

制冷控制元器件的隐形冠军

研究结论

- **电子膨胀阀产品高增长 高盈利** 我们认为随着变频空调销售占比的提高，以及电子膨胀阀在变频空调中应用比例的提高（目前仅 20% 的变频空调应用，假设 2013 年提高到 35%），未来 3 年电子膨胀阀行业销量的年复合增长率在 60% 以上。三花作为国内最早开始研发电子膨胀阀的企业，在该领域技术积累最深，拥有自主知识产权，目前市场份额在 60% 左右，是目前国内唯一能大规模量产的企业。2010 年电子膨胀阀收入占比 5% 左右，预计到 2013 年，电子膨胀阀收入占比达 10% 以上，贡献 17% 的收入增量。
- **传统阀门业务随下游空调行业稳定增长** 公司两大传统产品——四通阀、截止阀合计收入占比在 65% 左右。两大阀门目前已形成十分稳定的竞争格局，四通阀方面，三花占据全球 60% 的市场份额；截止阀方面，三花和盾安各占 30% 的份额。我们认为下游空调行业在更新需求、农村新增需求下持续增长。综合农村新增，城镇更新需求等因素，我们预计未来下游空调行业保持 17% 左右的增速，公司四通阀、截止阀两大成熟产品在下游空调行业稳定增长带动下，能为三花未来 3 年贡献 50% 的收入增量，提供安全边际。
- **具有议价能力的家电上游企业 具有良好的产品梯队** 三花作为国内制冷控制元器件的隐形冠军，相比于其他家电上游企业，具有更强的议价能力。主要原因在于：1) 能为整机制造企业提供全品类全系列的阀门产品，并且在关键阀门品类上具有垄断地位。2) 阀门行业具有一定的进入壁垒，阀门行业集中度明显高于他家电上游。在截止阀和四通换向阀领域，两大龙头占据了 60% 以上的份额，相比于其他厂商具有明显的规模优势。正是由于公司的龙头地位，使得三花能够持续不断的进行自主研发和技术储备，从而较早的掌握电子膨胀阀、电磁阀等新产品的技术和专利，构筑良好的产品梯队，形成了良性循环。
- **首次给予公司增持评级，目标价 34.84 元。** 根据我们的预测，公司 11-13 年的 EPS 分别为 1.34 元、1.68 元、2.36 元。参考可比公司 2011 年 PE 的取值范围和均值，并考虑公司的龙头地位和成长性，给予公司 2011 年 26 倍 PE，对应目标价 34.84 元，首次给予公司增持评级。
- **风险因素：**原材料价格波动风险；电子膨胀阀推进速度慢于预期风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

郭洋

8621-63325888-6073

guoyang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120214

联系人

唐思宇

8621-63325888-6082

tangsiyu@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 11 月 8 日) 29.55 元

目标价格 34.84 元

总股本/A 股 (百万股) 297.37

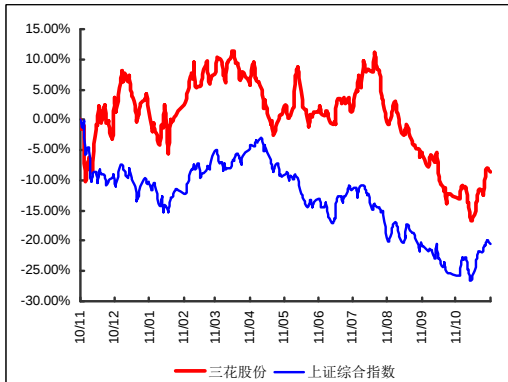
A 股市值 (亿元) 87.25

国家/地区 中国

行业 家电行业

报告发布日期 2011 年 11 月 9 日

股价表现



财务预测

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3113	4005	5039	6287
同比 (%)	53%	29%	26%	25%
归属母公司净利	315	399	499	700
同比 (%)	33%	26%	26%	39%
毛利率 (%)	25.2%	24.8%	25.3%	25.8%
ROE (%)	16.9%	18.1%	19.4%	22.8%
每股收益 (元)	1.06	1.34	1.68	2.36
P/E (倍)	27.66	21.89	17.50	12.46
P/B (倍)	3.47	3.00	2.62	2.22
EV/EBITDA (倍)	16.17	12.90	10.09	7.26

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

1 空调阀门巨头	4
1.1 公司简介	4
1.2 电子膨胀阀高增长 高盈利	5
2 传统阀门业务稳定增长	8
2.1 下游空调行业持续增长	8
2.2 传统阀门稳定增长	10
3 具有议价能力的家电上游	10
3.1 全产品系列的阀门提供者	10
3.2 空调阀门具有进入壁垒 行业集中度高	12
4 盈利预测及估值	12
4.1 收入持续增长	12
4.2 估值	13
5 风险因素	13
5.1 原材料价格波动风险	13
5.2 电子膨胀阀产品应用慢于预期风险	14

图表目录

图表 三花股份股权结构	4
图表 三花股份分业务收入情况（百万元）	5
图表 三花股份 2009 年各业务收入占比（%）	5
图表 变频空调销售占比	6
图表 电子膨胀阀和热力膨胀阀比较	6
图表 分品类制冷阀门 2010 年销量增速	7
图表 分品类制冷阀门销量情况（单位：万只）	7
图表 电子膨胀阀未来销量测算	7
图表 三花股份分产品毛利率（2007 年）	8
图表 我国每百户居民空调保有量（台/百户）	9
图表 2009 年我国空调销量构成	9
图表 家用空调市场预测	9
图表 三花股份公司产品情况	10
图表 分业务收入假设	12
图表 可比公司估值水平(2010 年 10 月 25 日)	13
图表 三花股份产品毛利率与原材料关价格关系（铜、铝）	14
图表 三花股份产品毛利率与原材料关价格关系（钢材）	14
图表 三花股份收入增速与电子膨胀阀应用比例敏感性分析	15

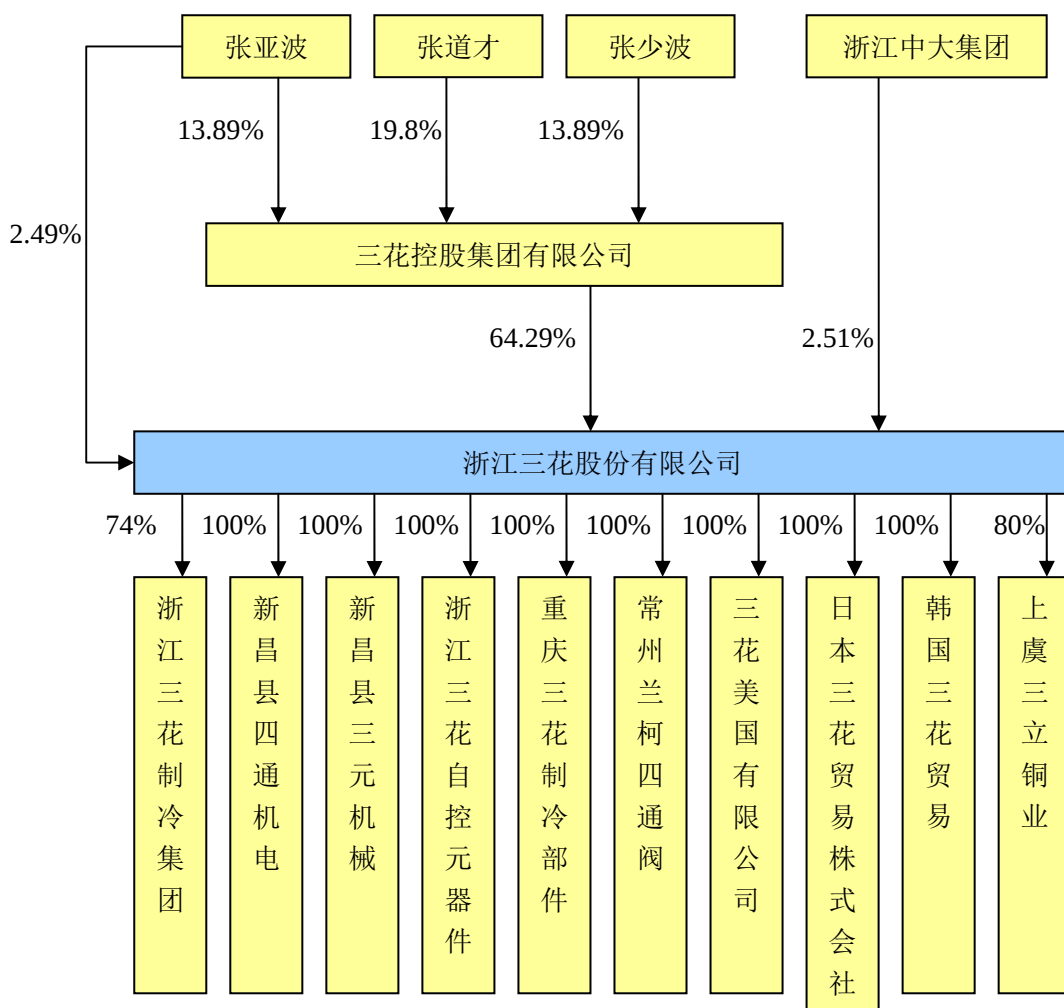
1 空调阀门巨头

1.1 公司简介

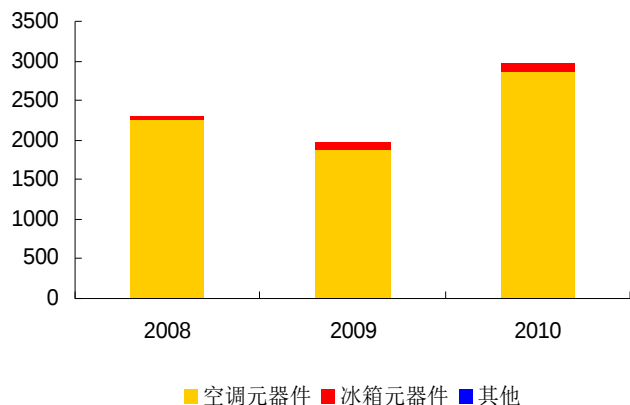
三花股份有限公司成立于 1994 年，多年来专注于空调阀门的制造，目前产品包含截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀、电磁阀、单向阀、球阀、排水泵、贮液器等。公司已经成为品种最齐全的空调阀门制造商之一，并在截止阀、四通阀领域具有垄断地位，市占率全球第一。

三花股份的控股股东是三花控股集团，持有公司 64.29% 的股份，张道才持有公司 19.8% 的股份，是三花股份的实际控制人。

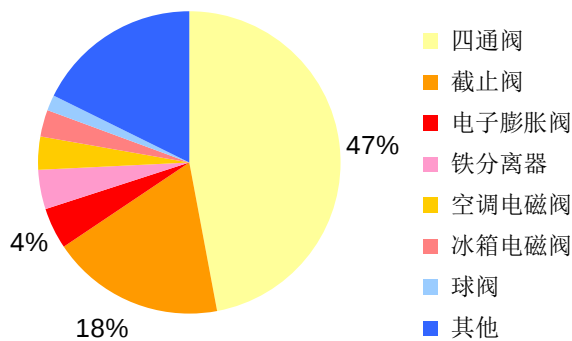
图表 三花股份股权结构



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图表 三花股份分业务收入情况（百万元）


资料来源：Wind、东方证券研究所

图表 三花股份 2009 年各业务收入占比（%）


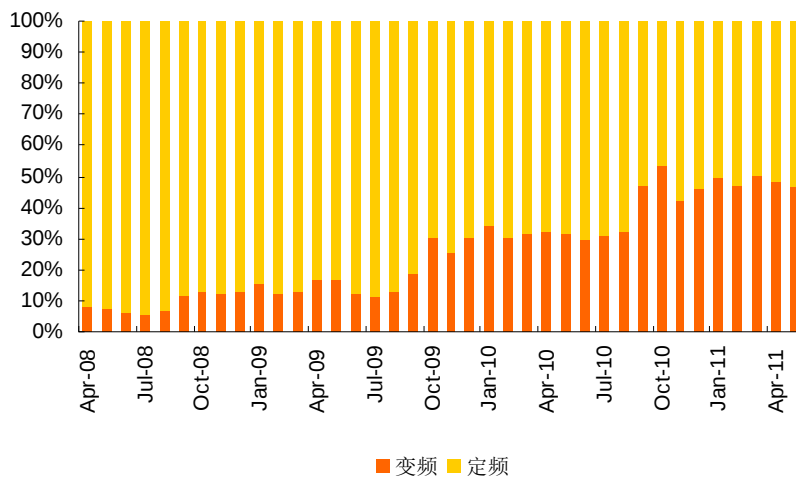
资料来源：公司公告、东方证券研究所

1.2 电子膨胀阀高增长 高盈利

我们认为随着变频空调销售占比的提高，以及电子膨胀阀在变频空调中应用比例的提高（目前仅 20% 应用）未来 3 年电子膨胀阀行业销量的年复合增长率在 60% 以上。三花作为国内最早开始研发电子膨胀阀的企业，在该领域技术积累最深，拥有自主知识产权，目前市场份额在 60% 左右，是目前国内唯一能大规模量产的企业。2010 年电子膨胀阀收入占比 5% 左右，预计到 2013 年，电子膨胀阀收入占比达 10% 以上，贡献 17% 的收入增量。

1.2.1 电子膨胀阀未来三年增速在 60% 左右

变频空调销售占比提升 变频空调销售占比从 08 年的 10% 不到提升至目前的 50% 左右。2011 年 5 月底，针对高效定频空调的节能惠民补贴政策推出后，变频空调与变频空调的价差进一步缩小，我们认为未来行业更具节能优势的变频空调的销售占比会进一步提升。

图表 变频空调销售占比


资料来源：中怡康、东方证券研究所

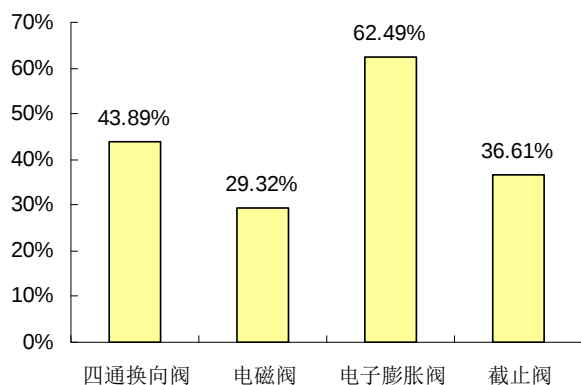
电子膨胀阀应用比例提升 电子膨胀阀是变频空调的关键部件，能调节制冷系统的流量，达到快速制冷/制热、温度精确控制和节能、静音的目的。电子膨胀阀相对于毛细管和热力膨胀阀而言，技术优势明显，但目前由于成本原因，目前 80%左右的变频空调仍使用毛细管或热力膨胀阀。我们认为，随着空调制造企业节能减排的进一步推进，以及电子膨胀阀生产商规模效应的进一步体现，制造成本的降低，电子膨胀阀的应用比例将不断提高。

图表 电子膨胀阀和热力膨胀阀比较

	工作原理	优缺点	成本
电子膨胀阀	通过检测室内过热度，输送到微型计算机，与目标过热度进行比较，按照预设程序调节蒸发器供液量，属于电子式调节模式	优点 1) 反应和动作速度快，不存在静态过热度现象 2) 适用温度低 3) 过热度设定值可灵活调整 4) 适应机电一体化的要求	高
热力膨胀阀	通过感受蒸发器出口制冷剂蒸汽过热度的大小，来调节制冷剂的流量，以维持恒定的过热度，在控制原理上属于比例调节器	缺点 1) 对过热度响应的延迟时间长，特别是容积延迟； 2) 调节范围有限 3) 调节精度低	低

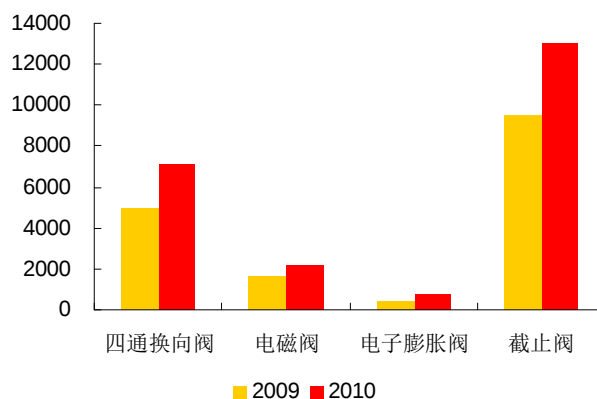
资料来源：《电子膨胀阀与热力膨胀阀的比较》、东方证券研究所

图表 分品类制冷阀门 2010 年销量增速



资料来源：制冷空调工业协会、东方证券研究所

图表 分品类制冷阀门销量情况（单位：万只）



资料来源：制冷空调工业协会、东方证券研究所

保守预测电子膨胀阀未来 3 年销量增速 60%左右 电子膨胀阀入选 2010 年国家发改委发布的《国家重点节能技术推广目录（第三批）》，该文件指出将推广电子膨胀阀的应用，力争在 2015 年将电子膨胀阀变频节能技术的推广比例从现有的 20%提升至 50%以上。2010 年电子膨胀阀销量 700 多万只，相比四通换向阀超过 7000 万只的销量发展空间大。假设未来 3 年空调行业保持 17%-20%的增长，变频空调占比逐渐提升至 2013 年的 58%，电子膨胀阀应用比例从 2010 年的 20%提升至 2013 年的 35%，测算得 11-13 年电子膨胀阀行业销量的年复合增长率在 60%以上。

行业政策催化剂 电子膨胀阀入选 2010 年国家发改委发布的《国家重点节能技术推广目录（第三批）》，该文件指出将推广电子膨胀阀的应用，力争在 2015 年将电子膨胀阀变频节能技术的推广比例从现有的 20%提升至 50%以上。目前还没有强制性的规定，要求变频空调使用电子膨胀阀，发改委发布的推广目录也仅有指导性作用。因此我们在电子膨胀阀行业增速预测时采取了较为保守的估计。若届时行业发布强制性的政策及规定，我们认为电子膨胀阀将迎来爆发性的增长。

图表 电子膨胀阀未来销量测算

	2010	2011E	2012E	2013E
空调整机销量（万台）	9472	11366	13299	15559
变频空调比例（%）	38%	45%	52%	58%
电子膨胀阀应用比例（%）	20%	25%	30%	35%
电子膨胀阀销量（万只）	724	1279	2075	3159
电子膨胀阀销量增速（%）		77%	62%	52%

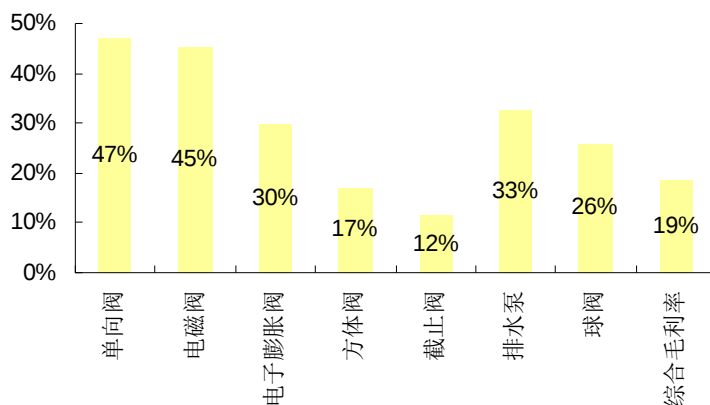
资料来源：制冷空调工业协会、产业在线、东方证券研究所

1.2.2 三花电子膨胀阀具有技术优势

公司在电子膨胀阀领域的技术优势和专利壁垒保障高毛利 三花早在 2000 年就立项开发空调用电子膨胀阀，多年的技术积累使得公司在变频空调用电子膨胀阀上拥有专利 60 多项，具有自主知识产权。公司目

前是国内唯一大规模量产电子膨胀阀的厂商，已形成 Q、O、R、S 四大电子膨胀阀产品系列。三花 2010 年 8 月，三花股份 600 万套变频空调用电子膨胀阀节能项目正式竣工通过国家验收，该项目作为 2010 年中央预算内投资计划项目，得到国家专项补助资金 450 万元。电子膨胀阀毛利率在 35% 左右，大幅高于综合毛利率。

图表 三花股份分产品毛利率（2007 年）



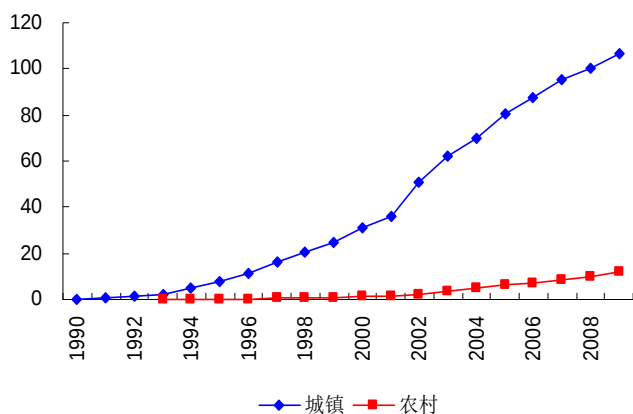
资料来源：WIND、东方证券研究所

2 传统阀门业务稳定增长

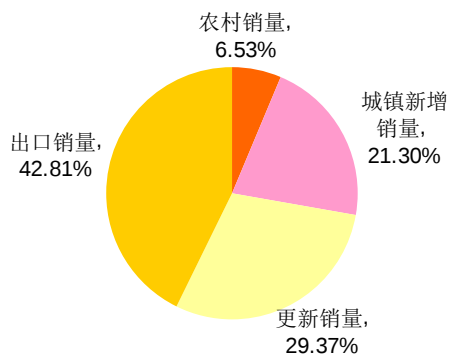
我们认为，下游空调行业未来 3 年保持 17-20% 的增长，公司传统产品——四通阀、截止阀与下游空调行业同步增长，提供安全边际，为公司贡献未来 3 年 50% 的收入增长。

2.1 下游空调行业持续增长

空调行业在更新需求、农村新增需求下持续增长 我国居民空调保有量城镇 108%，农村不到 10%，家电下乡政策并没有完全激发农村市场的新增空调需求，我们预计未来农村空调将加速普及。城镇方面，新房销售、建设以及过去存量空调的更新换代提供稳定的行业需求。20 世纪初，我国空调行业内销保持高速增长，我们假设空调的更新周期为 8 年，预测未来 3 年的空调行业更新换代需求增速在 14% 左右。

图表 我国每百户居民空调保有量（台/百户）


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 2009 年我国空调销量构成


出口与总销量为产业在线数据，更新、城镇新增、农村销量为测算数

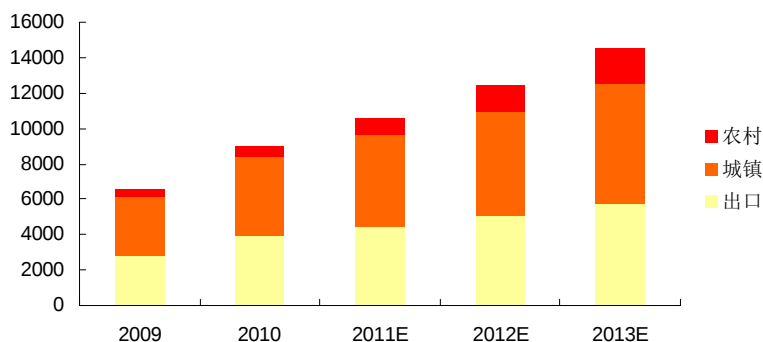
资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 空调更新换代需求测算

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
内销量（万台）	1050	1480	1699	2085	2834	2634	2647	3197	2985	3755	5084			
更新换代需求（万台）											1829	2146	2380	2679
更新需求增速（YOY）												17.32%	10.87%	12.60%

资料来源：产业在线、东方证券研究所

结合农村新增需求、城镇更新需求等因素，我们认为我国家用空调行业未来 3 年保持 17% 左右的增长。其中农村市场增速 50% 左右，更新换代拉动城镇市场维持 15% 左右增速，在新兴市场带动下出口增速 12% 左右。

图表 家用空调市场预测


资料来源：产业在线、东方证券研究所

2.2 传统阀门稳定增长

公司两大传统产品——四通阀、截止阀合计收入占比在 65%左右。两大阀门目前已形成十分稳定的竞争格局，四通阀方面，三花占据全球 60%的市场份额；截止阀方面，三花和盾安各占 30%的份额。比照 17%左右的下游行业增速，四通阀、截止阀两大成熟产品能为三花未来 3 年贡献 50%的收入增量。

3 具有议价能力的家电上游

公司相比于其他家电上游企业，具有更强的议价能力。主要原因在于：1) 能为整机制造企业提供全品类全系列的阀门产品，并且在关键阀门品类上具有垄断地位。2) 阀门行业具有一定的进入壁垒，阀门行业集中度明显高于他家电上游。

3.1 全产品系列的阀门提供者

空调阀门产品种类繁多，不同空调所使用的阀门规格也各不相同。三花的阀门产品系列全，目前产品包含截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀、电磁阀、单向阀、球阀、排水泵、贮液器等多种产品系列和上千个产品规格，是品种最齐全的空调阀门制造商之一。而阀门在空调产品中的成本占比低，截止阀十几元，四通换向阀三十元左右，在空调整机中成本占比很低而种类繁多，因此整机厂商自行配套生产并不经济、另外整机厂商在技术含量较高的电子膨胀阀等品类也缺乏技术积累。因此公司作为全产品系列的阀门制造企业，具有较强的议价能力。

图表 三花股份公司产品情况

产品	产品用途	图例	竞争格局
截止阀	分体式空调的室外机和室内机通过连接管和截止阀才能连接；每一室内机必备两只截止阀，分为高压截止阀（又称液阀）、低压截止阀（又称气阀）		国内三花和盾安寡头垄断，各占 30%左右的市场份额。外资品牌有日本太平洋、韩国 Unix
四通换向阀	起换向作用的阀门，在制冷/制热循环中，通过四通换向阀对制冷剂流通过程的切换，使制冷循环与制热循环相转换。单冷空调不使用四通换向阀		公司份额在 60%左右。盾安、浙江春晖、日本鹭宫、日本兰柯、

电子膨胀阀

变频空调的关键部件，可用毛细管或热力膨胀阀代替。能动调节制冷系统的流量，达到快速制冷/制热、温度精确控制和节能、静音的目的



日本鹭宫、日本太平洋、日本不二工机
三花不到 20%。

电磁阀

分为常开和常闭电磁阀两种。恒温除湿空调的重要部件。带不降温除湿功能的高档空调在除湿循环时，常开电磁阀通电关闭，其他功能时电磁阀常开；常闭电磁阀在除湿循环时作电子膨胀阀的旁通阀，在其他场合可作为热气旁通除霜或较大容量空调的压缩机吸排气旁通作卸荷起动



三花 40%左右，盾安、日本鹭宫 50%左右

单向阀

在空调器的除湿循环过程中作电子膨胀阀的单向旁通阀，在毛细管节流的热泵空调中作毛细管的单向旁通阀。（单冷空调不需要）



球阀

球密封的截止阀，最大的优点是制冷剂通过球阀的流阻小，使系统节能。成本高，一般用于3.0HP 功率以上的高档空调



3.2 空调阀门具有进入壁垒 行业集中度高

阀门行业具有进入壁垒 龙头行业良性循环 空调阀门具有一定的进入壁垒，在截止阀和四通换向阀领域，三花和盾安构成了寡头垄断的竞争格局。行业两大龙头占据了 60%以上的份额，相比于其他厂商具有明显的规模优势。而在电子膨胀阀、电磁阀等技术壁垒较高的产品，少数掌握技术和专利的国内企业具有技术壁垒。正是由于公司在截止阀、四通阀等领域的龙头地位，使得三花能够持续不断的进行自主研发和技术储备，构筑良好的产品梯队，形成了良性循环。

公司技术实力强 立足自主创新 三花拥有国际先进的制冷系统自控元件阀门制造技术、电磁控制技术、冷媒流量控制技术、节能技术以及各类阀门的焊接技术等核心技术，现已拥有 228 项专利，其中发明专利 39 项。2008 年 3 月，公司经全国冷冻设备标准化委员会确认，成为制冷空调系统控制元器件国家标准起草工作组组长单位。公司起草或制定、修订国家标准和行业标准共 12 项。公司持续的新品研发，形成了良好的产品储备梯队，空调电磁阀，冰箱用电磁阀，商用空调阀门等新产品未来有望随着消费升级，进口替代快速增长，成为下一个电子膨胀阀。

4 盈利预测及估值

我们预计未来三年，公司传统产品截止阀、四通阀保持 17%-25%的增速，电子膨胀阀增速在 60%左右，预计 11-13 年收入增长率为 28.7%，25.8%及 24.8%。由于电子膨胀阀等新产品毛利率较高，未来公司综合毛利率稳中略有提升，11 年-13 年的综合毛利率分别为 24.8%，25.3%和 25.8%。另外，综合考虑股权激励费用和规模效应的影响，未来 3 年，管理费用率略有提升。根据以上假设，我们的预测公司 11-13 年的 EPS 分别为 1.34、1.68 和 2.36 元，给予公司 2011 年 26 倍 PE，对应目标价 34.84 元。

4.1 收入持续增长

图表 分业务收入假设

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	销售收入（百万元）	2,040.39	3,113.07	4,005.24	5,038.52	6,287.30
	同比增速（%）		52.57%	28.66%	25.80%	24.78%
	综合毛利率（%）	27.55%	25.17%	24.76%	25.27%	25.78%
空调元器件	销售收入（百万元）	1,882.01	2,855.24	3,687.11	4,641.67	5,784.89
	同比增速（%）		51.71%	29.14%	25.89%	24.63%
	毛利率（%）	27.37%	25.23%	24.74%	25.19%	25.64%
其中：四通阀	销售收入（百万元）	950.00	1,456.17	1,834.77	2,201.73	2,576.02
	同比增速（%）	0.00%	53.28%	26.00%	20.00%	17.00%
	毛利率（%）	27.00%	25.00%	24.50%	24.50%	24.50%
截止阀	销售收入（百万元）	350.00	571.05	708.10	828.48	969.32
	同比增速（%）		63.16%	24.00%	17.00%	17.00%
	毛利率（%）	18.00%	15.00%	14.00%	14.00%	14.00%
电子膨胀阀	销售收入（百万元）	85.00	157.04	266.97	427.15	640.72
	同比增速（%）		84.75%	70.00%	60.00%	50.00%
	毛利率（%）	38.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%

电磁阀	销售收入（百万元）	70.00	99.93	134.91	182.12	245.87
	同比增速（%）		42.76%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利率（%）	38.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
其他空调阀门	销售收入（百万元）	427.01	571.05	742.37	1,002.19	1,352.96
	同比增速（%）		33.73%	30.00%	35.00%	35.00%
	毛利率（%）	32.00%	31.63%	30.00%	30.00%	30.00%
冰箱元器件	销售收入（百万元）	84.51	112.88	158.03	221.24	309.74
	同比增速（%）		33.57%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率（%）	32.30%	35.81%	35.00%	35.00%	35.00%
其他	销售收入（百万元）	0.83	3.95	5.00	5.00	5.00
	同比增速（%）		375.90%	26.58%	0.00%	0.00%
	毛利率（%）	34.94%	28.61%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：WIND、东方证券研究所

4.2 估值

根据我们的预测，公司 11-13 年收入增长率为 28.7%，25.8%及 24.8%，未来三年，归属于母公司的净利润增速 26.4%，25.5%和 39.3%。预计 11-13 年的 EPS 分别为 1.34、1.68 和 2.36 元，参考可比公司 2011 年 PE 的取值范围和均值，以及未来 3 年成长性，给予公司 2011 年 26 倍 PE，对应目标价为 34.84 元，首次给予公司增持评级。

图表 可比公司估值水平(2010 年 10 月 25 日)

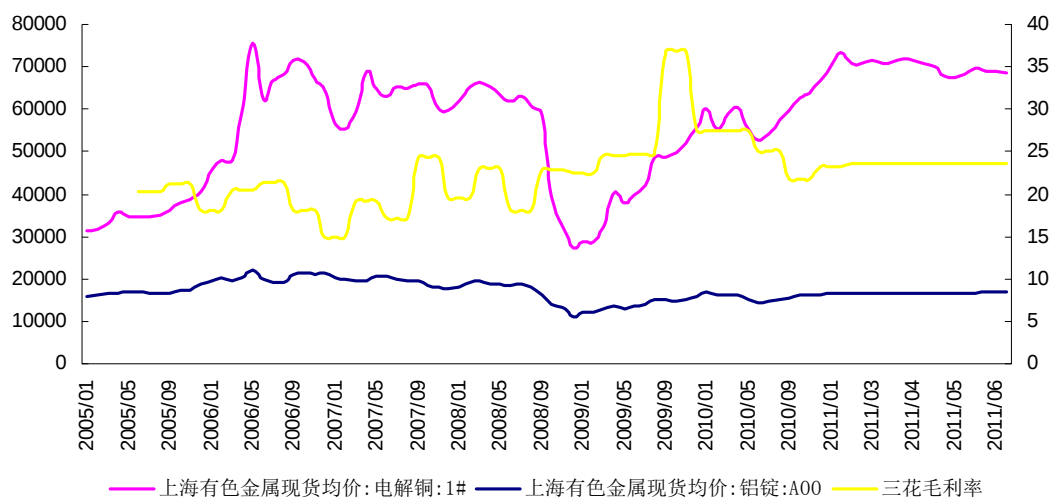
证券代码	证券名称	11PE	12PE	13PE
600619.SH	海立股份	24.71	19.73	16.18
002011.SZ	盾安环境	29.80	19.10	13.77
002290.SZ	禾盛新材	39.52	32.36	26.63
002413.SZ	常发股份	26.09	19.14	14.17
002418.SZ	康盛股份	22.65	18.49	14.03
002420.SZ	毅昌股份	32.81	21.99	16.93
平均		29.26	21.80	16.95

资料来源：wind、东方证券研究所

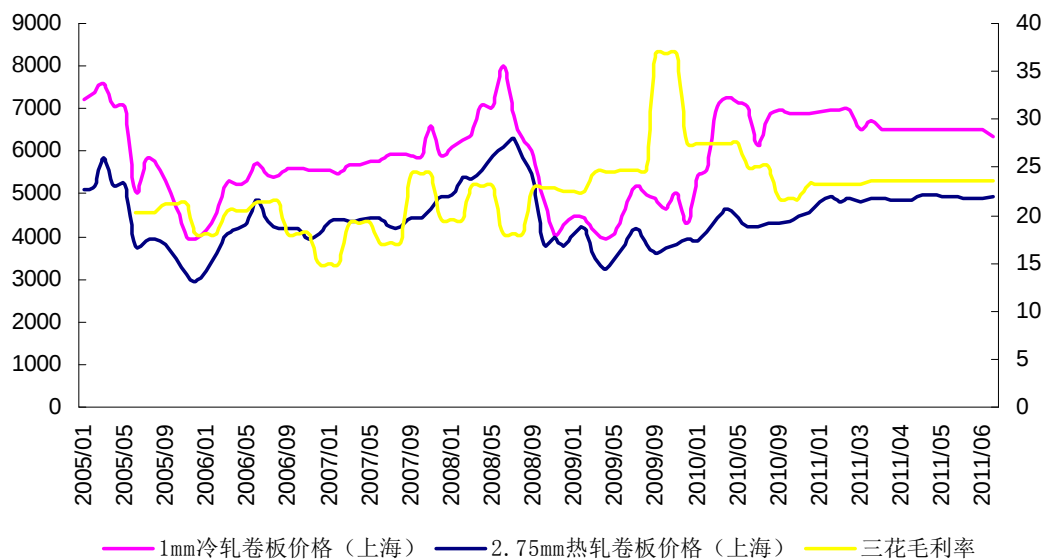
5 风险因素

5.1 原材料价格波动风险

阀门产品铜等原材料占比较高，在原材料价格大幅上升的时期，公司产品价格调整会有所滞后，存在原材料价格波动风险。我们认为公司在控制原材料价格波动方面做了诸多努力，例如对订单产品进行原材料套期保值，提前锁定原材料成本；2010 年 3 月，公司收购上虞铜业 80%股权，向上游原材料延伸，进入铜回收领域，进一步降低原材料价格波动对公司的影响。从另一方面来看，在原材料大幅下跌的时期，公司会受益于这种价格波动，产品毛利率大幅提升。

图表 三花股份产品毛利率与原材料关价格关系（铜、铝）


资料来源: WIND、东方证券研究所

图表 三花股份产品毛利率与原材料关价格关系（钢材）


资料来源: WIND、东方证券研究所

5.2 电子膨胀阀产品应用慢于预期风险

向下风险低 向上弹性大 电子膨胀阀相对于毛细管和热力膨胀阀而言，技术优势明显，但目前由于成本原因，目前 80%左右的变频空调仍使用毛细管或热力膨胀阀。目前并没有强制性的国家政策，规定变频空调必须使用电子膨胀阀，存在电子膨胀阀产品推广速度慢于预期的风险。

我们对三花收入增速与电子膨胀阀未来 2-3 年的应用比例提升做了敏感性分析，保持之前对变频空调的销售占比假设不变（13 年提升至 58%），发现即使应用比例假设下降到与当前的 20%，即没有提升，收入预测比基础假设降低 1.67%和 1.73%，而随着电子膨胀阀应用比例假设的提升，公司收入增速向上的空间较大。因此，我们认为，即使电子膨胀阀产品推广慢于预期，对于公司的影响在可控范围内，而若出台强制性政策，导致应用比例提升超预期，公司收入向上的弹性较大。

图表 三花股份收入增速与电子膨胀阀应用比例敏感性分析

		预测收入增速	
		12E	13E
13E 电子膨胀阀应用比例	20.00%	24.13%	23.07%
	35.00%	25.80%	24.80%
	50.00%	27.80%	28.65%
	100.00%	33.13%	41.04%

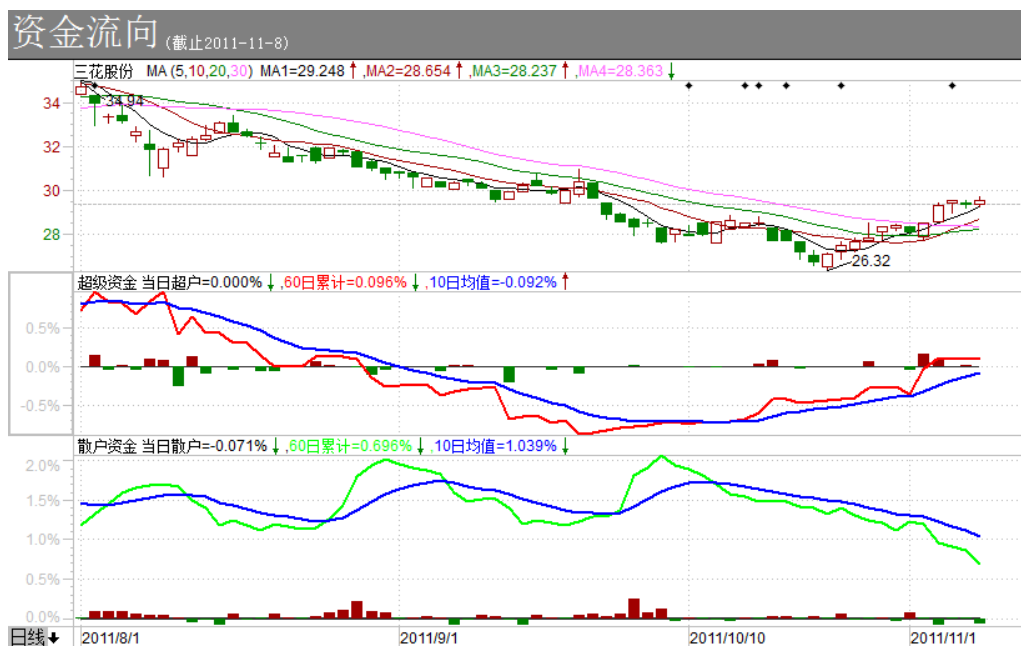
资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

[illegible]

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注: 超级资金(>50万股或100万元): 体现了超大户或者机构当日的净买卖方向;
散户资金(<1万股或5万元): 体现了散户当日的净买卖方向;
当日净量: 红柱为净买入, 绿柱为净卖出, 数值为当日净量占流通盘的百分比;
60日累计: 当日净量的60日累计值;
10日均值: 60日累计线的10日平滑。

资料来源: 益盟, 东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn