

## 三花股份 (002050.SZ)

## 其它专用设备行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

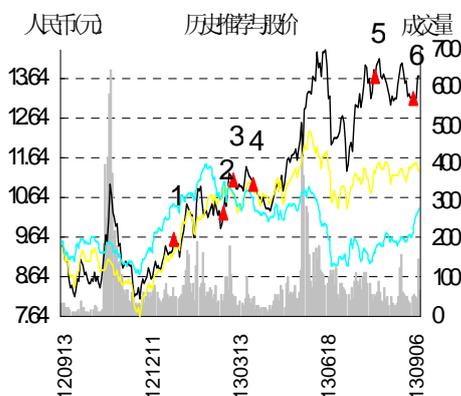
市价(人民币): 13.27元

目标(人民币): 16.37元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	576.96
总市值(百万元)	81.36
年内股价最高最低(元)	14.37/8.08
沪深300指数	2488.90
中小板指数	5930.51



## 相关报告

1. 《3Q 收入下降 25%, 全年业绩难正增长》, 2012.10.23

蔡益润 联系人  
(8621)61356501  
caiy@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

## 电子膨胀阀支持短期业绩, 多项业务值得期待

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.230	0.456	0.643	0.852	1.010
每股净资产(元)	9.16	4.87	4.58	5.63	6.26
每股经营性现金流(元)	1.63	0.53	0.81	-0.23	1.06
市盈率(倍)	25.80	19.73	20.63	15.57	13.14
行业优化市盈率(倍)	48.96	48.96	48.96	48.96	48.96
净利润增长率(%)	16.00%	-25.85%	41.03%	32.45%	18.52%
净资产收益率(%)	13.43%	9.37%	14.05%	15.14%	16.14%
总股本(百万股)	297.37	594.74	594.74	594.74	594.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **传统业务优势稳固, 新兴产品电子膨胀阀快速增长:** 公司的传统优势产品四通阀、截止阀的全球市场份额分别为 57%、35%, 列全球第一、第二, 竞争优势明显。而电子膨胀阀作为高效变频空调所需使用的零部件, 有望顺应节能趋势而取得增长, 但是放量的时间和幅度取决于下游厂商的推广力度, 预计 2013 年-2015 年电子膨胀阀的销量分别为 1400 万、2200 万和 3100 万套, 同比增速 109%、60%和 40%。
- **收购德国亚威科公司和投资碟式太阳能光热发电, 短期虽不贡献利润但未来值得期待:** 亚威科生产咖啡机和洗碗机零部件, 在欧洲拥有良好口碑, 而三花通过收购获得其精湛的技术和优质的客户资源, 可打开新业务空间。目前, 亚威科的亏损原因有: 1) 对海外子公司管理不力, 2) 采购和人工成本高昂。三花收购后将: 1) 稳定现有客户, 2) 引入中国采购资源, 把工厂搬到低成本地区, 并加强对海外子公司的管理, 有望降本扭亏。另外, 公司投资以色列 Helio Focus 公司, 在内蒙建设 8 个太阳能光热发电碟, 将于 10 月试运行, 如效果良好, 公司将追加投资, 并有望与电厂合作。目前来看, 太阳能光热发电的商业模式尚未成型, 但值得关注。
- **公司重视研发, 管理精良, 成本控制良好:** 公司专注制冷控制元器件领域, 积累了一批优秀研发人才, 每年申报多项专利, 其中发明专利占比超过一半。目前公司的研发项目储备充足, 为开发新业务提供可能。公司的管理承自日本不二工机, 较为严谨。同时, 公司为适应小批量、多批次的商用需求, 积极引入精益生产, 通过自动化减员增效, 控制成本。

## 投资建议

- 预计 2013-2015 年收入为 48.9、54.6 和 59.6 亿元, 同比增长 28%、12%和 9%, EPS 为 0.643、0.852 和 1.010 元, 净利润增速为 41%、33%和 19%。其中, 2013 年亚威科亏损约 0.4 亿元, 2014 年净利润增速高于收入和毛利增速的原因是电子膨胀阀利润率高以及亚威科减亏。
- 建议给予传统业务 15 倍 PE 估值, 电子膨胀阀今年 25 倍、明年 20 倍, 亚威科 1.5 倍 PS 估值, 则对应 2014 年目标市值为 97 亿元(具体测算见正文), 对应目标价 16.37 元, 给予“增持”评级。

**风险:** 电子膨胀阀放量低于预期, 并在此情况下利润率受到影响。

## 内容目录

1H13 公司经营情况介绍.....	3
业务板块之一：制冷控制元器件的生产和销售 .....	3
传统业务优势稳固 .....	3
顺应节能潮流，电子膨胀阀快速增长 .....	4
商用制冷控制元器件具有成长潜力 .....	6
变频控制器规模尚小，但有利业务协同 .....	6
其他研发储备项目充足 .....	6
业务板块之二：收购德国亚威科电器业务及海外子公司 .....	6
业务板块之三：投资以色列太阳能光热发电项目 .....	7
公司的竞争优势分析 .....	7
注重研发，拥有优秀的团队 .....	8
管理精良，成本控制良好 .....	8
盈利预测 .....	8
风险提示 .....	9
附录：三张报表预测摘要 .....	10

## 图表目录

图表 1：上半年公司主要产品销量及增速 .....	3
图表 2：2012 年公司各业务收入占比（不含亚威科） .....	3
图表 3：公司主要产品一览 .....	4
图表 4：我国城市市场上变频空调分价格段销量占比 .....	5
图表 5：我国城市市场空调的价位段分布相对均匀 .....	5
图表 6：公司市值分拆计算 .....	8
图表 7：公司收入分拆表 .....	9

## 1H13 公司经营情况介绍

- 三花股份的业务包括除压缩机外的主要制冷、空调控制元器件，主要产品有四通阀、截止阀、电子膨胀阀、方体阀、球阀、电磁阀、铁分离器等。另外，公司收购了生产咖啡机、洗碗机零配件的德国亚威科公司；并参股以色列 Helio Focus 公司，投资碟式太阳能光热发电项目。
- 上半年公司实现营业收入 27 亿元（YoY 27.4%），净利润 1.9 亿元（YoY 1.2%），若扣除亚威科并表因素，上半年营业收入同比增速为 13.1%，净利润同比增速为 22.5%。

图表1：上半年公司主要产品销量及增速

单位：万只/套	1H12	1H13	YoY
四通阀	2090	2373	14%
截止阀	2679	3743	40%
电子膨胀阀	302	778	158%
方体阀	214	341	59%
铁分离器	11	122	991%
电磁阀	197	197	0%

来源：公司资料，国金证券研究所

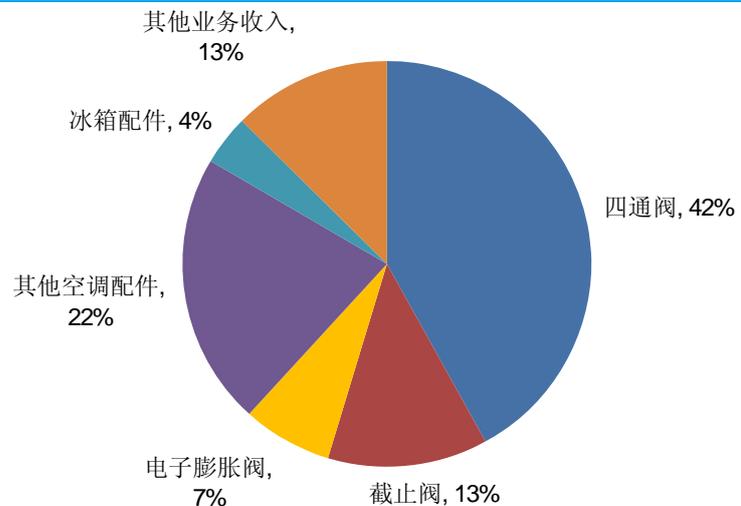
- 1H13 公司收入增速低于产品销量增速的原因是：1) 上半年铜价下跌，而订单价格与铜价联动，也大幅下降；2) 日元汇率变动影响；3) 产品小型化导致单价下降。
- 目前，公司在商用控制元器件、变频空调控制器方面的市场网络建设、产品设计开发和生产制造方面已经具备良好基础，其中商用空调元器件产品开始批量生产，变频空调控制器开始向部分厂商小批量供应。

## 业务板块之一：制冷控制元器件的生产和销售

### 传统业务优势稳固

- 公司的传统优势产品为四通阀、截止阀，2012 年全球市场份额分别达到 57%、35%，分列全球第一、第二，竞争优势明显。

图表2：2012 年公司各业务收入占比（不含亚威科）



来源：公司资料，国金证券研究所

**图表3: 公司主要产品一览**

产品	用途	特点
四通阀	热泵空调的关键部件，通过四通阀对制冷剂流通过程的切换，改变室外热交换器和室内热交换器的功能，使制冷循环和制热循环相转换。	制造工艺较复杂，对生产技术要求较高，因此毛利率也较高，是公司第一主力产品。
截止阀	用于分体式空调，连接室内机和室外机，通过操作阀杆可以关闭阀的内部通路，每一室内机必备两只截止阀，分为高压截止阀（又称液阀）和低压截止阀（又称气阀）。	生产相对简单，毛利率较低，是公司第二主力产品。
铁分离器	按照在压缩机吸气端与蒸发器之间，起到汽液分离、储液、过滤等作用，是重要的空调系统净化装置之一。	
电磁阀	分冰箱用电磁阀和空调用电磁阀，用于控制制冷剂的流向。	
球阀	球密封的截止阀，制冷剂通过时的流阻小，更节能。	制造成本高，一般用于 3.0HP 功率以上的高档空调。

来源：公司资料，国金证券研究所

- 传统业务的收入受下游空调需求影响较大。今年由于美的空调业务有所恢复，预计公司的传统阀类业务将取得良好的增长，明后年将维持稳定增长。

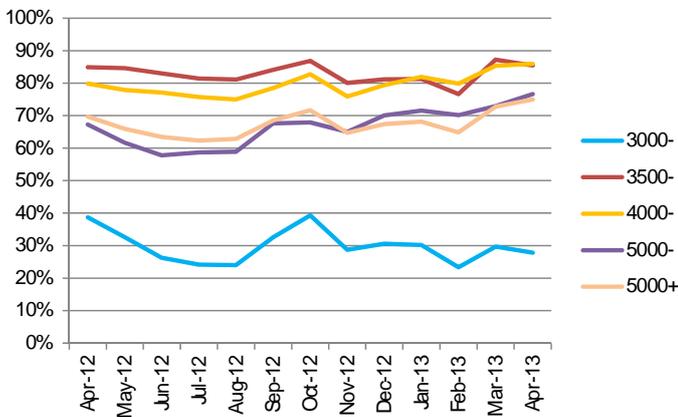
#### 顺应节能潮流，电子膨胀阀快速增长

- 电子膨胀阀是一种用于高效变频空调的元器件，通过检测室内换热器出口和入口处的制冷剂温差，自动调节制冷剂的流量，达到快速制冷/制热、精确控温、节能、静音的目的。由于电子膨胀阀的成本较高，国内目前大部分变频空调并未采用电子膨胀阀，而是用便宜的毛细管代替。毛细管是一种细长的铜管，利用制冷剂在管内流动的阻力实现节流的目的，其控制精度不如电子膨胀阀。电子膨胀阀的单价约 40 元，而毛细管的价格仅为几元钱。
- 顺应节能环保的大趋势，电子膨胀阀有望取得快速增长：
  - **能效标准提高、使用更精密零件是趋势：**今年 10 月 1 日新能效标准出台，原有 5 级能效标准改为 3 级能效标准，原标准下 3-5 级产品将不得销售，而 1、2 级标准降为 2、3 级，并增加新的 1 级能效标准。因此，新的准入门槛将相当于原有 2 级能效标准，提升幅度大。同时，国家有可能推出“节能领跑者”政策，进一步激励企业提高能效。在此背景下，推广使用节能效果更好的电子膨胀阀将是趋势所向。
  - **具备推广更高效产品的市场条件：**目前我国城市市场中，变频空调占全部空调销量的比重已经过半，表明消费者已经接受节能的变频空调产品；从购买力来看，空调的价格段分布较为均匀，显示消费者对空调价格有较好的承受力，因此，我们认为我国具备推广更高能效产品、从而推广电子膨胀阀的基础条件。
  - 长期来看，电子膨胀阀将替代现有的毛细管等节流产品，但是，短期内电子膨胀阀放量的时间和幅度取决于下游整机厂推广使用电子膨胀阀的力度，存在不确定性，出于谨慎，我们预计公司电子膨胀阀 2013 年-2015 年的销量分别为 1400 万、2200 万和 3100 万套，增速为 109%、60%和 40%。
  - **全球来看，变频空调和电子膨胀阀市场集中在日本，日本的直流变频空调占空调销量的比例高达九成，而直流变频空调必须使用电子膨胀阀。**每年日本电子膨胀阀市场容量达到 700 万只，如加上多联机市

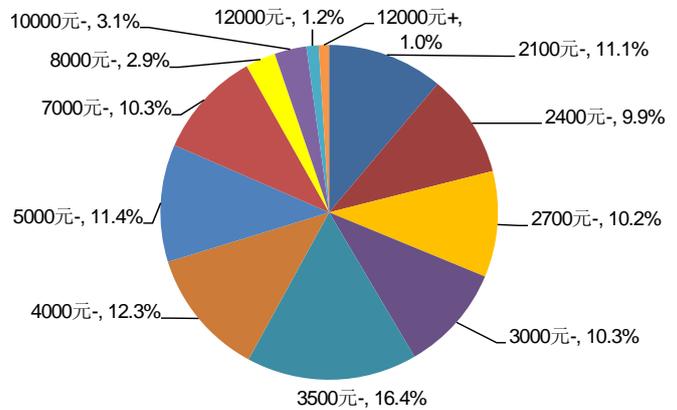
场, 可达 850 万只。目前, 日本空调厂是公司最主要的电子膨胀阀客户。公司的产品已经进入 7 家日本主要空调生产商。

- **其他外国市场上**, 美国市场 (年出货量约 650 万套) 也提出了促进提高空调能效的新标准; 东南亚、澳洲、中东市场也面临空调变频化趋势, 有利于增加电子膨胀阀的需求。

**图表4: 我国城市市场上变频空调分价格段销量占比**



**图表5: 我国城市市场空调的价位段分布相对均匀**



来源: 中怡康, 国金证券研究所

- 公司从 2000 年开始研发电子膨胀阀, 经历 3 代产品改革, 从最初的仿制品 L 型发展到拥有 40 多项发明专利的自主创新产品 T 型, 突破了国际竞争对手的专利保护, 并在大规模生产方面积累了经验。公司计划在下半年将 T 型电子膨胀阀产能提升至 5 万只/天, 总产能提升至 10 万只/天 (目前总产能为 5 万只/天)。
- 公司在电子膨胀阀方面的主要竞争对手有:
  - **不二工机**: 1949 年成立于日本, 主要生产车用空调、家用空调及商用设备控制系统元器件, 其电子膨胀阀年产量约 1200 万只, 市占率最高, 是公司最主要的竞争对手。今年公司的年产量如能突破 1200 万只, 则可超过不二工机位居第一。
  - **株式会社鹭宫制作所**: 1940 年成立于日本, 生产汽车、空调、火车、半导体等控制元器件产品, 在电磁阀、四通阀方面与公司有竞争, 预计年产电磁阀约 400 万只, 四通阀约 600 万只; 另外在商用电子膨胀阀领域有较强竞争力。
  - **太平洋工业株式会社**: 成立于 1930 年, 侧重于车用阀类市场, 其汽车阀门和阀芯产品占据日本市场 95% 份额, 同时提供冲压产品和树脂产品。
  - **盾安环境**: 生产制冷自动控制元件、电制冷式中央空调主机和末端设备、热交换器、冷藏冷冻设备及压力容器等, 目前在截止阀和四通阀上和公司具有较强竞争关系, 其中截止阀市占率居市场第一 (公司居第二), 四通阀市占率为市场第二 (公司为第一)。电子膨胀阀的产量及质量与公司相比仍有差距。
- 公司的与国外厂商相比, 优势主要在于成本控制以及产能扩张; 与国内竞争对手相比, 优势在于规模更大、产品质量更优。
- 从竞争格局和上下游议价能力来看, 空调整机和空调控制元器件市场均呈现较高的集中度, 空调整机厂的议价能力稍强, 但是并不能够无限压价, 因此预计公司的产品放量后利润率有可能下降, 但仍能维持在合理的水平。

### 商用制冷控制元器件具有成长潜力

- 公司的各类阀门业务均覆盖了家用和商用产品, 目前主要按照规格加以区分, 比如 10 匹以上四通阀计入商用产品。按公司的划分方式, 上半年公司商用产品占收入的 30%左右, 其中包括供应多联机使用的产品, 公司称之为“轻商”产品。
- 但是, 公司所瞄准的商用市场主要是指多联机之外的冷链、冷库等领域的制冷元器件市场。公司估计全球市场容量可达 400 亿元, 中长期目标为争取实现 10-20%的市场份额。
- 为了开发商用市场, 公司从研发、生产和渠道建设上做了准备:
  - 公司在商用产品的研发上投入大量资源, 已经形成比较完善的产品线, 例如在商用电子膨胀阀方面, 公司通过 5 年研发, 已经开发出供应大型中央空调使用的产品 D 系列, 制冷量达到 250 冷吨, 目标希望达到 400 冷吨甚至更高, 已经向开利、特灵、约克、麦克维尔供货。
  - 与家用产品相比, 商用产品具有需求多样、批量较小的特点, 因此对公司的小批量、柔性化生产提出了很高要求。公司正在积极导入精益生产模式, 通过自动化和快速周转来提升效率和效益。
  - 除此之外, 商用产品的认证周期较长, 客户更为谨慎, 因此市场开发和渠道建设耗时较长, 目前公司已经使用三花自有品牌打开了欧洲(耗时 7 年)、美洲(耗时 5 年)市场, 实现在欧洲、美洲的自负盈亏。
- 公司在商用市场的竞争对手主要有丹佛斯、艾默生等, 目前来看公司在品牌、技术等方面的优势尚不明朗, 但是可以凭借成本优势、对技术的钻研和制造的精益化逐步扩大市场份额。因此商用产品有可能成为下一个收入和利润的增长点。

### 变频控制器规模尚小, 但有利业务协同

- 公司生产的变频控制器已经向 TCL、奥克斯、志高等国内空调厂家小批量供货, 同时开发了欧洲、美国等海外市场。由于我国空调龙头企业倾向于自行开发变频控制器, 因此公司的目标客户主要是二三线空调商以及海外客户, 竞争优势在于低成本。
- 变频控制器的个性化要求较高, 因此供给受到一定限制, 预计今年供应量可达 30-40 万套, 尽管销量不高, 但是对于公司阀类产品的销售起到很大带动作用。另外, 公司也可能考虑开发其他领域的控制器, 成为研发外包商。
- 变频控制器的单价较高, 毛利率高于传统阀门产品(不包括电子膨胀阀)。未来如提高大规模生产能力, 预计销量可较快上升, 2-3 年有望实现年销量 100 万套。

### 其他研发储备项目充足

- 公司在进行研发的项目还包括用于热泵热水器的循环水泵, 调节流量的水系统用比例阀、电磁阀、球阀等, 适用于新冷媒体系下的膨胀阀、电磁阀和球阀等(不同冷媒对产品的参数和设计要求不同, 因此需要开发新品), 和控制相关的压力传感器等。
- 2013 年公司有 50 多个新项目, 其中市场前景较好、较新颖的项目有 20 多项, 上半年的研发进度良好。短期内这些业务尚难以贡献利润, 但是提供了公司持续成长的空间, 也体现了公司的研发能力。

### 业务板块之二: 收购德国亚威科电器业务及海外子公司

- 公司在并购亚威科电子阀项目的基础上, 全面并购了亚威科公司, 获得了其丰富的产品线和高质量的客户群。
  - 亚威科在洗碗机零件方面拥有原创产品, 其单价高达 2 位数欧元, 且这些产品本身具有较好的成长性。
  - 亚威科的客户包括米勒、伊莱克斯、西门子等, 均属于欧洲高端家电品牌, 进入壁垒较高。
  - 亚威科亏损的原因在于: 1) 收入规模偏小; 2) 对于分布在世界各地的子公司管理不当; 3) 采购成本偏高; 4) 欧洲人工成本高昂。
- 亚威科的技术精湛, 客户质量非常高, 基本都是欧洲高端或超高端家电品牌, 中国本土配件商进入其供应链的难度很高, 而三花通过收购获得了宝贵的技术和客户资源, 有助于打开另一块市场。
- 公司收购亚威科后, 计划聚焦原创产品, 坚持高端市场定位, 以稳定原有客户, 短期内并不谋求快速扩张规模或者进入新品类。亚威科 2011 年的销售收入为 1.22 亿欧元, 由于此时公司已经开始与亚威科谈判, 客户受此影响不敢下单, 预计收购和工厂搬迁完成后, 亚威科的收入有望回升。
  - 目前, 公司已经与米勒签订了时间为 3 年的长期合同, 每年采购金额不低于 2000 万欧元。
- 对于亚威科的管理, 公司一方面将坚持德国的生产管理理念和品质要求, 另一方面将导入中国的员工管理办法及采购资源, 并将生产线从高成本的德国迁移至人工成本较低的波兰、芜湖, 相信可以显著降低成本。
- 未来亚威科的营收增长尚需视新产品、新客户的开发而定, 但是预计明后年降本扭亏的概率较高。
- 上半年公司已经计提了购买亚威科的价款 155 万欧元, 但同期亚威科的 EBITDA 低于对赌协议中约定的 250 万欧元; 且全年来看, 达到全年 600 万欧元业绩目标的概率很小, 因此到年底预计可以冲回, 约合 1248 万元。另一方面, 公司计提了 1.3 亿元商誉, 如亚威科的经营业绩低于预期, 年底减值测试时有可能计提商誉减值, 影响净利润。因此两相冲抵, 我们预计今年亚威科扭亏的概率较低。但是, 我们建议, 不要因为该业务暂时亏损就忽视其产品和客户所具有的潜在价值。

### 业务板块之三: 投资以色列太阳能光热发电项目

- 公司持有以色列 Helio Focus 公司的 31% 股权, 投资于碟式太阳能光热发电项目, 目前在内蒙古阿拉善盟已经建造了 8 个碟, 每个碟高 24 米, 占地面积约 1 亩, 采用空气作为介质。预计公司 10 月可进行试运行。目前, 碟式发电的实验室光热转换效率可达 26%, 远高于光伏发电转换效率。
- 碟式太阳能光热发电设备的后端设备与煤电厂相同, 因此如果试运行效果良好, 公司将进一步追加投资、增加碟的数量; 若大规模运行效果依然良好, 则有望与发电集团进行合作。预计合作模式有可能为公司出售专利技术并收取专利费, 由发电集团承担运营。
- 目前建碟成本、折旧仍较高, 但是如批量生产, 单位成本应可大幅下降。
- 短期来看, 该项目尚难以贡献利润, 但是亏损额度有限。公司在财务上摊销较为充分, 预计未来业绩没有太大的基数压力。
- 长期来看, 太阳能光热发电的成本有望随着规模的扩张而下降到较为经济的水平, 但所需时间可能较长。

### 公司的竞争优势分析

### 注重研发, 拥有优秀的团队

- 公司多年来专注于制冷控制元器件领域, 积累了一批优秀的研发人才, 每年申报约百余项专利, 其中发明专利超过一半。目前公司的研发项目储备充足, 为公司开发新业务提供可能性。
- 在技术人员管理方面, 公司的基本薪资按照市场水平而定, 对于做出突出贡献的研发人员则在年底进行较高物质奖励。今年公司评出 2012 年度的 17 项技术成果, 给予总计 350 万元奖励。
- 另一方面, 公司注重从法律上保护自身, 包括及时申报专利, 并且与技术人员签订合同, 即使人才被挖走, 在一定年限内竞争对手也不可生产与公司直接竞争的产品。
- 公司在四通阀领域利用成本和技术优势逐步做大做强, 最终收购了四通阀鼻祖美国兰柯公司, 成为全球四通阀领域的垄断者, 全球市场份额高达 55% 以上, 且毛利率达到 25% 左右。未来公司在多个产品领域有望复制过去的成功经验。

### 管理精良, 成本控制良好

- 公司的管理承自日本厂商不二工机, 在我们参观的生产现场, 地面干净整洁, 划线清晰明确, 物品堆放有序, 体现出公司管理的精细严谨。
- 为适应小批量、多批次的需求, 公司正在引入精益生产方法, 通过技术改造加强生产自动化, 提高产品质量和生产效率, 并减少工人数量, 更好地控制成本。上半年公司的主导产品产量均大幅上升, 但是生产员工数量基本没有增长。

### 盈利预测

- 预计 2013-2015 年公司收入为 48.9、54.6 和 59.6 亿元, 同比增长 27.8%、11.6% 和 9.3%, 净利润 3.83、5.07 和 6.01 亿元, 同比增长 41.0%、32.5% 和 18.5%, EPS 为 0.643、0.884 和 1.066 元。其中 2013 年亚威科亏损约 4000 万元, 2014 年净利润增速高于收入和毛利增速的原因在于电子膨胀阀利润率较高以及亚威科减亏。
- 现价 13.27 元对应  $20.6 \times 13PE/15.6 \times 14PE$ , 我们认为亚威科 13 年亏损有工厂搬迁、裁减员工等一次性支出的影响, 明后年降本扭亏的概率较高, 因此不能因为今年的亏损而忽视其潜在价值。
- 建议给予传统业务 15 倍 PE 估值, 电子膨胀阀今年 25 倍、明年 20 倍, 亚威科给予 1.5 倍 PS 估值 (隐含预期为未来净利率 10%、15 倍 PE), 对应 2014 年市值为 97 亿元、目标价 16.37 元, 给予“增持”评级。

图表6: 公司市值分拆计算

单位: 亿元, 元	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
除电子膨胀阀外净利润	2.88	3.11	3.35
PE	15	15	15
电子膨胀阀净利润	1.34	2.02	2.51
PE	25	20	18
亚威科收入	5.80	6.96	8.00
亚威科净利润	-0.39	-0.05	0.14
PS	1.50	1.50	1.20
总市值	85.4	97.3	107.5
对应股价	14.36	16.37	18.07

来源: 公司资料, 国金证券研究所

## 风险提示

- 电子膨胀阀放量低于预期。

图表7：公司收入分拆表

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>空调配件</b>					
销售收入（百万元）	3,669.26	3,193.70	3,741.98	4,207.02	4,600.65
增长率（YOY）	28.33%	-12.96%	17.17%	12.43%	9.36%
毛利率	25.95%	28.47%	28.56%	28.53%	28.61%
占总销售额比重	87.64%	83.47%	76.50%	77.09%	77.16%
占主营业务利润比重	96.50%	96.80%	87.03%	86.73%	86.18%
<b>冰箱配件</b>					
销售收入（百万元）	106.31	152.17	136.95	143.80	150.99
增长率（YOY）	-5.82%	43.13%	-10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	31.96%	16.44%	26.00%	25.00%	25.00%
占总销售额比重	2.54%	3.98%	2.80%	2.63%	2.53%
占主营业务利润比重	3.44%	2.66%	2.90%	2.60%	2.47%
<b>洗碗机零件</b>					
销售收入（百万元）			300.00	360.00	414.00
增长率（YOY）				20.00%	15.00%
毛利率			15.00%	15.20%	15.80%
占总销售额比重			6.13%	6.60%	6.94%
占主营业务利润比重			3.66%	3.95%	4.28%
<b>咖啡机、洗衣机配件</b>					
销售收入（百万元）			280.00	336.00	386.40
增长率（YOY）				20.00%	15.00%
毛利率			25.00%	25.20%	25.80%
占总销售额比重			5.72%	6.16%	6.48%
占主营业务利润比重			5.70%	6.12%	6.53%
<b>其他业务收入</b>					
销售收入（百万元）	411.32	480.48	432.43	410.81	410.81
增长率（YOY）	191.82%	16.81%	-10.00%	-5.00%	0.00%
毛利率	0.13%	1.05%	2.00%	2.00%	2.00%
占总销售额比重	9.82%	12.56%	8.84%	7.53%	6.89%
占主营业务利润比重	0.05%	0.54%	0.70%	0.59%	0.54%
营业收入（百万元）	4186.89	3826.35	4891.37	5457.63	5962.85
营业成本（百万元）	3200.27	2887.01	3663.39	4073.88	4435.71
毛利（百万元）	986.62	939.33	1227.97	1383.75	1527.14
平均毛利率	23.56%	24.55%	25.10%	25.35%	25.61%

来源：国金证券研究所

**附录: 三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,113</b>	<b>4,187</b>	<b>3,826</b>	<b>4,891</b>	<b>5,458</b>	<b>5,963</b>	货币资金	1,492	1,406	703	1,406	450	450
增长率	52.6%	34.5%	-8.6%	27.8%	11.6%	9.3%	应收款项	1,335	1,250	1,444	1,250	2,069	2,269
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,329</b>	<b>-3,200</b>	<b>-2,887</b>	<b>-3,663</b>	<b>-4,074</b>	<b>-4,436</b>	存货	756	835	875	835	1,116	1,215
%销售收入	74.8%	76.4%	75.5%	74.9%	74.6%	74.4%	其他流动资产	89	283	58	283	326	311
<b>毛利</b>	<b>784</b>	<b>987</b>	<b>939</b>	<b>1,228</b>	<b>1,384</b>	<b>1,527</b>	流动资产	3,672	3,773	3,079	3,773	3,961	4,245
%销售收入	25.2%	23.6%	24.5%	25.1%	25.4%	25.6%	%总资产	82.2%	78.0%	79.1%	78.0%	64.5%	66.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-19</b>	<b>-16</b>	<b>-24</b>	<b>-27</b>	<b>-30</b>	长期投资	61	60	98	60	98	98
%销售收入	0.2%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	540	788	429	788	1,575	1,490
<b>营业费用</b>	<b>-96</b>	<b>-121</b>	<b>-140</b>	<b>-161</b>	<b>-169</b>	<b>-179</b>	%总资产	12.1%	16.3%	11.0%	16.3%	25.6%	23.5%
%销售收入	3.1%	2.9%	3.7%	3.3%	3.1%	3.0%	无形资产	186	199	253	199	502	500
<b>管理费用</b>	<b>-223</b>	<b>-305</b>	<b>-413</b>	<b>-514</b>	<b>-469</b>	<b>-477</b>	非流动资产	797	1,064	813	1,064	2,184	2,097
%销售收入	7.2%	7.3%	10.8%	10.5%	8.6%	8.0%	%总资产	17.8%	22.0%	20.9%	22.0%	35.5%	33.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>458</b>	<b>542</b>	<b>371</b>	<b>529</b>	<b>718</b>	<b>841</b>	<b>资产总计</b>	<b>4,469</b>	<b>4,837</b>	<b>3,892</b>	<b>4,837</b>	<b>6,145</b>	<b>6,343</b>
%销售收入	14.7%	12.9%	9.7%	10.8%	13.2%	14.1%	短期借款	449	636	533	636	518	152
<b>财务费用</b>	<b>-18</b>	<b>-21</b>	<b>-37</b>	<b>-33</b>	<b>-45</b>	<b>-42</b>	应付款项	1,077	890	957	890	1,204	1,311
%销售收入	0.6%	0.5%	1.0%	0.7%	0.8%	0.7%	其他流动负债	97	81	106	81	298	344
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>2</b>	<b>-25</b>	<b>-13</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	流动负债	1,624	1,607	1,595	1,607	2,020	1,807
<b>公允价值变动收益</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	130	170	369	170	170	171
<b>投资收益</b>	<b>10</b>	<b>-26</b>	<b>19</b>	<b>-45</b>	<b>-30</b>	<b>-25</b>	其他长期负债	1	36	41	36	0	0
%税前利润	2.2%	n.a	5.5%	n.a	n.a	n.a	<b>负债</b>	<b>1,755</b>	<b>1,814</b>	<b>2,004</b>	<b>1,814</b>	<b>2,191</b>	<b>1,979</b>
<b>营业利润</b>	<b>449</b>	<b>505</b>	<b>322</b>	<b>437</b>	<b>632</b>	<b>765</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,512</b>	<b>2,723</b>	<b>2,894</b>	<b>2,723</b>	<b>3,347</b>	<b>3,721</b>
营业利润率	14.4%	12.1%	8.4%	8.9%	11.6%	12.8%	少数股东权益	203	300	36	300	329	364
<b>营业外收支</b>	<b>11</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>45</b>	<b>30</b>	<b>20</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,469</b>	<b>4,837</b>	<b>4,935</b>	<b>4,837</b>	<b>6,145</b>	<b>6,343</b>
<b>税前利润</b>	<b>460</b>	<b>534</b>	<b>355</b>	<b>482</b>	<b>662</b>	<b>785</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	14.8%	12.8%	9.3%	9.9%	12.1%	13.2%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>所得税</b>	<b>-81</b>	<b>-99</b>	<b>-71</b>	<b>-92</b>	<b>-126</b>	<b>-149</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	17.5%	18.5%	19.9%	19.0%	19.0%	19.0%	每股收益	1.061	1.061	1.230	0.456	0.643	0.852
<b>净利润</b>	<b>379</b>	<b>435</b>	<b>285</b>	<b>390</b>	<b>536</b>	<b>636</b>	每股净资产	8.448	9.158	4.866	4.579	5.627	6.256
<b>少数股东损益</b>	<b>64</b>	<b>70</b>	<b>13</b>	<b>8</b>	<b>29</b>	<b>35</b>	每股经营现金净流	1.059	1.626	0.525	0.808	-0.229	1.058
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>315</b>	<b>366</b>	<b>271</b>	<b>383</b>	<b>507</b>	<b>601</b>	每股股利	0.600	0.250	0.500	0.257	0.341	0.404
净利率	10.1%	8.7%	7.1%	7.8%	9.3%	10.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.56%	13.43%	9.37%	14.05%	15.14%	16.14%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	7.06%	7.56%	5.50%	7.91%	8.64%	9.90%
<b>净利润</b>	<b>379</b>	<b>435</b>	<b>285</b>	<b>390</b>	<b>536</b>	<b>636</b>	投入资本收益率	11.45%	11.52%	7.75%	11.17%	13.32%	15.46%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>74</b>	<b>75</b>	<b>126</b>	<b>111</b>	<b>119</b>	<b>122</b>	主营业务收入增长率	52.57%	34.49%	-8.61%	27.83%	11.58%	9.26%
<b>非经营收益</b>	<b>7</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>49</b>	<b>61</b>	<b>51</b>	EBIT增长率	-74.64%	18.41%	-31.56%	42.54%	35.84%	17.20%
<b>营运资金变动</b>	<b>-145</b>	<b>-54</b>	<b>-130</b>	<b>-69</b>	<b>-852</b>	<b>-178</b>	净利润增长率	-81.62%	16.00%	-25.85%	41.03%	32.45%	18.52%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>315</b>	<b>482</b>	<b>313</b>	<b>481</b>	<b>-136</b>	<b>630</b>	总资产增长率	83.10%	8.23%	2.02%	24.29%	27.05%	3.21%
<b>资本开支</b>	<b>-224</b>	<b>-520</b>	<b>-644</b>	<b>98</b>	<b>-579</b>	<b>-5</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-102</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>24</b>	<b>-24</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	57.0	42.6	56.1	65.0	65.0	65.0
<b>其他</b>	<b>29</b>	<b>2</b>	<b>88</b>	<b>-45</b>	<b>-30</b>	<b>-25</b>	存货周转天数	104.1	90.7	108.1	100.0	100.0	100.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-297</b>	<b>-530</b>	<b>-556</b>	<b>77</b>	<b>-633</b>	<b>-30</b>	应付账款周转天数	63.5	49.3	60.8	50.0	50.0	50.0
<b>股权募资</b>	<b>980</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	固定资产周转天数	56.2	53.2	#DIV/0!	45.5	76.0	64.7
<b>债权募资</b>	<b>210</b>	<b>227</b>	<b>95</b>	<b>-394</b>	<b>-153</b>	<b>-365</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-146</b>	<b>-132</b>	<b>-522</b>	<b>-185</b>	<b>-47</b>	<b>-248</b>	净负债/股东权益	-33.82%	-20.28%	6.78%	-20.28%	6.48%	-3.10%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,044</b>	<b>98</b>	<b>-426</b>	<b>-587</b>	<b>-187</b>	<b>-600</b>	EBIT利息保障倍数	25.1	26.0	9.9	15.8	16.1	20.0
<b>现金净流量</b>	<b>1,062</b>	<b>50</b>	<b>-669</b>	<b>-30</b>	<b>-956</b>	<b>0</b>	资产负债率	39.26%	37.50%	40.61%	37.50%	37.34%	32.63%

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	4	4	6
增持	0	3	8	8	16
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.73	1.70	1.74

来源: 朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分, 为“增持”得2分, 为“中性”得3分, 为“减持”得4分, 之后平均计算得出最终评分, 作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 = 买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-01-04	增持	11.89	36.00
2 2012-02-27	增持	13.02	34.00 ~ 37.00
3 2012-03-06	增持	12.69	34.00 ~ 37.00
4 2012-03-23	增持	12.42	34.00 ~ 37.00
5 2012-07-24	增持	9.34	10.40 ~ 12.00
6 2012-08-28	增持	9.93	10.40 ~ 12.00
7 2012-10-23	增持	8.54	9.50 ~ 11.00

来源: 国金证券研究所



### 长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明:

买入: 预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上;  
增持: 预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%;  
中性: 预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%;  
减持: 预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4  
层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金  
融中心 34B