

收购少数股权 增厚归属于母公司净利润

事件

2012年2月24日, SANHUA INTERNATIONAL, INC. 与 HIXEL SINGAPORE PTE. LTD. 签署了关于浙江三花制冷集团有限公司(以下简称“三花制冷集团”)26%股权的《股权转让协议》, SANHUA INTERNATIONAL, INC. 以现金出资 4307.71 万美元收购三花制冷集团 26%股权。

研究结论

- **收购少数股权后 上市公司实现对三花制冷集团全资控股** SANHUA INTERNATIONAL, INC. 与 HIXEL SINGAPORE PTE. LTD. 签署《股权转让协议》, 以现金出资 4307.71 万美元收购三花制冷集团 26%股权。由于 SANHUA INTERNATIONAL, INC. 是上市公司的全资子公司, 此前上市公司持有三花制冷集团的股权为 74%, 本次收购完成后, 上市公司将对三花制冷集团实现全资控股。
- **收购完成后 预计增厚归属于母公司利润** 三花制冷集团 2010 年实现收入 179.37 百万元, 净利润 242.52 百万元, 占上市公司收入的 57%, 净利润的 64%。三花制冷集团 2010 年的少数股东损益超过 6000 万。收购完成后, 预计对三花股份收入及净利润没有影响, 但能够增厚归属于母公司的净利润, 据我们测算, 若 12 年初完成收购, 收购的少数股权全年能够增厚公司 12 EPS 20%左右。
- **预期电子膨胀阀产品有望高增长 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。
- **维持公司增持评级, 目标价 34.84 元。**根据我们的预测, 不考虑收购少数股权增厚业绩情况下, 预计公司 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 2011 年 26 倍 PE, 对应目标价 34.84 元, 维持公司增持评级。
- **风险因素:** 原材料价格波动风险; 下游空调行业受政策退出需求下滑超预期风险; 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 (维持)

股价(2012年2月24日) 27.23 元

目标价格 34.84 元

总股本/A股(百万股) 297.37

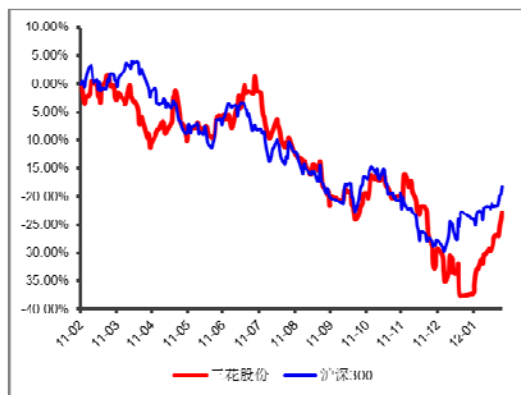
A股市值(亿元) 78.55

国家/地区 中国

行业 家电行业

报告发布日期 2012年2月27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)	25.67	20.31	16.24	11.56
P/B(倍)	3.22	2.78	2.43	2.06
EV/EBITDA(倍)	15.00	11.97	9.36	6.74

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。

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

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