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，2013.08.13

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

王镆　研究助理
联系电话：+86 10 63081086
邮箱：wangmo@cindasc.com

相关研究

《毛利率提升 亚威科对业绩影响较大》2013.8

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

亚威科纳入合并报表继续影响公司业绩 净利增长 1.8%

三季报业绩点评　　2013 年 10 月 25 日

事件：公司公布 2013 年三季度业绩：前三季度公司的营业收入为 39.03 亿元，同比增长 33.56%；归属于上市公司股东的净利润为 2.64 亿元，同比增长 1.81%；归属于上市公司股东的净利润（扣非）为 2.64 亿元，同比增长 14.6%；经营活动现金流净额 4319.85 万元，同比减少 74.38%；基本每股收益 0.44 元。公司预计 2013 年净利润变动幅度为 10%至 40%。

点评：

- **节能环保空调阀件和亚威科纳入合并报表，营业收入增长 33.56%。**2013 年来，上游空调行业显示出良好的复苏趋势，产业在线数据显示全国家用空调产量前三个季度同比增长 7.23%。同时空调产量增长也带动了空调阀件的销售，产业在线数据显示，前 8 个月截止阀、四通阀、电子膨胀阀内销分别增长 13.6%、5.7%、12.9%。公司前三季度营业收入同比增长 33.56%，除上游空调整机产量提高之外，其他主要原因我们认为有：一是 10 月变频空调新的能效等级开始实施，对空调能效要求的提高带动了公司以电子膨胀阀为代表的节能型阀件的销售；二是本期收购的德国亚威科各公司新纳入合并报表，营业收入增加。报告期内亚威科业务整体实现营业收入 4.79 亿元，约占本公司营业总收入的 12.27%，我们推算若除去亚威科部分的收入，公司的主营业务收入同比增速为 17.14%。

- **毛利率略有下降，净利率下降 2.6 个百分点。**前三季度公司销售毛利率为 24.4%，略低于 2012 年同期的 24.96%，销售净利率为 6.76%，同比下降 2.6 个百分点。销售费用和管理费用分别增长 38.45%和 48.03%，主要是亚威科纳入合并报表，及职工薪酬、中介服务费和折旧摊销增加所致。影响公司净利增长放慢的一个重要因素是亚威科亏损，报告期内亚威科业务净利润亏损 5667 万元，我们粗略推算：除去亚威科业务的收入和亏损，公司净利润增长 23.8%，净利润率为 9.37%，基本与去年盈利水平持平。

- **盈利预测及评级：**2013 年空调行业恢复性增长带动了空调阀件的销售，10 月实施的变频空调新能效等级将直接利好于节能型阀件的需求增长，公司作为空调阀件行业的龙头企业，在以电子膨胀阀为代表的节能型阀件方面拥有技术和稳定客户的优势，在空调行业持续回暖的背景下我们继续看好公司的未来表现。同时，亚威科业务还处于整合阶段，短期内对公司业绩还将有负面影响（预计亚威科全年仍为亏损）。我们根据亚威科对公司业绩前三季度的影响程度，调低了之前的盈利预测，预计公司 13 年、14 年、15 年 EPS 分别为 0.53、0.68、0.86 元（前次预测分别为 0.61、0.74、0.92 元），对应 2013/10/25 股价的 PE 分别为 22x、17x、13x，继续维持公司“增持”评级。

- **风险因素：**空调市场需求出现严重下滑。

公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	4,186.89	3,826.35	4,925.52	5,424.89	5,879.48
增长率 YoY %	34.49%	-8.61%	28.73%	10.14%	8.38%
归属母公司净利润(百万元)	365.88	271.30	317.18	404.75	512.21
增长率 YoY%	16.00%	-25.85%	16.91%	27.61%	26.55%
毛利率%	23.56%	24.55%	23.58%	24.16%	25.23%
净资产收益率 ROE%	13.98%	9.66%	10.49%	12.28%	14.09%
每股收益 EPS(元)	0.62	0.46	0.53	0.68	0.86
市场一致预期 EPS(元)	-	-	0.6	0.75	0.95
市盈率 P/E(倍)	19	25	22	17	13
市净率 P/B(倍)	2.52	2.37	2.18	2.00	1.79

资料来源：wind，信达证券研发中心预测　注：股价为 2013 年 10 月 25 日收盘价

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	3,971.75	3,963.63	4,413.05
现金	1,405.55	702.52	1,056.33	763.11	970.33
应收账款	763.26	718.42	911.22	976.48	1,058.31
其它应收款	469.22	706.58	730.78	804.87	872.31
预付账款	268.65	21.31	150.56	246.86	263.76
存货	835.13	874.83	1,061.42	1,110.87	1,186.90
其他	31.12	61.44	61.44	61.44	61.44
非流动资产	1,064.23	1,849.85	2,000.70	2,166.80	2,165.63
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	359.25	179.87	135.68
资产总计	4,837.16	4,934.96	5,972.45	6,130.43	6,578.68
流动负债	1,606.95	1,594.85	2,331.42	2,192.74	2,232.38
短期借款	492.94	450.91	930.91	680.91	630.91
应付账款	404.72	556.33	677.53	740.58	791.27
其他	709.28	587.62	722.99	771.25	810.21
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	2,770.87	2,626.18	2,659.83
少数股东权益	299.96	36.45	49.67	66.53	87.87
归属母公司股东权益	2,723.43	2,894.21	3,151.91	3,437.71	3,830.97
负债和股东权益	4837.16	4934.96	5972.45	6130.43	6578.68

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	4,925.52	5,424.89	5,879.48
同比	34.49%	-8.61%	28.73%	10.14%	8.38%
归属母公司净利润	365.88	271.30	317.18	404.75	512.21
同比	16.00%	-25.85%	16.91%	27.61%	26.55%
毛利率	23.56%	24.55%	23.58%	24.16%	25.23%
ROE	13.98%	9.66%	10.49%	12.28%	14.09%
每股收益(元)	0.62	0.46	0.53	0.68	0.86
P/E	19	25	22	17	13
P/B	2.52	2.37	2.18	2.00	1.79
EV/EBITDA	6.82	15.28	14.36	11.12	9.10

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	4.925.52	5.424.89	5.879.48
营业成本	3,200.27	2,887.01	3,764.03	4,114.32	4,395.93
营业税金及附加	18.95	15.99	22.16	24.41	26.46
营业费用	121.03	140.05	182.24	189.87	205.78
管理费用	304.87	412.53	541.81	569.61	587.95
财务费用	20.83	37.40	26.78	26.45	24.64
资产减值损失	-1.86	24.61	5.78	6.25	6.74
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	371.86	482.43	618.80
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	406.12	518.26	655.85
所得税	98.82	70.73	75.73	96.64	122.30
净利润	435.41	284.54	330.39	421.61	533.55
少数股东损益	69.53	13.25	13.22	16.86	21.34
归属母公司净利润	365.88	271.30	317.18	404.75	512.21
EBITDA	621.60	508.58	576.56	721.58	875.95
EPS（摊薄）	0.62	0.46	0.53	0.68	0.86

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	240.00	466.19	615.42
净利润	435.41	284.54	330.39	421.61	533.55
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	-282.04	-180.03	-159.29
其它	-8.24	69.16	9.28	9.01	9.38
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
吸收投资	3.43	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	226.93	95.30	510.00	-256.00	-56.00
支付利息或股息	199.26	201.50	91.71	154.99	150.31
现金净增加额	51.30	-717.50	353.80	-293.22	207.22

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

公司简称	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	海信电器	600060	合肥三洋	600983	九阳股份	002242
美的电器	000527	老板电器	002508	海信科龙	000921	日出东方	603366
青岛海尔	600690	华帝股份	002035	天银机电	300342		

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁　泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张　华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单　丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘　晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@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	股票投资评级	行业投资评级
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。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

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了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。