

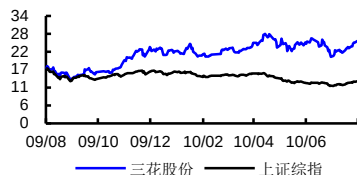
动态报告

家用电器
白色家电
三花股份(002050)
谨慎推荐
2010 年中报点评

维持评级

2010 年 8 月 3 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	25.76
总股本/流通 A 股(百万股)	264.00/68.76
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	6,800.64/1,771.28
上证综指/深圳成指	2,672.52/11,004.74
12 个月最高/最低 (元)	27.95/13.66

财务数据

净资产值(百万元)	1,376.69
每股净资产(元)	5.21
市净率	4.94
资产负债率	51.15%
息率	0.97%

相关研究报告:

《三花股份:变频空调、商用空调领域配件增长加速》——2010-4-28

《三花股份 10 年一季报预增快评:变频空调需求推动电子膨胀阀的应用快速上升》——

《三花股份:反倾销诉讼涉及产品收入比率较少》——2008-3-24

分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980205100168

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

新品增长带动毛利率上升

● 受益于空调行业上半年景气较高以及新品快速增长的盈利上升

2010 年 1-6 月,公司收入 14 亿元,同比增长 51.6%,归属母公司股东的净利润 1.6 亿元,同比增长 70%,每股收益 0.61 元,符合预期。上半年家用空调行业内外销分别同比增长 37%和 46%,公司因此也受益于行业景气较好的带动。另外公司产品综合毛利率同比去年上升 4.38 个百分点,这主要是由于公司在新产品快速增长的带动下获得了更好的盈利能力。包括用于变频空调的电子膨胀阀、用于冰箱的电磁阀等。

● 电子膨胀阀、商用空调所用阀门将成为公司下一系列高增长产品

公司原有截止阀等产品已经过了高速增长期,而今年之后电子膨胀阀、商用空调所用阀门的快速增长都将给公司成长注入新的动力。公司 3-5 年发展规划还将致力于制冷智能控制系统的研发制造,进一步打开市场容量空间,增加产品附加值。

● 太阳能光热发电投资有望带来公司成长空间的扩大

虽然说公司投资的太阳能光热发电并不能在短期给公司贡献利润,但通过该项投资,可以使得公司改变过去一直处于小行业的状态。

● 增发募资预期在 4 季度获得批复

即将投入或已经投入的商用空调领域所用控制配件产品上,其产品开发已经有了较好的基础,且部分已获得订单,将增加公司在 2011 年特别是 2012 年的成长持续性。从时间上看有望在 4 季度获得批复。

● 合理价值在 27—30 元/股之间,维持“推荐”评级

预期公司 2010、2011 年每股收益 1.27 元、1.54 元,维持对公司的“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,443.97	2,040.39	2,728	3,350	4,020
(+/-%)	-7.22%	-16.51%	33.7%	22.8%	20.0%
净利润(百万元)	258.10	237.85	335	406	498
(+/-%)	97.52%	-7.84%	41.0%	20.9%	22.8%
每股收益 (元)	0.98	0.90	1.27	1.54	1.89
EBIT Margin			16.7%	16.5%	17.0%
净资产收益率 (ROE)	22.05%	18.97%	22.5%	22.9%	23.5%
市盈率 (PE)	26.35	28.59	20.0	16.5	13.4
EV/EBITDA			15.5	13.2	10.9
市净率 (PB)	5.81	5.42	4.50	3.78	3.16

新品增长带动综合毛利率上升

2010 年 1-6 月公司产品综合毛利率同比去年上升 4.38 个百分点，这主要是由于公司在新产品快速增长的带动下获得了更好的盈利能力。包括用于变频空调的电子膨胀阀、用于冰箱的电磁阀等。虽然说收入占比并不高，但从未来增长趋势来看，电子膨胀阀将成为收入达到如同原来传统的截止阀收入规模的残品，且符合市场对节能产业的倾向，我们认为将有利于公司保持较高的估值水平。

公司在变频空调所用电子膨胀阀产品上具有自有知识产权，产品与主要竞争对手（日本不二工机、日本鹭宫）相比性能并不逊色，完全有可能成为公司下一个类似“四通阀”的产品，成为全球最主要的供应商。2009 年公司销售电子膨胀阀约 180 万只，预期 2010 年有望达到 400 万只。

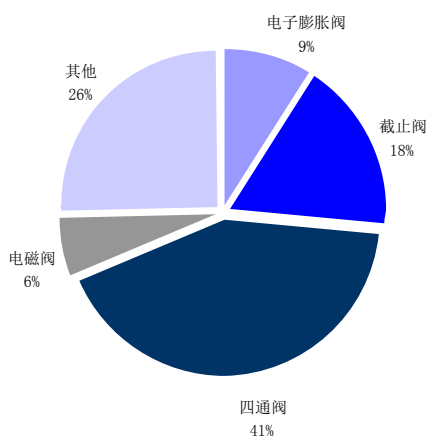
电子膨胀阀的净利润率目前而言是原有产品的一倍，所产生毛利在 2010 年的占比将达到 20%。

表 1: 公司分产品销售收入和毛利率变化（百万元、%）

	2008 年 1-6 月		2009 年 1-6 月		2010 年 1-6 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
空调配件	146,003	24%	87,967.00	24.17%	128,831.33	28.15%
冰箱配件	3,386	13%	3,696.96	14.59%	6,239.64	30.08%
其他	274	6%	123.07	6.10%	771.70	11.04%
合计	149,661	24%	91,787.04	23.76%	135,842.67	28.14%

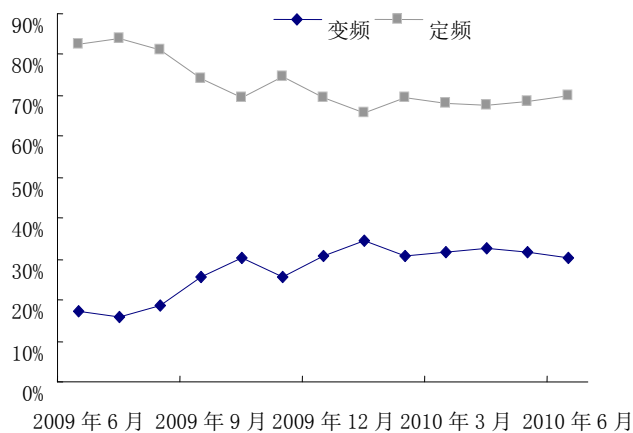
资料来源：公开信息、国信证券经济研究所

图 1: 公司 2010 年预期分产品收入比率（%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2: 国内市场变频空调销售比率（%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

公司原有截止阀等产品已经过了高速增长期，而今年之后电子膨胀阀、商用空调所用阀门的快速增长都将给公司成长注入新的动力。公司 3-5 年发展规划还将致力于制冷智能控制系统的研发制造，进一步打开市场容量空间，增加产品附加值。预期公司 2010、2011 年每股收益 1.27 元、1.54 元，维持对公司的“谨慎推荐”评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	357	764	731	781	营业收入	2040	2728	3350	4020
应收款项	908	822	1010	1212	营业成本	1478	2024	2496	2995
存货净额	573	651	803	962	营业税金及附加	7	5	7	8
其他流动资产	22	27	33	40	销售费用	75	87	107	129
流动资产合计	1864	2270	2582	3000	管理费用	155	154	188	205
固定资产	464	516	754	975	财务费用	11	1	(3)	(4)
无形资产及其他	103	100	96	93	投资收益	21	12	12	12
投资性房地产	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	(4)	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2441	2895	3444	4079	营业利润	331	470	569	701
短期借款及交易性金融负债	203	200	200	200	营业外净收支	5	7	7	7
应付款项	659	814	1004	1202	利润总额	337	477	576	708
其他流动负债	47	67	82	98	所得税费用	50	71	86	106
流动负债合计	910	1080	1286	1500	少数股东损益	49	70	84	103
长期借款及应付债券	120	120	120	120	归属于母公司净利润	238	335	406	498
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	121	121	121	121					
负债合计	1030	1201	1406	1621					
少数股东权益	157	206	265	337					
股东权益	1254	1488	1772	2121					
负债和股东权益总计	2441	2895	3444	4079					

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	238	335	406	498
资产减值准备	17	1	3	4
折旧摊销	64	53	64	81
公允价值变动损失	4	(2)	(2)	(2)
财务费用	11	1	(3)	(4)
营运资本变动	(86)	178	(137)	(149)
其它	(6)	48	56	69
经营活动现金流	231	613	390	500
资本开支	(73)	(101)	(301)	(301)
其它投资现金流	7	(1)	0	0
投资活动现金流	(66)	(102)	(301)	(301)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	120	0	0	0
支付股利、利息	(186)	(101)	(122)	(149)
其它融资现金流	(107)	(3)	0	0
融资活动现金流	(238)	(104)	(122)	(149)
现金净变动	(72)	407	(33)	50
货币资金的期初余额	429	357	764	731
货币资金的期末余额	357	764	731	781
企业自由现金流	184	518	95	212
权益自由现金流	197	514	98	215

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.90	1.27	1.54	1.89
每股红利	0.70	0.38	0.46	0.57
每股净资产	4.75	5.64	6.71	8.03
ROIC	16%	23%	26%	27%
ROE	19%	23%	23%	23%
毛利率	27.55%	25.80%	25.50%	25.50%
EBIT Margin	16%	17%	16%	17%
EBITDA Margin	19%	19%	18%	19%
收入增长	-17%	34%	23%	20%
净利润增长率	-8%	41%	21%	23%
资产负债率	49%	49%	49%	48%
息率	2.8%	1.5%	1.8%	2.2%
P/E	28.2	20.0	16.5	13.4
P/B	5.3	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	19.8	15.5	13.2	10.9

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	