

产品结构优化，亚威科整合加快，盈利水平提升仍有空间

核心观点：

1. 报告背景：公告 2014 年中报

公司实现收入 31.6 亿元，同比增长 17.1%；归属母公司净利润 2.4 亿元，同比增长 26.9%，对应每股收益 0.31 元。

其中，二季度实现收入 15 亿元，同比下滑 2.5%，净利润 1.5 亿元，同比增长 34.4%。

公司公告预计 1-9 月净利润增长 30%-60%。

公司同时公告，向三花控股以现金 1.2 亿元转让以色列 HF 公司 30.23% 股权，预计将增厚公司 2014 年利润 4000 万元。

2. 我们的分析与判断

（一）变频空调成为主流，推动电子膨胀阀持续放量

2014 年上半年，公司空调冰箱元器件实现收入 26.9 亿元，同比增 21.5%，咖啡机等元器件实现收入 3.9 亿元，同比增长 27.2%。其中，国内销售 17.6 亿元，同比增 29.5%，出口 13.1 亿元，同比增 13.6%。

变频空调新能效等级实施后，推进变频空调普及，促进电子膨胀阀等节能系列零部件使用。2013 年公司电子膨胀阀实现翻倍增长，2014H1 增长显著。10 月后，新能效等级将强制执行，电子膨胀阀销售有望持续放量增长，公司节能环保产品有望进一步拉动收入增长。

（二）亚威科业务推进整合，趋势向好，协同效应逐步体现

上半年，公司亚威科子公司实现收入 3.9 亿元，同比增长 29%，其中二季度实现收入 2 亿元，同比大幅增长 85%。亚威科业务整合加快，未来亚威科带来的规模效应及协同效应还将逐步体现。

二季度，剔除亚威科后公司收入 13 亿元，出现 9% 下滑，主要由于部分贸易业务收入口径调整。

（三）产品结构优化，盈利水平仍有提升空间

随着电子膨胀阀、变频控制器等高毛利产品收入占比不断增加，公司毛利率水平提升显著。上半年，公司综合毛利率 25.8%，提升 0.7 个百分点，其中二季度毛利率 30%，提升 5.9 个百分点。

上半年销售费用率增 0.7 个百分点，主要由于内销占比提升影响。管理费用率下降 1.2 个百分点。综合实现净利率 7.6%，同比提升 0.6 个百分点。随着公司高毛利的节能环保产品收入占比提升，亚威科整合后实现盈利，未来盈利水平还有提升空间。

3. 投资建议

考虑到公司 2014 年 HF 股权转让以及土地收储等一次性受益，预计公司 2014/2015 年业绩分别为 0.62 元、0.69 元，目前股价对应 2014 年业绩 20 倍，给予“谨慎推荐”评级。

4. 风险提示：行业需求不达预期。

三花股份（002050.SZ）

谨慎推荐 维持评级

分析师

袁浩然

☎：0755-82830346

✉：yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512030002

郝雪梅

☎：0755-82838453

✉：haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512070002

林寰宇

☎：0755 82837313

✉：Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513100001

市场数据 时间 2014.08.04

A 股收盘价(元)	12.20
A 股一年内最高价(元)	12.71
A 股一年内最低价(元)	7.46
上证指数	2219.95
市净率	2.90
总股本(万股)	77315.85
实际流通 A 股(万股)	75871.93
限售的流通 A 股(万股)	1443.93
流通 A 股市值(亿元)	92.56

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

表 1: 收入分产品 (单位: 百万元)

分产品	营业收入(2014H1)	收入占比构成	营业收入同比	营业收入(2013H1)	收入占比构成
空调冰箱元器件及部件	2685	87.4%	21.5%	2209	87.9%
咖啡机洗碗机洗衣机之 元器件及部件	386	12.6%	27.2%	303	12.1%
合计	3070	100.0%	22.2%	2512	100.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 2: 收入分地区 (单位: 百万元)

分地区	营业收入 (2014H1)	收入占比 构成	营业收入 入同比	营业收入 (2013H1)	收入占 比构成
国内销售	1758	57%	29.5%	1357	54%
国外销售	1313	43%	13.6%	1155	46%
合计	3070	100%	22.2%	2512	100%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 3: 公司毛利率分产品

分产品	毛利率(2014H1)	同比	毛利率(2013H1)
空调冰箱元器件及部件	27.8%	-0.5%	28.3%
咖啡机洗碗机洗衣机之 元器件及部件	17.2%	-1.7%	18.9%
合计	26.5%	-0.7%	27.2%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 4: 公司毛利率分地区

分地区	毛利率(2014H1)	同比	毛利率(2013H1)
国内销售	24.5%	0.1%	24.4%
国外销售	29.1%	-1.4%	30.5%
合计	26.5%	-0.7%	27.2%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 5: 收入分季度

	百万	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	营业收入	1,660	1,498			
	占全年比例					
	同比增长率	43.2%	-2.5%			
2013 年	营业收入	1,159	1,537	1,207	1371	5274
	占全年比例	22.0%	29.1%	22.9%	26.0%	100.0%
	同比增长率	33.0%	23.5%	49.7%	51.7%	37.8%
2012 年	营业收入	871	1,245	807	904	3,826
	占全年比例	22.8%	32.5%	21.1%	23.6%	100.0%
	同比增长率	-2.9%	1.5%	-25.0%	-8.4%	-8.6%
2011 年	营业收入	898	1227	1076	987	4187
	占全年比例	21.4%	29.3%	25.7%	23.6%	100.0%
	同比增长率	49.1%	49.0%	37.4%	9.0%	34.5%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 6: 利润分季度

	百万	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	普通股利润	92	149			
	对应 EPS	0.12	0.19			
	占全年比例					
	同比增长率	16.4%	34.4%			
2013 年	普通股利润	79	111	75	60	323
	对应 EPS	0.10	0.14	0.10	0.08	0.42
	占全年比例	24.3%	34.2%	23.1%	18.4%	100.0%

	同比增长率	-3.5%	4.8%	3.5%	389.0%	19.2%
2012 年	普通股利润	82	106	72	12	271
	对应 EPS	0.11	0.14	0.09	0.02	0.35
	占全年比例	30.0%	38.9%	26.6%	4.5%	100.0%
	同比增长率	-18.6%	1.0%	-17.0%	-83.6%	-25.9%
2011 年	普通股利润	100	105	87	74	366
	对应 EPS	0.13	0.14	0.11	0.10	0.47
	占全年比例	27.4%	28.6%	23.7%	20.3%	100.0%
	同比增长率	39.1%	18.0%	8.7%	-0.8%	16.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 7：公司 2014 年上半年利润表各项对比

科目(单位：百万)	2014H1	2013H1	同比
一、营业总收入	3,158	2,696	17.1%
二、营业总成本	2,834	2,455	15.4%
其中：营业成本	2,342	2,018	16.1%
毛利率(简单测算)	25.8%	25.2%	0.66%
营业税金及附加	15	8	
销售费用	117	81	44.2%
销售费用率	3.7%	3.0%	0.7%
管理费用	282	274	3.0%
管理费用率	8.9%	10.2%	-1.2%
财务费用	55	57	
资产减值损失	23	18	
加：公允价值变动收益	-5	-6	
投资收益及其它	-5	-6	
三、营业利润	314	229	37.1%
加：营业外收入	8	8	-1.9%
减：营业外支出	9	5	
四、利润总额	313	233	34.4%
减：所得税费用	72	44	66.0%
综合所得税率	23.1%	18.7%	4.4%
五、净利润	241	189	27.2%
归属于母公司净利润	240	189	26.9%

净利润率	7.6%	7.0%	0.6%
少数股东损益	1	0	
少数股东损益占比	0.3%	0.1%	
六、总股本	773	773	
七、按期末股数简单每股收益:	0.31	0.24	
毛利率减销售费用率	22.1%	22.2%	0.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 8: 2014 年二季度利润表各项对比

科目(单位: 百万)	2014Q2	2013Q2	同比
一、营业总收入	1,498	1,537	-2.5%
二、营业总成本	1,314	1,395	-5.8%
其中: 营业成本	1,047	1,164	-10.1%
毛利率(简单测算)	30.1%	24.3%	5.86%
营业税金及附加	10	6	
销售费用	67	49	39.0%
销售费用率	4.5%	3.2%	1.3%
管理费用	143	137	4.5%
管理费用率	9.6%	8.9%	0.6%
财务费用	35	29	
资产减值损失	12	11	
加: 公允价值变动收益	4	-4	
投资收益及其它	-0	-8	
三、营业利润	188	129	45.4%
加: 营业外收入	5	5	8.2%
减: 营业外支出	6	2	
四、利润总额	187	132	41.9%
减: 所得税费用	38	21	80.0%
综合所得税率	20.3%	16.0%	4.3%

五、净利润	149	111	34.7%
归属于母公司净利润	149	111	34.4%
净利润率	9.9%	7.2%	2.7%
少数股东损益	1	0	
少数股东损益占比	0.5%	0.3%	
六、总股本	773	773	
七、按期末股数简单每股收益:	0.19	0.14	
毛利率减销售费用率	25.6%	21.1%	4.5%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 9: 盈利预测表 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2011 年 A	2012 年 A	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E
一、营业总收入	4,187	3,826	5,274	6,217	7,528
营业收入增长率	34.5%	-8.6%	37.8%	17.9%	21.1%
二、营业总成本	3,664	3,518	4,912	5,756	6,916
其中: 营业成本	3,200	2,887	3,960	4,614	5,578
毛利率(简单测算)	23.6%	24.5%	24.9%	25.8%	25.9%
营业税金及附加	19	16	21	25	30
销售费用	121	140	223	301	355
销售费用率	2.9%	3.7%	4.8%	4.8%	4.7%
管理费用	305	413	584	696	843
管理费用率	7.3%	10.8%	12.3%	11.2%	11.2%

财务费用	21	37	113	100	90
资产减值损失	-2	25	11	20	20
加：公允价值变动收益	7	-6	2	5	5
投资收益及其它	-26	19	-9	65	10
三、营业利润	505	322	355	530	627
加：营业外收入	40	44	71	90	60
减：营业外支出	10	11	24	20	23
四、利润总额	534	355	402	600	664
减：所得税费用	99	71	79	122	133
<i>综合所得税率</i>	<i>18.5%</i>	<i>19.9%</i>	<i>20.1%</i>	<i>20.3%</i>	<i>20.1%</i>
五、净利润	435	285	323	478	531
归属于母公司净利润	366	271	323	478	531
<i>净利润率</i>	<i>8.7%</i>	<i>7.1%</i>	<i>6.1%</i>	<i>7.7%</i>	<i>7.0%</i>
少数股东损益	70	13	-0	0	0
<i>少数股东损益占比</i>	<i>16.0%</i>	<i>4.7%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>
六、总股本	595	773	773	773	774
七、按期末股数简单每股收益：	0.62	0.35	0.42	0.62	0.69
<i>净利润增长率</i>	<i>16.0%</i>	<i>-25.9%</i>	<i>19.2%</i>	<i>47.9%</i>	<i>10.9%</i>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师；林寰宇，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn