



家用电器业/可选消费品

三花股份 (002050)

## 空调阀门增长回升 海外资产拖累业绩

### ——三花股份调研报告

	方馨 (分析师)	郭睿哲 (研究助理)
	021-38676685	021-38674945
	fangxin@gtjas.com	guoruizhe01148@gtjas.com
证书编号	S0880511010048	S08801111101118

#### 本报告导读:

海外收购带来业务领域扩张,但资源整合难度较大,扭亏时间有较大不确定性,预计2013-15年EPS0.59/0.71/0.86元,维持谨慎增持评级,目标价14.2元。

#### 投资要点:

- **海外收购布局长远。**收购亚威科是公司的长期战略布局,意欲在家电品类上延伸,同时切入欧洲市场 BSH、伊莱克斯、米勒等高端客户。公司业务领域从空调、冰箱等白电产品零部件领域拓展至洗碗机、洗衣机、咖啡机配件等领域,未来有进一步开拓新产品内销市场的可能。目前已将上海工厂搬迁至芜湖,形成波兰和芜湖两大生产基地,并已与主要客户签订了长期的合同。
- **资产整合难度较大,扭亏时点有较大不确定性。**并购资产目前仍处于亏损状态,一季度带来亏损约2000万元,收入1.9亿增厚17%。亚威科主要销售在欧洲地区,当地人员、资产等资源的整合有一定复杂性和难度,考虑到欧洲市场环境仍较为低迷,短期难以扭亏。结合管理层预期以及与亚威科收购协议条款(金额分4期,价格视被收购资产未来3年EBITDA确定)对被收购企业的激励,我们预计收购资产于2013年底初步实现盈亏平衡。
- **传统业务电子膨胀阀2013年有望翻倍增长。**公司电子膨胀阀出货量目前约100万台/月,较去年全年销量为670万台增长较大,下半年空调新能效标准APF的实施将进一步促进电子膨胀阀的推广,全年电子膨胀阀业务增长有望达到100%。
- **风险提示:**并购资产整合难度较大,能效补贴后续政策尚不明确。
- **维持谨慎推荐评级。**预计并购亚威科资产在13年底逐步实现盈亏平衡,传统业务恢复增长轨道,预计2013-15年公司EPS分别为0.59元、0.71元和0.86元,目前股价对应2014年PE估值为15.4倍。考虑13年因收购资产亏损拖累业绩,14年恢复正常盈利,给予对应14年PE估值20倍,目标价14.2元,维持“谨慎推荐”评级。

财务摘要 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4,187	3,826	4,669	5,330	5,939
(+/-)%	34%	-9%	22%	14%	11%
经营利润 (EBIT)	542	371	458	576	716
(+/-)%	18%	-32%	24%	26%	24%
净利润	366	271	350	422	510
(+/-)%	16%	-26%	29%	21%	21%
每股净收益 (元)	1.23	0.46	0.59	0.71	0.86
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营利润率 (%)	12.9%	9.7%	9.8%	10.8%	12.0%
市盈率	8.9	24.0	18.6	15.4	12.8
股息率 (%)	1.8%	1.8%	0.9%	0.9%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**评级: 谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

**目标价格: 14.20**

上次预测: 17.54

当前价格: 11.30

2013.05.05

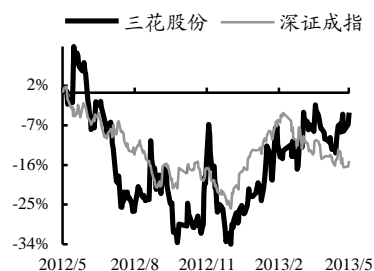
#### 交易数据

52周内股价区间 (元)	7.46-13.33
总市值 (百万元)	6,721
总股本/流通 A 股 (百万股)	595/577
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	97%
日均成交量 (百万股)	0.05
日均成交值 (百万元)	52.28

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,967
每股净资产	4.99
市净率	2.3
资产负债率	0%

#### 52周内股价走势图



#### 相关报告

《强调技术领先,发展智能控制》2012.04.16

《收入业绩符合预期,铜贸易影响利润率》2012.03.08

《高端化趋势持续体现》2010.08.03

《业绩弹性释放,资本运作起步》2010.04.07

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		