

## 三花 15 年业绩仍保持快速增长

### 投资要点：

- 14年收入增速较13年37.8%大幅回落，从季度来看，收入增速也呈现下行趋势，年末增速已较前三季度回落16.6%明显回落，主要原因包括：受下游空调市场销量下滑影响，上游零配件景气度下滑，这拖累了公司收入一半以上的传统产品：四通阀和截止阀的销量增长；2014年以来铜价持续下行，跌幅达到15%左右，公司产品和客户重新定价也使得出厂均价有小幅回落。
- 上市公司净利润增速快于收入，这主要还是来自于以下原因：受益于产品结构的改善，公司高毛利率的产品增长更快；随着亚威科业务的进一步整合，其经营日趋得到有效改善，营业收入较去年同期有一定增长，14年净利润虽然仍亏损，但亏损程度较前三季度继续好转，全年接近扭亏受益；公司推行精益生产、自动化设备装备等取得了较好的成效，生产效率的提升使得管理费用率明显下降。
- 展望15年，由于高增长基数，公司净利润增速将会有所回落，但基于以下因素，净利润增速仍将保持30%以上的较高增长：考虑到公司出口收入占比较高（收入占比40%）以上，人民币贬值有利于公司收入增长；能效“领跑者”政策出台带动的变频空调占比提升将推断电子膨胀阀行业持续景气；15年控制器收入预计实现40%以上的增长，将开始为公司作出一定的利润贡献；亚威科业务进一步整合会更成效，预计15年收入20%以上，净利润有望扭亏；公司收购大股东旗下的三花微通道业务会成为新的增长点，保守预计15年净利润1.1亿，较14年增加3600万。
- 我们预计，公司15年摊薄每股收益约为0.71元，15PE22倍，给予增持评级。

### 公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	3,826	5,274	5,827	7,168
增长率(%)	-8.61%	37.84%	10.49%	23.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	271.30	323.35	489.98	643.99
增长率(%)	-25.85%	19.19%	51.53%	31.43%
毛利率%	24.55%	24.91%	26.40%	27.00%
净资产收益率(%)	9.37%	10.30%	13.84%	14.42%
EPS(元)	0.35	0.42	0.63	0.71
P/E(倍)	45.91	38.52	25.42	22.71
P/B(倍)	4.30	3.97	3.52	2.79

数据来源：民族证券

## 三花股份 (002050.SZ)

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

### 投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	首次
目标价格：	25

### 市场数据

市价(元)	16.1
上市的流通 A 股(亿股)	7.59
总股本(亿股)	7.73
52 周股价最高最低(元)	12.2-7.5
上证指数/深证成指	2219.95/ 8007.76
2013 年股息率	%

### 52 周相对市场改变

13-8 13-10 13-12 14-2 14-4 14-6

### 相关研究

## 正文目录

14年业绩增长符合预期 .....	3
15年业绩增速仍较快 .....	4
财务预测 .....	5

## 图表目录

图 1:公司主要产品行业景气度 .....	3
-----------------------	---

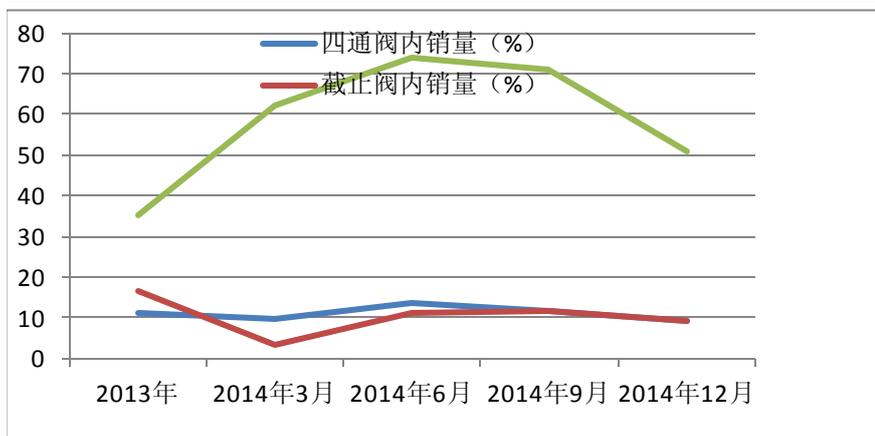
事件:

三花股份公布业绩快报: 2014年营业总收入582,752.61万元, 比去年同期增长10.49%, 实现营业利润57,957.48万元、利润总额60,380.01万元、归属于上市公司股东的净利润48,750.56万元, 分别比去年同期增长63.21%、50.28%和50.77%。

## 14 年业绩增长符合预期

14年收入增速较13年37.8%大幅回落, 从季度来看, 收入增速也呈现下行趋势, 年末增速已较前三季度回落16.6%明显回落, 主要原因包括: 受下游空调市场销量下滑影响, 上游零配件景气度下滑, 如2014财年空调四通阀累计内销量8322万只, 同比增长9.4%, 截止阀累计内销量20221万只, 同比增长也为9.4%, 增速都比13年分别回落2.6和7个百分点, 这拖累了公司收入一半以上的传统产品: 四通阀和截止阀的销量增长; 2014年以来铜价持续下行, 跌幅达到15%左右, 公司产品和客户重新定价也使得出厂均价有小幅回落。

图 1:公司主要产品行业景气度



资料来源: 民族证券

但公司归属于上市公司股东的净利润48,750.56万元, 同比增长50.77%, 这也使得公司净利率同比提升2.23个百分点至8.37%, 这一定程度上与公司14年因转让低效资产获得4000多万的投资收益有关, 但主要还是来自于以下原因。

第一, 受益于产品结构的改善, 公司高毛利率的产品增长更快。如空调高能效标准的执行推动变频空调销量占比提升, 这也增加了对上游节能环保系列产品: 电子膨胀阀的需求, 如2014空调电子膨胀阀内销量同比增长51.3%, 较13年增速高16个百分点, 而另一方面, 公司作为行业龙头的市场竞争优势也更加凸显, 如凭借公司在供货及时性、服务、价格等方面优势, 公司14年电子膨胀阀销售接近2000万套, 比13年高出500万套, 市场份额也从13年的全球第二上升至第一, 而由于公司电子膨胀阀毛利率水平高于同业 (大约为35%), 这也更大程度上推动公司业绩改善; 14年商用空调增长较快, 这也叫大程度上推动了公司各类具有较高毛利率的制冷配件销售增长; 受益于下游空调、冰箱等变频产品的提升以及公司产能的扩张, 公司新品变频控制器增长迅猛, 14年销售额达到8300万左右, 同比增长180%。

第二, 随着亚威科业务的进一步整合, 其经营日趋得到有效改善, 营业收入较去年同期有一定增长, 14年净利润虽然仍亏损, 但亏损程度较前三季度继续好转, 全年接近扭亏 (13年亏损1.35亿)。

第三, 公司推行精益生产、自动化设备装备等取得了较好的成效, 生产效率的提升使得管理费用率明显下降。

第四, 14年公司原材料成本铜价格的延续下行有利于公司毛利率提升。

## 15 年业绩增速仍较快

展望15年,由于高增长基数,公司净利润增速将会有所回落,但基于以下因素,净利润增速仍将保持30%以上的较高增长。

考虑到公司出口收入占比较高(收入占比40%)以上,人民币贬值有利于公司收入增长;能效“领跑者”政策出台带动的变频空调占比提升将推断电子膨胀阀行业持续景气,而对于公司来说,15年还将推出毛利率更高的商用产品线,因此预计收入仍将保持40%的较快增长;14年变频器的快速增长已经使得生产该产品的公司全资子公司先途电子14年已经实现盈亏平衡,这为15年控制器业务发展打下坚实基础,15年预计实现40%以上的增长,将开始为公司作出一定的利润贡献;亚威科业务进一步整合会更成效,预计15年收入20%以上,净利润有望扭亏;公司收购大股东旗下的三花微通道业务会成为新的增长点,保守预计15年净利润1.1亿,较14年增加3600万。

我们由此预计,公司15年摊薄每股收益约为0.71元,15PE22倍,给予增持评级。

## 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	300,407	388,486	530,255	684,901	<b>营业收入</b>	3,826	5,274	5,827	7,168
现金	62,148	56,042	105,272	186,478	营业成本	2,887	3,960	4,289	5,232
应收账款	142,500	215,081	251,114	300,251	营业税金及附	16	21	23	29
其它应收款	1,873	3,332	3,143	4,821	营业费用	140	223	255	308
预付账款	2,131	4,505	5,026	8,055	管理费用	413	584	594	702
存货	87,483	105,672	118,100	154,896	财务费用	37	113	111	122
其他	4,271	3,855	47,600	30,400	资产减值损失	25	11	12	0
<b>非流动资产</b>	182,440	253,772	245,329	228,106	公允价值变动	-6	2	-7	0
长期投资	9,755	8,627	627	627	投资净收益	19	-9	47	30
固定资产	103,693	177,599	171,346	143,859	<b>营业利润</b>	322	355	583	804
无形资产	24,754	42,668	35,513	28,359	营业外收支	33	47	24	-3
其他	44,238	24,878	37,842	55,261					
<b>资产总计</b>	482,847	642,258	775,584	913,007	<b>利润总额</b>	355	402	607	801
<b>流动负债</b>	148,932	258,755	360,186	406,665	所得税	71	79	91	123
短期借款	45,091	77,294	177,294	157,294	<b>净利润</b>	285	323	516	678
应付账款	88,007	140,576	145,356	203,474	少数股东损益	13	0	26	34
其他	15,835	40,884	37,535	45,897	<b>归属母公司净</b>	271	323	490	644
<b>非流动负债</b>	40,849	68,004	50,479	48,479	EBITDA	491	711	1,027	1,267
长期借款	36,866	45,479	25,479	25,479	EPS (元)	0.35	0.42	0.63	0.71
其他	3,983	22,525	25,000	23,000	<b>主要财务比</b>				
<b>负债合计</b>	189,781	326,759	410,665	455,144	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	3,645	1,478	4,084	7,474	<b>成长能力</b>				
股本	59,474	59,474	77,315	90,795	营业收入	-8.61%	37.84%	10.49%	23.00%
资本公积金	111,827	111,819	93,978	120,498	营业利润	-36.21%	10.33%	64.11%	38.01%
留存收益	106,601	118,120	142,728	182,714	归属母公司净	-25.85%	19.19%	51.53%	31.43%
归属母公司股东权益	289,421	314,021	354,007	446,561	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	482,847	642,258	768,756	909,179	毛利率	24.5%	24.9%	26.4%	27.0%
<b>现金流量表</b>					净利率	7.4%	6.1%	8.9%	9.5%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	9.4%	10.3%	13.8%	14.4%
<b>经营活动现金流</b>	316	319	-27	1047	ROIC	12.3%	10.8%	14.3%	16.5%
净利润	285	323	516	678	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	10,138	23,829	36,223	37,223	资产负债率	39.30%	50.88%	52.95%	49.85%
财务费用	5,498	11,837	11,093	12,180	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	2,461	1,091	1,220	0	流动比率	2.02	1.50	1.47	1.68
营运资金净变动(增加为负)	1,318	17,828	92,188	8,201	速动比率	1.41	1.08	1.01	1.23
其它	-19,384	-54,590	-141,268	-57,235	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-604	-668	-100	-234	总资产周转率	0.79	0.82	0.75	0.79
资本支出	64,418	50,261	32,000	16,000	应收帐款周转	2.69	2.45	2.32	2.39
长期投资	21,945	0	32,000	16,000	存货周转率	3.30	3.75	3.63	3.38
其他	-86,967	-50,929	-64,100	-32,234	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-41,879	34,344	619	-2	每股收益	0.35	0.42	0.63	0.71
短期借款	32,203	-77,294	100,000	-20,000	每股经营现金	0.41	0.41	-0.04	1.35
长期借款	8,613	-45,479	-3,203	1,000	每股净资产	3.74	4.06	4.58	5.78
普通股增加	17,841	13,480	17,841	13,480	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-8	-17,841	-17,841	26,520	P/E	45.91	38.52	25.42	22.71
其他	-100,528	161,478	-96,177	-21,002	P/B	4.30	3.97	3.52	2.79
<b>现金净增加额</b>	-42,167	33,995	492	812	EV/EBITDA	20.06	14.49	13.16	11.63

数据来源: 贝格数据, 民族证券

## 分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

## 联系人简介

## 分析师承诺

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)