未有评级

002050.SZ

价格: 人民币 11.87

板块评级: 中立

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(3)	(6)	0.2	(27.5)
相对新华富时 A50 指数	(19)	(15)	(4.9)	(17.5)

发行股数 (百万)	594.74
流通股 (%)	97.34
流通股市值 (人民币 百万)	6,825
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	32.82
净负债比率 (%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
三花控股集团有限公司	59.75

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2012 年 5 月 4 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 家用电器

刘会明
(8610) 6622 9084
huiming.liu@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120012

* *旷实为本报告重要贡献者*

三花股份

受制于行业需求增速放缓

三花股份是一家生产经营家用和商用空调自动控制件为主的专业公司，已形成截止阀、电子膨胀阀、电磁阀、单向阀、球阀、方体阀等家用和商用空调系列配套产品，是世界产量最大、品种最齐全的截止阀生产基地之一。公司 2012 年 1 季度实现营业收入 8.71 亿元，同比下滑 2.9%，实现归属于母公司的净利润 0.82 亿元，同比下滑 18.6%，实现每股收益 0.27 元。

主要发现

- **1 季度净利润下滑 18.6%：**公司 2012 年 1 季度实现营业收入 8.71 亿元，同比下滑 2.9%，实现归属于母公司的净利润 0.82 亿元，同比下滑 18.6%，实现每股收益 0.27 元。
- **产能情况良好：**公司目前主要产品的产能情况：截止阀 5,000 万套左右；四通阀 4,000 多万套；电子膨胀阀 700-800 万套。截止阀和四通阀销售一直比较稳定。电磁阀（主要是家用电磁阀）和电子膨胀阀是公司近年来主推的核心产品。
- **坚持走技术领先道路、提高产品议价能力：**公司采用捆绑式打包销售，提高了议价能力，一些小产品可以和主要产品捆绑式销售。
- **统一销售渠道：**成立浙江三花商贸公司，把内销和外销整合到一起，便于管理和经营，未来还会分出家用和商用板块。
- **以色列太阳能项目进展顺利：**该项目属于光热系统的太阳能，服务于工业用电。目前在以色列已经有 8 个试验碟，正在进行相关的测试，为后期的商用推广做准备，目前进展顺利。

主要要点

受制于上游空调、冰箱行业整体增速的放缓，公司 2012 年 1 季度业绩出现了一定程度的下滑。但是，公司作为国内空调元器件行业的龙头之一，市场地位和份额一直稳固。展望 2 季度，空调与冰箱的销售旺季即将到来，我们认为公司的收入以及利润较之于 1 季度环比将会有所改善。由于公司业绩与空调市场相关性很大，考虑市场整体需求不是很旺盛，短期内公司业绩相对较为稳定。

主要风险

- 白点行业整体情况恶化；新产品市场推广不达预期。

投资摘要

年结日:12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	3,113.07	4,186.89	4,860.09	5,750.8	6,493.50
增长率(%)	52.57	34.49	16.08	18.33	12.91
归属母公司股东的净利润(百万元)	315.41	365.88	480.42	580.53	679.74
增长率(%)	32.60	16.00	31.30	20.84	17.09
每股收益-摊薄(元)	1.06071	1.2304	0.8078	0.9761	1.1429
每股净资产(元)	8.45	9.16	6.3755	6.3583	7.2991
市盈率(倍)	31.58	20.24	14.69	12.16	10.39

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

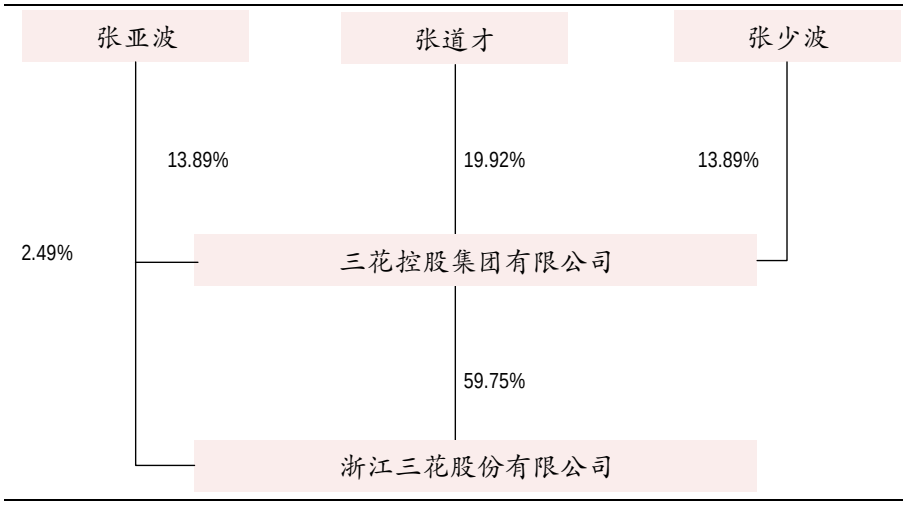
公司简介

浙江三花股份有限公司，成立于 1994 年 9 月，注册资金 2.97 亿元，现拥有员工 9,766 人，总资产超过 47 亿元。2005 年 6 月三花股份在深交所成功上市。

三花股份是一家生产经营家用和商用空调自动控制件为主的专业公司，已形成截止阀、电子膨胀阀、电磁阀、单向阀、球阀、方体阀等家用和商用空调系列配套产品，是世界产量最大、品种最齐全的截止阀生产基地之一。“三花”牌产品远销欧洲、美洲、韩国、日本、东南亚及我国香港、台湾等几十个国家和地区。

公司现有总股本 2.97 亿股。公司控股股东为三花控股集团有限公司，张道才先生持有公司控股股东三花控股集团有限公司 19.92%的股份，三花控股集团有限公司持有公司 59.75%的股份，从而其间接持有公司 11.90%的股份，为公司实际控制人。

图表 1.公司股权结构图



资料来源：公司数据

2011 年营业收入以及净利润稳步增长

2011 年公司实现营业收入 41.87 亿元，同比增长 34.5%；实现归属于母公司的净利润 3.66 亿元，同比增长 16%，合每股收益 1.23 元。

空调元器件收入增长 28.51%

公司的核心产品是空调元器件，其收入占比 90%左右。2011 年，空调元器件实现销售收入 36.69 亿元，同比增长 28.51%，成为公司业绩增长的主要推动力。而冰箱元器件实现销售收入 1.06 亿元，同比下滑 5.82%，但是因为冰箱元器件的收入占比很小，对于公司的业绩影响不大。

图表 2.分产品业绩变动情况

(人民币，百万)	2010 年报	2011 年报	同比(%)
空调元器件	2,855.24	3,669.26	28.51
冰箱元器件	112.88	106.31	(5.82)

资料来源：公司数据

图表 3.2011 年年报业绩摘要

(人民币，百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)
营业收入	3,113.07	4,186.89	34.49
营业成本	2,329.38	3,200.27	37.39
毛利润	783.69	986.62	25.89
营业税金及附加	7.12	18.95	166.15
管理费用	223.17	304.87	36.61
销售费用	95.88	121.03	26.23
经营利润	457.52	541.77	18.41
资产减值	3.14	(1.86)	(159.24)
财务费用	18.23	20.83	14.26
公允价值变动损益	2.11	7.45	253.08
投资收益	10.30	(25.72)	(349.71)
营业外收入	21.48	39.99	86.17
营业外支出	10.25	10.28	0.29
税前利润	459.79	534.24	16.19
所得税	80.64	98.82	22.54
少数股东损益	63.74	69.53	9.08
归属于母公司的净利润	315.41	365.89	16.00
每股收益(元)	1.190	1.230	3.36
毛利率(%)	25.17	23.56	(6.39)
净利率(%)	10.13	8.74	(13.75)

资料来源：公司数据

期间费用率有所下降，毛利率和净利率均有所下降

公司 2011 年的销售费用控制较好，销售费用率从 2010 年的 3.08%下降到 2011 年的 2.89%。管理费用率从 2010 年的 7.17%变化到 2011 年的 7.28%，小幅上升。财务费用有所下降，财务费用率从 2010 年的 0.59%下降到 2011 年的 0.5%。管理费用的上升主要是因为研发费用以及员工薪酬的增长。而销售费用和财务费用的下降反映了公司较好的成本控制能力。

毛利率从 2010 年的 25.17%下滑到 2011 年 23.56%。净利率从 2010 年的 10.13%下降到 2011 年的 8.74%。公司盈利能力的下降主要是因为 2011 年出口业务的毛利率下滑较大。

2012 年 1 季度收入以及利润同比下滑

公司 2012 年 1 季度实现营业收入 8.71 亿元，同比下滑 2.9%，实现归属于母公司的净利润 0.82 亿元，同比下滑 18.6%，实现每股收益 0.27 元。

公司 1 季度销售收入的下滑主要是由于空调产品内销以及出口的下滑。根据产业在线数据，2012 年 1 季度空调产销量分别为 2,605.2 万台、2,815 万台，同比分别下降 12.88%、5.13%。

销售费用率从去年同期的 2.28%下降到当期的 2.12%，管理费用率从去年同期的 4.16%上升到当期的 6.84%，这主要系公司实施股权激励计划，本期计提股权激励费用 675.96 万元，以及研发费用、职工薪酬增加所致。财务费用率从去年同期的 0.37%上升到当期的 1.13%，这主要是借款费用大幅上升所致。

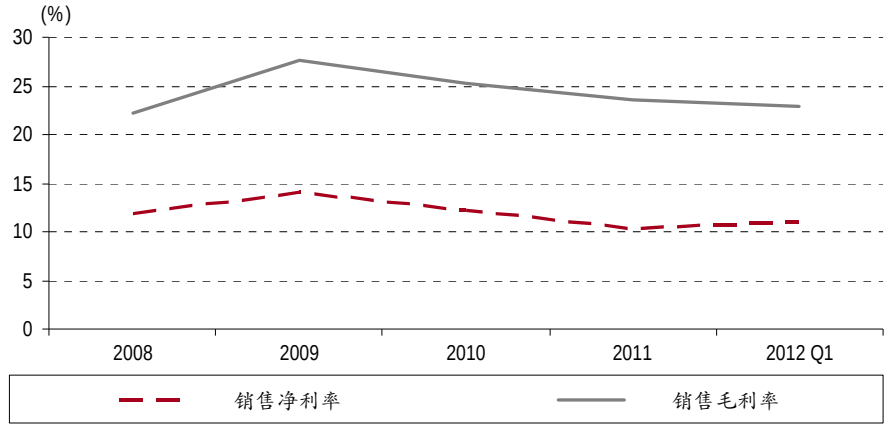
毛利率和净利率均有所下降，分别从去年同期的 23.25%、11.16%下降到本期的 22.92%、9.36%。

图表 4.2012 年 1 季度业绩摘要

(人民币，百万)	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	897.5	871.37	(2.91)
营业成本	688.84	671.61	(2.50)
毛利润	208.66	199.76	(4.27)
营业税金及附加	3.08	3.28	6.49
管理费用	37.32	59.58	59.65
销售费用	20.46	18.43	(9.92)
经营利润	147.80	118.47	(19.84)
资产减值	3.54	6.66	88.14
财务费用	3.28	9.83	199.70
公允价值变动损益	(6.90)	(1.14)	(83.48)
投资收益	5.99	20.83	247.75
营业外收入	2.41	1.36	(43.57)
营业外支出	1.67	2.44	46.11
税前利润	140.81	120.59	(14.36)
所得税	25.83	23.88	(7.55)
少数股东损益	14.79	15.19	2.70
归属于母公司的净利润	100.19	81.52	(18.63)
每股收益(元)	0.340	0.270	(20.59)
毛利率(%)	23.25	22.92	(1.39)
净利率(%)	11.16	9.36	(16.19)

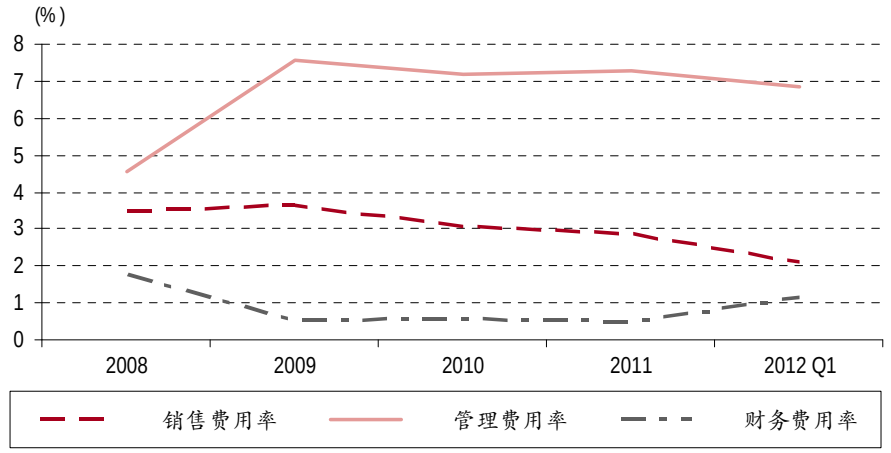
资料来源:公司数据

图表 5.利润率水平



资料来源:公司数据

图表 6.费用率水平



资料来源:公司数据

产能与订单情况

目前主要产品产能情况：截止阀 5,000 万套左右；四通阀 4,000 多万套；电子膨胀阀 700-800 万套，实际可以达到 1,000 多万套。截止阀和四通阀的销售情况一直比较稳定。电磁阀（主要是家用电磁阀）和电子膨胀阀是公司近年来主推的核心产品。

订单情况：客户一般提前 1 个多月根据自己的产量预测下订单。三花的主要客户是各大空调生产商，其中，格力占到三花一半的销量。

分产品来看：电子膨胀阀是其他几个阀的技术叠加，毛利率相对也高一些。从产品均价来看：截止阀大概 10 元左右；四通阀 20 元左右；电子膨胀阀 30-40 元左右（电子膨胀阀的优势在于恒温、舒适、节能）。

以色列太阳能项目情况

该项目属于光热系统的太阳能，为电厂直接提供发电服务，不是定位于家用产品，客户主要是电厂，服务于工业用电。

目前在以色列已经有 8 个试验碟，公司正在做相关的技术测试，为后期的商用推广做准备。三花原来属于劳动密集型行业，太阳能技术比较高端，将有利于公司的技术转型。虽然短期难以贡献很好的业绩，但长远来看，将有利于公司的技术升级和产品多元化。

坚持走技术领先道路、提高产品议价能力

三花从 07 年至今一直坚持技术领先道路，坚持高端产品的研发、提高工作效率。2011 年，公司出资 3,000-5,000 万奖励主要技术人员，建立了三花技术研究院、研发太阳能产品技术。

产品销售方面：捆绑式打包销售，提高议价能力。公司将一些小产品和主要产品捆绑式销售。公司四通阀全球市场占比 50%-60%，有较强的议价能力。同样的产品，三花的毛利率相对竞争对手高一些，源于三花较强的议价能力。

销售渠道集中统一

公司成立了浙江三花商贸公司，将之前松散的销售渠道集中统一。商贸公司成立后，可以将内销和外销放到一起，便于管理和经营，未来还会分出家用和商用板块。商用空调的利润率比家用空调高很多，会和家用空调在销售上有所区分。

家电下乡政策退出、期待能效标准出台

家电下乡政策的退出对于冰箱的影响很大。在空调方面，其影响主要集中在一些比较低端的产品。公司期待国家对于能效等级的标准具体出台。这是因为：目前变频空调能效分四级：能效等级属于 1-2 级的，一定要用电子膨胀阀；能效等级属于 3-4 级的，可以不用。如果国家出台能效等级后，将有利于公司电子膨胀阀的生产和销售。

主要观点

受制于空调、冰箱行业整体增速的放缓，公司 2012 年 1 季度业绩出现了一定程度的下滑。但是，公司作为国内空调元器件行业的龙头之一，市场地位和份额一直稳固。展望 2 季度，空调与冰箱的销售旺季即将到来，我们认为公司的收入以及利润较之于 1 季度环比将会有所改善。由于公司业绩与空调市场相关性很大，考虑市场整体需求不是很旺盛，短期内公司业绩相对较为稳定。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371