

三花股份 (002050 .SZ)

其它专用设备行业

评级：买入 维持评级

公司研究

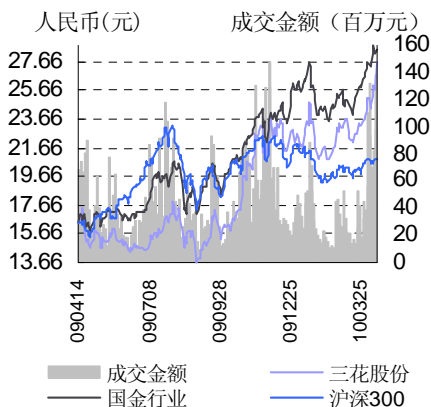
市价(人民币)：27.67元
目标(人民币)：32.60-33.40元

长期竞争力评级：高于行业均值

2-3年内应属于业绩和估值齐升型公司

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	68.76
总市值(百万元)	7304.88
年内股价最高最低(元)	27.67/13.66
沪深300指数	3403.71
中小板指数	6484.94



相关报告

- 1.《机构投资者交流会纪要》，2009.12.17
- 2.《跳出家用空调上游企业的视角来看公司》，2009.12.16
- 3.《业绩逐季恢复中》，2009.8.14

王晓莹

wangxiaoying@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.952	0.901	1.292	1.590	2.051
每股净资产(元)	4.44	5.01	5.82	6.81	8.08
每股经营性现金流(元)	0.36	0.78	2.86	2.11	2.64
市盈率(倍)	31.67	30.71	21.41	17.39	13.48
行业优化市盈率(倍)	69.05	35.06	35.06	35.06	35.06
净利润增长率(%)	92.31%	-5.39%	43.40%	23.08%	29.01%
先前预期每股收益(元)			1.046	1.283	
净资产收益率(%)	21.45%	17.97%	22.20%	23.34%	25.38%
总股本(百万股)	264.00	264.00	264.00	264.00	264.00

来源：公司年报、国金证券

投资逻辑

- 我们认为三花股份在今后2-3年内应属于业绩和估值齐升型的公司。
- 业绩增长上，公司一直以来持续研发高技术含量高毛利产品，不仅仅是今年开始放量增长的电子膨胀阀（预计今年销量将翻番），未来公司各类高毛利产品的业务比重将不断提高。
- 估值提升上，我们一直认为市场给予公司的估值偏低，建议“市场应跳出家用空调上游企业的视角来看公司”（详见09.12.16报告），公司的专业化制冷配件供应商战略定位理应给予当年30倍的估值；本次募投项目拟大规模进军商用制冷空调配件领域有助于提升估值。至于以色列太阳能光热项目，是公司以自有资金进行新能源前沿领域技术投资的尝试，即使不成功对公司的影响仅限于投资收益的损失，而只要成功就进入巨大的发展空间；期待该项目能够一步一步地取得突破和进展，也建议市场密切关注。

投资建议

- 我们在4月12日的2季度策略报告中已上调公司盈利预测：受益于铜价上涨、海内外市场复苏、以及电子膨胀阀等高毛利产品放量增长，我们预计公司业绩将较09年有大幅增长。预计公司2010-2012年收入分别为27.3、33.4、40.2亿元，同比增长分别为33.7%、22.5%、20.3%；EPS（不考虑增发）分别为1.292、1.590、2.051元，同比增长分别为43.4%、23.1%、29.0%。2010年业绩比前次预测上调23%。
- 公司合理价位32.6-33.4元，继续维持买入评级，并建议机构投资者积极参与增发。

估值

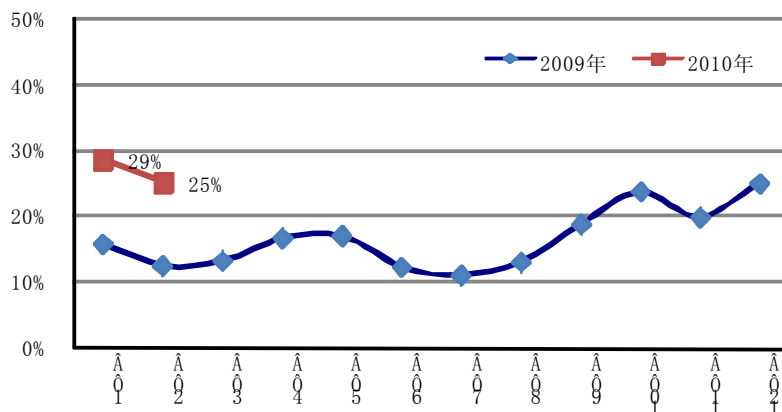
- 考虑增发将稀释业绩，我们假设按5000万股增发，对应稀释后的EPS为2010年1.08、2011年1.33元；6-9个月给予2010年30倍、2011年25倍PE，公司合理价位32.6-33.4元。

电子膨胀阀等高毛利的新增长点渐次放量

今年公司电子膨胀阀销量有望翻番

- 电子膨胀阀是变频空调的关键部件，而三花是国内目前唯一具备电子膨胀阀生产能力的企业；因此随着国内空调领导企业开始大规模推广变频产品，今年以来公司的电子膨胀阀的销售大幅放量；我们预计全年有望实现翻番式增长。
- ◆ 电子膨胀阀是变频空调的关键部件：变频空调与普通空调的区别在于以变频压缩机代替定速压缩机、以电子膨胀阀代替毛细管，实现制冷剂流量在更广范围内的自动调节，达到快速制冷、温度精确控制、节电效果。
- ◆ 电子膨胀阀是公司上市募投项目，已有 600 万只的产能；但是截止 09 年，由于国内市场变频空调占比不足 10%，公司的电子膨胀阀产品都以出口为主，09 年销量不到 200 万套。不过自 09 年下半年以来下游行业环境发生了巨大的变化，国家对于空调提高节能效果的政策导向通过节能空调补贴、定速空调能效标准提高两项突破已经表露无疑，下一步应该就是推广更为节能的变频空调；因此空调领导企业都在争抢市场先机，变频空调的占比迅速提升（图表 1）。今年以来公司订单饱满，我们预计全年电子膨胀阀销量将达到 300-400 万套、实现翻番式增长。

图表1：城市市场变频空调销量比重同比明显提升



来源：中怡康，国金证券研究所

电子膨胀阀盈利能力强，利润贡献已仅次于四通阀

- 电子膨胀阀毛利率约在 40%左右，根据我们的模型测算，今年其利润贡献应能超过毛利率不到 15%的截止阀，仅次于四通阀；因此今后两三年电子膨胀阀的放量对提升公司整体的盈利能力贡献很大。
- 而且，三花凭借在家用制冷控制元器件领域的龙头地位、以及在电子膨胀阀产品上已耕耘多年的先发优势（技术、市场、产能），未来将有望在电子膨胀阀产品上实现目前公司在四通阀上的市场地位。（图表 2）

图表2：公司的电子膨胀阀产品未来有望实现目前四通阀的市场地位

主要产品	现有市场份额	毛利率	主要竞争对手
四通换向阀	国内和全球市场均接近 60%	近 20%	盾安、佛山华鹭、安徽天大、江苏永恒等
截止阀	国内和全球市场接近 30%*	不到 15%	盾安（份额略超三花）、广东恒基等
电磁阀	国内市场约三分之一份额	40%左右	● 国内基本没有大的对手； ● 国际竞争对手：主要是日本鹭宫及其独资企业佛山华鹭
电子膨胀阀	全球市场约 15%	40%左右	● 国内尚无其他企业能够规避技术专利进行规模生产 ● 国际竞争对手：日本不二工机（市场份额最高）、太平洋工业、鹭宫
冰箱用电磁阀	国内市场 40-50%	20%以上	—
汽液分离器	美国市场 80-90%	约 25%	—
方体阀（北美截止阀）	美国市场 25%左右	不到 15%	盾安

来源：公司调研，国金证券研究所

未来公司的高毛利产品将渐次放量

- 消费升级和节能要求下公司的高毛利产品将渐次放量：
 - ◆ 在全球对节能减排的要求以及消费升级的需求支持下，空调这个“家庭用电大户”的产品升级将加快，除了高效定速空调、变频空调以外，还有新制冷剂的应用。无论哪种方式，下游产品的升级都需要空调制冷系统的配件做相应的升级，因此都是三花的机会。
 - ◆ 如本次定增募投项目之一的不锈钢双稳态四通换向阀，就是应日本客户要求研发三年成功的一个降成本增能效的产品，公司申请专利达 30 多项，属世界首创，预计未来几年日系客户会逐步向该四通阀转换，也应有可观的毛利率。
- 公司从家用配件向商用配件领域拓展也将量利齐升：商用产品一般标准化程度较家用低、技术要求则较家用高，因此公司本次定增募投项目大多投向商用配件，达产后也将进一步迎来量利齐升。

定增募投拟大规模进军商用配件，提升估值

图表3：定增项目拟大规模进军商用配件，相当于再造一个三花股份

项目	投入(亿元)	达产后年新增产量(万只)	应用领域	预计达产后收入(亿元)	预计达产后净利润(亿元)	主要客户	项目建设期
商用制冷空调自动控制元器件	5.12	商用电磁阀 200 商用四通阀 400 商用热力膨胀阀 500 商用电子膨胀阀 150 商用钢截止阀 250	大型热泵热水器和机房空调（包括大型计算机房及电信基站空调）	12.72	1.12	开利、特灵、大金、三菱电机、格力、东芝、日立、美的、富士通	2 年
商用制冷空调净化装置	1.27	铁分离器 100 铁过滤器 150 压力容器 100	大型热泵热水器和机房空调（包括大型计算机房及电信基站空调）	3.35	0.28	开利、特灵、大金、日立、格力、GOODMAN	1 年
家用空调自动控制元器件	1.85	电子膨胀阀 500 不锈钢四通换向阀 500	变频空调	3.88	0.42	格力、美的、松下、大金、三菱电机、LG、三星	2 年
家用冰箱自动控制元器件	1.26	冰箱双稳态电磁阀 600 冰箱电动切换阀 200	高档静音冰箱和多温区冰箱	2.65	0.29	海尔、博西华、美的、梅洛尼、伊莱克斯等冰箱生产商	2 年
技术研发中心	0.5	—	—	—	—	—	1 年
合计	10	—	—	22.60	2.11	—	—

来源：公司公告，国金证券研究所

- 由于公司产品成本构成中铜占比达到一半左右，定价方式为成本加成（基本能锁定毛利率），因此近几年铜价大幅波动导致公司业绩出现波动；09年收入下降 16.5%、净利润下降 1.34%。但实际公司在经营上一直按照既定的发展战略前行，我们在去年 6 月的投价报告中就已说明：
 - ◆ 三花早年就确立了专业化配件制造商的定位，不进入下游整机领域；这样的定位让下游客户放心地与公司进行战略合作，而且并没有限制公司的发展壮大，因为在控制件领域横向多元化的发展空间同样庞大。公司未来首先将进一步从家用制冷控制件扩展到商用领域，将来还可能从制冷控制扩大到更大的自动控制领域；从国外制冷控制件领导企业的发展轨迹来看，这条路也是必经之路（图表 4）。

图表4：国外制冷控制领导企业的业务领域

国外制冷控制领导企业	公司规模	业务领域
丹佛斯集团（Danfoss） 丹麦	丹麦最大的工业集团，世界 500 强，销售净额约为 20 亿欧元	机械和电子元器件的研发、以及住宅舒适、视频、冷链、节能和环保等众多领域内提供生产、销售和服务。
英维思集团（Invensys plc.） 英国	全球领先的产品零部件，系统和服务供应商，2007 年会计年度的营业收入达到 25.6 亿英镑	目前设有过程系统、APV、Eurotherm、铁路系统和控制器五大业务单元，产品包括自动化工厂所需的各种尖端控制器及传动系统和装置，各种家用电器及商用电器系统控制器，各种通讯和信息网络的电源控制系统及大型企业生产管理计算机软件 MRP/ERP 系统等。
株式会社 鹭宫制作所 日本	2008 财年 378 亿日元	公司的制冷控制器应用于从冷冻、制冷采暖设备、空调领域到重电气、半导体、运输以及医疗相关的各行各业。
株式会社 不二工机 日本	2008 财年 389 亿日元	冷链、住宅空调以及汽车用空调控制器的生产销售，比例分别为 4%、34%、61%。

来源：互联网，国金证券研究所

- 4 月 7 日公司公告的 2010 年度非公开增发预案，是公司看到了商用制冷空调配件国产化的机遇，拉开了大规模进军商用领域的序幕。四个募投项目产品全部达产后功能贡献年收入 22.6 亿元，相当于再造一个目前的三花（图表 3）。
 - ◆ 拟发行股票不超过 5000 万股，对象为包括控股股东三花集团在内的不超过 10 名的特定投资者，发行价不低于 21.39 元/股，募集资金净额不超过 10.01 亿元。公司目前股本 2.64 亿股，按 5000 万股的增发上限计算，增发后每股收益将稀释约 16%。增发预案尚有待股东大会和证监会审核，如果都顺利的话我们预计能在年底前完成。
 - ◆ 公司在这些项目上的技术储备早已完成，也有产品销售，只是过去规模不大，除了收购的兰柯商用四通阀（年销售不到 1 个亿）以外，没有专门的生产线。09 年国内空调领导企业在商用空调领域开始崛起，更为配件的国产化带来巨大的机遇，公司选择此时增发正是为了抢占先机。
- 我们一致都建议市场跳出“家用空调上游企业”的定位来看公司。三花能够在四通阀、截止阀等技术和进入壁垒并不高的行业中分别占据全球近 60%和 30%的市场份额，背后最关键的灵魂是公司始终执着于研发、成本、品质这些关键点的工业精神，这一精神在其将要延伸涉足的领域都是通用的，也是我们信任公司能够在多元化的同时扎实经营主业的根本。

上调公司盈利预测

2010-2012 年 EPS1.29、1.59、2.05 元

- 今年以来受益于铜价上涨（铜价如上涨 30%，公司收入就将增长 10-15%）、海内外市场复苏、以及电子膨胀阀等高毛利产品的放量增长，我

们预计公司收入有望创出集团资产注入以来的新高（图表 5），业绩将较 09 年有大幅增长，因此上调盈利预测。

- 预计公司 2010-2012 年收入分别为 27.3、33.4、40.2 亿元，同比增长分别为 33.7%、22.5%、20.3%；EPS 分别为（暂不考虑增发）1.292、1.590、2.051 元，同比增长分别为 43.4%、23.1%、29.0%。2010 年业绩比前次预测上调 23%。

图表5：公司分产品收入预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
四通换向阀						
平均售价增长率 (YOY)		8.2%	-12.0%	26.3%	4.6%	12.5%
销量增长率 (YOY)		-14.5%	1.6%	4.6%	11.7%	5.9%
销售收入 (百万元)	1,128.52	1,044.13	933.32	1,232.84	1,440.12	1,715.29
增长率 (YOY)		-7.5%	-10.6%	32.1%	16.8%	19.1%
占总销售额比重	46.1%	45.2%	45.8%	45.2%	43.1%	42.7%
截止阀						
平均售价增长率 (YOY)	0.7%	-2.9%	-15.0%	25.8%	6.0%	7.2%
销量增长率 (YOY)	33.5%	-14.5%	6.1%	4.0%	10.0%	5.0%
销售收入 (百万元)	484.14	401.72	362.16	473.79	552.35	562.92
增长率 (YOY)		-17.0%	-9.8%	30.8%	16.6%	1.9%
占总销售额比重	19.8%	17.4%	17.8%	17.4%	16.5%	14.0%
电子膨胀阀						
平均售价增长率 (YOY)	-15.2%	-9.5%	-12.0%	20.0%	4.6%	7.5%
销量增长率 (YOY)	101.4%	70.4%	7.9%	122.2%	100.0%	50.0%
销售收入 (百万元)	47.50	73.23	69.55	185.48	387.93	625.41
增长率 (YOY)		54.2%	-5.0%	166.7%	109.2%	61.2%
占总销售额比重	1.9%	3.2%	3.4%	6.8%	11.6%	15.6%
电磁阀						
平均售价增长率 (YOY)	10.1%	7.0%	-12.0%	20.0%	4.6%	7.5%
销量增长率 (YOY)	-8.4%	5.0%	26.2%	30.0%	25.0%	20.0%
销售收入 (百万元)	57.87	65.05	72.26	112.72	147.35	190.04
增长率 (YOY)		12.4%	11.1%	56.0%	30.7%	29.0%
占总销售额比重	2.4%	2.8%	3.5%	4.1%	4.4%	4.7%
冰箱电磁阀						
平均售价增长率 (YOY)		-5.0%	-12.0%	16.3%	4.6%	7.5%
销量增长率 (YOY)		20.0%	182.1%	50.0%	25.0%	20.0%
销售收入 (百万元)		22.01	54.63	95.27	124.54	160.62
增长率 (YOY)			148.2%	74.4%	30.7%	29.0%
占总销售额比重		1.0%	2.7%	3.5%	3.7%	4.0%
其他产品合计						
销售收入 (百万元)	728.16	704.31	547.64	627.34	689.20	764.83
增长率 (YOY)		-3.3%	-22.2%	14.6%	9.9%	11.0%
占总销售额比重	29.8%	30.5%	26.9%	23.0%	20.6%	19.0%
主营业务收入 (百万元)	2446.20	2310.45	2039.56	2727.43	3341.49	4019.11
主营业务成本 (百万元)	1989.30	1775.43	1477.78	2025.64	2464.98	2922.80
毛利 (百万元)	456.90	535.02	561.78	701.79	876.51	1096.31
平均毛利率	18.68%	23.16%	27.54%	25.73%	26.23%	27.28%

来源：国金证券研究所

投资建议：业绩与估值齐升
图表6：三花股份及同类型公司估值比较

白电上游配件公司	20100414 收盘价	EPS					PE			
		2009	2010E	2011E	2012E	09-11 复合增长	2009	2010E	2011E	2012E
三花股份	27.66	0.90	1.29	1.59	2.05	32.9%	30.7	21.4	17.4	13.5
盾安环境	22.83	0.43	0.59	0.73		30.3%	53.1	38.7	31.3	
海立股份	10.65	0.11	0.14	0.18		27.9%	96.8	76.1	59.2	
华意压缩	11.99	0.27	0.37	0.45		29.1%	44.4	32.4	26.6	
禾盛新材	33.25	0.52	0.74	1.07	1.53	43.9%	64.2	44.8	31.0	21.8

来源：国金证券研究所

- 我们一直认为市场给予公司的估值偏低（图表 6），认为从一家专业化制冷配件供应商的视角，理应给予当年 30 倍的估值。以色列太阳能光热项目是公司以自有资金进行新能源前沿领域技术投资的尝试（图表 7），关键在于发电成本是否能够达到市场化要求，即使不成功对公司的影响仅限于投资收益的损失，而只要成功就进入巨大的发展空间；我们期待该项目能够一步一步地取得突破和进展，也建议市场密切关注。
- 考虑增发将稀释业绩，我们假设按 5000 万股增发，对应稀释后的 EPS 为 2010 年 1.08、2011 年 1.33 元；6-9 个月给予 2010 年 30 倍、2011 年 25 倍 PE，公司合理价位 32.6-33.4 元，继续维持买入评级，并建议机构投资者积极参与增发。

图表7：HelioFocus 公司太阳能热项目的要点及进展规划

		时间规划	系统组成	达到效果	用途																																								
产品规划	第一阶段产品： 扩容系统 (Boosting 系统)	2010 年以色列示范项目建设； 2012 年 2 个碟进行安装， 2013 年能产生收入	图表 2: Receiver (高温接收器) +Parabolic Dish (聚光碟)	能够通过 Receiver 将空气加热到 650 度，变成 540 度的蒸汽	可以给电厂配套，在不做其他改动下，直接能够增加电厂的发电能力 5%。（而且现在发电厂的问题是温度高的时候发电效率低，而太阳能热电正好是温度高的时候发电效率反而高，两者正好互补。）																																								
	第二阶段产品： 联合发电系统	有一个 88 个碟的项目，2015 年实现	图表 3: Receiver + Parabolic Dish + Microturbine (微型涡轮发电机)	能够通过 Receiver 将空气加热到 950 度以上，通过 Microturbine 直接能够产生 65 千瓦的电，然后蒸汽冷却到 380 度后还可以提供电厂产生 55 千瓦的电，合计 120 千瓦。																																									
项目关键点	技术关键点	技术关键点主要是产生蒸汽的温度。 第一步的技术关键点已经在实验中样机上达成，即 Boosting 系统要加热 650 度的空气产生 540 度的蒸汽。 第二步的技术关键点是联合发电系统要达到最后输出的温度是 950 度，和微型涡轮发电机的配合上难度非常大，都在高温状态下工作，技术上将存在很多风险。																																											
	产业化的关键点	产业化的关键是成本问题，如何降低。 另外，这个碟的风险也比较大，24 米的直径，要承受台风等环境挑战，而且要有 25 年的使用寿命。 国家政策和环保导向上问题不大，清洁能源必然是发展方向。																																											
主要部件特点	Receiver (高温接收器)	用光能将空气加热变成蒸汽。 现在研发的进展是已经能做到 800 度（通过试验），相当于第一阶段产品所需要的蒸汽温度已经在实验中实现。目标是能把空气加热到 1000 度以上（因为 950 度的时候涡轮机的效率最高）。																																											
	Microturbine (微型涡轮发电机)	委托美国 Capstone 公司研制，HF 公司参与研发。																																											
	Parabolic Dish (聚光碟)	直径 20 多米，建成以后将是世界上最大、真正能够利用太阳能直接发电的碟。最先进的碟。比澳大利亚最近建成的碟性能更好。 结构设计，由德国 SBP 公司负责，是奥运会鸟巢的设计公司，世界上最有名的钢结构设计公司。 预计 2010 年年底能够完成整个样机制作。																																											
发电成本	投入成本是每瓦 2.5 美元，折算到每度电是 11 美分。和槽式相比，节省 30%																																												
目标市场	目标市场第一个是美国，第二个是以色列，然后是中国等																																												
商业计划	<table border="1"> <thead> <tr> <th>(百万美元)</th> <th>2009</th> <th>2010</th> <th>2011</th> <th>2012</th> <th>2013</th> <th>2014</th> <th>2015</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>收入</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>40</td> <td>44</td> <td>60</td> <td>376</td> </tr> <tr> <td>毛利润</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>8</td> <td>13</td> <td>18</td> <td>125</td> </tr> <tr> <td>毛利率</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>20%</td> <td>30%</td> <td>30%</td> <td>33%</td> </tr> <tr> <td>净利润</td> <td>-4</td> <td>-7</td> <td>-9</td> <td>-10</td> <td>2</td> <td>5</td> <td>110</td> </tr> </tbody> </table>					(百万美元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	收入	0	0	0	40	44	60	376	毛利润	0	0	0	8	13	18	125	毛利率				20%	30%	30%	33%	净利润	-4	-7	-9	-10	2	5	110
	(百万美元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015																																					
收入	0	0	0	40	44	60	376																																						
毛利润	0	0	0	8	13	18	125																																						
毛利率				20%	30%	30%	33%																																						
净利润	-4	-7	-9	-10	2	5	110																																						
	✓ 2012 年产生收入，2013 年开始盈利，2015 年盈利放量。 ✓ 2012 年技术节点突破后，还将进行第三阶段的融资，银行已经同意届时给予融资额 80% 的贷款。																																												

来源：公司调研，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)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	807	2,444	2,040	2,727	3,341	4,019
增长率		202.7%	-16.5%	33.7%	22.5%	20.3%
主营业务成本	-657	-1,901	-1,478	-2,026	-2,465	-2,923
%销售收入	81.4%	77.8%	72.5%	74.3%	73.8%	72.7%
毛利	150	543	562	702	877	1,096
%销售收入	18.6%	22.2%	27.5%	25.7%	26.2%	27.3%
营业税金及附加	-3	-6	-7	-7	-8	-10
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-23	-86	-75	-90	-107	-121
%销售收入	2.9%	3.5%	3.7%	3.3%	3.2%	3.0%
管理费用	-36	-119	-155	-158	-190	-217
%销售收入	4.5%	4.9%	7.6%	5.8%	5.7%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	87	333	326	447	571	749
%销售收入	10.8%	13.6%	16.0%	16.4%	17.1%	18.6%
财务费用	-8	-43	-11	7	21	30
%销售收入	1.0%	1.8%	0.5%	-0.3%	-0.6%	-0.8%
资产减值损失	0	8	-9	0	-2	-2
公允价值变动收益	0	3	4	0	0	0
投资收益	2	13	21	5	0	5
%税前利润	2.1%	4.0%	6.1%	1.1%	0.0%	0.6%
营业利润	80	314	331	459	590	782
营业利润率	9.9%	12.8%	16.2%	16.8%	17.7%	19.5%
营业外收支	-2	16	5	8	5	5
税前利润	78	330	337	467	595	787
利润率	9.7%	13.5%	16.5%	17.1%	17.8%	19.6%
所得税	-29	-46	-50	-70	-107	-157
所得税率	37.1%	13.8%	14.7%	15.0%	18.0%	20.0%
净利润	49	284	287	397	488	630
少数股东损益	0	33	49	56	68	88
归属于母公司的净利润	49	251	238	341	420	542
净利率	6.1%	10.3%	11.7%	12.5%	12.6%	13.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	49	284	287	397	488	630
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	16	54	74	69	73	76
非经营收益	1	10	-13	-9	-5	-10
营运资金变动	-7	-254	-116	298	0	0
经营活动现金净流	59	94	232	754	556	696
资本开支	-22	-61	-62	-40	-60	-20
投资	-1	-44	0	0	0	0
其他	7	21	26	5	0	5
投资活动现金净流	-16	-85	-37	-35	-60	-15
股权募资	0	0	0	9	10	11
债权募资	25	-171	-100	-151	1	2
其他	-25	-61	-186	-100	-136	-168
筹资活动现金净流	0	-232	-286	-243	-126	-155
现金净流量	43	-223	-91	477	371	526

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	242	429	357	834	1,205	1,731
应收款项	241	631	908	764	843	923
存货	156	623	573	583	689	801
其他流动资产	6	40	25	34	41	48
流动资产	645	1,724	1,864	2,215	2,777	3,502
%总资产	76.8%	75.2%	76.4%	79.9%	83.5%	87.5%
长期投资	1	0	0	0	0	0
固定资产	174	465	464	439	427	374
%总资产	20.8%	20.3%	19.0%	15.8%	12.8%	9.3%
无形资产	17	94	104	109	113	117
非流动资产	195	569	577	557	550	501
%总资产	23.2%	24.8%	23.6%	20.1%	16.5%	12.5%
资产总计	840	2,292	2,441	2,772	3,327	4,003
短期借款	40	423	203	0	0	0
应付款项	340	540	677	866	1,054	1,250
其他流动负债	21	48	30	157	193	246
流动负债	400	1,011	910	1,023	1,247	1,496
长期贷款	0	0	120	0	1	3
其他长期负债	0	2	1	0	0	0
负债	400	1,013	1,030	1,023	1,248	1,499
普通股股东权益	440	1,172	1,254	1,536	1,798	2,134
少数股东权益	0	108	157	213	281	369
负债股东权益合计	840	2,292	2,441	2,772	3,327	4,003

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.435	0.952	0.901	1.292	1.590	2.051
每股净资产	3.890	4.438	4.748	5.820	6.812	8.084
每股经营现金净流	0.521	0.362	0.875	2.857	2.107	2.638
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.517	0.636	0.821
回报率						
净资产收益率	11.17%	21.45%	18.97%	22.20%	23.34%	25.38%
总资产收益率	5.85%	10.96%	9.74%	12.30%	12.62%	13.53%
投入资本收益率	11.42%	16.83%	16.03%	21.71%	22.50%	23.90%
增长率						
主营业务收入增长率	35.62%	202.69%	-16.51%	33.67%	22.51%	20.28%
EBIT增长率	24.49%	282.05%	-2.01%	37.03%	27.75%	31.17%
净利润增长率	10.19%	411.63%	-5.35%	43.40%	23.08%	29.01%
总资产增长率	17.92%	172.89%	6.48%	13.98%	20.02%	20.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	73.2	39.2	74.1	65.0	62.0	60.0
存货周转天数	74.5	74.8	147.7	105.0	102.0	100.0
应付账款周转天数	81.5	45.8	82.0	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	74.9	68.4	80.4	55.7	43.7	31.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.01%	-1.36%	-2.69%	-47.88%	-58.07%	-69.17%
EBIT利息保障倍数	10.7	7.7	29.4	-61.9	-27.1	-24.8
资产负债率	47.67%	44.18%	42.20%	36.90%	37.50%	37.45%

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
强买	0	0	1	1	7
买入	3	4	4	4	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.92	1.88	1.72

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-06-19	买入	14.92	16.15 ~ 17.85
2 2009-08-14	买入	15.91	N/A
3 2009-12-16	买入	23.39	24.96 ~ 26.14
4 2009-12-17	买入	22.21	24.96 ~ 26.14

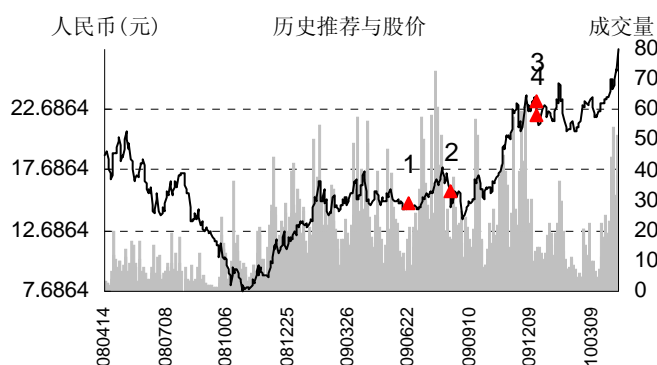
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室