



收入快速增长，净利润有所下降

——三花股份（002050）2011 中报点评

2011年8月2日

推荐/首次

三花股份

财报点评

王玉泉	TMT 行业分析师	执业证书编号: S1480510120008
联系人: 李常	电子元器件行业分析师	lichang@dxzq.net.cn 010-66554037

事件:

报告期内，公司实现营业总收入 212,429.44 万元，比上年同期上升 49.06%，实现营业利润 30,137.61 万元，比上年同期上升 23.31%，实现利润总额 30,538.99 万元，比上年同期上升 27.32%，实现净利润 24,303.98 万元，比上年同期上升 24.90%。

公司分季度财务指标

指标	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入(百万元)	546.01	554.36	601.85	823.23	782.95	905.04	897.50	1226.79
增长率(%)		1.53	8.57	36.78	(4.89)	15.59	(0.83)	36.69
毛利率(%)	24.66	36.91	27.39	27.42	24.99	21.81	23.25	23.50
期间费用率(%)	10.60	11.79	9.70	9.58	10.51	10.84	6.81	8.45
营业利润率(%)	14.67	16.23	17.96	17.15	16.11	14.41	15.61	14.19
净利润(百万元)	63.56	79.80	72.02	88.58	79.84	74.96	100.19	104.00
增长率(%)		25.55	(9.75)	22.99	(9.87)	(6.11)	33.66	3.80
每股盈利(季度,元)	0.24	0.30	0.27	0.34	0.30	0.25	0.34	0.35
资产负债率(%)	41.79	42.40	48.93	51.15	50.62	39.26	39.76	38.83
净资产收益率(%)	5.57	6.57	5.59	6.56	5.63	3.78	3.91	4.56
总资产收益率(%)	3.51	4.14	3.20	3.55	2.92	2.27	2.51	2.79

评论:

积极因素:

- **下游需求旺盛，公司收入高速增长。**今年上半年国内空调产量同比增长29%，销量同比增加60.77%；冰箱产量比同比增长19.6%，销量同比增长21%。公司收入结构中空调元器件占比87.64%，冰箱元器件占比2.74%，下游空调需求旺盛带动了公司业绩的快速增长。从国内来看，家电下乡和以旧换新政策将继续实施，空调节能惠民补贴的取消对空调需求的影响较弱，去年6月份由于节能补贴萧条造成空调内销环比下降16.8%，而今年6月份节能补贴的取消仅使空调内销量环比下降4.3%。海外方面，拉美、中东、非洲、印度等新兴市场经济迅速增长，需求旺盛。

- **积极调整产品结构。**公司实施从“成本领先”转向“技术领先”的发展战略，积极开发技术含量高、附加值大的高科技产品，调整产品结构。报告期内变频空调市场占比提升，从而拉动电子膨胀阀产品的需求，电子膨胀阀已成为公司新的业绩增长点。下半年随着空调节能惠民补贴的取消，预计家电厂商将会加大变频空调的推广力度，继续带动公司电子膨胀阀的销售。

消极因素：

- **成本控制能力面临严峻考验。**报告期内毛利率同比下滑4个百分点，净利率同比下滑2.2个百分点。今年上半年美元汇率继续上升，通货膨胀严重，电力紧张，公司主要原材料铜的价格今年上半年同比上涨22.8%，劳动力成本上涨约15%，预计下半年成本压力依然很大。

业务展望：

公司募投项目进展顺利，助力公司商用空调市场开拓。2010年，公司通过非公开发行3,336.87万股股票成功募集资金10亿元，其中63%的资金投入商用空调项目。美的、格力、志高等企业纷纷发力商用空调，将对公司生产的空调配件有很大需求。预计募投项目将于明年大量释放产能。

表 1：募投项目进展

承诺投资项目	产能	投资进度	预期截止日期
商用制冷空调自动控制元器件建设项目	1500 万只	37.06%	2012 年 5 月 31 日
商用制冷空调净化装置建设项目	350 万只	4.76%	2012 年 5 月 31 日
家用空调自动控制元器件建设项目	1000 万只	33.67%	2012 年 5 月 31 日
家用冰箱自动控制元器件建设项目	800 万只	16.19%	2012 年 5 月 31 日
技术研发中心建设项目		8.79%	2011 年 5 月 31 日

资料来源：东兴证券

新能源项目给公司未来业绩带来看点。公司于2010年1月出资1050万美元参股以色列HF公司的太阳能热电项目，参股比例为30%。公司于2011年1月增资534.09万美元，增资后持股比例30.71%。公司已组建一个研发团队参与此项目的研发，该项目研发的技术处于世界领先水平，公司可以从中获得太阳能热发电方面的核心技术，为公司在实现太阳能制冷、太阳能空调等方面的研究提供技术支持。同时，在此合作过程中获得的研发技术和生产技术可以为公司进入太阳能热发电领域或者为其他太阳能热发电厂家提供配件打下基础。新能源项目显示了公司从“成本领先”转向“技术领先”的发展战略。

盈利预测及投资建议

作为制冷配件领域的龙头企业，必将充分受益于空调市场需求高速增长带来的收益。我们预计公司2011-2013年摊薄EPS分别为1.39元、1.79元、2.13元，对应动态PE分别为24.43倍、18.92倍、15.97倍。8月2日公司股价33.95元，参考同类上市公司的估值水平，我们认为11年26倍PE较为合理，六个月目标价36.14元，因此我们首次给以公司“推荐”评级。

风险提示：

- 1) 原材料价格大幅上涨。
- 2) 变频空调销量增速低于预期。

表 2：盈利预测简表

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2040.39	3113.07	4314.00	5378.90	6551.27
(+/-)%	(16.51)	52.57	38.58	24.68	21.80
净利润（百万元）	237.85	315.41	413.17	533.56	632.25
(+/-)%	(7.84)	32.60	31.00	29.14	18.50
每股收益(元)	0.90	1.19	1.39	1.79	2.13
PE	37.72	28.53	24.43	18.92	15.97

资料来源：东兴证券

分析师简介

王玉泉

清华大学博士，2008 年加盟东兴证券研究所，从事 TMT 行业研究。

联系人简介

李常

清华大学电路与系统硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。