空调配件

袁浩然 CPA
执业证书编号：S0960210010337
0755-82026810
yuanhaoran@cjis.cn

郝雪梅
执业证书编号：S0960110060036
0755-82026732
haoxuemei@cjis.cn

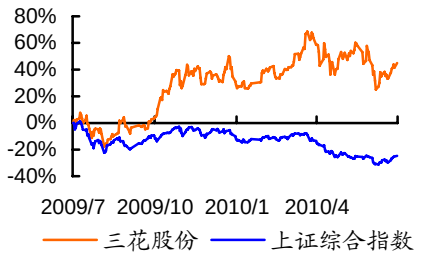
6－12 个月目标价： 28.60 元
当前股价： 24.06 元
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2575.37
总股本(百万)	264
流通股本(百万)	69
流通市值(亿)	17
EPS（TTM）	1.05
每股净资产（元）	5.34
资产负债率	42.2%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
三花股份	-1.35	-7.49	16.41
上证综合指数	0.88	-11.44	-13.77



相关报告

三花股份 002050 推荐

有看点，有期待

投资要点：

- **全球空调、冰箱零配件行业龙头企业。**主导产品四通阀、截止阀市占率分别为 60%和 40%左右，电子膨胀阀、电磁阀类产品市占率在 40%左右，均属全球领先水平。
- **下游空调销量稳定增长保证配件产品需求增长。**公司阀门的销售量与下游空调、冰箱销售量密切相关。预计未来空调销售仍将维持 10%左右的年复合增长率。主要增长来源包括：1）三四级市场尚存在大量首次购买需求；2）北方高温天气增多形成新增空调需求；3）一二级市场替代需求；4）工程机有较大市场空间；5）空调出口销量仍有增长空间；6）商用空调未来增长旺盛。
- **电子膨胀阀需求增长确定近期公司增长点。**电子膨胀阀主要用于变频空调。随着 1、2 级能效比定频空调补贴减少，预计今年变频空调销量会出现加速增长，本年销量占比有望突破 30%，未来占比会更高。电子膨胀阀毛利率高达 40%，预计今年销售有望在 350 万套以上，明年将会放量增长。电子膨胀阀的增长成为公司近期增长的重要看点。目前全球只有 4 家能够批量生产电子膨胀阀的厂家。
- **积极布局商用机配件。**2009 年商用机市场容量达 350 亿元左右,近些年商用空调出现 12%以上的高增长。公司以市场为导向积极应对市场变化，2008 年收购常州兰柯提早布局商用空调配件领域，充分发挥其在大型四通阀产品上的技术及规模优势。
- **再融资提供持续增长动力。**公司 2010 年 4 月 7 日宣布通过非公开发行股票募集约 10 亿元资金用于主要是商用制冷空调配件项目的建设。充分利用公司技术、工艺、营销等资源，积极拓展商用空调控制元器件经营和生产，丰富产品线，培养新的利润增长点。
- **双寡头垄断格局保证盈利能力。**公司与主要竞争对手盾安环境占有绝大部分阀门配件市场份额（合计 70-90%），形成双寡头垄断的竞争格局。良性竞争保证企业整体毛利率较为稳定。
- **进军新能源：进可攻，退可守。**公司在 2010 年初参股以色列 HF(Helio Focus)公司，从而在新能源、新产业领域有所突破，是在创新发展现有配件领域的基础上，向新能源产业进军的尝试。
- **盈利预测。**综合目前公司发展情况，预计公司 10 年、11 年（假定增发成功）EPS 分别为 1.30 元、1.42 元，按 22 倍 PE 估值，公司 6-12 个月目标价为 28.6 元，给予“推荐”评级。

主要财务指标

单位：百万元	2008 年 A	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E
营业收入(百万元)	2,444	2,040	3,108	4,092
同比(%)	-7%	-17%	52%	32%
归属母公司净利润(百万元)	258	238	343	446
同比(%)	98%	-8%	44%	30%
毛利率(%)	22.2%	27.5%	26.2%	25.6%
ROE(%)	26.0%	21.9%	25.9%	22.5%
每股收益(元)	2.28	0.90	1.30	1.42
P/E	11	27	19	17
P/B	8.1	5.8	4.8	3.8

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、制冷配件龙头 3
1.1 三花集团制冷配件产业平台 3
1.2 全球空调、冰箱零配件主要供应商 4
1.3 下游空调销量稳定增长保证配件产品需求增长 5
1.4 原材料价格影响有限，毛利率有保证 7
二、电子膨胀阀 – 近期增长点 8
三、商用空调配件 – 布局增长点 9
四、再融资提供持续增长动力 9
五、双寡头垄断格局保证盈利能力 10
六、进军新能源：投入不大，一旦成功盈利超强 11
七、一季度利润表 12
八、盈利预测和估值 13

图表目录

表 1：主要产品列表 4
表 2：收入分产品（单位：百万，%） 4
表 3：收入分地区（单位：百万，%） 4
表 4：2010 年拟定向增发募集资金投资项目（单位：亿元，亿元/年） 10
表 5：HF 股权结构（单位：万股、%） 11
表 6：盈利预测（单位：百万、%） 12
表 7：盈利预测（单位：百万、%） 13

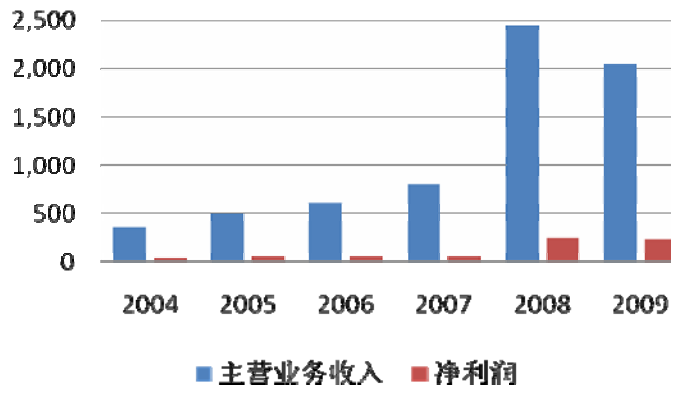
图 1：公司历年营业收入与净利润（单位：百万） 3
图 2：三花集团产业结构 3
图 3：至 2010 年 6 月空调产量走势（单位：万台，%） 6
图 4：至 2010 年 6 月空调内外销变化（单位：万台，%） 6
图 5：公司季度收入、净利润变化（单位：百万） 7
图 6：铜价走势（单位：元/吨） 8
图 7：公司毛利率和净利润率走势（单位：%） 11

一、制冷配件龙头

1.1 三花集团制冷配件产业平台

公司是三花控股集团旗下的基础核心企业，是三花集团制冷配件产业平台。2008 年公司通过定向增发购买大股东资产完成制冷控制元器件整体上市，并收购世界同业巨头、世界著名品牌—兰柯公司的四通换向阀全球业务（常州兰柯），完善了产品线，提高了盈利能力，有效发挥了资源的协同效应，公司的综合实力大幅提升，在制冷配件行业龙头地位进一步巩固。

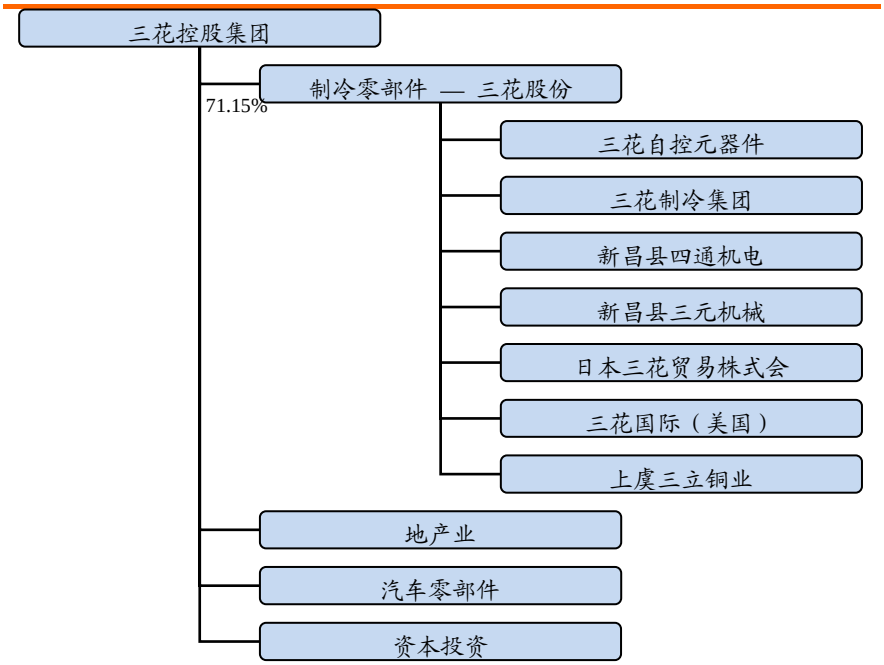
图 1：公司历年营业收入与净利润（单位：百万）



资料来源：公司报告，中投证券研究所

* 2008 年前未进行报表合并

图 2：三花集团产业结构



资料来源：公司资料，中投证券研究所

1.2 全球空调、冰箱零配件主要供应商

公司主要产品：四通换向阀，截止阀，电子膨胀阀，电磁阀，球阀，方体阀等空调、冰箱用零配件，包括多种产品系类的 2000 多个规格，是全球空调、冰箱厂商主要零配件供应商。主导产品四通阀、截止阀品类齐全，市场占有率分别为 40%和 60%左右，居全球第一、第二，电子膨胀阀、电磁阀类产品市占率在 40%左右，属全球领先。公司是全球四家拥有电磁阀技术专利厂商之一。与主要客户包括松下、大金、三菱、东芝、三星、开利、格力、美的、海尔等国内外著名制冷厂商建立了良好的战略合作关系。

表 1：主要产品列表

产品	09 年产量（万台）	目前产能（万台）	收入占比	市场份额
截止阀	约 3500	4900	18-20%左右	30-40%
四通换向阀	约 2900	3200	52-55%左右	50-60%
电子膨胀阀	约 180	550	4-6%左右	40%左右
电磁阀	约 220	250	4-6%左右	40%左右

资料来源：公司资料，中投证券研究所

公司在传统配件如四通阀、截止阀等产品上已占据绝对优势，和主要竞争对手盾安环境形成双寡头垄断。09 年公司截止阀、四通阀销量分别为 3000 万台和 3500 万台，四通阀占据市场 50%以上的市场份额，截止阀市占率也在 30%以上，是公司收入的主要来源。

表 2：收入分产品（单位：百万，%）

分产品	营业收入(2009)	收入占比构成	营业收入同比	营业收入(2008)	收入占比构成
空调元器件	1,882	95.7%	-16.5%	2,253	97.5%
冰箱元器件	85	4.3%	63.9%	52	2.2%
其他	1	-	-85.0%	6	0.2%
合计	**1,967**	**100.0%**	**-14.9%**	**2,310**	**100.0%**

资料来源：公司公告，中投证券研究所

2009 年受金融危机影响，上半年订单减少，特别是出口销量急剧萎缩，加上原材料价格下跌造成 09 年空调元器件收入同比下滑。下半年危机影响已明显减小，市场需求显著。同时，冰箱类元器件增长明显，同比增长 64%，在公司收入中占比也提升 2 个点达 4.3%。

表 3：收入分地区（单位：百万，%）

分产品	营业收入(2009)	收入占比构成	营业收入同比	营业收入(2008)	收入占比构成
内销	1,057	53.7%	-9.6%	1,170	50.6%
外销	910	46.3%	-20.2%	1,141	49.4%
合计	**1,967**	**100.0%**	**-14.9%**	**2,310**	**100.0%**

资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司主要产品远销美洲、日本、韩国、欧洲、东南亚、中东、非洲等地区。

出口销售收入近 10 亿元人民币，占比 46.3%，相比主要竞争对手占据绝对优势，拥有较强的海外营销网络。

海外贸易也面临一定贸易摩擦，根据 2009 年裁定，公司出口美国的方体阀需按 28.4%征收反倾销税。由于该部分方体阀出口仅占公司总收入 3%左右，对公司影响有限，同时公司也在积极跟进，明年还会重新申请审批，税率有望降低。

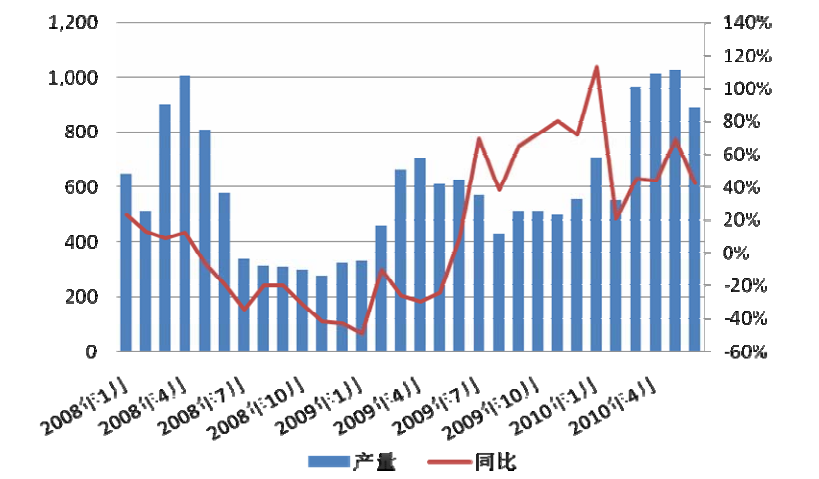
1.3 下游空调销量稳定增长保证配件产品需求增长

公司阀门的销售量与下游空调、冰箱销售量密切相关。下游空调产品的需求和供给情况，对公司经营有很强的影响力。

2000 年到 2005 年是我国空调发展的高速增长阶段，2005 年后，步入稳定增长期。预计未来空调销售仍将维持 10%左右的复合增长。主要增长点包括:

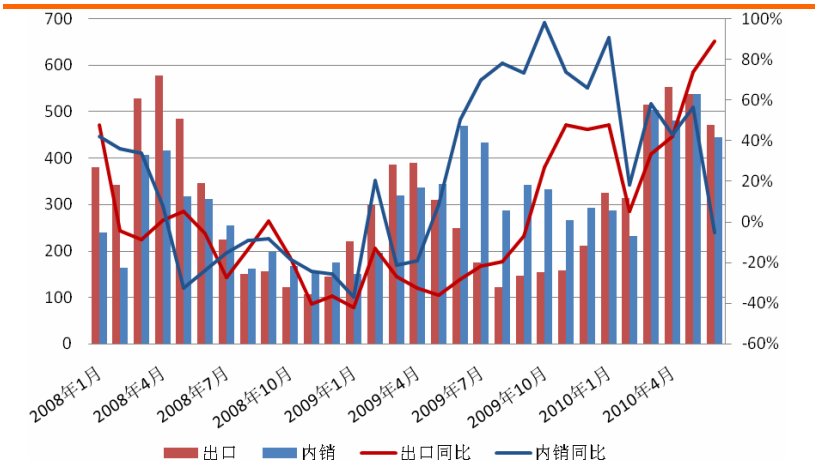
1. 农村空调保有量仍不足 10%，未来三、四市场空调市场尚存在大量首次购买需求。
2. 全球气温变暖，北方出现高温天气，带来空调总量增加。以前空调销售有较强的地域性，南方销量为主。未来北方空调需求增加将会有效撬动空调全球总销量增长。
3. 城镇化建设、人口结构年轻化在空调单体价值量与收入比不断降低中，空调越来越多的拥有必须消费品的特征。一般空调使用寿命 7-8 年，我国空调已发展 10 年，空调更新换代需求是未来城镇空调销售增长的重要动力。
4. 工程空调机销长势头良好。国内经济高速发展中，酒店等不断兴起，为工程机提供了巨大的市场成长空间。
5. 出口量仍有增长空间。目前我国空调龙头企业除美的在出口上有较大占比，格力、海尔等出口占比还有较大提升空间。同时，随着空调单体价值下降，全球空调制造和销售会进一步向我国转移。
6. 商用空调未来增长旺盛。

图 3：至 2010 年 6 月空调产量走势（单位：万台，%）



资料来源：产业在线

图 4：至 2010 年 6 月空调内外销变化（单位：万台，%）



资料来源：产业在线

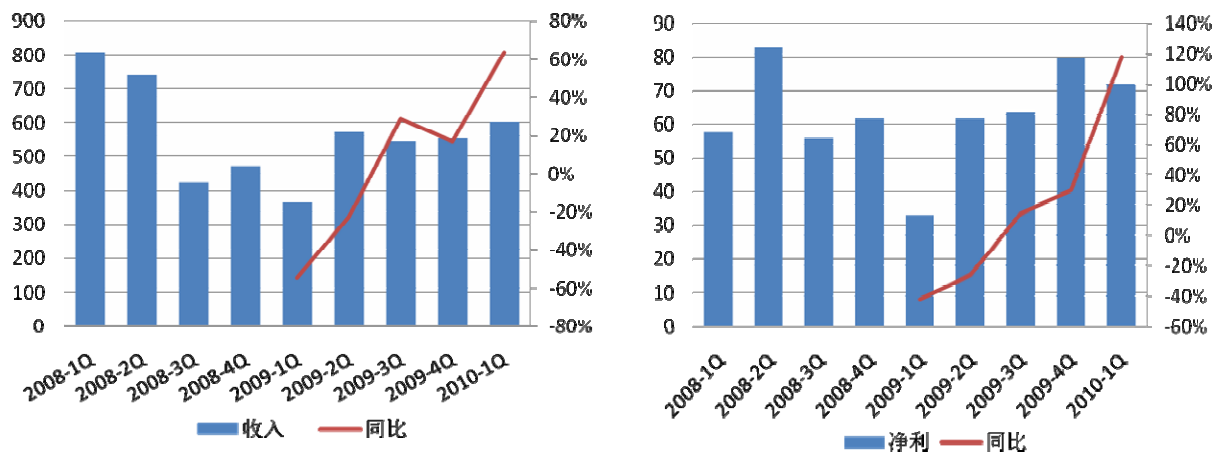
配件与空调关联系较强，由于销售有较强季节性，一般 3-7 月为销售旺季，加上生产提前期，上游零部件供应一般在每年 2-6 月为生产旺季。从空调销量上看，09 年下半年开始，国家拉动内需的扶持政策惠及空调行业，“家电下乡”、“节能惠民工程”，“以旧换新”等政策出台，带动空调销售同比出现大幅增长。加之金融危机影响下 08 年下半年到 09 年初销量低迷，低基数部分造成 09 年下半年以来空调总销量同比高位增长。

上半年房产调控对家电销售预期形成一定压力，房地产交易持续低迷三个月之后，至少从成交量的角度，已经开始有所松动。随着时间的推移，未来无论房价走势如何，成交量都会逐步放大，尽管空调销售有一段时间的滞后效应，但是市场对空调销售的担心已下降。

2010 年 6 月同比增速环比来看有所回落，但是单月绝对值上 900 多万台销量仍处历史高位。半年来看，2009 年同期基数已较高，预期今年下半年同比增速会有所趋缓。但从 2010 年全年来看，下半年是空调销售淡季，全年总销量依然能维持较高的增长。

公司收入、净利从 09 年下半年开始大幅增长，由于受铜等原材料价格下跌影响，收入绝对值相比前期高点仍有距离，但净利润已处在历史较高位置。预计 2010 年上半年在空调销售旺盛拉动下，公司业绩仍会有较大提升。

图 5：公司季度收入、净利润变化（单位：百万）



资料来源：公司公告，中投证券研究所

1.4 原材料价格影响有限，毛利率有保证

铜是公司主要原材料，原材料占成本比重 60%以上。但原材料价格波动对公司

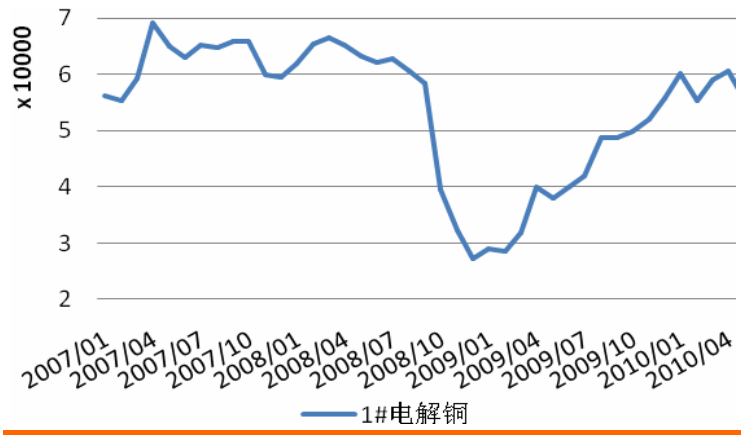
首先，公司采取套期保值以及签订合约等方法规避原材料价格风险，降低原材料价格波动对公司成本的冲击，铜等原材料价格波动对公司毛利率影响有限。

其次，随着全球经济也包括我国经济运行出现反复，原来市场担心的家电原材料价格上涨压力不复存在，铜价格开始出现回落趋势，未来一段时间更多的可能会是徘徊，铜价大幅波动的可能性不大，公司的毛利率能够得以维持。

第三，公司与主要竞争对手盾安环境占有绝大部分阀门配件市场份额，形成双寡头垄断的竞争格局。两家企业在截止阀、四通阀、电子膨胀阀和热力膨胀阀上占据 70-90%以上市场份额。同时，下游客户空调、冰箱厂商品牌集中度较高，盈利能力较好。双寡头格局和强大的下游保证了公司稳定的毛利率。

此外，公司在今年 3 月收购上虞市三立铜业有限公司 80%股权，为公司向上游铜加工业产业延伸的机会，增强了公司产品的市场竞争力，进一步提升公司在配件产业中的整体实力。同时，也为公司未来进入铜加工领域打下了基础。

图 6：铜价走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中投证券研究所

二、电子膨胀阀 – 近期增长点

三花股份是全球四家拥有知识产权，并能批量生产电子膨胀阀的四家厂商之一。其他三家均为日本企业：日本不二工机、太平洋工业株式会社和鹭宫株式会社。公司用了 20 年的时间，绕过日本专业技术自主研发成功，目前公司已拥有 600 万套电子膨胀阀的生产能力。2005 年公司募投项目之一便是 200 万套电子膨胀阀项目。由于电子膨胀阀有一定的技术壁垒，公司在电子膨胀阀上拥有一定定价权，价格相比传统的四通阀和截止阀高出近一倍，毛利率也高达 30%-40%。2009 年公司销售电子膨胀阀约 180 万套，预计今年销售在 300 万套以上，电子膨胀阀（类似产品还包括电磁阀）的增长成为公司近期增长重要看点。

电子膨胀阀主要用于变频空调中。变频空调未来的发展情况决定了电子膨胀阀的增长情况。国家“十一五”规划中要求减少单位 GDP 耗能 15%，到 2020 年汽车、家电能效大国际领先水平。“十二五”规划也将会不断落实节能减排任务，节能减排已经深入人心。

按照国家最新政策，空调高能效补贴已于 6 月 1 日进行调整，市场准入门槛提高，新能效比要求达到 3.4 以上。空调行业已经开始新一轮产品结构调整，未来空调更新换代期需求旺盛。根据新政策，原来单台补贴金额相比去年减少一半，这样定频空调相比变频空调原有的价格优势已不明显，各个空调厂商也开始积极布局变频空调，变频空调替代定频也是未来产品结构性调整的方向。根据日本松下的研究，相比定频，变频空调可节能 24%，2007 年我国变频空调销售占比还仅有 8%左右，到 2010 年已到 20%。预计明年变频空调销量可达空调总销量 30%以上，未来增长较为确定，市场容量巨大。变频空调需求量的提升，将直接带来电子膨胀阀等产品需求的上升。公司将成为最直接的受益者。

电磁阀方面，公司竞争对手主要来自国际，主要是鹭宫及其在国内所设独资企业，国内厂商目前无竞争对手。公司成功解决了电磁阀产品存在的技术壁

全，目前也已开始大批量配套生产。

三、商用空调配件 – 布局增长点

近几年中国经济保持高速发展，大型商业楼宇、酒店、商场等不断兴起，为商用空调机提供了巨大的市场成长空间。国内商用空调市场已从起步阶段发展到初具规模，近些年商用空调出现 12%以上的高增长。2008 年商用机销售额 320 亿元左右，较上年增长 15%，2009 年商用机市场容量达 350 亿元左右。美的、格力等国内空调龙头也均把商用空调作为公司未来发展的重点，商用机在我国有这良好发展趋势。

公司作为主要的制冷空调配件厂商以市场为导向积极应对市场变化，不断地根据行业发展趋势及变化，持续研发高技术含量产品，进行技术升级和产品结构调整。为顺应商用空调发展趋势，公司 2008 年收购的常州兰柯。常州兰柯在商用四通换向阀的生产和销售方面具有独特优势，是英维斯集团“兰柯”品牌四通换向阀产品全球唯一生产商。大型四通换向阀产品主要运用于商用空调领域，此次收购公司正是提早布局商用空调配件领域，充分发挥常州兰柯在大型四通阀产品上技术及规模上优势。

同时，公司 2010 年 4 月 7 日宣布通过非公开发行股票募集约 10 亿元资金用于主要是商用制冷空调配件项目的建设。充分利用公司技术、工艺、营销等资源，积极拓展商用空调控制元器件经营和生产，丰富产品线，培养新的利润增长点。

四、再融资提供持续增长动力

公司 4 月 7 日公告非公开增发预案，以不低于 21.39 元/股的价格增发 5000 万股，计划募集约 10 亿元资金用于主要是商用制冷空调配件项目的建设。商用空调在国内空调厂商中尚处在发展阶段，美的、格力等国内空调龙头也均把商用空调作为公司未来发展的重点，商用机在我国有良好发展趋势。公司在商用机领域已有一定基础，08 年收购的常州兰柯在商用四通换向阀的生产和销售方面具有独特优势。

此次募集的资金能够保证公司占有配件市场商用机先发优势，充分利用公司技术、工艺、营销等资源优势，拓展商业制冷和商用空调配件市场，培育中长期利润增长点，促成公司从“成本领先”向“技术领先”的转变。

表 4：2010 年拟定向增发募集资金投资项目（单位：亿元，亿元/年）

项目名称	产品投向	总投资额(亿元)	建设期	预期收入(亿元/年）	预期净利润(亿元/年）
年产 1500 万只商用制冷空调自动控制元器件	商用电磁阀-200 万只 商用四通阀-400 万只 商用热力膨胀阀-500 万只 商用电子膨胀阀-150 万套 商用钢截止阀-250 万只	5.12	2 年	12.72	1.12
年产 350 万只商用制冷空调净化装置建设项目	铁分离器-100 万只 铁过滤器-150 万只 压力容器 100 万只	1.27	1 年	3.35	0.28
年产 1000 万只家用空调自动控制元器件建设项目	电子膨胀阀-500 万只 不锈钢膨胀阀-500 万只	1.85	2 年	3.88	0.42
年产 800 万只家用冰箱自动控制元器件建设项目	冰箱双稳态电磁阀-600 万只 冰箱电动切换阀-200 万套	1.26	2 年	2.65	0.29
技术研发中心建设项目		0.52	1 年		

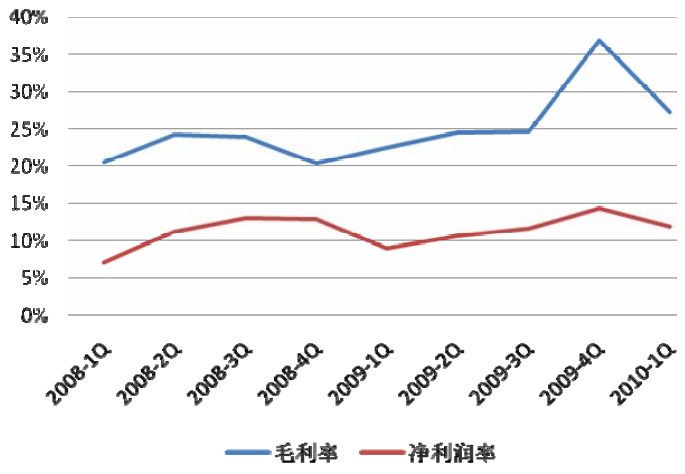
资料来源：公司公告，中投证券研究所

五、双寡头垄断格局保证盈利能力

公司与主要竞争对手盾安环境合计占有绝大部分阀门配件市场份额，形成双寡头垄断的竞争格局。两家企业在截止阀、四通阀、电子膨胀阀和热力膨胀阀上占据 70-90%以上市场份额，但在产品上各有偏重，盾安以截止阀为主，市占率 50%左右，而三花股份则在四通阀上占据绝对优势，市占率 60%左右。新产品上三花着重发展电子膨胀阀（主要销往欧洲），而盾安则在热力膨胀阀（主要销往美国）上有所建树。两家形成了较好的互补产品线，呈现出双寡头良性竞争格局。

较好的竞争格局保证了两家公司产品较为稳定的毛利率，两家合作大于竞争。另一方面，空调零配件上千种产品型号、供货的及时性以及合理的毛利率也保证公司市场和利润不会被下游空调生产商所抢占。双寡头竞争环境以及较为强大的下游空调、冰箱厂商保证了公司较为稳定的盈利水平。

图 7：公司毛利率和净利润率走势（单位：%）



资料来源：公司公告，中投证券研究所

六、进军新能源：投入不大，一旦成功盈利超强

公司在今年初出资 1050 万美元认购以色列 HF(Helio Focus)公司 30%股权，同时 HF 控股股东 ICG 公司增资 231 万美元，股权比例增持到 44.7%。公司参与的此次融资为 HF 公司 B 阶段融资，用于建造拉马塔维夫的阿尔法增容系统。2011 年后拟进行下一轮融资，若以发行股份方式融资，公司与 ICG 享有优先认购权。

表 5：HF 股权结构（单位：万股、%）

股东名称	普通股	普通 A 股	普通 B 股	比例
ICG 公司	69	1,053	143	44.7%
三花股份	274		574	30.0%
创始人团队	568			20.1%
职工期权	148			5.2%
合计股份		2,830		100.0%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

HF 是一家以色列开发太能热利用技术研发的公司，只做研发并不从事生产。公司欲通过参股 HF 公司间接进入太阳能领域。入股 HF 后，公司将会派驻研发人员参与 HF 公司研发工作，并享有中国独家销售代理和零部件有限供应商资格。此次投资能够为公司学习和借鉴国外先进光能技术，培养自有人才，为未来进一步深入光能产业打下铺垫。如 HF 研发顺利，预计 2012 年产生收入，公司有望在光点转化接收器等配件上拓展业务。

另一方面，HF 目前研发的是新型碟式发电系统，现已完成太阳能接收器技术的开发和测试。碟式太阳能发电系统相对槽式和塔式系统技术难度较高，

技术还未成熟，未能能否实现商业化生产尚是未知数。即便如此，该项目的投资将使公司在新能源、新产业领域有所突破，是在创新发展现有配件领域的基础上，向新能源产业进军的尝试，公司表示，未来仍有很多意向适时进入太阳能发电行业。

七、一季度利润表

表 6：盈利预测（单位：百万、%）

科目(单位：百万）	2010Q1	2009Q1	同比
一、营业总收入	602	367	63.8%
营业收入增长率			
二、营业总成本	500	330	51.5%
其中：营业成本	437	285	53.5%
毛利率(简单测算）	*27.4%*	*22.5%*	*4.85%*
营业税金及附加	1.06	1.38	
销售费用	16	15	9.1%
销售费用率	*2.7%*	*4.0%*	*-1.3%*
管理费用	36	27	34.1%
管理费用率	*6.0%*	*7.3%*	*-1.3%*
财务费用	6	2	
资产减值损失	4	0	
加：公允价值变动收益	2	17	
投资收益及其它	4	-4	
三、营业利润	108	50	114.7%
加：营业外收入	1	2	
减：营业外支出	3	1	
四、利润总额	106	52	106.3%
减：所得税费用	20	13	56.1%
综合所得税率	*19.2%*	*25.4%*	*-6.2%*
五、净利润	86	38	123.4%
净利润率	*14.3%*	*10.5%*	*3.8%*
归属于母公司净利润	72	33	118.2%
少数股东损益	14	5	
少数股东损益占比	*16.1%*	*14.1%*	
六、总股本	264	264	
七、按期末股数简单每股收益：	0.27	0.13	
毛利率减销售费用率	***24.7%***	***18.5%***	***6.2%***

资料来源：公司报告、中投证券研究所

八、盈利预测和估值

表 7：盈利预测（单位：百万、%）

科目(单位：百万)	2008 年 A	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E
一、营业总收入	**2,444**	**2,040**	**3,108**	**4,092**
营业收入增长率	*-7.2%*	*-16.5%*	*52.3%*	*31.7%*
二、营业总成本	**2,138**	**1,734**	**2,649**	**3,486**
其中：营业成本	1,901	1,478	2,295	3,043
毛利率(简单测算)	*22.2%*	*27.5%*	*26.2%*	*25.6%*
营业税金及附加	6	7	9	10
销售费用	86	75	110	137
销售费用率	*3.5%*	*3.7%*	*3.5%*	*3.4%*
管理费用	111	155	191	240
管理费用率	*4.5%*	*7.6%*	*6.1%*	*5.9%*
财务费用	43	11	24	30
资产减值损失	-8	9	20	26
加：公允价值变动收益	3	4	3	5
投资收益及其它	13	21	25	28
三、营业利润	**322**	**331**	**487**	**639**
加：营业外收入	21	10	9	10
减：营业外支出	5	4	4	4
四、利润总额	**338**	**337**	**492**	**645**
减：所得税费用	47	50	81	110
综合所得税率	*13.8%*	*14.7%*	*16.5%*	*17.0%*
五、净利润	**291**	**287**	**411**	**535**
净利润率	*4.7%*	*14.1%*	*13.2%*	*13.1%*
归属于母公司净利润	258	238	343	446
少数股东损益	33	49	68	89
少数股东损益占比	*1.2%*	*17.1%*	*16.6%*	*16.6%*
六、总股本	113	264	264	314
七、按期末股数简单每股收益：	2.28	0.90	1.30	1.42
净利润增长率	*97.5%*	*-7.8%*	*44.1%*	*30.3%*

资料来源：中投证券研究所

综合目前公司发展情况，预计公司 10 年 EPS 为 1.30 元、11 年假定增发成功，EPS 摊薄后为 1.42 元。按 22 倍 PE 估值，公司 6-12 个月目标价为 28.6 元，给予“推荐”评级。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然，中投证券研究所家电行业研究员，工学学士，金融学硕士，CPA， 4 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所 公司网站：http://www.cjis.cn

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518048 传真：（0755）82026711	北京市西城区闹市口大街1号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编：100031 传真：（010）66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：（021）62171434