

依托市场稳健成长，未来业绩驱动力充足

——三花股份(002050)公司点评

核心观点

1、上半年业绩如期大增。公司实现收入 14.25 亿元，实现归属于母公司净利润（扣除非经常性损益）1.58 亿元，分别增长 52%和 97%，对应 EPS0.61 元，业绩表现略高于我们之前预期（0.59 元），净资产收益率也提升 4 个百分点至 12%。

2、受益于下游空调市场产销旺盛，电子膨胀阀成为新业绩增长点。上半年，在国家节能补贴、家电下乡等强力政策和去年低基数相关因素的影响下，空调产销量分别增长 51%和 41%，带动公司截止阀、四通阀等传统产品销售增长。值得关注的是，政策预期的变化使得变频空调占比快速提升，为公司电子膨胀阀产品带来了发展契机，预计全年可销售 300-400 万只，实现收入 1.5 亿元，增长接近 100%，实现利润 5000 万元，较去年将增加业绩贡献约 0.09 元。

3、城镇冰箱呈现高端化趋势，冰箱用电磁阀贡献提高。公司在 07 年开始加大冰箱配件的研发，主要包括中高端多温区冰箱所使用的双稳态电磁阀、电子切换阀、大型冰箱的开门电磁铁等技术含量较高的产品，目前在国内占据约 40%-50%的份额。随着城镇冰箱高端化趋势确立，未来冰箱配件的业绩贡献必将稳步提升。

4、毛利率提升近 4 个百分点，费用率下降。空调配件产品的毛利率提升了 4 个百分点至 28.1%，冰箱配件产品的毛利率更是提高了 15 个百分点至 30%，使得公司综合毛利率提升 3.7%。我们认为，这主要源于公司较强的成本控制能力和产品结构优化调整，未来高毛利率的电子膨胀阀和商用空调阀占比提高，毛利率有望驶入上升通道。此外，公司期间费用率下降 1.8 个百分点源于销售费用率的下降。

5、收购三立铜业实现产业链的延伸。上半年公司收购三立铜业 80%的股权进一步增强了成本控制能力，未来也会为推进海水淡化白铜管、超高压输电领域铜管的生产研发提供技术支持和保证。

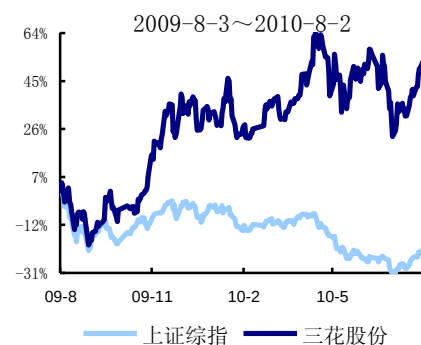
6、年初完成新能源项目签约，增添中长期成长动力。公司参股以色列 HF 公司 30%股权体现了高瞻远瞩的战略眼光，由于已获得国内独家经营和销售权，新能源业务将可能成为公司 2012 年以后主要业绩增长点之一，双方在碟式太阳能产品的研发正顺利推进。

7、非公开增发等待批准，分享中央空调市场成长。公司上半年启动非公开增发主要是用于扩大商用空调配件的产能，项目具备较好的前景，有助于公司充分享受中央空调市场的成长，强化技术优势，预计下半年有望获批。此外，目前部分产品已经提前获得下游厂商的订单，全部投产后也会使公司收入实现翻倍，利润增加 70%以上，为未来 2-3 年的成长提供保障。

投资建议与估值：估值上，调整公司未来三年 EPS 分别为 1.29 元、1.64 元和 2.05 元（不考虑增发摊薄），对应 PE 为 20 倍、16 倍和 12 倍，给予“短期-推荐，长期 A”的投资评级，可以考虑逢低买入。

风险提示：房地产调控影响下游空调需求；出口市场不确定性大，产品受到反倾销调查；新增增长点兑现时点不确定。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	26400.00
流通A股(万股)	6876.07
52周内股价区间(元)	13.52-28.35
总市值(亿元)	68.01
总资产(亿元)	24.41
每股净资产(元)	4.75
目标价	6个月 27.3
	12个月 34.5

相关报告

1.《国都证券-公司研究-投资价值分析-三花股份(002050):以成本和技术为基石，依托市场稳健成长》2010-05-24

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

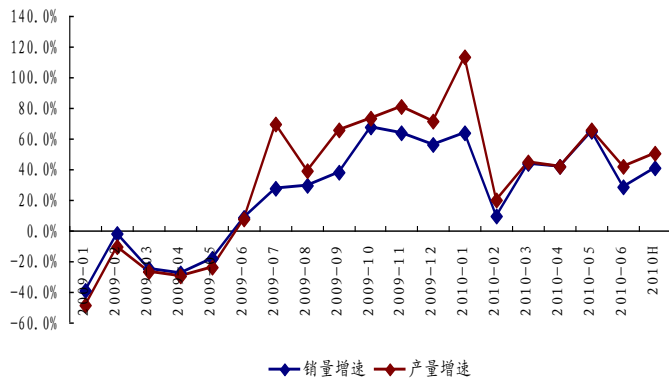
联系人: 王京乐

电话: 010-84183317

Email: wangjingle@guodu.com

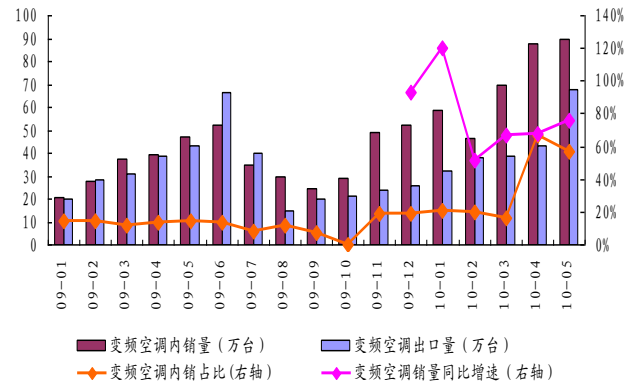
独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

图 1：上半年下游空调行业产销旺盛



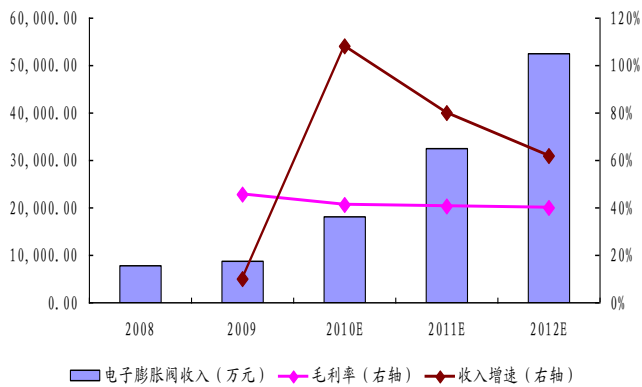
资料来源：产业在线、国都证券研究所

图 2：变频空调启动带动电子膨胀阀放量增长



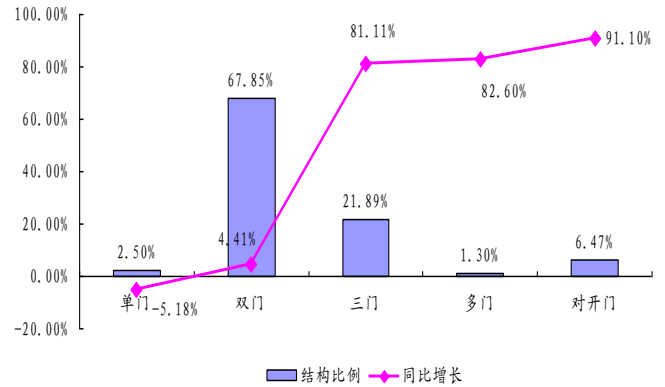
资料来源：产业在线、国都证券研究所

图 3：公司电子膨胀阀收入规模预测



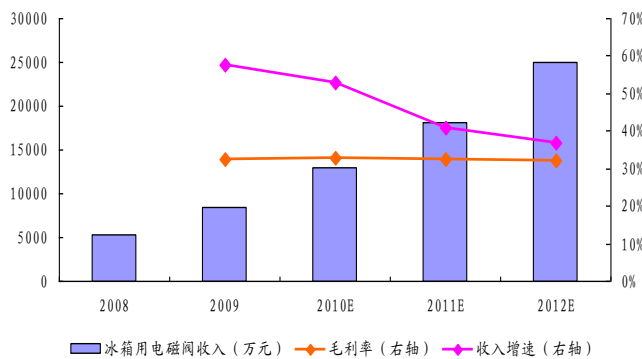
资料来源：公司调研、国都证券研究所

图 4：2010 年前 5 月冰箱产品结构变化



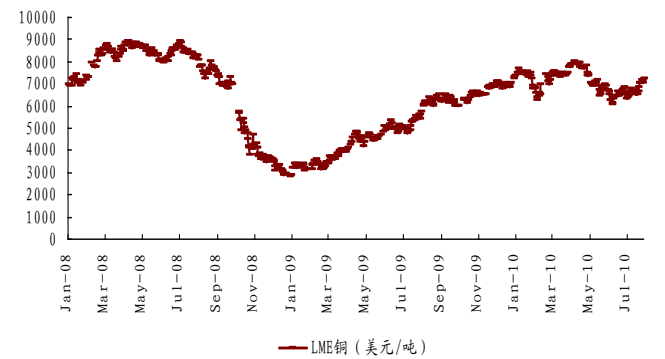
资料来源：中怡康、国都证券研究所

图 5：公司冰箱用阀产品收入预测



资料来源：公司调研、国都证券研究所

图 6：LEM 铜价走势



资料来源：WIND、国都证券研究所

表1：三花股份单季度财务指标情况

指标	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入 (亿元)	1.38	18.15	3.67	5.73	5.46	5.54	6.02	8.23
营业收入同比增长率 (%)	-16.9	-8.2	-54.5	-22.6	28.6	17.2	63.8	43.8
营业收入环比增长率 (%)	-39.6	1215.6	-79.8	55.8	-4.6	1.5	8.6	36.8

净利润(亿元)	0.1	2.33	0.38	0.73	0.78	0.97	0.86	1.09
净利润同比增长率(%)	-3.7	105.7	-39.7	-25.5	33.5	38.2	123.4	48.3
净利润环比增长率(%)	-64.5	2225.8	-83.5	90.6	6.4	24.9	-11.8	26.6
EPS(元)	0.09	0.76	0.13	0.23	0.24	0.30	0.27	0.34
ROE(%)	2.1	24.3	2.8	5.3	5.6	6.6	5.6	6.6
ROA(%)	1.3	15.3	1.7	3.3	3.5	4.1	3.2	3.6
毛利率(%)	18.0	22.8	22.5	24.4	24.7	36.9	27.4	27.4
净利润率(%)	7.3	12.8	10.5	12.8	14.3	17.6	14.3	13.2
营业费用率(%)	4.2	3.6	4.0	4.4	4.1	2.2	2.7	2.8
管理费用率(%)	7.1	4.4	7.3	5.4	5.1	12.5	6.0	6.2
财务费用率(%)	-3.0	2.7	0.7	1.3	0.0	0.2	1.1	0.5

资料来源：WIND、国都证券研究所

表2：三花股份收入成本预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
四通阀	93,534	113,176	126,757	141,968
截止阀	31,875	36,656	40,322	44,354
电子膨胀阀	8,661	17,149	30,525	49,450
电磁阀	7,447	11,706	16,739	21,761
冰箱用电磁阀	5,569	8,504	11,990	16,067
其他产品	56,953	68,344	78,595	90,384
主营收入合计	204,039.00	255,534.46	304,928.90	363,985.18
四通阀	-	21.0%	12.00%	12.00%
截止阀	-	15.0%	10%	10%
电子膨胀阀	-	98.0%	78%	62%
电磁阀	-	57.2%	43%	30%
冰箱用电磁阀	-	52.70%	41%	34%
其他产品	-	20.00%	15.00%	15.00%
收入增长率				
四通阀	18.2%	20.4%	20.80%	22.00%
截止阀	20.0%	21.8%	21.0%	21.0%
电子膨胀阀	43.0%	46.5%	45.0%	45.0%
电磁阀	46.00%	42.00%	43%	42%
冰箱用电磁阀	21.00%	26.00%	27%	30.00%
其他产品	42.50%	43.00%	41%	41%
综合毛利率	27.55%	29.6%	29.9%	31.3%

资料来源：公司调研、国都证券研究所

表3：三花股份盈利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	2,040.39	2,555.34	3,049.29	3,639.85
营业收入	2,040.39	2,555.34	3,049.29	3,639.85
营业收入增长率	-16.5%	25.2%	19.3%	19.4%
二、营业总成本	1,734.12	2,069.55	2,424.53	2,851.42
营业成本	1,478.32	1,799.66	2,137.60	2,501.68
毛利率	27.5%	29.6%	29.9%	31.3%
营业税金及附加	6.52	5.11	6.10	7.28

销售费用	74.66	71.55	79.28	91.00
管理费用	154.84	155.88	170.76	203.83
财务费用	11.1	26.83	24.39	40.04
资产减值损失	8.67	10.22	6.10	7.28
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	4.41	1.50	1.5	1.5
投资净收益	20.54	15.00	20	20
汇兑净收益				
四、营业利润				
加：营业外收入	9.98	9.00	9	9
减：营业外支出	4.5	4.00	4	4
五、利润总额				
减：所得税	49.61	96.39	130.25	162.99
加：未确认的投资损失				
六、净利润				
减：少数股东损益	49.22	69.86	88.57	110.83
归属于母公司所有者的净利润				
净利润	237.85	341.06	432.43	541.12
净利润增长率	-7.8%	43.4%	26.8%	25.1%
七、每股收益：				
基本每股收益(元)	0.9	1.29	1.64	2.05
稀释每股收益(元)		1.09	1.38	1.72

资料来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			