

三花股份 (002050) \家用电器

——各大业务增长稳健，国际化步伐继续加快

事件:

公司近日发布2016年半年报，2016年上半年公司实现营收34.18亿元，同比增长2.64%；归属于上市公司股东净利润3.99亿元，同比增长21.59%；扣非净利润3.85亿元，同比增长38.95%。实现基本每股收益0.22元。

投资要点:

➤ **公司净利增长超出市场预期，各大业务增长稳健。**上半年公司实现归母净利润3.99亿元，同比增长21.59%，略高于市场预期，各项业务大多表现优异。微通道换热器业务方面，公司实现营收5.62亿元，同比增长23.36%，毛利率水平维持在30%左右。2015年12月底公司募集资金4亿元用于墨西哥微通道换热器生产线项目和新增年产80万台换热器技术改造项目，中国、墨西哥和美国三大产地协同发展，布局全球，料微通道业务全年将实现11亿元左右营收，净利润超过1.4亿元，轻松完成业绩承诺；亚威科业务销售同比增长37.88%，毛利率维持稳定。亚威科业务生产重心向中国转移，盈利继续好转，与多家战略客户签订了长期供货合同，其洗碗机业务在亚洲市场的增长尤为突出，未来有望继续保持高速增长；变频控制器业务营收增速20.46%，远高于同期空调行业增速，子公司先途电子立足行业超过3年，产能超过200万套；家用制冷部件业务上半年小幅下滑，拖累整体业绩，家用空调行业产销下滑，需求乏力，消费升级是主要驱动力。据产业在线数据，2016年上半年我国家用空调销量5795.7万台，同比下滑14.45%。受三季度高温酷暑行情的带动，我们认为空调行业下滑幅度将收窄，利好公司业绩；商用制冷业务公司当作战略性任务来抓，独立成立事业部，业务呈现逆势上涨趋势，其重点产品推进顺利，陆续取得客户认可和批量订单。公司各大业务增长稳健，业绩确定性较高。

➤ **公司经营风格稳健，全球化进程稳步推进。**上市伊始，公司年营业收入不足5亿元，净利不足4500万元；到2015年，公司年营收达60亿元，净利润超过6亿元，营收和净利润CAGR分别高达28.7%和29.7%。公司经营风格相当稳健。在保持稳健的同时，公司立志打造全球化节能控件王国。从最初与不二工机合资，吸取国外先进技术和经验，到收购英维思旗下兰柯公司四通换向阀全球业务，到收购德国亚威科，进军洗衣机/洗碗机/咖啡机关键部件市场，公司国际化进程步步为营，目前已经成长为全球性的节能控件龙头。上半年海外营收达20.26亿元，同比大幅增长23.57%，占比达59.28%，全球化进一步加快。

投资建议:

推荐
 首次覆盖

当前价格:

9.34元

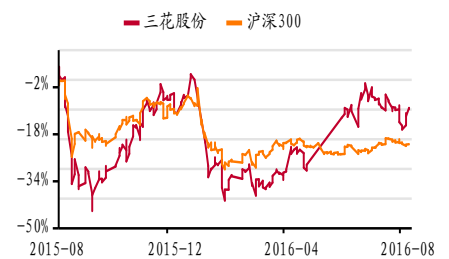
目标价格:

元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,801/1,801
流通 A 股市值 (百万元)	14,051
每股净资产 (元)	2.67
资产负债率 (%)	39.51
一年内最高/最低 (元)	10.96/5.69

一年内股价相对走势



马松 分析师

执业证书编号: S0590515090002

电话: 0510-85613713

邮箱: mas@glsc.com.cn

陈猛

电话: 0510-85607670

邮箱: chenmeng@glsc.com.cn

相关报告

➤ **商用制冷业务涉足冷链市场。**公司商用制冷业务涉及压缩机马达功率大于4HP的空调和热泵，产品从商用空调到冷冻冷藏相关的设备，包括超市冷柜、制冰机、自动售货机等，以及其他冷链产业链相关设备，零部件包括各类阀门和电子膨胀阀等，充分涉足冷链市场。冷链在相关政策的引导下，近年来呈现出快速增长的势头，当前行业增速在20%以上，随着冷链物流国家强制标准的出台，发展有望加速。公司5年前开始布局商用业务，基本完成了主要产品系列的开发，2015年成立商用制冷事业部独立运作，其部分业务将受益于冷链行业的快速发展。

➤ **估值优势明显，首次覆盖，给予“推荐”评级。**公司经营稳健，业绩确定性较高，在家电行业中估值偏低，估值优势明显。预计公司2016年~2018年EPS为0.42元、0.55元以及0.69元，当前股价对应市盈率分别为22.47倍、17.10倍、13.58倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示。**

空调行业增速不及预期；原材料价格上涨超过预期。

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5823.91	6160.82	6932.77	7974.76	9393.47
增长率(%)	10.42%	5.78%	12.53%	15.03%	17.79%
EBITDA(百万元)	913.11	1020.90	1144.54	1412.46	1698.48
净利润(百万元)	487.72	605.41	748.65	984.05	1239.31
增长率(%)	50.83%	24.13%	23.66%	31.44%	25.94%
EPS(元/股)	0.271	0.336	0.416	0.546	0.688
市盈率(P/E)	34.50	27.79	22.47	17.10	13.58
市净率(P/B)	4.76	3.62	3.20	2.79	2.39
EV/EBITDA	9.06	17.43	15.06	11.81	9.23

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	392.86	928.68	910.66	1,563.77	2,700.85	营业收入	5,823.91	6,160.82	6,932.77	7,974.76	9,393.47
应收账款+票据	2,289.03	2,394.22	2,470.23	2,745.20	2,972.20	营业成本	4,208.10	4,404.48	4,963.86	5,709.93	6,688.15
预付账款	17.48	23.23	23.70	25.40	28.30	营业税金及附加	26.35	38.24	38.56	41.00	48.00
存货	1,150.28	1,184.57	1,059.00	1,211.00	1,370.00	营业费用	263.07	321.10	319.00	343.00	402.00
其他	433.37	493.99	723.20	745.00	567.00	管理费用	606.74	668.73	708.00	723.00	820.00
流动资产合计	4,283.03	5,024.92	5,187.03	6,290.60	7,638.58	财务费用	118.49	22.07	41.00	18.55	-5.60
长期股权投资	4.74	4.50	5.70	6.70	7.70	资产减值损失	21.43	13.36	26.00	27.00	30.00
固定资产	1,947.80	2,094.63	2,035.80	1,953.97	1,843.00	公允价值变动收益	-9.10	2.69	2.50	3.00	3.10
在建工程	100.38	191.86	182.00	167.00	154.00	投资净收益	-7.80	0.50	3.20	3.00	3.00
无形资产	372.17	397.60	387.18	376.77	366.35	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	25.69	55.50	53.70	51.76	49.75	营业利润	562.83	696.04	842.05	1,118.28	1,417.02
非流动资产合计	2,450.78	2,744.10	2,664.38	2,556.19	2,420.80	营业外净收益	47.92	32.34	42.00	44.00	47.00
资产总计	6,738.20	7,769.25	7,851.64	8,847.02	10,059.61	利润总额	610.75	728.37	884.05	1,162.28	1,464.02
短期借款	989.32	646.05	0.00	0.00	0.00	所得税	121.97	120.02	131.75	173.44	218.69
应付账款+票据	1,208.72	1,301.88	1,442.00	1,620.00	1,822.00	净利润	488.78	608.35	752.30	988.84	1,245.34
其他	833.43	352.02	341.86	365.21	375.13	少数股东损益	1.06	2.95	3.64	4.79	6.03
流动负债合计	3,031.48	2,299.94	1,783.86	1,985.21	2,197.13	归属于母公司净利润	487.72	605.41	748.65	984.05	1,239.31
长期带息负债	37.33	660.86	660.86	660.86	660.86						
长期应付款	53.96	43.29	39.20	41.20	44.40						
其他	64.06	77.52	77.52	77.52	77.52						
非流动负债合计	155.35	781.67	777.58	779.58	782.78						
负债合计	3,186.82	3,081.62	2,561.44	2,764.79	2,979.91						
少数股东权益	18.85	35.64	39.28	44.07	50.10						
股本	773.16	1,801.48	1,801.48	1,801.48	1,801.48						
资本公积	961.75	460.63	460.63	460.63	460.63						
留存收益	1,797.62	2,389.88	2,988.81	3,776.05	4,767.49						
股东权益合计	3,551.38	4,687.63	5,290.19	6,082.22	7,079.70						
负债和股东权益总计	6,738.20	7,769.25	7,851.64	8,847.02	10,059.61						

现金流量表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	456.09	621.20	710.90	945.44	1,199.29
折旧摊销	225.10	240.45	237.09	249.22	260.36
财务费用	89.23	72.18	23.40	0.95	-25.90
存货减少	-113.88	139.17	125.57	-152.00	-159.00
营运资金变动	-95.76	-252.58	-174.50	-97.12	160.02
其它	57.96	-31.30	25.83	26.97	30.03
经营活动现金流	618.74	789.11	948.28	973.46	1,464.79
资本支出	399.86	339.73	182.00	167.00	154.00
长期投资	432.65	108.83	0.00	0.00	0.00
其他	145.17	116.77	38.97	42.40	45.05
投资活动现金流	-687.34	-331.79	-143.03	-124.60	-108.95
债权融资	-105.15	-66.09	-646.05	0.00	0.00
股权融资	0.00	407.01	0.00	0.00	0.00
其他	30.85	-258.07	-177.22	-195.76	-218.76
筹资活动现金流	-74.30	82.84	-823.27	-195.76	-218.76
现金净增加额	-141.34	555.06	928.68	910.66	1,563.77

主要财务比率					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	10.42%	5.78%	12.53%	15.03%	17.79%
EBIT	45.46%	13.44%	16.27%	28.19%	23.63%
EBITDA	28.38%	11.80%	12.11%	23.41%	20.25%
归属于母公司净利润	19.19%	24.13%	23.66%	31.44%	25.94%
获利能力					
毛利率	27.74%	28.51%	28.40%	28.40%	28.80%
净利率	8.39%	9.87%	10.85%	12.40%	13.26%
ROE	13.81%	13.01%	14.26%	16.30%	17.63%
ROIC	12.64%	13.43%	13.06%	16.76%	20.02%
偿债能力					
资产负债率	47.29%	39.66%	32.62%	31.25%	29.62%
流动比率	1.41	2.18	2.91	3.17	3.48
速动比率	0.89	1.45	1.91	2.18	2.60
营运能力					
应收账款周转率	2.65	2.66	2.88	2.98	3.25
存货周转率	3.66	3.72	4.69	4.72	4.88
总资产周转率	0.86	0.79	0.88	0.90	0.93
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.34	0.42	0.55	0.69
每股经营现金流	0.34	0.44	0.53	0.54	0.81
每股净资产	1.96	2.58	2.91	3.35	3.90
估值比率					
市盈率	34.50	27.79	22.47	17.10	13.58
市净率	4.76	3.62	3.20	2.79	2.39
EV/EBITDA	9.06	17.43	15.06	11.81	9.23
EV/EBIT	12.02	22.80	19.00	14.34	10.90

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张鸿韵	010-68790949-8006
北京	管峰	010-68790949-8007
北京	窦红丽	010-68790949-8030
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064