

家用电器

2015年01月27日

三花股份 (002050)

—— 优质微通道资产注入上市公司，完善品类布局，提升制冷业务整体竞争力，维持“增持”

报告原因：有信息公布需要点评

增持

维持

市场数据：2015年01月26日

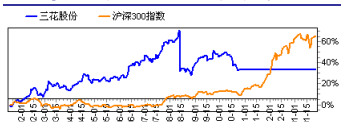
收盘价(元)	13.57
一年内最高/最低(元)	15.58/9.52
上证指数/深证成指	3381/11692
市净率	3.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	10296

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	4.44
资产负债率%	55.64
总股本/流通A股(百万)	773/759
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《三花股份(002050)2014中报点评》
2014/08/05
《三花股份(002050)2013年三季报点评报告》
2013/10/25

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

研究支持

赵莹 A0230113080004
zhaoying@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dingzy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

<http://www.swsresearch.com>

投资要点：

- **事件：**公司公告拟向三花钱江非公开发行股份购买其持有的三花微通道100%股权，并定增募集4亿元用于微通道相关产能建设项目以及补充流动资金。根据方案，三花微通道资产预估值为12.8亿元，公司拟以12.36（公告前60个交易日均价九折）发行1.04亿股用于支付对价。三花钱江承诺2015-2017年三花微通道实现累计净利润不低于1.1、2.52、4.27亿元，并签署盈利补偿协议。此外，公司拟以不低于13.13元的价格定向募集4亿元（增发3046万股），用于三花通道“在墨西哥建设微通道换热器生产线项目”、“新增年产80万台换热器技术改造项目”，以及补充营运资金。
- **微通道换热器市场空间巨大，标的资产增长优质。**微通道换热器是指通道水力直径在0.5-3mm的换热器，较目前空调中常用的铜管铝翅片式换热器，具有换热效率高、节省空间和冷媒、耐压等优势。据产业在线合理估算全球制冷空调、冷链领域的风冷式换热器规模至少为500亿以上，其中微通道换热器使用比例不到5%，在节能提效政策推动下，该比例有望进一步提升，拓展空间广阔。目前三花微通道在这一领域全球市占率为31%，行业规模和份额的提升支撑其业务快速增长。从预案公布数据看，三花微通道2014年实现收入7.6亿（+30%），净利润7412万元（+57%），净利润率9.7%高于上市公司现有水平，核心客户涵盖Ingersoll Rand、York、格力等世界巨头，凸显资产质量优异。
- **聚焦制冷主业，微通道资产注入进一步完善上市公司产品线，能效领跑者计划落地预期将带动节能部件增长。**微通道换热器业务作为空调的核心部件之一注入上市公司，有助于完善其产品品类，提高制冷业务整体竞争力、生产规模和盈利能力。
- **盈利预测与投资评级：**随着能效领跑者计划落地及产业升级，预期公司电子膨胀阀、变频控制器等节能零部件将加速增长。不考虑资产注入，我们维持14年盈利预测0.63元，小幅上调15-16年预测为0.77和0.94元（此前为0.66和0.82元）。考虑资产注入，备考摊薄后EPS分别为0.62、0.78和0.96元，目前股价13.57元，对应15年PE为17.4倍。自公司14年10月停牌期间申万家电指数上涨32%，当下估值较其他零部件企业具有一定优势，维持“增持”评级。
- **核心风险：**资产整合不及预期、原材料价格大幅波动

财务数据及盈利预测

	2013	14Q1-Q3	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5,274	4,553	6,171	7,096	7,983
同比增长率(%)	37.84	16.64	17.0	15.0	12.5
净利润(百万元)	323	401	488	597	725
同比增长率(%)	19.19	52.05	51.0	22.2	21.5
每股收益(元/股)	0.42	0.52	0.63	0.77	0.94
毛利率(%)	24.9	26.1	25.9	26.4	26.9
ROE(%)	10.3	11.7	13.5	14.1	14.6
市盈率	25		22	18	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE
上述预测未考虑资产注入及增发摊薄

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

表 1：盈利预测表

单位：百万元，元

	2013A	2014Q1-3	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	5,274	4,553	6,171	7,096	7,983
二、营业总成本	4,912	4,097	5,633	6,392	7,115
其中：营业成本	3,960	3,366	4,573	5,223	5,836
营业税金及附加	21	20	27	31	35
销售费用	223	177	253	284	319
管理费用	584	420	623	695	758
财务费用	113	103	147	151	157
资产减值损失	11	10	10	8	10
加：公允价值变动收益	2	-8	-9	5	2
投资收益	-9	46	45	10	10
三、营业利润	355	494	574	719	880
加：营业外收入	71	16	40	40	40
减：营业外支出	24	13	12	12	12
四、利润总额	402	496	602	747	908
减：所得税	79	94	111	147	180
五、净利润	323	403	491	600	729
少数股东损益	0	2	2	3	4
归属于母公司所有者的净利润	323	401	488	597	725
六、全面摊薄每股收益	0.42	0.52	0.63	0.77	0.94
全面摊薄总股本	773	773	773	773	773

资料来源：申万宏源研究

注：该盈利预测尚未考虑增发摊薄及资产注入

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可,资格证书编号为:ZX0065。发布证券研究报告,是证券投资咨询业务的一种基本形式,本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向本公司的客户发布。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级:

以报告日后的6个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上;
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级:

以报告日后的6个月内,行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现;
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告,以获取比较完整的观点与信息,不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系,如果您对我们的行业分类有兴趣,可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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客户。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。市场有风险,投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。