



Research and
Development Center

压缩机龙头，布局新兴产业

—— 华意压缩（000404.sz）首次覆盖报告

2017年6月29日

范海波 行业分析师

丁士涛 行业分析师

杜煜明 研究助理

证券研究报告

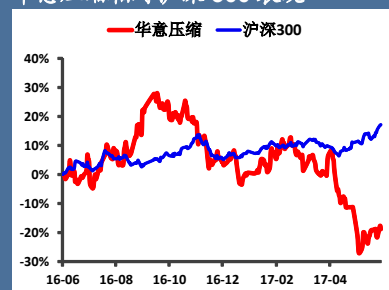
公司研究——首次覆盖

华意压缩 (000404.sz)



首次评级

华意压缩相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2017.06.28)

收盘价(元)	7.75
52周内股价波动区间(元)	6.96-11.44
最近一月涨跌幅(%)	-4.91
总股本(亿股)	6.96
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	53.87

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
 邮编：100031

范海波 CFA, 行业分析师
 执业编号: S1500510120021
 联系电话: +86 10 83326800
 邮箱: fanhaibo@cindasc.com

丁士涛 行业分析师
 执业编号: S1500514080001
 联系电话: +86 10 83326718
 邮箱: dingshitao@cindasc.com

杜煜明 研究助理
 联系电话: +86 10 83326727
 邮箱: duyuming@cindasc.com

压缩机龙头，布局新兴产业

华意压缩 (000404.sz) 首次覆盖报告

2017年6月29日

本期内容提要：

- ◆ **新能效标准出台，变频压缩机市场潜力巨大。**2016年10月1日，《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》正式开始实施。根据新标准，到2020年定频压缩机制冷效率将比2015年提升5%，变频压缩机使用占比将达到30%；到2025年，定频压缩机制冷效率较2020年提高5%，变频压缩机使用占比达到50%。2016年我国变频冰箱内销量仅为12.01%，我们预计，未来四年我国变频冰箱销量将迎来高速增长，带动变频压缩机年均复合增速达到25.71%，市场规模累计可达上百亿元。
- ◆ **华意压缩是全球压缩机市场的龙头。**华意压缩是中国最早从事冰箱压缩机业务的上市公司。目前拥有四大压缩机生产基地，产品远销海外，海外营收占比达37%。2016年华意压缩机产销量均超过4000万台，国内市占率近30%，连续四年居世界冰箱压缩机行业第一位。
- ◆ **收购上海威乐，闯入新能源汽车新蓝海。**上海威乐集汽车空调系统设计、制造、销售和服务为一体，具备成熟可靠的电动涡旋压缩机生产制造技术。华意压缩收购上海威乐，将进军电动汽车空调压缩机行业。2016年，我国新能源汽车电动空调压缩机市场规模约10亿元，根据政策目标，未来四年，我国新能源汽车销量有望保持高速增长，带动电动汽车空调压缩机销量年均复合增长率高达27.35%，2016-2020年五年市场规模合计有望达到87亿元。
- ◆ **独特的股权激励方式，彰显华意压缩信心。**华意压缩《业绩激励基金实施方案》，充分激励了公司中高层领导。2013-2016年，公司业绩连续四年满足考核条件，分别计提激励基金1612、1871、2196和2004万元；同时，人均激励基金也从44万元上升至77万元。华意压缩的业绩激励是以直接在公开市场购入公司股票（按锁定期限锁定）的方式进行（而非直接派发现金），我们认为这种方式有利于实现股东利益与管理层利益的深度捆绑。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计华意压缩2017年至2019年的营业收入分别为77.17亿元、84.47亿元和91.51亿元，归属母公司净利润分别为2.87亿元、3.34亿元和3.83亿元，对应EPS分别为0.41元/股、0.48元/股和0.55元/股。考虑到冰箱压缩机行业未来发展前景良好，华意压缩所处的行业龙头地位及第二主业的快速布局，我们给予华意压缩“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**冰箱、冷链行业利好政策出台；公司变频、商用压缩机项目建成投产；新能源汽车空调器业务取得新进展。
- ◆ **风险因素：**宏观经济下行风险；变频冰箱更新换代速度不及预期的风险；上海威乐业务探索不及预期的风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6,856.16	6,965.09	7,716.61	8,447.43	9,150.88
增长率 YoY %	-2.10%	1.59%	10.79%	9.47%	8.33%
归属母公司净利润 (百万元)	217.89	252.29	286.70	334.15	382.68
增长率 YoY%	16.41%	15.79%	13.64%	16.55%	14.52%
毛利率%	15.22%	13.72%	14.04%	14.26%	14.47%
净资产收益率 ROE%	10.14%	10.77%	10.01%	9.88%	10.63%
每股收益 EPS (元)	0.39	0.45	0.41	0.48	0.55
市盈率 P/E (倍)	25	21	19	16	14
市净率 P/B (倍)	1.94	1.77	1.64	1.55	1.45

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2017 年 6 月 28 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
华意压缩：全球压缩机市场的龙头	2
公司概况	2
公司经营情况	4
压缩机：新能效标准出台，变频市场潜力巨大	5
核心零部件，冰箱的心脏	5
“新能效标准”正式实施，变频冰箱助力销量反弹	6
商用压缩机市场潜力巨大	10
华意压缩：精耕细作主业，布局新兴产业	12
行业龙头，实力领跑	12
配股6亿资金，着重商用变频	13
紧跟时代潮流，闯入新能源汽车新蓝海	14
独特的激励方式，实现利益深度捆绑	15
盈利预测、估值与投资评级	15
假设与盈利预测	15
估值与投资评级	16
风险因素	17

表 目 录

表 1：定频/变频压缩机对比	5
表 2：冰箱旧版/新版能效标准对比	7
表 3：2020 年变频压缩机预期内销量（万台）及市场规模（亿元）	10
表 4：2020 年商用压缩机预期销量（万台）及市场规模（亿元）	11
表 5：配股资金拟投资项目情况（亿元）	13
表 6：电动空调压缩机销量（万台）及市场规模（亿元）预测	14
表 7：业绩激励基金分段计提方案	15
表 8：2013-2015 年公司激励基金计提和发放情况（万元）	15
表 9：华意压缩主营业务收入预测	16
表 10：华意压缩可比公司列表	16

图 目 录

图 1：华意压缩历史沿革	2
图 2：华意压缩股权结构图	3
图 3：华意压缩国内主要用户	3
图 4：公司营业收入（亿元）及同比增长情况	4
图 5：公司净利润（亿元）及同比增长情况	4
图 6：公司毛利率与净利率	5
图 7：公司业务结构（2016 年年报）	5
图 8：当年冰箱销量（万台）及同比增速	6
图 9：变频冰箱内销量（万台）及其在冰箱内销量中的占比	8
图 10：2016 年以来我国冰箱与变频冰箱当月销量同比增速	8
图 11：冰箱内销量（万台）及其增速	9
图 12：商用压缩机设备销量（万台）及占比情况	11
图 13：商用压缩机销量（万台）及增速	11
图 14：华意压缩机销量全国占比情况	12
图 15：HYE 系列 - R134a 压缩机	13
图 16：HY 系列 - R600a 压缩机	13

投资聚焦

核心观点/投资逻辑。

1.压缩机行业：新能效标准出台，变频压缩机市场潜力巨大。2016年10月1日，新版冰箱能效标准《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》开始实施。到2020年，定频压缩机COP(制冷效率)值较2015年提高5%，变频压缩机使用占比达到30%；到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%。2016年我国变频冰箱内销量仅为12.01%，未来四年我国变频冰箱销量将迎来高速增长，带动变频压缩机年均复合增速有望达到25.71%，市场规模累计可达上百亿元。

2.华意压缩是全球压缩机市场的龙头。华意压缩是中国最早从事冰箱压缩机业务的上市公司。目前拥有华意景德镇、华意加西贝拉、华意荆州和华意巴塞罗那四个压缩机生产基地，地跨亚、欧两洲，产品远销世界多个国家地区，海外营收占比达37%。2016年华意压缩机产销量均超过4000万台，国内市占率近30%，连续四年居世界冰箱压缩机行业第一位。

3.收购上海威乐，闯入新能源汽车新蓝海。上海威乐专注于汽车空调，电动涡旋压缩机生产制造技术成熟可靠。华意压缩收购上海威乐，将有助于华意压缩进军电动汽车空调压缩机行业。2016年，我国新能源汽车电动空调压缩机市场规模约10亿元，根据国务院2012年印发的《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020)》的目标，未来四年，我国新能源汽车销量将迎来高速增长，带动电动汽车空调压缩机销量年均复合增长率高达27.35%，2016-2020年五年市场规模合计可达87亿元。

4.独特的股权激励方式，彰显华意压缩信心。根据公司《业绩激励基金实施方案》，高管、核心中层和技术/业务骨干以及其他关键人才都为公司激励对象。2013-2016年，公司业绩连续四年满足考核条件，分别计提激励基金1612、1871、2196和2004万元；同时，人均激励基金也从44万元上升至77万元。华意压缩的业绩激励并没有直接派发现金而是以通过在公开市场购入公司股票(按规定期限锁定)的方式进行，我们认为这种方式有利于实现股东利益与管理层利益的深度捆绑、提升高管的经营动力，稳定核心人才，最大限度激发管理层潜能。

股价催化剂

冰箱、冷链行业利好政策出台；公司变频、商用压缩机项目建成投产；新能源汽车空调器业务取得新进展。

盈利预测与投资评级

我们预计华意压缩2017年至2019年的营业收入分别为77.17亿元、84.47亿元和91.51亿元，归属母公司净利润分别为2.87亿元、3.34亿元和3.83亿元，对应EPS分别为0.41元/股、0.48元/股和0.55元/股。考虑到冰箱压缩机行业未来发展前景良好，华意压缩所处的行业龙头地位及第二主业的快速布局，我们给予华意压缩“增持”评级。

风险因素

宏观经济下行风险；变频冰箱更新换代速度缓慢的风险；上海威乐业务探索不及预期的风险。

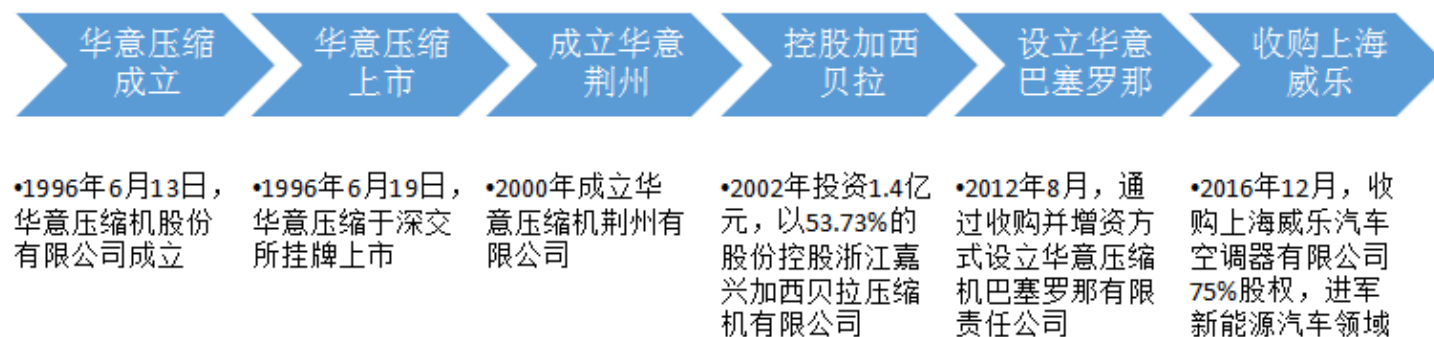
华意压缩：全球压缩机市场的龙头

公司概况

华意压缩机股份有限公司成立于1996年6月13日，总部位于瓷都景德镇，专业生产用于冰箱、冷柜、饮水机、制冰机及除湿机等制冷电器的各类压缩机。公司先后通过了ISO9001、CCEE、CB、VDE、TUV、UL和3C等认证，是我国无氟压缩机的主要生产、出口基地之一，自2013年以来，连续四年压缩机产销量居世界第一。“华意”牌压缩机先后荣获“中国名牌”和“中国驰名商标”称号。1996年6月19日，公司在深交所挂牌上市，证券简称为“华意压缩”，代码000404.SZ。

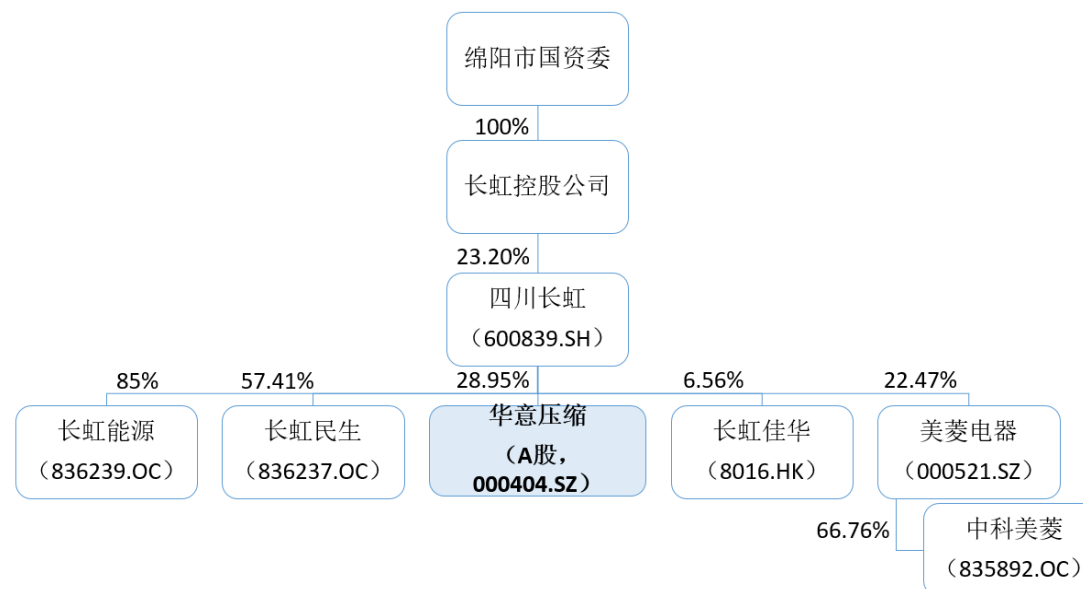
公司于2000年成功兼并湖北荆州一家制冷设备厂并成立了华意压缩机荆州有限公司。2002年又投资1.4亿元，以53.73%的股份控股了浙江嘉兴加西贝拉压缩机有限公司。2007年12月24日四川长虹通过司法拍卖取得了华意压缩的9710万股的股权，成为华意压缩实控人。目前，四川长虹电器股份有限公司是华意压缩A股的第一大股东，持股比例为28.95%。2012年8月13日，华意压缩审议通过了《关于在西班牙设立全资子公司的议案》，通过收购并增资的方式在西班牙设立了华意压缩机巴塞罗那有限责任公司并全资控股，注册资本为760万欧元。2016年12月，公司控股子公司华意加西贝拉以现金1.85亿元收购上海威乐汽车空调器有限公司75%股权，正式进军新能源汽车领域。

图1：华意压缩历史沿革



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

华意压缩的主营产品是HYE系列-R134a低背压制冷压缩机以及HYE系列-R600a低背压制冷压缩机，其中R134a无氟压缩机具有噪声低、高效节能、低压启动性能好、寿命长等特点，是国内首款实现量产的无氟制冷压缩机，该产品先后通过了CCEE、CB、德国VDE和TUV认证、美国UL等认证。被国家经贸委和国家科委评为“国家级重点新产品”荣获国家科技进步三等奖被评为“全国用户满意产品”。

图 2: 华意压缩股权结构图


资料来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心 注: 截至 2017 年 6 月 28 日四川长虹持有华意压缩 28.95% 股权

目前, 公司在国内的主要用户有海尔、海信、康佳、科龙、美菱、新飞、美的、澳柯玛、华凌、华意冰箱、苏州三星等; 国外市场覆盖美国、英国、德国、法国、西班牙、南美、日本、澳大利亚、南非、中东、东南亚等国家和地区。

图 3: 华意压缩国内主要用户

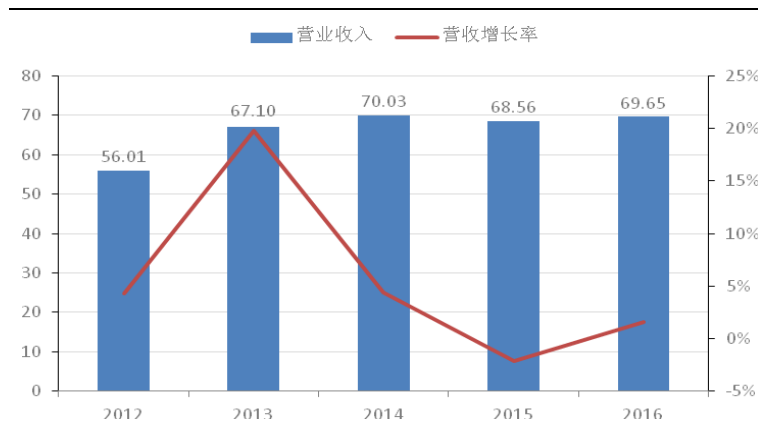

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司经营情况

2011年以来，公司生产规模不断扩大，产量不断提高，营业收入由2011年的53.68亿元增加到2016年的69.65亿元，归属母公司净利润由3000万元增长至2.52亿元，复合增长率为52.49%，净利率水平稳步提升。2014年以来，由于行业竞争日趋激烈，市场接近饱和，虽然销量逐年扩大，但产品毛利率呈下降趋势；此外，家电下乡政策逐渐退出，导致冰箱等下游产品销量增速放缓，从而压缩机市场趋于疲软，这导致华意压缩营收出现下滑。2015年华意压缩营业收入为68.56亿元，同比减少2.10%；2016年上半年华意压缩营业收入为35.12亿元，同比减少6.04%。

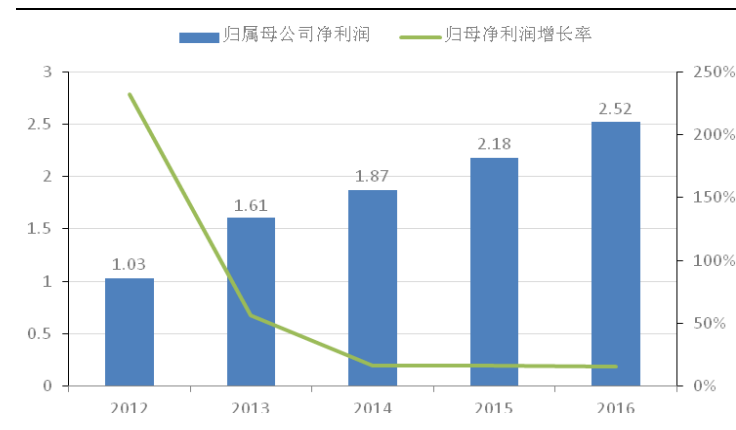
2016年下半年，伴随着冰箱“新能效标准”的实施，华意压缩业绩实现了明显的好转。2016年下半年，华意压缩实现营业收入34.53亿元，同比增长10.74%；实现归属母公司净利润1.26亿元，同比增长31.25%。截止2016年底，华意压缩实现营业收入69.65亿元，同比增长1.59%；实现归属母公司净利润2.52亿元，同比增长15.79%。基于目前市场景气复苏，公司经营管理能力有望持续增强，三项费用率有望进一步降低，华意压缩持续净利率水平有望进一步提升。

图4：公司营业收入（亿元）及同比增长情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图5：公司净利润（亿元）及同比增长情况



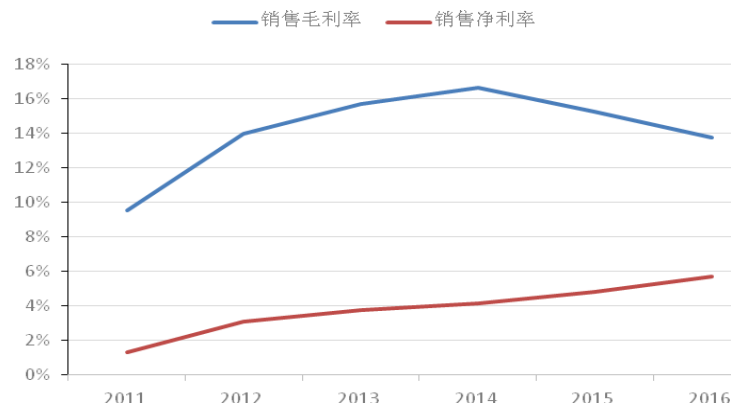
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2011至2016年，公司销售毛利率总体上呈先升后降的趋势。2009年2月，财政部、商务部、工业和信息化部出台关于《全国推广家电下乡工作的通知》，在此政策影响下，国内冰箱厂商在三四线城市迅速铺设了销售网络，冰箱销量的持续走高带动了压缩机需求整体上升。华意压缩作为国内压缩机行业的龙头充分利用了规模效益带来的优势，在2011年销售毛利率达到9.52%。2012年，家电下乡政策逐渐退出，为了保持对内需的刺激，国务院决定补贴265亿元以推广包括电冰箱在内的节能家电，这使得华意压缩的毛利率一度由2011年的9.52%上升到2014年的16.62%。然而，2014年宏观经济下行导致冰箱市场需求减少，压缩机销量持续走低，加之行业内竞争加剧，压缩机利润空间被逐渐压缩，产品毛利率由下降到2016年的13.72%。

同期,由于公司治理能力的提高,使得三项费用特别是财务费用大幅降低,从2011年的6500万元显著下降到2016年的-10000万元,显著提升了公司的盈利水平。公司销售净利率从2011年的1.34%稳步增长至2016年的5.68%。

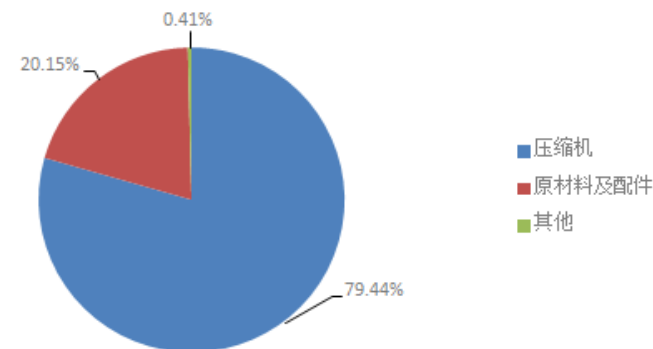
从业务结构上看,公司以销售压缩机为主,原材料及配件为辅。2016年全年营收69.65亿元,其中压缩机营业收入55.33亿元,占比79.44%,原材料及配件营业收入14亿元,占比20.15%。

图6: 公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图7: 公司业务结构 (2016 年年报)



资料来源: Wind, 公司年报, 信达证券研发中心

压缩机: 新能效标准出台, 变频市场潜力巨大

核心零部件, 冰箱的心脏

电冰箱主要由箱体、门体、制冷系统、电气系统及附件五部分组成。其中, 制冷系统由压缩机、冷凝器、干燥过滤器、毛细管和蒸发器组成。压缩机是制冷系统的核心, 它从吸气管吸入低温低压的制冷剂气体, 通过电机运转带动活塞对其进行压缩后, 向排气管排出高温高压的制冷剂气体, 为制冷循环提供动力, 从而实现压缩→冷凝→膨胀→蒸发(吸热)的制冷循环。可以说, 压缩机之于冰箱, 等同于发动机之于汽车, 压缩机是整个制冷过程的起点和动力源泉。

压缩机按安装主体的不同可分为冰箱压缩机(蒸发温度-35-20℃)和空调压缩机(蒸发温度-5-15℃)。其中, 冰箱压缩机按用途的不同可分为家用压缩机(主要用于家用冰箱、冰柜)和商用压缩机(主要用于冷冻陈列柜、自动贩售机、商用冰箱等); 按节能技术的不同又可分为定频压缩机和变频压缩机。

表1: 定频/变频压缩机对比

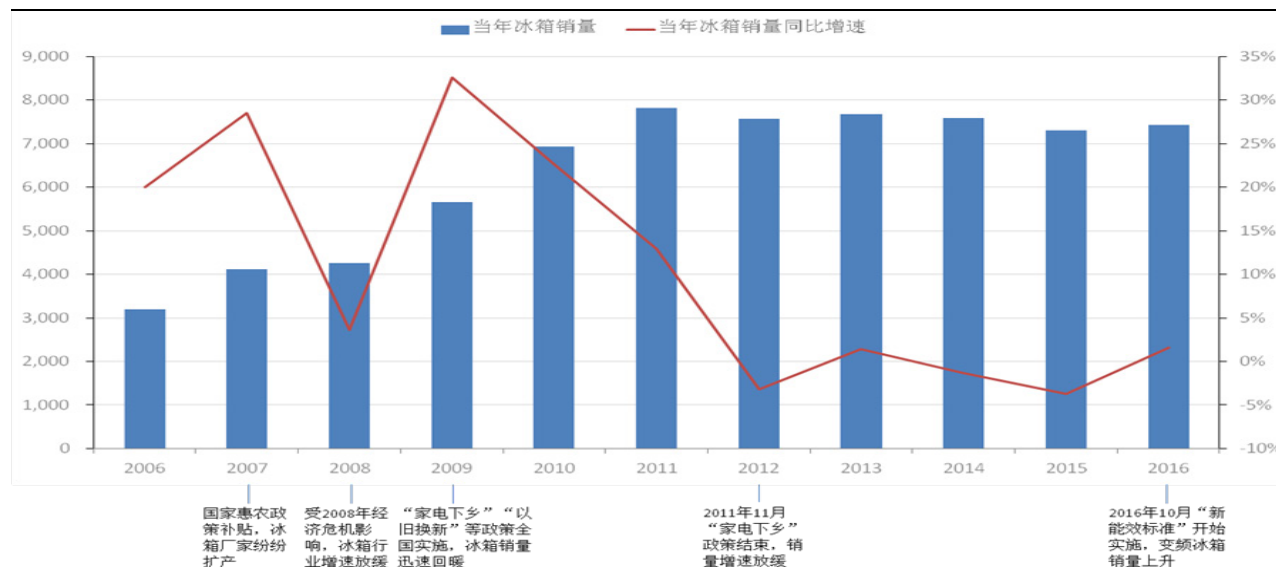
分类	工作原理	优势	劣势
定频压缩机	压缩机转速固定不变,当冰箱内部温度达到设定温度,压缩机停止运转;当温度上升,压缩机重新启动。依靠压缩机的停止和启动控制温度。	单价较低	温度控制精确度较差,运行噪音较大,能耗较高,压缩机寿命较短。
变频压缩机	压缩机转数不固定,冰箱内部温度较高时转速较快,温度较低时转速随之减慢,使冰箱内部温度保持恒定。	精确控温,运行噪音较小,能耗较低,压缩机寿命较长。	单价较高

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

“新能效标准”正式实施, 变频冰箱助力销量反弹

冰箱压缩机是制冷系统的核心, 它的销量与下游产品冰箱、冰柜、冷冻陈列柜、自动贩售机等制冷设备的销量高度相关, 其中与冰箱销量的关系尤为密切。2016年, 我国冰箱压缩机销量为 13888 万台, 冰箱销量为 7417 万台, 冰箱的销量直接带动了 53.41% 冰箱压缩机的销量; 而冰箱作为重要的生活资料, 它的销量受国家宏观经济环境影响, 特别是与国家家电补贴政策及技术标准密切相关。

图 8: 当年冰箱销量 (万台) 及同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2006年以来, 我国惠农政策对国内三四级市场启动起到了积极作用, 一些中小型冰箱企业开始大批量生产, 各型厂商纷纷扩

建产能：新飞新增了两条冰箱生产线，美菱投资 1.98 亿元建设合肥高新产业园区，这些因素有力地拉动了冰箱压缩机内销市场，全年销量增速高达 28.54%；2008 年受经济危机影响，冰箱行业全年销量增速迅速下滑，增速仅为 3.66%；2008 年 11 月，国家出台“家电下乡”政策，并于 2009 年 2 月正式实施，加之家电“以旧换新”政策补贴的实行，冰箱销量迅速回暖，当年增速即超过 30%；此后直至 2011 年 11 月“家电下乡”政策结束，冰箱市场增速逐年放缓，并于 2012 年出现逆增长；2016 年 10 月，冰箱“新效能标准”正式开始实施，能耗标准大幅提高，带动变频冰箱销量上升，全年冰箱内销量增速由 2015 年的-3.68%回升至 1.63%。

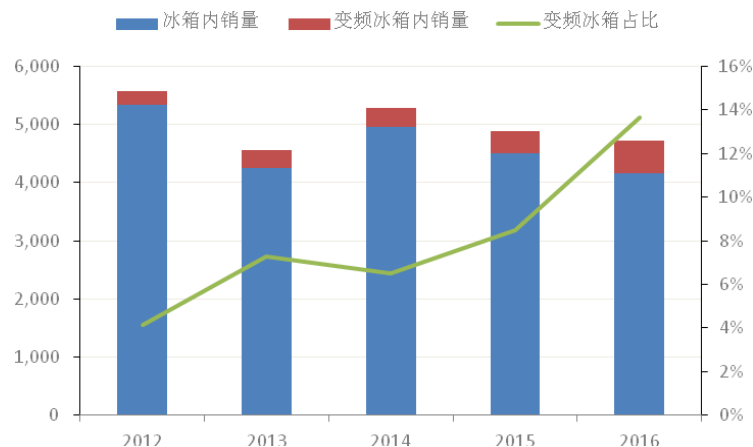
2016 年 10 月 1 日，国家标准化管理委员会发布的新版冰箱能效标准 GB 12021.2-2015《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》正式开始实施。对家用电冰箱能耗指数提出要求：新标准能效 1 级产品能效指数下降到 25%以内，比原标准提高 15%；2 级-5 级平均能效指数提高 10%到 15%。按照旧标准，目前市场绝大多数冰箱都能达到能效 2 级以上；按照新标准，预计新 1 级产品占比 5%左右，原来的 1 级能效产品将降到新标准的 2 级或 3 级，部分高能耗产品将退出市场。

表 2：冰箱旧版/新版能效标准对比

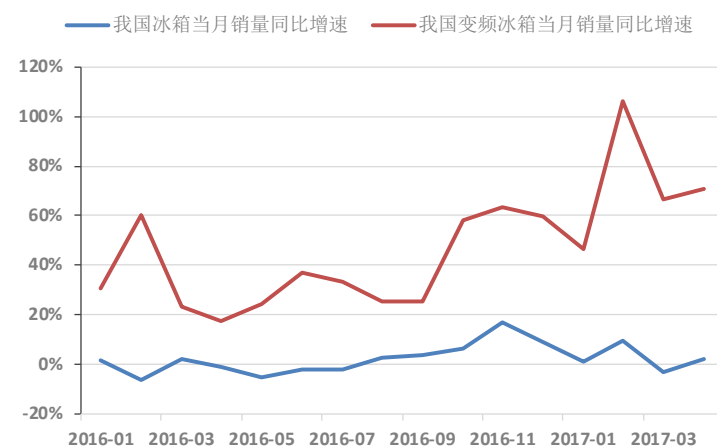
能效等级	冷藏冷冻箱能效指数（旧版）	冷藏冷冻箱能效指数（新版）
1	$\eta \leq 40\%$	$\eta \leq 25\%$
2	$40\% < \eta \leq 50\%$	$25\% < \eta \leq 35\%$
3	$50\% < \eta \leq 60\%$	$35\% < \eta \leq 50\%$
4	$60\% < \eta \leq 70\%$	$50\% < \eta \leq 60\%$
5	$70\% < \eta \leq 80\%$	$60\% < \eta \leq 70\%$

资料来源：GB 12021.2-2008，GB 12021.2-2015，信达证券研发中心

2012 年以来，随着“家电下乡”政策的逐渐退出，冰箱市场趋于疲软，销量显著下滑；2013 年冰箱内销量再创新低，为 4560 万台，比 2012 年减少超过 1000 万台；此后的 2014 至 2016 年，冰箱内销量在 5000 万台上下浮动，始终低于 2012 年之前的水平。然而，在国内冰箱销量走低的大环境下，变频冰箱在冰箱内销量中的占比却逐渐上升，于 2015 年达到 8.49%；随着“新能效标准”的正式实施，变频冰箱 2016 年全年内销量 568 万台，在冰箱内销量中的占比达到了 12.01%，同比增长 41.46%。

图 9：变频冰箱内销量（万台）及其在冰箱内销量中的占比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

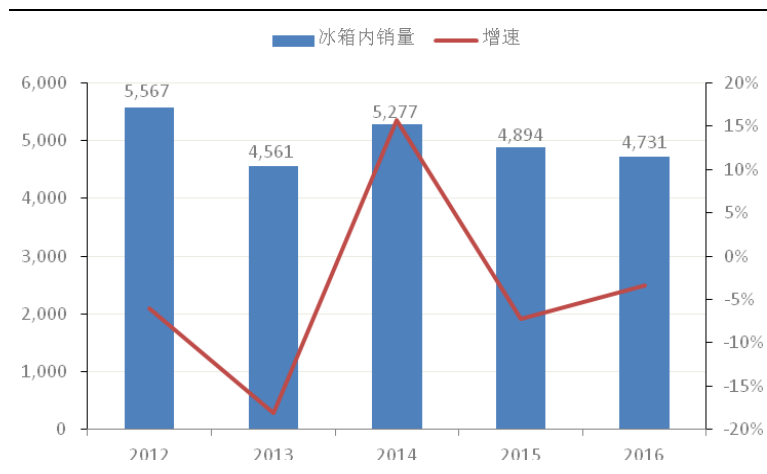
图 10：2016 年以来我国冰箱与变频冰箱当月销量同比增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2016 年 10 月以来，受冰箱“新能效标准”的实施影响，变频冰箱月度销量增速逐步攀升，10 月到 1 月分别为 58.10%，63.20%，59.80%，46.50%，2017 年 2 月更是达到了 106.20%，带动了整个冰箱行业销量增速的增长。我们认为，冰箱“新能效标准”是本轮冰箱销量增长的主要原因，伴随着“新能效标准”的深入实施，变频冰箱销量在 2017 年将保持高速增长，带动整个冰箱行业产业升级，华意压缩作为冰箱用压缩机的绝对龙头，有望直接受益。

同时，中国家用电器协会《中国家用电冰箱 2015 年版产业技术路线图》提出的目标如下：

- 冰箱整机：2020 年电冰箱能效水平较 2015 年提高 25%，2025 年较 2020 年提高 12%；
- 冰箱压缩机：到 2020 年，定频压缩机 COP（COP 即“制冷效率”）值较 2015 年提高 5%，变频压缩机使用占比达到 30%；到 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%；
- 到 2020 年，电冰箱的绝热性能较 2015 年水平平均提高 5%，到 2025 年较 2020 年再提高 5%；
- 除上述因素外，到 2020 年，电冰箱系统较 2015 年优化 10%，到 2025 年较 2020 年再提高 5%。

图 11: 冰箱内销量 (万台) 及其增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

考虑到新能效标准以及中国家用电冰箱产业技术路线图均针对中国国内市场, 我们选取冰箱的内销数据对变频压缩机市场规模进行测算。2016 年我国冰箱内销量 4731 万台, 其中, 变频冰箱内销量 568 万台, 占比 12.01%。按照此路线图目标, 到 2020 年, 变频压缩机使用占比将达到 30%, 年均复合增长率 25.71%。

由于近五年来我国冰箱内销量增速波动较大, 年均复合增速为-4%, 因此我们按照悲观、中观和乐观三种预期, 估算 2020 年变频压缩机市场规模。

悲观预期: “新能效标准”作用不及预期, 对冰箱市场影响可忽略不计, 冰箱内销量仍将维持年均复合增速-4%的水平。

中观预期: “新能效标准”作用已显现, 2016 年冰箱内销量 4731 万台, 并将在未来 4 年保持此销量水平, 增速为 0。

乐观预期: “新能效标准”将持续刺激冰箱产业升级, 对比 2015 年冰箱内销量-7.27%的增速, 2016 年冰箱内销量增速迅速回升至-3.33%, 增速增幅高达 3.94%。我们假设未来四年, 冰箱内销量增速增幅将保持在此水平下, 分别为 0.61%, 4.55%, 8.49%, 12.43%, 年均复合增速为 6.43%。

通过调研, 普通定频冰箱压缩机售价 150 元/台至 160 元/台, 加装变频板后成本增加 50%, 我们假设一台变频冰箱压缩机售价为 240 元, 通过三种预期分别测算到 2020 年, 我国冰箱内销量及变频冰箱压缩机市场规模。

表 3：2020 年变频压缩机预期内销量（万台）及市场规模（亿元）

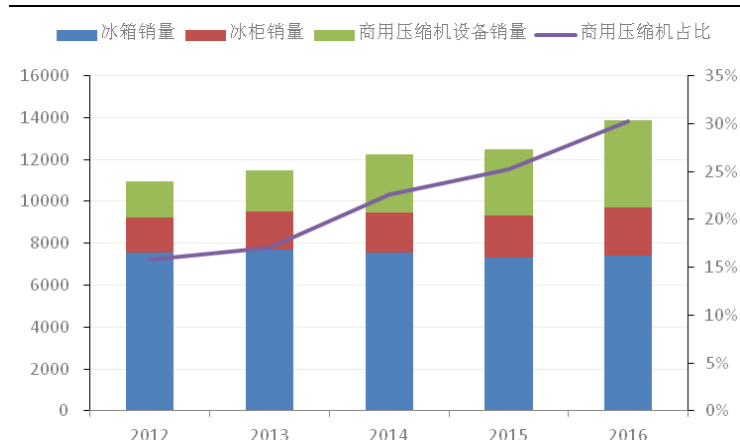
年份	悲观预期			中观预期			乐观预期		
	冰箱内销量（万台）	变频压缩机市场内销量（增速 25.71%，万台）	变频压缩机市场规模（亿元）	冰箱内销量（万台）	变频压缩机市场内销量（增速 25.71%，万台）	变频压缩机市场规模（亿元）	冰箱内销量（万台）	变频压缩机市场内销量（增速 25.71%，万台）	变频压缩机市场规模（亿元）
2016	4731	568	14	4731	568	14	4731	568	14
2017E	4542	686	16	4731	714	17	5035	760	18
2018E	4360	828	20	4731	898	22	5359	1017	24
2019E	4186	999	24	4731	1129	27	5704	1361	33
2020E	4018	1205	29	4731	1419	34	6070	1821	44

资料来源：Wind，信达证券研发中心

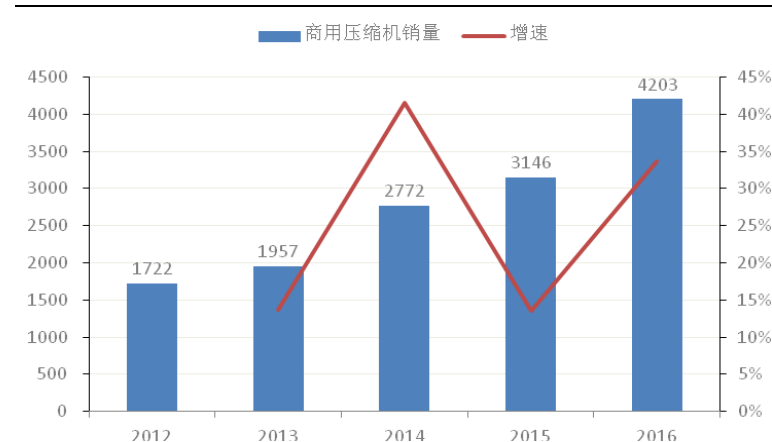
悲观预期按照冰箱内销量年均增速-4%估算，到 2020 年我国冰箱内销量预计为 4018 万台，未来四年变频压缩机内销市场规模累计 89 亿元；中观预期按照冰箱内销量年均增速 0 估算，到 2020 年我国冰箱内销量预计保持 4731 万台，未来四年变频压缩机内销市场规模累计 100 亿元；乐观预期按照冰箱内销量年均增速 6.43%估算，到 2020 年我国冰箱内销量 6070 万台，未来四年变频压缩机内销市场规模累计 119 亿元。我们认为，随着新能效标准的继续落实，国内冰箱市场将迎来一次集中的更新换代。现有市场上的高能耗产品将逐渐被淘汰，变频冰箱会逐渐成为市场的宠儿，因此将带动变频压缩机销售量不断提升。

商用压缩机市场潜力巨大

冰箱压缩机按用途的不同分为家用压缩机和商用压缩机，家用压缩机主要用于家用冰箱和家用冰柜。为便于统计分析，我们把所有用于家用冰箱和家用冰柜以外的压缩机统一归类为商用压缩机，用途包括但不限于冷冻陈列柜、饮水机、制冰机、自动贩售机、商用冰箱等，因此，商用压缩机广泛应用于超市、便利店、饭店等场所。

图 12: 商用压缩机设备销量 (万台) 及占比情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 商用压缩机销量 (万台) 及增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

由于前期政策透支, 导致冰箱、冷柜等家用电器渗透率大幅提升, 2012 年以来, 随着家电下乡政策的逐渐退出, 家用压缩机市场稍显疲软, 设备销量略显下滑。然而, 由于商用制冷设备出口量的增长以及三四线城市超市和便利店的快速发展, 商用压缩机的市场需求逐年放大, 销量稳步提升, 在 2016 年达到了 4203 万台, 其在压缩机总销量中的占比在 4 年间几乎翻倍, 从 2012 年的 15.74% 上升到 2016 年的 30.27%, 商用压缩机逐渐成为行业内新的增长点。

表 4: 2020 年商用压缩机预期销量 (万台) 及市场规模 (亿元)

年份	商用压缩机销量 (增速 25%, 万台)	商用压缩机市场规模 (亿元)
2016	4203	168
2017E	5254	210
2018E	6567	263
2019E	8209	328
2020E	10261	410

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2012 年商用压缩机销量为 1722 万台, 经过四年的发展, 到 2016 年, 商用压缩机销量增长至 4203 万台, 复合增长率高达 25%, 如果未来四年商用压缩机销量保持年均 25% 的增速, 我们预计, 到 2020 年, 商用压缩机销量将达到 10261 万台。经过调研, 市面上常见的商用冰柜压缩机售价 370 元/台至 480 元/台, 我们假设一台商用压缩机售价为 400 元, 那么 2020 年商用压缩机市场规模将达到 410 亿元。

压缩机作为冰箱的核心零部件, 是整个制冷过程的起点和动力源泉, 其销量和冰箱的销量有着密切的关系。2016 年 10 月,

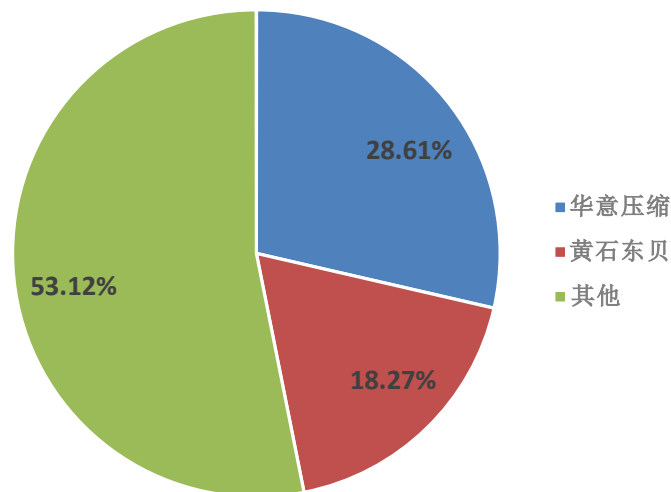
随着冰箱“新能效标准”的全面实施，冰箱尤其是变频冰箱的销量增速显著提高，按照“产业技术路线图”的目标，到2020年，我国变频冰箱有望达到2569万台，因而超高效变频压缩机市场规模潜力巨大；同时，随着超市、便利店等商业业态的深度布局，冷柜及各种商用冷链终端的发展也已进入快车道。我们预计，压缩机行业在2017年将保持高速增长。

华意压缩：精耕细作主业，布局新兴产业

行业龙头，实力领跑

我国冰箱压缩机行业集中度较高，华意和黄石东贝基本占据了冰箱压缩机市场的半壁江山，2016年华意压缩机销量4001万台，黄石东贝压缩机销量2555万台，二者总销量占当年全国冰箱压缩机总销量的46.88%。华意自2013年起连续四年产销量居全球冰箱压缩机行业第一位，对冰箱压缩机的技术进步方向与行业发展趋势极具影响力。

图 14：华意压缩机销量全国占比情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

华意压缩的主营产品是HYE系列-R134a低背压制冷压缩机以及HYE系列-R600a低背压制冷压缩机，其中R134a无氟压缩机具有噪声低、高效节能、低压启动性能好、寿命长等特点，是国内首款实现量产的无氟制冷压缩机，先后通过了CCEE、CB、德国VDE和TUV认证、美国UL等认证。被国家经贸委和国家科委评为“国家级重点新产品”荣获国家科技进步三等奖，

被评为“全国用户满意产品”。

图 15: HYE 系列 - R134a 压缩机



资料来源: 华意压缩官网, 信达证券研发中心

图 16: HY 系列 - R600a 压缩机



资料来源: 华意压缩官网, 信达证券研发中心

配股 6 亿资金，着重商用变频

2017 年 5 月 31 日，华意压缩配股结束复牌，以 559623953 股为基数，向全体股东每 10 股配售 2.5 股，发行价格为 4.69 元/股，最终配股发行 136372026 股，新增股份于 2017 年 6 月 12 日上市。本次配股共募集资金 6.40 亿元，用于投资“高效、变频压缩机智能化产业升级及配套能力提升项目”和“高效、商用、变频压缩机研发能力建设项目”。2016 年华意压缩机销量 4001 万台，居全球第一，占比全国压缩机销量的 28.81%，是当之无愧的行业龙头；且目前压缩机市场的主要增长点分布在变频压缩机和商用压缩机两个细分市场，而以上两个市场在中国起步较晚，相比冰箱定频压缩机垄断程度较低。我们认为，本次募集资金投资项目的实施将有利于全面提升公司自动化水平，提高公司生产自动化程度，进而提升产品质量，进一步巩固华意压缩行业龙头的地位，并在未来商用变频市场上争得先机。

表 5: 配股资金拟投资项目情况 (亿元)

序号	项目名称	总投资额 (亿元)	募集资金拟投入金额 (亿元)
1	高效、变频压缩机智能化产业升级及配套能力提升项目	5.07	5.00 (原计划)
2	高效、商用、变频压缩机研发能力建设项目	3.03	1.57 (原计划)
合计		8.10	6.57 (原计划)

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

紧跟时代潮流，闯入新能源汽车新蓝海

2016年12月22日，华意压缩通过了《关于加西贝拉压缩机有限公司收购上海威乐汽车空调器有限公司部分股权并对其增资的议案》，正式进军新能源汽车领域，拓展公司第二主业。上海威乐汽车空调器有限公司是一家集汽车空调系统设计、制造、销售和服务为一体的科技型企业，具备成熟可靠的电动涡旋压缩机生产制造技术，具备汽车空调系统全系列生产能力，拥有包括上汽、吉利、通用五菱、北汽福田等良好的客户资源。

近年来随着新能源汽车产业的发展，新能源汽车空调压缩机行业作为国家政策重点支持发展的战略新兴产业之一，具有很大的市场发展潜力和增长空间。在新能源汽车空调系统中，电动涡旋压缩机代表了最先进的技术。电动涡旋压缩机的性能优势体现在高效节能、噪音小、体积小、重量轻、可靠性等方面。同时，新能源汽车对增加续航里程的强烈渴望，使得整车厂商对主要耗电大户空调系统的节能要求大大增加，电动涡旋压缩机空调系统比活塞压缩机空调系统省电10%以上，成为新能源汽车的首选。

由于电动汽车空调压缩机目前仅作为新能源汽车零部件使用，在这里我们假设电动汽车空调压缩机销量等同于新能源汽车销量。2016年，我国新能源汽车销量50.7万辆，同比增长53%。根据国务院2012年印发的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020年）》的目标，到2020年，新能源汽车（包括纯电动汽车和插电式混合动力汽车）生产能力达200万辆，累计产销量超过500万辆。由此测算，到2020年，新能源汽车销量将达到133万台，年均复合增长率高达27.35%。电动汽车空调压缩机市场价为2000元左右，基于以上，我们测算，2016至2020年电动汽车空调压缩机市场规模累计可达87亿元。

表 6：电动空调压缩机销量（万台）及市场规模（亿元）预测

年份	新能源汽车销量（万台）	电动空调压缩机销量（万台）	电动空调压缩机市场规模（亿元）
2016	51	51	10
2017E	65	65	13
2018E	82	82	16
2019E	105	105	21
2020E	133	133	27

资料来源：Wind，信达证券研发中心

本次收购，华意压缩控股子公司——加西贝拉压缩机有限公司以现金1.85亿元收购威乐公司75%的股权，并在本次收购完成后，由加西贝拉与威乐公司其他股东对威乐公司同比例现金增资5880万元，其中加西贝拉需现金增资4410万元。加西贝拉此次收购+增资合计耗资约2.3亿元。收购完成后，威乐公司将成为华意压缩间接控股子公司，加西贝拉将会进入电动汽车空调压缩机行业。我们认为，华意压缩与威乐公司现有资源整合，将形成新的利润来源，有利于公司快速进入电动汽车压缩机与空调器行业，积极拓展新能源汽车空调及压缩机产业，提升华意压缩整体盈利能力和综合竞争力。

独特的激励方式，实现利益深度捆绑

2013年8月，公司通过了《业绩激励基金实施方案》，进一步完善了公司长效激励机制，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。当满足条件：当年净利润增长不低于15%；当年净资产收益率不低于6%；当年年报审计意见为“标准无保留意见”时，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%。同时，被激励对象将以不低于年度基本薪酬的30%+年度激励基金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)	ROE10%对应净利润为基准*10%+超额净利润*15%
15%以上	ROE10%对应净利润为基准*10%+ROE15%对应超额净利润为基准*15%+剩余超额净利润*20%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 8：2013-2016 年公司激励基金计提和发放情况 (万元)

年份	2013	2014	2015	2016
计提总额	1612	1871	2196	2004
分配总额	1392	1396	1421	2004
激励人数	32	29	28	26
人均金额	44	48	51	77

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2013-2016年，公司业绩连续四年满足考核条件，分别计提激励基金1612、1871、2196和2004万元；同时，人均激励基金也从44万元上升至77万元。这表明在过去的四年中，在现有行业自身增速放缓的背景下华意压缩净利润始终保持高速增长，体现了管理层在激励机制的引导下，有效提升了经营效率，创收能力不断增强。此外，华意压缩的业绩激励并没有直接派发现金而是以通过在公开市场购入公司股票的方式进行，我们认为这种方式本身有利于提升高管的经营动力，稳定核心人才，最大限度激发管理层潜能，实现股东利益与管理层利益的深度捆绑。

盈利预测、估值与投资评级

假设与盈利预测

压缩机：压缩机业务贡献了华意压缩约80%的营业收入。2016年上半年，华意压缩压缩机业务营收同比减少6.04%，但进入到2016年下半年，受益于冰箱“新能效标准”的实施，华意压缩业绩实现了明显的好转。2016年下半年，华意压缩实现营业收入34.53亿元，同比增长10.74%；实现归属母公司净利润1.26亿元，同比增长31.25%。我们认为行业内部的结构变革（高毛利的变频比重上升、商用变频快速发展）正在逐步发酵，公司管理能力有望进一步提升从而三项费用率有望持续下降。基于以上因素，我们预测2017-2019年公司压缩机业务营收增速分别为9%、8%、7%；由于高毛利率的变频压缩机占比有望提升，2017-2019年公司压缩机业务毛利率分别为15%、15.5%、16%。

原材料及配件：原材料及配件收入占总营收比重约为20%。我们保守估计2017-2019年营收增速为18%、15%、13%，毛利

率分别为 10.5%、10%、9.5%。

我们对华意压缩分业务收入预测如下表所示：

表 9：华意压缩主营业务收入预测

	2015 (A)	2016 (A)	2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)
压缩机					
营业收入 (亿元)	58.66	55.33	60.31	65.13	69.69
收入增速	-10%	-6%	9.00%	8.00%	7.00%
毛利率	16.50%	14.57%	15.00%	15.50%	16.00%
原材料及配件					
营业收入 (亿元)	9.63	14.03	16.56	19.04	21.51
收入增速	19160%	46%	18.00%	15.00%	13.00%
毛利率	7.37%	9.91%	10.50%	10.00%	9.50%

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

估值与投资评级

我们预计华意压缩 2017 年至 2019 年的营业收入分别为 77.17 亿元、84.47 亿元和 91.51 亿元，归属母公司净利润分别为 2.87 亿元、3.34 亿元和 3.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.41 元/股、0.48 元/股和 0.55 元/股。华意压缩可比公司如下表所示：

表 10：华意压缩可比公司列表

代码	上市公司	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)	2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)
000521.sz	美的电器	6.67	65.30	0.29	0.35	0.44	23	19	15
002686.sz	亿利达	13.80	61.17	0.49	0.64	0.88	28	21	16
002050.sz	三花智控	16.22	292.20	0.59	0.71	0.85	27	23	19
300217.sz	东方电热	3.65	46.48	0.10	0.15	0.19	36	24	19
300403.sz	地尔汉宇	18.19	60.94	0.68	0.79	0.90	27	23	20
	行业平均值						28	22	18
000404.sz	华意压缩	7.75	53.94	0.41	0.48	0.55	19	16	14

资料来源：wind 资讯，注：除华意压缩为信达证券研发中心预测外，其余公司 EPS 与 PE 均取自 wind 一致预期，股价取自 2017 年 6 月 28 日收盘价。

可比公司 2017-2019 年 PE 估值平均值为 28 倍、22 倍与 18 倍。按照 2017 年 6 月 28 日收盘价 7.75 元/股计算，华意压缩 2017 年 PE 为 19 倍，低于行业平均水平。考虑到我国变频压缩机市场占有率有望持续提升、商用压缩机产量有望持续增长、华

意压缩在压缩机行业的绝对龙头地位以及公司新能源汽车用空调压缩机有望有效提升公司业绩，首次覆盖我们给予对华意压缩“增持”的评级。

风险因素

1. 宏观经济下行风险;
2. 变频冰箱更新换代速度缓慢的风险;
3. 上海威乐业务探索不及预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,191.07	6,268.39	6,780.46	6,901.40	7,239.18
货币资金	939.10	2,013.42	2,193.05	1,996.39	2,012.95
应收票据	848.63	963.44	1,061.71	1,151.84	1,251.82
应收账款	1,364.81	1,215.19	1,381.96	1,521.91	1,641.47
预付账款	38.47	141.95	129.76	138.18	153.63
存货	748.25	865.13	944.73	1,023.81	1,110.05
其他	1,251.81	1,069.27	1,069.27	1,069.27	1,069.27
非流动资产	1,779.43	1,834.10	2,108.65	2,284.02	2,351.58
长期投资	138.09	146.53	146.53	146.53	146.53
固定资产	1,332.23	1,357.93	1,358.93	1,666.10	1,814.93
无形资产	163.22	156.85	155.49	156.52	155.54
其他	145.89	172.79	447.71	314.87	234.59
资产总计	6,970.50	8,102.49	8,889.11	9,185.42	9,590.77
流动负债	3,899.31	4,740.83	4,578.95	4,508.18	4,472.91
短期借款	427.25	1,258.11	758.11	358.11	8.11
应付账款	1,541.98	1,659.39	1,829.56	1,990.44	2,153.49
其他	1,930.08	1,823.33	1,991.28	2,159.63	2,311.31
非流动负债	106.62	111.55	75.95	75.95	75.95
长期借款	6.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	100.62	111.55	75.95	75.95	75.95
负债合计	4,005.92	4,852.38	4,654.91	4,584.13	4,548.86
少数股东权益	725.71	803.56	951.26	1,123.39	1,320.53
归属母公司股东权益	2,238.86	2,446.56	3,282.95	3,477.90	3,721.38
负债和股东权益	6970.50	8102.49	8889.11	9185.42	9590.77

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,856.16	6,965.09	7,716.61	8,447.43	9,150.88
同比 (%)	-2.10%	1.59%	10.79%	9.47%	8.33%
归属母公司净利润	217.89	252.29	286.70	334.15	382.68
同比 (%)	16.41%	15.79%	13.64%	16.55%	14.52%
毛利率 (%)	15.22%	13.72%	14.04%	14.26%	14.47%
ROE (%)	10.14%	10.77%	10.01%	9.88%	10.63%
每股收益 (元)	0.39	0.45	0.41	0.48	0.55
P/E	25	21	19	16	14
P/B	1.94	1.77	1.64	1.55	1.45
EV/EBITDA	11.48	11.03	10.24	8.49	6.99

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,856.16	6,965.09	7,716.61	8,447.43	9,150.88
营业成本	5,812.70	6,009.59	6,633.32	7,242.64	7,826.58
营业税金及附加	34.54	28.93	30.87	34.80	37.62
营业费用	164.90	157.01	169.77	181.62	192.17
管理费用	551.85	488.19	524.73	565.98	603.96
财务费用	-105.19	-106.61	-120.61	-142.58	-154.90
资产减值损失	61.53	8.43	35.33	41.13	37.10
公允价值变动收益	-13.43	9.76	0.00	0.00	0.00
投资净收益	49.66	48.81	43.02	45.51	45.67
营业利润	372.08	438.10	486.23	569.35	654.02
营业外收入	20.57	23.80	21.34	21.68	22.03
营业外支出	3.36	3.28	4.94	4.30	4.22
利润总额	389.29	458.63	502.62	586.73	671.83
所得税	57.67	62.86	68.22	80.45	92.02
净利润	331.62	395.77	434.40	506.28	579.82
少数股东损益	113.72	143.47	147.70	172.14	197.14
归属母公司净利润	217.89	252.29	286.70	334.15	382.68
EBITDA	415.66	507.63	601.19	678.20	773.67
EPS (摊薄)	0.31	0.36	0.41	0.48	0.55

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	725.54	195.46	494.16	561.12	627.40
净利润	331.62	395.77	434.40	506.28	579.82
折旧摊销	132.36	149.00	144.30	158.09	183.87
财务费用	-105.98	-99.99	-45.73	-66.62	-82.03
投资损失	-49.66	-48.81	-43.02	-45.51	-45.67
营运资金变动	343.24	-213.49	-29.66	-29.50	-43.60
其它	73.98	12.99	33.87	38.37	35.01
投资活动现金流	-1,062.96	127.21	-374.36	-285.19	-203.67
资本支出	-183.90	-196.06	-417.38	-330.70	-249.34
长期投资	1,733.74	3,194.16	43.02	45.51	45.67
其他	-2,612.79	-2,870.89	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2.76	692.12	-26.23	-561.95	-496.71
吸收投资	0.00	4.90	626.02	0.00	0.00
借款	89.84	816.96	-500.00	-400.00	-350.00
支付利息或股息	75.97	146.42	152.25	161.95	146.71
现金净增加额	-251.94	1092.78	179.62	-196.66	16.55

研究团队简介

范海波，CFA，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

杜煜明，研究助理。中国人民大学国际贸易学硕士，大连理工大学化工机械专业学士。2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事机械军工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@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	股票投资评级	行业投资评级
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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

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。