

分析师： 陈志坚

执业证书编号： S0490510120018

联系人： 徐 春 (8621) 68751711 xuchun0406@gmail.com

全年主营增长明显，期待电子膨胀阀业务爆发式增长

事件描述

三花股份今日披露了其 2010 年业绩快报，主要内容如下：

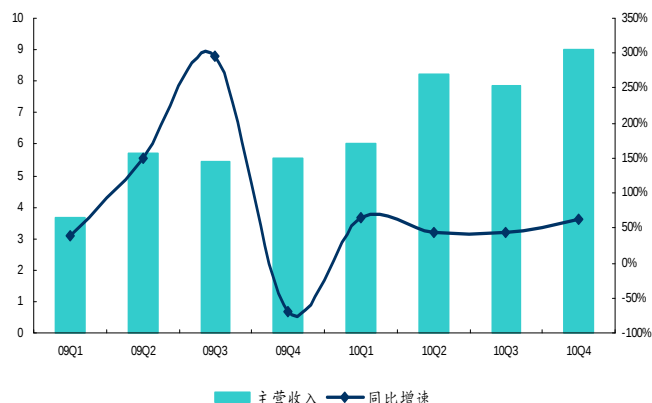
- 公司全年共实现营业收入 31.09 亿元，同比增幅达 52.36%；实现利润总额 4.69 亿元，同比增长 39.18%；其中归属于上市公司股东的净利润为 3.15 亿元，同比增长 32.32%；实现每股收益 1.19 元，其中四季度实现 EPS 0.28 元。
- 公司作为全球最大的家用空调控制件生产基地，我们看好其在传统家用空调业务及新进商用空调业务协同下的快速发展。同时，我们认为在电子膨胀阀市场需求大幅提升的情况下，公司业绩也将会有明显突破。我们预计 11、12 年公司 EPS 分别为 1.48、1.89 元，对应目前股价 PE 分别为 23.34、18.29 倍，维持公司“推荐”评级。

事件评论

第一，受益下游空调行业旺盛，公司主营增长明显

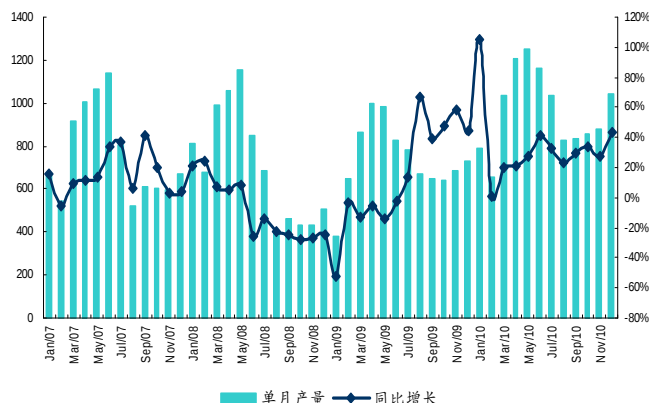
公司全年共实现营业收入 56.22 亿元，同比增幅达 52.36%，略高于市场预期。其中四季度共实现营业收入 9.01 亿元，同比增速达 62.48%。

图 1：公司全年主营增速明显，四季度增速达 62.48%



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：10 年国内空调产量增速明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司全年主营收入快速增长的原因主要在两个方面：一是随着国内空调市场的热销，公司空调用零部件销量大幅上升，全年各主要产品销量同比均有明显提升；另一方面则在于公司外销业务的快速拓展，上半年公司外销业务同比增速达 32.24%。公司全年四通阀及截止阀销量均突破 4000 万支，且盈利能力较好的电子膨胀阀销量则接近翻番，达到 360

万支。

第二，受原材料价格上涨及管理费用提升等影响，净利增速低于主营

公司全年实现利润总额 4.69 亿元，同比增长 39.18%；其中归属于上市公司股东的净利润为 3.15 亿元，同比增长 32.32%。我们认为使得公司全年净利增速低于主营的原因主要在于以下两个方面：

- 目前公司原材料主要以铜为主，其在成本中占比约 70%左右。而随着 10 年国内铜现货价格的大幅攀升，必将使得公司全年毛利率略有下滑。从公司前三季度毛利率看，其综合毛利率为 26.55%，略低于去年全年的 27.55%。
- 除毛利率下滑因素外，考虑到公司在报告期内加大了研发费用的投入，同时公司员工薪酬体系整体上调，从而使公司管理费用有所提升。这也在一定程度上减缓了公司净利增速。

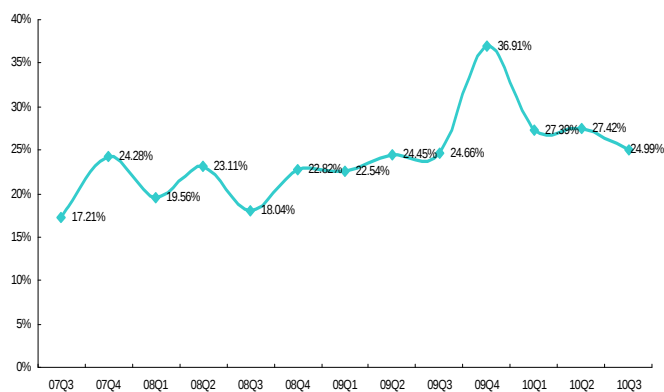
而在四季度公司主营环比三季度明显上升的情况下，其归属于上市公司股东净利润环比却呈下滑趋势，据此我们谨慎推测公司四季度毛利率环比仍会有小幅下滑。

图 3：公司归属于上市公司股东净利润环比略有下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 4：前三季度毛利率仍处高位，预计四季度有所下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

而从公司前三季度毛利率走势看，铜价上涨实际上对公司毛利率的侵蚀作用较为有限，同时考虑到目前铜价已处高位，未来再次大幅上涨的可能性不大，我们认为公司毛利率会逐步趋稳。而从以下几个方面的分析，我们也可得出类似的结论：首先、公司与客户签订“价格联动”合同，即在上游原材料涨价的情况下，公司也上调出厂价，在此情况下公司不仅毛利率不会下滑，同时在均价提升的情况下公司主营及净利润还可能得到一定的提升。目前公司大约与 75% 左右的下游客户签订了该类合同。其次、对于剩下的 25% 客户，公司实施了铜期货套期以规避铜价上涨风险。再次，公司于去年收购了前五大供应商之一的江西上虞三立铜业 80% 的股权，使得公司对上游原材料价格的把握更加精准。目前三立铜业供给给公司的铜约占公司耗用量的 20% 左右。除此之外，公司产品结构的提升在一定程度上也能提升公司整体毛利率。

第三，期待政策推进下公司电子膨胀阀销量实现爆发式增长

公司盈利能力最好的电子膨胀阀产品主要应用于变频空调中调节制冷剂流量，目前大部分变频空调仍旧使用毛细管作为节流器件，虽然厂家使用毛细管可以节约生产成本，但采用毛细管的变频空调系统的制冷量和能效比要比采用电子膨胀阀的变频空调系统低 20% 以上。在目前节能减排的大背景下，毛细管变频空调逐步淘汰也将成为必然。

表 1：相同条件下，使用电子膨胀阀的空调在各频率下均优于毛细管

频率	最佳能效比高出百分比	制冷量高出百分比
20Hz	约 10%	约 15%
80Hz	约 6%	约 5%

120Hz

约 16%

约 17%

资料来源：长江证券研究部

近期国家发改委也在《国家重点节能技术推广目录（第三批）》中明确将电子膨胀阀作为重点节能推广技术提出，要求在 2015 年时电子膨胀阀变频空调占比将由目前的 20% 提高到 50% 左右。目前国内使用电子膨胀阀的变频空调占比仅 20% 的数据也跟我们对国内空调行业产量、变频空调占比以及三花电子膨胀阀销量的测算接近。我们依此数据测算，未来国内电子膨胀阀销量将会出现明显提升，预计到 2015 年时国内电子膨胀阀年需求量将突破 3000 万支。而公司作为全球四家电子膨胀阀生产厂商之一且是国内唯一一家专业生产厂商，我们认为其必将在此轮需求爆发中大幅受益。

表 2：电子膨胀阀未来国内需求测算

单位：万	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
空调内销量	5157	6292	7298	8174	8828	9534
空调外销量	4339	5578	6115	6580	7107	7197
空调内外销合计	9496	11870	13413	14754	15935	16732
合计增速	44%	25%	13%	10%	8%	5%
变频空调内销量	1135	1887	2554	3270	3973	4767
变频内销占比	22%	30%	35%	40%	45%	50%
变频空调外销量	477.3	669.4	856.1	987.1	1137	1296
变频外销占比	11%	12%	14%	15%	16%	18%
变频空调内外销合计	1612	2557	3410	4257	5110	6063
变频增速	97%	59%	33%	25%	20%	19%
库存调整系数	118%	115%	115%	112%	112%	110%
变频空调国内产量预测	1902	2940	3922	4767	5723	6669
电子膨胀阀内销量预测	380.4	764.5	1255	1812	2518	3334
电子膨胀阀渗透率	20%	26%	32%	38%	44%	50%
电子膨胀阀增速		101%	64%	44%	39%	32%

资料来源：长江证券研究部

第四，维持“推荐”评级

公司作为全球最大的家用空调控制件生产基地，我们看好其在传统家用空调业务及新进商用空调业务协同下的快速发展。同时，我们认为在电子膨胀阀市场需求大幅提升的情况下，公司业绩也将会有明显突破。除此之外，新兴业务的多极布局也为公司业绩带来了更多想象空间。综合以上，我们预计 11、12 年公司 EPS 分别为 1.48、1.89 元，对应目前股价 PE 分别为 23.34、18.29 倍，维持公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2040	3109	3924	4942	货币资金	357	9167	13695	19502
营业成本	1478	2290	2923	3685	交易性金融资产	4	4	4	4
毛利	562	819	1001	1257	应收账款	472	729	931	1186
% 营业收入	27.5%	26.3%	25.5%	25.4%	存货	573	908	1171	1483
营业税金及附加	7	10	13	16	预付账款	22	34	44	55
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	75	115	157	198	流动资产合计	1864	11507	20608	33173
% 营业收入	3.7%	3.7%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	155	187	243	306	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.6%	6.0%	6.2%	6.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	11	-11	-41	-60	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	-0.4%	-1.0%	-1.2%	固定资产合计	464	864	1098	995
资产减值损失	9	21	10	5	无形资产	103	98	93	88
公允价值变动收益	4	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	21	0	0	0	递延所得税资产	9	3	2	1
营业利润	331	498	619	792	其他非流动资产	2	2	2	2
% 营业收入	16.2%	16.0%	15.8%	16.0%	资产总计	2441	12473	21802	34259
营业外收支	5	3	5	5	短期贷款	203	0	0	0
利润总额	337	501	624	797	应付款项	659	1022	1312	1664
% 营业收入	16.5%	16.1%	15.9%	16.1%	预收账款	5	9	12	15
所得税费用	50	75	94	120	应付职工薪酬	20	30	38	48
净利润	287	426	531	677	应交税费	9	14	17	22
归属于母公司所有者的净利润	237.9	352.7	439.6	560.9	其他流动负债	13	21	26	33
少数股东损益	49	73	91	116	流动负债合计	910	1095	1405	1782
EPS (元/股)	0.80	1.19	1.48	1.89	长期借款	120	120	120	120
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	1	0	0	0
经营活动现金流净额	231	99	-3641	-5634	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	21	0	0	0	负债合计	1030	1215	1525	1902
收回现金					归属于母公司	1254	2554	2928	3405
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	157	206	268	346
固定资产投资	-62	-501	-370	-49	股东权益	1411	2761	3196	3751
其他	26	0	0	0	负债及股东权益	2441	3976	4721	5653
投资活动现金流净额	-37	-501	-370	-49	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	1001	0	0	EPS	0.800	1.186	1.478	1.886
银行贷款增加 (减少)	-100	-540	0	0	BVPS	4.75	9.68	11.09	12.90
筹资成本	186	-42	-25	-24	PE	43.13	29.09	23.34	18.29
其他	-370	0	0	0	PEG	1.30	0.88	0.70	0.55
筹资活动现金流净额	-285	420	-25	-24	PB	7.27	3.57	3.11	2.67
现金净流量	-90	17	-4035	-5708	EV/EBITDA	25.15	2.05	-4.61	-10.26
					ROE	19.0%	13.8%	15.0%	16.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。