

# 三花股份 (002050.sz)

## 拟参股格力电器，加强上下游战略合作

袁浩然 首席分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

执业编号: S0260511030001

### 拟 3 亿元参股格力电器

公司公告，拟持有格力电器股票，总投资额不超过 3 亿元。预计公司以参与格力公增方式持有格力股票，若成功完成，约占格力电器股本 0.6% 左右。此次参股，表明：1) 公司作为产业链上游龙头企业，参股下游龙头企业，彰显对空调产业未来发展的信心；2) 公司与格力分居行业上下游龙头地位，此次参股能够加强双方战略合作力度，有利于双方未来在变频空调、中央空调以及其他新领域加强进一步拓展。

### 打上下游双组合拳，延伸产业链

公司一直以来重视上下游资产融合，2010 年 3 月收购上游三立铜业 80% 股权，2011 年先后新设或收购芜湖三花自控元器件、江西三花制冷科技、江西三花自控元器件、杭州先途电子等子公司，加强向上游产业延伸，增强产品的市场竞争能力。我们预计未来公司还有进一步外延性资产扩张的可能性。此次参与持有下游龙头企业股权，是与公司加强上下游战略合作主旨一脉相承。未来空调产业将更多向系统集成和系统控制方向发展，也是公司与格力共同的发展重点，此次参股也为双方未来打开了更大的合作空间。

### 增长有看点

受益于空调上半年高速增长，我们预计，今年公司传统阀门业务有 35% 以上增长；电子膨胀阀业务低基数下预计约有翻倍增长。期待今年或有变频空调能效等级等相关政策出台，预计会带来公司电子膨胀阀业务放量增长。

### 盈利预测及估值

预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 1.34/1.66/2.12 元，按照 12 年 20 倍估值，公司 6-12 月目标价 33.2 元，给予买入评级。

风险提示：大股东限售股解禁。

### 预测及评估

|             | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 2040.39 | 3113.07 | 4434.69 | 5332.18 | 6691.68 |
| 增长率(%)      | -16.51% | 52.57%  | 42.45%  | 20.24%  | 25.50%  |
| EBITDA(百万元) | 391.22  | 527.92  | 685.87  | 774.16  | 988.63  |
| 净利润(百万元)    | 237.85  | 315.41  | 397.23  | 493.88  | 629.21  |
| 增长率(%)      | -7.84%  | 32.60%  | 25.94%  | 24.33%  | 27.40%  |
| 每股收益(元)     | 0.90    | 1.06    | 1.34    | 1.66    | 2.12    |
| 市盈率         | 24.96   | 31.58   | 18.64   | 14.99   | 11.77   |
| 市净率         | 4.74    | 3.97    | 2.54    | 2.18    | 1.84    |
| EV/EBITDA   | 15.09   | 17.14   | 9.55    | 8.14    | 6.16    |

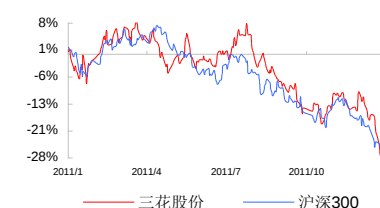
数据来源:浙江三花股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

|      |         |
|------|---------|
| 当前价格 | 24.90 元 |
| 合理价值 | 33.20 元 |
| 前次评级 | 持有      |

### 股价走势



| 市场表现   | 1 个月   | 3 个月   | 12 个月  |
|--------|--------|--------|--------|
| 股价涨幅   | -10.88 | -11.70 | -24.32 |
| 沪深 300 | -6.97  | -9.13  | -23.44 |

### 股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

297/98

主要股东:

三花控股集团有限公司

主要股东持股比例 64.29%

流通 A 股比例 33.00%

### 财务比率

ROE 12.56%

ROA 9.13%

资产负债率 39.26%

2010 年报数据

## 资产负债表

单位：百万元

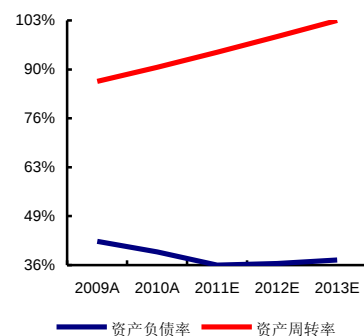
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1,864 | 3,672 | 4,097 | 4,953 | 6,144 |
| 货币资金           | 357   | 1,492 | 1,029 | 1,313 | 1,562 |
| 应收及预付          | 930   | 1,419 | 1,966 | 2,370 | 2,971 |
| 存货             | 573   | 756   | 1,097 | 1,264 | 1,605 |
| 其他流动资产         | 4     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| <b>非流动资产</b>   | 577   | 797   | 844   | 918   | 976   |
| 长期股权投资         | 0     | 61    | 61    | 61    | 61    |
| 固定资产           | 450   | 480   | 452   | 431   | 398   |
| 在建工程           | 14    | 60    | 94    | 131   | 167   |
| 无形资产           | 104   | 186   | 237   | 296   | 350   |
| 其他长期资产         | 9     | 10    | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 2,441 | 4,469 | 4,940 | 5,871 | 7,120 |
| <b>流动负债</b>    | 910   | 1,624 | 1,587 | 1,910 | 2,391 |
| 短期借款           | 203   | 329   | 0     | 0     | 0     |
| 应付及预收          | 706   | 1,174 | 1,587 | 1,910 | 2,391 |
| 其他流动负债         | 1     | 121   | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 121   | 131   | 177   | 211   | 250   |
| 长期借款           | 120   | 130   | 177   | 211   | 250   |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 1     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 1,030 | 1,755 | 1,764 | 2,121 | 2,640 |
| 股本             | 264   | 297   | 297   | 297   | 297   |
| 资本公积           | 384   | 1,358 | 1,358 | 1,358 | 1,358 |
| 留存收益           | 608   | 858   | 1,255 | 1,749 | 2,378 |
| 归属母公司股东权益      | 1,254 | 2,512 | 2,910 | 3,404 | 4,033 |
| 少数股东权益         | 157   | 203   | 267   | 346   | 447   |
| <b>负债和股东权益</b> | 2,441 | 4,469 | 4,940 | 5,871 | 7,120 |

## 利润表

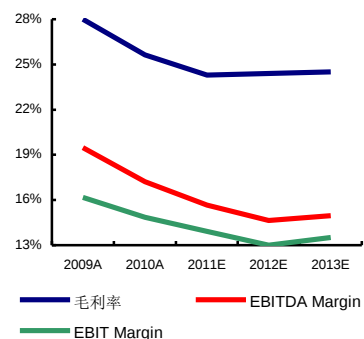
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2040  | 3113  | 4435  | 5332  | 6692  |
| 营业成本            | 1478  | 2329  | 3374  | 4054  | 5077  |
| 营业税金及附加         | 7     | 7     | 11    | 13    | 17    |
| 销售费用            | 75    | 96    | 137   | 178   | 228   |
| 管理费用            | 155   | 223   | 302   | 397   | 475   |
| 财务费用            | 11    | 18    | 9     | 4     | 0     |
| 资产减值损失          | 9     | 3     | 97    | 15    | 30    |
| 公允价值变动收益        | 4     | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 21    | 10    | 23    | 15    | 18    |
| <b>营业利润</b>     | 331   | 449   | 528   | 685   | 883   |
| 营业外收入           | 10    | 21    | 51    | 32    | 27    |
| 营业外支出           | 4     | 10    | 8     | 9     | 9     |
| <b>利润总额</b>     | 337   | 460   | 570   | 708   | 901   |
| 所得税             | 50    | 81    | 110   | 135   | 171   |
| <b>净利润</b>      | 287   | 379   | 461   | 573   | 730   |
| 少数股东损益          | 49    | 64    | 64    | 79    | 101   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 238   | 315   | 397   | 494   | 629   |
| EBITDA          | 391   | 528   | 686   | 774   | 989   |
| EPS (元)         | 0.90  | 1.06  | 1.34  | 1.66  | 2.12  |

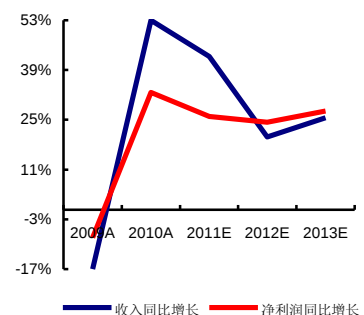
## 资产负债率趋势



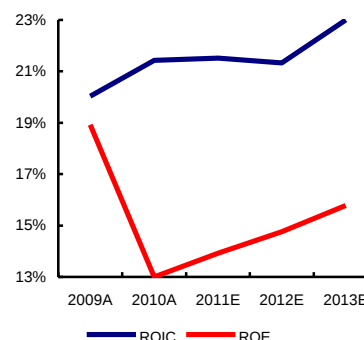
## 经营利润率趋势



## 收入与利润增长趋势



## 投资回报率趋势



## 现金流量表

单位：百万元

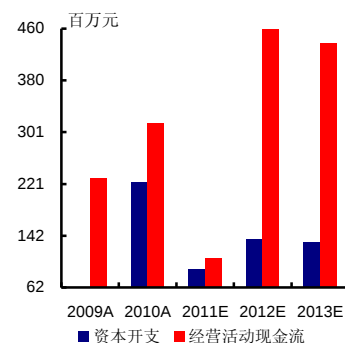
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 231   | 315   | 44    | 380   | 337   |
| 净利润            | 287   | 379   | 461   | 573   | 730   |
| 折旧摊销           | 65    | 70    | 76    | 84    | 93    |
| 营运资金变动         | -116  | -145  | -546  | -264  | -492  |
| 其它             | -5    | 11    | 53    | -13   | 6     |
| <b>投资活动现金流</b> | -37   | -297  | -67   | -121  | -115  |
| 资本支出           | -62   | -224  | -90   | -136  | -132  |
| 投资变动           | 21    | -81   | 23    | 15    | 18    |
| 其他             | 5     | 8     | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -286  | 1,044 | -440  | 25    | 27    |
| 银行借款           | 543   | 530   | -282  | 34    | 39    |
| 债券融资           | -643  | -320  | -120  | 0     | 0     |
| 股权融资           | 0     | 980   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -186  | -146  | -38   | -10   | -12   |
| <b>现金净增加额</b>  | -92   | 1,062 | -463  | 284   | 249   |
| <b>期初现金余额</b>  | 429   | 357   | 1,492 | 1,029 | 1,313 |
| <b>期末现金余额</b>  | 338   | 1,419 | 1,029 | 1,313 | 1,562 |

## 主要财务比率

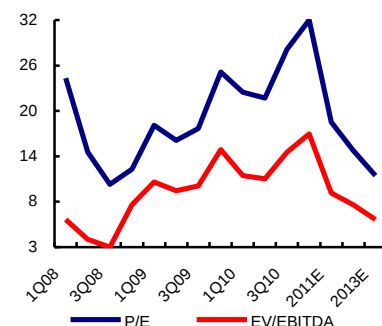
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入            | -16.5% | 52.6%  | 42.5%  | 20.2%  | 25.5%  |
| 营业利润            | 2.9%   | 35.4%  | 17.6%  | 29.9%  | 28.8%  |
| 归属于母公司净利润       | -7.8%  | 32.6%  | 25.9%  | 24.3%  | 27.4%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 27.5%  | 25.2%  | 23.9%  | 24.0%  | 24.1%  |
| 净利率             | 14.1%  | 12.2%  | 10.4%  | 10.7%  | 10.9%  |
| ROE             | 19.0%  | 12.6%  | 13.6%  | 14.5%  | 15.6%  |
| ROIC            | 20.2%  | 21.7%  | 21.8%  | 21.6%  | 23.4%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 42.2%  | 39.3%  | 35.7%  | 36.1%  | 37.1%  |
| 净负债比率           | -2.7%  | -33.8% | -27.0% | -29.5% | -29.4% |
| 流动比率            | 2.05   | 2.26   | 2.58   | 2.59   | 2.57   |
| 速动比率            | 1.40   | 1.74   | 1.83   | 1.86   | 1.83   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.86   | 0.90   | 0.94   | 0.99   | 1.03   |
| 应收账款周转率         | 4.93   | 6.40   | 5.82   | 6.00   | 5.94   |
| 存货周转率           | 2.47   | 3.50   | 3.08   | 3.21   | 3.16   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.90   | 1.06   | 1.34   | 1.66   | 2.12   |
| 每股经营现金流         | 0.87   | 1.06   | 0.15   | 1.28   | 1.13   |
| 每股净资产           | 4.75   | 8.45   | 9.79   | 11.45  | 13.56  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 25.0   | 31.6   | 18.6   | 15.0   | 11.8   |
| P/B             | 4.7    | 4.0    | 2.5    | 2.2    | 1.8    |
| EV/EBITDA       | 15.1   | 17.1   | 9.6    | 8.1    | 6.2    |

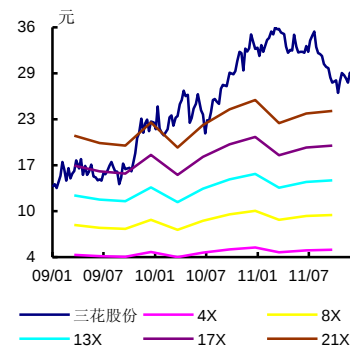
## 资本支出与经营活动现金流



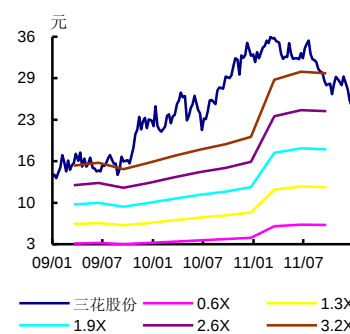
## 相对估值



## PE BAND



## PB BAND



## 广发家电行业研究小组

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

郝雪梅，研究助理，南京大学管理学硕士，2010 年天眼耐用消费品最佳分析师，2010 年新财富最佳分析师评选入围（团队），2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hxm5@gf.com.cn，0755-23953620。

## 相关研究报告

三花股份(002050.sz): 收入持续高增长，盈利能力承压

郝雪梅

2011-08-02

## 广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

|      | 广州市                        | 深圳市                        | 北京市                         | 上海市                            |
|------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|--------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 5 楼 | 深圳市福田区民田路 178<br>号华融大厦 9 楼 | 北京市西城区月坛北街 2 号<br>月坛大厦 18 层 | 上海市浦东南路 528 号<br>上海证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                     | 518026                     | 100045                      | 200120                         |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn             |                            |                             |                                |
| 服务热线 | 020-87555888-8612          |                            |                             |                                |

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。