附加	35	35	39	44
营业费用	165	162	165	168
管理费用	552	541	557	574
财务费用	-105	-56	-59	-71
资产减值损失	62	0	0	0
公允价值变动收益	-13	0	0	0
投资净收益	50	50	50	50
营业利润	372	407	477	560
营业外收入	21	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	389	407	477	560
所得税	58	61	72	84
净利润	332	346	405	476
少数股东损益	114	121	142	166
归属母公司净利润	218	225	263	309
EBITDA	399	486	572	661
EPS (元)	0.31	0.32	0.38	0.44

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-2.1%	3.0%	11.3%	11.6%
营业利润	15.1%	9.5%	17.0%	17.4%
归属于母公司净利润	16.4%	3.3%	17.0%	17.4%
获利能力				
毛利率	15.2%	14.7%	14.4%	14.0%
净利率	3.2%	3.2%	3.4%	3.5%
ROE	9.7%	9.3%	9.6%	10.4%
ROIC	11.5%	12.0%	14.1%	16.3%
偿债能力				
资产负债率	57.5%	54.3%	50.4%	49.1%
净负债比率				
流动比率	1.33	1.42	1.55	1.61
速动比率	1.12	1.18	1.27	1.32
营运能力				
总资产周转率	1.01	1.00	1.07	1.12
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	3.56	3.95	4.22	4.23
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.32	0.38	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.30	-0.19	0.82	0.94
每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.46	3.94	4.24
估值比率				
P/E	33.62	32.47	27.59	23.51
P/B	3.25	3.00	2.64	2.45
EV/EBITDA	15	12	10	9

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李超, 南京大学硕士研究生, 在富士通株式会社(中国)通信业务部门任职多年, 2008 年加入中投证券研究总部, 先后负责交通运输/铁路装备、电子和家电行业研究。

孙佳骏, 上海外国语大学金融学硕士, 2016 年加入中投证券研究总部, 从事家电行业研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供, 旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编: 200082
传真: (021) 62171434