

陌上花开 意在拓展

——三花股份（002050）公告点评——

增持

事件:

- 三花股份（002050）发布公告：SANHUA INTERNATIONAL, INC. 收购浙江三花制冷集团有限公司 26% 股权，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。本次收购不构成关联交易，也不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。

另，公司拟以自有资金出资人民币 1000 万元，在浙江省新昌县设立全资子公司“浙江三花商贸有限公司”（暂定名，以工商行政管理部门核定为准）。本次对外投资事项不构成关联交易，也不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组

点评:

- **收购增厚公司业绩显著** 三花制冷集团经营范围包括：制冷设备、自动控制元件、机械设备、家用电器、检测设备、仪器仪表、压力容器、压力管道元件制造与销售。该公司股东为浙江三花股份有限公司和 HIXEL SINGAPORE PTE. LTD.，其中三花股份持有 74% 的股权，HIXEL SINGAPORE PTE. LTD. 持有 26% 的股权。本次转让股权不存在任何形式的抵押、质押或其他来自任何第三方的权利主张。因 SANHUA INTERNATIONAL, INC. 为三花股份全资子公司，其股权收购行为视同三花股份行使优先受让权。本次股权收购事项完成后，三花股份直接或通过全资子公司 SANHUA INTERNATIONAL, INC. 间接持有三花制冷集团 100% 的股权。

截止 2011 年 8 月 31 日，三花制冷集团资产总额 1,938,289,283.47 元，负债总额 975,330,169.59 元，净资产 962,959,113.88 元。2011 年 1-8 月，三花制冷集团实现营业收入 1,727,100,919.04 万元，净利润 213,121,403.51 元。截止 2011 年 8 月 31 日，三花制冷集团股东全部权益账面价值 962,959,113.88 元，评估价值为 1,058,155,990.19 元，评估增值 95,196,876.31 元，增值率为 9.89%。

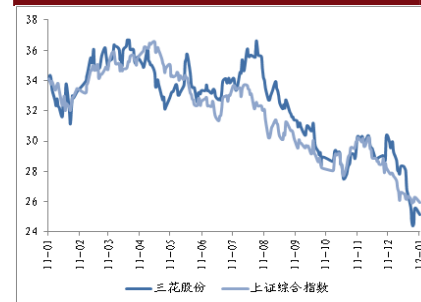
权益收购行为将增厚母公司三花股份业绩 = 三花制冷集团净利润 × 收购的三花制冷 26% 的股权

以三花制冷集团 2010 年实现收入 179.37 百万元，净利润 242.52 百万元为例，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，贡献 EPS 19%-20% 左右。

分析师

李辉
执业证号：S1250511010001
电话：010-57631229
邮箱：lihui@swsc.com.cn

市场表现



资料来源：西南证券研发中心

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| 总股本/流通A股(百万股) | 297/98 |
| 主要股东: | 三花控股集团有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 64.29% |
| 流通A股比例 | 33.00% |

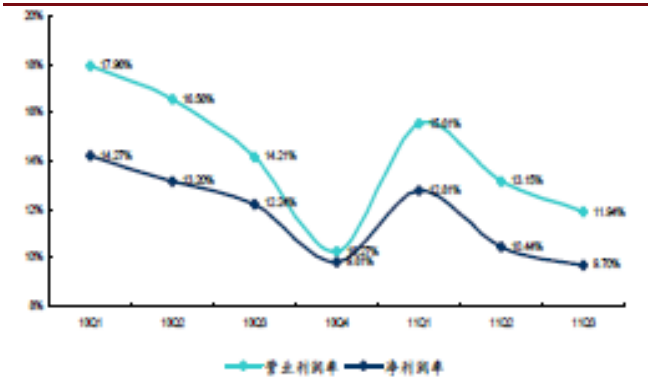
表 1: 三花制冷集团最近一年一期主要财务数据

| 单位: 人民币万元 项目 | 2010 年底 | 2011 年 9 月底 (未经审计) |
|---------------|------------|---------------------|
| 资产总额 | 149,962.55 | 195,556.31 |
| 负债总额 | 74,978.78 | 98,398.06 |
| 应收账款 | 25,345.89 | 32,534.70 |
| 净资产 | 74,983.77 | 97,158.25 |
| 项目 | 2010 年度 | 2011 年 1—9 月份(未经审计) |
| 营业收入 | 171,534.48 | 189,790.53 |
| 利润总额 | 28,187.54 | 26,455.08 |
| 净利润 | 24,415.44 | 22,174.48 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 18,875.76 | 5,080.60 |

数据来源: 公司公告

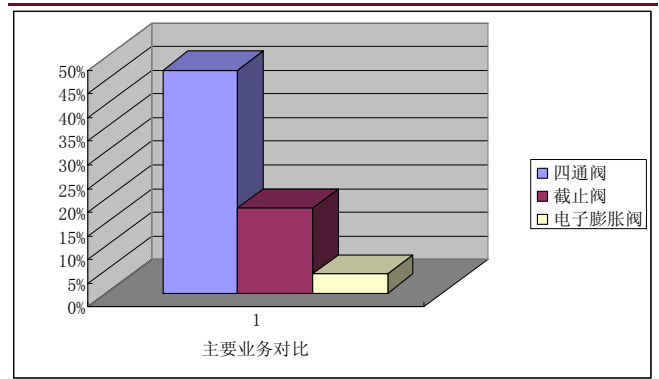
- 股权收购有利于优化公司国际营销网络布局** 本次收购标的公司浙江三花制冷集团有限公司主营制冷、空调控制元器件的生产与销售, 该公司的营业收入约占本公司营业总收入的 57%。本次股权转让完成后, 可以进一步理顺各子公司间的供求关系, 继续保持浙江三花制冷集团有限公司合资企业经营模式。通过本次收购有利于优化公司国际营销网络布局, 突出专业化、国际化的经营理念, 有利于提高整体决策能力, 充分发挥公司在制冷零部件产业的整体协同效应, 增强公司核心竞争力, 进一步提升公司盈利水平, 并持续分享行业稳定增长带来的收益, 实现公司价值最大化, 从而更好的保障公司持续健康发展。公司出口的主要市场为美国、日本、韩国, 其中, 出口美国的收入占比约为 20%, 日本在 20% 以上, 韩国比日本略低。其它市场如欧洲、东南亚占比较低。公司出口主要采用两种方式, 一种是直接销售给国外的空调生产厂商, 另一种是通过海外的子公司销售给客户。公司在美国、日本、韩国均设有子公司。公司出口的产品种类较多, 其中四通阀占比较高, 四通阀收入约占出口收入的一半。公司海外主要市场已经相对成熟, 对公司产品的需求也比较稳定, 未来公司出口收入将维持稳定增长的态势。
- 设立全资子公司进一步提升公司运营效率** 为了进一步提升公司运营效率, 提高公司产品市场占有率, 公司决定投资设立全资子公司“浙江三花商贸有限公司”, 对公司产品在国内市场进行统一销售。通过设立全资子公司独立开展国内销售的运作模式, 可进一步增强公司整体的供货能力和客户服务的能力, 更好的拓展公司产品市场空间。

图 1: 公司盈利能力变化



数据来源: 公司公告

图 2: 主要业务对比



数据来源: 公司公告

- **风险提示** 重要原材料成本上升风险; 空调行业景气度下滑。
- **盈利预测** 预期 2011、2012、2013 年每股收益 1.33、1.65、2.09 元, 考虑公司未来的业绩增速预期以及行业状况, 我们认为按 2012 年 16 倍 PE 较为合理, 给予公司“增持”评级。

利润预测表

| 会计年度 | 2010年 | 2011年 | 2012E | 2013E |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 3113.07 | 4403.34 | 5666.68 | 7416.76 |
| 营业成本 | 2329.38 | 3367.69 | 4299.87 | 5678.39 |
| 营业税金及附加 | 7.12 | 11.74 | 15.79 | 18.99 |
| 营业费用 | 95.88 | 184.94 | 208.55 | 267.97 |
| 管理费用 | 223.17 | 264.20 | 395.59 | 491.87 |
| 财务费用 | 18.23 | 45.49 | 60.79 | 101.12 |
| 资产减值损失 | 3.14 | 2.69 | 11.08 | 7.98 |
| 公允价值变动收益 | 2.11 | 3.19 | 3.97 | 3.58 |
| 投资净收益 | 10.30 | 14.68 | 17.98 | 15.46 |
| 营业利润 | 448.56 | 544.47 | 697.13 | 869.39 |
| 营业外收入 | 21.48 | 17.44 | 15.72 | 17.98 |
| 营业外支出 | 10.25 | 6.61 | 7.99 | 8.78 |
| 利润总额 | 459.79 | 555.30 | 704.86 | 878.59 |
| 所得税 | 80.64 | 89.61 | 118.72 | 142.24 |
| 净利润 | 379.15 | 465.69 | 586.14 | 736.35 |
| 少数股东损益 | 63.74 | 70.26 | 93.84 | 114.79 |
| 归属母公司净利润 | 315.41 | 395.44 | 492.30 | 621.56 |
| EPS (摊薄) | 1.19 | 1.33 | 1.65 | 2.09 |

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>