

空调

署名人: 袁浩然

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026810

haoxuemei@cjis.cn

6-12个月目标价: 35.50元

当前股价: 31.80元

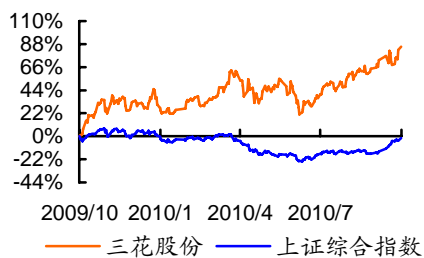
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3051.42
总股本(百万)	264
流通股本(百万)	69
流通市值(亿)	22
EPS (TTM)	1.15
每股净资产(元)	5.34
资产负债率	42.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
三花股份	0.00	35.72	18.52
上证综合指数	0.00	18.64	2.28



相关报告

《三花股份-中期业绩增长, 未来值得关注》  
2010-8-3  
《公司研究 - 三花股份 - 有看点, 有期待 - 推荐》2010-7-28

三花股份

002050

推荐

增发方案获批 拓展未来增长空间

投资要点:

- 三季度公司延续前期增长势头, 在去年高基数下仍实现较高增速: 营业收入7.8亿元, 同比增长43.4%, 净利润0.8亿元, 同比增长25.6%, EPS 0.3元。1-9月公司实现营业收入22.1亿元, 同比增长48.6%, 实现归属母公司净利润2.4亿元, 同比增长52.1%, EPS 0.91元。随着去年四季度基数调高, 预计四季度增速会有所放缓, 但全年的增长态势已基本确定。
- 收入高速增长, 主要是下游空调、冰箱销售迅猛增长, 特别是节能空调新政加快变频空调的普及速度, 拉动高附加值的电子膨胀阀的销售增长。1-9月公司电子膨胀阀和冰箱用电磁阀销量增长50%以上, 传统类四通阀和膨胀阀也有40-50%的增长。
- 1-9月公司综合毛利率26.6%, 同比增加2.5个百分点。高毛利主要受益于1)新供应商下, 采购成本有所减低。2)电子膨胀阀、电磁阀等高附加值产品销售增加, 产品结构得到优化。我们认为未来公司较高毛利率仍能维持, 主要由于1)公司采取套期保值等方法规避原材料价格波动风险。2)近期原材料价格大幅波动可能性不大。3)公司在双寡头垄断市场盈利能有保障。
- 三季度公司销售费用率同比增长1.5个百分点, 上升至5.6%, 主要由于人工成本增加所致。管理费用率提高1个百分点至6.1%, 主要由于公司募投项目先期投入的研发费用增加所致。
- 未来增长有亮点。公司阀门的销售量与下游空调、冰箱销售量密切相关。公司未来增长的主要亮点包括: 1)下游空调需求增长稳定。2)变频替代定频是未来空调产品结构调整的方向。3)商用空调销售增长空间巨大。4)冰箱销售增长。
- 公司预计2010年全年业绩增长20%-50%。按照去年2.4亿元净利润计算, 预计全年公司实现净利2.9至3.6亿元, 约合EPS 1.08至1.35元左右。
- 增发方案获发审委审批通过。公司2010年4月7日宣布通过非公开发行股票募集约10亿元资金用于主要是商用制冷空调配件项目的建设。充分利用公司技术、工艺、营销等资源, 积极拓展商用空调控制元器件经营和生产, 丰富产品线, 培养新的利润增长点。过会后预计1个月内获得批文, 随后公司即将进行询价等增发事项。
- 盈利预测。综合目前公司发展情况, 预计公司10年、11年(假定增发顺利实施)EPS分别为1.30元、1.42元, 按25倍PE估值, 公司6-12个月目标价为35.5元, 给予“推荐”评级。
- 风险提示: 四季度空调销量增长不足, 外围需求下降。

主要财务指标

单位: 百万元	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
营业收入(百万元)	2,444	2,040	3,108	4,092
同比(%)	-7%	-17%	52%	32%
归属母公司净利润(百万元)	258	238	343	446
同比(%)	98%	-8%	44%	30%
毛利率(%)	22.2%	27.5%	26.2%	25.6%
ROE(%)	26.0%	21.9%	25.9%	22.5%
每股收益(元)	2.28	0.90	1.30	1.42
P/E	14	35	25	22
P/B	10.7	7.7	6.3	5.0

资料来源: 中投证券研究所

## 一、三季度利润表对比

表 1: 三季度利润表对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010Q3	2009Q3	同比
一、营业总收入	783	546	43.4%
二、营业总成本	679	464	46.3%
其中: 营业成本	587	411	42.8%
毛利率(简单测算)	25.0%	24.7%	0.3%
营业税金及附加	3	2	
销售费用	44	22	96.5%
销售费用率	5.6%	4.1%	1.5%
管理费用	48	28	71.7%
管理费用率	6.1%	5.1%	1.0%
财务费用	3	0	
资产减值损失	-6	0	
加: 公允价值变动收益	9	-3	
投资收益及其它	-1	6	
三、营业利润	111	85	30.3%
加: 营业外收入	10	4	
减: 营业外支出	2	1	
四、利润总额	119	88	35.6%
减: 所得税费用	23	10	136.3%
综合所得税率	19.6%	11.2%	8.3%
五、净利润	96	78	22.9%
归属于母公司净利润	80	64	25.6%
净利润率	10.2%	11.6%	-1.4%
少数股东损益	16	14	
少数股东损益占比	16.7%	18.5%	
六、总股本	264	264	
七、按期末股数简单每股收益:	0.30	0.24	
毛利率减销售费用率	19.4%	20.6%	-1.2%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

## 二、1-9 月利润表对比

表 2: 半年度利润表对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010	2009	同比
一、营业总收入	2,208	1,486	48.6%
二、营业总成本	1,862	1,292	44.2%
其中: 营业成本	1,622	1,129	43.7%
毛利率(简单测算)	26.6%	24.1%	2.5%
营业税金及附加	5.28	5.35	
销售费用	83	62	32.9%
销售费用率	3.8%	4.2%	-0.4%
管理费用	135	85	58.1%
管理费用率	6.1%	5.7%	0.4%
财务费用	14	10	
资产减值损失	3.3	0.2	
加: 公允价值变动收益	3	1	
投资收益及其它	7	23	
三、营业利润	356	218	63.2%
加: 营业外收入	13	7	
减: 营业外支出	9	3	
四、利润总额	359	222	61.5%
减: 所得税费用	69	33	110.7%
综合所得税率	19.1%	14.7%	4.5%
五、净利润	290	190	53.1%
归属于母公司净利润	240	158	52.1%
净利润率	10.9%	10.6%	0.3%
少数股东损益	50	32	
少数股东损益占比	17.2%	16.7%	
六、总股本	264	264	
七、按期末股数简单每股收益:	0.91	0.60	
毛利率减销售费用率	22.8%	19.9%	2.9%

资料来源: 公司各年公告, 中投证券研究所

### 三、销售收入分季度

表 3: 销售收入分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	营业收入	602	823	783		
	同比增长率	63.8%	43.8%	43.4%		
2009 年	营业收入	367	573	546	554	2,040
	占全年比例	18.0%	28.1%	26.8%	27.2%	100.0%
	同比增长率	-54%	-23%	29%	17%	-17%
2008 年	营业收入	807	739	425	473	2,444
	占全年比例	33.0%	30.2%	17.4%	19.3%	100.0%
	同比增长率	263%	176%	156%	212%	203%
2007 年	营业收入	222	268	166	152	807
	占全年比例	27.5%	33.1%	20.6%	18.8%	100.0%
2006 年	营业收入	175	191	124	129	620
	占全年比例	28.3%	30.9%	20.0%	20.9%	100.0%

资料来源: 公司各年公告, 中投证券研究所

## 四、利润分季度

表 4: 净利润分季度 (单位: 百万元, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
<b>2010 年</b>	普通股利润	72	89	80		
	对应 EPS	0.27	0.34	0.30		
	同比增长率	118%	44%	26%		
	普通股利润	33	61	64	80	238
<b>2009 年</b>	占全年比例	13.9%	25.8%	26.7%	33.5%	100.0%
	对应 EPS	0.13	0.23	0.24	0.30	0.90
	同比增长率	-43%	-26%	14%	30%	-8%
	普通股利润	58	83	56	62	258
<b>2008 年</b>	占全年比例	22.4%	32.2%	21.6%	23.9%	100.0%
	对应 EPS	0.22	0.31	0.21	0.23	0.98

资料来源: 公司各年公告, 中投证券研究所

## 五、盈利预测和估值

表 5: 盈利预测 (单位: 百万、%)

科目(单位: 百万)	2008 年 A	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E
<b>一、营业总收入</b>	<b>2,444</b>	<b>2,040</b>	<b>3,108</b>	<b>4,092</b>
营业收入增长率	-7.2%	-16.5%	52.3%	31.7%
<b>二、营业总成本</b>	<b>2,138</b>	<b>1,734</b>	<b>2,649</b>	<b>3,486</b>
其中: 营业成本	1,901	1,478	2,295	3,043
毛利率(简单测算)	22.2%	27.5%	26.2%	25.6%
营业税金及附加	6	7	9	10
销售费用	86	75	110	137
销售费用率	3.5%	3.7%	3.5%	3.4%
管理费用	111	155	191	240
管理费用率	4.5%	7.6%	6.1%	5.9%
财务费用	43	11	24	30
资产减值损失	-8	9	20	26
加: 公允价值变动收益	3	4	3	5
投资收益及其它	13	21	25	28
<b>三、营业利润</b>	<b>322</b>	<b>331</b>	<b>487</b>	<b>639</b>
加: 营业外收入	21	10	9	10
减: 营业外支出	5	4	4	4
<b>四、利润总额</b>	<b>338</b>	<b>337</b>	<b>492</b>	<b>645</b>
减: 所得税费用	47	50	81	110
综合所得税率	13.8%	14.7%	16.5%	17.0%
<b>五、净利润</b>	<b>291</b>	<b>287</b>	<b>411</b>	<b>535</b>
净利润率	4.7%	14.1%	13.2%	13.1%
归属于母公司净利润	258	238	343	446
少数股东损益	33	49	68	89
少数股东损益占比	1.2%	17.1%	16.6%	16.6%
<b>六、总股本</b>	<b>113</b>	<b>264</b>	<b>264</b>	<b>314</b>
<b>七、按期末股数简单每股收益:</b>	<b>2.28</b>	<b>0.90</b>	<b>1.30</b>	<b>1.42</b>
净利润增长率	97.5%	-7.8%	44.1%	30.3%

资料来源: 中投证券研究所

综合目前公司发展情况, 预计公司 10 年、11 年(假定增发顺利实施) EPS 分别为 1.30 元、1.42 元, 按 25 倍 PE 估值, 公司 6-12 个月目标价为 35.5 元, 给予“推荐”评级。

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

## 免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518048  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434