

证券研究报告—动态报告

家用电器

其他电器设备

三花股份 (002050)

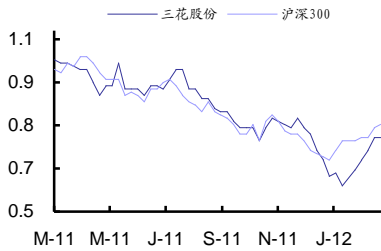
谨慎推荐

2011 年年报点评

(维持评级)

2012 年 03 月 06 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	297/294
总市值/流通 (百万元)	8,181/8,089
上证综指/深圳成指	2,445/10,226
12 个月最高/最低元)	36.31/22.00

相关研究报告:

- 《三花股份-002050-新品增长带动毛利率上升》——2011-08-03
- 《三花股份:变频空调、商用空调领域配件增长加速》——2010-04-28
- 《三花股份 10 年一季报预增快评:变频空调需求推动电子膨胀阀的应用快速上升》——2010-04-15
- 《三花股份:反倾销诉讼涉及产品收入比率较少》——2008-03-24
- 《三花股份:在制冷配件领域的路将越走越宽(更新)》——2008-02-22

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

## 短期依赖变频部件、长期向智能控制领域转型

### ● 经营表现前高后低、与下游行业景气表现高度相关

2011 年公司主营收入 4,187 百万元,同比增长 34.5%;实现净利润 366 百万元,同比增长 16%。EPS 为 1.23 元,略低于预期 3%。空调行业在 2011 年下半年景气回落,公司也对应出现业绩增速的明显下降,1-4Q 的净利润增速分别为 39%、18%、9%和-1%。

### ● 变频空调、商用空调配件比率上升、2012 年收入以结构性调整为主

国内变频空调出货占比在 2011 年达到了 42%,比 2010 年提升 29 个百分点,预计 2012 年这个比率还会进一步提升到 60%甚至更高。而目前变频空调中使用电子膨胀阀的比率不到 20%。节能产品消费比率增加不仅是符合消费者的需要,也是未来政府积极推动的方向,2012 年尤其是 2013 年将是公司受益于变频空调使用比率上升情况下,带动相关配件应用增加的趋势。同时我们不排除 2013 年变频空调能效比标准提高,使得电子膨胀阀使用比率增加的可能。今年公司在商用空调部件上也会有较快增长,整体收入以结构性调整为主。

### ● 长期向智能控制系统提供商转型

公司未来成长思路清晰,公司成立杭州先途电子有限公司,意在增加变频控制器电路板的生产、销售,显示未来公司逐步布局智能控制开发,打开新的成长空间。

### ● 拟现金收购三花制冷集团 26%股权,有利增厚业绩

公司拟收购 HIXEL 新加坡有限公司所持浙江三花制冷集团有限公司的 26%股权,此举将减少少数股东损益,有利于增厚公司业绩。

### ● 维持“谨慎推荐”

预期 2012、2013、2014 年每股收益 1.53、1.92、2.25 元,今明两年业绩增长主要来源于电子膨胀阀、商用空调控制部件,如完成对三花制冷集团的少数股权收购也有利于增厚业绩。维持对公司的“谨慎推荐”。

### 盈利预测和财务指标

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	3,113	4,187	4,480	4,973	5,868
(+/-%)	52.6%	34.5%	7.0%	11.0%	18.0%
净利润(百万元)	315	366	456	574	669
(+/-%)	32.6%	16.0%	24.7%	25.8%	16.6%
摊薄每股收益(元)	1.06	1.23	1.53	1.93	2.25
EBITMargin	0.2%	0.1%	13.3%	16.3%	16.9%
净资产收益率(ROE)	12.6%	13.4%	15.0%	16.7%	17.1%
市盈率(PE)	41.9	23.5	17.9	14.3	12.2
EV/EBITDA		19.4	15.19	17.01	20.44
市净率(PB)	7.95	2.95	2.69	2.37	2.09

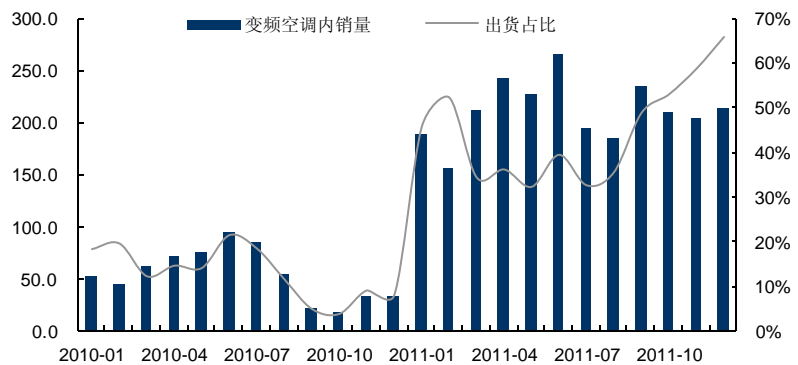
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 变频空调中使用电子膨胀阀的比率仍有待提升

公司 2011 年业绩表现前高后低,这主要是由于下游空调行业景气变化的原因。2011 年公司全年电子膨胀阀收入增长约 100%,这主要是受益于变频空调使用比率快速上升的原因。但其实变频空调中使用电子膨胀阀的比率目前还不到 20%,这主要是在当前能效比标准之下,整机厂商可以通过其他部件(冷凝器、蒸发器、压缩机等)的调整达到能效标准。从消费者的角度而言,选择节能产品是必然趋势,从政府推动节能的角度而言,我们认为不排除提升产品能效比标准的可能,如发生变频空调标准提升,则对公司而言会产生明显的电子膨胀阀放量,推测 2013 年公司将更明显的受益于电子膨胀阀产品的使用比率上升。

图 1: 国内变频空调销量出货量及占全部内销空调出货比率(万台、%)



资料来源: 产业在线、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司 2011 年分季度收入和利润(百万元、%)

	2011-03-31	2011-06-30	2011-09-30	2011-12-31
收入	897.50	1,226.79	1,075.71	986.89
净利润	100.19	104.54	86.78	74.38
收入增速	49.12%	49.02%	37.39%	9.04%
利润增速	39.11%	18.02%	8.69%	-0.78%

资料来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所整理

公司同时发布 2012 年业绩预告,预期 1 季度业绩同比下滑 1-20%之间,这也主要是由于对应下游调整机企业消化库存,同时对 2012 年全年增速预期下降的原因所致。

## 业绩预期

2012 年我们估算电子膨胀阀产品同比增长约 60%,增加收入约 1.6 亿元;

考虑到商用空调配件项目的投产,2012 年收入估计增加收入 2 亿元;

我们观察公司 2011 年的生产布局安排,比过去更为合理,有利于公司增加订单,公司在芜湖、武汉等地的生产布局将逐步获得成效,基于此调整措施,我们预期公司 2012 年家用空调用阀门销量增长约 5%;

冰箱用配件则由于下游应用行业增速放缓,以及由于成本下降产生的产品报价下降,即便销量有少量增长,但收入增速会更弱,估计 2012 年冰箱用配件销售收入不增

长。

由于 2012 年预期成本会有一些程度下降，预计毛利率略有回升。

公司拟收购 HIXEL 新加坡有限公司所持浙江三花制冷集团有限公司的 26% 股权，此举将减少少数股东损益，有利于增厚公司业绩。

维持对公司的“谨慎推荐”评级。

表 2: 公司分类别收入构成 (万元)

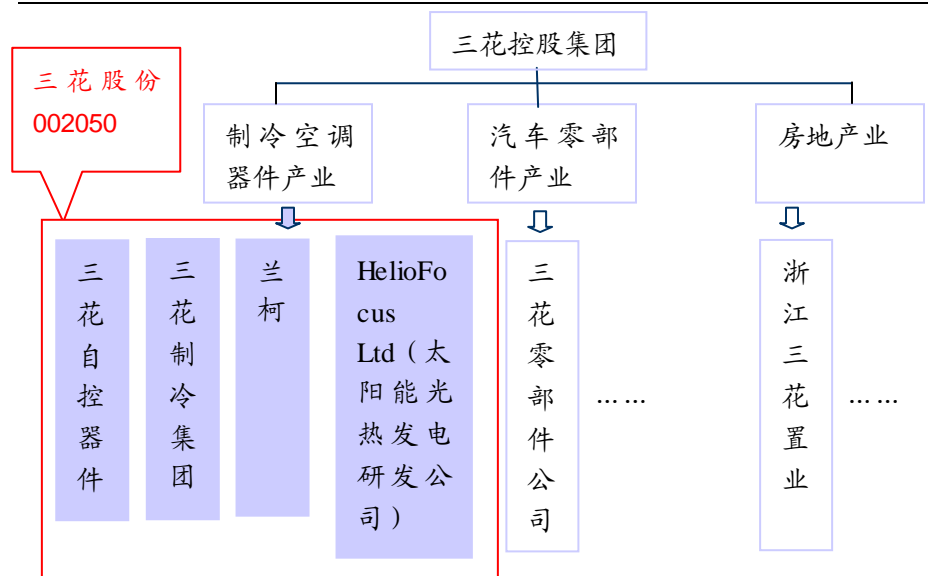
	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 E
空调配件	188,201	285,524	366,926	426,926
冰箱配件	8,451	11,288	10,631	10,631
其他	83	395	41,132	10,000
	92.24%	91.72%	87.64%	95.39%
合计	204,039	311,307	418,689	447,557

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所整理及预测

## 长期向智能控制系统领域转型

空调所用阀门部件目前仍然占据公司收入的绝大部分，2011 年这部分收入比率为 88%。2011 年公司设立杭州先途电子有限公司，主营业务为变频控制器电路板的生产、销售，显示公司未来想智能控制系统转型的发展思路。

图 2: 三花控股集团的产业布局分布图



来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1406	1200	1200	1200	营业收入	4187	4480	4973	5868
应收款项	1250	1473	1635	1929	营业成本	3200	3373	3764	4460
存货净额	835	924	1031	1222	营业税金及附加	19	20	22	26
其他流动资产	269	179	5172	11970	销售费用	121	134	179	185
<b>流动资产合计</b>	<b>3773</b>	<b>3790</b>	<b>9052</b>	<b>16335</b>	管理费用	311	356	199	205
固定资产	788	1148	1437	1707	财务费用	21	20	42	106
无形资产及其他	197	188	178	168	投资收益	(26)	5	5	5
投资性房地产	14	14	14	14	资产减值及公允价值变动	9	2	2	2
长期股权投资	47	53	59	65	其他收入	6	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4837</b>	<b>5192</b>	<b>10738</b>	<b>18288</b>	营业利润	505	583	773	892
短期借款及交易性金融负债	636	475	1380	2782	营业外净收支	30	20	20	20
应付款项	838	1017	1134	1344	<b>利润总额</b>	<b>534</b>	<b>603</b>	<b>793</b>	<b>912</b>
其他流动负债	133	115	4246	9806	所得税费用	99	109	151	164
<b>流动负债合计</b>	<b>1607</b>	<b>1607</b>	<b>6760</b>	<b>13932</b>	少数股东损益	70	38	68	79
长期借款及应付债券	170	170	170	170	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>366</b>	<b>456</b>	<b>574</b>	<b>669</b>
其他长期负债	36	41	46	51					
<b>长期负债合计</b>	<b>207</b>	<b>212</b>	<b>217</b>	<b>222</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1814</b>	<b>1819</b>	<b>6977</b>	<b>14154</b>	净利润	366	456	574	669
少数股东权益	300	330	317	222	折旧摊销	76	62	83	102
股东权益	2723	3043	3445	3913	公允价值变动损失	(9)	(2)	(2)	(2)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4837</b>	<b>5192</b>	<b>10738</b>	<b>18288</b>	应付账款	(219)	179	118	210
					财务费用	21	20	42	106
关键财务与估值指标					营运资本变动	(367)	(39)	(1008)	(1509)
每股收益	1.23	1.53	1.93	2.25	其他	250	(148)	(132)	(305)
每股红利	0.67	0.46	0.58	0.67	<b>经营活动现金流</b>	<b>97</b>	<b>508</b>	<b>(367)</b>	<b>(836)</b>
每股净资产	9.16	10.23	11.58	13.16	资本开支	(328)	(410)	(360)	(360)
ROIC	13%	13%	15%	14%	其它投资现金流	(8)	0	0	0
ROE	13%	15%	17%	17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(322)</b>	<b>(416)</b>	<b>(366)</b>	<b>(366)</b>
毛利率	24%	25%	24%	24%	权益性融资	(8)	0	0	0
EBIT Margin	13%	13%	16%	17%	负债净变化	40	0	0	0
EBITDA Margin	15%	15%	18%	19%	支付股利、利息	(199)	(137)	(172)	(201)
收入增长	34%	7%	11%	18%	其它融资现金流	465	(161)	905	1403
净利润增长率	16%	25%	26%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>139</b>	<b>(298)</b>	<b>733</b>	<b>1202</b>
资产负债率	44%	41%	68%	79%	<b>现金净变动</b>	<b>(86)</b>	<b>(206)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	2%	2%	2%	2%	货币资金的期初余额	1492	1406	1200	1200
P/E	22.4	17.9	14.3	12.2	货币资金的期末余额	1406	1200	1200	1200
P/B	3.0	2.7	2.4	2.1	企业自由现金流	(182)	102	(630)	(955)
EV/EBITDA	16.3	15.2	17.0	20.4	权益自由现金流	323	(42)	309	535

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧梯	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	<b>技术分析</b>	
		赵婧	021-60875168	闫莉	010-88005316
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	区瑞明	0755-82130678
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	黄道立	0755-82133397
岳鑫	0755-82130432			方焱	0755-82130648
周俊	0755-82136085				
糜怀清	021-60933167				
<b>商业贸易</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
常伟	0755-82131528			秦波	010-66026317
<b>机械</b>		<b>基础化工及石化</b>		<b>医药</b>	
陈玲	0755-82130646	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
杨森	0755-82133343	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
		罗洋	0755-82150633	胡博新	0755-82133263
		朱振坤	010-66025229	刘勍	0755-82133400
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	0755-82133920
<b>电力及公共事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>轻工</b>	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	李世新	0755-82130565
		田良	0755-82130470	邵达	0755-82130706
		童成墩	0755-82130513		
<b>家电</b>		<b>建筑工程及建材</b>		<b>计算机及电子元器件</b>	
王念春	0755-82130407	邱波	0755-82133390	段迎晟	0755-82130761
		刘萍	0755-82130678	高耀华	0755-88005321
		马彦	010-88005304	欧阳仕华	0755-82151833
<b>纺织服装</b>		<b>食品饮料</b>		<b>新兴产业</b>	
方军平	021-60933158	黄茂	0755-82138922	陈健	010-88005308
<b>旅游</b>		<b>数量化投资产品</b>		<b>量化投资策略</b>	
曾光	0755-82150809	焦健	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
钟潇	0755-82132098	周琦	0755-82133568	郑云	021-60875163
		邓岳	0755-82150533	毛甜	021-60933154
				李荣兴	021-60933165
				郑亚斌	021-60933150
<b>量化交易策略与技术</b>		<b>基金评价与研究</b>		<b>数据与系统支持</b>	
戴军	0755-82133129	杨涛	0755-82133339	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	康亢	010-66026337	徐左乾	0755-82133090
秦国文	0755-82133528	李腾	010-88005310	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379	刘洋	0755-82150566		
		潘小果	0755-82130843		
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	82133492-1277 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦戡	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123	王昊文	0755-82130818 18925287888
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288	甘墨	0755-82133456 15013851021
甄艺	010-66020272 18611847166 zhenyi@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	徐冉	13632580795
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	颜小燕	13590436977
		刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011
		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjwen@guosen.com.cn	赵晓曦	82134356-1228 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		梁轶聪	021-60875164 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		