

业绩基本符合预期 估值合理

买入维持

投资要点:

- 📖 下游空调增速将回落, 需求将放缓
- 📖 节能变频空调普及带动了电子膨胀阀高增长
- 📖 PE 为 20 倍, 估值合理

报告摘要:

- **业绩基本符合预期。**2011 年前三季度营业收入 32 亿元, 同比增长 45%; 归属于上市公司股东净利润为 2.9 亿元, 同比增长 21%。由于盈利水平下降, 净利润增速低于收入增长。盈利水平正常回落, 费用有效控制: 毛利率 23.86%, 同比下降 2.7 个百分点; 由于收入增幅很大且费用控制有效, 三大费用率为 9.25%, 同比减少了 1.3 个百分点。净利率为 10.86%, 同比下降了 2.3 个百分点。
- **成本上升和衍生工具浮亏导致利润率下滑。**收入高速增长缘于空调行业销量高速增长(前三季度同增 25%)和阀门出厂价上涨。毛利率下滑主要缘于各种成本同时上涨。衍生工具浮亏增加了近 3000 万元导致公允价值损失, 也是净利率下降的一个原因。
- **我们认为三花未来基本面无大碍, 但增速会放缓。**我们预计未来 1 年空调行业增速会放缓, 导致三花业绩增速正常放缓, 但三花的商用阀门等新业务将继续支持公司平稳发展。
- **下调盈利预测, 维持“买入”评级。**我们下调毛利率水平和公允价值变动收益, 公司预计全年净利润增速在 10-30%。我们预计三花 2011-2013 年 EPS 为 1.36、1.95、2.57, 对应今年的 PE 为 20 倍, 未来 3 年复合增长率约为 34%, PEG 为 0.59。目前公司估值处于合理区域, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** (1) 成本(原材料和人工等)继续上升风险; (2) 人民币升值影响出口。(3) 空调行业增速放缓带来订单减少。

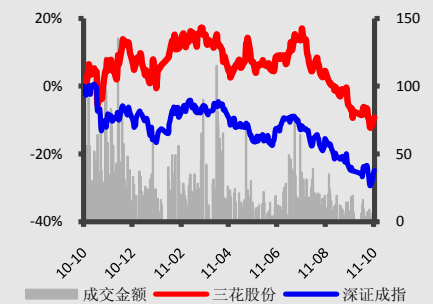
家电行业研究员

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本(亿)	2.97
流通股本(亿)	0.69
股价(元)	27.68
第一大股东	三花控股集团有限公司
第一大股东持股比例	64.29%

数据来源: 公司公告, 深交所

相关研究

- 三花股份中报点评: 需求旺盛 VS 成本上升压力 (2011.08.02)
- 三花股份年报点评: 电子膨胀阀步入收获期 (2011.04.12)
- 三花股份中报点评: 乐观预期兑现 (2010.08.03)
- 三花股份深度报告: 高瞻远瞩的节能阀门引领者 (2010.05.19)
- 空调行业 11 年 5 月报: 空调和压缩机高增长渐趋明朗 (2011.05.23)

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2040.39	3113.07	4371.47	5304.91	6359.21
同比增长率	-16.51%	52.57%	40.42%	21.35%	19.87%
归属母公司净利润(百万元)	237.85	315.41	405.34	580.65	763.82
同比增长率	-7.84%	32.60%	28.51%	43.25%	31.55%
每股收益(元)	0.800	1.061	1.363	1.953	2.569
P/E (倍)	34.61	26.10	20.31	14.18	10.78

资料来源: 公司公告, 宏源证券预测

表 1: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2443.97	2040.39	3113.07	4371.47	5304.91	6359.21
增长率(%)	202.69%	-16.51%	52.57%	40.42%	21.35%	19.87%
归属母公司股东净利润	258.10	237.85	315.41	405.34	580.65	763.82
增长率(%)	425.47%	-7.84%	32.60%	28.51%	43.25%	31.55%
每股收益(EPS)	0.868	0.800	1.061	1.363	1.953	2.569
每股股利(DPS)	0.076	0.533	0.222	0.682	0.976	1.284
每股经营现金流	0.468	0.814	1.061	0.676	2.523	2.025
销售毛利率	22.23%	27.55%	25.17%	23.65%	24.68%	26.13%
销售净利率	11.91%	14.07%	12.18%	11.15%	13.16%	14.44%
净资产收益率(ROE)	22.05%	18.97%	12.56%	14.93%	19.32%	22.55%
投入资本回报率(ROIC)	105.05%	21.50%	27.03%	29.09%	25.58%	30.52%
市盈率(P/E)	31.89	34.61	26.10	20.31	14.18	10.78
市净率(P/B)	7.03	6.57	3.28	3.03	2.74	2.43
股息率(分红/股价)	0.003	0.019	0.008	0.025	0.035	0.046

资料来源: 宏源证券

表 2: 利润表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2443.97	2040.39	3113.07	4371.47	5304.91	6359.21
减: 营业成本	1900.72	1478.32	2329.38	3337.49	3995.41	4697.77
营业税金及附加	6.14	6.52	7.12	11.65	14.14	16.95
营业费用	85.72	74.66	95.88	118.03	137.93	162.16
管理费用	110.65	154.84	223.17	284.15	334.21	400.63
财务费用	43.46	11.10	18.23	13.17	6.07	5.50
资产减值损失	-8.37	8.67	3.14	5.00	5.00	5.00
加: 投资收益	13.22	20.54	10.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	3.06	4.41	2.11	-25.00	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	321.93	331.21	448.56	576.98	814.15	1073.20
加: 其他非经营损益	15.78	5.48	11.23	0.68	6.68	6.68
利润总额	337.71	336.69	459.79	577.66	820.83	1079.88
减: 所得税	46.73	49.61	80.64	90.40	122.82	161.68
净利润	290.98	287.08	379.15	487.26	698.00	918.20
减: 少数股东损益	32.88	49.22	63.74	81.92	117.35	154.37
归属母公司股东净利润	258.10	237.85	315.41	405.34	580.65	763.82

资料来源: 宏源证券

表 3: 资产负债表和现金流量表预测

资产负债表 (单位:百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	421.97	336.30	1404.05	451.00	587.72	735.36
应收和预付款项	660.36	929.95	1419.08	1891.05	2123.42	2684.74
存货	622.84	573.37	755.89	1088.80	1119.53	1477.00
其他流动资产	10.91	3.66	5.31	5.31	5.31	5.31
长期股权投资	0.00	0.00	60.75	60.75	60.75	60.75
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	465.02	463.73	539.93	994.79	1133.66	992.52
无形资产和开发支出	92.29	102.63	185.22	189.87	192.01	191.66
其他非流动资产	1.32	1.53	1.05	0.78	0.25	0.25
资产总计	2274.71	2411.18	4371.27	4682.34	5222.65	6147.58
短期借款	422.87	202.97	329.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	540.47	676.86	1077.31	1432.78	1565.42	1954.07
长期借款	0.00	120.00	130.00	130.00	130.00	130.00
其他负债	32.82	0.47	120.00	120.00	120.00	120.00
负债合计	996.16	1000.31	1656.31	1682.78	1815.42	2204.07
股本	264.00	264.00	297.37	297.37	297.37	297.37
资本公积	379.06	384.05	1357.78	1357.78	1357.78	1357.78
留存收益	527.45	605.55	856.88	1059.55	1349.87	1731.79
归属母公司股东权益	1170.50	1253.60	2512.02	2714.69	3005.02	3386.93
少数股东权益	108.04	157.27	202.94	284.86	402.21	556.58
股东权益合计	1278.55	1410.87	2714.96	2999.55	3407.23	3943.51
负债和股东权益合计	2274.71	2411.18	4371.27	4682.34	5222.65	6147.58
现金流量表 (单位:百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	139.06	242.00	315.46	201.06	750.28	602.22
投资性现金净流量	-84.89	-36.74	-297.20	-609.92	-317.82	-67.82
筹资性现金净流量	-234.44	-284.60	1042.37	-544.19	-295.74	-386.75
现金流量净额	-177.84	-80.69	1062.55	-953.05	136.72	147.64

资料来源: 宏源证券

张泽京：宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，曾任职于华泰联合证券研究所，2010年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、四川长虹、万和电气、华帝股份、爱仕达、苏泊尔、九阳股份、毅昌股份、三花股份、丹甫股份。

机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐	王俊伟	赵佳	奚曦
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红	贾浩森	雷增明	罗云
	010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁			
	010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。