

政策将推动电子膨胀阀广泛应用

三花股份 (002050.SZ)

推荐 首次评级

核心观点:

1. 事件

国家近期可能出台变频空调高能效等级调整, 预计将从现有的 5 级能效调整为 3 级能效, 并对 1、2 级变频空调进行补贴。

2. 我们的分析与判断

政策推出后, 将会极大促进电子膨胀阀的应用和推广, 对龙头企业形成重大利好。

(一) 电子膨胀阀国内垄断

公司是全球四家拥有知识产权, 并能批量生产电子膨胀阀的四家厂商之一, 国内电子膨胀阀领军企业, 拥有电子膨胀阀技术的专利保护。2011 年电子膨胀阀销量约 700 万套, 其中商用约 100 万套, 出口约 300 万套, 国内约 300 万套, 在国内市场拥有绝对领先地位。

(二) 政策催化, 国内电子膨胀阀市场或迎来爆发增长

目前我国变频空调销售占空调总销量不足 30%, 占空调内销 40% 左右。变频空调内销中, 使用电子膨胀阀比例约 10%。我国现有变频空调能效等级分为 5 级, 预计新能效等级将调整为 3 级。新 3 级中, 2 级以上变频空调必须使用电子膨胀阀才能达到能效标准。

国家计划对 1、2 级变频空调进行补贴, 将会拉动高能效变频空调的普及和推广, 对电子膨胀阀的应用形成重大利好。

(三) 技术和成本领先, 受益行业增长。

公司在电子膨胀阀领域拥有专利保护, 技术领先优势明显。国内市场, 除盾安环境有小批量电子膨胀阀供货外, 公司基本垄断国内市场。此外, 相比日本供应商, 公司有较强成本优势, 开发出第三代产品, 实现无银钎焊, 大幅节省成本, 政策刺激下, 受益最为明显。

(四) 公司经营情况平稳, 新收购公司将逐步贡献业绩。

3. 投资建议

综合考虑, 预计公司 2012、2013 年业绩分别为 4.8 亿和 6.6 亿元, 分别增长 32.3% 和 35.6%, EPS 分别为 0.81 和 1.10 元。目前股价相比 2012 年估值 15 倍左右。考虑到公司未来成长空间较大, 给予“推荐”评级。

4. 风险提示: 行业增速低于预期。

分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

特此鸣谢

郝雪梅 0755-82838453

(haoxuemei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2012.05.15

A 股收盘价(元)	11.56
A 股一年内最高价(元)	35.92
A 股一年内最低价(元)	11.33
上证指数	2374.84
市净率	2.52
总股本(万股)	59473.73
实际流通 A 股(万股)	58806.36
限售的流通 A 股(万股)	667.37
流通 A 股市值(亿元)	67.98

相对指数表现图



相关研究

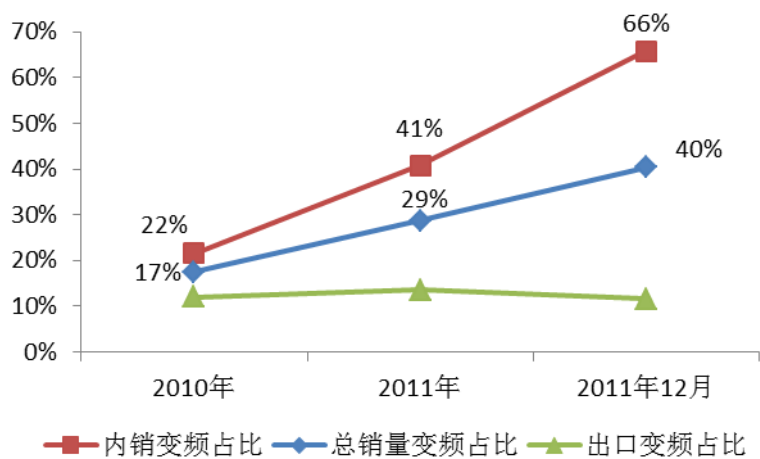
一、变频空调高能效补贴受益者：

（一）电子膨胀阀国内垄断

三花股份是全球四家拥有知识产权，并能批量生产电子膨胀阀的四家厂商之一。其他三家均为日本企业：日本不二工机（FUJIKOKI）、太平洋工业株式会社和鹭宫株式会社（SAGINOMIYA）。公司用了 20 年的时间，绕过日本专业技术自主研发成功，拥有电子膨胀阀技术的专利保护。

电子膨胀阀主要用于高能效变频空调中。变频空调未来的发展情况决定了电子膨胀阀的增长情况。目前我国变频空调销售占空调总销量不足 30%，占空调内销 40% 左右。变频空调内销中，使用电子膨胀阀比例仅 10%。

图 1：变频空调占比（单位：%）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究部

2011 年公司电子膨胀阀销量约 700 万套。其中约有 90-100 万套用于商用空调，50-60% 出口，国内家用空调约 200-300 万套，在国内电子膨胀阀市场拥有绝对领先地位。

（二）政策催化，国内电子膨胀阀市场或迎来爆发增长

国家“十二五”规划中，节能减排是重要主题。家电协会发布空调“十二五”产品技术路线图，空调在节能、环保和产品升级三个方面。节能方面，计划到 2015 年，我国变频能效较 2010 年提高 20%；环保方面，使用 HCFC 制冷剂；产品升级方面，2015 年变频比例提升到 50%。

2010 年 6 月，定频空调等效等级进行了调整，等效等级从 5 级调整为 3 级，且新三级能效相当于原二级能效，市场准入门槛提高。近期，市场对变频空调能效调整，以及针对高能效变频空调补贴预期加强。目前我国变频空调能效等级分为 5 级，预计新能效等级将调整为 3 级。原 4、5 级能效变频空调将不予上市销售。新 3 级中，2 级以上变频空调必须使用电子膨

胀阀才能达到能效标准。

表 1: 第四批变频空调能效等级标准 (2009 年制定)

类型	额定制冷量 (CC) W	能源效率等级				
		1	2	3	4	5
分体式	CC ≤ 4500	5.20	4.50	3.90	3.40	3.00
	4500 < CC ≤ 7100	4.70	4.10	3.60	3.20	2.90
	7100 < CC ≤ 14000	4.20	3.70	3.30	3.00	2.80

资料来源: 国家质检总局, 中国银河证券研究部

为推动变频高效产品推广, 国家计划对 1、2 级变频空调进行补贴, 将会拉动高效变频空调的普及和推广, 对电子膨胀阀的应用形成重大利好。

(三) 技术和成本领先, 受益行业增长

目前日本空调基本完成电子膨胀阀全渗透, 年需求量在 1000 万套; 韩国电子膨胀阀渗透率在 80% 左右。我国目前变频空调中, 电子膨胀阀渗透率仅 10% 左右, 变频能效等级提升调整以及补贴政策, 将会对国内电子膨胀阀应用带来极大的刺激。

公司在电子膨胀阀领域拥有专利保护, 自主研发成功并申请了 200 多项专利, 技术领先优势明显。国内市场, 除盾安环境有小批量电子膨胀阀供货外, 公司基本垄断国内市场。

相比日本竞争对手, 拥有较强的成本优势:

1) 公司目前已开发出第三代产品, 使用新材料和工艺, 提高性能, 降低成本。性价比大幅提升。新一代产品采用无银钎焊, 大幅节省成本。

2) 实现铁氧体替代稀土, 降低成本压力。公司通过改进工艺, 不仅实现材料替代, 体积和性能保持完好。

3) 采用标准件, 通过标准化和自动化, 大幅节省成本。

由于电子膨胀阀有一定的技术壁垒, 公司在电子膨胀阀上拥有一定定价权, 价格相比传统的四通阀和截止阀高出近一倍, 毛利率也高达 40% 以上。电子膨胀阀销售增长, 不仅直接对公司收入增长贡献, 也有利于公司优化产品结构, 提升盈利水平。

二、近期经营状况

公司一季度受空调行业低迷, 美的等企业去库存影响, 一季度收入 8.7 亿元, 同比下滑 2.9%; 但四月份以来随着去库存结束, 各大厂商加大生产力度, 公司销售也逐步回升。

一季度由于公司提取较多的股权激励费用, 另外研发投入有所增长, 使得管理费用显著上升较快, 公司一季度毛利率基本稳定, 一次性投资收益贡献部分利润。综合形成净利润同比下

滑 18.7%至，8151 万元，10 送 10 摊薄后 EPS 为 0.14 元。

随着空调销售旺季到来，行业逐步回暖，公司经营形势向好。公司预告：公司 2012 年 1-6 月归属母公司净利润同比下滑 0%-10%，对应 2Q12 净利润变动幅度约为-2%至+18%。

另外，加上公司在今年 2 月份收购子公司浙江三花制冷集团 26%少数股东权益将在 2 季度全面并入上市公司，对后面业绩贡献也将逐步体现。

预计全年业绩增长 3 成，如果电子膨胀阀得到广泛推广和应用，业绩也有较大弹性，而且为下一阶段公司的利润增长打开了空间。

三、盈利预测

综合考虑，预计公司 2012、2013 年业绩分别为 4.8 亿和 6.6 亿元，分别增长 32.3%和 35.6%，EPS 分别为 0.81 和 1.10 元。目前股价相比 2012 年估值 15 倍左右。考虑到公司未来成长空间较大，给予“推荐”评级。

表 2: 盈利预测

科目(单位: 百万)	2010 年 A	2011 年 A	2012 年 E	2013 年 E
一、营业总收入	3,113	4,187	4,609	5,729
营业收入增长率	52.6%	34.5%	10.1%	24.3%
二、营业总成本	2,677	3,664	4,015	4,916
其中: 营业成本	2,329	3,200	3,513	4,322
毛利率(简单测算)	25.2%	23.6%	23.8%	24.6%
营业税金及附加	7	19	21	26
销售费用	96	121	131	157
销售费用率	3.1%	2.9%	2.8%	2.7%
管理费用	223	305	331	395
管理费用率	7.2%	7.3%	7.2%	6.9%
财务费用	18	21	17	15
资产减值损失	3	-2	1	1
加: 公允价值变动收益	2	7	2	2
投资收益及其它	10	-26	0	0
三、营业利润	449	505	596	815
加: 营业外收入	21	40	41	45
减: 营业外支出	10	10	11	10
四、利润总额	460	534	626	850
减: 所得税费用	81	99	117	159
综合所得税率	17.5%	18.5%	18.6%	18.6%
五、净利润	379	435	509	692
归属于母公司净利润	315	366	484	656
净利润率	10.1%	8.7%	10.5%	11.5%
少数股东损益	64	70	25	35
少数股东损益占比	16.8%	16.0%	5.0%	5.1%
六、总股本	595	595	595	595
七、按期末股数简单每股收益:	0.53	0.62	0.81	1.10
净利润增长率	32.6%	16.0%	32.3%	35.6%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁浩然，行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄

010-83574171

fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn