

三花股份 (002050.SZ) 其它专用设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

蒋毅

联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

拟出资 3 亿持有格力股票，如实现是双方双赢

事件

三花股份于 2011 年 12 月 31 日发布公告: 公司董事会决议通过议案, 为增进上下游企业间的战略合作关系、提高资本经营效益, 公司拟持有格力电器股票, 总投资额不超过 3 亿元, 资金来源为自有资金, 投资价格为公开增发价格及不超过公开增发价格的 10%。该议案尚须提交 1 月 15 日股东大会审议。

评论

公司拟出资 3 亿持有格力股票, 如实现是双方共赢。 1) 对于三花股份而言, 格力是公司的最大客户, 1H11 向三花采购金额占公司收入的 16.44% (图表 1); 而且格力变频空调销量大、又注重技术, 是三花近两年的主要增长点之一的电子膨胀阀产品的重要目标客户; 2013 年三花的中央空调配件达产放量后格力也必然是公司重要客户; 因此对于三花股份而言, 持有核心客户公司的股票, 有助于更加巩固上下游紧密的关系。2) 对于格力电器而言, 公司的公开增发自 2011 年 9 月 20 日拿到批文后有 6 个月有效期, 由于市场持续低迷目前有效期已经过去一半, 尚未等到合适的发行机会。三花的这个公告向资本市场表明了产业资本的态度, 也有利于格力增发的进展。3) 整个白电产业链上下游都处于激烈竞争状态, 三花与格力各是所处领域的龙头公司, 向下游企业资本渗入将二者利益紧密结合, 利于双方深入合作, 进一步巩固双方的龙头地位。

持股助力格力增发, 同样有助提高公司的资本经营效益。 格力本次公增拟发行不超过 2.5 亿股、融资额不超过 32.6 亿元。三花预投资 3 亿元约占格力电器增发募集资金的 9%。格力现价对应 7.6X12PE (按现价增发除权后股本为 8.1X12PE), 对于一家五年复合增速还能有 15-20% 的白电龙头而言, PE/G, 在 0.5 水平, 产业资本投资的收益风险比很高; 我们认为长期来看三花此次证券投资可获得较好收益回报。无独有偶近期美的集团对美的电器也出资 8 亿增持, 也是基于对白电龙头长期发展的看好。

公司业绩增长有实力亦有动力, 近期估值回落后投资价值已现。 短中期看明年, 电子膨胀阀的国内销售随着变频空调占比扩大 (图 2) 和业界对变频空调节能补贴推出的预期加强, 将有望放量增长。长期看, 一方面公司早已切入中央空调配件领域并以募投项目扩产, 2013 年将量产, 正好契合本土中央空调大发展的商机; 另一方面公司志向高远, 前期投资公告显示公司已涉足变频控制器, 是对由部件提供商向解决方案提供商升级战略的实践; 再有公司的太阳能光热投资项目 2012 年如按原计划以色列示范项目建成, 也有望贡献估值弹性。2011 年 12 月公司公布了股权激励行权价 (35.19 元) 并完成首次授予, 管理层动力充足; 可预见, 公司有充分的实力和动力提升业绩。近期由于市场对公司定增解禁的担心和整个中小盘股票的估值回落, 公司股价目前已在定增价格之下 16%、在股权激励行权价之下 30%, 投资价值已现。

盈利预测、投资建议与风险提示

盈利预测: 考虑激励费用后, 我们预计公司 2011-2013 年收入分别为 42.5、47.4、56.7 亿元, 同比增速 36.4%、11.6%、19.6%; 净利润为 3.86、4.91、5.95 亿元, 同比增速 22.2%、27.3%、21.1%; 对应 EPS 为 1.296、1.651、2.000 元。

投资建议: 目前公司股价 24.90 元, 对应 19.2X11PE/15.1X12PE, 我们继续看好公司未来估值与业绩齐升, 6-12 月合理估值水平 25X11PE/20X12PE, 即 36 元, 维持“买入”建议。

风险提示: 定增解禁后的减持风险。

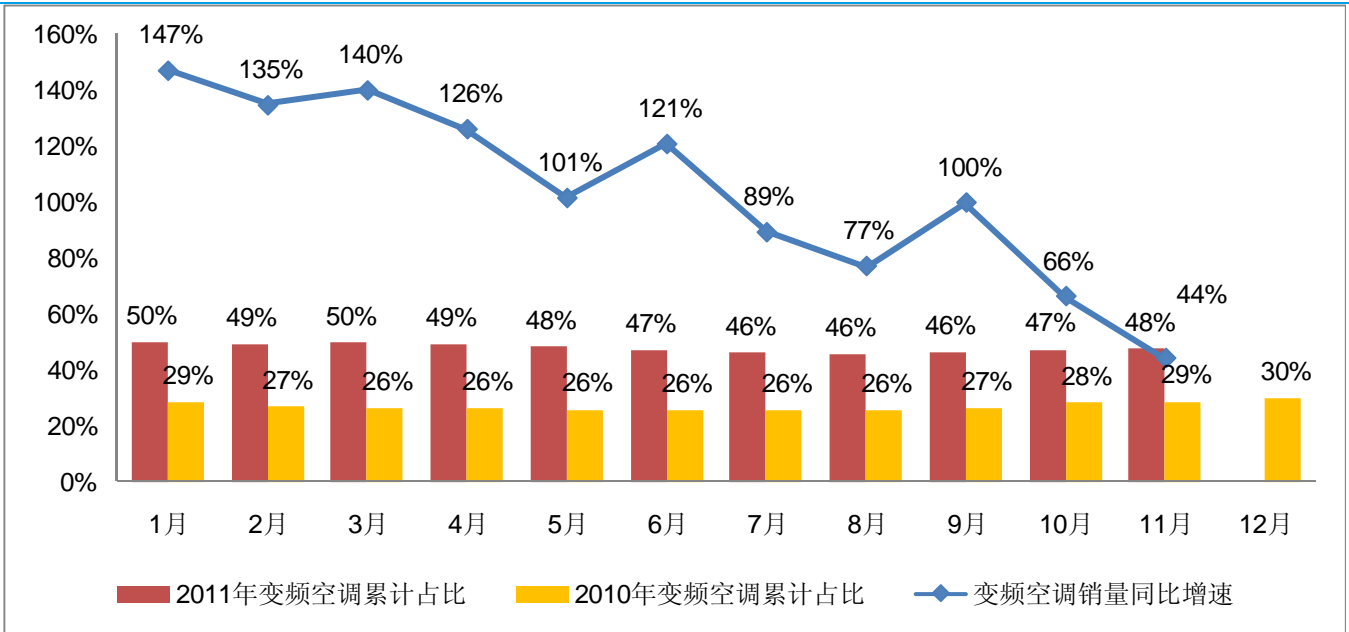
图表1: 格力电器是公司最大客户, 占公司收入比例逐年上升

客户名称	2009 年收入占比	2010 年收入占比	2011 上半年收入占比
珠海格力电器股份有限公司	8.94%	7.88%	7.14%
格力电器(合肥)有限公司	3.12%	5.08%	5.24%
格力电器(重庆)有限公司	--	--	4.06%
合计	12.06%	12.96%	16.44%

注: 格力电器(重庆)有限公司在 2009、2010 年未进入公司前五大客户

来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表2: 变频空调销量快速增长, 占比明显提升



来源: 产业在线, 中怡康, 国金证券研究所

图表3: 公司三张报表与预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,444	2,040	3,113	4,246	4,739	5,666
增长率		-16.5%	52.6%	36.4%	11.6%	19.6%
主营业务成本	-1,901	-1,478	-2,329	-3,233	-3,530	-4,253
%销售收入	77.8%	72.5%	74.8%	76.1%	74.5%	75.1%
毛利	543	562	784	1,013	1,209	1,413
%销售收入	22.2%	27.5%	25.2%	23.9%	25.5%	24.9%
营业税金及附加	-6	-7	-7	-21	-24	-28
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-86	-75	-96	-110	-133	-153
%销售收入	3.5%	3.7%	3.1%	2.6%	2.8%	2.7%
管理费用	-119	-155	-223	-301	-346	-357
%销售收入	4.9%	7.6%	7.2%	7.1%	7.3%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	333	326	458	580	706	875
%销售收入	13.6%	16.0%	14.7%	13.7%	14.9%	15.4%
财务费用	-43	-11	-18	-16	4	7
%销售收入	1.8%	0.5%	0.6%	0.4%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	8	-9	-3	-8	-9	-13
公允价值变动收益	3	4	2	0	0	0
投资收益	13	21	10	10	0	0
%税前利润	4.0%	6.1%	2.2%	1.8%	0.0%	0.0%
营业利润	314	331	449	566	701	869
营业利润率	12.8%	16.2%	14.4%	13.3%	14.8%	15.3%
营业外收支	16	5	11	0	20	5
税前利润	330	337	460	566	721	874
利润率	13.5%	16.5%	14.8%	13.3%	15.2%	15.4%
所得税	-46	-50	-81	-102	-130	-157
所得税率	13.8%	14.7%	17.5%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	284	287	379	464	591	716
少数股东损益	33	49	64	79	101	122
归属于母公司的净利润	251	238	315	386	491	595
净利率	10.3%	11.7%	10.1%	9.1%	10.4%	10.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	284	287	379	464	591	716
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	54	74	74	57	70	84
非经营收益	10	-13	7	31	-21	4
营运资金变动	-254	-116	-145	6	22	-38
经营活动现金净流	94	232	315	559	662	767
资本开支	-61	-62	-224	-119	-210	-75
投资	-44	0	-102	0	0	0
其他	21	26	29	10	0	0
投资活动现金净流	-85	-37	-297	-109	-210	-75
股权募资	0	0	980	-111	0	0
债权募资	-171	-100	210	-449	0	1
其他	-61	-186	-146	-56	-163	-205
筹资活动现金净流	-232	-286	1,044	-616	-163	-204
现金净流量	-223	-91	1,062	-167	289	488

来源: 公司年报, 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	429	357	1,492	1,325	1,614	2,102
应收款项	631	908	1,335	1,196	1,232	1,365
存货	623	573	756	1,151	1,209	1,398
其他流动资产	40	25	89	54	58	69
流动资产	1,724	1,864	3,672	3,727	4,113	4,934
%总资产	75.2%	76.4%	82.2%	81.3%	79.9%	82.5%
长期投资	0	0	61	61	61	61
固定资产	465	464	540	610	779	788
%总资产	20.3%	19.0%	12.1%	13.3%	15.1%	13.2%
无形资产	94	104	186	186	186	187
非流动资产	569	577	797	857	1,036	1,045
%总资产	24.8%	23.6%	17.8%	18.7%	20.1%	17.5%
资产总计	2,292	2,441	4,469	4,584	5,149	5,980
短期借款	423	203	449	0	0	0
应付款项	540	677	1,077	1,309	1,430	1,723
其他流动负债	48	30	97	229	279	337
流动负债	1,011	910	1,624	1,538	1,709	2,060
长期贷款	0	120	130	130	130	131
其他长期负债	2	1	1	0	0	0
负债	1,013	1,030	1,755	1,668	1,839	2,191
普通股股东权益	1,172	1,254	2,512	2,633	2,928	3,285
少数股东权益	108	157	203	282	382	504
负债股东权益合计	2,292	2,441	4,469	4,584	5,149	5,980

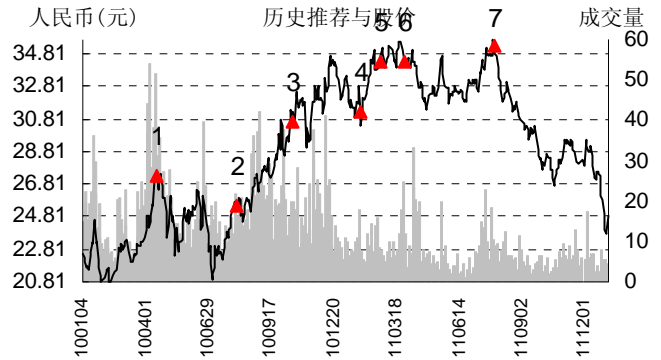
比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.952	0.901	1.061	1.296	1.651	2.000
每股净资产	4.438	4.748	8.448	8.855	9.846	11.045
每股经营现金净流	0.362	0.875	1.059	1.878	2.226	2.579
每股股利	0.200	0.200	0.250	0.519	0.660	0.800
回报率						
净资产收益率	21.45%	18.97%	12.56%	14.64%	16.76%	18.10%
总资产收益率	10.96%	9.74%	7.06%	8.41%	9.53%	9.94%
投入资本收益率	16.83%	16.03%	11.45%	15.63%	16.83%	18.30%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.22%	-16.51%	52.57%	36.40%	11.60%	19.58%
EBIT增长率	35.69%	-2.01%	40.33%	26.83%	21.71%	23.88%
净利润增长率	92.31%	-5.35%	32.60%	22.23%	27.32%	21.14%
总资产增长率	-11.83%	6.48%	83.10%	2.55%	12.35%	16.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.6	79.6	59.0	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	118.6	147.8	104.2	130.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	72.5	82.0	63.5	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	68.4	80.4	56.2	46.4	53.1	45.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.36%	-2.69%	-33.82%	-41.18%	-44.99%	-52.15%
EBIT利息保障倍数	7.7	29.4	25.1	35.6	-166.4	-123.3
资产负债率	44.18%	42.20%	39.26%	36.40%	35.72%	36.64%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-15	买入	27.27	32.60 ~ 33.40
2	2010-08-03	买入	25.44	27.20 ~ 30.20
3	2010-10-26	买入	30.62	35.00 ~ 39.00
4	2011-01-24	买入	31.30	42.00 ~ 43.00
5	2011-02-24	买入	34.30	42.00 ~ 42.00
6	2011-03-29	买入	34.40	42.00 ~ 42.00
7	2011-07-28	买入	35.30	42.00 ~ 42.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B