

证券研究报告

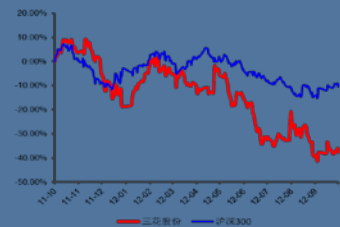
公司研究——季报点评

三花股份 (002050.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2012.08.29

三花股份相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2012-10-23)

收盘价(元)	8.26
52周内股价波动区间(元)	7.75-30.2
最近一月涨跌幅(%)	2.35
总股本(亿股)	5.95
流通A股比例(%)	97
总市值(亿元)	49.18

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编: 100031

胡育杰 行业分析师

执业编号: S1500511100001

联系电话: +86 10 63081265

邮箱: huyujie@cindasc.com

王镓 研究助理

联系电话: +86 10 63081086

邮箱: wangmo@cindasc.com

相关研究

《技术领先, 电子膨胀阀业务看好》

2012.6

《受下游空调行业低迷影响 业绩下滑》

2012.8

下游需求持续低迷 下调盈利预测

2012年三季度报点评

2012年10月23日

事件: 公司发布2012年三季度报, 报告期内实现营业收入29.23亿元, 同比降低8.67%; 营业利润3.21亿元, 同比降低25.28%; 归属于母公司所有者的净利润2.59亿元, 同比降低11.11%; 前三季度销售毛利率和销售净利率分别为24.96%和9.35%; 摊薄每股收益0.44元, 每股经营性现金流净额0.28元。同时, 公司预告2012年全年归属于上市公司股东的净利润同比增长-30%-0%。

点评:

◆ **下游空调整机销售持续低迷, 三季度公司收入下滑程度加剧。** 2012年空调行业冷淡, 家用空调需求受国内宏观经济形势的影响持续低迷, 6月开始实施的节能补贴政策在实施的前三个月效果不能令人满意, 前三季度家用空调产量为8042万台, 同比下滑11.06%。公司作为空调配件龙头企业, 受下游需求影响较大, 公司前三季度营业收入同比下降8.67%, 相比半年报下滑幅度增大, 其中第三季度营业收入同比大幅下滑25.03%, 主要原因是三季度受空调行业销售环比下跌的影响。

◆ **三季度毛利率提升。** 前三季度公司毛利率同比提高1.1个百分点, 其中三季度毛利率为27.49%, 环比上升2.75%, 我们认为主要原因: 一是上游原材料价格处于低位, 二是家电节能补贴政策促使配件产品结构升级。同时三季度净利润率为8.9%, 环比改善0.59个百分点。

◆ **管理费用支出继续增加。** 前三季度公司管理费用为2.79亿元, 同比增加41.3%, 管理费用率达到9.54%, 成为近两年的新高, 主要原因是公司在营业收入下滑的情况下, 研发费用的增加和人力成本的增长所致。

◆ **未来节能补贴政策的持续, 四季度家电整机行业将呈小幅增长趋势。** 最近, 国家相关部门下发通知, 要求认真做好节能家电推广工作, 加快资金拨付进度, 说明政府正在继续加强对补贴政策的支持。随着推广目录范围的扩大, 下游整机厂商将会加快技术进步, 及时组织生产进度, 销售终端也将加大节能机型的推广力度。在四季度家电行业筑底回升的趋势下, 将有利于三花这种空调上游配件公司四季度的业绩好转

◆ **盈利预测:** 空调行业下游持续低迷直接影响到了公司营业收入增长, 费用支出增加影响了净利润率的增加, 虽然我们预期四季度家电行业将会好转, 但对公司全年业绩影响有限。我们下调公司2012~2014年盈利预测, 预计EPS分别为0.61元、0.75元、0.94元(前次预测分别为0.7元、0.83元、1.03元), 对应2012年10月23日收盘价的PE分别为13倍、11倍、9倍, 维持“增持”评级。

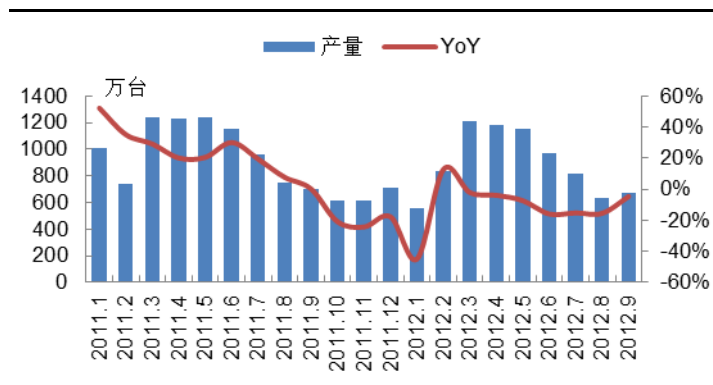
◆ **风险因素:** 补贴政策迟迟不能打开局面, 空调行业持续低迷, 费用支出继续增大。

公司财务预测数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	3,113.07	4,186.89	4,105.51	4,664.96	5,666.24
增长率 YoY %	52.57%	34.49%	-1.94%	13.63%	21.46%
净利润(百万元)	315.41	365.88	364.22	443.83	557.82
增长率 YoY%	32.60%	16.00%	-0.46%	21.86%	25.68%
毛利率%	25.17%	23.56%	24.18%	24.61%	25.04%
净资产收益率 ROE%	16.75%	13.98%	12.86%	14.31%	16.01%
每股收益 EPS(元)	1.06	1.23	0.61	0.75	0.94
市场一致预期 EPS(元)	-	-	0.69	0.85	1.01
市盈率 P/E(倍)	16	13	13	11	9
市净率 P/B(倍)	0.98	0.90	1.67	1.51	1.33

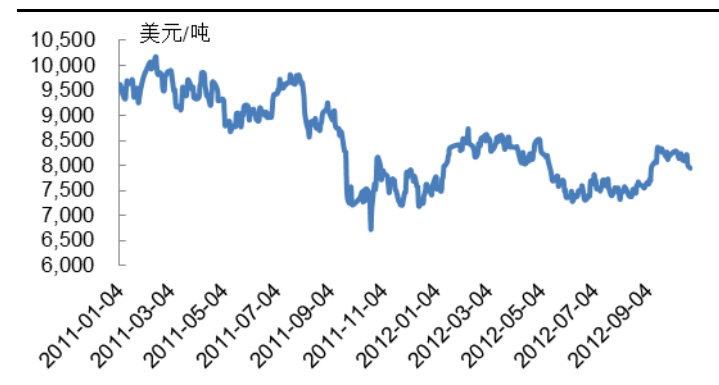
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2012年10月23日收盘价

图 1: 家用空调产量和同比变化趋势



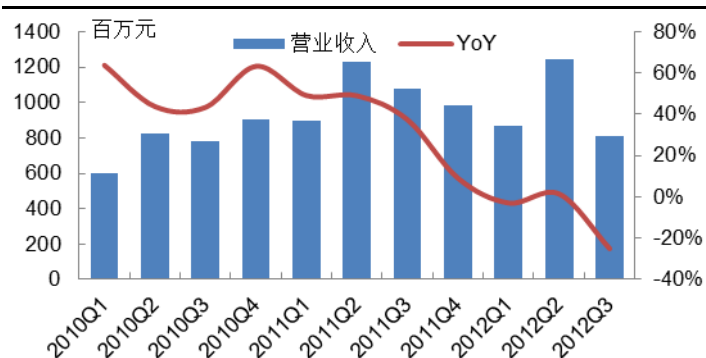
资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

图 2: LME 铜现货价



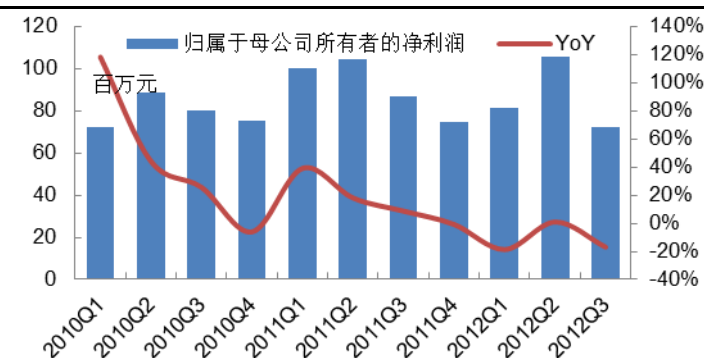
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 2010-2012 年单季度营业收入变化趋势



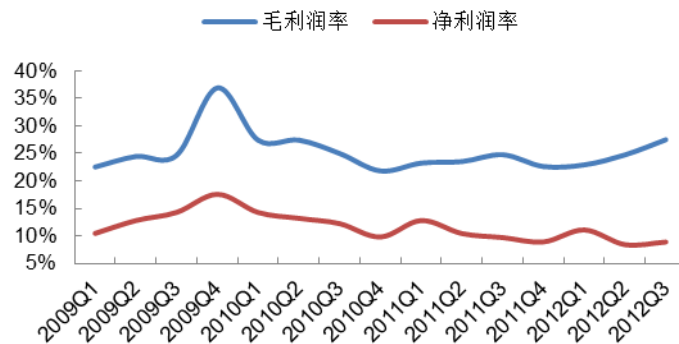
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 2010-2012 年单季度归属于母公司所有者的净利润变化趋势



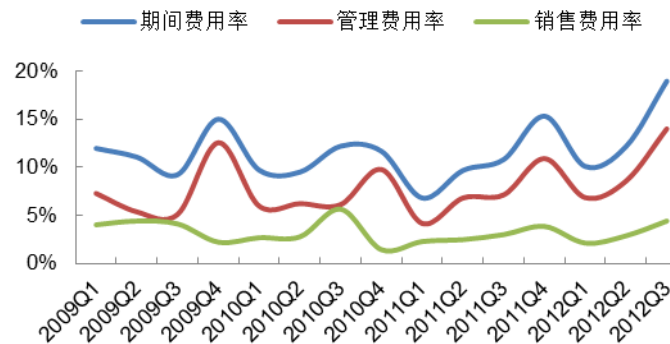
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 单季度销售毛利率和净利率变化趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 单季度费用率变化趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	3,672.10	3,772.93	4,218.02	4,828.05	5,704.62
现金	1,491.82	1,405.55	1,617.74	1,884.74	2,144.82
应收账款	805.72	763.26	905.50	1,028.89	1,249.73
其它应收款	509.24	469.22	565.84	642.95	780.95
预付账款	83.83	268.65	186.66	210.90	254.70
存货	755.89	835.13	911.16	1,029.46	1,243.29
其他	25.60	31.12	31.12	31.12	31.12
非流动资产	797.40	1,064.23	1,324.81	1,424.32	1,516.21
长期投资	60.75	46.71	46.71	46.71	46.71
固定资产	479.55	610.22	792.78	982.22	1,060.39
无形资产	185.22	197.35	210.91	223.92	236.38
其他	71.88	209.96	274.41	171.47	172.74
资产总计	4,469.50	4,837.16	5,542.83	6,252.37	7,220.83
流动负债	1,623.74	1,606.95	2,027.71	2,327.83	2,751.17
短期借款	329.00	492.94	642.94	792.94	942.94
应付账款	460.33	404.72	504.38	569.87	688.24
其他	834.40	709.28	880.39	965.02	1,119.99
非流动负债	130.80	206.82	206.82	206.82	206.82
长期借款	130.00	170.33	170.33	170.33	170.33
其他	0.80	36.49	36.49	36.49	36.49
负债合计	1,754.54	1,813.76	2,234.52	2,534.65	2,957.98
少数股东权益	202.94	299.96	369.34	453.88	560.13
归属母公司股东权益	2,512.02	2,723.43	2,938.96	3,263.84	3,702.72
负债和股东权益	4469.50	4837.16	5542.83	6252.37	7220.83

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,113.07	4,186.89	4,105.51	4,664.96	5,666.24
同比	52.57%	34.49%	-1.94%	13.63%	21.46%
归属母公司净利润	315.41	365.88	364.22	443.83	557.82
同比	32.60%	16.00%	-0.46%	21.86%	25.68%
毛利率	25.17%	23.56%	24.18%	24.61%	25.04%
ROE	16.75%	13.98%	12.86%	14.31%	16.01%
每股收益(元)	1.06	1.23	0.61	0.75	0.94
P/E	16	13	13	11	9
P/B	0.98	0.90	1.67	1.51	1.33
EV/EBITDA	5.57	5.25	9.07	7.66	6.35

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,113.07	4,186.89	4,105.51	4,664.96	5,666.24
营业成本	2,329.38	3,200.27	3,112.65	3,516.77	4,247.26
营业税金及附加	7.12	18.95	13.70	15.78	21.24
营业费用	95.88	121.03	123.17	130.62	152.99
管理费用	223.17	304.87	348.97	373.20	449.18
财务费用	18.23	20.83	14.63	18.19	21.28
资产减值损失	3.14	-1.86	2.83	3.21	3.90
公允价值变动收益	2.11	7.45	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.30	-25.72	20.00	20.00	20.00
营业利润	448.56	504.52	509.58	627.18	790.39
营业外收入	21.48	39.99	30.78	30.75	33.84
营业外支出	10.25	10.28	8.34	9.63	9.42
利润总额	459.79	534.23	532.01	648.30	814.81
所得税	80.64	98.82	98.42	119.94	150.74
净利润	379.15	435.41	433.59	528.37	664.07
少数股东损益	63.74	69.53	69.37	84.54	106.25
归属母公司净利润	315.41	365.88	364.22	443.83	557.82
EBITDA	544.60	621.60	646.91	785.61	971.56
EPS (摊薄)	1.12	1.23	0.61	0.75	0.94

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	314.79	483.61	569.97	457.11	461.31
净利润	379.15	435.41	433.59	528.37	664.07
折旧摊销	70.40	76.48	89.02	106.17	120.39
财务费用	14.42	10.90	25.87	31.14	36.35
投资损失	-10.30	25.72	-20.00	-20.00	-20.00
营运资金变动	-145.37	-56.65	35.03	-196.12	-347.05
其它	6.50	-8.24	6.46	7.55	7.55
投资活动现金流	-297.20	-530.42	-333.23	-190.03	-195.92
资本支出	-224.30	-519.74	-353.23	-210.03	-215.92
长期投资	-9.14	15.27	20.00	20.00	20.00
其他	-63.76	-25.96	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,042.37	106.17	-24.52	-0.04	-5.29
吸收投资	980.06	3.43	0.00	0.00	0.00
借款	210.23	226.93	150.00	150.00	150.00
其他	83.22	199.26	174.52	150.04	155.29
现金净增加额	1061.89	51.30	212.19	267.00	260.09

分析师简介

胡育杰，通信行业高级研究员。武汉大学博士。现任职信达证券研究发展中心通信行业首席研究员。曾任职于信息产业部电信研究院，从事通信行业宏观产业研究、政策研究、技术研究等，为信息产业部和其他相关机构提供了大量行业数据和多份高质量研究报告。曾任职宏源证券研究所，从事通信行业研究。

家电行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
格力电器	000651	美的电器	000527	青岛海尔	600690	海信电器	600060
老板电器	002508	三花股份	002050	阳光照明	600261	合肥三洋	600983

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准 20% 以上；

增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。