

三花股份 (002050.SZ) 其它专用设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

蒋毅

联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

收购少数股东权益，大股东利益再与市场一致

事件

三花股份于 2012 年 2 月 25 日公告: 公司全资子公司 SANHUA INTERNATIONAL, INC. 收购 HIXEL SINGAPORE PTE. LTD. 所持有的浙江三花制冷集团有限公司 (公司控股 74% 的子公司) 26% 股权, 收购金额为 4307.71 万美元 (按 1:6.3867 汇率计算为 2.75 亿元人民币)。

评论

通过全资子公司收购少数股东权益，带来业绩增厚约 20%，从 2012 年开始体现：浙江三花制冷集团有限公司 (以下简称“制冷集团”) 是公司 2008 年通过重大资产重组向大股东定向增发注入的资产。当时大股东持有制冷集团 74% 的股权，HIXEL SINGAPORE PTE. LTD. 持有 26% 股权 (应该是为了享受当时的外商投资税收优惠而引资的外资股东)，因此 08 年的注入就只收购了 74% 股权。时过境迁现在制冷集团作为合资企业的税收优惠期已结束 (目前是因其为高新技术企业而享受 15% 税收优惠)，因此本次实现了通过全资子公司收购剩余 26% 的少数股东权益。通过全资子公司收购少数股东权益必然带来业绩增厚，不影响 2011 年业绩，从 2012 年开始体现。

浙江三花制冷集团有限公司的业务主要为四通阀，收入占比大、盈利能力强；收购价格十分合理：根据公告，制冷集团 2011 年 1-9 月 (未经审计) 的收入为 18.98 亿元 (占公司总收入的 59%)、净利润为 2.22 亿元，净利率达到 11.7% (上市公司整体净利率 9.1%)；可见制冷集团对股份公司的重要程度。按照公司前三季度业绩约占全年 80% 的比重估计，制冷集团全年利润约为 2.78 亿元，收购带来 0.72 亿元的增厚 (对应目前公司股本为 0.245 元，增厚约)。截止 2011 年 8 月 31 日，三花制冷集团股东全部权益账面价值 9.63 亿元，评估价值为 10.58 亿元，评估增值率为 9.89%；收购价格即按评估价值的 26%，相当于 3.77X12PE，我们认为该价格十分合理。

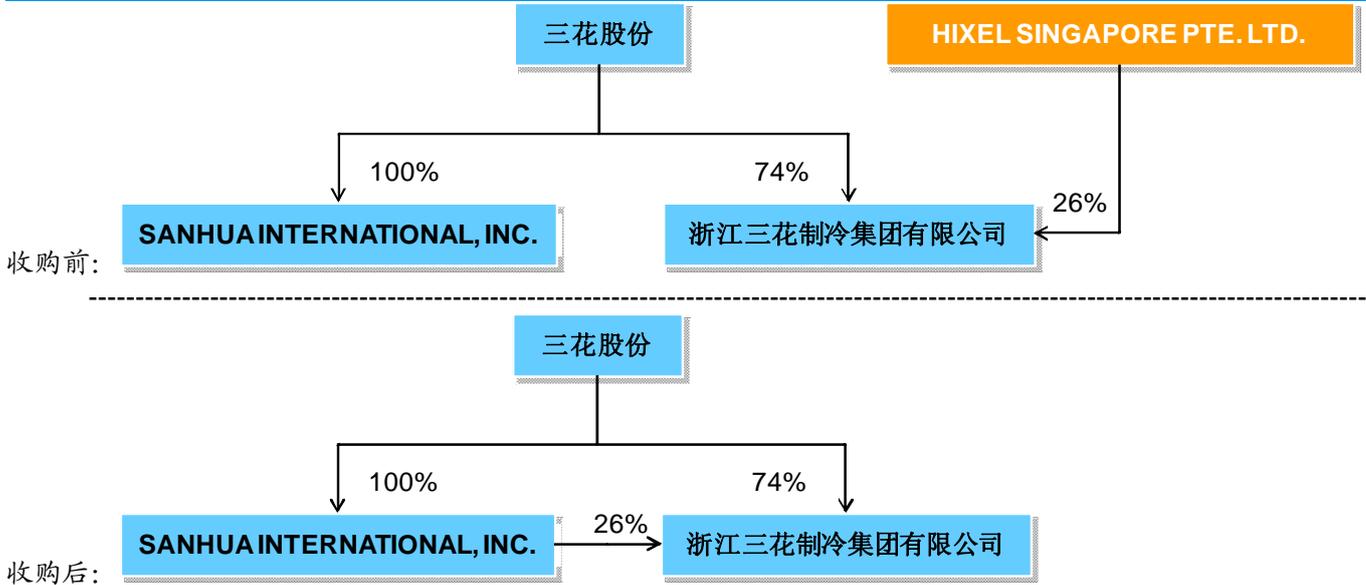
此事件在进度上超预期，上调公司 2012、2013 年盈利预测：2012 年 1 月 1 日起大股东股权解禁，从逻辑上讲对公司的市值会有更大的动力，因此我们前期对该少数股东权益的收购有所期待，但在进度上还是快于我们预期。考虑业绩增厚，调整公司 2011-2013 年盈利预测，EPS 分别为 1.240、1.703、2.185 元，净利润增速 16.9%、37.4%、28.3%，其中 2012、2013 年业绩上调幅度约为 6%。

投资建议

前期我们便认为公司业绩增长有实力亦有动力，但大股东之前的两次减持干扰了我们的判断和市场情绪，从本次事件来看大股东与资本市场的利益又趋于一致。短中期看明年，电子膨胀阀的国内销售随着变频空调占比扩大和业界对变频空调节能补贴推出的预期加强，将有望放量增长。长期看，一方面公司早已切入中央空调配件领域并以募投项目扩产，2013 年将量产，正好契合本土中央空调大发展的商机；另一方面公司志向高远，前期投资公告显示公司已涉足变频控制器，是对由部件提供商向解决方案提供商升级战略的实践；再有公司的太阳能光热投资项目 2012 年如按原计划以色列示范项目建成，也有望贡献估值弹性。2011 年 12 月公司公布了股权激励行权价 (35.19 元) 并完成首次授予，管理层动力充足。公司股价目前在定增价格之下 10%、在股权激励行权价之下 29%，对应 22X11PE/16X12PE，我们继续看好公司未来估值与业绩齐升，6-12 月合理估值水平 20-22X12PE，即 34-37 元，维持“买入”建议。

风险提示：大股东减持风险。

图表1: 三花股份通过全资子公司收购制冷集团的少数股东权益



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 公司三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,444	2,040	3,113	4,150	4,603	5,550
增长率		-16.5%	52.6%	33.3%	10.9%	20.6%
主营业务成本	-1,901	-1,478	-2,329	-3,157	-3,471	-4,185
%销售收入	77.8%	72.5%	74.8%	76.1%	75.4%	75.4%
毛利	543	562	784	993	1,132	1,365
%销售收入	22.2%	27.5%	25.2%	23.9%	24.6%	24.6%
营业税金及附加	-6	-7	-7	-21	-23	-28
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-86	-75	-96	-120	-143	-161
%销售收入	3.5%	3.7%	3.1%	2.9%	3.1%	2.9%
管理费用	-119	-155	-223	-295	-331	-361
%销售收入	4.9%	7.6%	7.2%	7.1%	7.2%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	333	326	458	557	635	815
%销售收入	13.6%	16.0%	14.7%	13.4%	13.8%	14.7%
财务费用	-43	-11	-18	-16	4	7
%销售收入	1.8%	0.5%	0.6%	0.4%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	8	-9	-3	-7	-9	-13
公允价值变动收益	3	4	2	0	0	0
投资收益	13	21	10	8	0	0
%税前利润	4.0%	6.1%	2.2%	1.5%	0.0%	0.0%
营业利润	314	331	449	542	630	809
营业利润率	12.8%	16.2%	14.4%	13.1%	13.7%	14.6%
营业外收支	16	5	11	0	0	0
税前利润	330	337	460	542	630	809
利润率	13.5%	16.5%	14.8%	13.1%	13.7%	14.6%
所得税	-46	-50	-81	-98	-113	-146
所得税率	13.8%	14.7%	17.5%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	284	287	379	444	517	663
少数股东损益	33	49	64	76	10	13
归属于母公司的净利润	251	238	315	369	506	650
净利率	10.3%	11.7%	10.1%	8.9%	11.0%	11.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	284	287	379	444	517	663
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	54	74	74	57	70	84
非经营收益	10	-13	7	33	-1	9
营运资金变动	-254	-116	-145	30	30	-46
经营活动现金净流	94	232	315	563	615	710
资本开支	-61	-62	-224	-119	-230	-80
投资	-44	0	-102	0	0	0
其他	21	26	29	8	0	0
投资活动现金净流	-85	-37	-297	-111	-230	-80
股权募资	0	0	980	-111	0	0
债权募资	-171	-100	210	-449	0	1
其他	-61	-186	-146	-56	-156	-212
筹资活动现金净流	-232	-286	1,044	-616	-156	-211
现金净流量	-223	-91	1,062	-164	228	420

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	429	357	1,492	1,328	1,556	1,976
应收款项	631	908	1,335	1,169	1,197	1,337
存货	623	573	756	1,124	1,189	1,376
其他流动资产	40	25	89	53	57	68
流动资产	1,724	1,864	3,672	3,674	3,999	4,757
%总资产	75.2%	76.4%	82.2%	81.1%	79.4%	82.0%
长期投资	0	0	61	61	61	61
固定资产	465	464	540	610	779	788
%总资产	20.3%	19.0%	12.1%	13.5%	15.5%	13.6%
无形资产	94	104	186	186	186	187
非流动资产	569	577	797	857	1,036	1,045
%总资产	24.8%	23.6%	17.8%	18.9%	20.6%	18.0%
资产总计	2,292	2,441	4,469	4,531	5,035	5,802
短期借款	423	203	449	0	0	0
应付款项	540	677	1,077	1,279	1,406	1,695
其他流动负债	48	30	97	221	283	357
流动负债	1,011	910	1,624	1,499	1,689	2,052
长期贷款	0	120	130	130	130	131
其他长期负债	2	1	1	0	0	0
负债	1,013	1,030	1,755	1,629	1,819	2,183
普通股股东权益	1,172	1,254	2,512	2,623	2,927	3,317
少数股东权益	108	157	203	278	289	302
负债股东权益合计	2,292	2,441	4,469	4,531	5,035	5,802

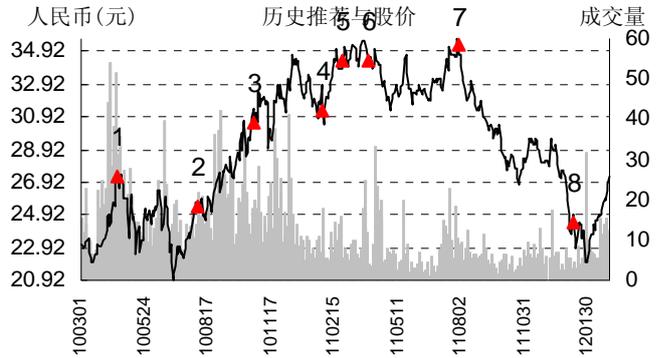
比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.952	0.901	1.061	1.240	1.703	2.185
每股净资产	4.438	4.748	8.448	8.821	9.843	11.154
每股经营现金净流	0.362	0.875	1.059	1.894	2.068	2.389
每股股利	0.200	0.200	0.250	0.496	0.681	0.874
回报率						
净资产收益率	21.45%	18.97%	12.56%	14.06%	17.30%	19.59%
总资产收益率	10.96%	9.74%	7.06%	8.14%	10.06%	11.20%
投入资本收益率	16.83%	16.03%	11.45%	15.08%	15.56%	17.83%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.22%	-16.51%	52.57%	33.30%	10.91%	20.57%
EBIT增长率	35.69%	-2.01%	40.33%	21.83%	13.91%	28.40%
净利润增长率	92.31%	-5.35%	32.60%	16.90%	37.36%	28.29%
总资产增长率	-11.83%	6.48%	83.10%	1.37%	11.13%	15.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.6	79.6	59.0	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	118.6	147.8	104.2	130.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	72.5	82.0	63.5	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	68.4	80.4	56.2	47.5	54.6	46.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.36%	-2.69%	-33.82%	-41.47%	-44.52%	-51.13%
EBIT利息保障倍数	7.7	29.4	25.1	34.2	-148.7	-125.0
资产负债率	44.18%	42.20%	39.26%	35.96%	36.13%	37.63%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-15	买入	27.27	32.60 ~ 33.40
2	2010-08-03	买入	25.44	27.20 ~ 30.20
3	2010-10-26	买入	30.62	35.00 ~ 39.00
4	2011-01-24	买入	31.30	42.00 ~ 43.00
5	2011-02-24	买入	34.30	42.00 ~ 42.00
6	2011-03-29	买入	34.40	42.00 ~ 42.00
7	2011-07-28	买入	35.30	42.00 ~ 42.00
8	2012-01-04	买入	24.48	36.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B