

阶段性受累于下游需求放缓

增持

——三花股份（002050）2011 年年报点评——

事件:

- 三花股份（002050）发布 2011 年年报：报告期内公司实现营业收入 41.87 亿元，同比增长 34.49%；实现营业利润 5.05 亿元，同比增长 12.48%；实现归属母公司净利润 3.66 亿元，同比增长 16.00%；其中 4 季度公司实现营业收入 9.87 亿元，同比增长 9.04%，实现归属母公司净利润 0.74 亿元，同比下滑 0.78%；公司全年实现 EPS1.230 元，其中 4 季度实现 EPS0.250 元，略低于预期。每 10 股派发现金 5 元，每 10 股转增 10 股。

另，公司发布了 2012 年一季度业绩预告，2012 年 1 季度公司实现归属于上市公司股东的净利润约 8,015 万元-10,020 万元，同比下降 0%-20%。

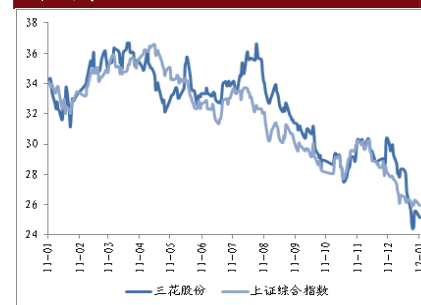
点评:

- **销售阶段性受累于下游需求放缓** 由于房地产市场调控力度的持续加大和家电补贴政策的退出的阶段性影响，公司下半年的销售放缓明显。2011 年公司综合毛利率为 23.6%，同比下降 1.6%。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。三花股份目前产品包含截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀、电磁阀、单向阀、球阀、排水泵、贮液器等。公司已经成为品种最齐全的空调阀门制造商之一，并在截止阀、四通阀领域具有垄断地位，市占率全球第一。公司与盾安在截止阀，四通阀领域双分天下，合计市场占有率均超过或接近 80%。公司两大传统产品——四通阀、截止阀合计收入占比在 65%左右。市场格局相对稳定，将有望突破市占增长天花板。电子膨胀阀的销售随着变频空调占比的扩大，将有望呈现放量增长态势。
- **全产业链布局趋势明显** 2011 年，公司新设立芜湖三花自控元器件有限公司、杭州先途电子有限公司、武汉市三花制冷部件有限公司、江西三花制冷科技有限公司等子公司，在扩大公司现有产品产能和延伸公司产业链的同时，优化了公司的产品结构，进一步提升公司市场竞争力。
- **Q4 费用率回升显著** 公司 11 年销售费用率同比下滑 0.19%，财务费用率同别下滑 0.09%。分季度来看，四季度销售费用率为 3.84%，同比上升 2.42%；管理费用率为 10.89%，同比上升 1.13%，回升显著，主要是由于公司四季度规模效应有所减弱。
- **分红超出预期** 公司近期发布的高送配方案，高送转+现金分红（10 送 10，派 5 元）共计 1.49 亿元，占 2011 年净利润的 40.61%，有利于与全体股东分享公司成长果实。

分析师

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

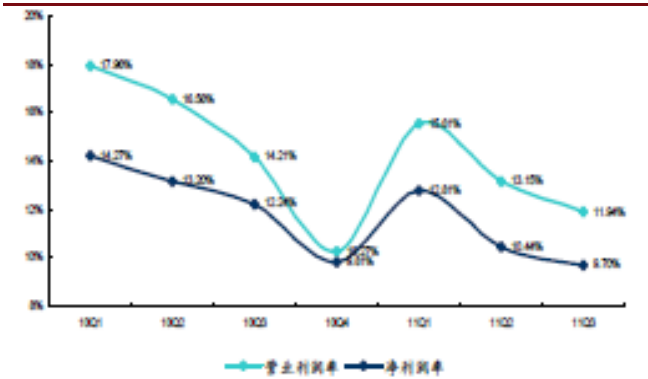
市场表现



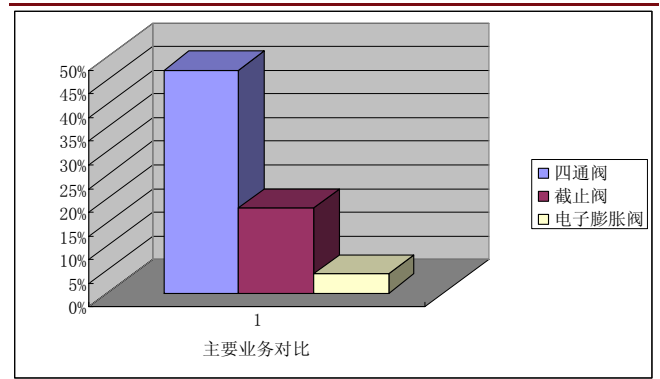
资料来源：西南证券研发中心

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%

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; 空调行业景气度下行。
- **盈利预测** 预期 2012、2013、2014 年每股收益 1.65、2.09、2.19 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 (百万元)

会计年度	2011 年	2012E	2013E	2014E
营业收入	4187	5666.68	7416.76	7786.62
营业成本	3200	4299.87	5678.39	6173.28
营业税金及附加	19	15.79	18.99	19.28
营业费用	121	208.55	267.97	297.32
管理费用	311	395.59	491.87	297.28
财务费用	21	60.79	101.12	117
资产减值损失	2	11.08	7.98	6.79
公允价值变动收益	7	3.97	3.58	7
投资净收益	26	17.98	15.46	19
营业利润	505	697.13	869.39	887.67
营业外收入	40	15.72	17.98	19.99
营业外支出	10	7.99	8.78	9.23
利润总额	534	704.86	878.59	898.43
所得税	99	118.72	142.24	159
净利润	435	586.14	736.35	739.43
少数股东损益	70	93.84	114.79	89
归属母公司净利润	366	492.30	621.56	650.43
EPS (摊薄) (元)	1.23	1.65	2.09	2.19

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/>