

三花股份 (002050.SZ) 其它专用设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

王晓莹

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

苏青青

联系人
(8621)61357504
suqq@gjzq.com.cn

业绩快报点评: 研发等令利润略低于预期

事件

三花股份 23 日晚发布业绩快报: 2010 年收入规模近 31.1 亿、增长 52%, 净利润 3.1 亿、增长 32%; 按月加权平均摊薄 EPS 为 1.19 元、全面摊薄 EPS 为 1.06 元。

评论

2010 年我国空调产量超预期大幅增长和产品结构升级是公司业绩增长的主要外因: 1) 公司内销出口各一半, 国内空调冰箱总产量相当于公司内销业务的市场容量; 2010 年空调总产量同比增长 41.6%、冰箱产量也同比增长 27%。公司的制冷控制件产品 90%用于空调, 剩余部分用于冰箱, 因此 2010 年空调和冰箱产量规模的大幅增长直接拉动了三花的订单增长。2) 公司的招牌新产品电子膨胀阀所应用的变频空调、双稳态电磁阀所应用的多温区冰箱的市场占比也明显提高, 尤其是变频空调 (图表 1)。消费升级带动下游产品结构升级、从而令公司高毛利新产品在今后的业绩贡献将更加明显。

铜价上涨和新品研发投入等令净利润增速低于收入增速: 公司全年收入增长 52%, 超过净利润 32%的增速, 主要因为铜价上涨 (铜占公司材料成本约 60%) 的成本推动 (铜价全年平均涨幅约 40%, 图表 2); 另外由于 2010 年增加新产品研发投入 (如募投项目产品、变频控制器、光热项目等) 以及员工薪酬的向上调整, 使得 4Q 期间费用率仍旧保持 3Q 的较高水平, 没有跟随收入的大幅上涨而下降。公司的 5-10 年的规划是服务下游的范围从家用扩展到商用, 从制冷扩展到供暖系统, 应用技术方向从机械到电控到系统控制, 产品形式从单件产品到系统集成和模块式、最后做到提供解决方案 (e.g.: 丹佛斯、艾默生); 目标方向明确, 今天的研发投入是未来更好更持久发展的必需。

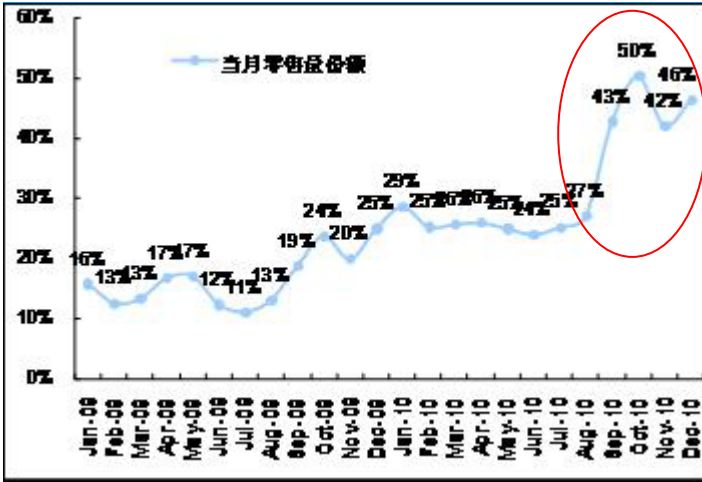
对公司维持 1-2 年内将业绩和估值齐升的观点: 1) 业绩增长上, 公司的行业龙头地位稳固, 受益于下游空冰行业的总量增长和结构升级双重拉动; 同时又在下游家用空调客户的商用空调拓展规模高速增长时刻适时切入商用空调配件扩大业务领域; 今年年底增解禁与明年初全流通背景下公司有充分夯实业绩的动力。2) 估值提升上, 参股以色列光热项目的进展将提升市场对于公司与新能源相关性的认识, 有助于提升估值 (目前公司估值和同行相比还有相当安全边际)。

投资建议

由于 2010 年收入超预期、利润略低于预期, 我们调整公司盈利预测: 2010-2012 年收入规模分别为 31.1、42.6 和 51.1 亿, 同比增速分别为 52%、37%和 20%。净利润增速分别为 32%、40%和 23%, EPS 分别为 1.058 (全面摊薄) 元、1.479 元和 1.819 元。

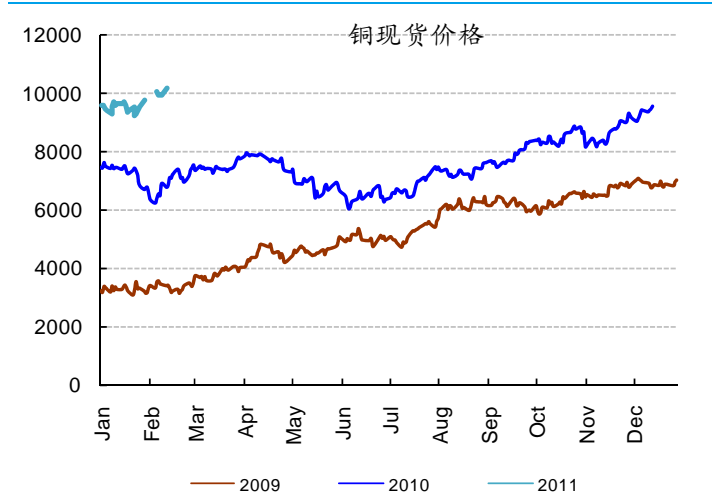
投资建议: 鉴于公司在 12 月底完成定向增发, 定增价格定在 30 元, 可视为未来股价向下的支撑位。向上看, 我们认为 6-12 个月合理估值水平为 28X11PE/23X12PE, 即 42 元。维持“买入”建议, 若因业绩略低于预期股价回调至接近 30 元增发价, 是好买点。

图表1: 变频空调在城市零售市场的结构占比快速上升



来源: 中怡康, Bloomberg, 国金证券研究所

图表2: 2010年铜价较2009年平均涨幅约40%



图表3: 公司三张报表与预测摘要

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	3,109	4,259	5,111
增长率		-7.2%	-16.5%	52.4%	37.0%	20.0%
主营业务成本	-2,174	-1,901	-1,478	-2,308	-3,185	-3,858
%销售收入	82.5%	77.8%	72.5%	74.3%	74.8%	75.5%
毛利	460	543	562	800	1,074	1,253
%销售收入	17.5%	22.2%	27.5%	25.7%	25.2%	24.5%
营业税金及附加	-5	-6	-7	-8	-11	-13
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-91	-86	-75	-134	-170	-179
%销售收入	3.5%	3.5%	3.7%	4.3%	4.0%	3.5%
管理费用	-118	-119	-155	-193	-256	-281
%销售收入	4.5%	4.9%	7.6%	6.2%	6.0%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	245	333	326	466	638	781
%销售收入	9.3%	13.6%	16.0%	15.0%	15.0%	15.3%
财务费用	-43	-43	-11	-15	23	25
%销售收入	1.6%	1.8%	0.5%	0.5%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-8	8	-9	-4	-14	-11
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%	2.2%	0.0%	0.0%
营业利润	193	314	331	458	646	795
营业利润率	7.3%	12.8%	16.2%	14.7%	15.2%	15.6%
营业外收支	1	16	5	0	0	0
税前利润	194	330	337	458	646	795
利润率	7.4%	13.5%	16.5%	14.7%	15.2%	15.6%
所得税	-42	-46	-50	-78	-116	-143
所得税率	21.8%	13.8%	14.7%	17.2%	18.0%	18.0%
净利润	152	284	287	379	530	652
少数股东损益	21	33	49	64	90	111
归属于母公司的净利润	131	251	238	315	440	541
净利率	5.0%	10.3%	11.7%	10.1%	10.3%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	284	287	379	530	652
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	54	74	78	100	107
非经营收益	0	10	-13	20	-2	8
营运资金变动	0	-254	-116	83	-147	-37
经营活动现金净流	0	94	232	561	480	730
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	910	0	0
债权募资	-368	-171	-100	-203	0	1
其他	-207	-61	-186	-19	-134	-184
筹资活动现金净流	-575	-232	-286	688	-134	-183
现金净流量	-87	-223	-91	1,140	116	467

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	1,497	1,613	2,080
应收款项	635	631	908	843	1,069	1,195
存货	612	623	573	822	1,091	1,268
其他流动资产	29	40	25	38	51	62
流动资产	2,027	1,724	1,864	3,200	3,825	4,605
%总资产	78.0%	75.2%	76.4%	83.9%	83.3%	86.0%
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%	13.3%	14.1%	11.7%
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%	16.1%	16.7%	14.0%
资产总计	2,600	2,292	2,441	3,813	4,592	5,356
短期借款	596	423	203	0	0	0
应付款项	841	540	677	935	1,290	1,563
其他流动负债	56	48	30	180	250	306
流动负债	1,493	1,011	910	1,115	1,540	1,869
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	1,235	1,660	1,990
普通股股东权益	981	1,172	1,254	2,356	2,620	2,944
少数股东权益	88	108	157	222	312	423
负债股东权益合计	2,600	2,292	2,441	3,813	4,592	5,356

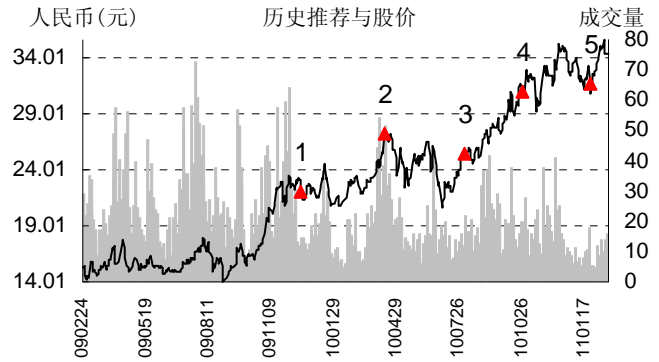
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.156	0.952	0.901	1.058	1.479	1.819
每股净资产	3.717	4.438	4.748	7.922	8.809	9.901
每股经营现金净流	0.946	0.362	0.875	1.885	1.615	2.456
每股股利	0.200	0.200	0.250	0.423	0.591	0.728
回报率						
净资产收益率	13.32%	21.45%	18.97%	13.36%	16.78%	18.38%
总资产收益率	5.03%	10.96%	9.74%	8.25%	9.57%	10.10%
投入资本收益率	11.26%	16.83%	16.03%	14.32%	17.14%	18.35%
增长率						
主营业务收入增长率	342.45%	-7.22%	-16.51%	52.36%	36.99%	20.02%
EBIT增长率	250.49%	35.69%	-2.01%	43.02%	36.75%	22.41%
净利润增长率	193.14%	92.31%	-5.35%	32.32%	39.70%	23.06%
总资产增长率	264.97%	-11.83%	6.48%	56.20%	20.43%	16.65%
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	56.5	51.5	42.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.88%	-1.36%	-2.69%	-53.57%	-51.07%	-58.31%
EBIT利息保障倍数	5.7	7.7	29.4	31.9	-28.1	-31.2
资产负债率	58.87%	44.18%	42.20%	32.40%	36.16%	37.14%

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
4	2010-10-26	买入	31.00	35.00 ~ 39.00
5	2011-01-24	买入	31.72	42.00 ~ 43.00

来源：国金证券研究所



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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
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: 518000
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: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室