



7 April 2010 | 4 pages

## 三花股份 (002050)

### 09 年业绩符合预期 定向增发进一步增强公司实力

#### 2009 年年报点评

史海昇

执业证书编号: S1230209120122

86-21-64718888

zsyj@stocke.com.cn

#### 本报告导读:

- 毛利率提高带动公司营业利润增长
- 定向增发进入商用空调领域 扩大家用空调配件优势

#### 投资要点:

- 2009 年公司共实现营业收入 20.40 亿元, 同比下降 16.51%, 营业利润 3.31 亿元, 同比增长 2.88%, 归属于母公司所有者净利润 2.38 亿元, 同比下降 7.84%, 基本每股收益 0.90 元, 每 10 股派发现金股利 2.5 元。
- **毛利率大幅提高带动营业利润增长。**09 年公司综合毛利率达到 27.55%, 和 08 年相比提高 5.32 个百分点, 收购大股东四通阀等空调零配件资产后, 公司制冷部件产业发挥协同效应, 成本得到有效控制, 另一方面 08 年底公司存货达到 6.22 亿元, 09 年原材料铜的价格同比上涨超过 135%, 以上两个原因是公司综合毛利率大幅提高的主要原因。09 年公司期间费用率同比提高 1.98 个百分点, 达到 11.98%, 毛利水平的大幅提高是公司营业利润增长的主要原因。09 年美的电器空调的毛利率为 22.50%, 主要竞争对手盾安环境阀门的毛利率为 18.05%, 由于制冷阀门技术壁垒相对较低, 而格力、美的的市场份额在持续扩张, 下游空调龙头对公司议价能力较强, 2010 年公司存货大幅度升值的可能性较小, 因此, 预计 2010 年公司毛利率将会有所下降。
- **电子膨胀阀将是共 2010 年的主要看点。**公司截止阀、四通阀全球市场占有率领先, 同时公司也是全球少数几家能够量产电子膨胀阀企业之一。09 年我国变频空调的市场份额由不足 10% 提高到 17% 左右, 从 2010 年一季度的空调销售情况来看, 电子膨胀阀的销量将继续快速增长, 此前公司电子膨胀阀主要用于出口, 09 年下半年开始公司电子膨胀阀产品开始逐步进入国内市场, 随着变频空调在国内市场份额的不断提高, 2010 年公司电子膨胀阀业务将是公司的主要增长亮点。
- **定向增发, 积极进军商用制冷配件领域, 巩固家用空调阀门优势。**公司将以不低于 21.39 元/股的价格定向增发 5000 万股, 募集资金将投入商用制冷空调阀门、净化装置以及家用空调阀门扩产项目, 以上项目所涉及产品基本全部为节能产品, 2010 年新的空调能效标准即将实施, 商用空调市场迅速增长均为公司积极介入节能商用空调阀门领域以及扩大在家用空调制冷配件的优势提供了良好的契机。

**投资建议:** 不考虑增发影响, 我们预计公司 2010 年、2011 年的每股收益分别为 1.16 元、1.40 元, 以 4 月 6 日收盘价 25.19 元计算, 对应的动态市盈率分别为 22 倍和 18 倍, 作为国内空调阀门领域的龙头, 电子膨胀阀业务若 10 年爆发将使得公司业绩有可能超预期, 同时定向增发也可能成为股价上涨的催化剂, 维持“买入”投资评级。

评级:

买入

当前价格:

¥ 25.19

单季度业绩 元/股

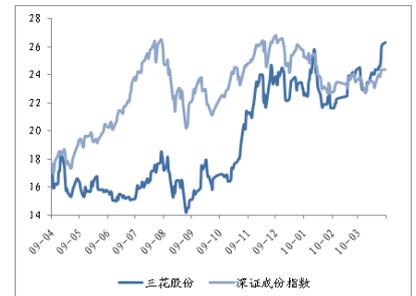
1Q/2009 0.13

2Q/2009 0.23

3Q/2009 0.24

4Q/2009 0.30

1 年股价走势图



#### 公司简介

公司是全球空调阀门行业龙头之一, 随着变频空调市场占有率的快速提升, 电子膨胀阀业务将有可能爆发。

报告撰写人: 史海昇

报告数据支持人: 刘迟到





资产负债表	2007	2008	2009	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E
货币资金	242.3	429.4	357.2	724.1	961.1	营业收入	807.4	2444.0	2040.4	2433.2	2809.0
应收票据	77.8	242.9	436.3	258.4	298.3	营业成本	657.3	1900.7	1478.3	1803.8	2073.0
应收账款	160.9	364.4	463.5	552.7	638.1	营业税金及附加	3.4	6.1	6.5	6.8	8.1
预付款项	6.0	29.5	21.6	25.9	29.5	销售费用	23.3	85.7	74.7	85.4	95.2
其他应收款	2.0	23.5	8.5	13.9	16.4	管理费用	36.3	110.6	154.8	128.7	144.7
存货	156.3	622.8	573.4	506.4	582.0	财务费用	8.2	43.5	11.1	45.8	40.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.1	-8.4	8.7	0.1	0.1
长期股权投资	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	-0.2	3.1	4.4	0.0	0.0
固定资产	165.8	457.7	449.7	486.7	535.9	投资收益	1.6	13.2	20.5	20.5	20.5
在建工程	8.7	7.3	14.0	66.7	90.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	80.3	321.9	331.2	383.2	468.4
无形资产	16.5	92.3	102.6	120.1	141.7	营业外收支净额	-2.1	15.8	5.5	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	1.3	1.5	1.1	0.9	税前利润	78.1	337.7	336.7	383.2	468.4
资产总计	840.1	2292.5	2441.0	2764.9	3302.9	减: 所得税	29.0	46.7	49.6	57.5	70.3
短期借款	40.0	422.9	203.0	0.0	0.0	净利润	49.1	291.0	287.1	325.7	398.1
应付票据	173.3	210.3	309.1	409.6	470.7	归属于母公司的净利	49.1	258.1	237.9	306.0	369.2
应付账款	162.9	313.7	350.3	410.5	471.7	少数股东损益	0.0	32.9	49.2	19.7	28.9
预收款项	1.4	7.1	5.5	6.6	7.7	基本每股收益	0.43	0.98	1.01	1.16	1.40
应付职工薪酬	15.1	18.5	19.8	23.6	27.3	稀释每股收益	0.43	0.98	1.01	1.16	1.40
应交税费	3.1	-3.0	9.1	10.8	12.5	<b>财务指标</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
其他应付款	1.9	9.4	12.0	14.3	16.5	<b>成长性</b>					
其他流动负债	2.7	32.8	0.0	9.2	18.0	营收增长率	30.3%	202.7%	-16.5%	19.3%	15.4%
长期借款	0.0	0.0	120.0	120.0	120.0	EBIT增长率	17.9%	291.2%	-4.3%	25.3%	19.4%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	6.4%	425.5%	-7.8%	28.7%	20.7%
负债合计	400.5	1013.9	1030.1	1005.8	1145.7	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	439.6	1278.5	1410.9	1739.5	2137.6	销售毛利率	18.6%	22.2%	27.5%	25.9%	26.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	销售净利率	6.1%	10.6%	11.7%	12.6%	13.1%
净利润	49.1	291.0	287.1	325.7	398.1	ROE	11.2%	22.1%	19.0%	19.6%	19.1%
折旧与摊销	-53.2	-818.1	-182.2	187.2	-161.5	ROIC	11.4%	17.2%	16.0%	18.7%	18.4%
经营活动现金流	58.9	95.6	221.9	691.8	376.4	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	-16.0	-84.9	-73.4	-121.6	-139.4	PE	58.0	25.8	25.0	21.7	18.0
融资活动现金流	-0.3	-234.4	-337.0	-203.2	0.0	P/S	3.5	2.7	3.3	2.7	2.4
现金净变动	42.6	-223.7	-188.5	366.9	237.0	P/B	6.5	5.7	5.3	4.3	3.4
期初现金余额	187.0	242.3	429.4	357.2	724.1	股息收益率	0.8%	0.6%	0.0%	0.0%	1.4%
期末现金余额	229.6	18.5	241.0	724.1	961.1	EV/EBITDA	78.1	-14.1	47.1	10.4	18.4



**浙商证券研究管理团队**

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·研究销售

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

**宏观·策略团队**

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

宏观研究

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

**行业团队**

电力设备行业

史海

+86 21 6471 8888-1737

shihai@stocke.com.cn

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

大宗医药行业

姜恩铸

+86 21 6471 8888-1121

jiangenzhu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟道

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

**金融工程团队**

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740





zhanglei@stocke.com.cn

**研究服务团队**

研究服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

研究服务

魏志羽

+86 21 6471 8888-1106

weizhiyu@stocke.com.cn

研究服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

研究服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

研究服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

**浙商证券股票投资评级说明**

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%-10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

**浙商证券策略/行业投资评级说明**

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

**特别声明：**

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

**浙商证券研究所**

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64718888

浙商证券网址：www.stocke.com

