

三花股份 (002050) \通用机械

——业绩超预期，各项业务稳健增长

事件：

公司近日发布2016年三季度报告，前三季度公司实现营收51.49亿元，同比增长7.32%；归属于上市公司股东净利润6.72亿元，同比增长31.91%；扣非净利润6.47亿元，同比增长48.05%。实现基本每股收益0.37元。其中，第三季度实现营收17.31亿元，同比增长17.96%；归属上市公司股东净利润2.72亿元，同比增长50.68%，扣非净利润2.62亿元，同比增长63.82%。

投资要点：

➤ **公司增长超出预期，外向型企业受益于人民币贬值，公司各项业务增长亦非常稳健。**公司三季报净利增长超市场预期。其一是受益于财务费用下降比较明显，公司为外向型企业，受益于人民币贬值，汇兑收益同比增加较多，财务费用前三季度同比大幅下降2.45亿元。其二是受益于各项业务增长稳健。空调行业三季度回暖明显，经历两年多的去库存周期，目前空调库存处于较低状态。下游阀门销量恢复增长，以受益于变频空调普及率不断提升的电子膨胀阀增长最为显著。2016年冷年全国累计出口电子膨胀阀831.7万只，同比增长47.2%，三季度暴增，而三花股份全球市占率高达47%。此外，公司亚威科业务盈利改善趋势确立。公司将生产重心转向中国，降低原材料成本，客户资源整合效果也逐渐显现，2015年处于盈亏线水平，而2016年上半年已经实现约2000万的正向收益，营收增速达38%。再者，公司商用制冷业务单独成立事业部进行运营，业务呈现逆势上涨趋势，产品陆续取得客户认可，订单增加明显。微通道业务市场逐步扩大，空调之外的冰箱上的应用已经得到拓展。此外公司也格外重视产品在热泵上的应用，公司各大业务增长稳健，业绩确定性较高。

➤ **变频控制器有望继续高速增长。**公司变频控制器业务保持高速增长，2016年预计增速在100%左右。下属子公司先途电子拥有一支技术研发实力雄厚的日本专家队伍，在制冷行业有20余年实践经验，掌握变频控制器行业高端技术，目前产能200万套以上。2015年盈亏平衡，营收1亿元左右，未来有望继续高速增长，分享50亿美金级别的潜力市场，2016年增速有望达到100%。主要竞争对手包括艾默生、LG和丹佛斯等。目前产品80%用在变频空调上，未来在冰箱、洗衣机上也将有长足发展，公司收购亚威科进入洗衣机行业对变频控制器的发展起到了更好的促进作用。

投资建议：**推荐**
 当前价格：11.06元
 目标价格：元
维持

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,517/1,801
流通A股市值 (百万元)	16,616
每股净资产 (元)	2.72
资产负债率 (%)	39.02
一年内最高/最低 (元)	11.36/6.06

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

三花股份 (002050.SZ) 半年报点评：各大业务增长稳健，国际化步伐继续加快-2016/08/08

➤ **亚威科业务长期受益于洗碗机、洗衣机和咖啡机的快速增长。**洗碗机业务收入占亚威科总收入的70%-80%。洗碗机产业在中国处于起步阶段，市场饱和度极低。随着人工成本的提高以及消费升级的带动，将呈现强劲的销量增长。2016年上半年洗碗机市场增长明显提速，根据产业在线数据，洗碗机上半年零售额和零售量分别达10亿元和21万台，分别同比增长115%和104%，高于2015年全年的74%和70%。洗衣机市场方面，2015年三大家电中唯独洗衣机保持了正向销售增长，滚筒洗衣机内销量同比大幅增长21.9%，行业消费升级、更新换代的趋势非常强劲。此外咖啡机随着国人对咖啡接受度的逐步提高，增长空间也较大。公司亚威科业务长期增长趋势较为靠谱。

➤ **上调2016年盈利预测，维持“推荐”评级。**公司经营稳健，业绩表现优异，财务费用降幅超出预期，微调2016年盈利预测，预计公司2016年~2018年EPS为0.44元、0.52元以及0.64元，当前股价对应市盈率分别为25.2倍、21.3倍、17.6倍。集团汽车业务有注入预期，上市公司拟更名为“三花智控”，估值偏低，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示。**

空调行业增速下滑；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)	5,823.91	6,160.82	6,653.68	7,653.73	9,015.33
增长率(%)	10.42%	5.78%	8.00%	15.03%	17.79%
EBITDA(百万元)	913.11	1,020.90	1,204.41	1,367.21	1,589.57
净利润(百万元)	487.72	605.41	798.12	944.63	1,146.36
增长率(%)	50.83%	24.13%	31.83%	18.36%	21.35%
EPS(元/股)	0.27	0.34	0.44	0.52	0.64
市盈率(P/E)	41.30	33.27	25.23	21.32	17.57
市净率(P/B)	5.70	4.33	3.81	3.33	2.89
EV/EBITDA	10.62	20.68	17.12	14.60	11.97

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	817.32	1,567.12	2,632.39	营业收入	5,823.91	6,160.82	6,653.68	7,653.73	9,015.33
应收账款+票据	2,289.03	2,394.22	2,597.09	2,748.45	2,972.20	营业成本	4,208.10	4,404.48	4,697.50	5,434.15	6,418.92
预付账款	17.48	23.23	30.78	31.32	34.24	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	1,066.00	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	5,234.62	6,303.13	7,576.07	财务费用	118.49	22.07	-30.20	19.90	-4.63
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	900.53	1,071.68	1,307.14
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	7,899.23	8,859.54	9,997.10	利润总额	610.75	728.37	942.53	1,115.68	1,354.14
短期借款	989.32	646.05	0.00	0.00	0.00	所得税	121.97	120.02	140.52	166.45	202.21
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	802.00	949.23	1,151.94
其他	833.43	352.02	349.64	369.65	379.34	少数股东损益	1.06	2.95	3.88	4.60	5.58
流动负债合计	3,031.48	2,299.94	1,791.64	1,989.65	2,201.34	归属于母公司净利润	487.72	605.41	798.12	944.63	1,146.36
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	2,569.22	2,769.23	2,984.12						
少数股东权益	18.85	35.64	39.52	44.12	49.70						
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	3,028.38	3,784.08	4,701.17						
股东权益合计	3,551.38	4,687.63	5,330.01	6,090.31	7,012.97						
负债和股东权益总计	6,738.20	7,769.25	7,899.23	8,859.54	9,997.10						

现金流量表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	456.09	621.20	760.60	905.83	1,105.89
折旧摊销	225.10	240.45	237.09	249.22	260.36
财务费用	89.23	72.18	24.80	2.30	-24.93
存货减少	-113.88	139.17	118.57	-145.00	-159.00
营运资金变动	-95.76	-252.58	-300.66	24.31	163.02
其它	57.96	-31.30	25.83	26.97	30.03
经营活动现金流	618.74	789.11	866.22	1,063.63	1,375.37
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	-188.51	-189.23	-201.14
筹资活动现金流	-74.30	82.84	-834.56	-189.23	-201.14
现金净增加额	-141.34	555.06	-111.37	749.81	1,065.27

主要财务比率					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	10.42%	5.78%	8.00%	15.03%	17.79%
EBIT	45.46%	13.44%	23.94%	15.57%	18.89%
EBITDA	28.38%	11.80%	17.98%	13.52%	16.26%
归属于母公司净利润	19.19%	24.13%	31.83%	18.36%	21.35%
获利能力					
毛利率	27.74%	28.51%	29.40%	29.00%	28.80%
净利率	8.39%	9.87%	12.05%	12.40%	12.78%
ROE	13.81%	13.01%	15.09%	15.62%	16.46%
ROIC	12.64%	13.43%	13.96%	15.78%	18.52%
偿债能力					
资产负债率	47.29%	39.66%	32.52%	31.26%	29.85%
流动比率	1.41	2.18	2.92	3.17	3.44
速动比率	0.89	1.45	1.92	2.18	2.56
营运能力					
应收账款周转率	2.65	2.66	2.64	2.86	3.12
存货周转率	3.66	3.72	4.41	4.49	4.69
总资产周转率	0.86	0.79	0.84	0.86	0.90
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.34	0.44	0.52	0.64
每股经营现金流	0.34	0.44	0.48	0.59	0.76
每股净资产	1.96	2.58	2.94	3.36	3.87
估值比率					
市盈率	41.30	33.27	25.23	21.32	17.57
市净率	5.70	4.33	3.81	3.33	2.89
EV/EBITDA	10.62	20.68	17.12	14.60	11.97
EV/EBIT	14.09	27.05	21.32	17.86	14.32

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

