

三花股份 (002050.SZ)

其它专用设备行业

评级: 买入 维持评级

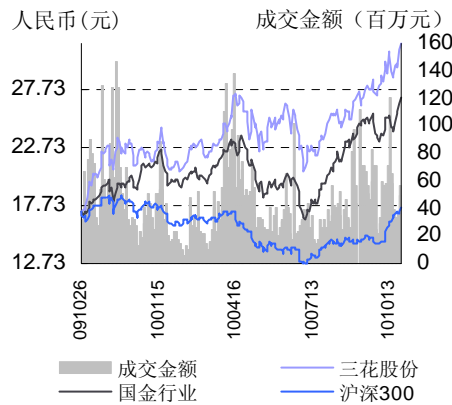
业绩点评

市价(人民币): 31.80元
目标(人民币): 35.00-39.00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)	68.76
总市值(百万元)	8,395.20
年内股价最高最低(元)	31.80/17.46
沪深300指数	3481.08
中小板指数	7227.43



相关报告

1. 《业绩符合预期,产品结构提升对盈利贡献明显》, 2010.8.3
2. 《2-3年内应属于业绩和估值齐升型公司》, 2010.4.15
3. 《机构投资者交流会纪要》, 2009.12.17

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130210040006
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

下游需求旺盛, 公司业绩快速增长, 定增获批

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.952	0.901	1.294	1.633	2.057
每股净资产(元)	4.44	4.75	5.19	6.17	7.41
每股经营性现金流(元)	0.36	0.87	2.53	2.00	2.70
市盈率(倍)	8.23	24.96	24.58	19.48	15.46
行业优化市盈率(倍)	42.31	69.05	35.06	35.06	35.06
净利润增长率(%)	92.31%	-5.35%	43.62%	26.17%	26.01%
净资产收益率(%)	21.45%	18.97%	24.92%	26.45%	27.78%
总股本(百万股)	264.00	264.00	264.00	264.00	264.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 三花股份前三季度收入 22.1 亿元、同比增长 48.6%; EPS0.911 元, 净利润同比增长 52%; 基本符合我们 EPS0.93 元的前瞻。公司预计全年净利润增速在 20-50%。
- 公司同时公告非公开增发获得证监会审核通过。

经营分析

- 在下游行业旺盛的量增和公司产品结构的提升下, 1-9 月毛利额继续快速增长 64%: 毛利额更能反映剔除铜价对收入影响作用后公司的销售变化情况, 前三季度如此高的毛利额增速与下游空调行业内外销的快速增长吻合, 高毛利产品电子膨胀阀前三季度销量已接近 300 万只, 3Q 单季度销量几乎达到整个上半年的水平。公司 4Q 销售应该还能保持快速增长, 当然因基数原因增速放缓一些是正常的。
- 3Q 净利率环比有所下降主要是为新产品拓展客户渠道的销售费用投入增大, 是为募投项目上马做准备: 3Q 单季度销售费用率环比同比均上升的原因主要是因不锈钢四通阀、商用空调阀门等新产品拓展客户及销售渠道的投入, 都是在为募投项目做准备。公司已经专门成立了商用部品事务所从家用制冷配件销售中独立出来, 这样更能专注开拓新市场领域。
- 定增如期获批, 定增项目拟大规模进军商用配件, 相当于再造一个三花股份: 这是公司定增项目最大的亮点, 四个募投项目产品全部达产后功能贡献年收入 22.6 亿元, 相当于再造一个目前的三花。

盈利调整

- 维持前期盈利预测: 2010-2012 年 EPS (不考虑增发) 分别为 1.294、1.633、2.057 元, 净利润同比增长分别为 43.6%、26.2%、26.0%。

投资建议

- 去年底以来我们一直建议市场“应跳出家用空调上游企业的视角来看公司”、2-3 年内应业绩和估值齐升, 目前依然是这一观点。无论是技术、规模还是客户优势, 公司在家用制冷电器阀门行业的地位相当稳固; 在下游家用空调客户的商用空调拓展规模日益庞大的时刻公司适时切入商用空调配件; 参股以色列光热项目又预示着公司将通过此项目的投资寻找现有产业与新能源产业之间的相通点。因此尽管目前股价已到我们年内目标价, 但作为成长股我们持续推荐, 6-12 个月合理估值为 25X11PE—22X12PE (均考虑除权), 即 35-39 元, 维持买入建议。

图表1: 利润表分项变化分析

	1-6月	7-9月	1-9月	09年1-9月	1-9月同比变化	1-9月 VS 1-6月	点评
营业收入(百万元)	1425	783	2208	1486	49%		毛利额更能反映剔除铜价对收入影响作用后的销售变化情况, 1-9月毛利额同比增长75%, 更高于收入增速64%, 说明公司不仅能转嫁原材料上涨, 而且电子膨胀阀、电磁阀等高附加值产品快速增长下产品结构提升带来盈利能力提升
-营业成本	72.6%	75.0%	73.4%	75.9%			
=毛利	27.4%	25.0%	26.6%	4.1%	2.5	-0.9	
-营业税金及附加	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	-0.1	0.1	
-销售费用	2.7%	5.6%	3.8%	4.2%	-0.4	1.0	3Q销售费用率凸高主要是因不锈钢四通阀、商用空调阀门等新产品拓展客户及销售渠道的投入, 都是在为募投项目做准备。
-管理费用	6.1%	6.1%	6.1%	5.7%	0.4	0.0	新产品研发投入加大
-财务费用	0.7%	0.4%	0.6%	0.7%	0.0	-0.1	
-资产减值损失	0.7%	0.8%	0.1%	0.0%	0.1	-0.5	
+公允价值变动损益	-0.4%	1.1%	0.1%	0.1%	0.1	0.5	
+投资收益	0.6%	-0.2%	0.3%	1.5%	-1.2	-0.3	以色列太阳能热电项目对投资收益是负贡献
+营业外收支	-0.3%	1.0%	0.2%	0.3%	-0.1	0.5	
=利润总额	16.8%	15.2%	16.3%	15.0%	1.3	-0.6	
-所得税费用	3.2%	3.0%	3.1%	2.2%	0.9	-0.1	
-少数股东损益	2.4%	2.0%	2.3%	2.1%	0.1	-0.1	
=归属于母公司股东净利润	11.3%	10.2%	10.9%	10.6%	0.3	-0.4	净利率同比增主要因产品结构提升, 环比减主要因新产品开拓客户和渠道的投入增加。

来源: 国金证券研究所

图表2：定增项目拟大规模进军商用配件，相当于再造一个三花股份

项目	投入 (亿元)	达产后年新增产量(万只)	应用领域	预计达产 后收入 (亿元)	预计达产 后净利润 (亿元)	主要客户	项目 建设 期
商用制冷空调 自动控制元器 件	5.12	商用电磁阀 200 商用四通阀 400 商用热力膨胀阀 500 商用电子膨胀阀 150 商用钢截止阀 250	大型热泵热水器和 机房空调（包括大 型计算机房及电信 基站空调）	12.72	1.12	开利、特灵、大金、 三菱电机、格力、东 芝、日立、美的、富 士通	2 年
商用制冷空调 净化装置	1.27	铁分离器 100 铁过滤器 150 压力容器 100	大型热泵热水器和 机房空调（包括大 型计算机房及电信 基站空调）	3.35	0.28	开利、特灵、大金、 日立、格力、 GOOD AN	1 年
家用空调自动 控制元器件	1.85	电子膨胀阀 500 不锈钢四通换向阀 500	变频空调	3.88	0.42	格力、美的、松下、 大金、三菱电机、 LG、三星	2 年
家用冰箱自动 控制元器件	1.26	冰箱双稳态电磁阀 600 冰箱电动切换阀 200	高档静音冰箱和多 温区冰箱	2.65	0.29	海尔、博西华、美 的、梅洛尼、伊莱克 斯等冰箱生产商	2 年
技术研发中心	0.5	—	—	—	—	—	1 年
合计	10	—	—	22.60	2.11	—	—

来源：国金证券研究所

图表3: 三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,634	2,444	2,040	2,782	3,579	4,401
增长率		-7.2%	-16.5%	36.3%	28.6%	23.0%
主营业务成本	-2,174	-1,901	-1,478	-2,047	-2,625	-3,204
%销售收入	82.5%	77.8%	72.5%	73.6%	73.3%	72.8%
毛利	460	543	562	735	954	1,197
%销售收入	17.5%	22.2%	27.5%	26.4%	26.7%	27.2%
营业税金及附加	-5	-6	-7	-7	-9	-11
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-91	-86	-75	-75	-100	-119
%销售收入	3.5%	3.5%	3.7%	2.7%	2.8%	2.7%
管理费用	-118	-119	-155	-159	-206	-246
%销售收入	4.5%	4.9%	7.6%	5.7%	5.8%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	245	333	326	494	639	821
%销售收入	9.3%	13.6%	16.0%	17.8%	17.9%	18.7%
财务费用	-43	-43	-11	-15	4	7
%销售收入	1.6%	1.8%	0.5%	0.5%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-8	8	-9	0	-10	-10
公允价值变动收益	-4	3	4	0	0	0
投资收益	3	13	21	10	0	0
%税前利润	1.8%	4.0%	6.1%	2.0%	0.0%	0.0%
营业利润	193	314	331	490	633	818
营业利润率	7.3%	12.8%	16.2%	17.6%	17.7%	18.6%
营业外收支	1	16	5	0	0	0
税前利润	194	330	337	490	633	818
利润率	7.4%	13.5%	16.5%	17.6%	17.7%	18.6%
所得税	-42	-46	-50	-78	-114	-164
所得税率	21.8%	13.8%	14.7%	16.0%	18.0%	20.0%
净利润	152	284	287	412	519	654
少数股东损益	21	33	49	70	88	111
归属于母公司的净利润	131	251	238	342	431	543
净利率	5.0%	10.3%	11.7%	12.3%	12.0%	12.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	284	287	412	519	654
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	54	74	74	95	106
非经营收益	0	10	-13	20	-2	8
营运资金变动	0	-254	-116	161	-85	-55
经营活动现金净流	0	94	232	667	528	714
资本开支	-64	-61	-62	-118	-230	-80
投资	0	-44	0	0	0	0
其他	552	21	26	10	0	0
投资活动现金净流	488	-85	-37	-108	-230	-80
股权募资	0	0	0	-91	0	0
债权募资	-368	-171	-100	-203	0	1
其他	-207	-61	-186	-19	-145	-181
筹资活动现金净流	-575	-232	-286	-313	-145	-180
现金净流量	-87	-223	-91	245	153	454

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	751	429	357	602	755	1,209
应收款项	635	631	908	754	899	1,029
存货	612	623	573	729	899	1,053
其他流动资产	29	40	25	34	43	52
流动资产	2,027	1,724	1,864	2,120	2,596	3,343
%总资产	78.0%	75.2%	76.4%	77.6%	77.2%	81.7%
长期投资	1	0	0	0	0	0
固定资产	468	465	464	505	645	625
%总资产	18.0%	20.3%	19.0%	18.5%	19.2%	15.3%
无形资产	95	94	104	107	112	116
非流动资产	573	569	577	612	767	751
%总资产	22.0%	24.8%	23.6%	22.4%	22.8%	18.3%
资产总计	2,600	2,292	2,441	2,732	3,363	4,094
短期借款	596	423	203	0	0	0
应付款项	841	540	677	829	1,063	1,298
其他流动负债	56	48	30	185	234	293
流动负债	1,493	1,011	910	1,014	1,298	1,591
长期贷款	38	0	120	120	120	121
其他长期负债	0	2	1	0	0	0
负债	1,531	1,013	1,030	1,134	1,418	1,712
普通股股东权益	981	1,172	1,254	1,371	1,629	1,955
少数股东权益	88	108	157	227	316	427
负债股东权益合计	2,600	2,292	2,441	2,732	3,363	4,094

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.156	0.952	0.901	1.294	1.633	2.057
每股净资产	3.717	4.438	4.748	5.193	6.172	7.406
每股经营现金净流	0.946	0.362	0.875	2.525	1.999	2.704
每股股利	0.200	0.200	0.250	0.518	0.653	0.823
回报率						
净资产收益率	13.32%	21.45%	18.97%	24.92%	26.45%	27.78%
总资产收益率	5.03%	10.96%	9.74%	12.50%	12.82%	13.26%
投入资本收益率	11.26%	16.83%	16.03%	24.18%	25.38%	26.24%
增长率						
主营业务收入增长率	342.45%	-7.22%	-16.51%	36.33%	28.65%	22.98%
EBIT增长率	250.49%	35.69%	-2.01%	51.67%	29.23%	28.46%
净利润增长率	193.14%	92.31%	-5.35%	43.62%	26.17%	26.01%
总资产增长率	264.97%	-11.83%	6.48%	11.93%	23.08%	21.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.1	64.6	79.6	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	60.8	118.6	147.8	130.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	48.0	72.5	82.0	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	62.8	68.4	80.4	63.1	61.3	49.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.88%	-1.36%	-2.69%	-30.41%	-32.84%	-45.84%
EBIT利息保障倍数	5.7	7.7	29.4	33.8	-154.0	-112.7
资产负债率	58.87%	44.18%	42.20%	41.51%	42.16%	41.82%

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
强买	0	0	1	5	6
买入	0	0	2	10	15
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.67	1.67	1.69

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 2009-12-17	买入	22.07	24.96 ~ 26.14
2 2010-04-15	买入	27.24	32.60 ~ 33.40
3 2010-08-03	买入	25.51	27.20 ~ 30.20

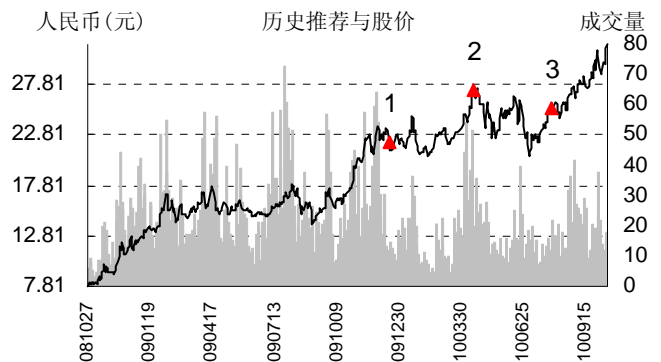
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室