

空调

署名人: 王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

执业证书编号: S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

6-12个月目标价: 36.99元

当前股价: 33.30元

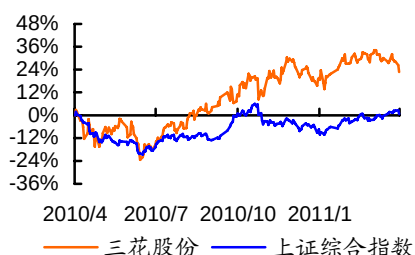
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3007.04
总股本(百万)	297
流通股本(百万)	69
流通市值(亿)	23
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	9.13
资产负债率	39.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
三花股份	-100.0	-100.0	-100.0
	0	0	0
上证综合指数	-100.0	-100.0	-100.0
	0	0	0



相关报告

《三花股份-增发方案获批 拓展未来增长空间》2010-10-26

《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

请务必阅读正文之后的免责条款部分

三花股份

002050

推荐

空调旺销带动上游配件持续稳步增长

投资要点:

- 2011年1季度公司实现营业收入9亿, 同比增长49%, 实现净利润1亿元, 同比增长39%, EPS 0.34元。公司2010年全年实现收入31亿元, 同比增长52.6%, 实现净利润3.2亿元, 同比增长32.6%, 全面摊销EPS 1.06元。预计2011年空调需求持续旺盛, 增长仍有望再超预期, 空调配件厂商受益明显。
- 公司收入保持高速增长, 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。2010年公司高毛利电子膨胀阀和冰箱用电磁阀销量增长70%以上, 传统类四通阀和膨胀阀实现40-50%的增长。2011年1季度空调旺销态势不减, 累积销量近3000万台, 同比增长40%, 3月单月销量破1200万台创新高。目前公司订单饱满, 二季度配件厂商开始为7、8空调旺季备货, 上半年增长预计在30%以上。
- 一季度综合毛利率23.2%, 同比减少4个百分点, 环比提高1.5个百分点。原材料成本上涨对毛利率压制有限, 我们认为未来公司25%左右高毛利率仍能维持, 主要由于1) 公司成本加成定价模式锁定合理毛利率。2) 推进精细化, 降低成本费用。3) 电子膨胀阀、电磁阀等高附加值产品销售增加, 产品结构优化。4) 公司采取套期保值等方法规避原材料价格波动风险。5) 近期原材料价格大幅波动可能性不大。6) 公司在双寡头垄断市场盈利有保障。
- 当期公司销售费用率同比减少0.4个百分点达2.3%, 公司精细化管理初见成效。管理费用率同比下降1.8个百分点达4.2%, 人工成本以及研发费用投入增加的同时, 费用率得到一定控制。当期净利润率11.2%, 同比稍有减少0.8个点。未来随着技改以及自动化程度加深, 生产效率仍有提升空间。公司3月底公布股权激励方案, 拟授予包括高管、核心骨干共104人, 2000万份股票期权, 占公司股本7.03%, 2011年摊销3000万, 约增加管理费用率0.6%-0.8%, 但同时能够有效激励员工积极性, 促进个人和团队绩效提升, 对净利润率影响有限。
- 2010年末公司募集资金10亿元用于商用、家用空调和冰箱自动元器件扩产。目前募投项目进展顺利, 预计2011年底开始逐渐量产。产能释放后将有效提高公司生产和研发能力, 优化产品结构, 巩固市场地位, 实现规模和盈利稳步增长。
- 盈利预测和投资评级。考虑到公司未来的发展, 预计公司11、12和13年EPS分别为1.37、1.79和2.3元。按照11年给予27倍PE, 6-12个月目标价36.99元, 维持“推荐”评级。
- 风险提示: 空调旺季增长不足。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3113	4127	5248	6609
同比(%)	53%	33%	27%	26%
归属母公司净利润(百万元)	315	407	533	683
同比(%)	33%	29%	31%	28%
毛利率(%)	25.2%	24.9%	25.5%	25.9%
ROE(%)	12.6%	14.7%	16.7%	18.4%
每股收益(元)	1.06	1.37	1.79	2.30
P/E	31.40	24.30	18.57	14.50
P/B	3.94	3.57	3.11	2.67
EV/EBITDA	17	13	10	7

资料来源: 中投证券研究所

一、一季度经营情况

表 1: 一季度利润表 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2011Q1	2010Q1	同比
一、营业总收入	898	602	49.1%
营业收入增长率			
二、营业总成本	757	500	51.2%
其中: 营业成本	689	437	57.6%
毛利率(简单测算)	23.2%	27.4%	-4.14%
营业税金及附加	3	1	
销售费用	20	16	27.0%
销售费用率	2.3%	2.7%	-0.4%
管理费用	37	36	4.1%
管理费用率	4.2%	6.0%	-1.8%
财务费用	3	6	
资产减值损失	4	4	
加: 公允价值变动收益	-7	2	
投资收益及其它	6	4	
三、营业利润	140	108	29.6%
加: 营业外收入	2	1	83.1%
减: 营业外支出	2	3	
四、利润总额	141	106	32.4%
减: 所得税费用	26	20	26.4%
综合所得税率	18.3%	19.2%	-0.9%
五、净利润	115	86	33.9%
归属于母公司净利润	100	72	39.1%
净利润率	11.2%	12.0%	-0.8%
少数股东损益	15	14	
少数股东损益占比	12.9%	16.1%	
六、总股本	297	297	
七、按期末股数简单每股收益:	0.34	0.24	
毛利率减销售费用率	21.0%	24.7%	-3.7%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

二、销售收入分季度

表 1: 销售收入分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2011 年	营业收入	898				
	同比增长率	49.1%				
2010 年	营业收入	602	823	783	905	3,113
	占全年比例	19.3%	26.4%	25.2%	29.1%	100.0%
	同比增长率	63.8%	43.8%	43.4%	63.3%	52.6%
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	263.1%	176.3%	155.8%	212.1%	202.7%
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

三、利润分季度

表 2: 净利润分季度 (单位: 百万元, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2011 年	普通股利润	100				
	对应 EPS	0.34				
	同比增长率	39.1%				
2010 年	普通股利润	72	89	80	75	315
	对应 EPS	0.24	0.30	0.27	0.25	1.06
	占全年比例	22.8%	28.1%	25.3%	23.8%	100.0%
	同比增长率	118.2%	44.1%	25.6%	-6.1%	32.6%
2009 年	普通股利润	33	61	64	80	238
	占全年比例	13.9%	25.8%	26.7%	33.5%	100.0%
	对应 EPS	0.11	0.21	0.21	0.27	0.80
	同比增长率	-42.8%	-26.0%	14.1%	29.5%	-7.8%
2008 年	普通股利润	58	83	56	62	258
	占全年比例	22.4%	32.2%	21.6%	23.9%	100.0%
	对应 EPS	0.19	0.28	0.19	0.21	0.87
	同比增长率	-55.8%	-181.1%	435.1%	-33.0%	97.5%
2007 年	普通股利润	131	-102	10	92	131
	占全年比例	100.0%	-78.4%	8.0%	70.4%	100.0%
	对应 EPS	0.44	-0.34	0.04	0.31	0.44

资料来源: 公司各年公告, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3672	3754	4769	5965	营业收入	3113	4127	5248	6609
现金	1492	825	1050	1322	营业成本	2329	3099	3908	4897
应收账款	509	735	934	1149	营业税金及附加	7	11	13	17
其它应收款	20	22	30	37	营业费用	96	132	164	205
预付账款	84	89	122	149	管理费用	223	299	379	470
存货	756	1071	1323	1670	财务费用	18	17	24	42
其他	811	1011	1311	1638	资产减值损失	3	3	4	4
非流动资产	797	1284	1687	1854	公允价值变动收益	2	3	3	3
长期投资	61	61	62	62	投资净收益	10	14	14	13
固定资产	480	866	1179	1250	营业利润	449	584	773	992
无形资产	185	240	302	361	营业外收入	21	20	15	15
其他	72	117	144	181	营业外支出	10	8	9	9
资产总计	4469	5038	6456	7818	利润总额	460	596	779	998
流动负债	1624	1802	2664	3324	所得税	81	106	138	177
短期借款	329	188	686	901	净利润	379	490	641	821
应付账款	460	653	807	1018	少数股东损益	64	82	108	138
其他	834	961	1172	1406	归属母公司净利润	315	407	533	683
非流动负债	131	177	212	250	EBITDA	537	690	940	1217
长期借款	130	177	211	250	EPS (元)	1.06	1.37	1.79	2.30
其他	1	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	1755	1980	2876	3574	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	203	285	393	531	成长能力				
股本	297	297	297	297	营业收入	52.6%	32.6%	27.1%	25.9%
资本公积	1358	1358	1358	1358	营业利润	35.4%	30.2%	32.3%	28.3%
留存收益	858	1117	1528	2051	归属于母公司净利润	32.6%	29.2%	30.8%	28.1%
归属母公司股东权益	2512	2773	3187	3713	获利能力				
负债和股东权益	4469	5038	6456	7818	毛利率	25.2%	24.9%	25.5%	25.9%
现金流量表					净利率	10.1%	9.9%	10.2%	10.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	12.6%	14.7%	16.7%	18.4%
经营活动现金流	315	189	364	562	ROIC	21.9%	18.9%	18.9%	20.7%
净利润	379	490	641	821	偿债能力				
折旧摊销	70	89	143	184	资产负债率	39.3%	39.3%	44.5%	45.7%
财务费用	18	17	24	42	净负债比率	33.00	22.48%	34.43	34.67%
投资损失	-10	-14	-14	-13	流动比率	2.26	2.08	1.79	1.79
营运资金变动	-145	-431	-457	-487	速动比率	1.80	1.49	1.29	1.29
其它	3	40	27	16	营运能力				
投资活动现金流	-297	-548	-542	-337	总资产周转率	0.90	0.87	0.91	0.93
资本支出	226	503	488	286	应收账款周转率	6	6	6	6
长期投资	-72	0	1	0	应付账款周转率	5.75	5.57	5.36	5.37
其他	-143	-44	-53	-51	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1042	-308	402	47	每股收益(最新摊薄)	1.06	1.37	1.79	2.30
短期借款	126	-141	497	215	每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	0.64	1.23	1.89
长期借款	10	47	34	39	每股净资产(最新摊薄)	8.45	9.33	10.72	12.49
普通股增加	33	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	974	0	0	0	P/E	31.40	24.30	18.57	14.50
其他	-101	-214	-130	-207	P/B	3.94	3.57	3.11	2.67
现金净增加额	1062	-666	224	272	EV/EBITDA	17	13	10	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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 $\pm 10\%$ 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

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。

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、老板电器、万和电气、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光。

免责声明

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434