

# 海信家电 (000921.SZ)

## 家电主业稳健，新能源车热管理业务开启新征程

公司的投资逻辑？中央空调稳固叠加分体式空调进入成本、售价剪刀差周期，主业盈利能力有望改善；为三电在成本、产能、组织架构等方面提供协同打开第二曲线。

### 如何看待公司的传统白电业务？

公司通过收并购不断延展业务边界，目前已经形成八大品牌矩阵，产品覆盖分体式空调、中央空调、冰洗以及汽车热管理业务。公司在白电内销市场表现平稳，外销市场高增，中央空调业务尤其亮眼。**1) 中央空调行业：**消费升级+精装修渗透率提升下，中央空调市场景气度较高，当前销额虽破千亿，但普及率(7%)仍有较大提升空间；**2) 公司禀赋：**海信旗下三大品牌“海信、日立、约克”覆盖行业的各层级市场，产品矩阵丰富，核心技术实力过硬，线下网点密集，日立重点发力精装修市场，2022H1海信日立有多联机内销市场的份额达21%，位列行业第一。

### 公司的汽车热管理业务成长性如何？

从汽车热管理行业来看：在整车热管理系统方面，新能源车热管理系统较燃油车热管理系统在子系统构成、核心动力系统以及制热方式方面复杂度提升，这也带来单车价值量的翻倍式提升；在空调系统方面，新能源车空调系统主要对压缩机进行了电动化升级，在制热方式上则存在PTC加热和热泵空调两种方案，热泵相较PTC具备续航里程更长、能量消耗更低等核心优势，是未来空调系统的发展趋势；在空调压缩机方面，电动涡旋式压缩机发展前景更为广阔，日本三电作为行业第二大品牌，2018年市占率达15%。综合来看，我们判断至2025年全球新能源车空调系统规模有望近800亿元，电动压缩机规模有望近400亿元。

从海信与三电的协同性来看：外部环境冲击+内部经营不善带来三电陷入困境，但作为汽车空调压缩机龙头企业，**三电具备技术+客户资源核心优势：**全球化产能布局+50年汽车压缩机技术积累提供背后可靠支撑，三电也在积极拓展全新产品，公司的核心大客户资源丰富，同时各大客户也在积极布局新能源车领域；**海信家电入主也有望提供协同力：**混改落地后海信经营活力得到释放，过往海信收并购经验丰富，历史成绩证明有望协助三电实现业绩扭亏为盈，海信有望为三电在成本、产能、组织架构等方面提供协同力。

**盈利预期与投资建议。**公司白电基本盘稳健，入主三电开启新能源车热管理行业新征程。预计公司2022~2024年归母净利润为13.80/16.81/19.82亿元，同增41.9%/21.8%/17.9%。综合来看，我们认为公司2022年合理估值范围在13倍PE左右。首次覆盖，予以“增持”评级。

**风险提示：**房地产市场波动风险，原材料价格波动风险，汽车热管理业务拓展不及预期，市场竞争加剧风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	48,393	67,563	77,862	85,077	92,072
增长率 yoy (%)	29.2	39.6	15.2	9.3	8.2
归母净利润(百万元)	1,579	973	1,380	1,681	1,982
增长率 yoy (%)	-12.0	-38.4	41.9	21.8	17.9
EPS 最新摊薄(元/股)	1.16	0.71	1.01	1.23	1.45
净资产收益率(%)	19.8	15.0	17.9	18.2	18.0
P/E(倍)	12.7	20.5	14.5	11.9	10.1
P/B(倍)	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4

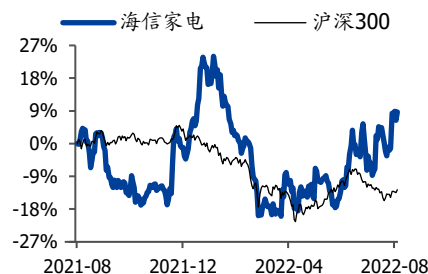
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年8月17日收盘价

## 增持(首次)

### 股票信息

行业	白色家电
8月17日收盘价(元)	14.66
总市值(百万元)	19,977.55
总股本(百万股)	1,362.73
其中自由流通股(%)	66.25
30日日均成交量(百万股)	25.80

### 股价走势



### 作者

#### 分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

#### 分析师 徐程颖

执业证书编号: S0680521080001

邮箱: xuchengying@gszq.com

#### 分析师 杨凡仪

执业证书编号: S0680522070008

邮箱: yangfanyi@gszq.com

### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	30231	39700	40970	47723	51148
现金	7111	7023	10681	11611	18100
应收票据及应收账款	7143	8985	9601	10708	11271
其他应收款	398	484	533	578	624
预付账款	224	346	311	407	370
存货	4295	8437	5419	9994	6357
其他流动资产	11060	14425	14425	14425	14425
<b>非流动资产</b>	11580	16249	18048	19219	20161
长期投资	524	1436	2784	4045	5212
固定资产	3879	5189	5677	5594	5320
无形资产	1745	1644	1709	1801	1920
其他非流动资产	5432	7979	7877	7780	7709
<b>资产总计</b>	41812	55949	59018	66943	71309
<b>流动负债</b>	26719	38012	38055	42365	42398
短期借款	22	2859	2859	2859	2859
应付票据及应付账款	18067	23293	24119	27286	27958
其他流动负债	8630	11860	11077	12220	11582
<b>非流动负债</b>	686	2345	2339	2332	2325
长期借款	0	32	26	20	13
其他非流动负债	686	2312	2312	2312	2312
<b>负债合计</b>	27405	40357	40394	44697	44724
少数股东权益	4627	5249	7193	9562	12354
股本	1363	1363	1363	1363	1363
资本公积	2062	2069	2069	2069	2069
留存收益	6317	6817	9144	11980	15322
归属母公司股东权益	9779	10342	11431	12683	14232
<b>负债和股东权益</b>	41812	55949	59018	66943	71309

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	5963	4314	6058	3058	8517
净利润	2846	2343	3324	4050	4773
折旧摊销	1024	1137	1023	1219	1369
财务费用	-110	57	-169	-12	-175
投资损失	-196	-507	-663	-622	-497
营运资金变动	2411	1405	2596	-1513	3097
其他经营现金流	-13	-120	-52	-65	-51
<b>投资活动现金流</b>	-3901	-4423	-2106	-1703	-1763
资本支出	614	1107	451	-89	-225
长期投资	38	67	-1348	-1261	-1167
其他投资现金流	-3249	-3249	-3003	-3054	-3155
<b>筹资活动现金流</b>	-2512	1475	-294	-424	-265
短期借款	-78	2837	0	0	0
长期借款	0	32	-6	-7	-7
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	6	8	0	0	0
其他筹资现金流	-2440	-1402	-287	-417	-258
<b>现金净增加额</b>	-448	1262	3658	930	6489

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	48393	67563	77862	85077	92072
营业成本	36756	54250	62188	67425	72460
营业税金及附加	327	399	585	615	631
营业费用	6891	7672	8876	9869	10680
管理费用	619	1327	1542	1446	1594
研发费用	1285	1987	2297	2382	2612
财务费用	-110	57	-169	-12	-175
资产减值损失	-19	-61	-32	-45	-52
其他收益	370	414	341	351	369
公允价值变动收益	21	34	14	18	22
投资净收益	196	507	663	622	497
资产处置收益	25	6	38	48	29
<b>营业利润</b>	3195	2781	3633	4435	5240
营业外收入	304	191	174	199	217
营业外支出	15	56	29	32	33
<b>利润总额</b>	3485	2917	3778	4602	5424
所得税	639	574	453	552	651
<b>净利润</b>	2846	2343	3324	4050	4773
少数股东损益	1267	1370	1944	2369	2792
<b>归属母公司净利润</b>	1579	973	1380	1681	1982
EBITDA	4297	4018	4709	5661	6521
EPS (元/股)	1.16	0.71	1.01	1.23	1.45

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	29.2	39.6	15.2	9.3	8.2
营业利润 (%)	55.5	-13.0	30.6	22.1	18.1
归属母公司净利润 (%)	-12.0	-38.4	41.9	21.8	17.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	24.0	19.7	20.1	20.7	21.3
净利率 (%)	3.3	1.4	1.8	2.0	2.2
ROE (%)	19.8	15.0	17.9	18.2	18.0
ROIC (%)	26.8	16.4	21.6	24.0	25.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	65.5	72.1	68.4	66.8	62.7
净负债比率 (%)	-48.1	-20.8	-38.0	-36.0	-54.5
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3
应收账款周转率	7.9	8.4	8.4	8.4	8.4
应付账款周转率	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.16	0.71	1.01	1.23	1.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	4.38	3.17	4.45	2.24	6.25
每股净资产 (最新摊薄)	7.18	7.59	8.39	9.31	10.44
<b>估值比率</b>					
P/E	12.7	20.5	14.5	11.9	10.1
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	3.5	4.1	3.1	2.8	1.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 17 日收盘价

## 内容目录

1. 传统主业：增长稳健，中央空调业务表现亮眼.....	5
1.1 发展历程：收并购延展业务边界，白电外销市场持续增长.....	5
1.2 中央空调：行业高景气度下，产品+渠道优势带来日立表现亮眼.....	6
2. 汽车热管理行业：新能源车带来单车价值量翻倍提升.....	9
2.1 新能源车热管理行业：单车价值量实现翻倍式提升.....	9
2.2 汽车座舱空调系统：热泵空调为行业升级顶端.....	11
2.3 汽车空调电动压缩机：涡旋式压缩机发展前景广阔.....	13
3.收购三电控股，开启汽车热管理新征程.....	15
3.1 为什么日本三电近年来表现不佳？.....	15
3.2 三电控股在新能源车热管理赛道具备哪些禀赋？.....	17
3.3 海信家电有望提供的协同力？.....	18
4. 盈利预测与投资建议.....	20
4.1 盈利预测.....	20
4.2 投资建议.....	22
风险提示.....	23

## 图表目录

图表 1: 公司收并购历程一览.....	5
图表 2: 产品及品牌矩阵完善，央空业务占比持续提升.....	6
图表 3: 2014-2022M1-M5 年海信家电在家用空调市场销量份额.....	6
图表 4: 2014-2022M1-M5 海信家电在冰箱市场销量份额.....	6
图表 5: 2016-2021 年中央空调行业市场规模.....	7
图表 6: 2021 年中央空调行业产品类型.....	7
图表 7: 中央空调工装市场占比为 70%左右.....	7
图表 8: 2021M1-M10 中央空调精装修配套率达 35%.....	7
图表 9: 2022 年上半年海信日立的多联机内销市场份额达 21%.....	8
图表 10: 2017-2021 年海信日立营收及利润情况.....	8
图表 11: 海信日立净利率高于公司整体水平.....	8
图表 12: 海信旗下中央空调三大品牌矩阵.....	9
图表 13: 日立在产品技术方面领先.....	9
图表 14: 日立及大金网点数量对比.....	9
图表 15: 日立持续发力中央空调精装修市场.....	9
图表 16: 新能源车热管理系统相较传统燃油车热管理系统更为复杂.....	10
图表 17: 新能源车热管理系统单车价值量较燃油车热管理系统实现翻倍式提升.....	11
图表 18: 新能源车热管理系统核心零部件子赛道.....	11
图表 19: 新能源车加热主要采用 PTC 或热泵空调方案.....	12
图表 20: 热泵空调较 PTC 加热在续航里程和能量消耗方面具备优势.....	13
图表 21: 热泵空调系统单车价值量较传统空调增加 1000 元左右.....	13
图表 22: 涡旋式压缩机更适配新能源汽车，发展前景广阔.....	14
图表 24: 2018 年全球汽车空调压缩机竞争格局.....	14
图表 25: 2018 年全球汽车空调电动压缩机竞争格局.....	14
图表 26: 新能源车空调系统及电动压缩机规模预测.....	15
图表 27: 三电控股主要产品及销售区域情况.....	15

图表 28: 三电控股近年来财务表现不佳 .....	16
图表 29: 公司遭受宏观环境及疫情冲击 .....	16
图表 30: 收购前, 三电控股的股权结构较为分散 .....	16
图表 31: 三电费用率居高不下 (亿元; %) .....	16
图表 32: 三电员工数量 (人) .....	16
图表 33: 三电在产能布局、产品技术及研发投入方面具备优势 .....	17
图表 34: 三电核心大客户资源丰富, 各大客户也积极布局新能源车领域 .....	18
图表 35: 三电在中国市场布局股权结构图 .....	18
图表 36: 公司混改前后股权结构对比 .....	19
图表 37: 三电商业复兴计划预计未来 4 年营收情况 .....	19
图表 38: 三电商业复兴计划预计在 2022 财年业绩转正 .....	19
图表 39: 海信家电对三电持续赋能, 五大协同提升公司经营情况 .....	20
图表 40: 更长维度下, 海信与三电有望打造智能化新能源车整车热管理系统 .....	20
图表 41: 公司分业务收入预测表 (亿元; %) .....	21
图表 42: 公司费率预测 (%) .....	22
图表 43: 海信家电 PE-PB Band .....	23
图表 44: Wind 一致预期 (截至 2022 年 8 月 12 日) .....	23

## 1. 传统主业：增长稳健，中央空调业务表现亮眼

### 1.1 发展历程：收并购延展业务边界，白电外销市场持续增长

公司的发展历程是一段通过收并购不断延展业务边界的成长史。1) 白电业务：2005年海信集团收购科龙电器，并于2010年将旗下全部白电资产注入科龙，自此公司旗下形成了以“海信+科龙+容声”为主的三大品牌矩阵；2) 央空业务：2018年公司收购约克在中国区的业务，并于次年并表海信日立，开始以“海信+日立+约克”聚焦中央空调市场，市占率保持行业领先；3) 汽车热管理业务：2021年公司收购日本三电，跨界进军汽车热管理行业，借由新能源汽车发展东风，有望开拓全新增长曲线。

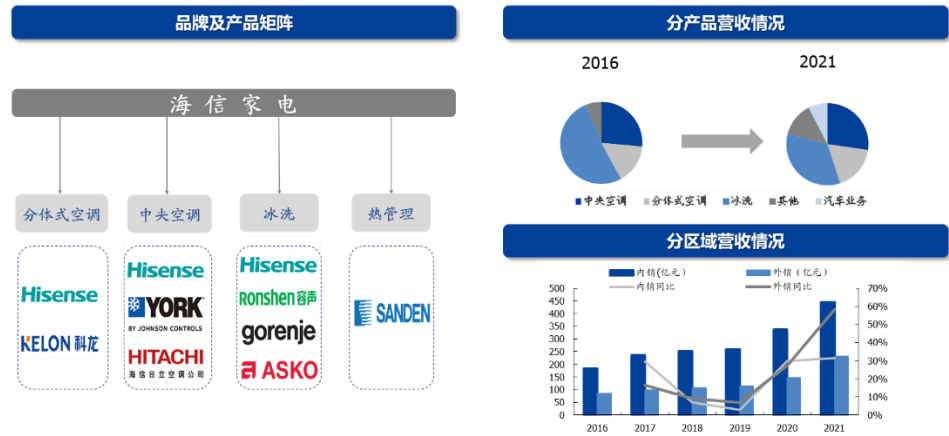
图表 1：公司收并购历程一览



资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

产品及品牌矩阵完善，央空业务占比持续提升，品牌出海战略顺利推进。目前公司已经形成了海信、科龙、容声、日立、约克、古洛尼、Asko、三电八大品牌矩阵，产品覆盖分体式空调、冰洗、中央空调以及汽车热管理等多项业务。1) 分业务看：2021年公司总营业收入为676亿元，其中分体式空调及冰洗业务占比分别为18%/34%，中央空调业务占比为27%，新收购的汽车热管理业务贡献近8%的营收；2) 分区域看：2021年内、外销业务占比分别为66%/34%，品牌出海战略持续推进下，公司外销收入从2016年的85亿元提升至2021年的232亿元，CAGR达22%。

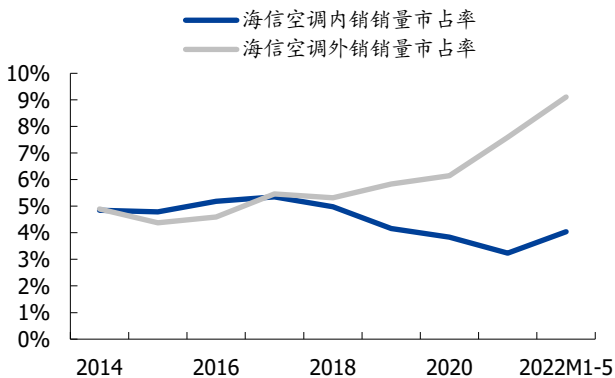
图表 2: 产品及品牌矩阵完善, 中央空调业务占比持续提升



资料来源: 公司官网, 公司公告, Wind, 国盛证券研究所 (注: 中央空调收入为报表中海信日立的营业收入)

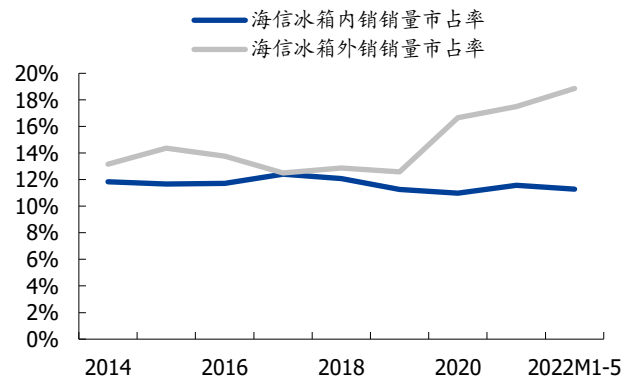
公司在白电内销市场表现较为平稳, 在外销市场表现亮眼。从内销市场来看, 2022M1-5 公司在家用空调、冰箱内销市场份额分别为 4%/11.3%; 从外销市场来看, 2022M1-5 海信主品牌在两大品类市场的外销份额分别为 9.1%/18.9%, 同时公司通过全球并购古洛尼、ASKO 等国际品牌也进一步实现了销售区域延展以及扩大品牌影响力。

图表 3: 2014-2022M1-5 年海信家电在家用空调市场销量份额



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

图表 4: 2014-2022M1-5 海信家电在冰箱市场销量份额

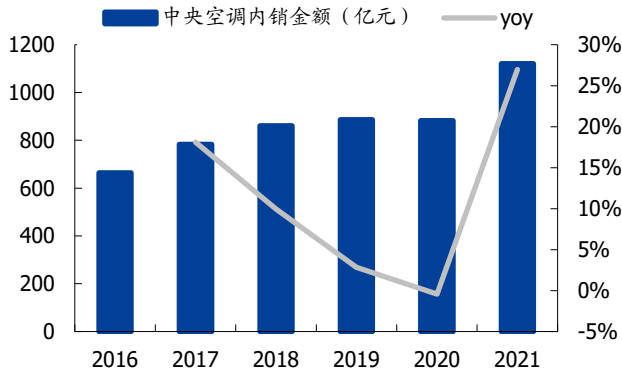


资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

## 1.2 中央空调: 行业高景气度下, 产品+渠道优势带来日立表现亮眼

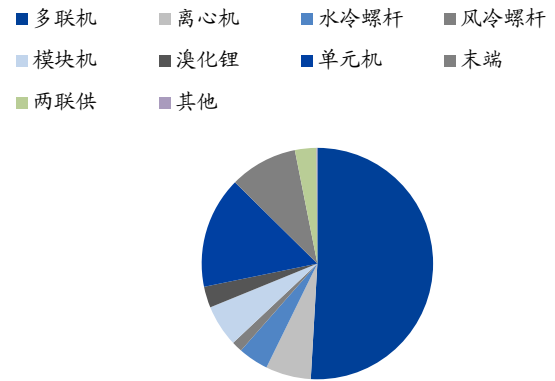
消费升级+精装修渗透率提升下, 中央空调市场景气度较高。从行业规模看, 销额破千亿, 但普及率仍有较大提升空间。据产业在线数据, 在家用中央空调市场带动下, 2021 年我国中央空调市场规模为 1120 亿元, 同增 27%, 但是从普及率来看, 2021 年我国中央空调内销量为 635 万台 (同期家用空调内销量达 8470 万台), 普及率仅 7%。从产品结构看, 多联机为行业主流产品形态, 多联机具备安装简便、稳定性强以及节能舒适等多重优点, 成为家用中央空调的首选, 据中央空调市场数据, 2021 年多联机占比达 50.91%。

图表 5: 2016-2021 年中央空调行业市场规模



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

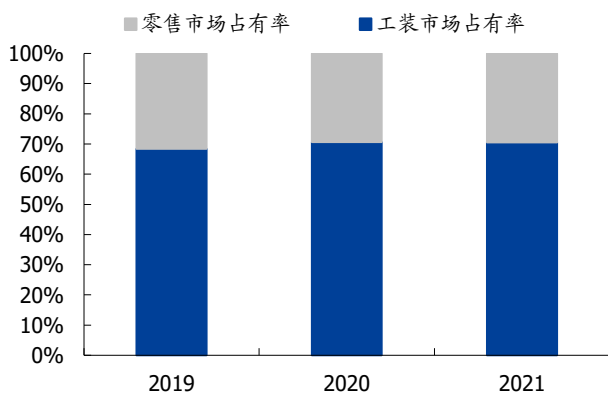
图表 6: 2021 年中央空调行业产品类型



资料来源: 中央空调市场, 国盛证券研究所

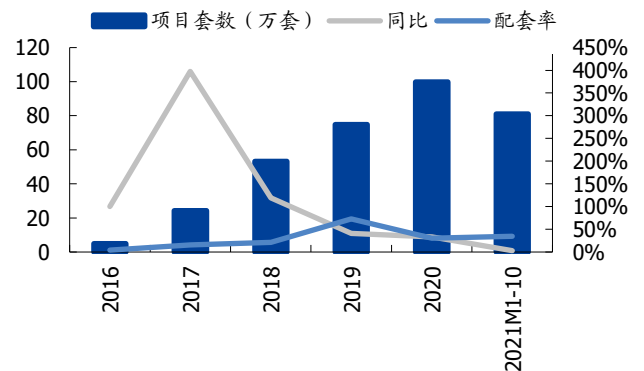
从渠道结构看, 工装渠道占比较高, 新基建+精装修渗透率提升提供增长动能。中央空调销售渠道主要分为工装、家装零售以及精装修市场。作为前装属性明显的地产后周期品类, 家装及精装修市场受房地产影响较大, 但随着中央空调在精装修配套率的逐年提升, 仍有望提供较强动能, 据奥维云网数据, 2021M1-M10 中央空调精装修配套率达 35%; 工装渠道则主要为商业用途, 随着新基建政策的提出, 轨道交通等多项基础设施建设有望推动中央空调工装渠道持续扩容。

图表 7: 中央空调工装市场占比为 70%左右



资料来源: 中央空调市场, 国盛证券研究所 (注: 此图工装市场涵盖精装修市场)

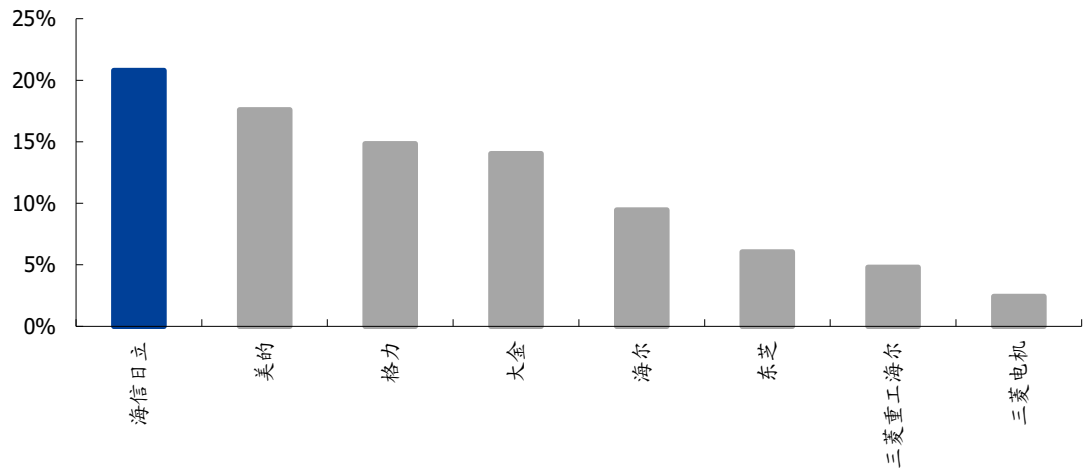
图表 8: 2021M1-M10 中央空调精装修配套率达 35%



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

从竞争格局看, 海信日立为多联机内销市场龙头。中央空调市场为寡头竞争格局, 海信系、美的、格力、大金等老牌企业为行业的 TOP 公司。其中, 海信日立为行业的龙头企业, 据产业在线数据, 2022 年上半年海信日立为多联机内销市场的份额达 21%, 为行业排名第一的品牌。

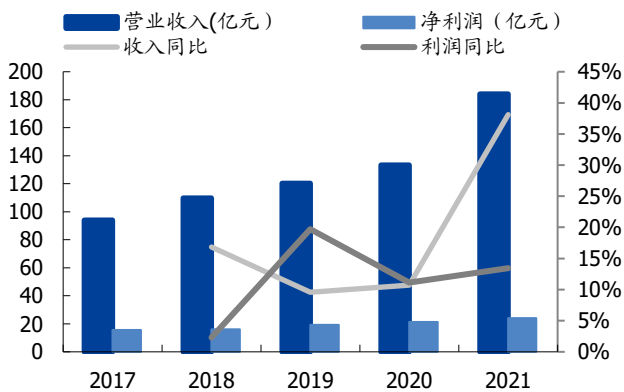
图表 9: 2022 年上半年海信日立有多联机内销市场份额达 21%



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

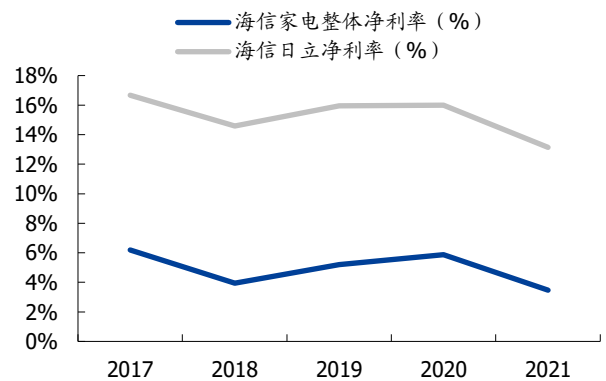
**海信日立表现亮眼, 有望持续贡献公司业绩。**2019 年并表日立后, 公司成功开拓中央空调为第二增长曲线, 作为业务重心, 2017-2021 年日立收入/业绩 CAGR 分别为 18%/11%, 同时日立的净利率也显著高于公司整体水平, 2021 年日立净利率达 13.14%, 同期公司整体净利率为 3.47%。

图表 10: 2017-2021 年海信日立营收及利润情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 海信日立净利率高于公司整体水平



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

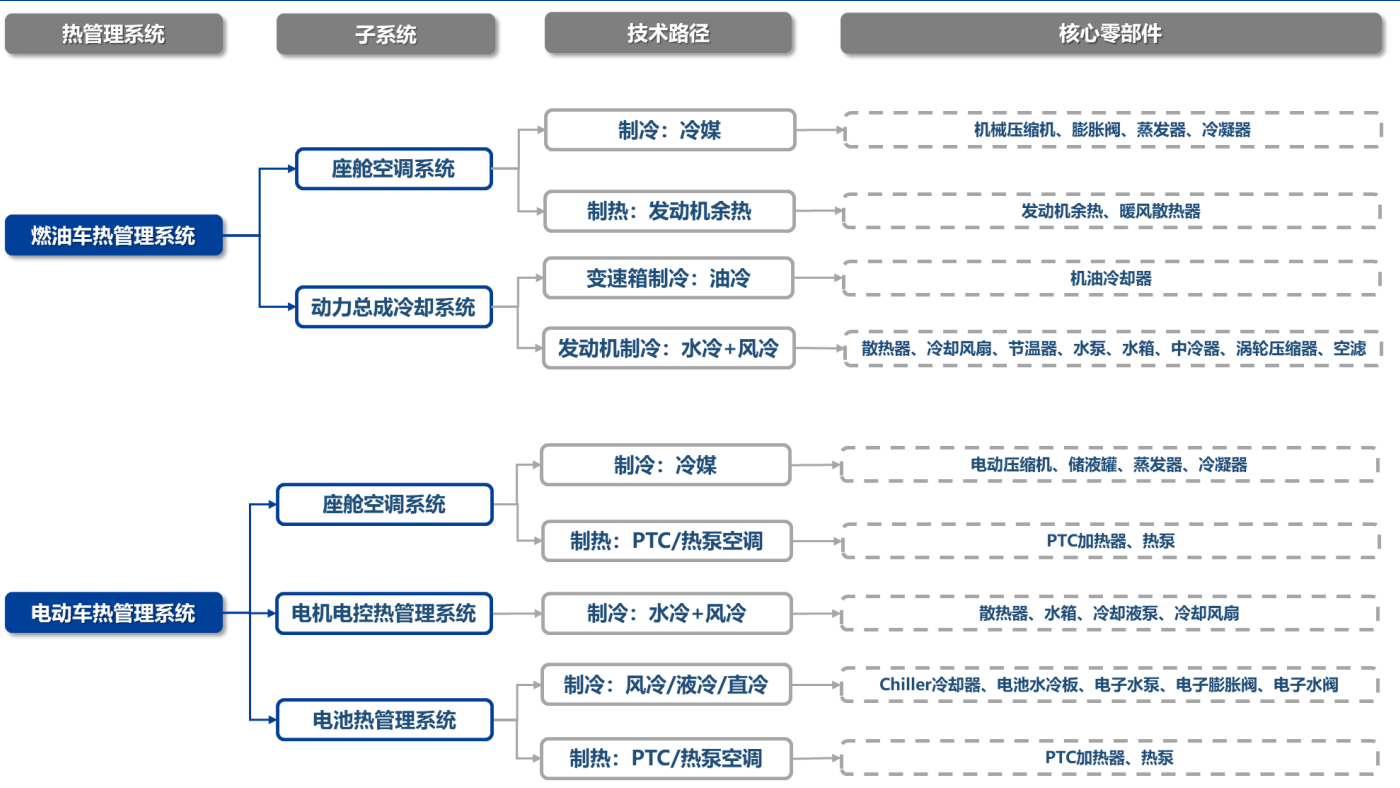
**产品技术优势: 产品矩阵丰富, 核心技术实力过硬。**当前海信旗下三大品牌“海信、日立、约克”定位清晰, 在多联机、中高端以及低端市场均有布局, 同时覆盖商用及家用中央空调。从产品技术及功能层面来看, 日立在压缩机、变频器、油控制技术以及内机噪音等方面都走在行业前列, 海信则通过连接 IOT 等智能化功能提供性价比优势。



燃油车热管理系统主要有以下几点本质区别：

- 1) **子系统构成：新增电池热管理系统及部分零部件的电动化。**燃油车热管理系统=座舱空调系统+动力总成冷却系统；新能源车热管理系统=座舱空调系统+电机电控热管理系统+电池热管理系统。其中电机电控热管理类类似动力总成热管理系统，也即新能源车热管理较燃油车热管理新增了电池热管理系统。
- 2) **核心动力系统：温控精准度要求更高。**一般而言，动力电池高效工作的温度范围在 0-40° 之间，串并联组成的动力电池组需要保证整体的温度均匀一致，否则容易引发电池故障及热失控，因此电池热管理的设计回路更为复杂。
- 3) **制热方式：采用 PTC 或热泵空调方案。**传统燃油车主要依靠发动机余热进行加热，新能源车则主要采用 PTC 或者热泵空调方案。PTC 方案的成本较低、使用寿命长且技术较为成熟，但能耗较高；而热泵空调更加节能，但技术路径更加复杂。基于热泵空调在降低能耗从而提升汽车续航里程的优势，目前热泵空调正在被更多主流厂商采用。

图表 16: 新能源车热管理系统相较传统燃油车热管理系统更为复杂

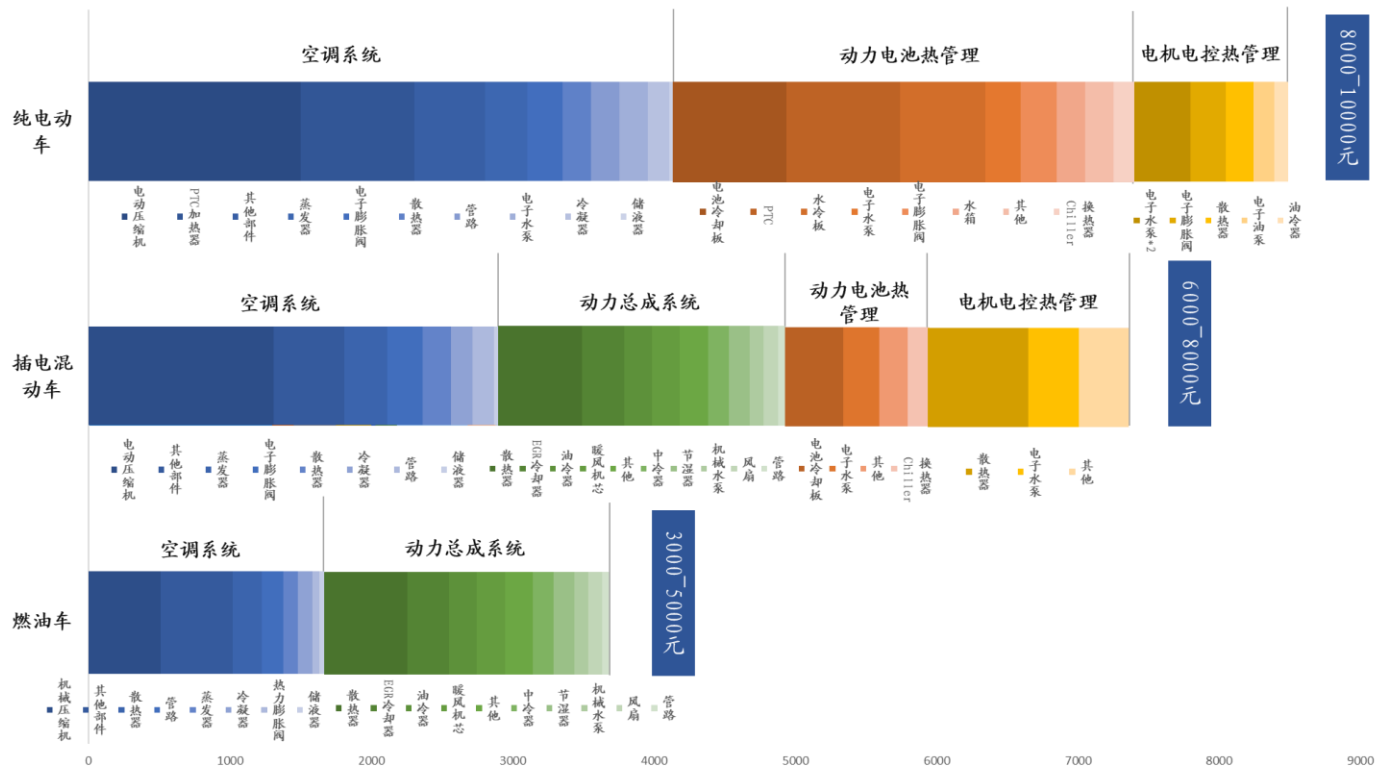


资料来源：控安汽车研究院，国盛证券研究所

从单车价值量情况看，新能源车热管理系统单车价值量较燃油车系统实现翻倍提升。新增零部件种类、数量以及部分零部件的电动化带来新能源车热管理系统单车价值量提升。

- 1) **新增零部件种类：**电池热管理系统作为新增项，也相应带来了零部件的增加，比如 Chiller 冷却器、PTC 加热器及电池水冷板等；
- 2) **新增零部件数量：**由于新能源车热管理系统的回路增加，系统复杂度提升，管路、阀类、泵类以及冷却液的数量均相应提升；
- 3) **部分零部件电动化：**燃油车利用发动机余热进行制热，制冷环节也主要通过发动机带动，插电混动式车发动机仅在部分时间工作，纯电动车则没有发动机，因此新能源车需要将空调压缩机、水泵和膨胀阀升级为电动式产品。综合来看，传统燃油车的热管理系统单车价值量在 3000-5000 元，插电混动式车热管理系统的单车价值量在 6000-8000 元，纯电动车热管理系统的单车价值量在 8000-10000 元。

图表 17: 新能源车热管理系统单车价值量较燃油车热管理系统实现翻倍式提升



资料来源:《2018年新能源汽车热管理行业分析——未来价值空间巨大》,《新能源汽车热管理技术发展趋势分析》,阿里巴巴,国盛证券研究所

从细分子赛道看,核心零部件技术壁垒和市场集中度均较高。新能源车热管理系统零部件发生较大变化的主要包括五大赛道,分别是压缩机类、加热器类、阀类、泵类和冷却器类,核心零部件在电动化升级、零部件种类和数量增加的基础上,技术壁垒普遍较高,压缩机、阀类等子赛道市场集中度较高。

图表 18: 新能源车热管理系统核心零部件赛道

子赛道	主要升级方向	代表零部件	代表零部件 单车价值量变动	技术壁垒	竞争格局
压缩机类	机械式→电动式	电动压缩机	500→1600元	高	电装、三电、翰昂三足鼎立
加热器类	新增PTC加热器	PTC加热器	300元	高	外资为主
阀类	热力膨胀阀→电子膨胀阀 增加电子水阀和四通换向阀等	电子膨胀阀	200→450元	高	市场集中度高,国内三花为龙头
泵类	机械式→电动式 增加电机、电子油泵等	电子水泵	100→840元	中	格局分散
冷却器类	增加Chiller和电池冷却器	电池冷却器	600元	中	国内银轮领衔

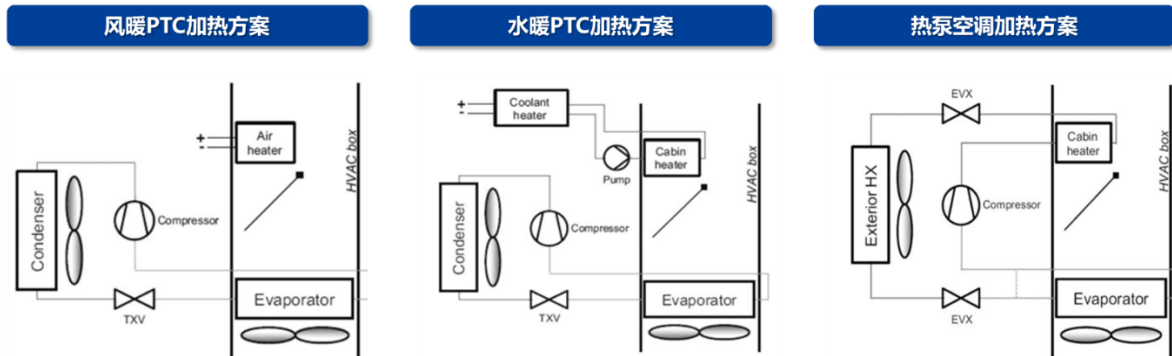
资料来源:《新能源汽车热管理技术发展趋势分析》,三花智控可转债募集书,国盛证券研究所

## 2.2 汽车座舱空调系统: 热泵空调为行业升级顶端

新能源车空调系统较燃油车空调系统对压缩机进行电动化升级,并采用 PTC 或热泵系统制热。汽车座舱空调系统主要用于调节车内温度,确保乘客和驾驶员的舒适度。从制

热层面看，二者制热原理差别较大，燃油车空调系统主要利用发动机余温进行制热，新能源车空调系统主要采用 PTC 或者热泵系统（辅以 PTC 加热），其中 PTC 加热又可以分为风暖 PTC 和水暖 PTC；从制冷层面看，燃油车和电动车空调系统制冷原理类似，主要在驱动源和联结方式上有所区别，1）燃油车空调系统采用机械式压缩机，新能源车空调系统则对压缩机进行了电动化升级；2）燃油车的制冷系统相互独立，新能源车空调系统与电池冷却系统通常相联结。

图表 19: 新能源车加热主要采用 PTC 或热泵空调方案

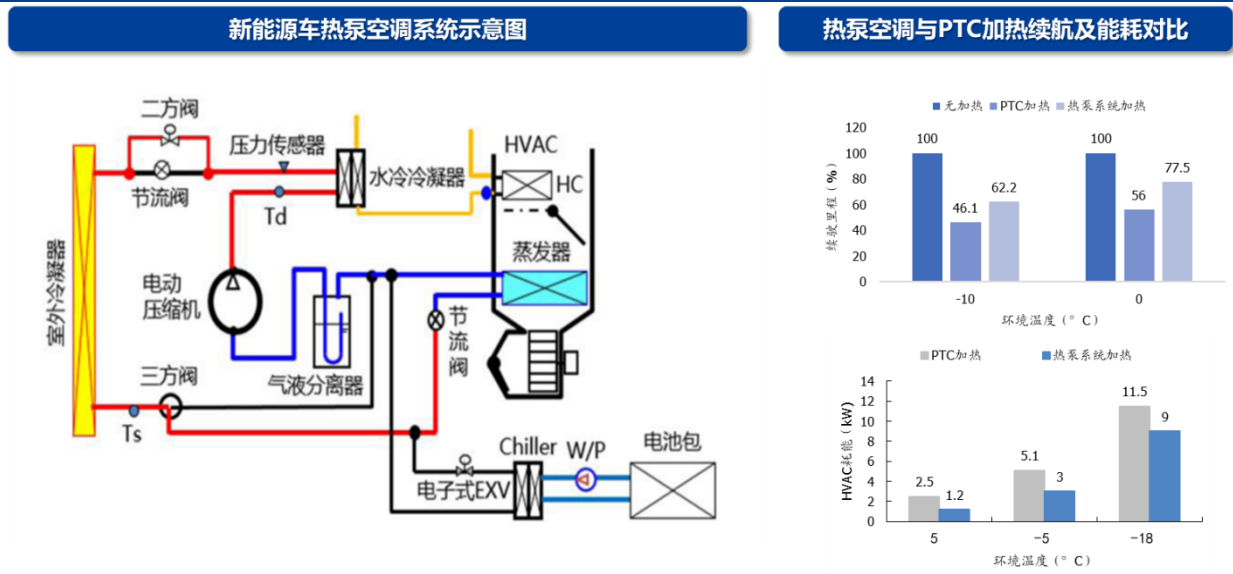


资料来源:《电动汽车热泵空调系统技术研究》，国盛证券研究所

热泵空调位于当前汽车空调系统的升级顶端。新能源车的空调系统会消耗大量能源，尤其对于纯电动车而言，空调系统的使用可能会导致续航能力显著下降，因此能量消耗程度是判断空调系统的一大重要标准。热泵空调为当前解决新能源车续航里程最有潜力且效率最高的解决方案，2019 年中国产业结构调整目录明确提出，鼓励汽车热泵空调系统的发展。从工作原理来看，热泵空调主要是通过冷凝器及四通换向阀实现热量的转移，进而进行制冷或制热。热泵空调能效比具有显著优势，但在极端寒冷条件下，因热泵能效比下降，需采用高压 PTC 进行辅助。从零部件组成来看，热泵空调系统的主要零部件包括电动压缩机、室外冷凝器、水冷冷凝器、气液分离器、HVAC 总成、空调控制器、电子膨胀阀、管路和阀。从单车价值量看，热泵空调系统整体的单车价值量为 3300 元左右，较传统空调系统的单车价值量增加 1000 元左右。

热泵系统相较 PTC 加热具备多重优势。1) 续航里程长: 热泵系统加热下，相较 PTC 加热方式，整车续航里程提升 35%左右；2) 能量消耗低: 中低温度下，热泵空调较 PTC 加热可节约 45%的能量。在实际应用中，热泵空调在外部气温-5-15℃时能够发挥最大效率，但是在更低温环境下，热泵空节能优势下降，此时需要 PTC 辅助加热。

图表 20: 热泵空调较 PTC 加热在续航里程和能量消耗方面具备优势



资料来源: 《电动汽车热泵空调系统的控制研究》, 《电动汽车热泵空调系统技术研究》, 国盛证券研究所

图表 21: 热泵空调系统单车价值量较传统空调增加 1000 元左右

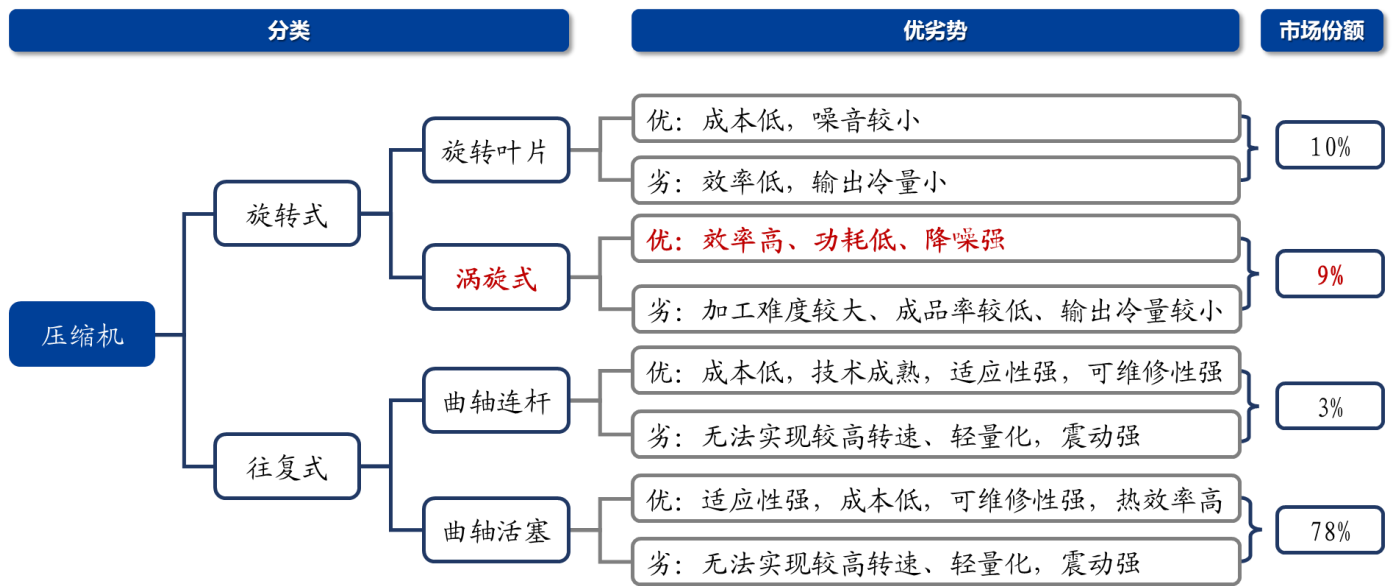
零部件	价格/元	新零部件
电动压缩机	1600	
四通换向阀	150	√
换热器	300	√
电子膨胀阀	450	√
电磁阀	100	√
气液分离器	150	
管路总成	300	
控制器	250	
合计	3300	成本新增1000元

资料来源: 《电动汽车热泵空调系统技术研究》, 国盛证券研究所

### 2.3 汽车空调电动压缩机: 涡旋式压缩机发展前景广阔

涡旋式压缩机更适配新能源汽车, 发展前景广阔。汽车空调压缩机承担着压缩和输送制冷剂蒸汽的功能, 是汽车空调系统的核心零部件。1) 根据工作方式不同, 空调压缩机可分为 4 大类型, 分别是旋转叶片式、涡旋式、曲轴连杆式和曲轴活塞式。2) 从市场份额来看, 在国内市场, 活塞式压缩机占据主流份额, 据前瞻产业研究院数据, 2018 年活塞式占比高达 78%, 而涡旋式占比为 9%。3) 但是, 从新能源车空调系统来看, 电动涡旋式压缩机具备结构紧凑、振动小、寿命长和运行平稳等优势, 被业内公认为最理想的电驱空调压缩机。

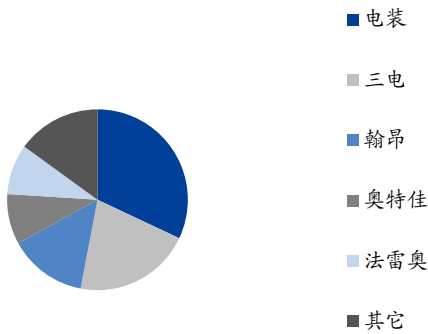
图表 22: 涡旋式压缩机更适配新能源汽车, 发展前景广阔



资料来源: 前瞻产业研究院, 制冷百科, 爱车工具箱, 国盛证券研究所

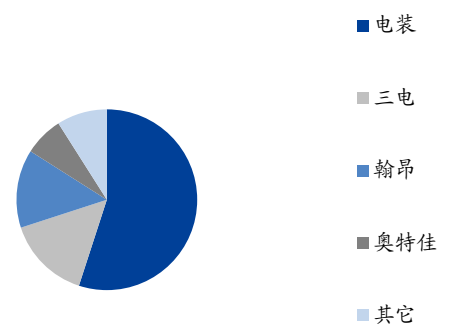
从竞争格局来看, 电动压缩机市场基本延续机械式压缩机格局。据前瞻产业研究院, 2018 年全球汽车空调电动压缩机市场 TOP3 分别是电装、三电和翰昂, 三者合计市占率达 84%, 延续过往机械式压缩机格局, 日韩龙头企业仍牢牢把握住下游的客户资源, 在产品力方面也较国内企业更具技术积累优势。

图表 23: 2018 年全球汽车空调压缩机竞争格局



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 24: 2018 年全球汽车空调电动压缩机竞争格局



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

新能源车加速渗透下, 我们判断至 2025 年全球新能源车空调系统规模有望近 800 亿元, 电动压缩机规模有望近 400 亿元。根据国务院发布的《新能源汽车产业发展规划 (2021-2035 年)》, 预计中短期新能源车销量 CAGR 达 30% 以上, 新能源车加速渗透下, 全球新能源车空调系统规模预计可达 766 亿元, 电动压缩机规模可达 371 亿元, 较 2021 年提升 3.6 倍; 其中, 中国市场新能源车空调系统规模预计可达 314 亿元, 电动压缩机规模可达 152 亿元。

图表 25: 新能源车空调系统及电动压缩机规模预测

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
全球市场					
新能源车销量 (万台)	650	1032.65	1445.12	1878.19	2321.06
YOY	108.0%	58.9%	39.9%	30.0%	23.6%
新能源车空调系统单价 (元)	3300	3300	3300	3300	3300
新能源车空调系统规模 (亿元)	214.50	340.78	476.89	619.80	765.95
电动压缩机单价 (元)	1600	1600	1600	1600	1600
电动压缩机规模 (亿元)	104.00	165.22	231.22	300.51	371.37
中国市场					
新能源车销量 (万台)	333.42	472.85	624.28	784.71	950.48
YOY	167.53%	41.82%	32.03%	25.70%	21.13%
新能源车空调系统单价 (元)	3300	3300	3300	3300	3300
新能源车空调系统规模 (亿元)	110.03	156.04	206.01	258.95	313.66
电动压缩机单价 (元)	1600	1600	1600	1600	1600
电动压缩机规模 (亿元)	53.35	75.66	99.89	125.55	152.08

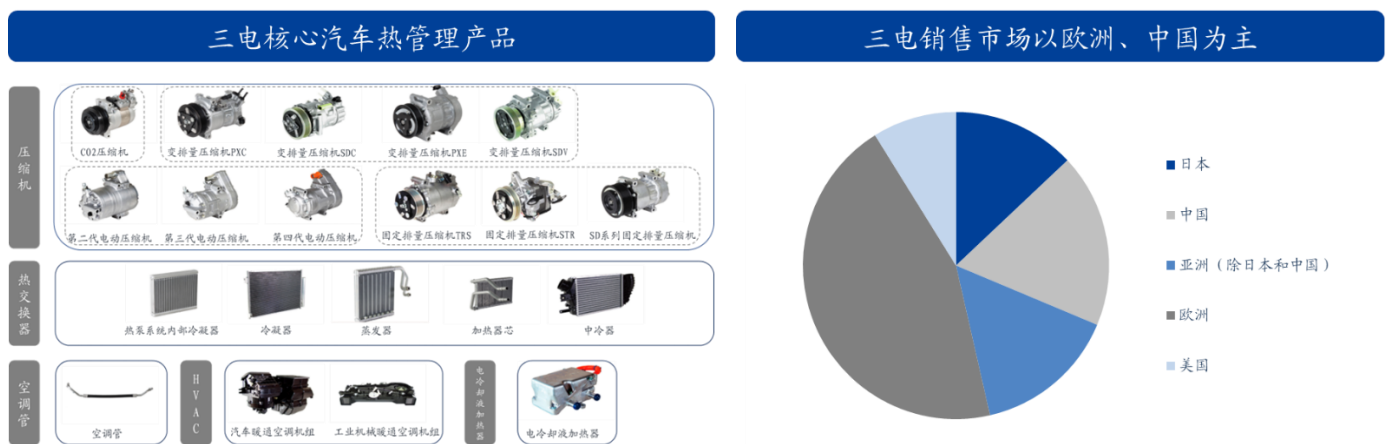
资料来源: 中汽协, Evsales, 国盛证券研究所

### 3.收购三电控股, 开启汽车热管理新征程

#### 3.1 为什么日本三电近年来表现不佳?

全球老牌汽车热管理系统零部件制造商, 欧洲市场占比近半。三电控股成立于 1943 年, 1970 年开始进军汽车空调压缩机市场, 后续在美国、新加坡和欧洲等地陆续组建生产基地, 1981 年研制出世界上第一台汽车空调涡旋式压缩机。从主要产品看, 当前公司的汽车产品包括压缩机、暖通空调机组 (HVAC)、热交换器、电冷却液加热器、空调管和热泵系统; 从销售区域看, 2020 财年汽车分部主要销售区域为欧洲和中国, 占比分别为 45% 和 18%。

图表 26: 三电控股主要产品及销售区域情况

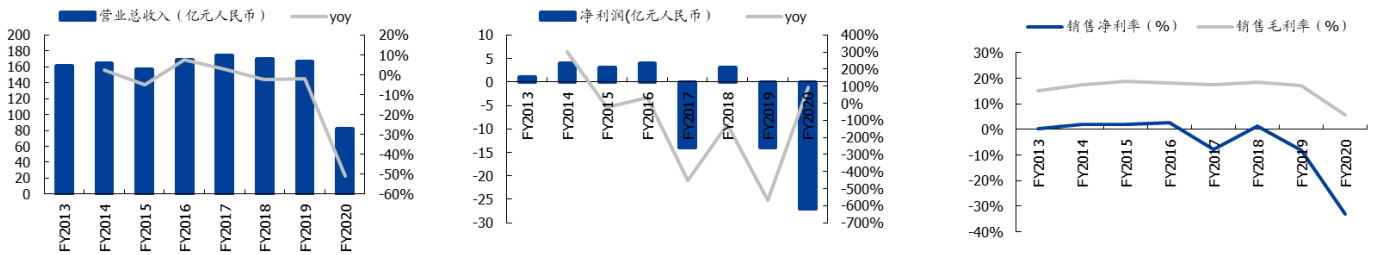


资料来源: 三电公告, 三电官网, 国盛证券研究所

收购前三电财务表现不佳, 盈利能力持续下滑。从营收及业绩情况看, 2018-2019 财年三电营业总收入 CAGR 为-31%, 业绩则在 2019 和 2020 年持续亏损, 分别亏损 14、27 亿元人民币; 从盈利能力看, 往年公司的毛利率保持在 15%-18%, 在 2020 年财年公司

的毛利率和净利率分别为 5.58%/-33.21%，盈利能力缩水严重。2020 年三电申请 ADR 程序，2021 年海信出资 13 亿元人民币认购三电控股，成为其最大控股股东。

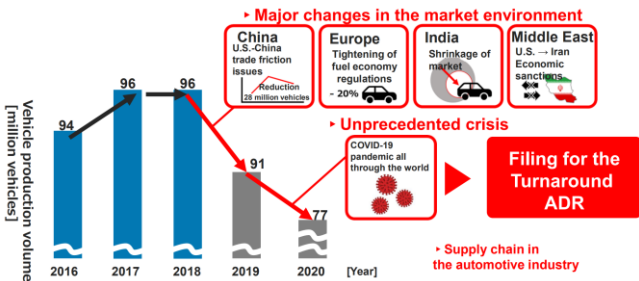
图表 27: 三电控股近年来财务表现不佳



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**外部环境冲击+内部经营不善带来三电陷入困境。**从短期冲击来看，中美贸易摩擦、欧洲收紧碳排放法规、印度市场不景气及美国对伊朗经济制裁等宏观环境变化剧烈，叠加新冠冲击下，全球汽车销量也出现下滑，从而导致公司短期营收不景气。从股权架构来看，在海信家电入主之前，三电的股权结构较为分散且以金融机构为主，三电的管理层持股比例仅为 4.7%，可能引发代理问题，在海信家电入主后，海信日本实际控制公司股权比例提升至 74.87%，有望有效提供集中性经营决策。从内部运营效率来看，三电的员工较为冗余，往年的员工总人数保持在近 14000 人，2019 年裁员后员工数量在 9000 人左右，但销售及管理费用率仍居高不下，整体费用率近 20%。

图表 28: 公司遭受宏观环境及疫情冲击



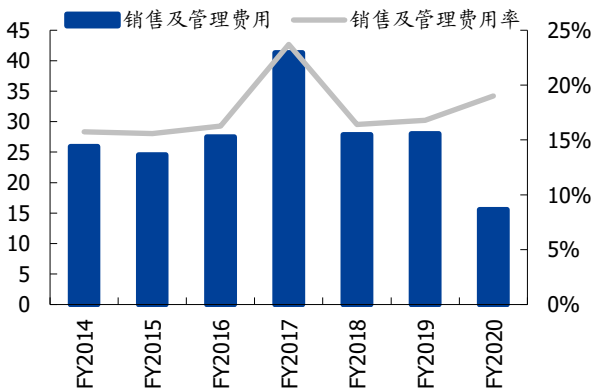
资料来源: 三电公告, 国盛证券研究所

图表 29: 收购前, 三电控股的股权结构较为分散

股东名称	直接持股数量	占已发行普通股比例
富达基金太平洋基金	2,150,000	7.66%
日本万事达信托银行株式会社	1,868,900	6.66%
三电商业伙伴股东会	1,319,005	4.70%
JPMIR RE NOMURA INTERNATIONAL PLC 1 COLL EQUITY	1,144,528	4.08%
瑞德银行	1,017,622	3.63%
群马银行	1,017,540	3.63%
大同生命保险有限公司	694,200	2.47%
日本卡斯特迪银行(信托口)	593,100	2.11%
日本嘉实多银行(信托口5)	427,500	1.52%
明讯银行s.a.	389,640	1.39%
合计	10,622,035	37.85%

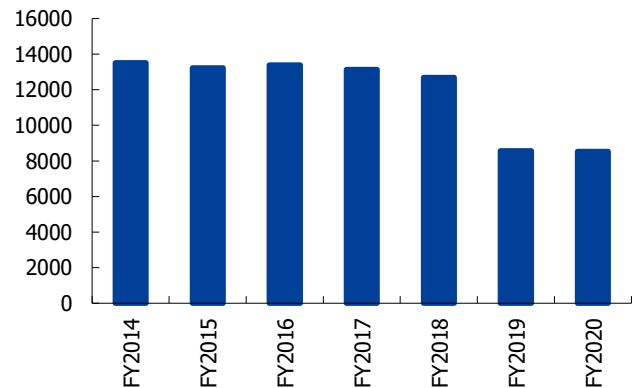
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 股权结构为截止 2021 年 4 月 12 日数据)

图表 30: 三电费用率居高不下 (亿元; %)



资料来源: 三电公告, 国盛证券研究所

图表 31: 三电员工数量 (人)



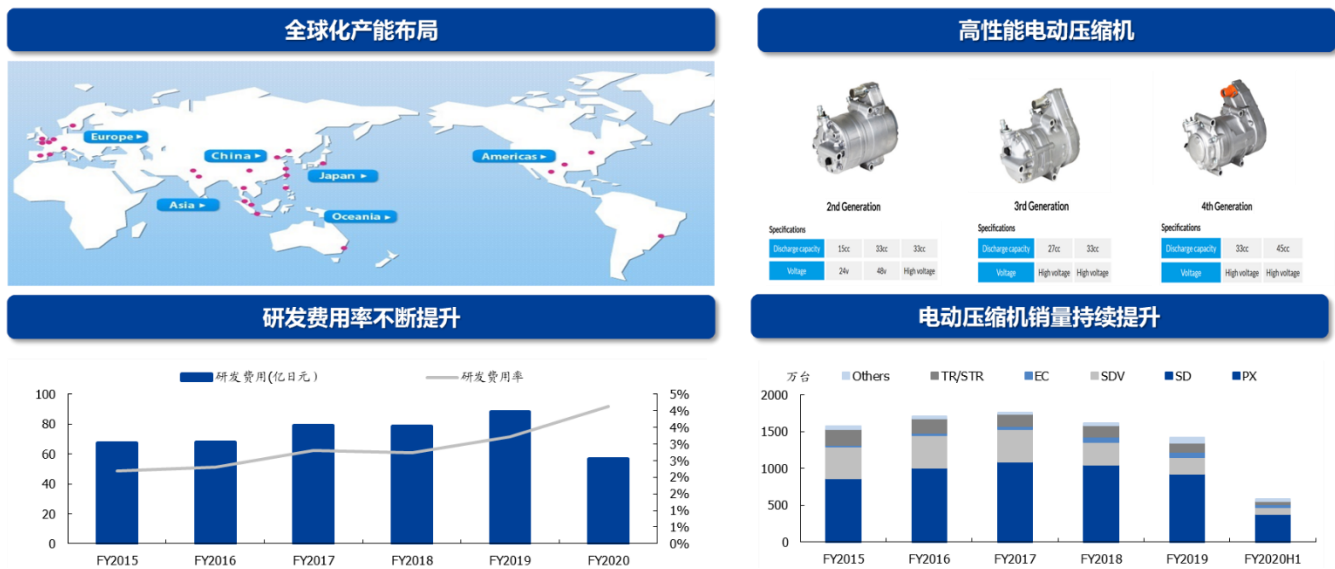
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2 三电控股在新能源车热管理赛道具备哪些禀赋？

三电在产能布局、产品技术及研发投入等方面具备核心优势。全球化产能布局+50年汽车压缩机技术积累提供背后可靠支撑，三电也在积极拓展全新产品，2017年公司的CO2压缩机就在全球率先量产上市，同年开始批量生产热泵系统，2018年则首次用于中国市场的电动汽车空调。

- ✓ 从生产制造端来看，三电拥有全球化的产能布局，在欧洲、中国等多地建有生产基地。从在华布局来看，2000年开始三电控股就陆续成立天津、重庆、上海、台湾等子公司负责汽车热管理系统相关业务，并与华域合资成立华域三电专司汽车空调压缩机业务。
- ✓ 从研发端来看，一方面，随着公司在电动压缩机、热管理系统总成等领域的不断延展，研发费用投放力度加大，2020财年三电的研发费用率提升至4%，据三电公告，FY2020H1公司的电动压缩机占比达7%，较FY2015提升了5pct；另一方面，三电的电动压缩机性能及应用场景也走在行业前列，放电容量及电压等参数指标性能优异，且可以满足多种类型车辆使用。同时，公司的CO2压缩机、热泵系统等新兴产品的关键零部件严格自产，确保效率和可靠性的兼容。

图表 32: 三电在产能布局、产品技术及研发投入方面具备优势



资料来源：三电官网，三电公告，Wind，国盛证券研究所

核心客户资源丰富，大客户积极布局新能源车领域。作为全球第二大汽车空调压缩机企业，三电下游客户遍布全球，主要客户包括本田、大众、戴姆勒、福特、上汽、沃尔沃、长城和江铃等，2020财年，公司的前两大客户大众和戴姆勒占公司营收比重分别为13%/12%。大客户目前也积极布局新能源车领域，推出多款新能源车型，相关车型销量不俗，同时对于中长期电动化布局也有较为明确的规划。

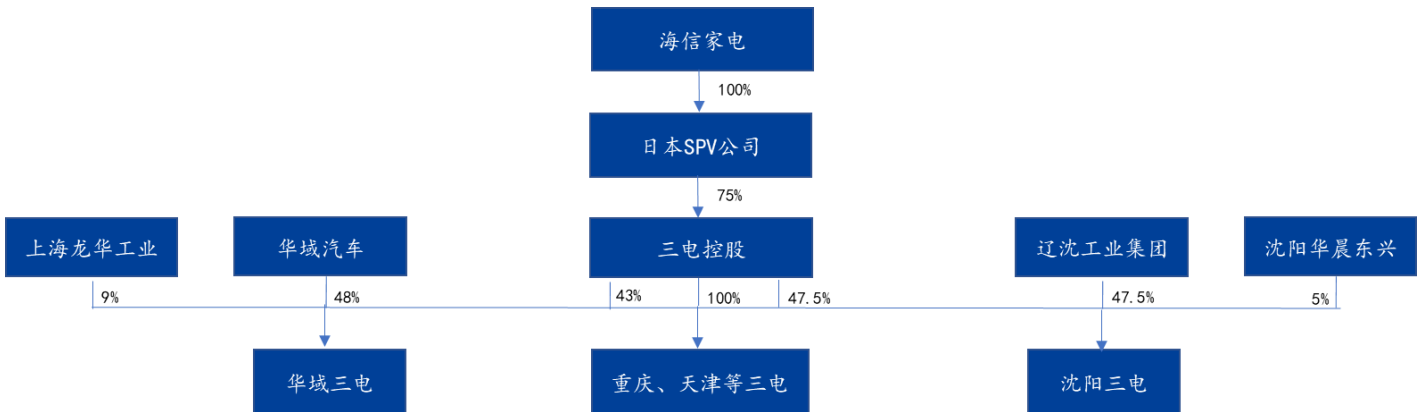
图表 33: 三电核心大客户资源丰富, 各大客户也积极布局新能源车领域

车企	新能源车型号	新能源车发展规划
大众	ID. 纯电限量版/ID. 3/ID. 6 CROZZ/ID. 6 X/ID. 4 CROZZ/ID. 4 X /途锐 eHybrid/探岳GTE/迈腾GTE/e-Golf/新途观L PHEV/新帕萨特PHEV	2022年7月, 上汽大众ID. 纯电家族销量达成10086量, 实现单月销量破万的目标。 2023年前投资300亿欧元用于汽车电动化; 2028年前推出70款纯电动车; 2028年前生产电动车2200万辆; 2030年, 欧洲与中国生产汽车中电动车占比超过40%。
戴姆勒	纯电动车: EQS/EQC/EQA/EQB 插电式混合动力: GLE SUV/E级长轴距轿车/GLE轿跑SUV	2022年, 生产制造碳中和; 2025年, 新能源车销量占50%以上(包括纯电、插混), 且每款车型都提供纯电的选项; 2030年, 在符合条件的市场, 全面纯电化, 每辆乘用车碳足迹较2020年减半; 2039年, 全价值链碳中和。
本田	皓影/锐·混动e+/BREEZEHYBRID e+/VE-1/绎乐EA6	未来10年, Honda将投入约8万亿日元研发经费, 并在电动化和软件领域共投入约5万亿日元, 加快电动化进程。到2030年, 将在全球市场推出30款纯电动汽车, 计划年产量超过200万辆。
福特	Mustang Mach-E/领界/领界EV/锐际插电混动版	2023 年底电动汽车年产量 60 万辆和 2026 年底超过 200 万辆
上汽	科莱威CLEVER/荣威i6MAX新能源/荣威Ei5 荣威RX5eMAX /荣威iMAX8 EV/龙猫/荣威i6新能源	今年上半年, 上汽销售新能源汽车超过28万辆, 同比增长400%, 占集团整车销量的比重从去年的5.7%提升至13%; 其中, 自主品牌新能源汽车销量占上汽自主品牌总体销量的比重已达24%, 并在欧洲市场持续突破, 上半年销量已达1.3万辆。 到2025年, 上汽集团规划在全球实现新能源汽车销量超过270万辆, 占上汽整车销量的比重不低于32%

资料来源: 各公司官网, 各公司公告, 国盛证券研究所

**三电逐步拓展海内外新能源车热管理市场。**在海外市场, 预计公司积极拓展新能源车热管理客户; 在国内市场, 三电通过合资公司华域三电专司空调压缩机业务, 公司享有 43% 的长期股权投资收益, 据公司公告, 2021 年华域三电已经为上汽、智己、特斯拉、沃尔沃、长城、吉利、长安、江铃等混动、纯电相关车型批量供给电动压缩机 51 万台。

图表 34: 三电在中国市场布局股权结构图



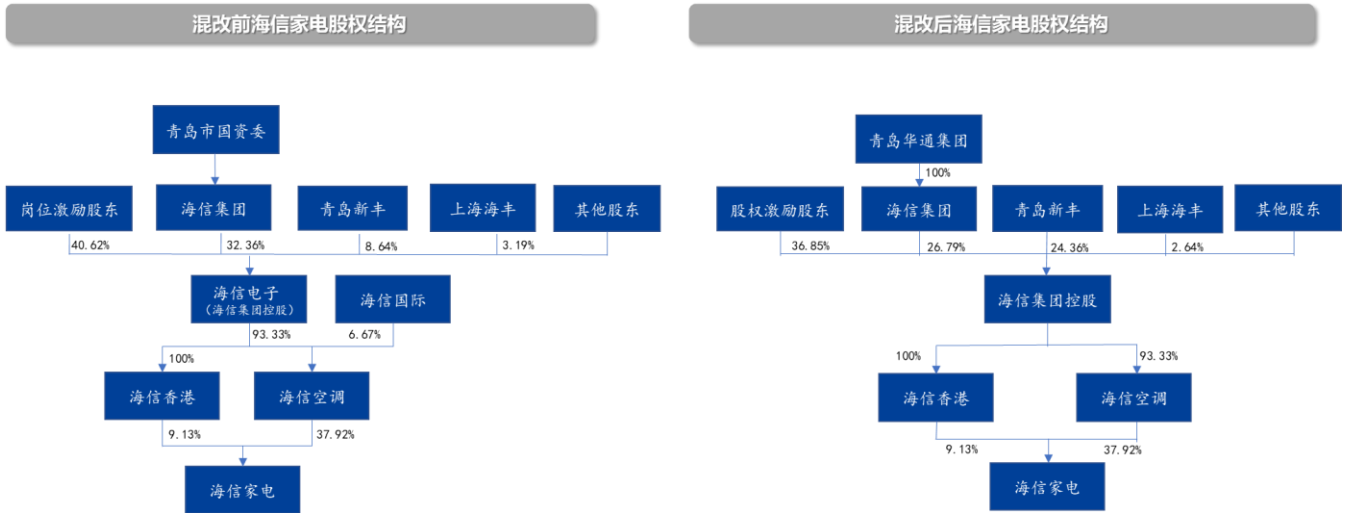
资料来源: 公司公告, 企查查, 国盛证券研究所

### 3.3 海信家电有望提供的协同力?

**海信国企混改落地, 经营活力得到释放。**在混改之前, 青岛市国资委为公司实控人, 海信集团对海信家电的持股比例为 32.36%, 而青岛市国资委 100%控股海信集团, 因此海信家电的最终控制人是青岛国资委; 在混改之后, 海信家电无实际控制人, 2020 年海信集团引入青岛新丰作为战略投资者, 青岛新丰及其一致行动人合计持股比例为 27%,

同时青岛国资委将所持股份无偿划转给华通集团，国企混改完成既引入全新股东资源，又有助于改善国企经营效率较低等问题。

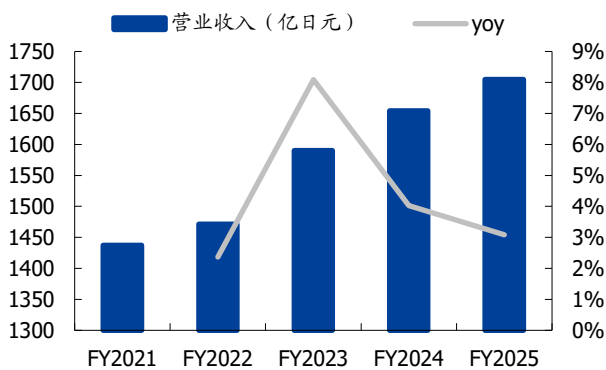
图表 35: 公司混改前后股权结构对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

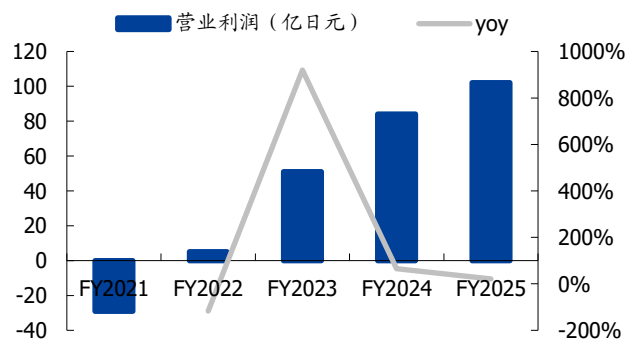
过往海信收并购经验丰富，历史成绩证明有望协助三电实现业绩扭亏为盈。上文提到海信的业务延展主要通过收并购进行，约克、日立、古洛尼和 ASKO 等国际品牌均被海信成功收入麾下。以古洛尼为例，2018 年海信收购古洛尼后，仅用 15 个月的时间就协助其扭亏为盈，并将销售区域从欧洲扩展到全球市场。我们认为海信在收并购方面经验丰富，且具备快速整合能力，有望复刻成功经验，协助三电经营情况改善。据三电商业复兴计划，公司预计在 2022 财年业绩实现转正，并在后续保持较高的利润弹性，业绩增速持续高于收入增速。

图表 36: 三电商业复兴计划预计未来 4 年营收情况



资料来源: 三电公告, 国盛证券研究所

图表 37: 三电商业复兴计划预计在 2022 财年业绩转正

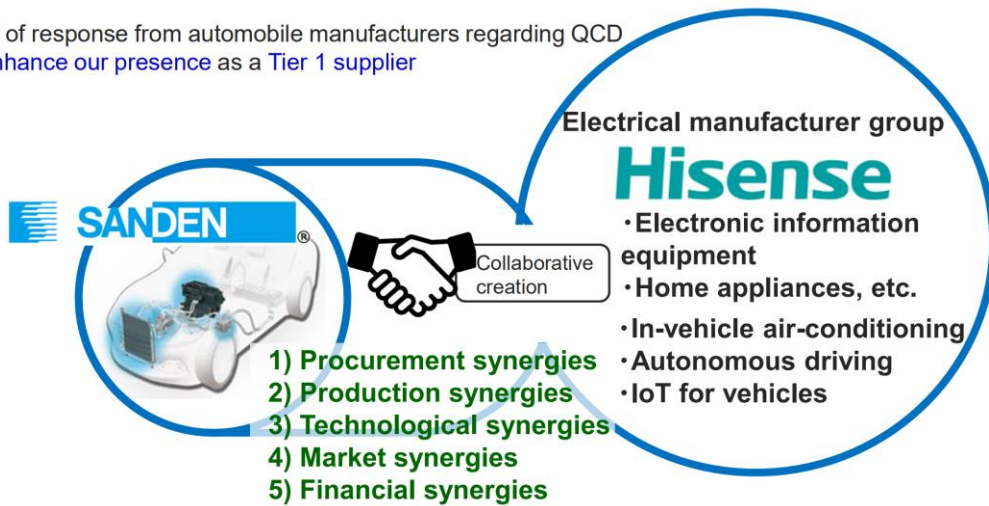


资料来源: 三电公告, 国盛证券研究所

具体协同力来看，海信有望为三电在成本、产能、组织架构等方面提供协同力。1) 成本控制: 在采购、生产制造及财务方面，海信有望借助自身体量协助三电实现成本控制，并增强基础的盈利能力；2) 产能释放: 新设备及自动化产线带来生产效率的不断提升，据三电公告，2022 年 2 月公司电动压缩机产能已经提升至每年 85 万台，较 2021 年提升了 36%，预计至 2024 年电冷却剂加热器的年产量可达 23 万台。3) 组织架构: 通过对人事、内控等方面的改革，三电的整体经营效率有望提升。根据三电公告，公司计划 2025 年在热管理系统跻身 TOP5，在压缩机市场位列 TOP3。

图表 38: 海信家电对三电持续赋能, 五大协同提升公司经营情况

High level of response from automobile manufacturers regarding QCD  
Further enhance our presence as a Tier 1 supplier

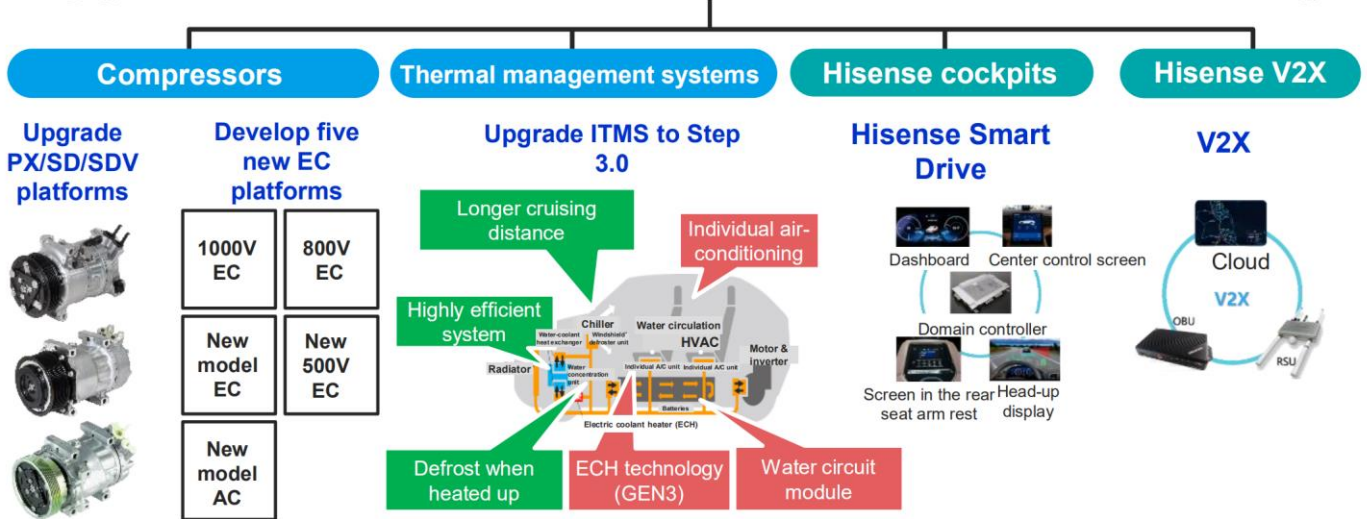


资料来源: 三电公告, 国盛证券研究所

更长维度下, 海信与三电有望打造智能化新能源车整车热管理系统。从长期来看, 海信协同三电有望成为新能源车热管理系统及智能驾驶全面的方案解决商, 三电在汽车空调压缩机领域具备技术及客户资源优势, 而海信集团在国内市场也在积极开展智能驾驶等业务, 未来有望实现在研发制造及市场等方面的协同。

图表 39: 更长维度下, 海信与三电有望打造智能化新能源车整车热管理系统

## Aggressive investments in R&D and manufacturing



资料来源: 三电公告, 国盛证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们在如下假设下对公司进行盈利预测:

➤ **收入端**

根据前文所述,我们预计 2022~2024 年公司营业收入分别为 778.62/850.77/920.72 亿元,同比增长 15.24%/9.27%/8.22%,分业务来看:

- ✓ **空调业务:** 综合来看,我们预计 2022-2024 年公司空调业务收入为 350.53/381.26/405.27 亿元,同比增长 15.30%/8.77%/6.30%,具体来看, **1) 中央空调:** 中央空调业务属于成长性较高赛道,公司的品牌及产品矩阵完善下,收入增速较高,预计 2022-2024 年公司中央空调收入分别为 224.62/251.62/271.70 亿元,同比增长 22.00%/12.00%/8.00%, **2) 分体式空调:** 公司的分体式空调业务内销保持稳定,外销收入有望持续提升,预计 2022-2024 年收入分别为 125.90/129.68/133.57 亿元,同比增长 5.00%/3.00%/3.00%。
- ✓ **冰洗类业务:** 我们预计公司的冰洗类业务有望保持平稳增长,2022 年~2024 年冰洗类收入为 241.69/248.94/256.41 亿元,同比增长 5%/3%/3%。
- ✓ **汽车热管理业务:** 根据三电控股振兴计划对未来三年的营收展望,我们预计公司的 2022-2024 年该业务收入为 73.55/79.50/82.70 亿元,同比增长 43.83%/8.09%/4.03%。
- ✓ **其他业务:** 我们预计 2022 年~2024 年公司其他业务收入为 112.86/141.07/176.34 亿元,同比增长 25.00%/25.00%/25.00%。

图表 40: 公司分业务收入预测表 (亿元; %)

亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>汇总</b>					
总营收	483.93	675.63	778.62	850.77	920.72
yoy	29.21%	39.61%	15.24%	9.27%	8.22%
成本	367.56	542.50	621.88	674.25	724.60
yoy	24.92%	47.59%	14.63%	8.42%	7.47%
毛利率	24.05%	19.70%	20.13%	20.75%	21.30%
<b>空调</b>					
收入	233.86	304.03	350.53	381.26	405.27
yoy	42.87%	30.00%	15.30%	8.77%	6.30%
毛利率	29.95%	26.28%	26.92%	27.59%	28.27%
中央空调收入	133.31	184.12	224.62	251.62	271.70
yoy	10.74%	38.11%	22.00%	12.00%	8.00%
分体式空调收入	100.55	119.91	125.90	129.68	133.57
yoy	132.18%	19.25%	5.00%	3.00%	3.00%
<b>冰洗类</b>					
收入	187.09	230.18	241.69	248.94	256.41
yoy	16.00%	23.03%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利率	21.51%	16.73%	17.53%	18.33%	19.12%

汽车热管理业务					
收入		51.14	73.55	79.50	82.70
	yoy		43.83%	8.09%	4.03%
毛利率		9.05%	9.00%	10.00%	11.00%
其他					
收入	62.98	90.29	112.86	141.07	176.34
	yoy	27.07%	43.36%	25.00%	25.00%
毛利率	9.68%	11.17%	11.88%	12.58%	13.28%

资料来源：公司年报，Wind，国盛证券研究所

### ➤ 盈利端

毛利率水平上，考虑到

- 1) 2022年初原材料价格仍处较高水平，可能影响全年盈利能力；
- 2) 公司调整产品结构，逐步完善品牌及产品矩阵，并加大在高端市场的资源投入。
- 3) 三电仍处于整合阶段，目前为亏损状态。我们预计2022~2024年毛利率水平分别为20.13%/20.75%/21.30%。

费用率水平上，1) 销售费率：随着公司在海内外拓展家电业务，预计销售费用率仍将保持在较高水平；2) 管理费率：随着公司整合三电业务，我们预计公司的管理费用率将有小幅提升；3) 研发费率：公司开展汽车热管理相关业务，预计将加大研发投放力度。

图表 41：公司费率预测（%）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率	24.05%	19.70%	20.13%	20.75%	21.30%
销售费率	14.24%	11.36%	11.40%	11.60%	11.60%
管理费率	1.28%	1.96%	1.98%	1.70%	1.73%
研发费率	2.66%	2.94%	2.95%	2.80%	2.84%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

综上所述，我们预计公司2022~2024年归母净利润为13.80/16.81/19.82亿元，同增41.9%/21.8%/17.9%。

## 4.2 投资建议

**相对估值：**考虑到公司当前的汽车热管理业务占比不大且处于亏损状态，尚未恢复正常运营，我们仍从海信的家电主业出发，选取美的集团、海尔智家和格力电器作为可比公司。2022年可比公司的平均PE估值为10.73倍，考虑到公司的主业中央空调仍处于较高成长性阶段，综合给予公司2022年13倍PE估值。

图表 42: 海信家电 PE-PB Band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: Wind 一致预期 (截至 2022 年 8 月 12 日)

公司名称	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
美的集团	13.67	13.02	11.68	10.28	9.21
海尔智家	23.51	15.97	13.70	11.86	10.36
格力电器	7.84	7.54	6.81	6.09	5.49
行业平均	<b>15.01</b>	<b>12.18</b>	<b>10.73</b>	<b>9.41</b>	<b>8.35</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**投资建议:** 公司白电基本盘稳固, 入主三电开启新能源车热管理行业新征程。预计公司 2022~2024 年归母净利润为 13.80/16.81/19.82 亿元, 同增 41.9%/21.8%/17.9%。综合来看, 我们认为公司 2022 年合理估值范围在 13 倍 PE 左右。首次覆盖, 予以“增持”评级。

## 风险提示

**房地产市场波动风险。**公司主营业务涵盖中央空调、家用空调、冰洗等电器产品的研发、制造和营销等, 是典型的地产后周期行业。2022 年以来地产政策呈边际宽松态势, 但实际落地情况仍可能受多种因素影响而不及预期, 从而影响公司业务。

**原材料价格波动风险。**2020 年以来大宗商品价格持续攀升, 2022 年原材料价格虽然呈现下行趋势, 但大宗价格的波动仍可能对公司的盈利能力产生不利影响。

**汽车热管理业务拓展不及预期。**目前三电的汽车热管理业务仍处于整合阶段, 若整合不及预期可能会影响到公司的业绩水平。

**市场竞争加剧风险。**国内外同行业公司实力不断增强, 不断推陈出新, 家电市场产品多元化程度提高, 市场竞争加剧, 或影响公司的盈利能力。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com