

公司研究 / 年报点评

2013年03月22日

家用电器 / 材料和零部件 II

投资评级: 增持 (维持评级)

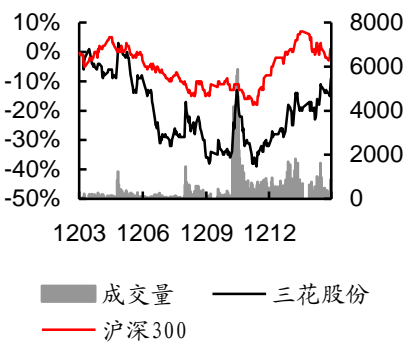
当前价格(元): 11.50
合理价格区间(元):

张洪道 执业证书编号: S0570510120030
研究员 025-83290887
zhanghongdao@mail.htsc.com.cn
李艳光 CPA 025-51863360
联系人 liyanguang@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《三花股份(002050):大环境影响前期表现未来受益于节能新政》2012.10
- 2《三花股份(002050):上半年受下游产销影响 将受益于高效节能新政》2012.08
- 3《三花股份(002050):技术铸细分市场龙头抓节能环保新机遇》2012.04

股价走势图



业绩略低于预期, 2013 年改善空间大

三花股份(002050)

投资要点:

年度业绩略低于预期。公司 2012 年实现营业收入 38.26 亿元, 同比下滑 8.61%; 营业利润 3.22 亿元, 同比下滑 36.21%; 归属上市公司股东净利润 2.71 亿元, 同比下滑 25.85%, 对应 EPS0.46 元, 略低于此前预期。

营收下滑主要受空调行业 2012 年调整影响。国家相关补贴刺激政策退出, 导致短期需求透支效应凸显, 同时外围经济低迷, 家用空调行业进入调整低谷。根据产业在线数据, 国内家用空调行业 2012 年出货量下滑 3.89%, 产量下滑 8.65%。受此影响, 公司空调、冰箱配件主营收入下滑 11.38%, 其中内销下滑 16.92%, 出口基本持平。其中四季度营收同比下滑 8.42%, 较三季度降幅已明显收窄。

期间费用增加是利润下滑主因。2012 年毛利率 24.55%, 同比提高 0.99pct, 期间费用率 15.42%, 大幅提高 5.42pct。销售费用率提高 0.77pct, 增加 1900 万元, 主要是职工薪酬和差旅费增加; 管理费用率提高 3.50pct, 增加 1.07 亿元, 主要是股权激励计划终止一次性确认费用约 4500 万元, 股权收购引起中介服务费用增加 2158 万元, 职工薪酬增加 2906 万元; 财务费用率提高 0.48pct, 主要是借款利息支出增加。合营企业 HelioFocus 处于研发投入期, 2012 年亏损 3621 万元。管理费用中的股权支付费用、中介服务费用大幅增加不是可持续的, 只是对 2012 年业绩构成较大压力。

2013 年预期业绩改善空间大。在政策透支效应消退、高效节能补贴政策推动下, 2013 年空调销量有望实现 10%左右增长, 产业在线数据显示前两月空调产量增长 10.85%。2013 年下半年变频空调能效等级提高概率大, 电子膨胀阀等节能阀将成为高效空调标配元器件。三花股份在主要节能阀类产品上居于行业垄断或优势地位, 在全球市场也具有很强竞争优势, 2013 年营收和利润有望明显改善, 预期迎来业绩拐点。

维持“增持”评级:公司坚持技术领先, 深耕细分市场, 调结构, 重创新, 顺应节能环保趋势, 业绩可持续发展能力强; 战略投资光热发电技术, 推进整合德国亚威科项目, 未来看点较多。预计 2013-2014 年 EPS 分别为 0.67/0.79/0.88 元, 对应 2013 年 PE17.08 倍, 维持“增持”评级。

风险提示:铜价上涨增加成本压力; 空调市场复苏力度低于预期。

公司基本资料

总股本(百万)	594.74
流通 A 股(百万)	576.96
52 周内股价区间(元)	7.76-26.03
总市值(百万)	6,839.48
总资产(百万)	4,952.48
每股净资产(元)	4.82

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	3826.35	4553.98	5321.37	6112.62
+/-%	-8.61%	19.02%	16.85%	14.87%
净利润(百万)	271.30	400.47	467.83	524.18
+/-%	-25.85%	47.61%	16.82%	12.04%
EPS	0.46	0.67	0.79	0.88
PE	25.21	17.08	14.62	13.05

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3085	3956	4452	5185
现金	703	1067	1157	1363
应收账款	707	716	846	994
其他应收账款	19	22	25	30
预付账款	21	289	233	306
存货	875	983	1161	1319
其他流动资产	761	880	1030	1174
非流动资产	1850	2035	2101	1941
长期投资	98	75	77	76
固定投资	1037	1409	1529	1375
无形资产	248	297	345	393
其他非流动资产	468	254	151	97
资产总计	4935	5991	6553	7126
流动负债	1595	2225	2352	2418
短期借款	451	974	921	825
应付账款	556	579	702	792
其他流动负债	588	672	729	801
非流动负债	409	408	408	408
长期借款	369	369	369	369
其他非流动负债	41	39	40	40
负债合计	2004	2633	2760	2826
少数股东权益	36	57	81	108
股本	595	595	595	595
资本公积	1118	1118	1118	1118
留存公积	1198	1598	2012	2494
归属母公司股	2894	3300	3711	4192
负债和股东权益	4935	5991	6553	7126

现金流量表单位：百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金	313	194	495	426
净利润	285	421	492	551
折旧摊销	101	150	196	215
财务费用	37	42	37	32
投资损失	-19	-5	-5	-4
营运资金变动	-175	-424	-229	-380
其他经营现金	84	10	5	10
投资活动现金	-604	-331	-254	-51
资本支出	644	300	200	0
长期投资	-48	-23	2	-1
其他投资现金	-8	-54	-52	-52
筹资活动现金	-419	502	-152	-168
短期借款	-42	523	-54	-96
长期借款	198	0	0	0
普通股增加	297	0	0	0
资本公积增加	-242	0	0	0
其他筹资现金	-631	-22	-98	-72
现金净增加额	-718	364	90	206

利润表单位：百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3826	4554	5321	6113
营业成本	2887	3395	3946	4510
营业税金及附加	16	20	23	26
营业费用	140	159	192	232
管理费用	413	438	532	642
财务费用	37	42	37	32
资产减值损失	25	14	12	12
公允价值变动收	-6	-0	-1	-2
投资净收益	19	5	5	4
营业利润	322	491	583	660
营业外收入	44	43	43	43
营业外支出	11	10	15	18
利润总额	355	523	612	685
所得税	71	102	120	134
净利润	285	421	492	551
少数股东损益	13	21	24	27
归属母公司净利	271	400	468	524
EBITDA	461	683	816	908
EPS	0.46	0.67	0.79	0.88

主要财务比率单位：百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	-8.6%	19.0%	16.9%	14.9%
营业利润	-36.2%	52.5%	18.9%	13.1%
归属母公司净利	-25.9%	47.6%	16.8%	12.0%
获利能力				
毛利率(%)	24.5%	25.4%	25.8%	26.2%
净利率(%)	7.1%	8.8%	8.8%	8.6%
ROE(%)	9.4%	12.1%	12.6%	12.5%
ROIC(%)	9.5%	11.7%	12.6%	13.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	40.6%	44.0%	42.1%	39.7%
净负债比率(%)	44.97%	54.87%	50.16%	45.69%
流动比率	1.93	1.78	1.89	2.14
速动比率	1.38	1.33	1.40	1.60
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.83	0.85	0.89
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	6.01	5.98	6.16	6.04
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.46	0.67	0.79	0.88
每股经营现金流	0.53	0.33	0.83	0.72
每股净资产(最新)	4.87	5.55	6.24	7.05
估值比率				
PE	25.21	17.08	14.62	13.05
PB	2.36	2.07	1.84	1.63
EV EBITDA	15	10	9	8

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2013 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 / 传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：86 10 68085588 / 传真：86 10 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层 / 邮政编码：200120

电话：86 21 50106028 / 传真：86 21 68498501

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn