

证券研究报告

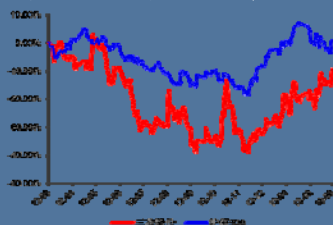
公司研究——年报点评

三花股份 (002050.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2013.2.28

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 (2013-3-21)

收盘价 (元)	11.5
52 周内股价波动区间 (元)	26.43-7.46
最近一月涨跌幅 (%)	11.98
总股本 (亿股)	5.95
流通 A 股比例 (%)	97
总市值 (亿元)	68.39

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

边铁城 行业分析师

执业编号: S1500510120018

联系电话: +86 10 63081253

邮箱: biantiecheng@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

《加快配件产品线布局, 下游回暖将为公司带来业绩改善》

2013.1

《2012 年空调阀件需求下降 公司业绩下滑》

2013.2

空调配件收入下滑 13% 费用增长较快影响净利润率

2012 年报点评

2013 年 3 月 22 日

事件: 公司发布 2012 年报, 报告期内公司实现营业收入 38.26 亿元, 同比下降 8.61%; 营业利润 3.22 亿元, 同比下降 36.21%; 归属于母公司所有者的净利润 2.71 亿元, 同比下降 25.85%; 全年综合毛利率和净利率分别达到 24.55% 和 7.09%; 基本每股收益 0.46 元。同时公司公布了利润分配预案: 每 10 股派发现金红利 1 元 (含税)。

点评:

◆ **空调市场需求下降, 空调配件业务收入下滑。**受多重因素影响, 空调需求下滑, 根据产业在线的数据, 2012 年家用空调产量和出货量分别下滑 8.7% 和 3.9%。2012 年受此影响公司产品销售量下滑 11.38%, 其中公司主要业务的空调配件收入下降 12.96%。

◆ **四季度空调行业企稳复苏, 公司收入下滑趋势放缓。**2012 年四季度空调行业在宏观经济好转和房地产市场回暖的带动下, 出现企稳复苏趋势, 产量同比增长 2.6%。同时随着下游订单情况的回暖, 公司四季度收入下滑幅度相比三季度有所收窄, 同比下降 8.42% (Q3 YoY-25%)。

◆ **综合毛利率提高, 受累费用增加, 净利润率下降。**公司 2012 年综合毛利率同比提高 1 个百分点左右, 我们认为主要原因是原材料价格走低和附加值高的节能阀件产品比例上升。但公司 2012 年由于人力成本增长、激励计划终止、海外并购等原因, 费用支出增长较为明显, 管理、销售、财务费用率分别同比上涨了 3.5、0.8、0.5 个百分点, 其中管理费用增长 1.08 亿元, 增长幅度达 35.3%, 主要是: ①股权激励计划终止后对管理费用进行加速计提, 股份支付薪酬激增到 4493.7 万元; ②职工薪酬 1.12 亿元 (YoY +35%)、中介服务费 2761.8 万元 (YoY +457%)。在费用大幅增加的情况下, 公司净利润率同比下降 1.65 个百分点。

◆ **货币资金减半, 应收账款增加 50.6%, 经营现金流净额下降。**2012 年公司货币资金减少 50%, 系资本性支出和股权投资大幅增加所致; 应收账款大幅增加主要是由于四季度销售回升及对大客户回款延期所致; 公司 2012 年经营活动现金流净额同比下降 35.4%, 主营业务收入现金比率为 8.17%, 低于 2011 年的 11.55%。

◆ **2013 年空调行业回暖, 下游订单增长有利于公司业绩好转。**我们预计空调行业 2013 年将处于温和复苏阶段, 全年销售增长在 5-10% 之间, 空调企业对于空调配件的订单将有明显增长 (1 月空调阀件内销增速反弹), 刺激上游配件行业景气度提高。2013 年中高端节能变频空调的市场份额将持续提高, 保持在 50% 以上, 同时新的节能变频空调能效等级标准预计年中公布, 变频空调需

求增长及其门槛提高将有利于公司节能类阀件的销售。我们认为 2013 年公司业绩将有明显改善。

◆ **盈利预测:** 我们认为公司作为空调阀件的国内龙头企业, 坚定推行“技术领先”战略, 不断完善产业链布局, 在下游整机行业好转的带动下, 今年公司业绩有望改善。我们略调低 13 年的盈利预测: 预计公司 2013~2015 年 EPS 分别为 0.68 元、0.79 元、0.92 元(前次预测 13、14 年为 0.69 元、0.79 元), 对应 2013 年 3 月 21 日收盘价的 PE 分别为 17 倍、15 倍、12 倍, 维持“增持”评级。

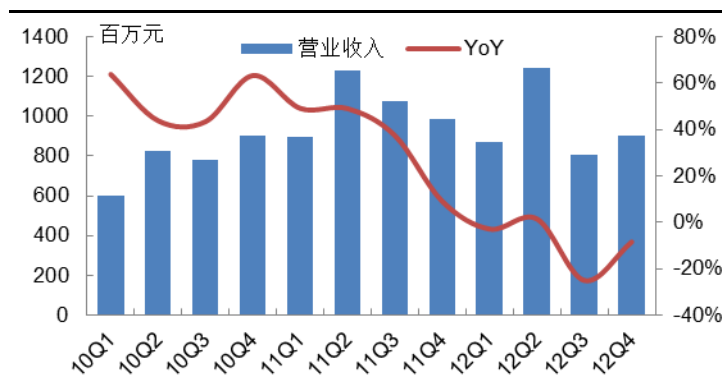
◆ **风险因素:** 原材料价格波动较大; 房地产政策对空调销售的影响; 人力成本大幅提高。

公司财务预测数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	4,186.89	3,826.35	4,140.25	4,551.64	5,087.37
增长率 YoY %	34.49%	-8.61%	8.20%	9.94%	11.77%
净利润(百万元)	365.88	271.30	401.73	469.98	548.43
增长率 YoY%	16.00%	-25.85%	48.08%	16.99%	16.69%
毛利率%	23.56%	24.55%	24.77%	25.24%	25.68%
净资产收益率 ROE%	13.98%	9.66%	13.11%	13.77%	14.42%
每股收益 EPS(元)	0.62	0.46	0.68	0.79	0.92
市场一致预期 EPS(元)	-	-	0.67	0.82	-
市盈率 P/E(倍)	19	25	17	15	12
市净率 P/B(倍)	2.51	2.36	2.11	1.91	1.70

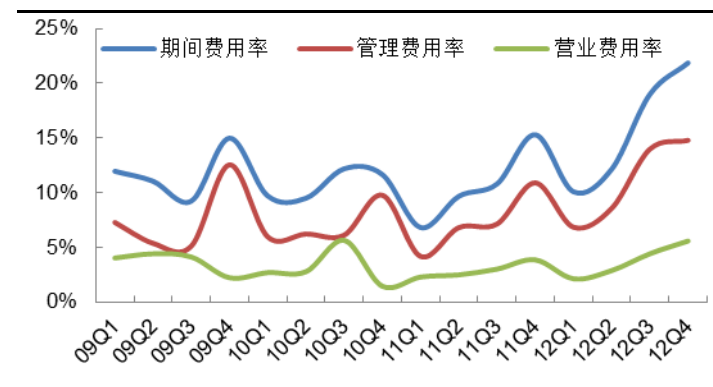
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2013 年 3 月 21 日收盘价

图 1: 2012 年四季度收入下滑趋势有所遏制



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 单季度费用率变化



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	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	3,772.93	3,085.11	3,857.12	3,896.83	4,413.91
现金	1,405.55	702.52	1,412.59	1,217.85	1,434.17
应收账款	763.26	718.42	765.95	819.30	915.73
其它应收款	469.22	706.58	614.27	675.31	754.79
预付账款	268.65	21.31	124.58	204.17	226.87
存货	835.13	874.83	878.29	918.76	1,020.91
其他	31.12	61.44	61.44	61.44	61.44
非流动资产	1,064.23	1,849.85	2,000.52	2,166.43	2,165.09
长期投资	46.71	97.55	97.55	97.55	97.55
固定资产	610.22	1,036.93	1,265.66	1,591.53	1,625.92
无形资产	197.35	247.54	278.24	297.85	306.48
其他	209.96	467.83	359.07	179.50	135.14
资产总计	4,837.16	4,934.96	5,857.64	6,063.26	6,579.00
流动负债	1,606.95	1,594.85	2,128.54	1,969.54	2,038.95
短期借款	492.94	450.91	930.91	680.91	630.91
应付账款	404.72	556.33	560.63	612.51	680.61
其他	709.28	587.62	637.00	676.12	727.43
非流动负债	206.82	409.45	439.45	433.45	427.45
长期借款	170.33	368.66	398.66	392.66	386.66
其他	36.49	40.79	40.79	40.79	40.79
负债合计	1,813.76	2,004.30	2,567.98	2,402.99	2,466.39
少数股东权益	299.96	36.45	53.19	72.77	95.62
归属母公司股东权益	2,723.43	2,894.21	3,236.47	3,587.50	4,016.98
负债和股东权益	4837.16	4934.96	5857.64	6063.26	6579.00

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4,186.89	3,826.35	4,140.25	4,551.64	5,087.37
同比	34.49%	-8.61%	8.20%	9.94%	11.77%
归属母公司净利润	365.88	271.30	401.73	469.98	548.43
同比	16.00%	-25.85%	48.08%	16.99%	16.69%
毛利率	23.56%	24.55%	24.77%	25.24%	25.68%
ROE	13.98%	9.66%	13.11%	13.77%	14.42%
每股收益(元)	0.62	0.46	0.68	0.79	0.92
P/E	19	25	17	15	12
P/B	2.51	2.36	2.11	1.91	1.70
EV/EBITDA	6.80	15.22	12.05	9.93	8.61

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4,186.89	3,826.35	4,140.25	4,551.64	5,087.37
营业成本	3,200.27	2,887.01	3,114.61	3,402.83	3,781.15
营业税金及附加	18.95	15.99	18.63	20.48	22.89
营业费用	121.03	140.05	149.05	159.31	178.06
管理费用	304.87	412.53	335.36	364.13	401.90
财务费用	20.83	37.40	26.78	22.18	19.18
资产减值损失	-1.86	24.61	4.83	5.21	5.82
公允价值变动收益	7.45	-6.34	1.07	0.73	-1.51
投资净收益	-25.72	19.43	-11.93	-12.27	-11.68
营业利润	504.52	321.85	480.13	565.96	665.18
营业外收入	39.99	43.99	45.99	47.99	49.65
营业外支出	10.28	10.57	11.72	12.16	12.60
利润总额	534.23	355.27	514.40	601.78	702.23
所得税	98.82	70.73	95.92	112.22	130.95
净利润	435.41	284.54	418.47	489.56	571.28
少数股东损益	69.53	13.25	16.74	19.58	22.85
归属母公司净利润	365.88	271.30	401.73	469.98	548.43
EBITDA	621.60	508.58	684.83	805.10	922.33
EPS (摊薄)	0.62	0.46	0.68	0.79	0.92

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	483.61	312.53	596.26	564.67	624.52
净利润	435.41	284.54	418.47	489.56	571.28
折旧摊销	76.48	101.38	137.22	166.19	188.30
财务费用	10.90	51.93	33.21	37.13	31.80
投资损失	25.72	-19.43	11.93	12.27	11.68
营运资金变动	-56.65	-175.05	-13.09	-148.65	-187.17
其它	-8.24	69.16	8.51	8.17	8.63
投资活动现金流	-530.42	-603.82	-303.51	-347.33	-201.46
资本支出	-519.74	-643.59	-291.57	-335.06	-189.78
长期投资	15.27	30.26	-11.93	-12.27	-11.68
其他	-25.96	9.50	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	106.17	-418.79	418.29	-410.99	-206.31
短期借款	3.43	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	226.93	95.30	510.00	-256.00	-56.00
其他	199.26	201.50	91.71	154.99	150.31
现金净增加额	51.30	-717.50	710.06	-194.74	216.32

分析师简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年，2007 年加入信达证券。

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
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@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±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。