



需求旺盛 VS 成本上升压力

买入 维持

投资要点:

- 下游空调需求旺盛和产品结构优化难抑成本上升导致的毛利率下降
- 节能变频空调普及带动了电子膨胀阀高增长
- 商用阀门、太阳能光热发电项目值得期待

报告摘要:

- 利润增长符合预期。**2011 年上半年营业收入 21 亿元,同比增长 49%;营业利润 3 亿元,同比增长 23%;归属于上市公司股东净利润为 2.05 亿元,同比增长 27.48%。由于盈利水平下降,净利润增速低于收入增长。盈利水平正常回落,费用有效控制:毛利率 23.40%,同比下降 4 个百分点;由于收入增幅很大且费用控制有效,三大费用率均略有所下降,三大费用率为 8.46% (10 年上半年为 9.57%)。净利率为 11.44%,同比下降了 2 个百分点。
- 成本上升带来经营压力。**盈利水平下滑主要缘于各种成本同时上涨,有效管理控制了下滑速度。过去一年铜价同比增长了 23%,铝今年二季度同比涨幅为 10%,劳动力成本快速上升,水、电成本等均有不同程度上升,上半年人民币汇率上升超过 4%,出口的毛利率下滑厉害。
- 发展思路合理、顺应产业发展规律。**我们认为公司“技术领先”优化产品结构、积极开发商用阀门、尽量减小铜价对业绩影响的波动的发展思路是很合理、符合产业未来发展方向。
- 维持“买入”评级。**我们预计三花未来 3 年复合增长率约为 33.6%,PEG 为 0.71,目前公司估值处于合理区域,维持“买入”评级。从行业前景和公司内部管理水平来看,三花是具有长期投资价值的标的。
- 风险提示:** (1) 成本 (原材料和人工等) 继续上升风险; (2) 人民币升值影响出口。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2040.39	3113.07	4184.21	5202.85	6359.21
同比增长率	-16.51%	52.57%	34.41%	24.34%	22.23%
归属母公司净利润(百万元)	237.85	315.41	435.16	608.23	752.16
同比增长率	-7.84%	32.60%	37.97%	39.77%	23.66%
每股收益(元)	0.800	1.061	1.463	2.045	2.529
P/E (倍)	44.67	33.69	23.71	16.97	13.72

资料来源:公司公告,宏源证券预测

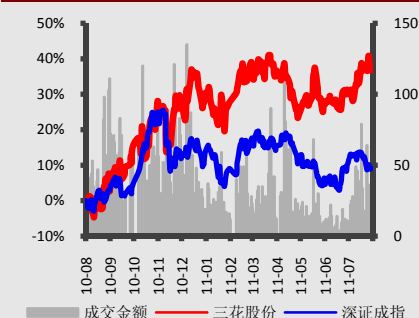
分析师

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本(亿)	2.97
流通股本(亿)	0.69
股价(元)	34.70
第一大股东	三花控股集团有限公司
第一大股东持股比例	64%

数据来源:公司公告,深交所

相关研究

三花股份年报点评:电子膨胀阀步入收获期 (2011.4.12)

三花股份中报点评:乐观预期兑现 (2010.8.3)

三花股份深度报告:高瞻远瞩的节能阀门引领者(2010.5.19)

行业深度报告:商品房和保障房对家电的影响(2011.7.19)

空调行业 11 年 5 月报:空调和压缩机高增长渐趋明朗(2011.5.23)

一、业绩符合预期

利润增长符合预期。2011 年上半年营业收入 21 亿元，同比增长 49%；营业利润 3 亿元，同比增长 23%；归属于上市公司股东净利润为 2.05 亿元，同比增长 27.48%。2011 年上半年 EPS 为 0.69 元。业绩基本符合预期；由于盈利水平下降，净利润增速低于收入增长。

公司于 4 月 21 日预计今年上半年净利润同增 20-40%，7 月 27 日业绩快报披露中报同增 27.48%，业绩符合预期。

盈利水平正常回落，费用有效控制。毛利率 23.40%，同比下降 4 个百分点；由于收入增幅很大且费用控制有效，三大费用率均略有所下降，三大费用率为 8.46%（10 年上半年为 9.57%）。净利率为 11.44%，同比下降了 2 个百分点。

二、成本上升带来经营压力

1.收入高增长原因：主要是下游空调销售旺盛拉动了阀门需求以及产品提价。

下游空调仍保持了高增长：今年上半年中国空调产量增长 30%，变频空调增长 124%（前 5 月）；冰箱增长 20%。由于产品成本上升太大，产品不得不提价。

2.盈利水平下滑主要缘于各种成本同时上涨，有效管理控制了下滑速度

和第一季度一样，毛利率同比下降了 4 个百分点；出厂价涨幅跟不上成本上涨。

公司产品的主要原材料价格上涨，当铜价出现大幅波动时将会对公司业绩造成影响。公司的产品是阀门，主要原材料是铜（占比较大的截止阀、四通阀 80%以上由铜构成，高端产品电子膨胀阀、电磁阀约 40%由铜构成），去年下半年和今年上半年铜价均同比增长了 23%，铜价上涨导致毛利率下滑的现象有一定滞后，去年铜价大幅上涨导致了今年上半年毛利率下滑。今年下半年成本上升压力仍在，毛利率仍有下滑趋势。

除了铜价外，其他成本价格涨幅也不小：如铝今年二季度同比涨幅为 10%，并有进一步上涨趋势；劳动力成本快速上升；水、电成本等均有不同程度上升；上半年人民币汇率上升超过 4%，出口的毛利率下滑厉害。

同时公司的产品结构优化一定程度抑制了毛利率的下滑速度。用于变频空调的电子膨胀阀（高毛利率）占比上升明显，空调用阀门的平均毛利率与去年比并没有下降；冰箱用阀门由于下游需求下滑，毛利率出现了显著下滑。

三、公司发展计划顺应产业发展规律

我们认为公司“技术领先”优化产品结构、积极开发商用阀门、尽量减小铜价对业绩影响的波动的发展思路是很合理、符合产业未来发展方向。

1.继续扩大产能，尤其是用于高端产品上的电子膨胀阀、电磁阀，还有增发项目中的商用阀门。电子膨胀阀已成为今年的主打产品，成为今年重要的利润贡献点。

2.优化产品结构，加大向商用扩展力度。电子膨胀阀已顺利发展成为主打产品，公司加大开发商用阀门的开发，争取商用将成为明年新的增长点。（1）变频空调占比将显著上升，我们预计内销的变频占比将由去年的 21%提升到今年的 45%。（2）国内商用空调进入快速增长期，内资品牌市场份额上升趋势明显。

3.提高内部管理效率：实施 ERP 项目，加强系统集成。

四、风险提示

1.成本（原材料和人工）继续上升风险。公司成本主要为铜、铝，铜价波动主要受国际市场影响。国内劳动密集型企业的人工成本将逐年呈上升趋势。

2.人民币升值影响出口。三花出口占比逐步下滑，上半年出口占比仅为 37%。

五、盈利预测与估值

上调收入增长速度，由于年初对空调增速和产品涨价幅度估计不足，低估了公司收入增速。

下调毛利率水平，高估了高端成品对毛利率的支撑，低估了人工成本、水、电等成本压力。

我们预计三花 2011-2013 年营业收入增速分别为 34%、24%、22%，归属母公司股东净利润分别增长 37%、40%、24%，EPS 分别为 1.46、2.04、2.53。2011 年 PE 为 24 倍，未来 3 年复合增长率约为 33.6%，PEG 为 0.71，目前公司估值处于合理区域，维持“买入”评级。

表 1：财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2443.97	2040.39	3113.07	4184.21	5202.85	6359.21
增长率(%)	202.69%	-16.51%	52.57%	34.41%	24.34%	22.23%
归属母公司股东净利润	258.10	237.85	315.41	435.16	608.23	752.16
增长率(%)	425.47%	-7.84%	32.60%	37.97%	39.77%	23.66%
每股收益(EPS)	0.868	0.800	1.061	1.463	2.045	2.529
每股股利(DPS)	0.076	0.533	0.000	0.732	1.023	1.265
每股经营现金流	0.468	0.814	1.061	1.048	2.050	2.335
销售毛利率	22.23%	27.55%	25.17%	24.05%	25.53%	26.13%
销售净利率	11.91%	14.07%	12.18%	12.50%	14.05%	14.22%
净资产收益率(ROE)	22.05%	18.97%	12.56%	15.94%	20.05%	22.06%
投入资本回报率(ROIC)	105.05%	21.50%	27.10%	29.20%	27.87%	29.38%
市盈率(P/E)	41.17	44.67	33.69	23.71	16.97	13.72
市净率(P/B)	9.08	8.48	4.23	3.78	3.40	3.03
股息率(分红/股价)	0.002	0.015	0.000	0.021	0.029	0.036

资料来源：宏源证券

表 2: 利润表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2443.97	2040.39	3113.07	4184.21	5202.85	6359.21
减: 营业成本	1900.72	1478.32	2329.38	3177.83	3874.78	4697.77
营业税金及附加	6.14	6.52	7.12	11.15	13.87	16.95
营业费用	85.72	74.66	95.88	104.61	130.07	158.98
管理费用	110.65	154.84	223.17	271.97	327.78	426.07
财务费用	43.46	11.10	18.23	12.92	5.86	5.40
资产减值损失	-8.37	8.67	3.14	1.15	1.15	1.15
加: 投资收益	13.22	20.54	10.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	3.06	4.41	2.11	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	321.93	331.21	448.56	604.59	849.35	1052.90
加: 其他非经营损益	15.78	5.48	11.23	10.83	10.83	10.83
利润总额	337.71	336.69	459.79	615.41	860.18	1063.73
减: 所得税	46.73	49.61	80.64	92.31	129.03	159.56
净利润	290.98	287.08	379.15	523.10	731.15	904.17
减: 少数股东损益	32.88	49.22	63.74	87.95	122.92	152.01
归属母公司股东净利润	258.10	237.85	315.41	435.16	608.23	752.16

资料来源: 宏源证券

表 3: 资产负债表和现金流量表预测

资产负债表 (单位:百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	421.97	336.30	1404.05	580.57	564.46	811.75
应收和预付款项	660.36	929.95	1419.08	1748.50	2186.75	2621.40
存货	622.84	573.37	755.89	1000.55	1141.10	1455.43
其他流动资产	10.91	3.66	5.31	5.31	5.31	5.31
长期股权投资	0.00	0.00	60.75	60.75	60.75	60.75
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	465.02	463.73	539.93	998.64	1141.36	1004.08
无形资产和开发支出	92.29	102.63	185.22	189.87	192.01	191.66
其他非流动资产	1.32	1.53	1.05	0.78	0.25	0.25
资产总计	2274.71	2411.18	4371.27	4584.97	5292.00	6150.63
短期借款	422.87	202.97	329.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	540.47	676.86	1077.31	1314.48	1594.47	1925.01
长期借款	0.00	120.00	130.00	130.00	130.00	130.00
其他负债	32.82	0.47	120.00	120.00	120.00	120.00
负债合计	996.16	1000.31	1656.31	1564.48	1844.47	2175.01
股本	264.00	264.00	297.37	297.37	297.37	297.37
资本公积	379.06	384.05	1357.78	1357.78	1357.78	1357.78
留存收益	527.45	605.55	856.88	1074.46	1378.57	1754.65
归属母公司股东权益	1170.50	1253.60	2512.02	2729.60	3033.72	3409.79
少数股东权益	108.04	157.27	202.94	290.88	413.81	565.82
股东权益合计	1278.55	1410.87	2714.96	3020.48	3447.52	3975.61
负债和股东权益合计	2274.71	2411.18	4371.27	4584.97	5292.00	6150.63
现金流量表 (单位:百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	139.06	242.00	315.46	311.65	609.50	694.39
投资性现金净流量	-84.89	-36.74	-297.20	-576.30	-316.30	-66.30
筹资性现金净流量	-234.44	-284.60	1042.37	-558.84	-309.31	-380.81
现金流量净额	-177.84	-80.69	1062.55	-823.48	-16.10	247.28

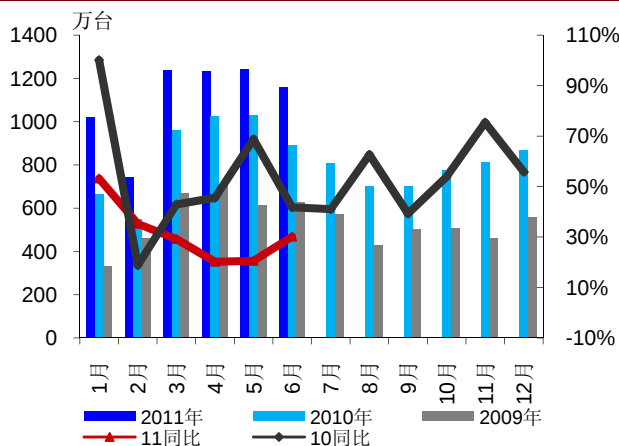
资料来源: 宏源证券

附：三花股份下游需求状况

家用空调：变频空调高速增长，有利于电子膨胀阀销售

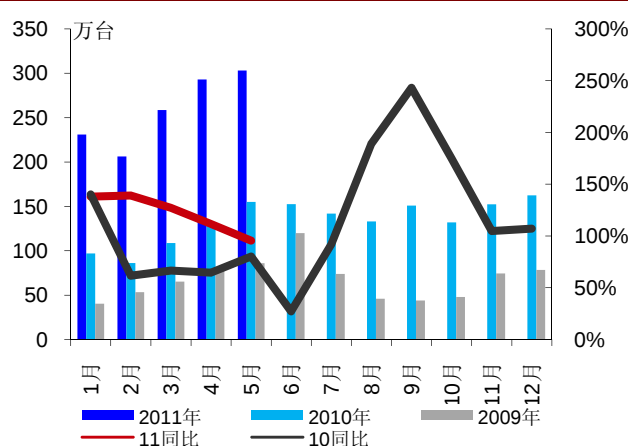
中国空调行业 2011 年 1-6 月产量同比增长 30%。其中变频空调行业 2011 年 1-5 月出货量同比增长 124%。

图 1：中国空调行业产量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

图 2：中国变频空调行业出货量（月度）



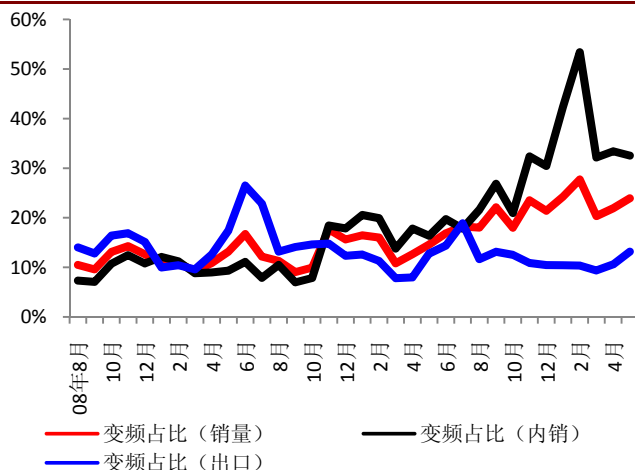
资料来源：产业在线，宏源证券

空调变频占比由 09 年的 12% 上升到 10 年的 17%，2011 年 1-5 月占比已到 23%；其中内销的变频空调快速普及，内销的变频占比今年前 5 月已到 36%，预计今年全年内销变频占比有可能超过 45%。

我们根据各空调企业对今年变频空调的销售目标（前 6 大企业 2200 万台）以及前 5 个月变频销量推断，今年全行业变频空调销量约 2896 万台，同比增长 81%；则今年变频占比上升到 25%。

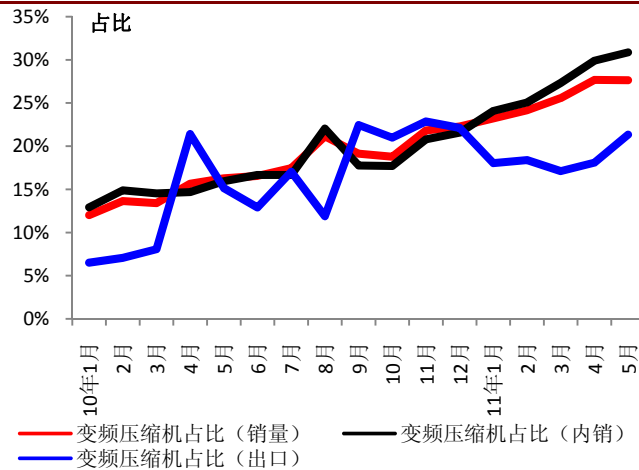
压缩机内销的变频占比由 2010 年的 17% 上升到 2011 年 1-5 月的 27%。

图 3：中国空调变频占比（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

图 4：中国压缩机变频占比（月度）



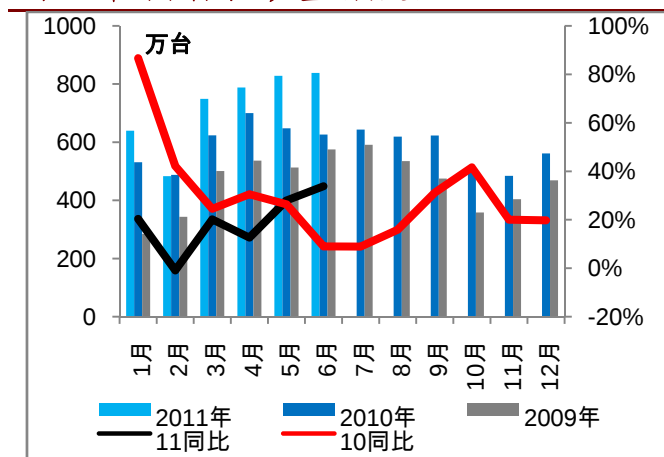
资料来源：产业在线，宏源证券

冰箱：高端冰箱快速增长，有利于电磁阀销售

中国冰箱行业 2011 年 1-6 月产量同比增长 20%。

国内大中城市三门冰箱 2011 年 1-5 月零售量增速为 47%，对应冰箱增速为 7%，高端冰箱增速明显快于行业。

图 5：中国冰箱行业产量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

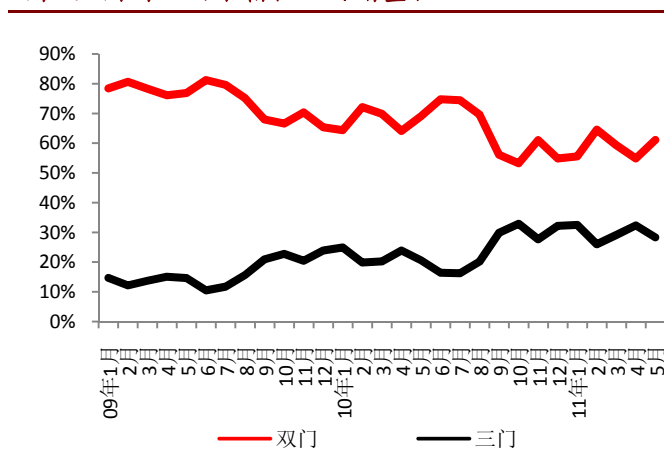
图 6：三门冰箱大中城市零售量增速（月度）



资料来源：中怡康，宏源证券

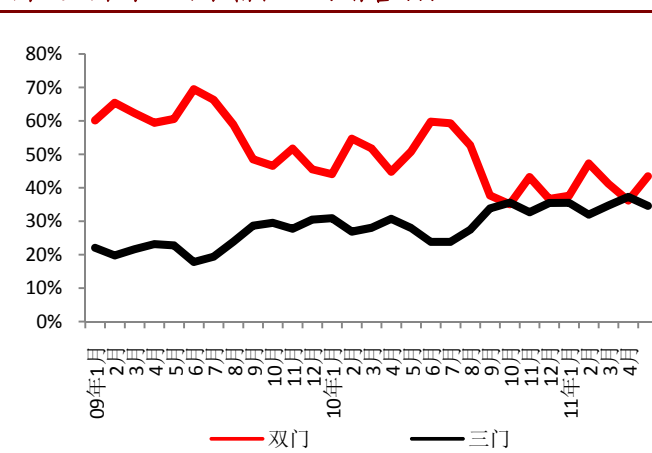
国内大中城市三门冰箱销量占比由 09 年的 16%→2010 年的 23%→2011 年 1-5 月的 30%，三门冰箱销售额占比由 09 年的 24%→2010 年的 30%→2011 年 1-5 月的 35%。

图 7：国内三门冰箱占比（销量）



资料来源：中怡康，宏源证券

图 8：国内三门冰箱占比（销售额）



资料来源：中怡康，宏源证券

张泽京：宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，曾任职于华泰联合证券研究所，2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、四川长虹、万和电气、华帝股份、爱仕达、苏泊尔、九阳股份、毅昌股份、三花股份、丹甫股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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。