

2013-04-24

公司报告(点评报告)

评级 谨慎推荐 维持

三花股份 (002050)

主营增速回升，盈利能力有所下滑

分析师: 陈志坚

☎ (8621)68751711

✉ xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号:S0490510120018

联系人: 徐春

☎ (8621)68751711

✉ xuchun@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《主营下滑超预期,毛利率持续改善》2012/10/23

《二季度主营增速回正,毛利率持续改善》
2012/8/28

《二季度主营略有增长,股权收购增厚业绩》
2012/7/24

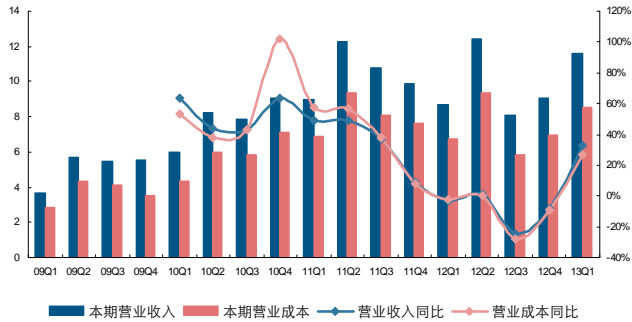
报告要点

■ 事件描述

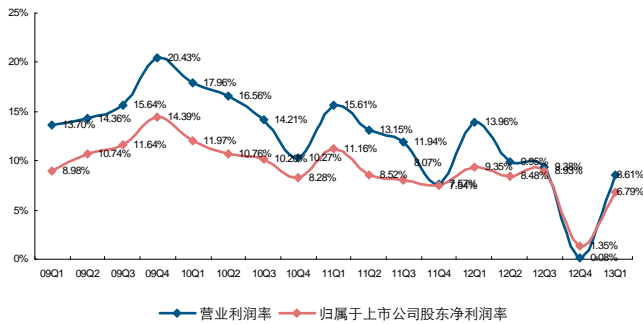
三花股份披露其13年一季度报,具体内容如下:报告期内公司实现主营收入11.59亿元,同比增长32.99%;实现营业利润1.00亿元,同比下滑18.00%;实现归属上市公司股东净利润0.79亿元,同比增下滑3.52%;实现经营活动现金流量净额-0.45亿元,同比下滑245.65%;一季度公司实现EPS 0.132元。同时公司预计13年上半年归属母公司股东净利润同比增速在-15%至15%之间。

■ 事件评论

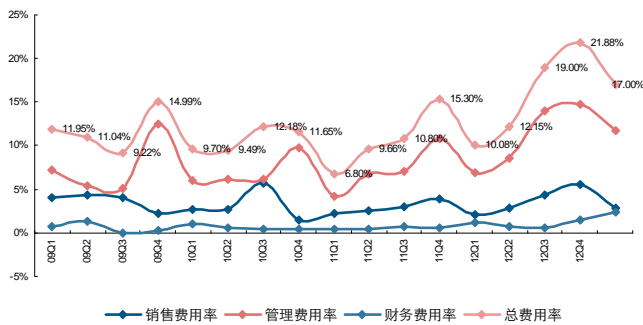
- 报告期内公司主营一改去年下滑颓势并实现大幅增长,其主要是由以下几方面因素所致:首先,公司前期收购的亚威科资产已经开始并表,一季度亚威科实现销售收入1.93亿元;其次,剔除亚威科后公司主营仍同比增长约11%,我们认为其主要是由于公司募投项目产能逐步释放以及下游空调企业备货热情增加所致;此外,在节能新政实施背景下,随着高效变频空调渗透率的快速提升,我们认为公司电子膨胀阀销量或有较好增长。
- 一季度毛利率同比提升3.43个百分点,其原因一方面或在于毛利率较高的电子膨胀阀收入占比提升所致,而随着国内高效变频空调渗透率的持续提升,电子膨胀阀逐步放量有望推动公司毛利率进一步改善;另一方面,考虑到铜占公司原材料成本约70%,铜金属价格下滑也在一定程度上使得公司毛利率有所改善,且在目前新兴市场需求疲软及美国货币宽松政策提前退出预期带动下,铜价或将维持偏低水平,公司毛利率仍有提升可能。
- 不过一季度营业利润仍有所下滑,其原因一方面在于费用增长,其中在亚威科业务并表、职工薪酬与研发投入增加影响下销售费用率及管理费用率分别上升0.67%及4.96%,且在借款及汇兑损失增加影响下财务费用率上升1.29%;另一方面,衍生工具平仓收益减少也使得投资收益同比下滑89.19%。尽管亚威科业务亏损0.2亿元,但公司业绩下滑幅度仍低于营业利润,其主要是由收购三花制冷26%股权使得少数股东损益减少所致。
- 在国内变频空调新能效标准有望出台及变频空调占比持续提升带动下,公司电子膨胀阀有望进一步放量,且在空调行业趋势向好背景下公司空调阀门业务整体销售有望向好;此外,在收购德国亚威科后公司顺利切入洗碗机、洗衣机及咖啡机等家电零部件领域,随着资产整合逐步完成,亚威科有望开始贡献业绩。据此我们预计公司13-14年EPS分别为0.50及0.57元,对应目前股价PE分别为21.96及19.28倍,维持“谨慎推荐”评级。

图 1: 13 年一季度公司主营增速达 32.99%


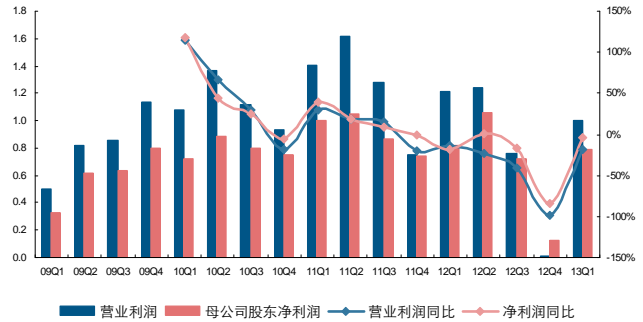
资料来源: Wind,长江证券研究部

图 3: 一季度营业利润率及归属净利润率分别下滑 5.35 及 2.57 个百分点


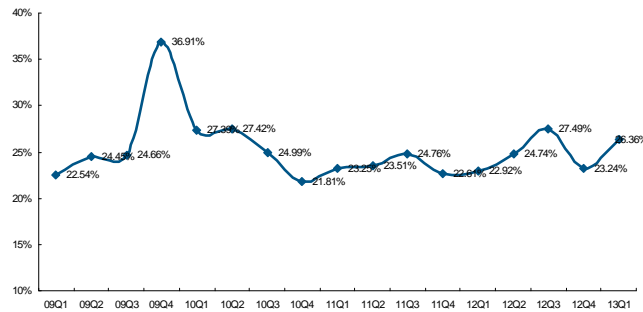
资料来源: Wind,长江证券研究部

图 5: 一季度总费用率为 17.00%，同比上升 6.92 个百分点


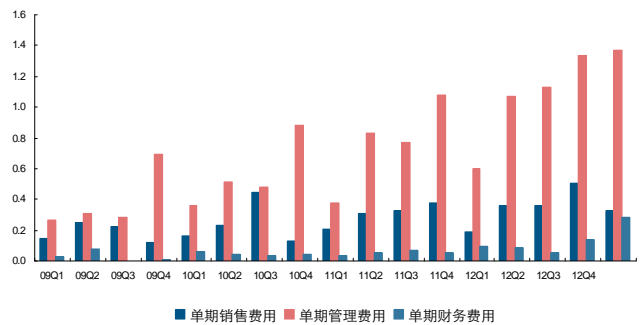
资料来源: Wind,长江证券研究部

图 2: 一季度营业利润及归属净利润同比分别下滑 18.00%及 3.52%


资料来源: Wind,长江证券研究部

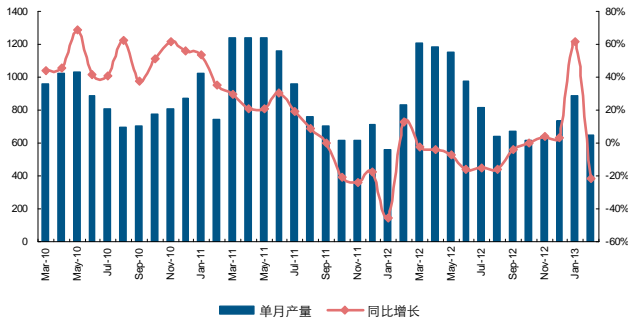
图 4: 一季度毛利率为 26.36%，同比上升 3.43 个百分点


资料来源: Wind,长江证券研究部

图 6: 公司期间费用绝对额一览


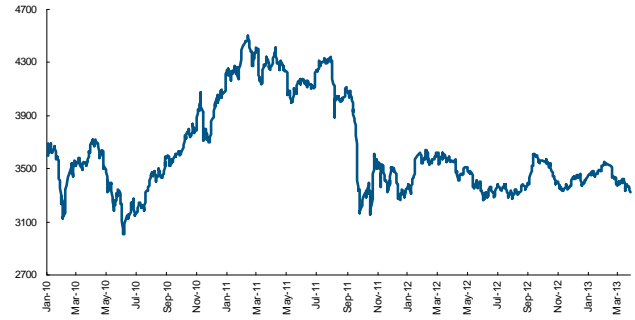
资料来源: Wind,长江证券研究部

图 7: 13 年 1-2 月空调产量累计同比增长 11.49%



资料来源: 产业在线, 长江证券研究部

图 8: 一季度上海有色金属铜价格指数累计下跌 3.12%



资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 1: 利润表各项占营收比重变动一览

| | 13Q1 | 12Q1 | 12Q4 | 同比变动 | 同比变动原因解析 | 环比变动 |
|-------------|---------|---------|---------|--------|-----------------|--------|
| 营业收入 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | - | - | - |
| 营业成本 | 73.64% | 77.08% | 76.76% | -3.43% | - | -3.12% |
| 毛利率 | 26.36% | 22.92% | 23.24% | 3.43% | 产品结构改善, 原材料价格下滑 | 3.12% |
| 营业税金及附加 | 0.20% | 0.38% | 0.33% | -0.18% | - | -0.13% |
| 销售费用率 | 2.79% | 2.11% | 5.57% | 0.67% | 亚威科业务并表、职工薪酬增加 | -2.79% |
| 管理费用率 | 11.80% | 6.84% | 14.79% | 4.96% | 亚威科业务并表、研发投入增加 | -2.99% |
| 财务费用率 | 2.42% | 1.13% | 1.51% | 1.29% | 借款及汇兑损失增加 | 0.90% |
| 资产减值损失 | 0.57% | 0.76% | 1.29% | -0.20% | - | -0.72% |
| 公允价值变动净收益 | -0.18% | -0.13% | -0.17% | -0.04% | - | -0.01% |
| 投资净收益 | 0.19% | 2.39% | 0.50% | -2.20% | - | -0.30% |
| 营业利润率 | 8.61% | 13.96% | 0.08% | -5.35% | 费用率提升, 亚威科业务亏损 | 8.53% |
| 营业外收入 | 0.29% | 0.16% | 2.06% | 0.13% | - | -1.77% |
| 营业外支出 | 0.19% | 0.28% | 0.33% | -0.09% | - | -0.14% |
| 利润总额 | 8.71% | 13.84% | 1.81% | -5.13% | | 6.91% |
| 所得税 | 1.94% | 2.74% | 0.54% | -0.80% | - | 1.39% |
| 净利润率 | 6.78% | 11.10% | 1.26% | -4.32% | - | 5.51% |
| 少数股东损益 | -0.01% | 1.74% | -0.09% | -1.76% | - | 0.07% |
| 归属母公司股东净利润率 | 6.79% | 9.35% | 1.35% | -2.57% | 费用率提升, 亚威科业务亏损 | 5.44% |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元) | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 营业收入 | 3826 | 4551 | 5251 | 5880 | 货币资金 | 703 | 1166 | 1449 | 1797 |
| 营业成本 | 2887 | 3527 | 4085 | 4581 | 交易性金融资产 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 毛利 | 939 | 1024 | 1166 | 1300 | 应收账款 | 725 | 863 | 995 | 1115 |
| %营业收入 | 24.5% | 22.5% | 22.2% | 22.1% | 存货 | 875 | 1069 | 1238 | 1388 |
| 营业税金及附加 | 16 | 19 | 22 | 25 | 预付账款 | 21 | 26 | 30 | 34 |
| %营业收入 | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 其他流动资产 | 36 | 42 | 48 | 52 |
| 销售费用 | 140 | 141 | 163 | 176 | 流动资产合计 | 3085 | 4026 | 4752 | 5496 |
| %营业收入 | 3.7% | 3.1% | 3.1% | 3.0% | 可供出售金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 413 | 492 | 562 | 617 | 持有至到期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 10.8% | 10.8% | 10.7% | 10.5% | 长期股权投资 | 98 | 98 | 98 | 98 |
| 财务费用 | 37 | 19 | 5 | 4 | 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 1.0% | 0.4% | 0.1% | 0.1% | 固定资产合计 | 1466 | 1291 | 1082 | 828 |
| 资产减值损失 | 25 | 8 | 7 | 7 | 无形资产 | 248 | 235 | 223 | 212 |
| 公允价值变动收益 | -6 | 0 | 0 | 0 | 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 19 | 0 | 0 | 0 | 递延所得税资产 | 25 | 2 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 322 | 346 | 407 | 471 | 其他非流动资产 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| %营业收入 | 8.4% | 7.6% | 7.8% | 8.0% | 资产总计 | 4935 | 5665 | 6170 | 6648 |
| 营业外收支 | 33 | 29 | 20 | 10 | 短期贷款 | 533 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 355 | 375 | 427 | 481 | 应付款项 | 880 | 1075 | 1246 | 1397 |
| %营业收入 | 9.3% | 8.2% | 8.1% | 8.2% | 预收账款 | 4 | 5 | 5 | 6 |
| 所得税费用 | 71 | 75 | 85 | 96 | 应付职工薪酬 | 61 | 74 | 86 | 97 |
| 净利润 | 285 | 300 | 342 | 385 | 应交税费 | 43 | 47 | 53 | 60 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 271.3 | 299.6 | 341.2 | 384.5 | 其他流动负债 | 74 | 90 | 104 | 116 |
| 少数股东损益 | 13 | 1 | 1 | 1 | 流动负债合计 | 1595 | 1291 | 1494 | 1675 |
| EPS (元/股) | 0.46 | 0.50 | 0.57 | 0.65 | 长期借款 | 369 | 369 | 369 | 369 |
| | | | | | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 递延所得税负债 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 其他非流动负债 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| | | | | | 负债合计 | 2004 | 1699 | 1903 | 2084 |
| | | | | | 归属于母公司 | 2894 | 3149 | 3439 | 3766 |
| | | | | | 少数股东权益 | 36 | 37 | 38 | 39 |
| | | | | | 股东权益 | 2931 | 3186 | 3477 | 3805 |
| | | | | | 负债及股东权益 | 4935 | 4885 | 5380 | 5888 |
| | | | | | 基本指标 | | | | |
| | | | | | | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| | | | | | EPS | 0.456 | 0.504 | 0.574 | 0.646 |
| | | | | | BVPS | 4.87 | 5.29 | 5.78 | 6.33 |
| | | | | | PE | 24.25 | 21.96 | 19.28 | 17.11 |
| | | | | | PEG | 1.97 | 1.78 | 1.56 | 1.39 |
| | | | | | PB | 2.27 | 2.09 | 1.91 | 1.75 |
| | | | | | EV/EBITDA | 14.76 | 8.93 | 7.48 | 6.29 |
| | | | | | ROE | 9.4% | 9.5% | 9.9% | 10.2% |

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名 | 分工 | 电话 | | E-mail |
|-----|---------|-----------------|-------------|------------------------|
| 周志德 | 主管 | (8621) 68751807 | 13681960999 | zhouzd1@cjsc.com.cn |
| 甘 露 | 副主管 | (8621) 68751916 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn |
| 杨 忠 | 华东区总经理 | (8621) 68751003 | 18616605802 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 鞠 雷 | 华南区总经理 | (8621) 68751863 | 13817196202 | julei@cjsc.com.cn |
| 程 杨 | 华北区总经理 | (8621) 68753198 | 13564638080 | chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理 | (8621) 68751926 | 13818973382 | lijx@cjsc.com.cn |
| 张 晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 | zhanghui1@cjsc.com.cn |

投资评级说明

| | |
|--------|---|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 看 好： | 相对表现优于市场 |
| 中 性： | 相对表现与市场持平 |
| 看 淡： | 相对表现弱于市场 |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 推 荐： | 相对大盘涨幅大于 10% |
| 谨慎推荐： | 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 |
| 中 性： | 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 |
| 减 持： | 相对大盘涨幅小于-5% |
| 无投资评级： | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。