

## 三花股份 (002050.SZ)

## 其它专用设备行业

评级: 增持 维持评级

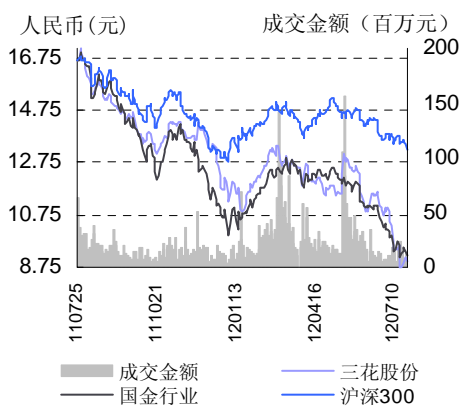
业绩点评

市价(人民币): 9.00元  
目标(人民币): 10.40-12.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	576.96
总市值(百万元)	53.53
年内股价最高最低(元)	17.10/8.75
沪深300指数	2365.43
中小板指数	4959.08



## 相关报告

- 《公司大股东与阿拉善盟签署战略合作协议》，2012.3.23
- 《业绩符合预期,综合竞争力提升》，2012.3.6
- 《收购少数股东权益,大股东利益再与市场一致》，2012.2.27

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

## 中期业绩快报收入符合预期, 净利润低于预期

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.061	1.230	0.637	0.797	1.060
每股净资产(元)	8.45	9.16	4.58	5.59	6.25
每股经营性现金流(元)	1.06	1.63	0.85	-0.21	0.62
市盈率(倍)	31.58	25.80	14.13	11.29	8.49
行业优化市盈率(倍)	63.20	48.96	48.96	48.96	48.96
净利润增长率(%)	32.60%	16.00%	3.56%	25.17%	32.87%
净资产收益率(%)	12.56%	13.43%	13.91%	14.26%	16.94%
总股本(百万股)	297.37	297.37	594.74	594.74	594.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 三花股份 2012 年 7 月 23 日晚发布业绩快报: 上半年实现收入 21.2 亿 (YoY-0.4%), 归属于母公司股东净利润 1.86 亿元 (YoY-9.7%)。公司收入符合我们中报前瞻、净利润低于我们 0% 的预期。

## 经营分析

- 在铜价下跌和下游行业销量下降中, 公司收入基本持平说明竞争力提升: 作为细分行业龙头, 公司的收入与下游空调和冰箱行业的产量(空调配件受全球产量影响、冰箱配件受国内产量影响)以及铜价的涨跌正相关; 今年上半年空调和冰箱产量降幅约为一成、铜价跌幅也约为一成, 因此在这样的情况下公司收入基本持平说明公司竞争力持续提升、市场份额上升。
- 产品结构提升带来毛利率同比提升, 但产能释放订单不足带来费用率上升: 经我们跟踪, 公司在产品结构提升上的努力取得成效, 上半年电子膨胀阀销量增长, 毛利率也没有下降, 这令公司的综合毛利率并未下降。但由于募投项目开始投产、去年公司在江西、芜湖新设的基地开始建设, 因此费用上升, 加上销售规模未能明显提升, 最终是因期间费用率的上升导致本期净利率 8.8% 较上期的 9.6% 下降 0.8 个百分点。
- 尽管 26% 少数股东权益收购后已从年初开始并表, 但依然挡不住业绩下滑: 今年 2 月公司以现金收购了子公司三花制冷集团 26% 的少数股东权益, 在中期业绩中已经体现, 我们测算令少数股东损益占净利率的比重降低了 9.5 个百分点, 但仍未挡住公司归属于母公司股东净利率的同比下降。

## 盈利调整及投资建议

- 基于中期业绩我们下调公司盈利预测: 预计 2012-2014 年公司收入为 44.8、53.3、66.0 亿元; 按最新股本 EPS 为 0.637、0.797、1.060 元, 净利润增速为 3.6%、25.2%、32.9%。2012 年业绩较前期下调约 10%。
- 公司现价对应 14.4X12PE/11.5X13PE, 从 13-14 年的成长性来看估值已经在合理区间下限, 我们维持增持评级, 6-12 个月合理价格 10.4-12.0 元, 对应 13-15X13PE, 距离现价有 15-30% 的空间。公司及三花集团在太阳能光热领域的战略投资在行业恢复景气时还能够贡献估值弹性。

## 风险提示

- 下游需求以及铜价变化低于我们预期会导致公司业绩低于我们盈利预测。

图表1: 公司三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2,040	3,113	4,187	4,479	5,327	6,601
增长率		52.6%	34.5%	7.0%	18.9%	23.9%
主营业务成本	-1,478	-2,329	-3,200	-3,405	-4,021	-4,957
%销售收入	72.5%	74.8%	76.4%	76.0%	75.5%	75.1%
毛利	562	784	987	1,074	1,306	1,644
%销售收入	27.5%	25.2%	23.6%	24.0%	24.5%	24.9%
营业税金及附加	-7	-7	-19	-22	-27	-33
%销售收入	0.3%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-75	-96	-121	-157	-176	-205
%销售收入	3.7%	3.1%	2.9%	3.5%	3.3%	3.1%
管理费用	-155	-223	-305	-376	-400	-475
%销售收入	7.6%	7.2%	7.3%	8.4%	7.5%	7.2%
息税前利润 (EBIT)	326	458	542	519	704	931
%销售收入	16.0%	14.7%	12.9%	11.6%	13.2%	14.1%
财务费用	-11	-18	-21	-23	-23	-11
%销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.2%
资产减值损失	-9	-3	2	-8	-11	-16
公允价值变动收益	4	2	7	0	0	0
投资收益	21	10	-26	-50	-80	-100
%税前利润	6.1%	2.2%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	331	449	505	437	590	803
营业利润率	16.2%	14.4%	12.1%	9.8%	11.1%	12.2%
营业外收支	5	11	30	40	30	20
税前利润	337	460	534	477	620	823
利润率	16.5%	14.8%	12.8%	10.7%	11.6%	12.5%
所得税	-50	-81	-99	-91	-118	-156
所得税率	14.7%	17.5%	18.5%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	287	379	435	387	502	667
少数股东损益	49	64	70	8	28	37
归属于母公司的净利润	238	315	366	379	474	630
净利率	11.7%	10.1%	8.7%	8.5%	8.9%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	287	379	435	387	502	667
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	74	74	75	71	85	94
非经营收益	-13	7	27	46	91	96
营运资金变动	-116	-145	-54	0	-802	-490
经营活动现金净流	232	315	482	504	-123	367
资本开支	-62	-224	-520	-170	-69	-5
投资	0	-102	-13	0	0	0
其他	26	29	2	-50	-80	-100
投资活动现金净流	-37	-297	-530	-220	-149	-105
股权募资	0	980	3	0	13	14
债权募资	-100	210	227	-493	-583	57
其他	-186	-146	-132	-188	-27	-206
筹资活动现金净流	-286	1,044	98	-681	-598	-134
现金净流量	-91	1,062	50	-396	-870	128

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	357	1,492	1,406	1,406	535	663
应收款项	908	1,335	1,250	1,250	2,024	2,515
存货	573	756	835	835	1,102	1,358
其他流动资产	25	89	283	283	335	361
流动资产	1,864	3,672	3,773	3,773	3,997	4,896
%总资产	76.4%	82.2%	78.0%	78.0%	76.5%	80.6%
长期投资	0	61	60	60	60	60
固定资产	464	540	788	788	961	909
%总资产	19.0%	12.1%	16.3%	16.3%	18.4%	15.0%
无形资产	104	186	199	199	197	197
非流动资产	577	797	1,064	1,064	1,229	1,176
%总资产	23.6%	17.8%	22.0%	22.0%	23.5%	19.4%
资产总计	2,441	4,469	4,837	4,837	5,225	6,072
短期借款	203	449	636	636	87	144
应付款项	677	1,077	890	890	1,188	1,465
其他流动负债	30	97	81	81	283	368
流动负债	910	1,624	1,607	1,607	1,559	1,976
长期贷款	120	130	170	170	170	171
其他长期负债	1	1	36	36	0	0
负债	1,030	1,755	1,814	1,814	1,729	2,148
普通股股东权益	1,254	2,512	2,723	2,723	3,327	3,719
少数股东权益	157	203	300	300	328	364
负债股东权益合计	2,441	4,469	4,837	4,837	5,225	6,072

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.901	1.061	1.230	0.637	0.797	1.060
每股净资产	4.748	8.448	9.158	4.579	5.594	6.253
每股经营现金净流	0.875	1.059	1.626	0.848	-0.208	0.618
每股股利	0.600	0.250	0.500	0.255	0.319	0.424
回报率						
净资产收益率	18.97%	12.56%	13.43%	13.91%	14.26%	16.94%
总资产收益率	9.74%	7.06%	7.56%	7.83%	8.81%	10.11%
投入资本收益率	16.03%	11.45%	11.52%	10.96%	14.57%	17.14%
增长率						
主营业务收入增长率	-16.51%	52.57%	34.49%	6.98%	18.94%	23.90%
EBIT增长率	-2.01%	40.33%	18.41%	-4.28%	35.73%	32.24%
净利润增长率	-5.35%	32.60%	16.00%	3.56%	25.17%	32.87%
总资产增长率	6.48%	83.10%	8.23%	0.00%	8.02%	16.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	74.1	57.0	42.6	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	147.7	104.1	90.7	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	82.0	63.5	49.3	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	80.4	56.2	53.2	49.7	53.0	40.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.69%	-33.82%	-20.28%	-20.28%	-7.96%	-8.85%
EBIT利息保障倍数	29.4	25.1	26.0	22.3	30.3	83.3
资产负债率	42.20%	39.26%	37.50%	37.50%	32.12%	34.47%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	4	7
增持	0	0	2	6	22
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.40	1.63	1.74

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-01-24	增持	15.07	21.00 ~ 21.50
2 2011-02-24	增持	16.51	21.00 ~ 21.00
3 2011-03-29	增持	16.56	21.00 ~ 21.00
4 2011-07-28	增持	16.92	21.00 ~ 21.00
5 2012-01-04	增持	12.01	18.00
6 2012-02-27	增持	13.15	17.00 ~ 18.50
7 2012-03-06	增持	12.82	17.00 ~ 18.50
8 2012-03-23	增持	12.54	17.00 ~ 18.50

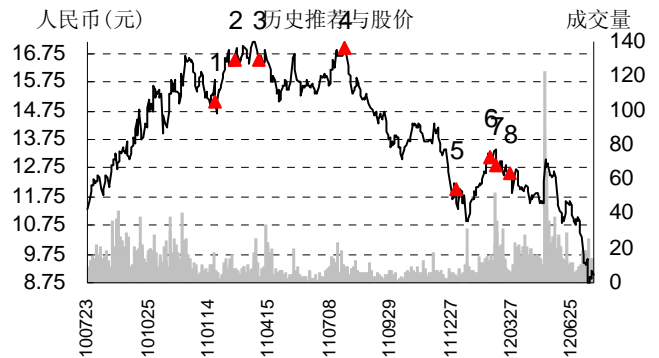
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B