

盾安环境（002011）：空调阀门龙头+受益行业长期发展

增持（维持）

家电行业

当前股价：9.70 元

报告日期：2009 年 2 月 9 日

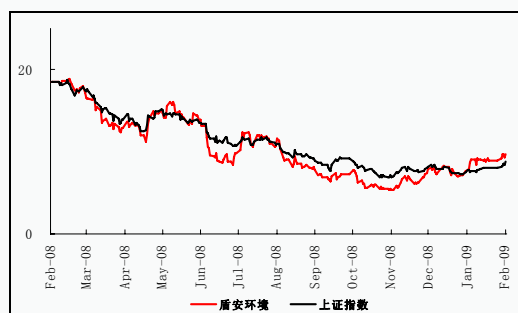
主要财务指标（单位：百万元）

	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	1,476.5	2,400.4	2,441.4	2,557.6
(+/-)	546.8%	62.6%	1.7%	4.76%
营业利润	84.3	255.6	211.6	228.3
(+/-)	175.5%	203.4%	-17.2%	9.08%
归属于母公司的净利润	60.7	161.6	143.9	156.8
(+/-)	-63.2%	705.2%	8.91%	8.63%
每股收益（元）	0.13	1.00	0.45	0.49
净资产收益率	2.33%	3.28%	14.5%	14.6%
市盈率（倍）	69	9	22	20

公司基本情况（2009 年 02 月 09 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	32,236/10,129
流通市值（亿元）	9.83
每股净资产（元）	3.24
资产负债率（%）	45.96

股价表现（最近一年）



天相资讯科技组

邹高、刘迟

010-66045579 liucd@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司是国内空调零部件行业的龙头之一，截止阀国内市场占有率 44%，行业排名第一，四通阀市场占有率 34%，行业排名第二，其他产品储液器、平衡块、管路件的销量位居全国首位。
- 预计 09 年国内空调产量和 08 年持平，影响空调阀门需求增长。08 年我国空调销量同比下降 6.24%，产量同比下降 10.5%，在空调行业景气度下降之时，空调产量相对降幅更大。08 年 12 月我国空调企业库存 919.89 万台，在 09 年空调效能升级的背景下，行业面临一定的库存压力，为消化库存产量下降幅度可能更大。我们预测 09 年空调国内销量增长 5.2%，出口量下降速度将可能趋缓，09 年我国空调产量和 08 年持平的可能性较大。一台普通空调需要 2 个截止阀，四通阀、电磁阀等其他阀门每台各需一个，预计 09 年空调阀门需求将和 08 年持平或微增。
- 分享空调行业长期增长带来的益处。2007 年我国每百户城镇家庭拥有空调 95.08 台，农村每百户家庭拥有空调 8.54 台。国内北京、上海和浙江等省城镇家庭每百户拥有量已超过 150 台，山西、内蒙古等省空调普及率不足 50 台/百户，欧美发达国家每百户拥有量超过 140 台。从长远来看，随着我国城镇化步伐的加快和居民收入水平的提高，我国空调行业仍将有较大的潜在增长空间。公司作为空调阀门行业龙头之一，将能分享空调行业长期增长带来的益处。
- 抵御经济周期风险能力相对较强。公司中央空调业务收入和毛利占比均在 50% 左右，08 年底成为国内品牌中第一个中标核电冷水机组的中央空调生产企业，公司未来几年将大力发展中央空调业务，公司阀门类和中央空调业务占比均衡，受家用空调行业影响较小；另一方面公司出口占比约 13%，远低于同行业平均水平，受汇率和国外需求变化影响小，相对来讲具有较强的抵御经济周期和出口风险的能力。
- 盈利预测和估值。预计公司 08、09 年每股收益 0.45 元和 0.49 元，对应动态市盈率 22 倍、20 倍，维持公司“增持”投资评级。虽然市盈率相对于白电龙头格力电器、美的电器和青岛海尔较高，但公司作为空调阀门行业的龙头，行业集中度更高、议价能力强，财务状况优良，从历史和公司的发展来看，市盈率仍处于合理范围之内。



正文目录

1. 空调阀门行业龙头	3
2. 09 年空调产量或与 08 年持平 空调阀门需求亦受影响	3
2.1 下游空调需求放缓影响空调阀门行业增长	3
2.2 09 年空调阀门销量或与 08 年持平	3
3. 龙头企业毛利率稳定提升	5
3.1 行业集中度相对较高	5
3.2 行业龙头毛利率保持稳定增长	6
4. 阀门龙头将能分享我国空调行业长期增长带来的益处	7
5. 主营业务：抵御行业周期风险能力相对较强	8
5.1 产品结构相对均衡	8
5.2 出口占比少 受汇率和出口波动影响较小	9
6. 财务分析：横向最优 纵向不断改善	10
6.1 横向：和同类公司相比 公司财务状况良好	10
6.2 纵向：公司盈利和经营能力明显提高	11
7. 盈利预测与估值	12
7.1 盈利预测	12
7.2 相对估值	13

图表目录

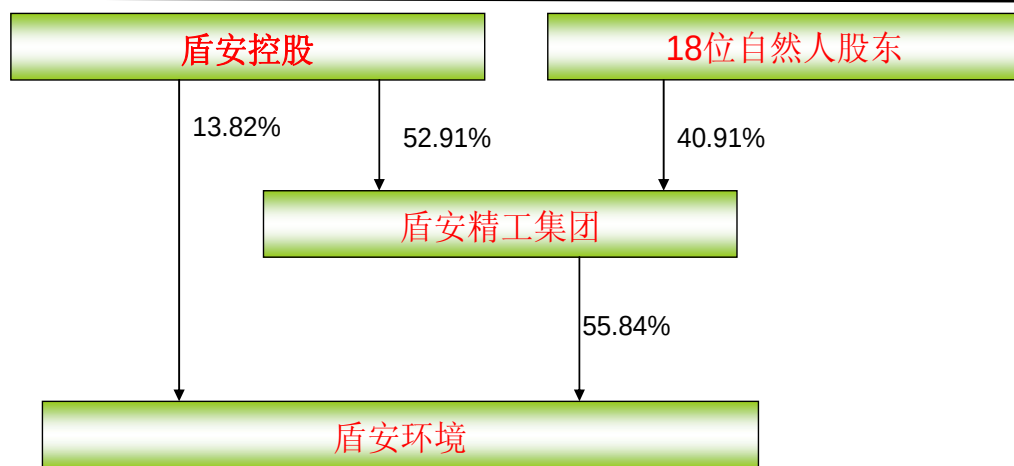
图表 1： 盾安环境股权结构图	3
图表 2： 我国空调出口量及其占总销量比例（单位：万台）	4
图表 3： 出口量不同增速下 09 年空调总需求量（单位：万台）	4
图表 4： 2004-2007 年我国空调产量、销量增速比较	5
图表 5： 三花股份、盾安环境截止阀国内市场份额	6
图表 6： 长江铜期货价格（单位：元/吨）	6
图表 7： 三花股份、盾安环境空调阀门类产品毛利率变化	7
图表 8： 我国各地区每百户城镇家庭空调拥有量（台/百户）	7
图表 9： 08 年上半年盾安环境各类产品收入占比	8
图表 10： 08 年上半年三花股份各类产品收入占比	9
图表 11： 盾安环境内销和出口占比情况（单位：亿元）	9
图表 12： 三花股份内销和出口占比情况（单位：亿元）	10
图表 13： 08 年前三季度家用制冷零部件相关上市公司财务指标	10
图表 14： 家用制冷零部件相关上市公司财务综合评分值	11
图表 16： 盾安环境负债和经营能力指标历史变化情况	12
图表 17： 盈利预测表（单位：万元）	12
图表 18： 同类上市公司主要估值指标比较 （单位：元、倍）	13

1. 空调阀门行业龙头

07 年公司通过向控股股东盾安精工集团发行 9000 万股 A 股，完成了“盾安”制冷设备和制冷配件两大产业的整合。公司目前是国内空调零部件行业的龙头之一，截止阀市场占有率 44%，行业排名第一，四通阀市场占有率 34%，行业排名第二，其他产品储液器、平衡块、管路件的销量位居全国首位。

虽然公司中央空调业务在国内市场占有率较低，但从制冷零部件业务注入上市公司以来，上游制冷零部件和下游中央空调产业整合，将有利于公司以商用空调为基础、向行业特种化方向转型的战略的执行。

图表 1：盾安环境股权结构图



资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

2. 09 年空调产量或与 08 年持平 空调阀门需求亦受影响

2.1 下游空调需求放缓影响空调阀门行业增长

随着“次贷危机”逐步滑向金融危机，金融危机向实体经济传导的进一步加深，直接影响到我国空调出口；房地产低迷、居民实际收入增速下降等负面因素也抑制了空调内销的增长。08 年我国共销售空调 6518.27 万台，同比下降 6.24%，增速下降 31.46 个百分点，其中内销 2954.8 万台，同比下降 6.81%。空调销售不畅直接影响了空调产量的增长，08 年 1—12 月，我国共生产 6303.68 万台，同比下降 10.5%。

空调产量的下降，也将势必影响空调上游阀门等相关零部件的需求。虽然我们并没有针对空调阀门行业的统计数据，但从空调阀门行业龙头三花股份（由于盾安环境 07 年底，完成资产注入，收入没有可比性）的营业收入变化中，可以管窥一斑：08 年前三季度，三花股份营业收入同比下降 4.1%，7—9 月份单季度营业收入更是下降 16.9%。

2.2 09 年空调阀门销量或与 08 年持平

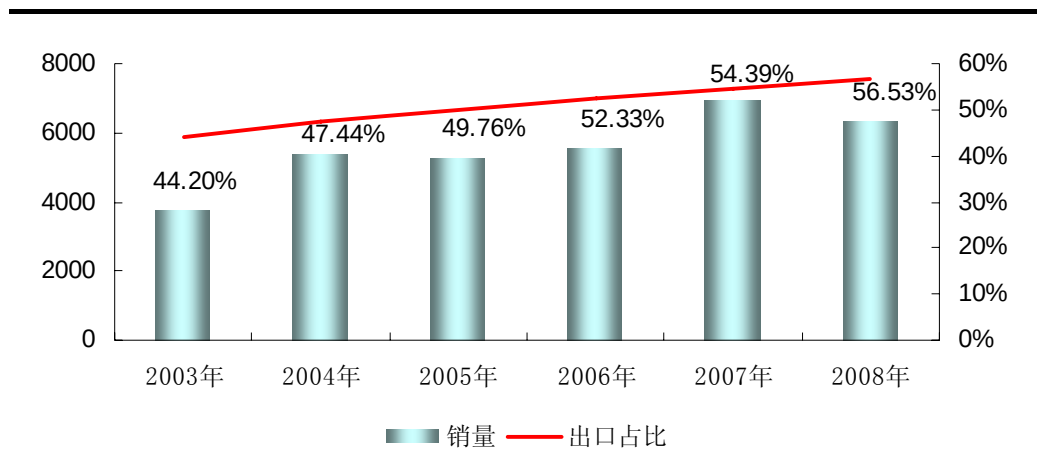
综合考虑城镇房地产对家电销售的拉动、更新需求以及普及率的提升，我们预计

09 年城镇空调销量为 2810 万台；07 年农民纯收入为 4104 元，07 年农村居民家庭空调普及率为 8.54 台/百户，农村居民家庭收入和普及率和城镇居民上世纪九十年代中期基本相当。农村住房透气性好，风扇替代性相对较强，因此，近年来农村空调普及率以 1 台/百户左右的速度增长，我们预计 09 年农村空调销量为 400 万台。（详细测算过程，请见 09 年白电投资策略报告）。

08 年夏季气温和往年相比偏低，对我国空调需求起到了一定的抑制作用。08、09 年连续两年出现“凉夏”的概率较小，另外空调下乡虽然对空调销量提升作用有限，但仍会在某种程度上促进销量增长，预计 09 年空调内销为 3210 万台，同比增长 8.64%。

虽然内销仍有望保持增长，但出口市场仍面临较多确定性，美国经济何时见底、金融危机对全球实体经济的冲击力度到底有多大，将是影响我们对空调出口的判断的主要因素。随着国外空调产能向我国转移，出口量占我国空调总销量的比例近年来逐步加大，08 年出口量占比达到 55% 以上，因此，出口对我国空调行业的影响具有举足轻重的作用。

图表 2：我国空调出口量及其占总销量比例（单位：万台）



资料来源：产业在线、天相投资顾问有限公司

08 年 7 月中旬以来，人民币汇率维稳，我国政府采取提高家电出口退税率等措施（13%提高 14%），为家电出口创造有利条件。因此，我们对 09 年家电出口不应过于悲观。虽然面临众多不确定性因素，但我们判断 09 年空调出口量和 08 年持平的可能性较大：一、目前全球空调产能 70% 以上在中国，空调产业短期转移可能性较小，只要海外空调有需求，仍会选择中国制造的产品；二、我们的判断是建立在美国经济 09 年下半年能够维稳的基础上。

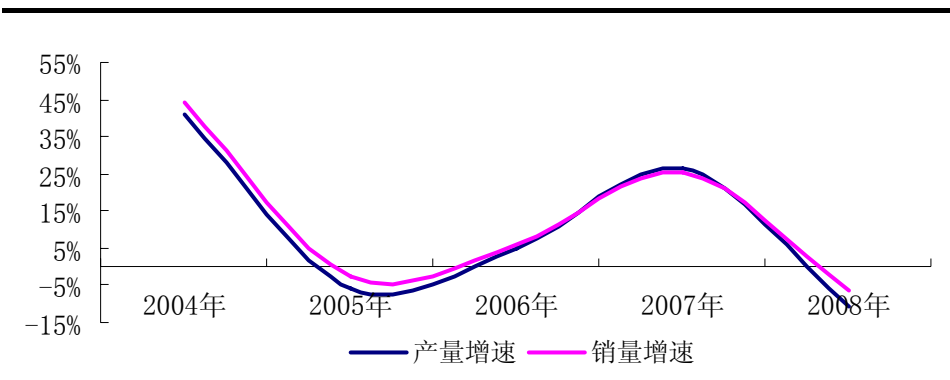
图表 3：出口量不同增速下 09 年空调总需求量（单位：万台）

	-10%	5%	0	5%	10%
出口量	3210	3745	3563	3745	3923
内销	3210	3210	3210	3210	3210
总销量	6420	6955	6773	6955	7133

资料来源：天相投资顾问有限公司

08 年我国出口空调 3563.5 万台，同比下降 5.76%，在空调出口和 08 年持平的假设下，09 年空调销量为 6773 万台，同比增长 7.45%。

图表 4：2004-2007 年我国空调产量、销量增速比较



资料来源：产业在线、天相投资顾问有限公司

05 年我国空调销量同比下降 2.76%，产量同比下降 5.85%，08 年空调销量同比下降 6.24%，产量同比下降 10.50%，说明在空调行业景气度下降之时，空调企业生产更加谨慎，产量下降速度更快。08 年 12 月底，我国空调企业库存 919.89 万台，在 6-9 月空调库存环比连续四个月下降后，库存量环比增速又有所回升，库存中三四级空调占比在 80%以上，在能效升级的背景下，空调生产企业面临一定的库存压力。因此，虽然根据我们的判断空调销量将增长 7.45%（较为乐观），09 年我国空调产量和 08 年持平的可能性较大。一台普通空调需要 2 个截止阀，四通阀（用于热泵空调）、电磁阀等其他类阀门每台空调仅需一个，预计 09 年空调阀门需求将和 08 年持平或微增。

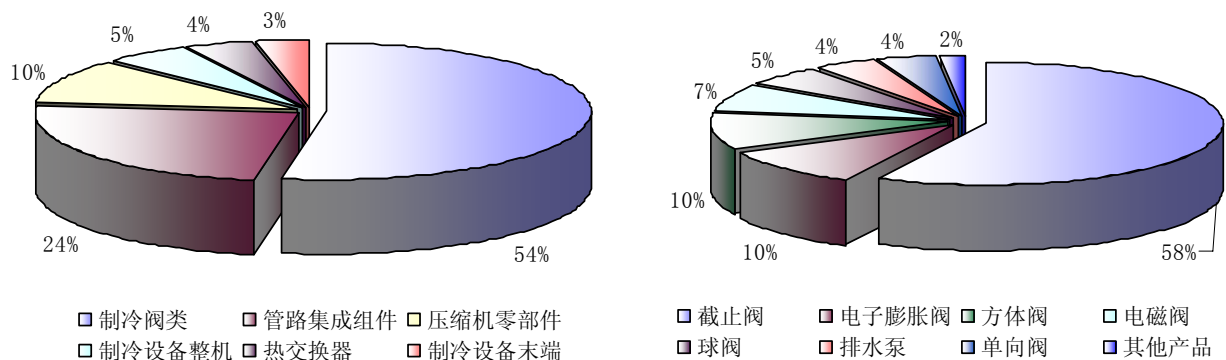
3. 龙头企业毛利率稳定提升

3.1 行业集中度相对较高

目前国内空调用制冷阀制造主要集中在浙江三花、浙江盾安、佛山华鹭等少数几家企业，市场集中度较高。近年来，经过一系列的市场整合和产能的扩充，三花股份、盾安环境已成为我国空调阀门行业的双寡头，占据了截止阀 70%、四通阀 90%以上的市场份额。空调行业景气度下降，由于龙头企业技术、规模等方面优势明显，虽然空调阀门行业集中度已经较高，但是我们认为龙头企业的市场分额仍有一定的提升空间。

预计空调行业垄断双寡头格力、美的 08 年销量合计市场占有率将达到 45%以上，比 07 年提高 3.4 个百分点。相对下游空调整机生产企业来讲，我国空调阀门行业集中度更高，虽然格力、美的等企业规模庞大，但空调阀门行业龙头盾安环境和三花股份仍有较强的转移成本压力能力。

图表 5：三花股份、盾安环境截止阀国内市场份额



资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

3.2 行业龙头毛利率保持稳定增长

随着我国空调阀门行业整合步伐的加快，行业集中度的提高，行业寡头的产品议价能力不断提高。原材料在空调阀门成本占比在 85%左右，铜在原材料成本占比达到 80%以上，因此，铜在总成本中的占比 65%—70%。06 年至 08 年中期铜价一直在高位运行，但空调阀门行业龙头毛利率仍然保持稳定或者微增。

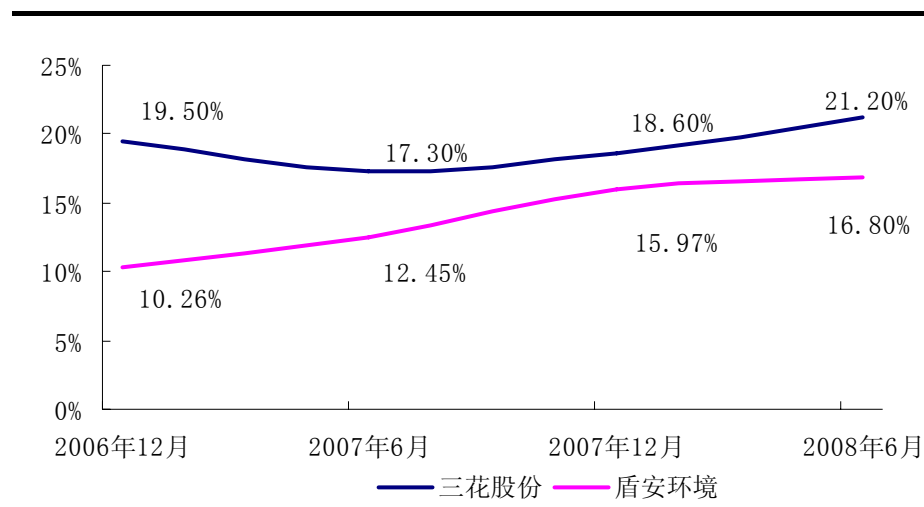
图表 6：长江铜期货价格（单位：元/吨）



资料来源：Bloomberg、天相投资顾问有限公司

我们分析之所以行业龙头铜的价格在高位震荡格局中，三花股份和盾安环境阀门产品毛利率能够保持稳定上升主要基于以下两点理由：一、与下游企业格力电器、美的电器等企业签订供货合同，锁定毛利率，根据铜价格变化调整产品售价；二、利用期货合同进行套期保值，抵御铜价格大幅变化的风险。相对盾安环境三花股份毛利率较高的主要原因是电子膨胀阀、球阀其他阀门产品毛利率较高。

图表 7：三花股份、盾安环境空调阀门类产品毛利率变化



资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

4 阀门龙头将能分享我国空调行业长期增长带来的益处

虽然短期内我国空调销量下滑，空调行业景气度下降，但是从长期来看，我国空调行业仍有较大的增长空间。首先，我国占全球 70% 以上的产能，我国已经形成了完善的空调上下游产业链，全球平均气温升高，未来海外空调需求仍将增长。其次，从国内来讲，我国 07 年每百户城镇家庭拥有空调 95.08 台，农村每百户家庭拥有空调 8.54 台，而国内北京、上海和浙江等省城镇家庭每百户拥有量已经超过 150 台，欧美国家每百户拥有量平均也超过 140 台。目前我国城镇家庭约 2.05 亿户，农村家庭约 1.81 亿户，从长远来看，随着我国城镇化步伐的加快和居民收入水平的提高，我国空调行业仍有较大的潜在增长空间。

图表 8：我国各地区每百户城镇家庭空调拥有量（台/百户）

	地区数量	地区名称
150-200	4	北京、上海、广东、浙江
100-150	8	福建、重庆、江苏、天津、湖北、河南、湖南、安徽
50-100	7	江西、河北、陕西、山东、广西、四川、海南
10-50	3	山西、辽宁、贵州
0-10	9	内蒙古、黑龙江、吉林、宁夏、新疆、甘肃、西藏、云南、青海

资料来源：国家统计局、天相投资顾问有限公司

我国空调阀门行业已进入典型的寡头垄断阶段，有较强技术和规模壁垒，空调技术发展成熟，多年来并没有出现突破性技术进展，而阀门为空调所必备的零部件，行业寡头盾安环境和三花股份必将能够分享空调行业长期增长带来的益处。

5. 主营业务：抵御行业周期风险能力相对较强

盾安环境和三花股份同是空调阀门行业的龙头，但相对来讲盾安环境抗风险能力更强，主要基于以下两点考虑：一、产品结构相对均衡；二、出口比例和三花股份比较起来，占比较小，受海外市场和汇率波动影响较小。

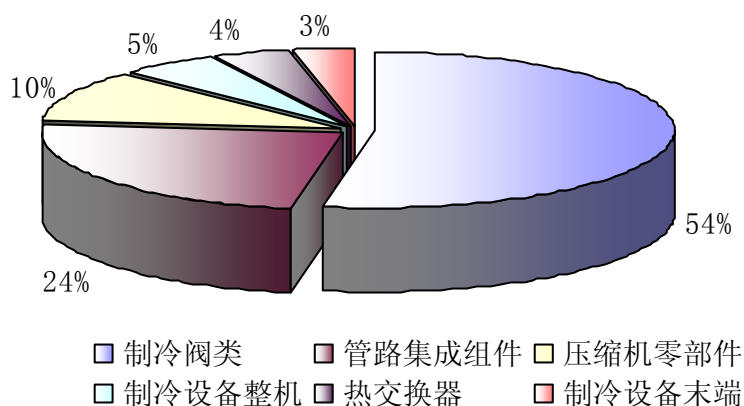
5.1 产品结构相对均衡

公司以生产截止阀、四通阀等空调阀门零部件和中央空调相关设备为主，受各种负面因素影响，09 年家用空调行业内销和出口都面临一定的不确定性，而受国家大规模投资的拉动，中央空调相对来讲所受到的冲击较小。

公司制冷阀门类产品销售收入占总收入比例为 50%，毛利占比 45%左右，其他收入来自中央空调类产品。在家用空调行业景气度下降之时，公司收入和利润来源相对更加均衡。根据我们掌握的情况，公司目前订单充足，二月份订单已经排满，09 年开局顺利。另一方面公司前期中标方家山、福清核电厂一期工程，成为我国国内品牌第一个为核电站配套生产核级冷水组的厂家，核电以及 09 年公司中央空调业务发展的通信基站对中央空调及相关配套设备的稳定性和耐用性要求较高，成为首家中标核电站的国内品牌，说明盾安中央空调产品质量过硬并已经拥有较为领先的技术水平。

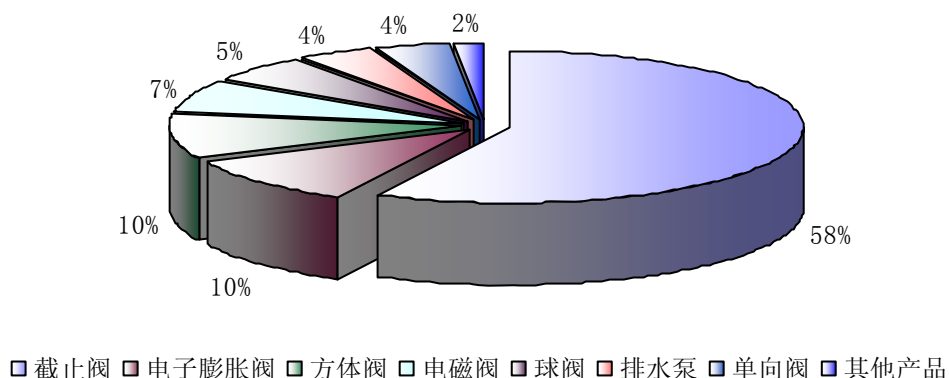
虽然公司中央空调行业中市场占有率较低，但是近年来公司中央空调定位中型机这一细分市场，随着中国通信基础设施建设步伐的加快，公司未来几年将开拓通信基站产品，另外同时大力发展螺旋杆机、屋顶机以及水地源热泵和屋顶机等产品，以减少对空调阀门类产品的依赖程度，降低家用空调销量波动所带来的经营风险。

图表 9：08 年上半年盾安环境各类产品收入占比



资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

图表 10: 08 年上半年三花股份各类产品收入占比

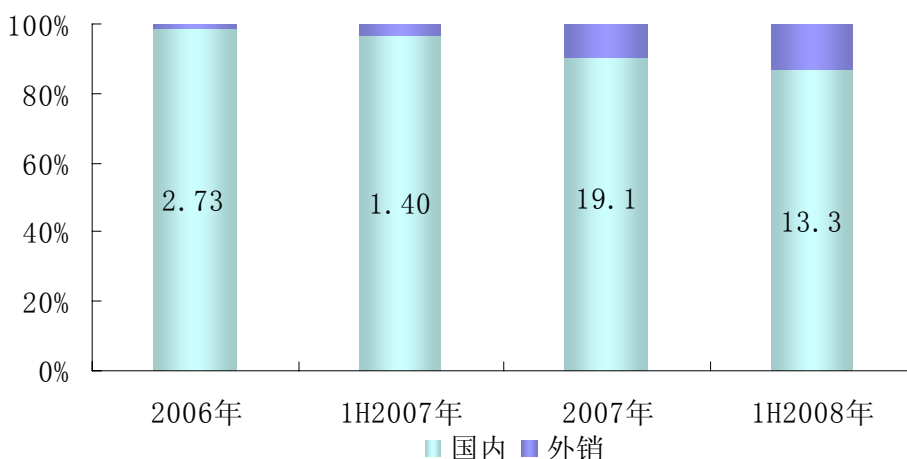


资料来源: 公司公告、天相投资顾问有限公司

5.2 出口占比少 受汇率和出口波动影响较小

08 年是公司通过向控股股东定向增发, 收购盾安禾田、珠海华宇等空调制冷阀门生产企业股权的第一年, 公司业务由中央空调销售制造转变为中央空调、空调阀门零部件生产销售的制冷企业, 08 年前三季度营业收入同比增长 15.3%。虽然由于第四季度空调行业销售情况进一步恶化, 上游原材料铜、钢材等价格大幅波动, 给公司造成了一定的经营困难, 但是公司 08 仍将实现盈利, 预计净利润和去年相比下降在 10% 以内。在下游空调销量总体出现 6% 以上降幅的情况下, 公司仍能实现盈利, 一方面与公司大力开拓新市场, 积极进行改革有关, 另一方面也与公司出口占比少, 受海外市场影响小有关, 08 年上半年公司出口收入仅占总收入的 13.24%。

图表 11: 盾安环境内销和出口占比情况 (单位: 亿元)



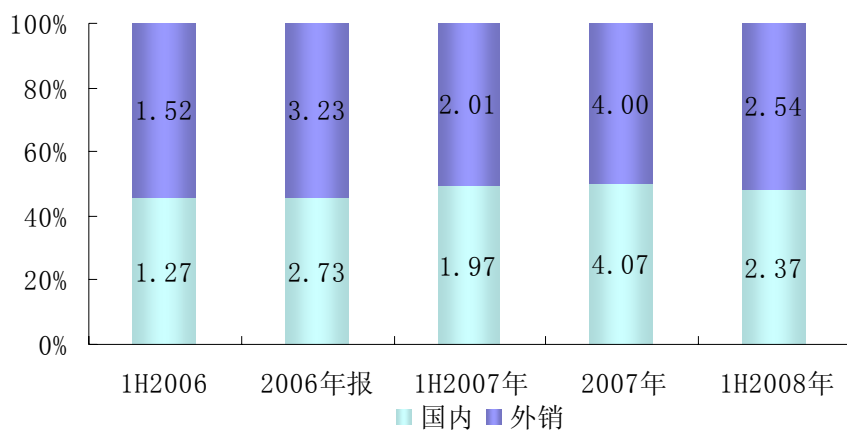
资料来源: 公司公告、天相投资顾问有限公司

09 年 1 月初, 三花制冷集团、四通机电以及三元机械 (以生产四通阀为主) 等公司的股权成功注入三花股份。因此, 以 08 年中期出口收入占比来进行比较并不合理。即使假设 07 年注入资产出口收入占比 20% (实际上可能高于该比例), 经测算 07



年产品出口收入占比依然达到 37.4%。

图表 12：三花股份内销和出口占比情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

6. 财务分析：横向最优 纵向不断改善

我们将分别从横向和纵向对公司的财务状况进行分析。从横向上我们选取国内家用制冷配件的五家上市公司作为比较对象，具体包括冰箱压缩机生产企业华意压缩、广州冷机，空调压缩机及零部件生产企业海立股份、三花股份和盾安环境。从纵向上看，制冷零配件资产注入后，公司生产经营如盈利能力、经营能力等方面得到明显的改善。

6.1 横向：和同类公司相比 公司财务状况良好

我们分别从公司偿债能力、资产营运能力和盈利能力三方面选取十个指标，来对公司和家用制冷零部件其他生产企业做财务上的对比分析。在计算出每个指标的具体数值后，按照负债、盈利、经营能力大小高低进行排序，每个指标第一名赋予 5 分分值、第二名 4 分、第三名 3 分、第四名 2 分、第五名 1 分，在对每个指标打分完毕后进行加总，计算出每个公司总的得分分值后进行比较，从而得出每个公司的综合财务情况。

图表 13：08 年前三季度家用制冷零部件相关上市公司财务指标

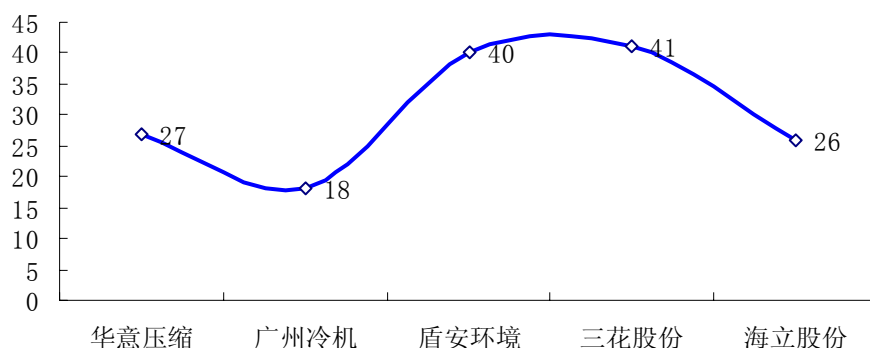
	负债能力				盈利能力			经营能力	
	流动比率	速动比率	资产负债比率(%)	利息支付倍数	净资产收益率(%)	营业利润率(%)	净利润率(%)	存货周转率(次)	应收账款周转率(次)
华意压缩	0.98	0.71	71.73	2.65	8.85	3.29	1.57	5.12	6.21
广州冷机	1.12	0.74	67.79	1.52	2.24	0.83	0.71	3.43	4.94
盾安环境	1.48	1.04	45.96	11.36	13.5	9.57	6.67	3.43	5.78
三花股份	1.93	1.31	37.16	-15.51	12.18	12.7	9.19	3.03	4.1
海立股份	1	0.72	57.76	3.59	4.04	3.01	1.52	4.75	6

资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

三花股份利息支付倍数为负值主要是由于公司远期结汇盈利财务费用为负数所

致，因此，给予 5 分分值。

图表 14：家用制冷零部件相关上市公司财务综合评分值



资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

对具有代表性的家用零部件生产企业的财务情况进行横向分析后，盾安环境得分达到 40 分，仅次于三花股份，我们可以判断盾安环境综合财务状况相对较为良好。

6.2 纵向：公司盈利和经营能力明显提高

由于空调阀门毛利率较低，阀门类资产注入后，使得公司总体毛利率下降，08 年前三季度，公司毛利率同比下降 10.96 个百分点。资产注入所带来的更是管理、销售等方面的协同性的提高，08 年前三季度公司期间费用率同比大幅下降 15.74 个百分点，从而公司的净利润率提高了 1 个百分点。

图表 15：盾安环境盈利能力指标历史变化情况

	3Q2008	1H2008	1Q2008	2007	3Q2007	1H2007	1Q2007
毛利率	18.59%	19.03%	17.79%	17.13%	29.55%	29.23%	27.66%
期间费用率	8.21%	7.44%	9.01%	7.50%	23.95%	24.32%	26.91%
销售费用率	2.92%	2.61%	3.06%	3.35%	14.71%	14.07%	15.22%
管理费用率	4.33%	4.00%	4.51%	3.62%	8.69%	9.64%	10.61%
财务费用率	0.96%	0.83%	1.43%	0.53%	0.55%	0.61%	1.08%
利润率	9.93%	10.99%	8.64%	10.74%	8.92%	10.36%	5.44%

资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

虽然从纵向上看，公司资产负债率、流动比率和流动比率和去年同期相比均有不同程度的下降，但 2008 年以来公司负债能力各项指标保持增长，负债能力在不断的改善之中。从经营能力上来看，公司存货周转率和应收账款周转率同比也都保持增长，下游空调行业景气度下降，存货周转率和应收账款周转率的提高将有助于公司顺利度

过行业的“寒冬”。在四通阀相关资产注入后，08年以来公司经营和和负债能力均有不同程度的改善。

图表 16：盾安环境负债和经营能力指标历史变化情况

	3Q2008	1H2008	1Q2008	2007	3Q2007	1H2007	1Q2007
资产负债比率(%)	45.96	50.43	51.46	42.50	31.98	31.15	29.77
流动比率	1.48	1.43	1.39	1.53	2.05	2.53	2.52
速动比率	1.04	1.01	0.79	0.85	1.71	2.05	2.08
存货周转率(次)	3.43	2.45	0.89	6.51	3.48	1.94	0.87
应收账款周转率(次)	5.78	3.79	1.93	11.14	2.33	1.42	0.58

资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

7 盈利预测与估值

7.1 盈利预测

风险提示：空调阀门销售收入占比超过 50%，下游空调销量下降超过预期对公司产品销售造成不良影响；2、原材料成本占比约 85%，上游铜、钢材等价格大幅波动。

- 1) 预测前提和假设：2009 年、2010 年我国空调销量增长 7.45%、7%；2) 公司毛利率保持稳定。

图表 17：盈利预测表（单位：万元）

	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E
营业收入	147,649	240,039	244,137	255,762	294,348
减：营业成本	128,548	198,917	201,317	209,557	242,134
营业税金及附加	260	451	586	614	706
资产减值损失	2,355	(1,805)	1,465	1,535	1,766
销售费用	3,325	8,032	6,592	7,673	9,419
管理费用	3,791	8,686	10,498	10,998	12,657
财务费用	1,380	1,276	2,686	2,813	3,238
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	439	1,087	170	512	589
营业利润	8,427	25,568	21,164	23,085	25,017
加：营业外收入	158	454	1,440	1,509	1,737
减：营业外支出	198	243	562	588	677
利润总额	8,388	25,779	22,043	24,006	26,076
减：所得税	217	4,536	3,306	3,601	3,911
净利润	8,171	21,243	18,736	20,405	22,165
归属于母公司所有者的净利润	6,067	16,164	14,394	15,676	17,028
少数股东损益	2,104	5,079	4,343	4,729	5,137
EPS(摊薄)	0.13	1.00	0.45	0.49	0.53

资料来源：公司年报、天相投资顾问有限公司

7.2 相对估值

虽然市盈率相对于白电龙头格力电器、美的电器和青岛海尔偏高，但公司作为空调阀门行业的龙头，行业集中度更高，议价能力强，财务和经营上抗风险能力较强，估值仍在合理范围之内。我们预计公司 2008 年、2009 年、2010 年每股收益为 0.45 元、0.49 元、0.53 元，对应的动态市盈率分别为 22 倍、20 倍和 18 倍，维持公司“增持”投资评级。

图表 18：同类上市公司主要估值指标比较（单位：元、倍）

代码	公司简称	总股本 (亿股)	当前股价	总市值 (亿元)	最新每股 净资产	EPS			市盈率			投资评级
						2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	
000651	格力电器	12.52	19.77	247.60	5.43	1.58	1.5	1.85	12.5	13.2	10.7	增持
000527	美的电器	18.91	9.68	183.06	2.76	0.95	0.77	0.94	10.2	12.6	10.3	增持
600690	青岛海尔	13.39	9.70	129.84	5.07	0.48	0.63	0.79	20.2	15.4	12.3	增持
002050	三花股份	2.64	15.18	40.08	4.20	0.43	1.05	1.07	35.3	14.5	14.2	增持
002011	盾安环境	3.22	9.70	31.27	3.24	1.00	0.45	0.49	9.7	21.6	19.8	增持
002242	九阳股份	2.67	41.79	111.58	7.96	1.35	2.13	2.94	31.0	19.6	14.2	增持
002032	苏泊尔	4.44	13.38	59.41	4.15	0.89	0.51	0.82	15.0	26.2	16.3	增持

资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002