

传统能源短缺，欧洲热泵市场景气度再升级

——热泵行业深度报告

行业评级：看好

2022年8月3日

姓名	闵繁皓
邮箱	minfanhao@stocke.com.cn
证书编号	S1230522040001

背景：欧洲能源供应紧张，能源价格暴涨引发节能、储能需求

俄乌冲突加剧，欧洲能源供应或面临风险。 1) 北溪1号天然气管道在停供10天后，恢复了天然气供应，但只有此前水平的40%。2) 2021年6月至今，俄罗斯对欧洲的天然气供应量已经下降了60%。

俄乌战争导致欧洲能源价格飙升。 根据世界银行数据，天然气和布伦特原油价格相比俄乌战争前分别增长了50%、41%，加剧了欧洲的通货膨胀。欧盟在2022年5月推出了“RepowerEU”能源计划，为减少对俄罗斯的能源依赖，并且提出快速部署热泵、整合太阳能等其他清洁能源。

表：俄乌影响加剧，欧洲各政府限制天然气使用降低能耗

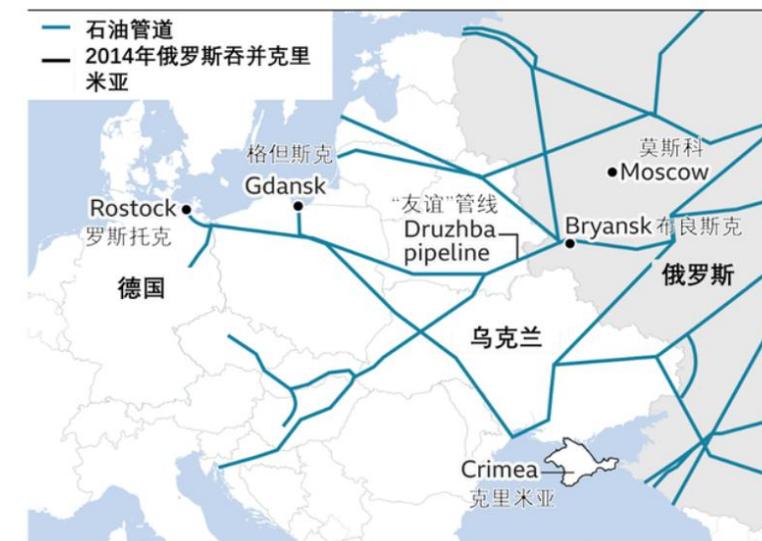
时间	机构	事件
2021年6月至今	国际货币基金组织	2021年6月至今，俄罗斯对欧洲的天然气供应量已经下降了60%。欧盟成员国计划将天然气存储量提升到80%，目前欧盟天然气储存设施不到67%，欧盟成员国各国能源部长在26号通过限制使用天然气的决议法案，要求成员国在今年8月到明年3月期间自愿将天然气储备量减少15%，如果俄罗斯供应出现严重中断情况下这个限制将是强制且具备法律效应。
2022年7月11日	-	北溪1号断供10天，7月11日，因需要对天然气管道进行年度检修，测试机械部件和自动化系统的工作，北溪1号管道暂停供天然气。停供10天后，北溪1号天然气管道恢复了天然气供应，但只有此前水平的40%。
2022年7月25日	法国能源部	新华社北京7月25日电：法国能源转型部长阿涅丝·帕尼耶-吕纳谢24日说，为应对极端高温和能源危机，将要求商店在使用空调时必须保持大门关闭，否则处以最高750欧元罚款。
2022年7月	德国经济部	德国要求尽可能居家办公，以关闭大型写字楼等建筑物中的供暖系统依法取缔低效供暖系统，禁止使用天然气加热私人泳池等。
2022年7月14日	德国能源局	7月14日德国能源监管局长穆勒宣布，从2023年期德国能源价格可能再翻三倍，这意味着目前每年支付1500欧元取暖费的客户，未来可能需要支付4500欧元甚至更多。

资料来源：BSRIA，世界银行，美国2022年通胀削减法案，浙商证券研究所

图：欧洲天然气价格暴涨（单位：美元/百万英热）



图：俄罗斯对欧洲的天然气管道分布



1、【热泵】是热领域实现零碳的最优技术方案

- 清洁环保：直接碳排放为零，契合能源转换革命，复合终端电气化发展需求。
- 经济节能：**采暖**：空气源热泵采暖所需能量是燃煤供暖的**20%**，是电阻加热器直接加热空气需要能量的**28.6%**。
热水：热泵热水器年耗能产能的费用是电热水器的**25.20%**，是燃气热水器的**46.65%**左右。

2、国内市场：政策真空期已过，新政助力发展

- “煤改电”退坡接近尾声：“煤改电”项目占比已不足**25%**，热水、采暖自然零售需求带动行业回暖。
- “碳达峰”接力推动热泵发展：“碳达峰”目标提出，各地“十四五”能源规划陆续落地，利好热泵行业发展。

22年财政部预算报告显示：2022年大气污染防治方面拨出300亿元，比去年增加25亿元，进一步增加北方地区清洁取暖补助支持。

3、海外市场：高增又逢欧洲能源紧缺，景气度再升级

- 全球热泵景气度高企：21年我国热泵出口额同比增长99%，其中西欧国家如意、德、荷、波兰等涨幅均超过100%。
- 能源紧缺又逢冬季采暖，热泵需求将再度高企，上半年能源供应正常情况下，意、美、澳依旧维持100%以上增长。
- **规模预期**：根据BSRIA预测，欧洲热泵20-25年复合增长15%（2020年160万台），到2025年预计规模将达到370万台。

相关标的：

- **整机及压缩机**：美的集团（000333.SZ）、海尔智家（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、海立股份（600619.SH）、日出东方（603366.SH）。
- **泵**：天山铝业（002532）、中金环境（300145）**阀门**：三花智控（002050）、盾安环境（002011）
- **电控**：和而泰（002402）、拓邦股份（002139）麦格米特（002851）

- 1、**地缘政治风险**：受国际间政治不确定因素影响，出口贸易以及地缘政治存在不确定因素影响物流、贸易以及需求。
- 2、**市场竞争加剧**：随市场规模持续增长，行业竞争格局或出现恶化以及竞争压力加大。
- 3、**原材料价格大幅提升**：若原材料价格大幅提升，将导致热泵厂商成本端压力加大。
- 4、**技术风险**：或有新兴清洁、低碳技术突破带来的现有热泵技术路径对比优势下降。

目录

CONTENTS

01 热泵是热领域最优方案

02 国内市场乘政策之风

03 海外市场方兴未艾

04 热泵供应链拆解

05 相关标的

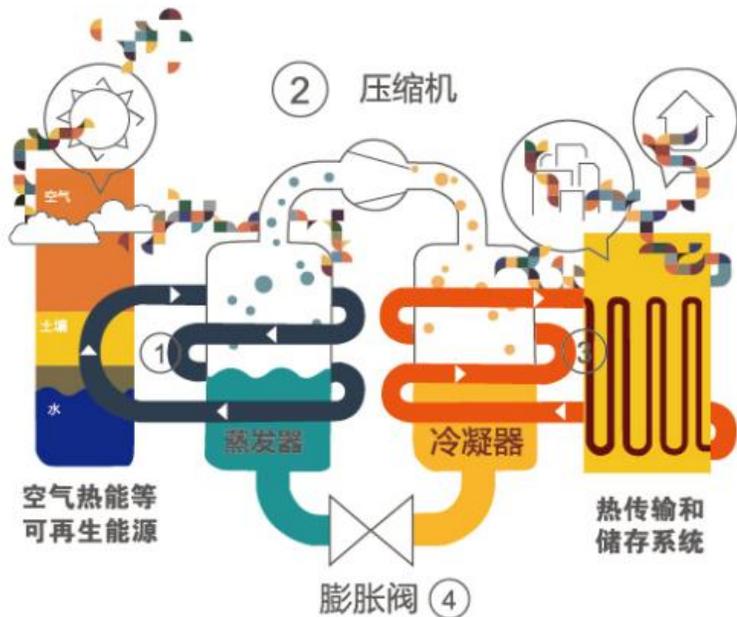
01

**热泵是热领
域最优方案**

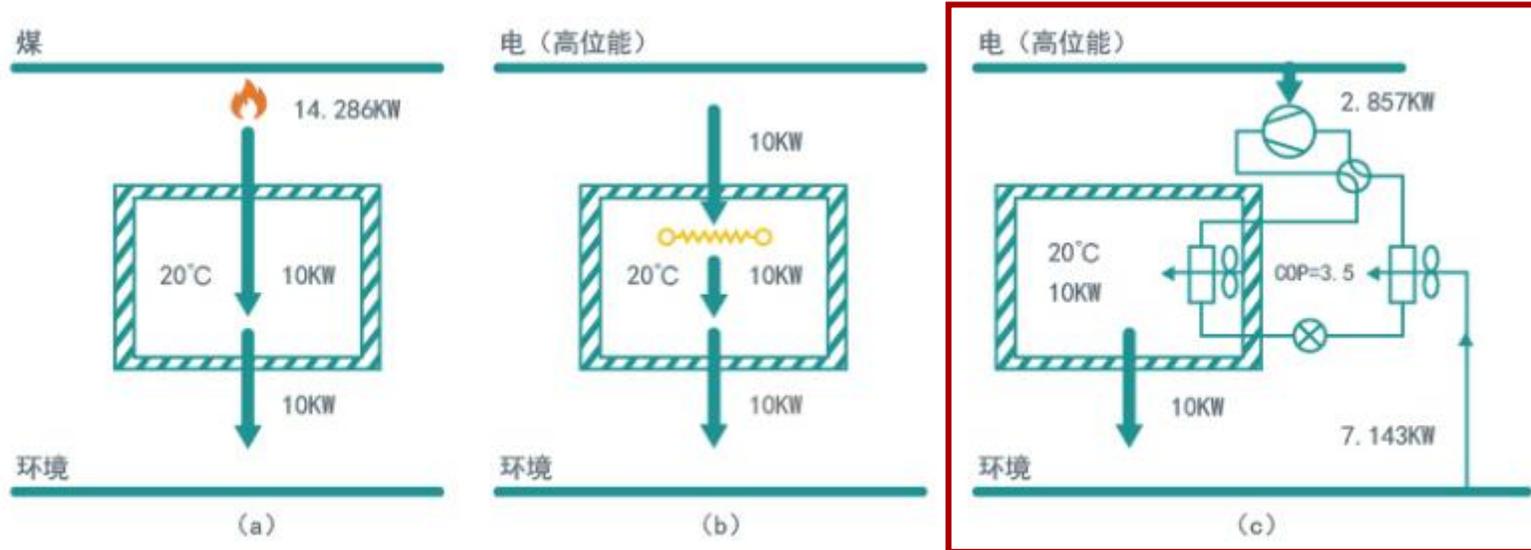
热泵的本质是热量的输送装置。空气源热泵是利用**逆卡诺循环原理**（反向空调），用少量电能驱动热泵机组，通过热泵系统中的工作介质进行变相循环，把空气中的低品位（难利用）热能吸收压缩升温后加以利用的一种高效集热并转移热量的节能技术，为住宅、商业和工农业供暖、供冷及提供热水等服务。**空气源热泵**获取热量的来源是大气中的热能，应用范围更加广泛；

空气源热泵制热效率更高，更加节能环保：空气源热泵在工作时需要输入电能做功，输入压缩机的电能总是可以转化为热能的一部分，大量的热能从外部环境吸收成为额外的增益。对比煤炭和电阻热等，空气源热泵对热能的损耗最少、热使用效率最高，更加节能环保。**根据中国节能协会数据，若向室内供应10kW热量维持室温20℃，采用燃煤供暖需要消耗14kW的化学能，电阻加热器直接加热空气需要电能10kW，电动热泵仅消耗2.86kW电能。**

图：热泵运作的本质是热量的输送装置



图：供暖方案不同，所需热量相同，热泵耗能最少



(a) 燃煤供暖 (b) 电供暖 (c) 热泵供暖

空气源热泵综合使用成本低，产品能效提升潜力大。对比电热水器和燃气热水器，空气源热泵作为一种受环境制约较少的制热产品，热泵热水器年耗能产能的费用是电热水器的1/4，是燃气热水器的1/2左右。且从能效的角度，7%的热泵产品能达到5级能效。

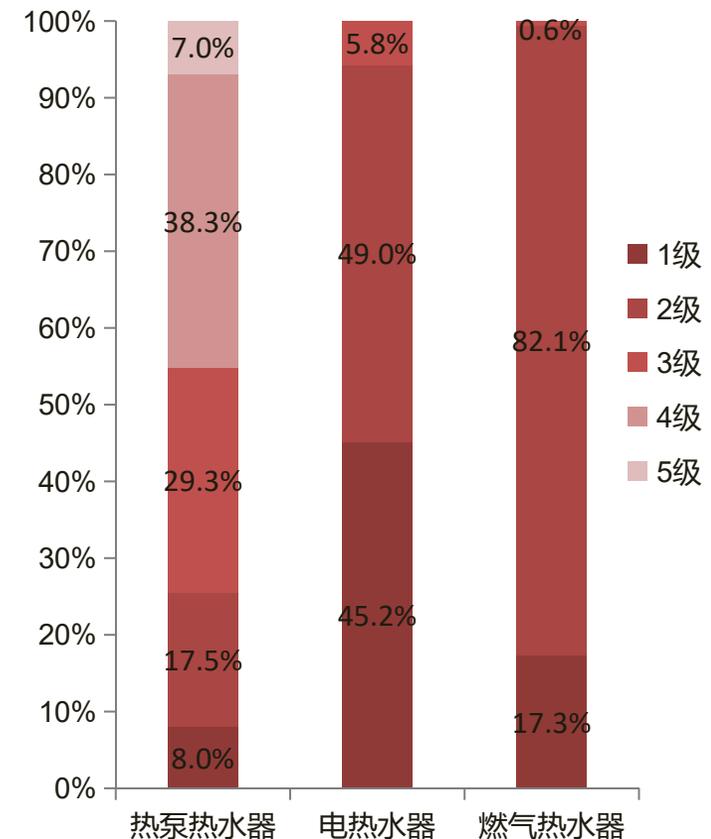
表：热泵热水器是综合使用成本最低的热水产品

指标/热水加热方式	电热水器	燃气热水器	空气源热泵热水器	太阳能热水器
运行原理	电能转换成热能	化石能转换成热能	利用逆卡诺循环，电能驱动，将低品位热能转换成高品位热能	光能转换成热能
家庭人数 (个)	3	3	3	3
55°C热水使用量 (L/人/天)	60	60	60	60
每天热水总需求 (L)	180.00	180.00	180.00	180.00
总热量需求 (kJ) (以自来水水温从15°C加热到55°C为例)	30,096.00	30,096.00	30,096.00	30,096.00
单位换算或热值换算	1kWh=3600kJ	1Nm ³ =33500kJ	1kWh的电能可以产生4kWh的热量 (其中3kWh的热量从空气中吸收)	/
每天耗能	8.36kWh	0.90Nm ³	2.09kWh	/
燃料成本	0.50元/kWh	2.5元/m ³	0.50元/kWh	/
日费用 (元/天/户)	4.18	2.25	1.05	/
年费用 (元/天/户)	1525.00	821.00	383.00	/

假设条件:1、中国居民用电按照0.50元/kWh;2、燃气价格按照2.5元/m³，天然气的热值为每立方燃烧热值为8000大卡至8500大卡，1千卡/1大卡/1000卡路里(kcal)=4.1868千焦(kJ)，所以每立方米燃烧热值为33494.4kJ至35587.8kJ。实际测算按33500kJ计算;3、空气能热水器的能效比4.0; 4、设备按10年折旧。

注：打"/"表示未能获取信息

图：热泵产品能效分布更广



02

国内市场乘
政策之风

图：热泵成品

中游热泵成品

空气源

复合热源

热水

供暖

烘干及特种应用

家用热泵热水器



商用热泵热水器



户式供暖

户水煤改电
户水零售
天氟地水
热风机

商用供暖



烘干

粮食
果蔬
烟草
污泥等

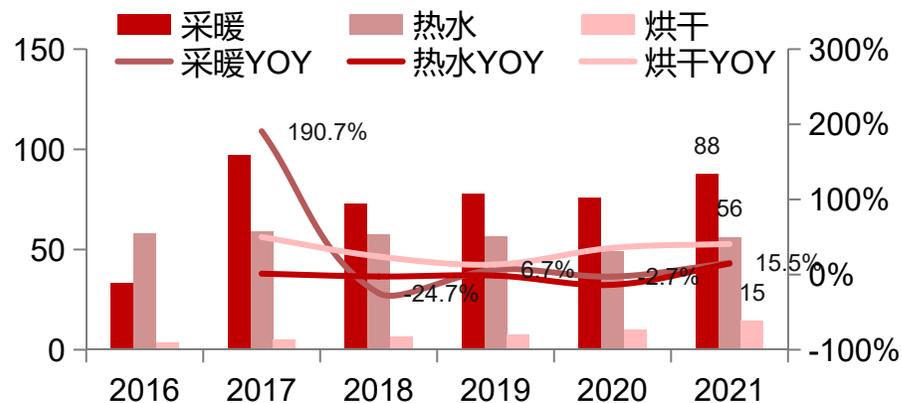
特种应用

电镀
印染
屠宰等

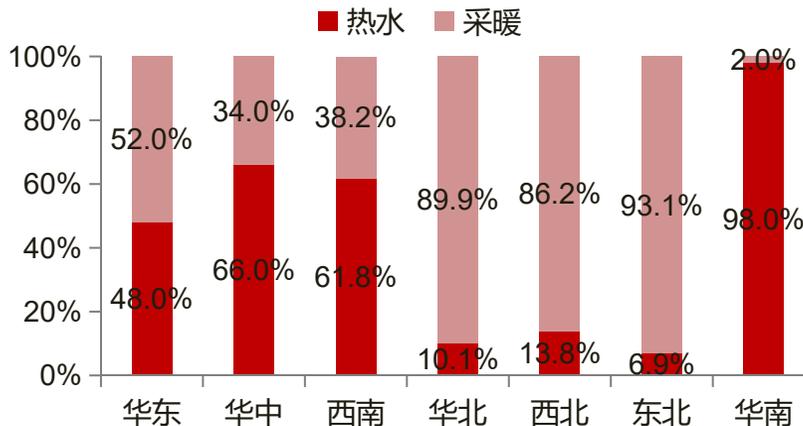
空气源和燃气复合系统

空气源和太阳能复合系统

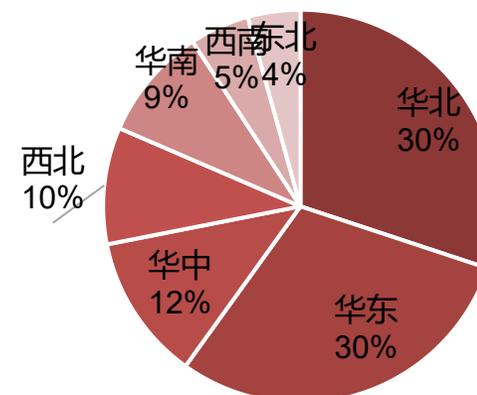
图：国内热泵细分市场规模及YOY



图：国内各地区热泵产品结构 (2021)



图：热泵内销额按地区划分 (2021)



“煤改电”占比快速下降，行业实现C端增长。16-17年受“煤改电”政策的实施大幅放量；18年随政策刺激放缓增速明显回落；20年受到疫情影响销售额下滑。

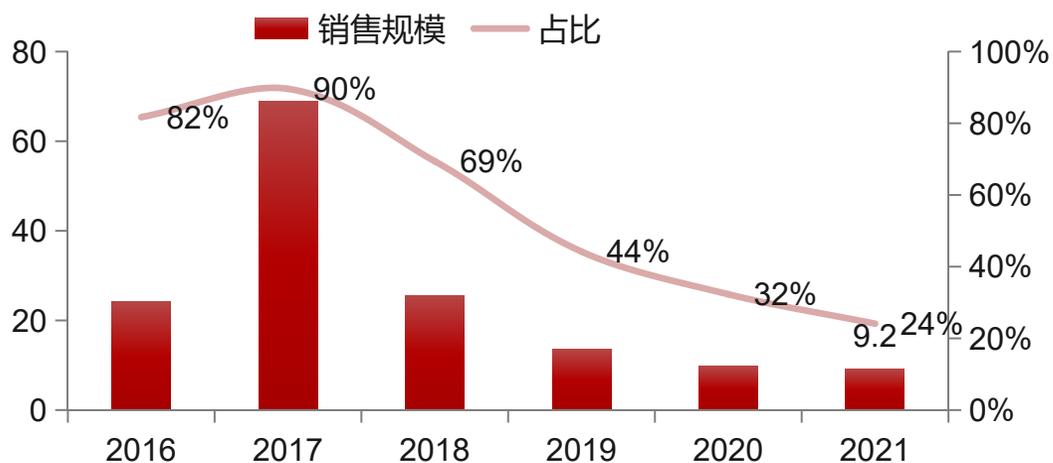
政策真空期已过：2021年“碳达峰”相关行动方案出台，2022年各地“十四五”能源规划陆续落地。随相关建筑减碳要求的加速实施，中国热泵市场规模有望持续上升。

财政部预算报告显示：2022年大气污染防治方面拨出**300亿元**，比去年**增加25亿元**，进一步增加北方地区清洁取暖补助支持。

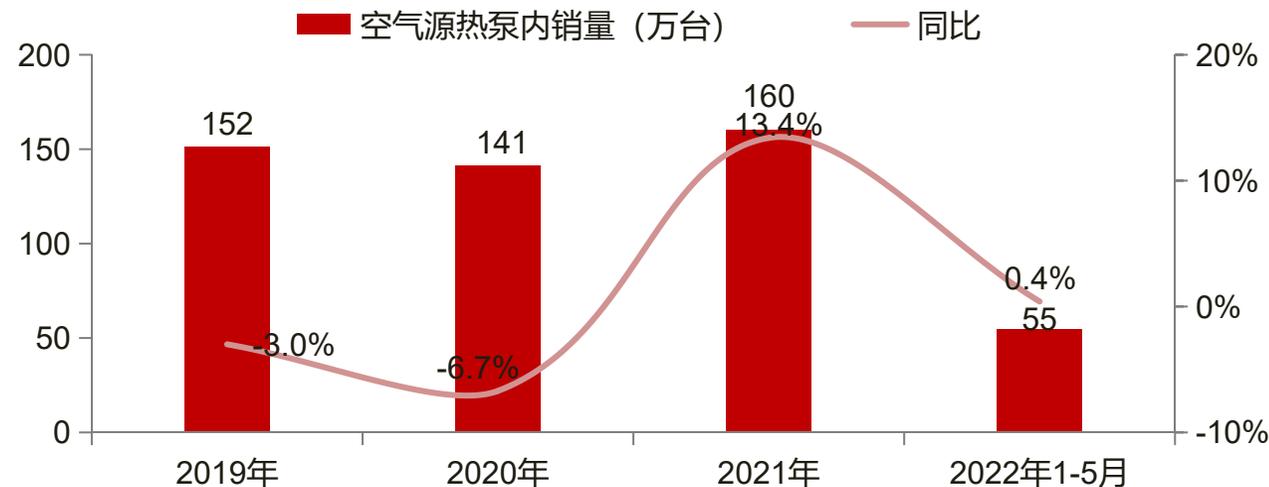
图：空气源热泵内销额及YOY



图：空气源热泵煤改电项目规模（亿元）及其规模占比



图：空气源热泵内销量及YOY



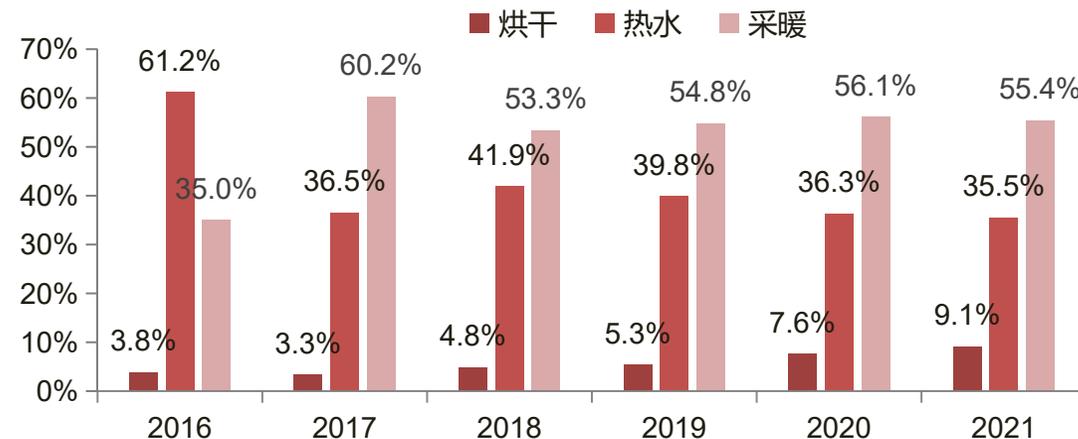
热泵政策支持和补贴金额持续加码。对于热泵行业在国内的市场发展也推出了2025年1000万平米的新增目标，国内市场在煤改电逐步趋弱的背景下，又逢新的发展机遇。

表：热泵相关政策梳理

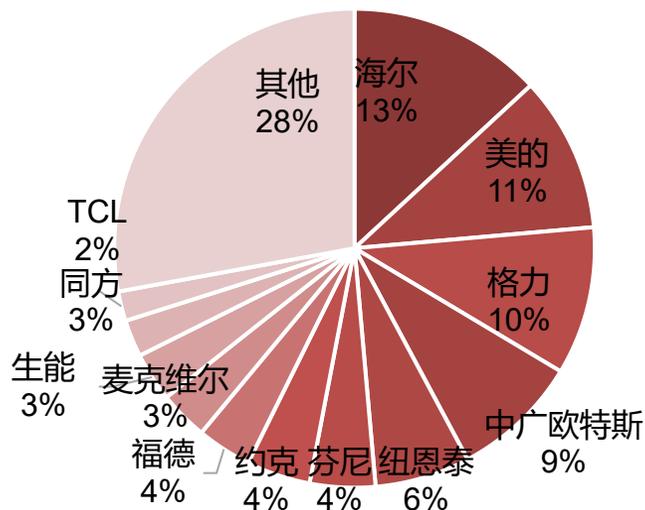
序号	文件名	发文单位	发文时间	主要内容
1	“十四五”现代能源规划体系	国务院	2022年7月	因地制宜推广空气源热泵、水源热泵、蓄热电锅炉等新型电采暖设备。
2	财政部预算报告	财政部	2022年3月	在大气污染防治方面拨出 300亿元 ，比去年增加25亿元，进一步增加北方地区清洁取暖补助支持。
3	“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划	住房和城乡建设部	2022年3月	在寒冷地区、夏热冬冷地区积极推广空气热能热泵技术应用，在严寒地区开展超低温空气源热泵技术及产品应用。合理发展生物质能供暖。
4	深入开展公共机构绿色低碳引领行动促进碳达峰实施方案	国家机关事务管理局、国家发展和改革委员会、财政部、生态环境部	2021年11月	推动公共机构终端用能以电力替代煤、油、气等化石能源直接燃烧和利用，提高办公、生活用能清洁化水平。实施供暖系统电气化改造，结合清煤降氮锅炉改造，鼓励因地制宜采用空气源、水源、地源热泵及电锅炉等清洁用能设备替代燃煤、燃油、燃气锅炉。 到2025年实现新增热泵供热（制冷）面积达1000万平方米。
5	中共中央、国务院	中共中央、国务院	2021年11月	在北方城镇加快推进热电联产集中供暖，加快工业余热供暖规模化发展，积极稳妥推进核电
6	2030年前碳达峰行动方案	国务院	2021年10月	提出“加快优化建筑用能结构。深化可再生能源建筑应用，推广光伏发电与建筑一体化应用。积极推动严寒、寒冷地区清洁取暖，推进热电联产集中供暖，加快工业余热供暖规模化应用，积极稳妥开展核能供热示范，因地制宜推行热泵、生物质能、地热能、太阳能等清洁低碳供暖。”
7	新时代的中国能源发展	国务院新闻办公室	2020年12月	提出“推进终端用能领域以电代煤、以电代油，推广新能源汽车、热泵、电窑炉等新型用能方式”。
8	产业结构调整指导目录（2019年本）	国家发改委	2019年10月	鼓励类中第十四条机械类的第49款“制冷空调设备及关键零部件：热泵、复合热源（空气源与太阳能）热泵热水机、二级能效及以上制冷空调压缩机、微通道和降膜换热技术与设备、电子膨胀阀和两相流喷射器及其关键零部件；使用环保制冷剂（ODP为0、GWP值较低）的制冷空调压缩机”、第60款“热泵（地源、水源、空气源等）技术开发与装备制造”。
9	绿色高效制冷行动方案	国家发改委等7部门	2019年6月	大幅度提高制冷产品能效标准水平，强制淘汰低效制冷产品，主要制冷产品能效限值达到或超过发达国家能效准入要求，一级能效指标达到国际领先。加快合并家用定频空调和变频空调能效标准，修订多联式空调、商用冷柜、冷藏陈列柜、热泵机组、冷水机组、热泵热水器等产品的强制性能效标准。到2022年，家用空调能效准入水平将提升30%、多联式空调提升40%、冷藏陈列柜提升20%、热泵热水器提升20%。
10	绿色产业指导目录（2019年版）	国家发改委、工业和信息化部、自然资源部、生态环境部等7部委	2019年2月	在清洁能源设施的建设和运营一项，空气源热泵设施的建设和运营被纳入其中。在发改委关于《目录》的解读中，明确表示：热泵设施的建设和运营，包括空气源热泵、高温空气能热泵等系统的建设和运营。

综合品牌整体市场占优，采暖市场专业品牌优势更加明显。从热泵市场总体来看，集中度一般，CR4大约在43%左右。从热泵采暖市场来看，集中度也相对较低，CR4在34%左右。集中度较高的是热水市场，综合品牌市占优势明显，海尔、美的、格力份额都在15%以上，CR4达到67%，集中度较高。

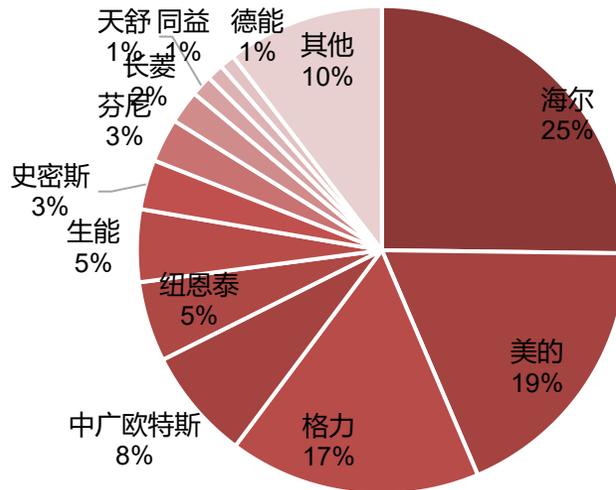
图：热泵产品按用途划分规模占比



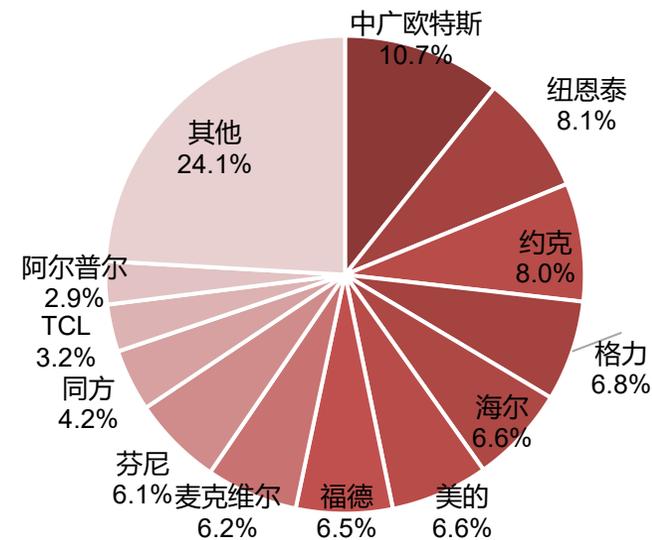
图：国内空气源热泵市场格局（按销售额，2020）



图：国内空气源热泵热水市场格局（按销售额，2020年）



图：国内空气源热泵采暖市场格局（按销售额，2020年）



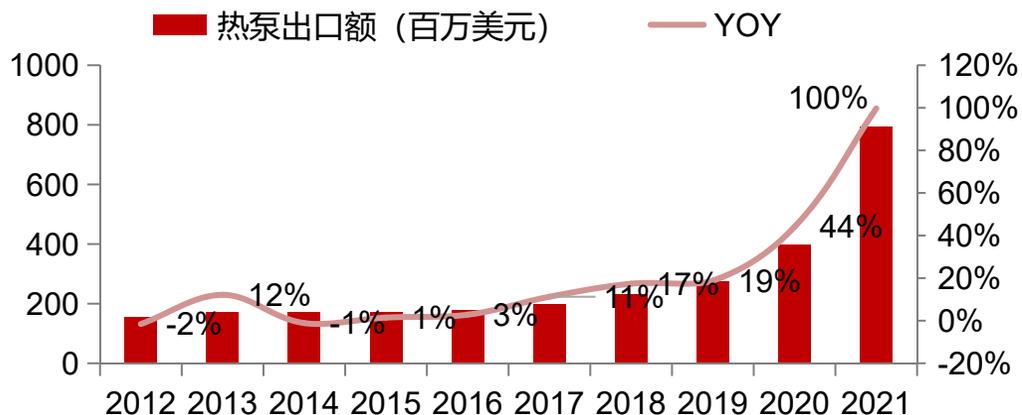
03

海外市场方

兴未艾

- 中国热泵出口总额2021年7.93亿美元，2021年同比大幅+100%。
- 欧洲热泵市场销量2020年160万台，中国对欧洲主要出口国包括法国（占出口额19%）、意大利（占出口额11%）、德国（占出口额10%）、荷兰（占出口额6%）、西班牙（占出口额4%）、波兰（占出口额4%）。2021、2022H1对欧洲热泵出口额高增长。

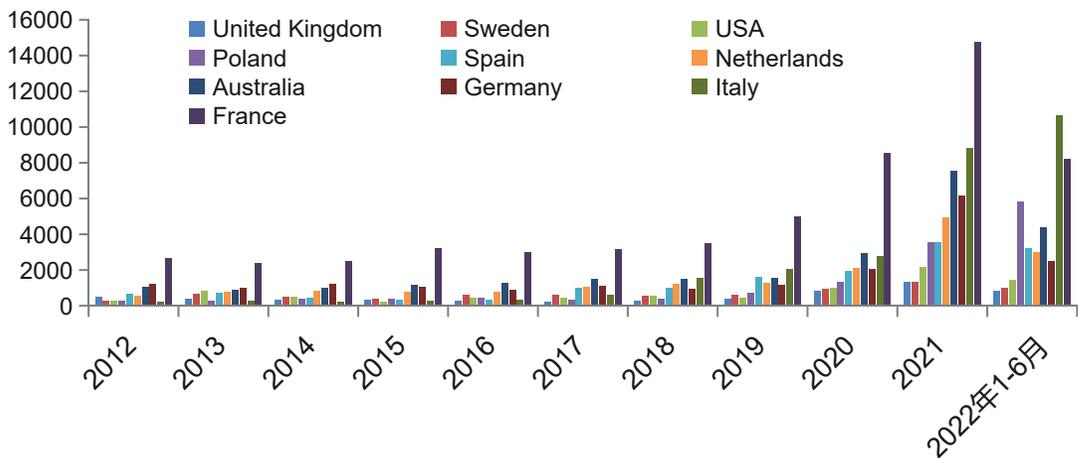
图：中国热泵出口额及增速



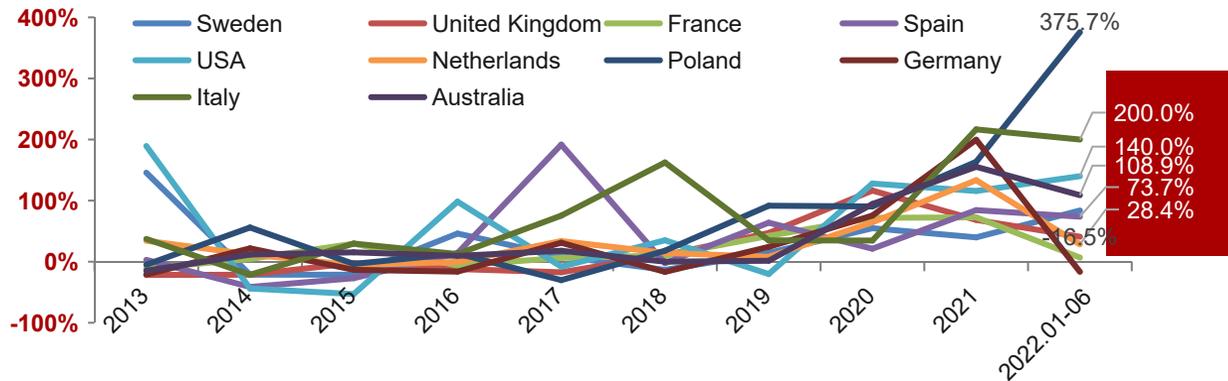
图：欧洲热泵销量及增速



图：中国热泵出口额（分地区）



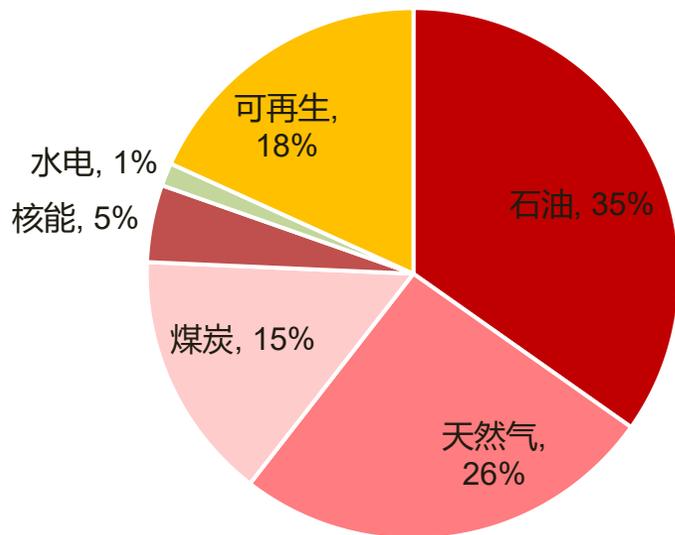
图：中国热泵出口额YOY（分地区）



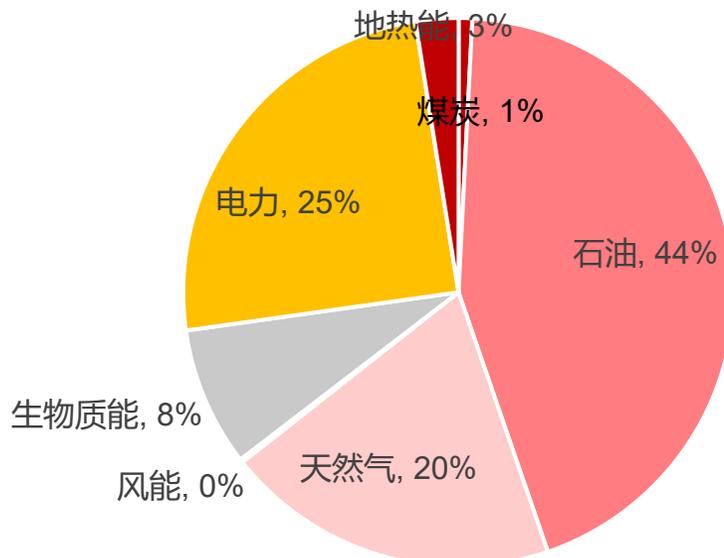
资料来源：联合国，EHPA，浙商证券研究所

西欧国家对俄罗斯石油、天然气依存度高。1) 欧洲能源依赖进口，天然气自俄进口量约占进口总量的33%，石油自俄进口量约占进口总量的27% (IEA)。2021年，欧盟进口了1550亿立方米的俄罗斯天然气，其中包括1420亿立方米的管道天然气和140亿立方米的液化天然气。2) 从欧洲的能源结构看，天然气是重要的能源消费组成部分。以德国和法国为例，天然气在能源消费结构中占比处于第二位，对外依存度较高。

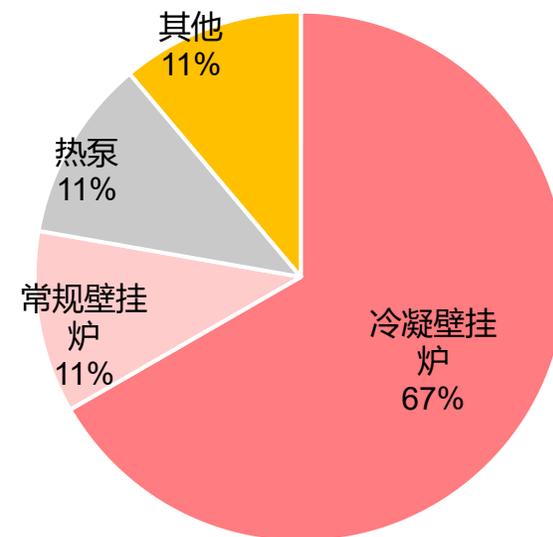
图：德国能源消费结构占比（2020）



图：法国能源消费结构占比（2020）



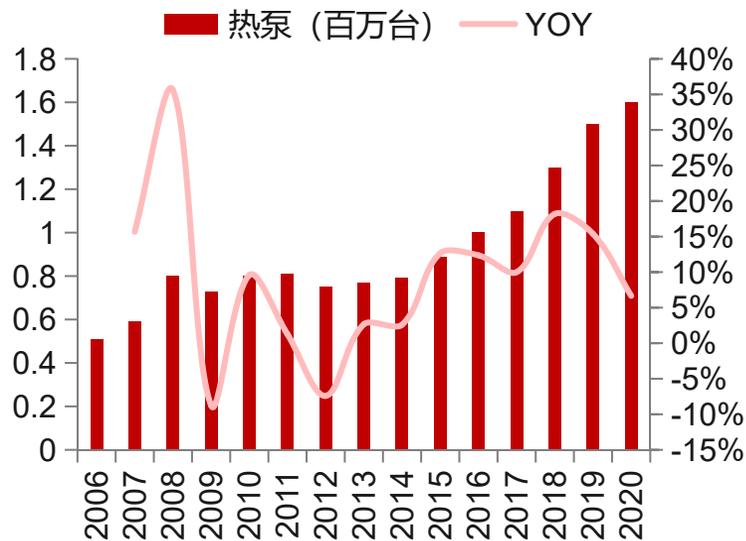
图：欧洲家用供热产品占比（2020）



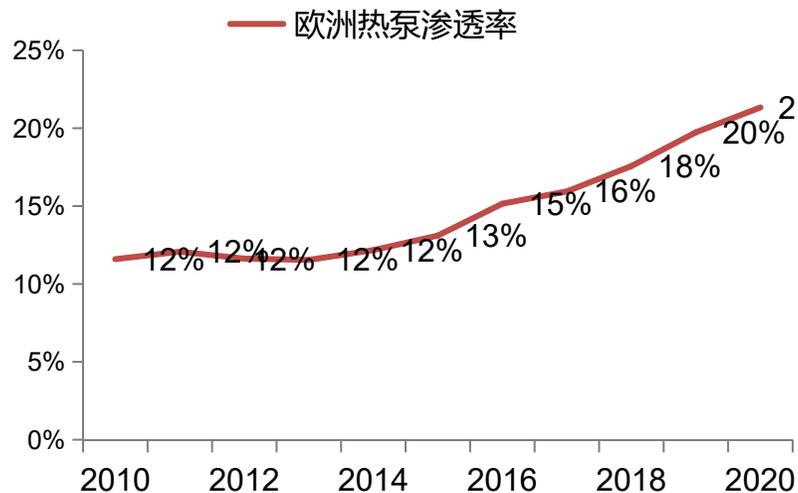
西欧的热泵渗透率逐年提升。2006-2020年欧洲空气源热泵销量快速增长，2006-2020年欧洲热泵渗透率从12%提升至21%，渗透率不断提升。近年来，欧洲热泵渗透率增长提速，17-20年渗透率提升5pct。欧洲热泵协会估计，欧洲热泵的潜在年销量为680万台，潜在总安装量为8990万台。

欧洲热泵市场规模20-25年CAGR预计可达到15%。根据BSRIA数据，预计全球热泵市场20-25年CAGR为双位数，而欧盟得益于环境保护政策，预计2020-2025年欧盟热泵市场CAGR为15%。**基于2020年欧洲160万台的销量，复合增长15%来计算，到2025年预计规模将达到370万台。**

图：2006-2020年欧洲热泵销量



图：2010-2020年欧洲热泵渗透率逐年提升



图：BSRIA预计20-25年欧盟热泵市场CAGR为15%



欧美国家节能减排政策持续推出，热泵2030年接棒锅炉

随着美国重归巴黎协定、欧盟绿色协议针对2030年节能减排明确提出规划指引，除欧洲外，澳洲、美洲热泵需求也在持续增长。

欧盟《绿色协议》：2030减排55%，未来新项目不再安装燃气锅炉，欧洲主要国家锅炉年销量约为500万台，**2030年我们预期热泵将全面接棒锅炉市场，实现500万台年销量规模。**

表：欧美国家推出新的环保政策

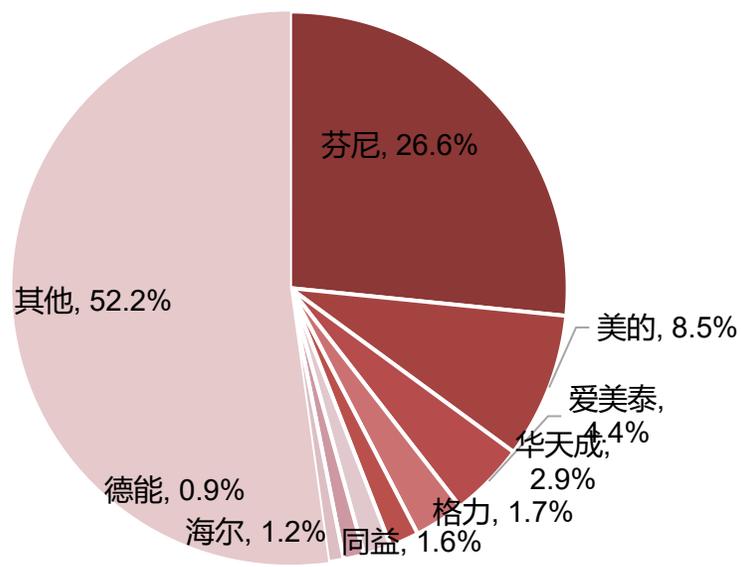
国家/地区	政策
美国	<p>能源价格低，政策力度弱，清洁能源发展缓慢； 重返巴黎协定；净零能耗建筑计划； 加州制定积极的节能减排计划，推动可再生能源发展。</p> <p>《2022年通胀削减法案》：3690亿美元用于能源和气候，包括为消费者能源消费提供税收减免等，促使美国2030年碳排放减少约40%。热泵热水器纳税金额不超过1750美金，热泵采暖/制冷纳税金额不超过8000美金，热泵干衣机纳税金额不超过840美金</p>
欧盟	<p>《绿色协议》：2030减排55%，未来新项目不再安装燃气锅炉；</p> <p>建筑能效指令：2021年后新建建筑必须近零能耗，2050年所有建筑实现近零能耗；</p> <p>能源效率指令：建议2030年将建筑能效提升30%</p>

图：欧洲七大国从2006年至今每年售出和安装约500万台锅炉

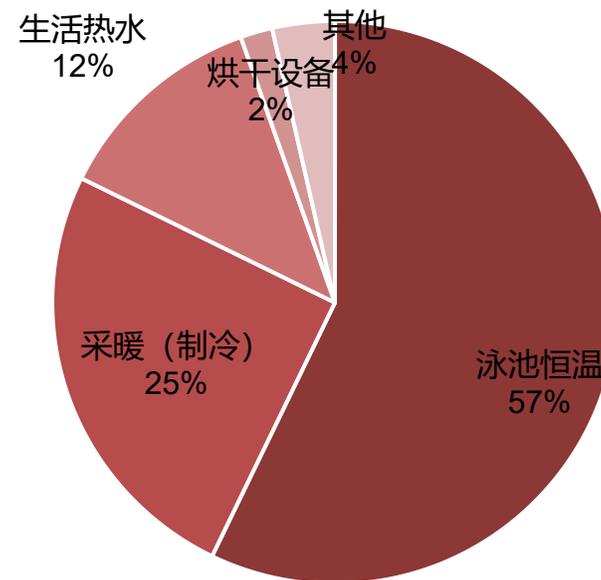


- 芬尼为热泵专业厂商，公司与海外泳池设备的知名品牌HAYWARD集团、FLUIDRA集团，以及海外热水设备的知名品牌RHEEM集团等相关品牌公司建立了良好的合作关系。借助泳池机等优势产品，芬尼实现出口市场的高增长，外销额市占率在25%以上，领先优势明显。
- 美的在外销市场市占率按销售额占比分别达到8.5%，位列第二。

图：出口市场品牌市占率（销售额，按市占率）



图：芬尼科技收入结构（2021）



04

热泵供应链 拆解

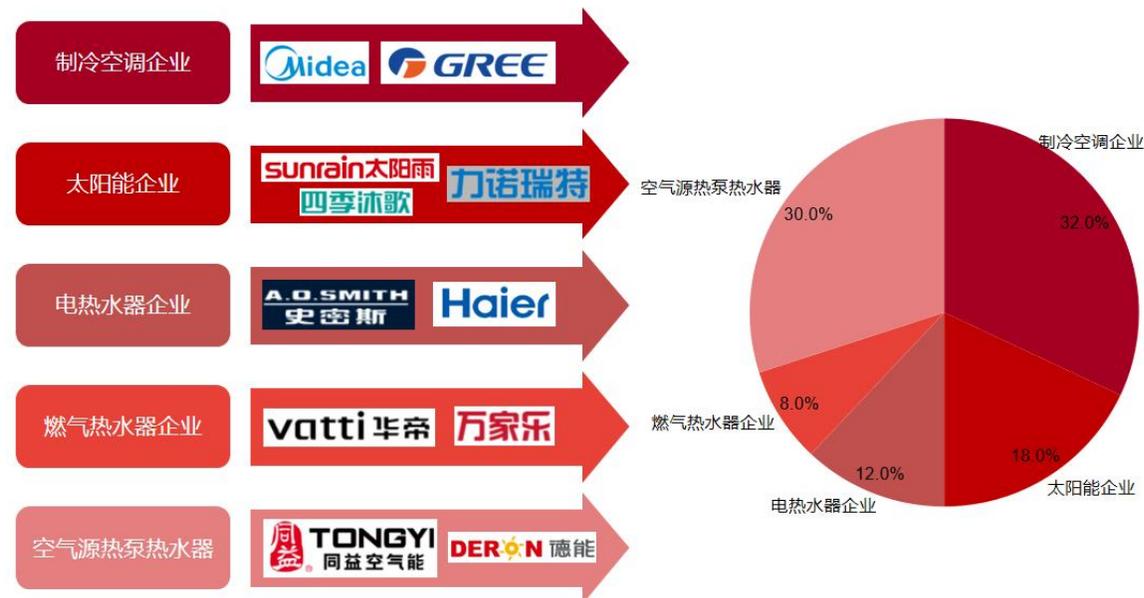
产能集中于华东、华南地区，广东、山东、安徽、浙江为主要产地。空气源热泵中国从业企业超过500家，广东省热泵产能最多，介于120-460万台，山东、安徽产能介于90-120万台，浙江产能介于30-60万台中间。

综合巨头、节能制热企业、新兴专业品牌、老牌电热水器企业齐聚。空气能热泵行业主要参与者有传统制冷龙头**格力、美的**，凭借其产品研发能力和渠道能力在市场上份额领先。太阳能热水器厂家如**力诺瑞特、太阳雨、四季沐歌**等品牌从太阳能热水器拓展其产品线进入市场。热水器领先企业也顺势布局，电热水器如**海尔和A.O.史密斯**，燃热如**万和、万家乐**等。还有一批新兴且，快速成长中，专门从事空气源热泵热水器的研发和制造，像**纽恩泰、中广欧特斯、芬尼、派沃、中科福德和同益**等等。

图：热泵产能分布（单位：万台）



图：热泵企业



压缩机+换热器+控制器 > 60%

图：空气源上游零部件

上游零部件

压缩机



转子
涡旋
螺杆

阀件



截止阀、电子膨胀阀、
四通换向阀、热力膨
胀阀等

换热器



翅片换热器、
钎焊板换热
器、微通道
换热器

控制器



变频控制器、
非变频控制器

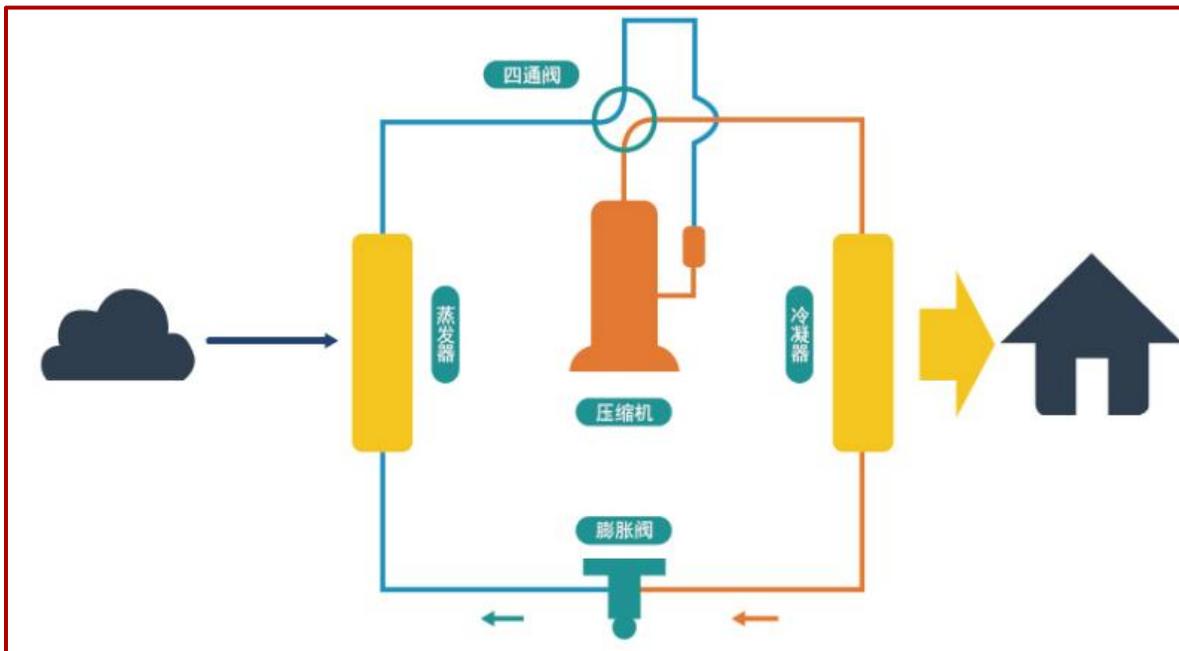
水泵及水箱



屏蔽泵、离心泵
搪瓷内胆承压水箱、不锈钢内胆
内胆承压水箱、搪塑内胆承压

热泵主要的组成部分包括蒸发器、阀件、冷凝器、压缩机、电控系统等，热泵系统和空调系统的零配件重合度高，类比中央空调，压缩机在热泵产品的成本占比约为30%-40%之间，换热器约为20%左右，控制器成本占比约为10%。

图：空气源热泵的主要的组成部分包括蒸发器、阀件、冷凝器、压缩机



翅片换热器占比较高，因为热泵产品外机换热器全部采用翅片换热器。空气源热泵内机换热器种类较多，如微通道换热器在空气源热泵热水器中使用率较高，且发展较快。

图：我国换热器类型及代表性企业

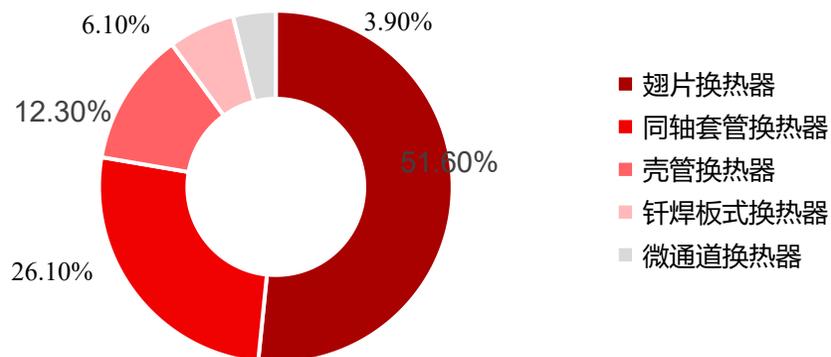
换热器	
换热器类型	代表性企业
翅片换热器	盾安、常发、诺而达
微通道换热器	三花、丹佛斯、盾安、康盛
同轴套管换热器	沈氏、英特、奥太华
钎焊式板式换热器	阿法拉伐、丹佛斯、舒瑞普
壳管换热器	盾安、英特、世林博尔

注：欧洲水侧以板式换热器为主

相关公司：

三花智控(002050)
 盾安环境(002011)
 阿格拉法
 舒瑞普
 丹弗斯

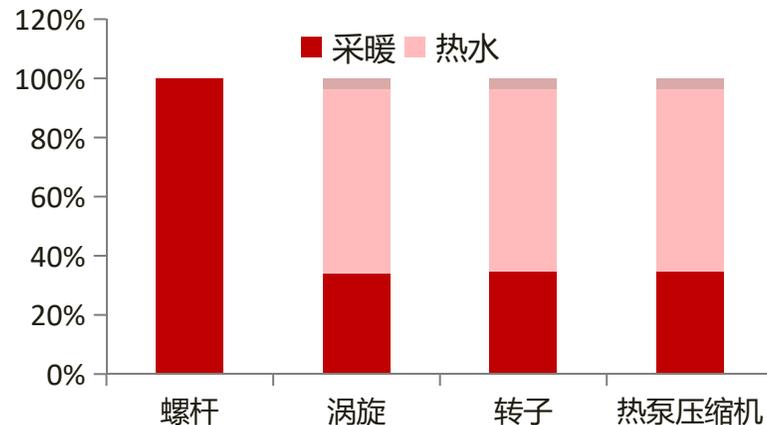
图：我国空气源热泵换热器产品结构



资料来源：Wind，前瞻产业研究院，产业在线，浙商证券研究所

转子式热泵压缩机在热泵压缩机里占比逐步扩大。主要还是受户式风机市场的带动。户水煤改电市场大幅下滑使得涡旋式热泵压缩机销量下降幅度较大。

图：热泵压缩机使用场景以热水为主

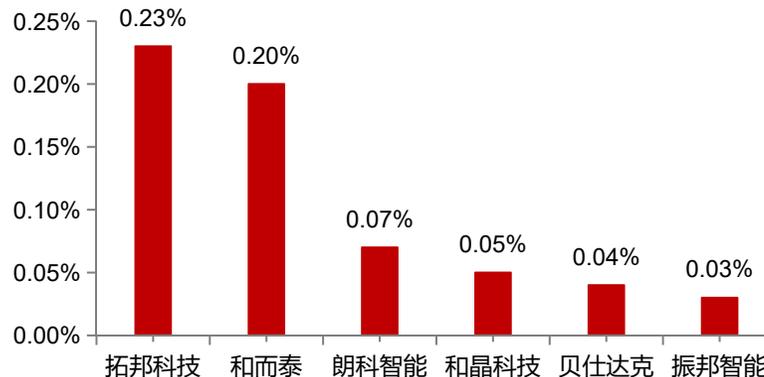


相关标的：

海立股份(600619)
 美的集团 (000333)
 格力电器 (000651)
 三菱
 松下

控制器具备储热水箱、恒温水箱的水温水位控制、管道的循环控制、空气能热泵/循环泵/给水电磁阀控制等。

图：2020年我国智能控制器行业主要公司市占率



相关标的：

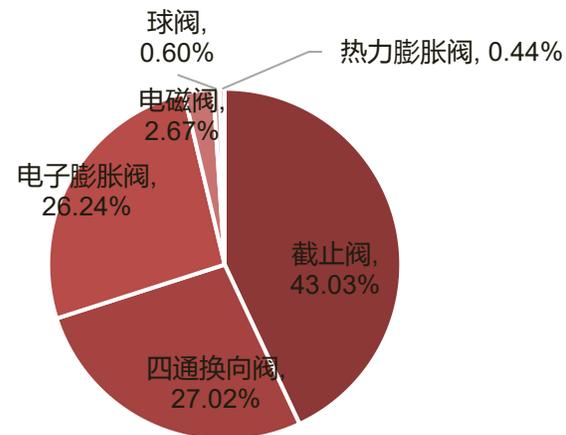
拓邦股份(002139)
 和而泰(002402)
 麦格米特(002851)

热泵用阀件的产品结构与商用空调用阀件较为一致。包括截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀、热力膨胀阀、电磁阀与球阀。其中截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀三大类产品需求量最大，产品结构占比分别为43.03%、27.02%、26.24%，合计比例超过了96%。具体对比各重点企业空气源热泵用阀件的产品分布，国产品牌产品线较全，外资品牌则更侧重于高附加值产品。

表：重点企业空气源热泵用阀件产品分布

品牌/产品	截止阀	四通换向阀	电子膨胀阀	热力膨胀阀	电磁阀	球阀
三花	√	√	√		√	√
盾安	√	√	√		√	√
鹭宫		√	√		√	
艾默生				√		
冈山	√	√				
不二工机			√			
卡乐			√			
丹佛斯			√	√		√

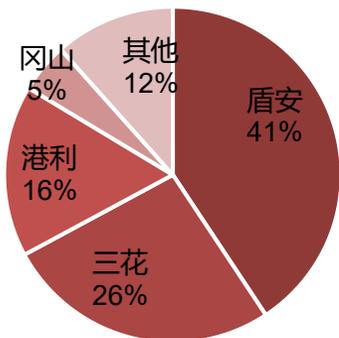
图：空气源热泵的主要的组成部分成本占比



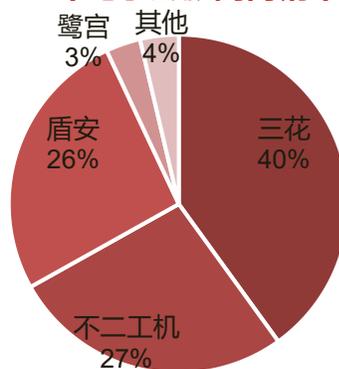
阀件

相关标的：三花智控、盾安环境、不二工机、冈山等

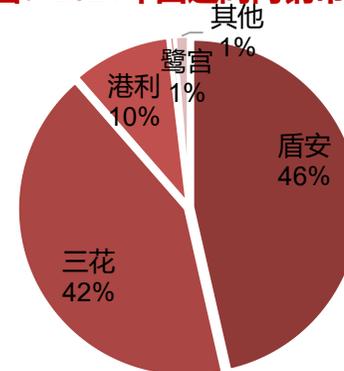
图：2021年截止阀内销市占率



图：2021年电子膨胀阀内销市占率



图：2021年四通阀内销市占率



05

相关标的

表：空气源热泵相关标的估值表（截至2022.8.2）

类型	公司	归母净利润增速				EPS (元/股)				PE (倍)			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
整机	海尔智家	47.21%	16.09%	15.04%	14.41%	1.41	1.61	1.85	2.11	16.90	14.80	12.88	11.29
	美的集团	4.96%	9.32%	13.87%	11.58%	4.17	4.47	5.09	5.67	12.85	11.99	10.53	9.45
	格力电器	4.01%	10.75%	11.86%	10.93%	4.04	4.54	5.07	5.03	7.89	7.02	6.28	6.33
	日出东方	24.92%	-	-	-	0.27	-	-	-	28.13	-	-	-
压缩机	海立股份	98.71%	-	-	-	0.34	-	-	-	23.91	-	-	-
泵	中金环境	-	-	-	-	-0.41	-	-	-	-6.80	-	-	-
	天山铝业	100.44%	28.74%	9.97%	4.69%	0.82	1.06	1.17	1.22	10.66	8.25	7.47	7.16
阀门	三花智控	15.18%	32.25%	28.51%	22.57%	0.47	0.62	0.80	0.98	67.89	51.47	39.89	32.56
	盾安环境	-	80.19%	-10.52%	20.94%	0.44	0.80	0.71	0.86	41.16	22.64	25.51	21.06
电控	和而泰	39.73%	28.93%	35.67%	30.91%	0.61	0.78	1.06	1.39	31.18	24.21	17.81	13.58
	拓邦股份	5.89%	9.75%	45.27%	35.34%	0.47	0.49	0.71	0.96	32.23	30.92	21.34	15.78
	麦格米特	-3.50%	28.71%	35.61%	37.67%	0.78	1.01	1.36	1.88	40.44	31.13	23.12	16.72

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

注：表格中海尔智家、美的集团预测数据来自我们的估计，其余公司盈利预测及估值（若有）均来自Wind一致预测。

- 1、**地缘政治风险**：受国际间政治不确定因素影响，出口贸易以及地缘政治存在不确定因素影响物流、贸易以及需求。
- 2、**市场竞争加剧**：随市场规模持续增长，行业竞争格局或出现恶化以及竞争压力加大。
- 3、**原材料价格大幅提升**：若原材料价格大幅提升，将导致热泵厂商成本端压力加大。
- 4、**技术风险**：或有新兴清洁、低碳技术突破带来的现有热泵技术路径对比优势下降。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>