



Research and  
Development Center

# 技术领先，电子膨胀阀业务看好

—— 三花股份（002050.sz）调研报告

2012年06月20日

胡育杰  
家电行业分析师

## 证券研究报告

### 公司研究——调研报告

#### 三花股份 (002050.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

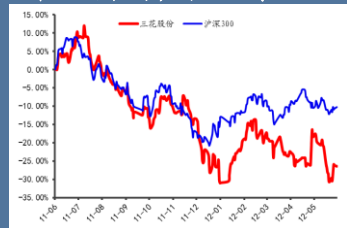
胡育杰 行业分析师

执业编号: S1500511100001

联系电话: +86 10 63081265

邮箱: huyujie@cindasc.com

三花股份相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2012. 6. 19)

收盘价 (元)	11.49
52 周内股价波动区间 (元)	35.92-10.75
最近一月涨跌幅 (%)	-12.09
总股本 (亿股)	5.95
流通 A 股比例 (%)	97.5
总市值 (亿元)	68.34

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街九号院  
一号楼六层研究开发中心

邮编: 100031

## 技术领先, 电子膨胀阀业务看好

2012 年 06 月 20 日

### 本期内容提要:

- ◆ **家电节能补贴政策出台, 高效节能变频空调将会受益。** 今年 6 月份实施的家电补贴政策重点补贴 1、2 级能效空调, 我们认为变频空调的销售量在政策的带动下将继续保持快速增长。我们预计 2012 年变频空调渗透率将超过 50%, 十二五期末有望超过 70%。
- ◆ **作为高效节能变频空调的关键部件, 电子膨胀阀市场广阔。** 电子膨胀阀是通过电信号控制调节制冷剂流量的关键阀门, 是真正的高效节能变频空调不可缺少的部件, 但国内空调的使用率还不是很高。我们认为随着变频空调的加速普及, 对电子膨胀阀的需求将快速增长。
- ◆ **公司是国内电子膨胀阀龙头, 技术领先。** 公司是国内少有的可以自主研发和生产变频空调用电子膨胀阀的厂商, 技术优势明显, 毛利率较高, 销量国内电子膨胀阀行业第一。公司未来重点发展电子膨胀阀业务, 我们认为公司将会受益于电子膨胀阀行业的爆发式增长。
- ◆ **公司收入与下游空调整机行业相关度较高。** 公司营业收入近九成来自空调器业务, 所以与下游空调整机行业的相关度较高。我们认为今年空调行业的增速放缓是不可避免的, 但公司作为空调上游配件的龙头企业, 与大型客户的关系稳定, 议价能力强, 同时公司确立的技术领先战略有利于提高毛利率, 我们预计公司收入今年能够保持 10% 以上的增长。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.78 元、0.93 元、1.11 元, 对应 2012 年 6 月 19 日收盘价的 PE 分别为 15、12、10 倍, 给予公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂:** 家电节能补贴政策, 1、2 级能效变频空调销量加速增长。
- ◆ **风险因素:** 政策市场反响低于预期; 房地产市场继续低迷; 今年夏季温度低于往年均值。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入 (百万元)	3,113.07	4,186.89	4,756.55	5,499.92	6,469.66
增长率 YoY %	52.57%	34.49%	13.61%	15.63%	17.63%
净利润 (百万元)	315.41	365.88	465.89	551.77	662.95
增长率 YoY %	32.60%	16.00%	27.33%	18.43%	20.15%
毛利率 %	25.17%	23.56%	24.17%	24.60%	25.04%
净资产收益率 ROE %	16.75%	13.98%	16.17%	16.94%	17.70%
每股收益 EPS (元)	1.06	1.23	0.78	0.93	1.11
市场一致预期 EPS (元)	--	--	0.83	1.01	1.16
市盈率 P/E (倍)	--	--	15	12	10
市净率 P/B (倍)	--	--	2.25	1.97	1.70

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2012 年 06 月 19 日收盘价

## 目 录

投资聚焦.....	1
家电节能补贴政策出台，高效节能变频空调将会受益.....	2
变频空调市场规模快速扩张.....	3
变频空调的加速普及将推动电子膨胀阀行业增长.....	6
三花股份：国内电子膨胀阀龙头，未来将受益于电子膨胀阀需求的爆发增长.....	7
收入利润与下游空调行业相关度较高，毛利率较稳定.....	9
公司观点：空调行业增速放缓不可避免，但公司有望保持正增长.....	11
盈利预测与投资建议.....	11
基本假设.....	11
绝对估值法.....	12
相对估值法.....	13
盈利预测、估值及投资评级.....	14
风险提示.....	14

## 表 目 录

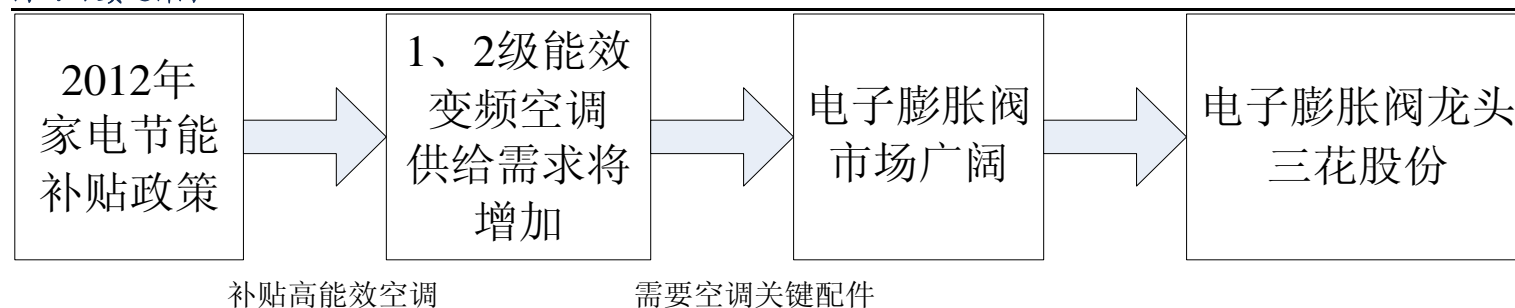
表 1: 新高效节能空调推广财政补贴标准.....	2
表 2: 2010 年分体式空调新能效标准.....	3
表 3: 近两年主流品牌的变频空调技术.....	5
表 4: 家用空调电子膨胀阀需求预测.....	7
表 5: 三花的电子膨胀阀.....	8
表 6: 公司各项业务收入和毛利率预测.....	12
表 7: FCFE 估值假设.....	12
表 8: FCFE 绝对估值分析及结果.....	13
表 9: 空调上游配件行业主要上市公司市场盈利一致预期与估值比较.....	13

## 图 目 录

图 1: 投资逻辑图.....	1
图 2: 2011 年变频空调能效结构.....	3
图 3: 家用变频空调规模趋势.....	4
图 4: 2010-2012.4 家用变频空调销量.....	4
图 5: 中怡康统计的变频空调和定频空调市场比例变化趋势.....	4
图 6: 国产空调品牌变频和定频出货比例.....	4
图 7: 中国市场变频空调品牌结构 1.....	5
图 8: 中国市场变频空调品牌结构 2.....	5
图 9: 电子膨胀阀工作原理图.....	6
图 10: 营业收入及净利润增速与家用空调产量增速比较.....	9
图 11: 主要业务组成.....	9
图 12: 2009-2011 年营业收入变化趋势.....	10
图 13: 2009-2011 年归属于母公司所有者的净利润变化趋势.....	10
图 14: 2009-2011 年毛利率和净利率变化趋势.....	10
图 15: 2009-2011 年费用率变化趋势.....	10
图 16: 相对估值溢价比较 (PE (TTM) 剔除负值).....	14

## 投资聚焦

图 1: 投资逻辑图



资料来源: 信达证券研发中心

**行业观点: 家电节能补贴政策出台, 刺激电子膨胀阀行业。**今年6月份实施的家电补贴政策重点补贴1、2级能效空调, 我们认为变频空调的销售量将继续保持快速增长, 而电子膨胀阀作为高效变频空调的重要配件, 其在变频空调中的渗透率未来将快速提升。我们认为高效节能变频空调的加速普及将对国内电子膨胀阀市场带来加大促进作用。

**公司观点: 国内电子膨胀阀龙头, 技术优势明显。**电子膨胀阀有较高技术壁垒, 市场被少数国外企业所掌握, 三花股份作为国内少有的拥有自主能力研发生产电子膨胀阀的厂商, 技术优势明显, 销量是国内电子膨胀阀行业第一名。2011年公司电子膨胀阀业务收入占公司主营收入的10%左右, 我们预计其业务的毛利率超过30%, 公司已把发展电子膨胀阀业务放到重要位置, 配合国家节能政策, 未来将重点发展该业务, 我们预计2012年电子膨胀阀业务收入可以接近翻番增长。

**有别于大众的认识。**公司今年收入增速将会随下游空调行业增速放缓而减慢, 但公司作为空调配件的龙头企业, 议价能力较强, 与龙头空调厂商有长期稳定合作, 我们认为公司仍能保持正增长。

**盈利预测和估值:** 我们预测公司2012-2014年EPS为0.78元、0.93元、1.11元, 对应PE分别为15倍、12倍、10倍。根据绝对估值法和相对估值法, 我们认为三花股份在未来六个月的合理估值区间在13.3-14.8元/股。

**投资机会催化剂:** 家电节能补贴政策, 1、2级能效变频空调销量加速增长。

**风险因素:** 1. 家电节能补贴政策市场反响低于预期; 2. 房地产市场继续低迷; 3. 今年夏季温度低于往年平均值。

## 家电节能补贴政策出台，高效节能变频空调将会受益

5月16日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，讨论通过《国家基本公共服务体系“十二五”规划》，研究确定促进节能家电等产品消费的政策措施，决定安排财政补贴265亿元，启动推广符合节能标准的空调、平板电视、电冰箱、洗衣机和热水器，推广期限暂定一年。财政部于5月25日下发《节能产品惠民工程高效节能房间空气调节器推广实施细则》的通知：推广产品为能效等级2级及以上，额定制冷量在14000W以下，气候类型为T1的分体式房间空气调节器。移动式、多联式、单元式空调机组，暂不纳入推广产品范围。推广期限暂定为2012年6月1日至2013年5月31日，将直接向空调生产厂商进行补贴（终端卖场一般采取价格直降的方式），补贴金额范围240-400元/台。

表1：新高效节能空调推广财政补贴标准

额定制冷量 (W)	定速空调 (元/台、套)		转速可控性空调 (元/台、套)	
	能效等级	能效等级	能效等级	能效等级
	1级	2级	1级	2级
CC ≤ 4500	240	180	300	240
4500 < CC ≤ 7100	280	200	350	280
7100 < CC ≤ 14000	330	250	400	330

资料来源：信达证券研发中心

本次节能补贴政策对于变频空调（转速可控性空调）的补贴金额要高于定频空调60-80元/台，1级能效空调补贴金额高于2级能效空调60-70元/台。此次直接对1、2级能效空调实施的补贴政策，符合“十二五”期间的节能减排要求，将会加速提升高效节能变频空调（1、2级能效）的推广和普及，一方面促进空调行业结构升级，鼓励高能效变频空调的生产，另一方面提振空调市场消费者信心，以达到拉动内需的目的。

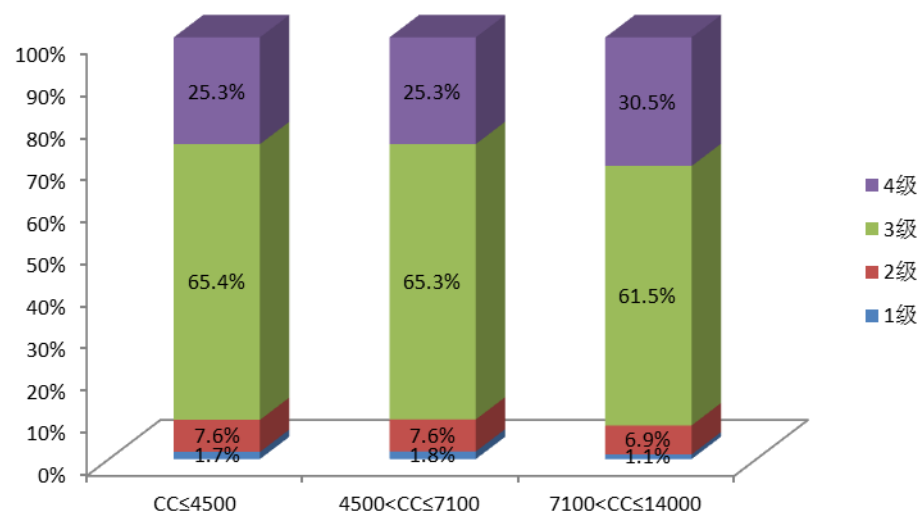
2010年新公布的《房间空调能效限定值及能效等级》将分体式空调的五个能效等级重新调整成为三个，提升了等级标准，如CC ≤ 4500由旧标准准入等级5级的能效比2.6上升到新标准3级的3.2。2011年出于成本和价格的考虑，能效等级3的变频空调是市场中的主流，我们认为未来新修订的能效指标将会进一步提高家用空调的市场准入门槛，高能效比的变频空调（比常规的空调节能20%~30%）市场潜力巨大。

表 2: 2010 年分体式空调新能效标准

额定制冷量 (W)	能效比		
	1 级	2 级	3 级
CC < 4500	3.6	3.4	3.2
4500 < CC < 7100	3.5	3.3	3.1
7100 < CC < 14000	3.4	3.2	3

资料来源: 信达证券研发中心

图 2: 2011 年变频空调能效结构

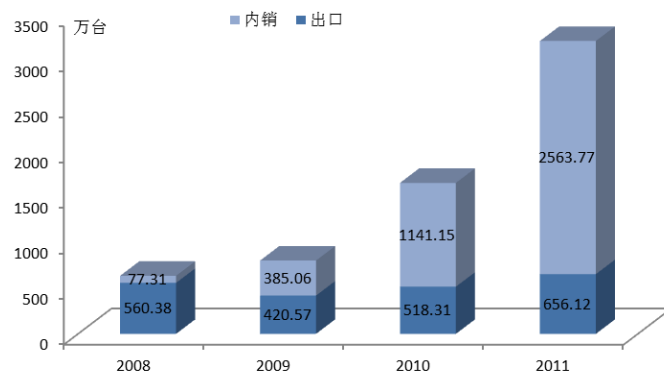


资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

## 变频空调市场规模快速扩张

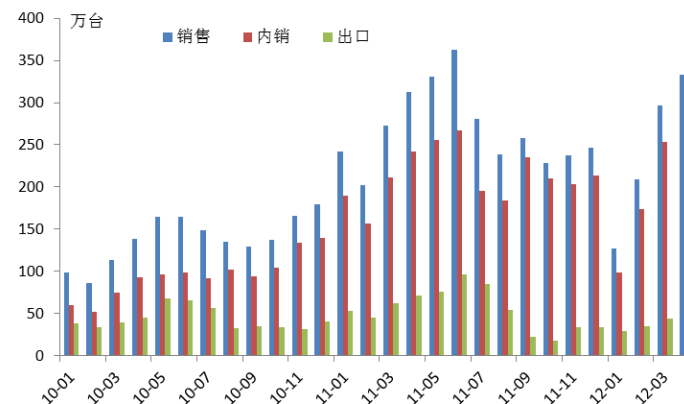
2008 年以来我国变频空调市场发展迅速, 变频空调所占比例逐年提升, 产业在线的数据显示, 2011 年中国变频空调销量达到 3212.9 万台, 占家用空调销量的 29.5%, 其中内销和出口分别达到 2563.8 万台和 649.2 万台, 分别占内销和出口总销量的 42.4%和 13.4%。2011 年家用变频空调国产品牌占比已达到 92%, 其中格力和美的已占据 75%。

图 3: 家用变频空调规模趋势



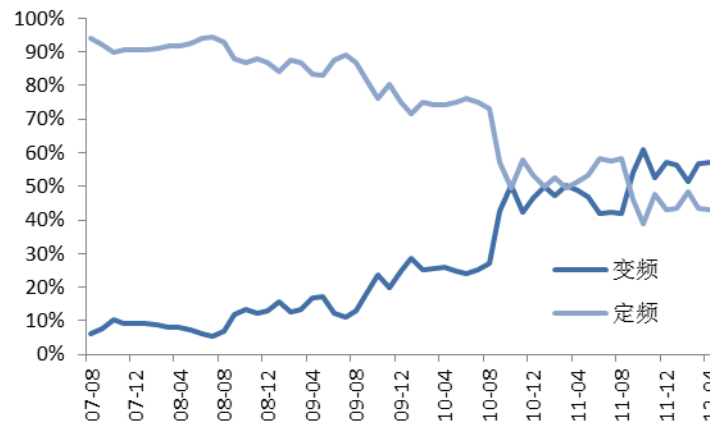
资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

图 4: 2010-2012.4 家用变频空调销量



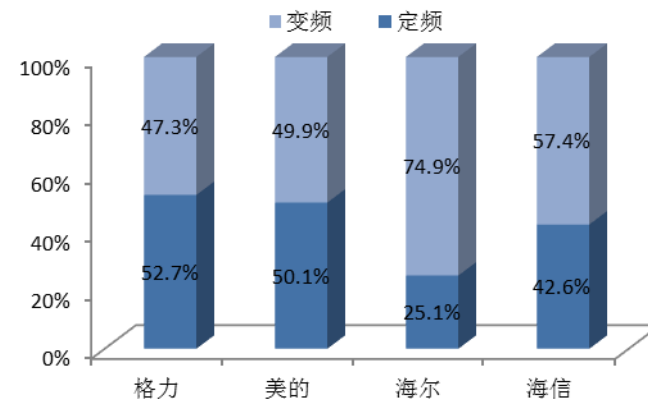
资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

图 5: 中怡康统计的变频空调和定频空调市场比例变化趋势



资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心

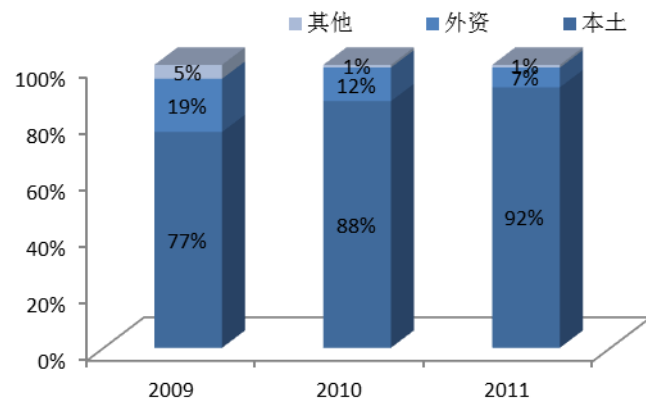
图 6: 国产空调品牌变频和定频出货比例



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

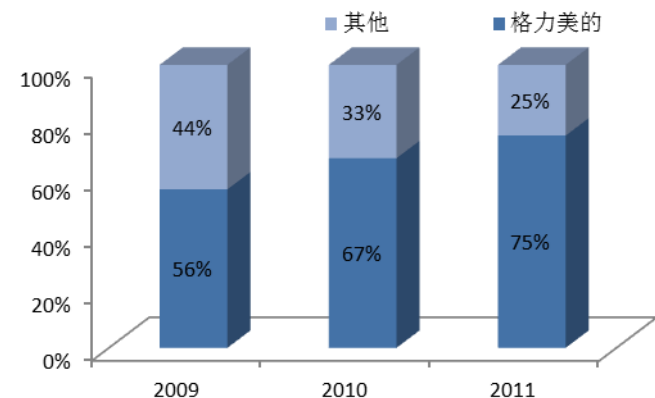


图 7: 中国市场变频空调品牌结构 1



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

图 8: 中国市场变频空调品牌结构 2



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

近两年国内各大厂商纷纷推出具有不同卖点的变频空调, 不同品牌变频空调的差异化趋强, 以满足不同用户的需求。未来变频空调技术发展趋势仍将围绕节能和舒适展开, 重点发展变频智能控制技术、元器件升级、新材料替代、新能源综合利用、物联网技术等方面。我们预计在国家节能政策的支持下, 随着空调行业结构升级的深入, 家用变频空调在“十二五”期末的比重将提升到 70%以上。

表 3: 近两年主流品牌的变频空调技术

品牌	技术
格力	低温控制: 1 赫兹变频空调
美的	全直流: 全直流变频空调
海尔	健康空调: 除甲醛变频空调
志高	智能技术: 变频云空调
海信	双模: 双模变频空调
格兰仕	变流技术: 变流空调
奥克斯	低温制热: 热霸变频空调
长虹	精确控温: 精确变频空调

资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

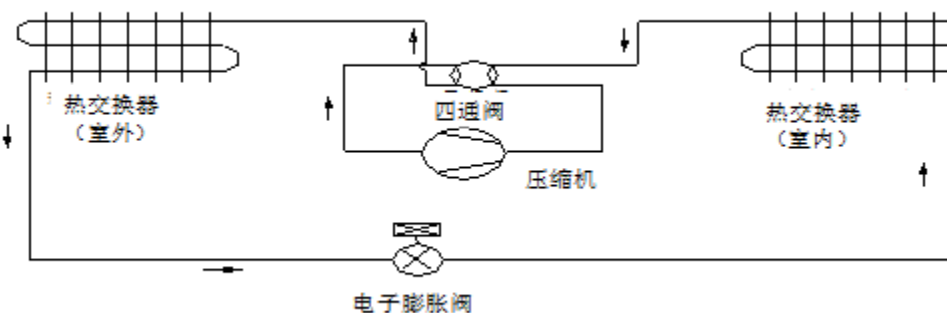


## 变频空调的加速普及将推动电子膨胀阀行业增长

变频空调技术离不开变频空调压缩机和电子膨胀阀两大重要配件。变频空调是通过变频器改变压缩机的供电频率，通过频率的变化调节压缩机的转速，当供电频率高时，压缩机转速就快，空调器制冷（热）量也就大；当供电频率较低时，空调器制冷（热）量就小。上述大小变化必须依靠电子膨胀阀来自动控制系统中冷媒流量的大小，使之与变频压缩机的功率相匹配。

电子膨胀阀是制冷系统里的节流阀，发挥控制制冷剂流量的作用：控制器通过对传感器采集的参数进行计算，向驱动板发出调节指令，由驱动板向电子膨胀阀输出电信号，驱动电子膨胀阀的动作。通过电子膨胀阀对制冷剂流量的自动调节，可使空调系统始终保持在最佳的工况下运行，达到快速制冷、精确控温、节省电能的效果。只有使压缩机的变频控制技术和电子膨胀阀的制冷剂流量自动调节技术相结合，才能真正达到变频空调节能高效的要求。

图 9：电子膨胀阀工作原理图



资料来源：《国家重点节能推广技术报告（第三批）》

现今国内的变频空调部分还在使用毛细管或热力膨胀阀，系统制冷量要匹配装电子膨胀阀的空调系统低，不能算作真正的变频空调，据统计 2010 年国内变频压缩机上使用电子膨胀阀的比例约为 20%，而日本变频空调的电子膨胀阀使用率已经达到 100%。2010 年底，电子膨胀阀首次列入国家节能产品推广目录后，来自国内变频市场的需求明显增加，随着变频空调市场规模扩大和变频技术的发展，1、2 级能效的变频空调的渗透率在国家政策扶持下将继续提升，我们预计到 2015 年变频空调使用电子膨胀阀的比例将超过 50%，因此我们根据产业在线的数据，通过对空调的销量产量的预测和变频空调比例的预测，推导出 2012-2015 年国内对电子膨胀阀的需求将超过 3800 万件，平均每年的需求符合增长率为 41%。我们认为高效节能变频空调的加速普及将对国内电子膨胀阀市场带来极大推动作用。

表 4: 家用空调电子膨胀阀需求预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
空调销量 (万台)	9472	10880	10892	11523	12610	14209
空调内销 (万台)	5157	6036	6096	6584	7374	8554
空调内销增速	36.89%	17.04%	1.00%	8.00%	12.00%	16.00%
空调出口 (万台)	4315	4844	4796	4939	5236	5655
空调出口增速	53.10%	12.26%	-1.00%	3.00%	6.00%	8.00%
空调产量 (万台)	9775	10984	10892	11754	12862	14493
产量销量比	1.032	1.010	1	1.02	1.02	1.02
变频空调销量 (万台)	1659	3213	4072	4938	6102	7571
变频空调内销 (万台)	1141	2564	3353	3950	4793	5988
变频空调内销占比	22.13%	42.48%	55.00%	60.00%	65.00%	70.00%
变频空调出口 (万台)	518	649	719	988	1309	1583
变频空调出口占比	12.00%	13.40%	15.00%	20.00%	25.00%	28.00%
变频空调产量估算 (万台)	1712	3244	4072	5037	6224	7723
电子膨胀阀使用比例	20.00%	30.00%	35.00%	40.00%	45.00%	50.00%
电子膨胀阀需求估算 (万个)	342	973	1425	2015	2801	3861
电子膨胀阀需求增速估算		184.19%	46.47%	41.36%	39.01%	37.86%



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心预测

### 三花股份: 国内电子膨胀阀龙头, 未来将受益于电子膨胀阀需求的爆发增长

电子膨胀阀具有相对较高的技术门槛, 而且还受到知识产权和专利的保护, 电子膨胀阀技术长期被外国厂商把持, 生产电子膨胀阀的国外厂商主要有丹佛斯、艾默生、斯波兰、不二工机、鹭宫等企业。

三花公司是国内少有的成功解决电子膨胀阀技术壁垒, 可以自主研发和生产变频空调用的电子膨胀阀的厂商, 其 Q 型家用空调电子膨胀阀获得了 2011 年浙江省科学技术奖, 同时其电子膨胀阀实现了全球大批量销售, 具备成本控制等优势。公司的电子膨胀阀是国内第一大厂商, 世界第二大厂商, 主要的客户包括有松下、大金、三菱电机、三星、LG、格力、美的、海尔等世界著名空调企业。

表 5: 三花的电子膨胀阀

O 系列电子膨胀阀	Q 系列电子膨胀阀
	
<p><b>组成:</b> 主要由阀体和线圈组成, 由空调系统的电子控制器控制电子膨胀阀中步进电机转子的旋转, 转子上的齿轮带动齿轮减速器, 并通过螺纹副的轴向传动及波纹管传递, 带动阀针作轴向移动, 改变阀口开启程度, 从而自动调节制冷剂流量;</p>	<p><b>组成:</b> 主要由阀体和线圈组成。电子控制器通过发送脉冲信号到线圈来控制子部件旋转, 通过丝杆和螺母传动, 将转子部件的旋转运动转化为阀针沿轴向直线移动, 从而调节阀口的通流面积, 调节制冷剂的流量; 同时止动器部件通过滑环上下运动控制阀针上下运动的行程, 从而保证阀始终在 0&lt;-&gt;500p 内运动;</p>
<p><b>主要特点:</b> 低噪音, 高精度, 高寿命</p>	<p><b>主要特点:</b> 体积小, 重量轻, 产品流道的优化设计对抗系统冷媒噪音的适应性广, 产品设计可靠性好, 寿命高</p>

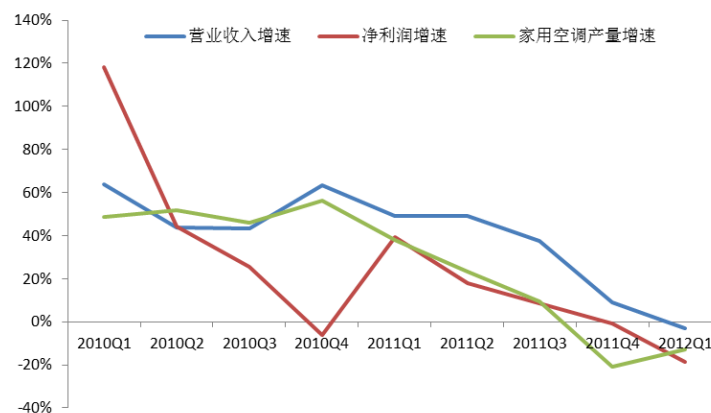
资料来源: 三花官方网站, 信达证券研发中心

公司在变频空调用电子膨胀阀上具有自有知识产权, 针对各户的不同需求, 已开发形成 Q、O、R、S 四大系列产品, 公司在 2011 年电子膨胀阀销量达到约 700 万套, 销售额占公司主营收入的 10% 左右。公司作为国内空调配件的龙头企业, 议价能力较强; 电子膨胀阀技术含量较高, 价格也相比一般的膨胀阀要高, 同时公司对上游原材料 (主要是 60-70% 的铜, 还有铝和稀土) 都签有期货套期保值合约, 我们预计电子膨胀阀毛利率超过 30%, 比起公司的截止阀和四通阀都要高。我们认为公司未来将重点发展电子膨胀阀业务, 加强对产品的研发 (尤其是高端器件), 控制上游价格, 改善下游供应链, 我们预计公司 2012 年电子膨胀阀销量有望接近翻番增长, 毛利率维持高水平。

## 收入利润与下游空调行业相关度较高，毛利率较稳定

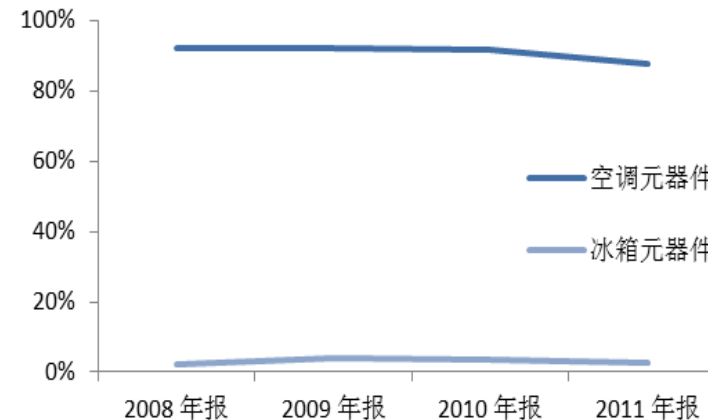
三花公司的主要营业收入来自空调元器件，所占比例保持在 90% 上下。公司在 2009-2011 年的营业收入和归属于母公司所有者的净利润的同比增速都呈现“负增长-高增长-增幅收窄”的趋势，相比较家用空调产量的同比增速分别为 2.6%、50.74%、12.37%，再比较 2010 年到现在每季度公司收入利润与家用空调销量的走势不难发现他们之间有较高的相关性。2012 年一季度，公司营业收入和归属于母公司所有者的净利润分别下滑 2.91% 和 18.65%，同时期家用空调整机制造厂商处于去库存期，整个空调行业并不景气，产量同比下滑 12.9%，再次印证了公司营收与下游行业的紧密关系。

图 10: 营业收入及净利润增速与家用空调产量增速比较



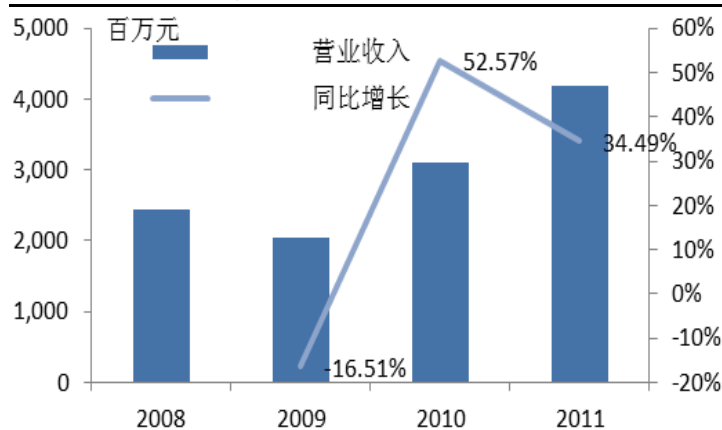
资料来源：产业在线，Wind，信达证券研发中心

图 11: 主要业务组成



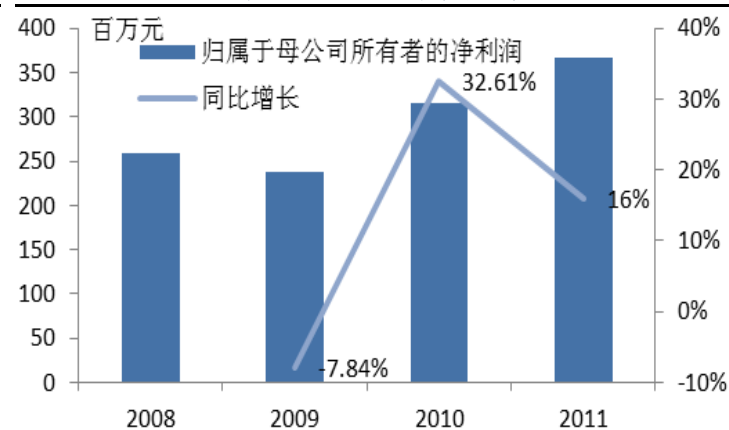
资料来源：产业在线，信达证券研发中心

图 12: 2009-2011 年营业收入变化趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

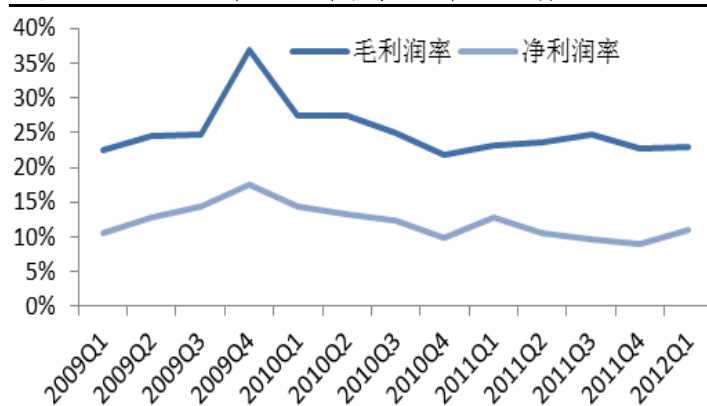
图 13: 2009-2011 年归属于母公司所有者的净利润变化趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

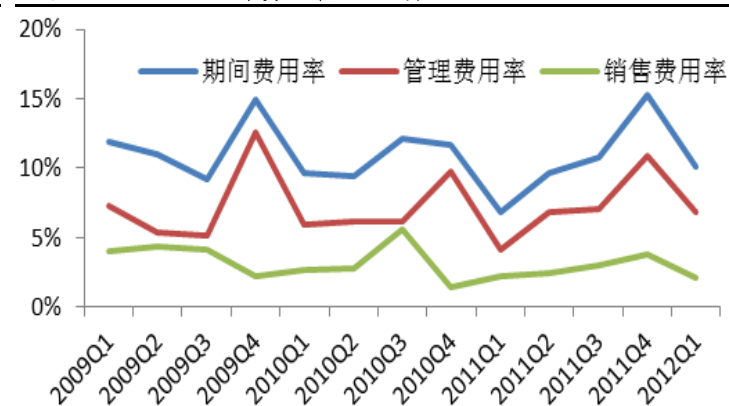
盈利能力方面,公司的毛利润率和净利润率从 2010 年四季度以来保持了一个相对平稳的趋势,主要原因一是公司作为空调配件行业龙头,议价能力较强,下游客户相对稳定;二是公司自主研发能力强,产品不断推陈出新。公司的费用率 2011 年呈现一个升高的趋势,主要原因是研发费用的投入增大,但费用率 2012 年一季度已出现明显下降,我们预计今年仍会保持同一水平。

图 14: 2009-2011 年毛利润率和净利润率变化趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 2009-2011 年费用率变化趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



## 公司观点：空调行业增速放缓不可避免，但公司有望保持正增长

2012年随着以旧换新和家电下乡政策退出、房地产限购的继续严格执行、国内外宏观经济处于下行通道等因素的影响，空调整机需求下降，消费者信心明显不足。据产业在线统计的数据，前四个月空调产量和销量分别下滑 8.1%和 0.2%，都出现了负增长。作为空调配件生产龙头厂商，我们上面分析过，三花公司的营收与下游调整机的景气度息息相关，一季度本应该是上游配件的旺季，但公司的收入还是受下游影响要低于去年。

据我们了解，“五一”之后空调需求开始缓慢转暖，家用空调的销售情况正在好转，厂商也加大了新型号空调的生产，我们认为空调行业二季度的降幅有望缩小甚至转正。同时六月一日开始实行的节能家电补贴政策，将对 1、2 级能效空调直接补贴生产厂商，我们认为这有利于拉动空调需求，并促使调整机厂商调整生产结构，加大节能高效空调的生产。三花公司作为空调配件生产的龙头企业，下游客户稳定，议价能力强，同时公司不断提升自主创新能力，正在从“成本领先”走向“技术领先”，我们认为公司受到空调行业不景气的影响有限。我们预计空调行业从二季度开始好转，将直接有利于公司营业收入的增长，公司上半年的收入将接近去年同期水平，全年营业收入可以保持在 10%以上的正增长。

另一方面，高效节能空调无疑将成为空调市场中的新热点，变频空调将受政策刺激成为消费者的首选空调，各大调整机厂商也将加大变频空调的生产力度，提高变频的渗透率。电子膨胀阀作为高效变频空调的关键部件，其需求有望继续高速增长，作为国内电子膨胀阀的龙头企业，三花公司的技术领先，拥有自主研发能力，产品线齐全，产能准备充足。我们认为未来公司的电子膨胀阀业务将在政策的支撑下有望高速增长，从而作为公司营业收入增长的一个新爆发点。公司 2011 年电子膨胀阀业务所占主营收入比例在 10%左右，基数相对较低，我们预计公司 2012 年电子膨胀阀销量在变频空调产量增长的前提下将接近翻番增长，随着公司技术研发能力的提高，公司整体毛利率将继续维持高水平。

同时我们还要持续关注影响下半年空调行业的三个因素：1.消费者对节能家电补贴政策的反响如何，变频空调的增长是否能达到我们的预期；2.房地产市场能否回暖和保障房的入住率，将影响商品房对空调需求的拉动作用；3.夏季温度会不会低于常年平均水平，今年 4、5 月份南方雨水较多，温度并不是太高。

## 盈利预测与投资建议

### 基本假设

1. 2012 年空调器件业务受下游整机行业不景气的影响，收入增速相比去年减半至 14%；其中电子膨胀阀 2012 年接近 100% 增长，2013-14 年取我们之前估算的家用空调电子膨胀阀的 40% 增速；
2. 2013-2014 年空调器件业务保持 15-18% 的增速，依据我们对空调行业未来增速的判断和历史上空调业务与下游增速的比例关系；其他非主营业务收入与主营业务收入的比例保持 2011 年水平；
3. 2012-2014 年因为材料价格的下降、公司的技术能力增强，空调器件的毛利率稳定提升，冰箱器件维持 30%；其他非主

- 营业务毛利率取 2%;
4. 运营能力指标选择近两年的平均值;
  5. 子公司和固定资产投资保持稳定;
  6. 太阳能热电项目近两年暂时不会对公司业绩有太大影响, 暂时不考虑;
  7. 无具体融资项目, 长短期借款保持稳定增长;
  8. 未来 3 年少数股东损益比例与 2011 年相近。

表 6: 公司各项业务收入和毛利率预测

项目	营收/毛利	2011A	2012E	2013E	2014E
空调器件	营业收入 (百万元)	3,669.26	4,182.96	4,852.23	5,725.63
	营业收入增长	28.51%	14.00%	16.00%	18.00%
	毛利率	25.95%	26.50%	27.00%	27.50%
其中: 电子膨胀阀	营业收入 (百万元)	380	760	1064	1490
	营业收入增长	-	100%	40%	40%
	毛利率	30%	31%	32%	32%
	所占主营收入比例	10.06%	17.72%	21.45%	25.53%
冰箱器件	营业收入 (百万元)	106.32	106.32	107.38	108.45
	营业收入增长	-5.82%	0.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	31.96%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	营业收入 (百万元)	411.32	467.28	540.31	635.58
	营业收入增长	183.78%	13.61%	15.63%	17.63%
合计	营业收入 (百万元)	4,186.89	4,756.55	5,499.92	6,469.66
	营业收入增长	34.49%	13.61%	15.63%	17.63%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 (电子膨胀阀数据均为我们的预测)

## 绝对估值法

采用自由现金流模型 (FCFE) 对公司进行估值

表 7: FCFE 估值假设

指标	假设
预测年限	10 年
行业平均资产 Beta	1.2
股票 Beta	1.39



无风险利率	3.70%
市场收益率	10.70%
风险收益率	9.73%
永续增长率(TV)	1.00%
股权资本成本	13.43%

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

根据我们的财务模型预测结果, 通过股权现金流折现分析, 对公司的 FCFE 和现值预测如下:

**表 8: FCFE 绝对估值分析及结果**

指标	估值
研究期经营价值	3,181,066,211.21
TV	4,080,147,615.57
其他	588,498,965.61
合计	7,849,712,792.39
每股价值(元)	13.20

资料来源: 信达证券研发中心预测

## 相对估值法

我们通过同行业市盈率进行比较, 判断公司的合理市盈率区间:

选择主要生产空调配件的上市公司对市场对其的一致预期进行比较: 三花股份、盾安环境、常发股份、海立股份。

**表 9: 空调上游配件行业主要上市公司市场盈利一致预期与估值比较**

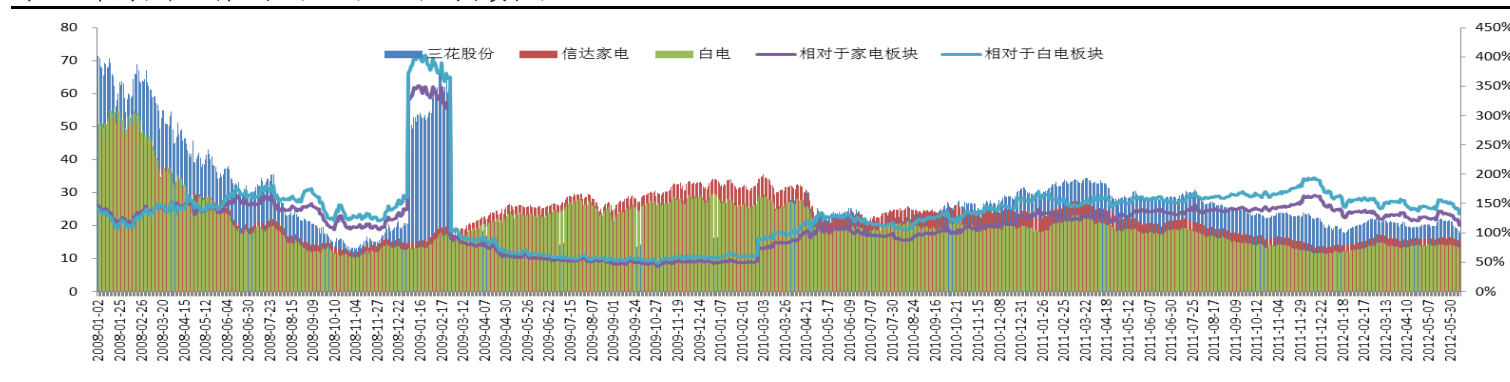
上市公司	股价	市值 (亿元)	EPS 预测值(元)			PE(倍)			PEG
	(元)		2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
三花股份	11.49	68.34	1.23	0.83	1.01	9	14	11	0.33
盾安环境	10.90	91.34	0.38	0.50	0.65	29	22	17	0.93
常发股份	9.41	20.75	0.44	0.41	0.47	21	23	20	6.38
海立股份	7.55	45.51	0.29	0.49	0.56	26	15	13	0.67

资料来源: wind, 信达证券研发中心

注: 股价为 2012 年 6 月 19 日收盘价, EPS 为 wind 收集的盈利预测中值, 另外三花股份股本发生变化, 2012 年 10 配 10

再对三花股份的相对估值溢价水平进行比较

图 16: 相对估值溢价比较 (PE (TTM) 剔除负值)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

我们计算了 2009 年以来三花股份相对于白电板块的相对估值溢价水平, 取平均值约等于 1.3 倍左右。根据市场的一致预期, 我们测算白电板块 2012 年的 PE 约为 13-15 倍, 对应三花股份 PE 约为 17-19 倍之间。

### 盈利预测、估值及投资评级

综上所述分析, 我们通过财务预测模型计算, 预测公司 2012-2014 年 EPS 为 0.78 元、0.93 元、1.11 元, 对应 6 月 19 日收盘价的 PE 分别为 15 倍、12 倍、10 倍。根据绝对估值法和相对估值法, 我们认为三花股份在未来六个月的合理估值区间在 13.3-14.8 元/股, 给予公司“增持”评级。

### 风险提示

1. 家电节能补贴政策市场反响低于预期;
2. 房地产市场继续低迷;
3. 今年夏季温度低于以往平均值。

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	3,672.10	3,772.93	4,677.97	5,472.39	6,417.75
现金	1,491.82	1,405.55	1,670.07	2,007.64	2,357.49
应收账款	805.72	763.26	1,049.09	1,213.05	1,426.93
其它应收款	509.24	469.22	655.57	758.03	891.68
预付账款	83.83	268.65	216.30	248.68	290.84
存货	755.89	835.13	1,055.82	1,213.88	1,419.69
其他	25.60	31.12	31.12	31.12	31.12
<b>非流动资产</b>	797.40	1,064.23	1,169.42	1,265.46	1,404.13
长期投资	60.75	46.71	46.71	46.71	46.71
固定资产	479.55	610.22	662.17	842.95	932.13
无形资产	185.22	197.35	201.05	204.48	207.63
其他	71.88	209.96	259.49	171.33	217.66
<b>资产总计</b>	4,469.50	4,837.16	5,847.39	6,737.85	7,821.88
<b>流动负债</b>	1,623.74	1,606.95	2,211.24	2,563.78	2,977.52
短期借款	329.00	492.94	642.94	792.94	942.94
应付账款	460.33	404.72	584.46	671.96	785.88
其他	834.40	709.28	983.84	1,098.88	1,248.69
<b>非流动负债</b>	130.80	206.82	206.82	206.82	206.82
长期借款	130.00	170.33	170.33	170.33	170.33
其他	0.80	36.49	36.49	36.49	36.49
<b>负债合计</b>	1,754.54	1,813.76	2,418.05	2,770.59	3,184.33
少数股东权益	202.94	299.96	388.71	493.80	620.08
归属母公司股东权益	2,512.02	2,723.43	3,040.63	3,473.46	4,017.46
<b>负债和股东权益</b>	4,469.50	4,837.16	5,847.39	6,737.85	7,821.88

主要财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,113.07	4,186.89	4,756.55	5,499.92	6,469.66
同比(%)	52.57%	34.49%	13.61%	15.63%	17.63%
归属母公司净利润	315.41	365.88	465.89	551.77	662.95
同比(%)	32.60%	16.00%	27.33%	18.43%	20.15%
毛利率(%)	25.17%	23.56%	24.17%	24.60%	25.04%
ROE(%)	16.75%	13.98%	16.17%	16.94%	17.70%
每股收益(元)	1.06	1.23	0.78	0.93	1.11
P/E	22	19	15	12	10
P/B	1.36	1.26	2.25	1.97	1.71
EV/EBITDA	7.35	6.81	9.87	8.52	7.27

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	3,113.07	4,186.89	4,756.55	5,499.92	6,469.66
营业成本	2,329.38	3,200.27	3,606.83	4,146.80	4,849.86
营业税金及附加	7.12	18.95	15.87	18.61	24.26
营业费用	95.88	121.03	128.43	148.50	174.68
管理费用	223.17	304.87	349.43	399.60	472.14
财务费用	18.23	20.83	14.63	17.78	20.29
资产减值损失	3.14	-1.86	3.28	3.79	4.46
公允价值变动收益	2.11	7.45	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.30	-25.72	20.00	20.00	20.00
<b>营业利润</b>	448.56	504.52	658.09	784.85	943.96
营业外收入	21.48	39.99	30.78	30.75	33.84
营业外支出	10.25	10.28	8.34	9.63	9.42
<b>利润总额</b>	459.79	534.23	680.52	805.97	968.38
所得税	80.64	98.82	125.90	149.11	179.15
<b>净利润</b>	379.15	435.41	554.63	656.87	789.23
少数股东损益	63.74	69.53	88.74	105.10	126.28
<b>归属母公司净利润</b>	315.41	365.88	465.89	551.77	662.95
EBITDA	544.60	621.60	790.89	933.46	1,114.67
EPS (摊薄) (元)	1.12	1.23	0.78	0.93	1.11

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	314.79	483.61	462.31	514.27	587.30
净利润	379.15	435.41	554.63	656.87	789.23
折旧摊销	70.40	76.48	84.49	96.35	109.94
财务费用	14.42	10.90	25.87	31.14	36.35
投资损失	-10.30	25.72	-20.00	-20.00	-20.00
营运资金变动	-145.37	-56.65	-189.51	-258.10	-336.23
其它	6.50	-8.24	6.82	8.02	8.00
<b>投资活动现金流</b>	-297.20	-530.42	-173.23	-176.62	-232.14
资本支出	-224.30	-519.74	-193.23	-196.62	-252.14
长期投资	-9.14	15.27	20.00	20.00	20.00
其他	-63.76	-25.96	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	1,042.37	106.17	-24.52	-0.04	-5.29
吸收投资	980.06	3.43	0.00	0.00	0.00
长期借款	210.23	226.93	150.00	150.00	150.00
其他	83.22	199.26	174.52	150.04	155.29
<b>现金净增加额</b>	1061.89	51.30	264.52	337.56	349.85

## 分析师简介

**胡育杰**，通信行业高级研究员。武汉大学博士。现任职信达证券研究发展中心通信行业首席研究员。曾任职于信息产业部电信研究院，从事通信行业宏观产业研究、政策研究、技术研究等，为信息产业部和其他相关机构提供了大量行业数据和多份高质量研究报告。曾任职宏源证券研究所，从事通信行业研究。

## 家电行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
格力电器	000651	美的电器	000527	青岛海尔	600690	海信电器	600060
老板电器	002508	三花股份	002050	阳光照明	600261	德豪润达	002005
合肥三洋	600983						

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入**：股价相对强于基准 20% 以上；

**增持**：股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有**：股价相对基准波动在  $\pm 5\%$  之间；

**卖出**：股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好**：行业指数超越基准；

**中性**：行业指数与基准基本持平；

**看淡**：行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。