

三花股份(002050)

点评报告

行业公司研究——白色家电行业

证券研究报告

一季度净利润增速低于预期

——三花股份点评报告

✍ : 刘迟到 执业证书编号: S1230210050004
☎ : 021-64718888-1225
✉ : liuchidao@stocke.com.cn

报告导读

一季度净利润增速低于预期,新变频空调能效标准推出将对公司电子膨胀阀需求产生一定拉动作用。

投资要点

□ 一季度业绩低于预期

2013年第一季度公司实现营业收入11.59亿元,同比增长33%,营业利润9976.4万元,同比下降18%,归属于母公司所有者净利润7864.2万元,同比下降3.52%,每股收益0.13元。

□ 空调需求小幅回暖 公司阀门增长恢复

1-3月份,我国空调产量2797万台,同比增长8.7%,受下游需求回暖影响,传统截止阀、四通阀内销量分别为4820万只、1847万只,同比分别增长24.2%、3.9%,电子膨胀阀内销量为408.5万只,同比增长21.1%。一方面由于下游回暖,另一方面由于去年底收购的亚威科等公司纳入合并报表,从而公司一季度收入增速相对较快。随着去年第四季度和今年一季度房地产销量在今年逐步转化为对空调需求的拉动,预计今年空调产销量将有所回升,公司作为空调阀门行业垄断寡头之一,制冷配件需求将持续提高。

□ 外部收购导致费用率快速上升

一季度电子膨胀阀销量占比提升,公司综合毛利率达到26.4%,同比提升3.4个百分点,但是由于收购亚威科等公司,职工薪酬大幅提高,从而导致管理费用率同比提高接近5个百分点,达到11.80%,期间费用率达到17%,同比增加7个百分点;衍生产品平仓收益下降从而导致投资收益仅225万元,去年达到2083万元,以上两个原因导致公司净利润下滑。

□ 盈利预测及估值

2013年公司业绩将恢复性增长,预计2013-2014年公司EPS为0.63元、0.74元,以4月24日的收盘价11.06元计算,对应的动态市盈率分别为18倍、15倍,虽然公司目前估值处于合理水平,但是鉴于我国可能将于6月左右推出新的变频空调能效标准以及节能补贴新政将对公司电子膨胀阀销量需求拉动超预期,暂时维持公司“买入”评级。

财务摘要

(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	4186.89	3826.35	4342.02	4950.06
(+/-)	34.49%	-8.61%	13.48%	14.00%
净利润	365.88	271.30	373.00	441.95
(+/-)	16.00%	-25.85%	37.49%	18.48%
每股收益(元)	0.62	0.46	0.63	0.74
P/E	17.8	24	17.55	14.95

评级

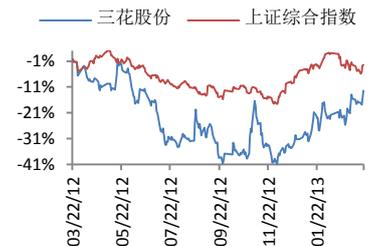
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥11.06

单季度业绩

元/股

1Q/2013	0.13
4Q/2012	0.02
3Q/2012	0.12
2Q/2012	0.18



公司简介

公司是全球空调阀门行业龙头之一,各类制冷阀门市场占有率第一,随着变频空调销量的市场份额进一步提高,公司电子膨胀阀将有可能持续快速增长。

相关报告

- 1《外延式扩张加快步伐》2013.01.11
- 2《第三季度净利润降幅进一步扩大》2012.10.22
- 3《二季度净利润降幅收窄 下半年将继续回暖》2012.08.27
- 4《预计上半年净利润增速符合预期》2012.07.23
- 5《净利润下滑接近20% 二季度降幅或将收窄》2012.04.23

附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	会计年度	2011	2012	2013E	2014E
流动资产	3772.93	3085.11	3682.22	4514.04	营业收入	4186.89	3826.35	4342.02	4950.06
现金	1405.55	702.52	1048.10	1260.50	营业成本	3200.27	2887.01	3242.89	3683.54
应收账款	469.22	706.58	446.17	963.93	营业税金及附加	18.95	15.99	18.90	21.11
其它应收款	17.21	18.73	21.08	24.86	营业费用	121.03	140.05	142.22	171.66
预付账款	268.65	21.31	325.02	59.70	管理费用	304.87	412.53	390.78	410.86
存货	835.13	874.83	878.17	1203.95	财务费用	20.83	37.40	61.40	80.16
其他	777.16	761.12	963.68	1001.10	资产减值损失	-1.86	24.61	13.00	23.33
非流动资产	1064.23	1849.85	2190.08	2599.59	公允价值变动收益	7.45	-6.34	0.55	-2.89
长期投资	46.71	97.55	85.11	73.48	投资净收益	-25.72	19.43	-3.14	8.14
固定资产	610.22	1036.93	1299.93	1608.99	营业利润	504.52	321.85	470.24	564.66
无形资产	197.35	247.54	268.51	297.51	营业外收入	39.99	43.99	41.99	42.99
其他	209.96	467.83	536.52	619.61	营业外支出	10.28	10.57	10.43	10.50
资产总计	4837.16	4934.96	5872.30	7113.63	利润总额	534.23	355.27	501.80	597.15
流动负债	1606.95	1594.85	2148.56	3002.80	所得税	98.82	70.73	96.36	116.78
短期借款	492.94	450.91	921.57	1543.92	净利润	435.41	284.54	405.44	480.38
应付账款	404.72	556.33	411.19	747.93	少数股东损益	69.53	13.25	32.44	38.43
其他	709.28	587.62	815.81	710.96	归属母公司净利润	365.88	271.30	373.00	441.95
非流动负债	206.82	409.45	387.64	370.15	EBITDA	603.69	373.33	680.14	849.51
长期借款	170.33	368.66	349.00	330.43	EPS (摊薄)	1.23	0.46	0.63	0.74
其他	36.49	40.79	38.64	39.71					
负债合计	1813.76	2004.30	2536.20	3372.95	主要财务比率				
少数股东权益	299.96	36.45	68.89	107.32	会计年度	2011	2012	2013E	2014E
归属母公司股东权益	2723.43	2894.21	3267.21	3633.36	成长能力				
负债和股东权益	4837.16	4934.96	5872.30	7113.63	营业收入增长率	34.49%	-8.61%	13.48%	14.00%
					营业利润增长率	12.48%	-36.21%	46.10%	20.08%
					归属于母公司净利润增长率	16.00%	-25.85%	37.49%	18.48%
现金流量表				单位: 百万元	获利能力				
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	毛利率	23.56%	24.55%	25.31%	25.59%
经营活动现金流	153.71	352.20	455.03	348.48	净利率	10.40%	7.44%	9.34%	9.70%
净利润	435.41	284.54	405.44	480.38	ROE	14.40%	9.71%	12.15%	12.84%
折旧摊销	76.48	0.00	151.68	201.89	ROIC	12.05%	7.80%	9.16%	9.22%
财务费用	20.83	37.40	61.40	80.16	偿债能力				
投资损失	25.72	-19.43	3.14	-8.14	资产负债率	37.50%	40.61%	43.19%	47.42%
营运资金变动	-383.05	69.39	-170.89	-406.29	净负债比率	26.66%	30.75%	40.70%	52.90%
其它	-21.67	-19.71	4.25	0.48	流动比率	2.35	1.93	1.71	1.50
投资活动现金流	-363.41	-756.81	-502.36	-602.22	速动比率	1.83	1.39	1.31	1.10
资本支出	225.17	727.35	356.38	419.29	营运能力				
长期投资	14.04	-50.84	12.44	11.63	总资产周转率	0.90	0.78	0.80	0.76
其他	-124.19	-80.30	-133.54	-171.30	应收账款周转率	8.56	6.51	7.53	7.02
筹资活动现金流	86.92	-38.08	-56.74	-166.72	应付账款周转率	7.40	6.01	6.70	6.36
短期借款	163.93	-42.03	21.02	-10.51	每股指标 (元)				
长期借款	40.33	198.33	-19.66	-18.57	每股收益 (最新摊薄)	1.23	0.46	0.63	0.74
其他	-117.35	-194.38	-58.09	-137.64	每股净资产 (最新摊薄)	10.17	4.93	5.61	6.29
现金净增加额	-122.78	-442.69	-104.07	-420.46					

资料来源：贝格数据、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>