

2014年08月05日

三花股份 (002050)

——2014 中报点评：电子膨胀阀放量带动单季度毛利提升，业绩略超预期，维持“增持”

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

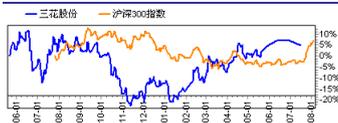
维持

市场数据：	2014年08月04日
收盘价(元)	12.34
一年内最高/最低(元)	14.34/9.52
上证指数/深证成指	2223/8007
市净率	2.9
息率(分红/股价)	1.62
流通A股市值(百万元)	9363

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2014年06月30日
每股净资产(元)	4.21
资产负债率%	56.26
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)2013 年三季度点评报告》 2013/10/25

《三花股份(002050)2013 年中报点评报告》 2013/08/13

证券分析师

蔡雯娟 A0230513080004
caiwj@swsresearch.com

联系人

赵莹 A0230113080004
zhaoying@swsresearch.com
(8621)23297818x7477
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

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	5,274	38	323	19	0.54	24.9	10.3	23	10
2014H1	3,158	17	240	27	0.31	25.8	7.4		
2014E	5,797	10	484	50	0.63	25.7	13.3	20	13
2015E	6,553	13	512	6	0.66	25.4	12.4	19	11
2016E	7,311	12	633	24	0.82	25.9	13.3	15	10

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；

投资要点：

- **投资评级与估值：**变频空调能效新标经过一年的缓冲期，将在 10 月强制实施，公司电子膨胀阀有望持续放量增长。亚威科整合逐步深入推进，并考虑到公司与控股集团间业务的运作与合作，公司未来发展亮点颇多。由于 HelioFocus 股权转让以及新昌土地收储的事件影响，我们上调 14 年盈利预测，14-16 年业绩分别为 0.63 元、0.66 元和 0.82 元，原预测为 0.52、0.66 和 0.82。目前股价（12.34 元）对应 PE 分别为 19.6、18.7 和 15.0 倍，维持“增持”评级。
- **收入增速低于预期，业绩超预期，三季度预增区间超预期。**公司 2014 年上半年实现收入 31.6 亿，同比增长 17.12%，归属上市公司股东净利润 2.41 亿，同比增长 26.90%（扣非后为 24.56%），对应摊薄后 EPS0.31 元，超出我们之前的预期（0.28 元）。二季度单季公司实现收入 14.98 亿，同比下滑 2.55%，归属上市公司股东净利润 1.49 亿，同比增长 34.4%。经营活动现金流量净额为负，同比下降 413.68%。公司同时公告 1-9 月净利润区间为 30%—60%，对应 Q3 净利润区间为 37.9%—144%。公司同时公告向控股股东三花控股集团转让太阳能业务持股公司 HelioFocus 股份，有望获利 4000 万元，预计在 Q3 完成，因此扣除这部分影响，公司 Q3 净利润增速空间为-15.8%—90.4%。以及新昌县政府对公司土地进行收储，预计将对公司经营业绩实现收益约 2500 万元，预计有望年内完成。
- **受益能效等级提升，电子膨胀阀放量并带动毛利率提升。**上半年德国亚威科业务收入 3.91 亿，净亏损 3038 万元，与去年同期变化幅度不大，剔除该业务并表因素，公司 Q2 实现销售收入同比下滑 9.2%，主要是由于铜融资贸易额剔除的影响，净利润增速同比增长 23.6%，上半年公司实现综合毛利率 26.5%，同比下降 0.7 个百分点，但单季度毛利率达到 30.12%，同比提升 5.9 个百分点，我们预计主要是受益高利润率产品电子膨胀阀放量所致，而传统阀门类

表现乏善可陈所致，季度间产品结构性的变化导致毛利率 Q1 和 Q2 差别较大。分品类看，由于电子膨胀阀放量带动空调元器件毛利率上升，但由于冰箱行业不景气导致配件收入及利润下滑，综合并表分产品来看，空调冰箱元器件收入同比增长 21.54%，而毛利率则同比下降 0.50 个百分点至 27.84%。亚威科业务毛利率下降 1.68 个百分点至 27.16%，因而拉低整体毛利率，考虑到德国业务较去年同期亏损略有收窄，我们预计随着整合进程不断推进，业务将逐渐好转。

- **拓展新市场销售费用率与管理费用双上升。**受到拓展新市场的影响，Q2 公司销售费率提升 1.3%至 4.5%，管理费用率也亦有所上升，同比提升 0.6%至 9.56%，财务费用略有上升，但由于单季度毛利率提升以及所得税率降低的关系，Q2 单季度利润率达到历史较高水平，至 9.92%。
- **核心假设风险：**海外资产收购整合难度高于预期；宏观经济持续低迷带来主营业务低迷。

表 1：二季度利润表项目增减变动（按收入百分比，单季度）

	2014Q2	2013Q2	变化幅度
	（“-”号表示是对利润率的减项）		（“-”号表示对利润率是负面贡献）
毛利	30.12%	24.27%	5.86%
营业税金及附加	0.66%	0.37%	0.29%
销售费用	4.50%	3.16%	1.34%
管理费用	9.56%	8.91%	0.65%
财务费用	2.31%	1.89%	0.42%
资产减值损失	0.80%	0.71%	0.09%
投资收益	0.00%	-0.52%	0.52%
营业利润	12.56%	8.42%	4.14%
加：营业外收入	0.36%	0.32%	0.04%
减：营业外支出	0.41%	0.15%	0.26%
利润总额	12.51%	8.59%	3.92%
减：所得税费用	2.54%	1.38%	1.17%
净利润	9.97%	7.21%	2.76%
少数股东损益	0.05%	0.02%	0.03%
归属于母公司所有者的净利润	9.92%	7.19%	2.73%

资料来源：公司资料，申万研究

表 2：盈利预测表

单位：百万元，元

	2013A	1H14	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	5,274	3,158	5,797	6,553	7,311
二、营业总成本	4,912	2,834	5,263	5,938	6,546
其中：营业成本	3,960	2,342	4,309	4,887	5,416
营业税金及附加	21	15	20	23	26
销售费用	223	117	214	236	234
管理费用	584	282	603	655	746
财务费用	113	55	122	128	117
资产减值损失	11	23	-6	8	8
加：公允价值变动收益	2	-5	5	5	5
投资收益	-9	-5	1	1	1
三、营业利润	355	314	539	621	771
加：营业外收入	71	8	68	20	20
减：营业外支出	24	9	11	10	10
四、利润总额	402	313	596	631	781
减：所得税	79	72	113	120	148
五、净利润	323	241	483	512	633
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	323	240	484	512	633
六、全面摊薄每股收益	0.42	0.31	0.63	0.66	0.82
全面摊薄总股本	773	773	773	773	773

资料来源：申万研究

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。