



Research and
Development Center

加快配件产品线布局，下游回暖将为公司带来业绩改善

—— 三花股份（002050.sz）调研报告

2013年02月05日

胡育杰
家电行业分析师

证券研究报告

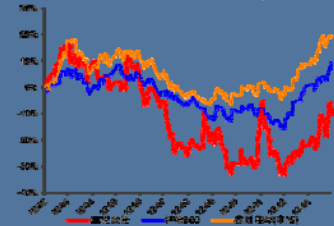
公司研究——调研报告

三花股份 (002050.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2012.10.23

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 (2013.2.4)

收盘价 (元)	10.1
52 周内股价波动区间 (元)	27.98-7.46
最近一月涨跌幅 (%)	11.73
总股本 (亿股)	5.95
流通 A 股比例 (%)	97.5
总市值 (亿元)	60.07

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 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编: 100031

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

王镛 研究助理

联系电话: +86 10 63081086
邮箱: wangmo@cindasc.com

相关研究

- 《技术领先, 电子膨胀阀业务看好》
2012.6
《受下游空调行业低迷影响 业绩下滑》
2012.8
《下游需求持续低迷 下调盈利预测》
2012.10

加快配件产品线布局, 下游回暖将为公司带来业绩改善

2013 年 02 月 05 日

本期内容提要:

- ◆ **2012 年下游空调产销下滑, 影响公司业绩。** 空调行业受补贴政策退出、房地产限购、家电消费透支等因素的影响, 2012 年行业产销双双下滑。公司作为空调阀件龙头企业, 同样受到下游影响, 收入下降, 再加上股权激励取消后费用加速确认的影响, 公司 2012 年业绩将出现下滑。
- ◆ **2013 年空调行业将回暖复苏, 拉动公司阀件销售, 电子膨胀阀需求增长或加速。** 2013 年在房地产市场回暖和城镇化的刺激下, 宏观经济稳定回升的带动下, 空调行业将会延续去年四季度以来的回暖复苏趋势, 行业将保持正增长, 这将有利于拉动公司阀件的销售, 改善公司业绩。同时新的变频空调能效等级有望今年出台, 变频空调节能要求将会提高, 公司高附加值的电子膨胀阀和其他节能类配件需求增长或将加速, 有利于改善公司产品结构和保持盈利。
- ◆ **加快产品线布局, 增强公司竞争力。** 公司为布局配件产品线、拓展公司市场空间、提高市场份额、完善配件配套产品、增强公司竞争力, 2012 年四季度以来公司公告收购德国亚威科公司的资产、青岛两家公司的资产和设立了青岛子公司, 公司募投项目也进展顺利。同时公司参股的 HF 公司太阳能光热发电业务今年将开始 8 个试点, 2015 有望为公司加速贡献利润。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 我们调低之前的预测, 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.5 元、0.68 元、0.78 元 (前次预测分别为 0.61 元、0.75 元、0.94 元), 对应 2013 年 2 月 4 日收盘价的 PE 分别为 20、15、13 倍, 维持公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂:** 空调行业产销明显好转, 节能空调市场份额提高。
- ◆ **风险因素:** 下游空调复苏程度低于预期; 经济环境持续低迷; 上游原材料价格出现波动。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	3,113.07	4,186.89	3,770.56	4,137.86	4,622.35
增长率 YoY %	52.57%	34.49%	-9.94%	9.74%	11.71%
净利润(百万元)	315.41	365.88	299.84	402.77	463.09
增长率 YoY%	32.60%	16.00%	-18.05%	34.33%	14.98%
毛利率%	25.17%	23.56%	24.15%	24.66%	24.65%
净资产收益率 ROE%	16.75%	13.98%	10.71%	13.35%	13.90%
每股收益 EPS(元)	1.06	1.23	0.50	0.68	0.78
市场一致预期 EPS(元)	--	--	0.58	0.73	0.9
市盈率 P/E(倍)	19	16	20	15	13
市净率 P/B(倍)	1.20	1.10	2.09	1.90	1.71

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2013 年 02 月 04 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
2012 年下游空调行业增速下滑，2013 年行业将处于回暖复苏阶段	2
2012 年空调阀件行业受空调下滑影响，传统阀件内销下滑，电子膨胀阀增速放慢	4
2012 年公司收入下滑，毛利润稳定增长，需注意股权激励取消后的费用加速处理	6
变频空调能效标准提高，公司电子膨胀阀需求增长有望加速	7
加快行业收购，扩大公司市场份额及产品线	9
参股 HF 公司，太阳能光热发电项目 2013 年开始商用试点	11
投资建议与盈利预测	12
风险提示	14

表 目 录

表 1: 原股权激励计划成本费用估计	7
表 2: 现行能源效率等级对应的制冷季节能源消耗效率指标	9
表 3: 现行转速可控型房间空气调节器能效限定值	9
表 4: 收购亚威科分四期进行支付	10
表 5: 青岛两家公司资产收购公告情况	11

图 目 录

图 1: 2012 年家用空调产量和销量	2
图 2: 2012 年家用空调内销和出口	2
图 3: 2012 年家用空调库存变化	3
图 4: 2004-2012 年前 11 个月制冷、空调设备行业主营收入	3
图 5: 2012 年家用空调库存销售比	3
图 6: 2012 年家用空调单季度产销同比增长比较	3
图 7: 2012 年家用空调三品牌销量增速比较	4
图 8: 2012 年家用空调销量市场份额	4
图 9: 2012 年空调截止阀内销	5
图 10: 2012 年空调四通阀内销	5
图 11: 2012 年空调电子膨胀阀内销	5
图 12: 三花股份营业收入变化	6
图 13: 三花股份归属母公司所有者净利润	6
图 14: 三花股份毛利率和净利率变化	6
图 15: 三花股份费用变化	6
图 16: 变频空调销售: 2012 年增速放慢	8
图 17: 2012 电子膨胀阀出口	8
图 18: 2011 年变频空调能效结构: 仍以三级为主	8
图 19: 收购后股权结构	10
图 20: HF 公司太阳能光热产品	12
图 21: HF 公司的以色列工程项目	12
图 22: 12 年初到 13 年 1 月底家电板块及子板块区间涨跌幅 (流通市值加权平均)	13
图 23: 12 年 12 月初到 13 年 1 月底家电板块及子板块区间涨跌幅 (流通市值加权平均) ...	13
图 24: 相对估值溢价比较	13

投资聚焦

行业观点:受下游空调行业下滑,影响阀件行业需求,2013年行业有望复苏好转。空调行业受补贴政策退出、房地产限购、家电消费透支等多重因素的影响,2012年行业产销双双出现下滑。空调整机的销售低迷必然影响到上游空调阀件行业:2012年截止阀内销下滑6.3%,四通阀内销下滑15.7%,节能阀件电子膨胀阀内销仅增长14.6%,增长明显放慢。我们认为2013年在房地产市场回暖和城镇化的刺激下,宏观经济稳定回升的带动下,再由于2012年的产销数据低基数效应作用下,空调行业稳定增长趋势较为明确,利好上游阀件的需求。

2012年业绩预测:收入下滑,股权激励取消后费用加速确认对公司业绩有一定影响。2012年由于下游需求的变化,三花股份前三季度营业收入和归属母公司所有者净利润分别下滑8.67%和11.11%,但公司毛利率保持稳定增长。2012年11月,公司决定终止实施公司A股股票期权与股票增值权激励计划,公司2012年度应确认股份支付费用4493.72万元,预计对公司EPS有-0.075元左右的影响。

我们观点:电子膨胀阀需求增长有望加速,积极布局家电配件产业链和扩大市场份额,参股的HF公司太阳能光热项目准备开始试点。公司作为全球电子膨胀阀的龙头企业,随着2013年新能效等级的出台和变频空调加快普及,会促进公司电子膨胀阀销售和推广;公司收购德国亚威科公司相关资产,得以进军小家电配件领域,拓展了家电配件产品线,完善了配件产业链;收购两家青岛企业资产和设立青岛子公司,意在靠近青岛家电生产基地,为客户提供全方位服务,提高供货速度和降低运营成本;募投的自动控制器件项目进展顺利;公司参股的以色列HF公司光热发电项目2013年准备开始8个商用试点,2015年有望为公司加快贡献利润。

有别于大众的认识:公司受下游空调行业影响较大,将直接影响公司2012年业绩,但公司毛利率稳定增长,在2013年下游行业复苏的带动下,公司2013年业绩转好的可能性很大。

盈利预测:短期来看,2013年下游空调行业回暖复苏的趋势较为确定,将直接拉动公司产品需求,同时节能环保类的高端阀件产品的需求在国家政策支持、变频空调新标准出台和空调产品结构升级的带动下,需求有望加速增长,我们认为公司2013年业绩出现改善,实现正增长是大概率事件;长期来看,公司将以节能阀件、空调冰箱自动控制器件、中高端配件及太阳能光热发电项目为公司重要发展方向,公司积极布局家电配件产业链,丰富产品线,提高公司市场份额,实现扩张性发展,同时通过参股的HF公司参与国内的节能发电项目建设,未来市场前景广阔。

综上分析,我们调低之前对公司的业绩预测,预测公司2012-2014年EPS为0.5元、0.68元、0.78元(上次预测分别为0.61元、0.75元、0.94元),对应2月4日收盘价的PE分别为20倍、15倍、13倍,维持公司“增持”评级。

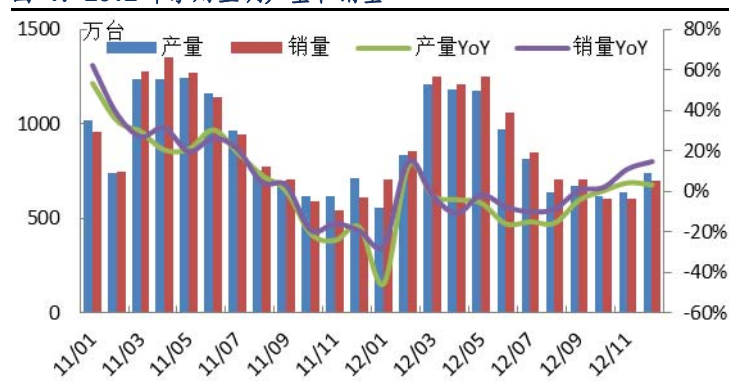
投资机会催化剂:空调行业产销明显好转,节能空调市场份额提高。

风险因素:1.下游空调整机复苏程度低于预期;2.国内外经济环境持续低迷;3.上游原材料价格出现波动。

2012 年下游空调行业增速下滑，2013 年行业将处于回暖复苏阶段

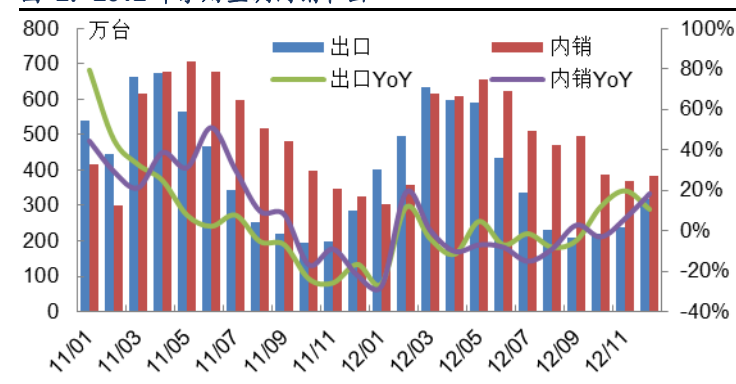
2012 年空调整机行业出现下滑，行业整体进入调整期。根据产业在线的数据，2012 年家用空调产量为 10049.6 万台 (YoY -8.55%)，销量为 10490.47 万台 (YoY -3.86%)，其中内销为 5779.91 万台 (YoY -4.63%)，出口为 4710.56 万台 (YoY -2.91%)，空调企业主动调整生产计划，行业整体处于去库存期，截至 12 月在库为 759.48 万台，同比下降 36.6%。空调企业的收入增长也明显放慢：根据国家统计局的统计，制冷、空调设备行业前 11 个月，主营业务收入仅增长 1.25%。我们认为空调行业下滑的主要原因是：1、国内宏观经济增长放慢，家电需求增长放慢；2、前几年的家电补贴政策过度消耗了居民消费需求，随着以旧换新和节能惠民补贴政策的退出，国内需求随即出现收缩的趋势；3、房地产限购政策对家庭用空调的需求有很大影响；4、新节能补贴政策主要针对中高端节能变频空调，并且相对补贴金额较少和机型范围不广，再加上政策出台后的 3-4 个月内，整机厂商和销售终端准备不足，致使其对空调销售的拉动效应有限；5、美国经济增长放缓，欧洲经济面临长期低迷，都影响我国空调的出口。

图 1：2012 年家用空调产量和销量



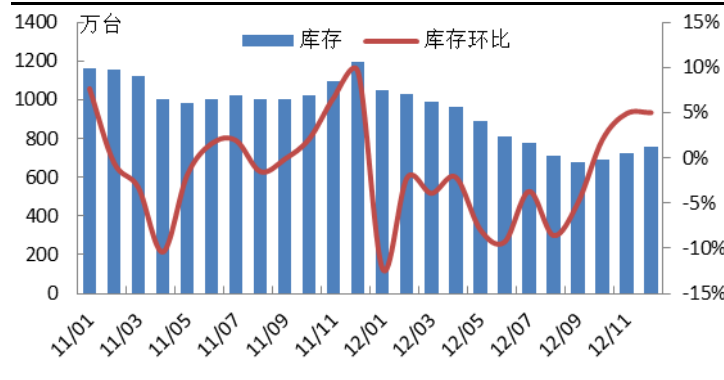
资料来源：产业在线，信达证券研发中心

图 2：2012 年家用空调内销和出口



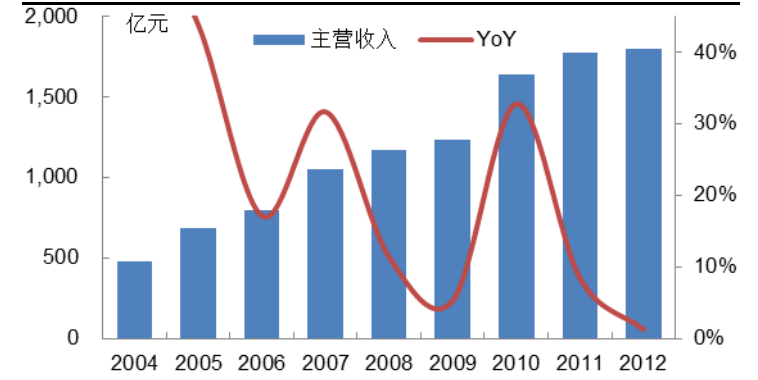
资料来源：产业在线，信达证券研发中心

图 3: 2012 年家用空调库存变化



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

图 4: 2004-2012 年前 11 个月制冷、空调设备行业主营收入

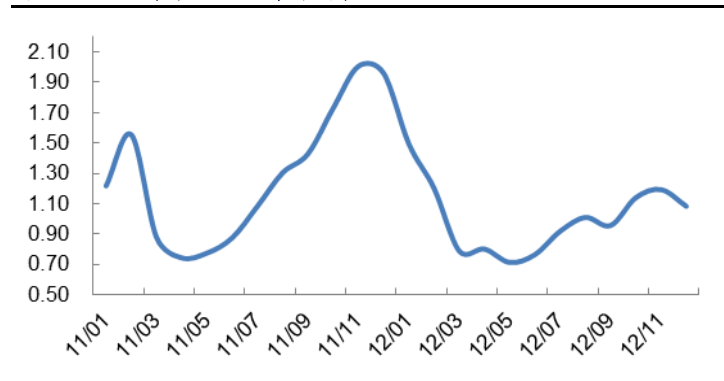


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

2012 年空调行业有两个特点:

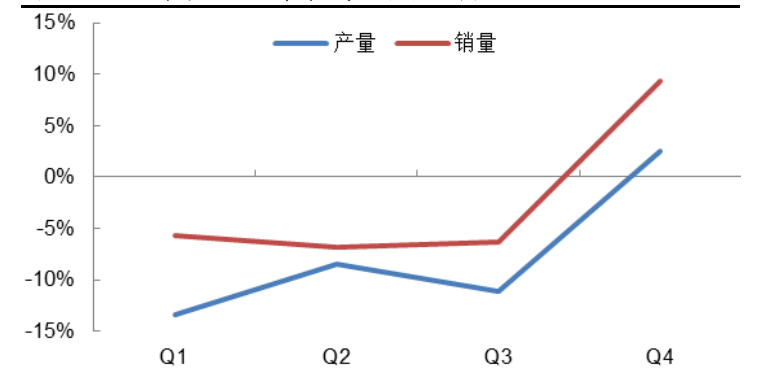
- 行业增长呈先低后高的趋势, 在四季度产销重回正增长, 库存销售比也保持在 1 以上, 我们认为主要得益于几个原因: 1、房地产政策基本稳定, 市场在刚需的带动下出现回暖, 三、四季度以来成交量的上升带动了空调的销售; 2、节能补贴政策效应显现, 节能、变频空调逐渐被消费者和市场所接受; 3、中秋、国庆两节对四季度的销售有刺激作用, 同时 2011 年四季度低基数效应对行业增长转正也起到作用; 4、四季度欧美经济趋稳, 8 月以来空调海外订单有所增加。

图 5: 2012 年家用空调库存销售比



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

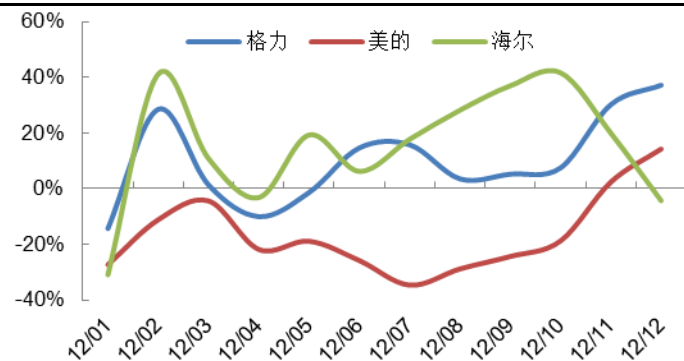
图 6: 2012 年家用空调单季度产销同比增长比较



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

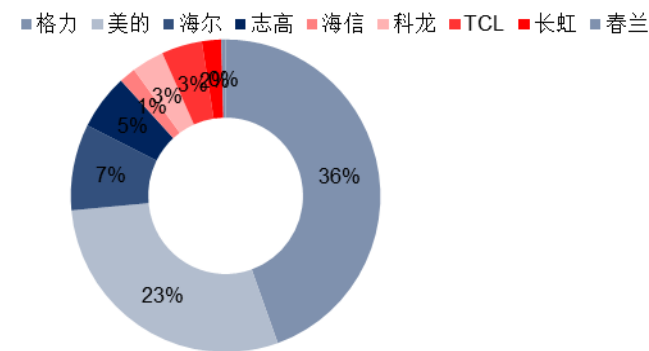
➤ **市场集中度继续提升**，前三名格力、美的、海尔的行业龙头位置稳固。根据产业在线的数据显示，三家家用空调总销量的市场份额达到 66%，其中格力、海尔的空调销量实现逆市增长，分别同比增长 7.5%和 11.9%，而美的由于主动进行战略转型，空调“战线”有所收缩，销量下滑 18.4%。我们认为空调行业整体低迷的背景下，龙头企业可以保持较稳定的增长和市场份额得益于他们的技术优势和品牌号召力，行业面临的负面因素对他们的影响有限。

图 7：2012 年家用空调三品牌销量增速比较



资料来源：产业在线，信达证券研发中心

图 8：2012 年家用空调销量市场份额



资料来源：产业在线，信达证券研发中心

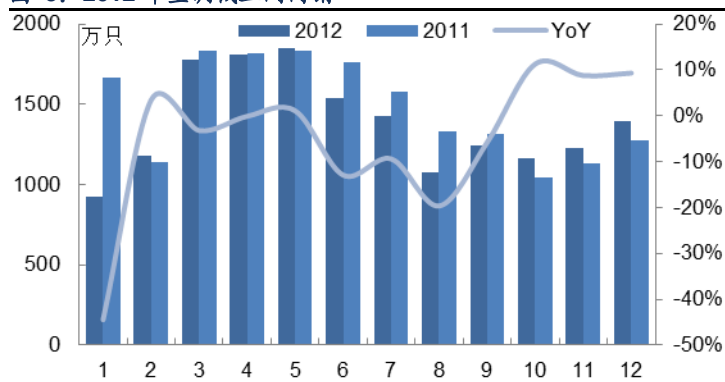
空调行业通过上一个冷年的调整（2011.8~2012.7），去库存基本接近尾声，行业已进入企稳复苏通道。我们认为 2013 年在房地产市场回暖和城镇化的刺激下，宏观经济稳定回升的带动下，再由于 2012 年的产销数据低基数效应作用下，空调行业复苏回暖的增长趋势较为明确，但是不会再出现前几年的高速增长的情况，全年预计保持在 5-10%左右的增速。同时下游空调调整机行业的好转将直接刺激上游空调配件行业的需求恢复，所以我们看好 2013 年空调配件行业也将有所增长。

2012 年空调阀件行业受空调下滑影响，传统阀件内销下滑，电子膨胀阀增速放慢

2012 年受下游空调整机产销下滑的影响，上游的空调阀件也受到整机行业不景气的拖累：根据产业在线统计的数据，2012 年空调截止阀累计内销 16605 万只 (YoY -6.3%)，空调四通阀内销 7028 万只 (YoY -15.7%)，传统空调阀门内销均出现下滑，主要用于变频空调的空调电子膨胀阀累计内销 1529.8 万只 (YoY +14.6%)，但增速低于 2011 年的 70%。分季度来看，四季度因为下游空调整体表现回暖，需求上升，虽然阀件同比数据改善不明显，但环比保持了正增长。

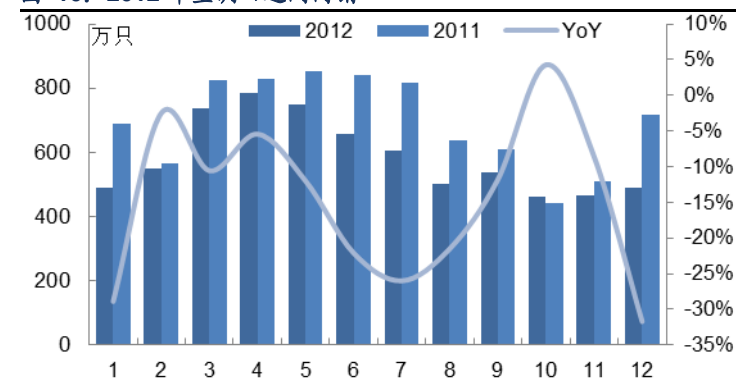
企业方面，国内空调阀件呈双寡头竞争局面，两大企业三花、盾安占据了传统阀件市场绝大部分份额，产业在线统计的 2012 年 11 月两大巨头占据截止阀内销市场的 66.7%份额，占据四通阀内销市场 86%的份额。

图 9: 2012 年空调截止阀内销



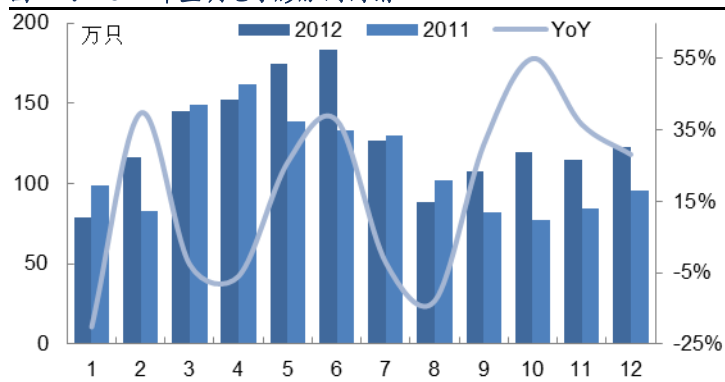
资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

图 10: 2012 年空调四通阀内销



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

图 11: 2012 年空调电子膨胀阀内销



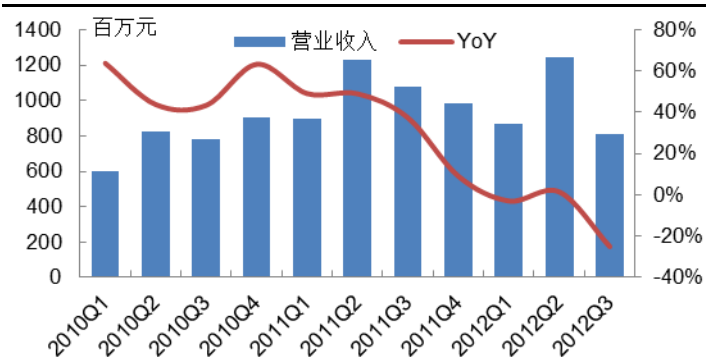
资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

一般来说, 空调配件需求变化要早于整机 2-3 个月, 所以根据上文对空调行业 2013 年的分析, 及空调阀件在 2012 年的低基数效应作用下, 我们认为空调阀件行业在 2013 年一、二季度将保持稳定正增长, 反转 2012 年以来的行业下滑趋势。在行业向好的情况下, 作为行业龙头的三花股份的销售收入情况将有所改善, 扭转 2012 年的不利局面: 在电子膨胀阀需求增长和空调需求好转的带动下, 公司在 2012 年 11 月订单情况已经要强于 2011 年同期水平, 我们预计公司四季度收入增长情况相比三季度将有所好转, 而 2013 年一季度将实现 10~20%左右的订单增长。

2012 年公司收入下滑，毛利润稳定增长，需注意股权激励取消后的费用加速处理

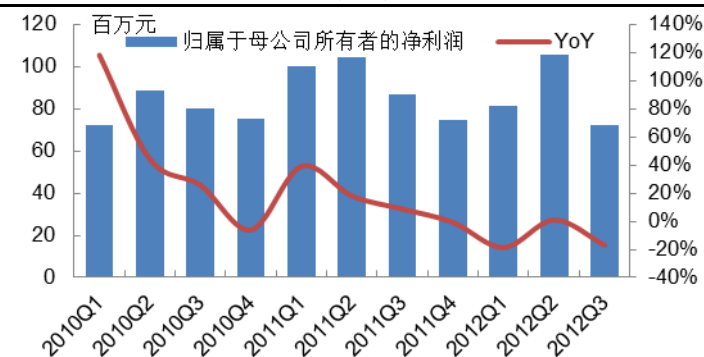
2012 年由于下游需求的变化，三花股份前三季度营业收入为 29.22 亿元 (YoY -8.67%)，归属母公司所有者净利润为 2.59 亿元 (YoY -11.11%)。公司前三季度毛利率为 24.96%，同比提升 1.1 个百分点，我们认为毛利润提升的原因是：1、上游原材料，主要是铜价去年一直保持在较低水平；2、产品结构提高，随着节能环保类空调的市场占比提高，技术附加值高的空调阀件需求增加；3、打包式销售策略，作为国内的行业龙头，具有一定议价权，对价格控制较好。公司前三季度净利润率为 9.35%，同比下降 1.51 个百分点，费用率在三季度出现上升，主要原因是股权激励的费用计提和研发费用支出的扩大。

图 12: 三花股份营业收入变化



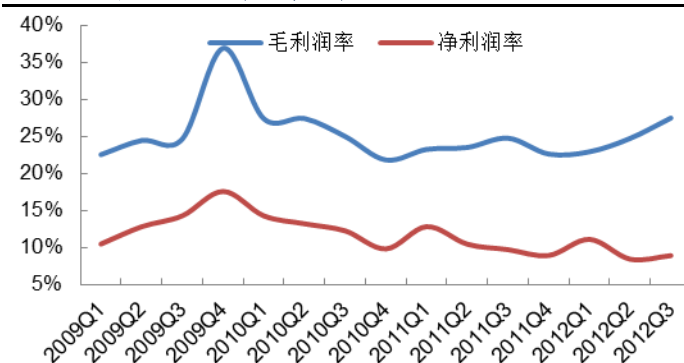
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 三花股份归属母公司所有者净利润



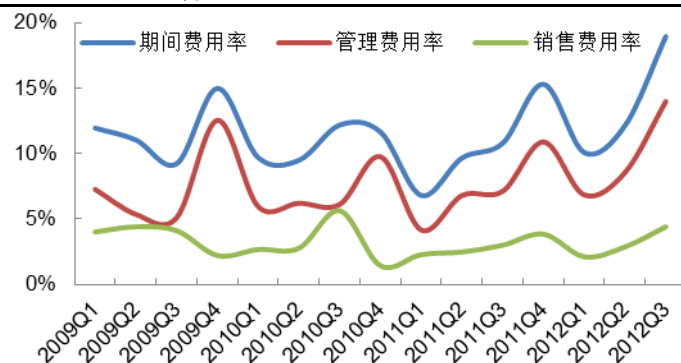
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 三花股份毛利率和净利率变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 三花股份费用变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2012年11月，公司决定终止实施公司A股股票期权与股票增值权激励计划，并注销已授予的股票期权1,675万份，股票增值权90万份，主要考虑的理由是当前股价跟行权价格差距较大，该计划没有继续保留的意义。根据会计准则的要求，“企业应当将取消或结算作为加速可行权处理，立即确认原本应在剩余等待期内确认的金额”，根据会计师事务所的会计处理意见，公司2012年度应确认股份支付费用4493.72万元，同时确认资本公积4493.72万元。这意味公司2012年管理费用中股份支付薪酬部分将多计提4493.72万元，将会对2012年业绩产生不利影响，预计对EPS产生的影响为-0.075元左右，但对我们预计的2013年和2014年管理费用来说，将减少分摊1368.8万元和622.66万元。

表 1: 原股权激励计划成本费用估计

分摊期间	股份支付薪酬在等待期内的成本费用分摊额
2011年12月	2,271,370.85元
2012年	26,014,475.27元
2013年	13,687,979.9元
2014年1-11月	6,226,646.98元

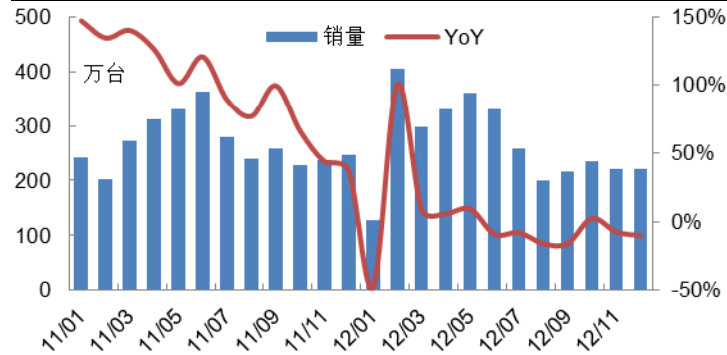
资料来源：三花股份2012年半年报，信达证券研发中心

展望2013年，我们认为公司营业收入在下游整机需求好转和电子膨胀阀需求加速增长的带动下，出现正增长；盈利能力方面，我们预计2013年铜价不会出现太大波动，并且公司通过铜期货套期保值操作减少原材料价格波动的风险，同时随着空调产品结构升级加速，电子膨胀阀、商用阀等毛利率高的产品比例上升，公司阀件产品价格将保持稳定上升趋势，整体毛利率水平将继续得以维持，同时没有股份薪酬支付的情况下，费用压力将有所减轻，2013年净利率情况应好于2012年。

变频空调能效标准提高，公司电子膨胀阀需求增长有望加速

节能产品空调用电子膨胀阀是变频空调的关键部件，电子膨胀阀具有出色的控制性和节能性，通过电子膨胀阀和变频压缩机组成的变频系统可以实现对空调运转真正意义上的变频控制。同样，电子膨胀阀需求受到下游变频空调销量的影响：根据产业在线的数据显示，2012年变频空调销售情况没有再现前年的高增长，全年销售3204.38万台（YoY -0.27%），基本跟2011年持平，其中内销为2547.46万台（YoY +0.42%），出口为629.92万台（YoY -2.97%）；单月情况来看，1月出现较大幅度下滑，2-5月及10月保持正增长。相对应的2012年电子膨胀阀内销仅增长14.6%，低于2011年的70%，但四季度由于国家节能补贴政策刺激以及变频空调需求拉动等因素影响，内销保持了30-50%左右较快增长（见上图11）；出口方面，电子膨胀阀出口国家以韩国、日本、泰国为主，占据出口市场近9成的市场份额，7月出口增速出现反弹，而海外订单也在10月开始启动，四季度以来也已保持正增长。

图 16: 变频空调销售: 2012 年增速放慢



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

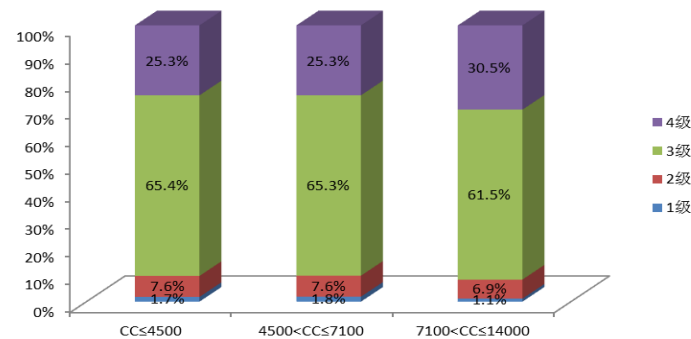
图 17: 2012 电子膨胀阀出口



资料来源: 产业在线

现在变频空调使用电子膨胀阀的比例仍然不高, 主要原因是电子膨胀阀价格偏高, 技术要求较高, 家用变频空调用电子膨胀阀价格一般几十元到上百元不等, 而替代品毛细管价格相对低廉, 整机企业生产低能效等级变频空调就较少采用电子膨胀阀, 而节能要求高的一级能效变频空调一般都使用电子膨胀阀。但随着变频空调行业的发展和空调节能要求的提高, 电子膨胀阀在变频空调上的应用是未来必然的发展趋势, 如日本的变频空调基本都已采用电子膨胀阀。

图 18: 2011 年变频空调能效结构: 仍以三级为主



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

近期变频空调能效新标准《转速可控型房间空气调节器能效限定值及能源效率等级》已完成审定, 进入报批阶段, 预计 2013 年 6 月正式实施。修改后的变频空调的能效限定值将从现行的 3.0 提升至 3.9, 即现在的 1 级、2 级空调等级会自动下调 1 级, 分别变为 2 级和 3 级, 新增 1 级能效等级。此外, 市场准入门槛也将由 5 级提升至 3 级。变频空调符合产业升级的趋势, 政府也对变频空调是持积极支持态度, 在 2013 年空调主流品牌仍将主推变频空调, 以此带动产品结构升级, 变频空调的市场占

有率将继续提高，随着变频空调准入门槛提高，对变频空调的节能要求也将相应提高，将刺激整机厂商对电子膨胀阀的需求，电子膨胀阀在变频空调中的使用比例将有明显上升。

表 2: 现行能源效率等级对应的制冷季节能源消耗效率指标

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

资料来源: 《转速可控型房间空气调节器能效限定值及能源效率等级》，信达证券研发中心

表 3: 现行转速可控型房间空气调节器能效限定值

类型	额定制冷量 (CC)	制冷季节能源消耗效率 (SEER)
	W	Wh/Wh
	CC ≤ 4500	3.00
分体式	4500 < CC ≤ 7100	2.90
	7100 < CC ≤ 14000	2.80

资料来源: 《转速可控型房间空气调节器能效限定值及能源效率等级》，信达证券研发中心

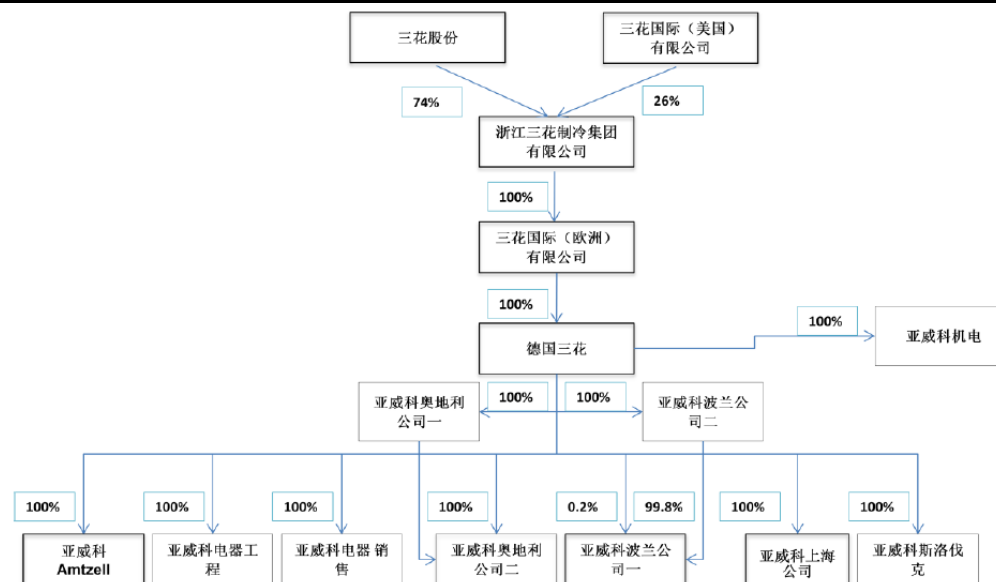
三花作为电子膨胀阀行业龙头企业，与日本不二工机占据电子膨胀阀内销七成以上的市场份额，公司一直致力于研发和生产节能环保空调阀件，并已成功解决电子膨胀阀的技术壁垒问题，实现全球大批量销售，主要的空调生产厂商，如格力、海尔、美的、大金等都是公司的主要客户，公司的国外市场一般在 10 月启动，国内市场在春节后启动。虽然下游整机行业低迷，但 2012 年公司前 11 个月电子膨胀阀销量基本达到前年全年水平，我们预计全年电子膨胀阀销售收入增长 5-10% 左右。随着 2013 年新能效等级的出台和变频空调加快普及，会促进公司电子膨胀阀销售和推广，预计销售增速将超过 2012 年，同时电子膨胀阀具有较高的毛利率，其销售比例的上升一定程度上对增强公司盈利能力有支撑作用。

加快行业收购，扩大公司市场份额及产品线

- 公司拟以现金方式收购德国亚威科集团的相关资产。亚威科集团主要从事洗碗机、洗衣机、咖啡机等家电系统零部件的研发、制造及销售，已有超过 50 年的经营历史，与主要白色家电制造商有着广泛的业务往来，主要客户包括 BSH、米勒、惠而浦、飞利浦、伊莱克斯、Helbling 等，2011 年销售额约为 1.22 亿欧元（约 10.4 亿元）。公司之前曾收购过该公司的电磁阀业务，此次为整体收购他们的其他业务，主要是看重亚威科公司高端家电配件的生产技术，通过收购也进军到小家电配件领域，使其在家电行业得以横向延伸，拓展了家电配件产品线，完善了配件产业链，同时未来可以拓宽三花配

件的市场空间，增强行业竞争力，一定程度上可以增厚公司利润。此次购并交割完成后，在 2013 年将增加上市公司的销售收入约 20%。另外收购计划采用“对赌协议”，按照亚威科未来的盈利能力 (EBITDA)，确定购买对方出售业务的价款，在合同签署时点至 2015 年 6 月 30 日期间共分四期进行支付，一方面能够保证交易的合理性，另一方面对德方也起到激励作用。

图 19: 收购后股权结构



资料来源: 公司公告

表 4: 收购亚威科分四期进行支付

购买价格 1	交割时	370 万欧元 (RMB 约 3152 万元)
购买价格 2	2013 年 7 月 31 日前	155 万欧元 (RMB 约 1320 万元)
购买价格 3	2014 年 6 月 30 日前	最多 957.5 万欧元 (RMB 约 8158 万元)
购买价格 4	2015 年 6 月 30 日前	最多 2195 万欧元 (RMB 约 18700 万元)

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

- 2013 年 1 月 8 日，公司以现金 1800 万元人民币收购青岛宏丰拥有的部分资产及负债并承接青岛宏丰员工的方式承接青岛宏丰现有的生产业务及客户，以现金 939.98 万元人民币收购青岛宏泰拥有的部分资产及负债并承接青岛宏泰员工的方式承接青岛宏泰现有的生产业务及客户，并在收购完成后替代青岛宏丰和青岛宏泰成为其客户的供应商。公司本次收购

主要考虑到青岛的客户群体和公司的客户群体趋同，收购较小规模的竞争对手有利于进一步拓展公司产品销售渠道，扩大公司产品线范围，稳定客户以提高公司产品市场占有率。

表 5：青岛两家公司资产收购公告情况

交易对方	标的资产评估价值	负债类转让价格	支付标的资产转让价款	经营范围
青岛宏丰	28,130,936.24 元	-8,684,165.91 元	1800 万元	生产、加工、销售：精密控制阀门、制冷空调用控制器相关产品及变频技术应用产品；货物进出口
青岛宏泰	4,717,012.17 元	-402,081.07 元	9,397,780 元	生产：空调器及其他家用电器的配管系列产品，储液罐，阀门系列化工断热材料系列零部件及相关产品；制造、销售：各种线束（连接器）、电线、电缆、自动开门机；制造、加工：家用电器配件、阀门；货物进出口

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- 2013 年 1 月公司公告以自有资金出资人民币 1000 万元，在山东省青岛市城阳区设立全资子公司青岛三花制冷部件有限公司。公司设立青岛三花的主要还是区域考虑，因为山东青岛地区是我国重要的家电生产基地，公司在此拥有海尔、海信等重要客户，设立子公司为了更好地向青岛客户提供全方位服务，提高供货速度和降低运营成本，同时便于对青岛宏丰、宏泰收购后的资产及承接的员工进行有效的管理。新设立的子公司以生产节能型阀件为主，主要生产电子膨胀阀等产品。
- 募投项目按公司计划推进，其中的自动控制器件项目（年产 1,500 万只商用制冷空调自动控制元器件建设项目、年产 1,000 万只家用空调自动控制元器件建设项目、年产 800 万只家用冰箱自动控制元器件建设项目）将扩大公司电子膨胀阀、热力膨胀阀等家用、商用阀件的产能，进一步巩固公司在家用空调、家用冰箱制冷控制元器件领域的领先地位，可以配套为下游整机厂商打包提供配件（尤其是节能方面），我们认为公司自动控制募投项目投产运行后可以继续完善公司产品线，扩大空调配件的市场占有率，增强价格控制能力，提高公司盈利能力。另外募投项目的投入也造成公司 2012 年资本支出增长较快。

参股 HF 公司，太阳能光热发电项目 2013 年开始商用试点

2012 年公司参股以色列 HelicoFocus（以下简称 HF）公司，并获得 HF 公司技术在中国市场的独家经销权和全球优先制造权，未来以进军太阳能光热发电领域，今后根据对 HF 产品在中国市场的销售情况，三花将向 HF 公司收取佣金等利益分享。目前第一个碟式太阳能热发电单元的试验碟在以色列已建成，已产生蒸汽，主要设计风险已通过检测，2013 年公司还计划将建设 8 个试验点，进行商用试点。太阳能光热业务近期还不能为公司产业太多利润，还需等待商用业务逐渐展开，我们预计公司到

2015 年可以逐渐收回之前对 HF 公司的投入成本，光热发电业务可以为公司加速贡献利润。太阳能光热业务是公司未来发展的重要方向，我们认为公司也将通过 HF 公司参与总公司在内蒙古阿拉善经济开发区的光热发电项目分享收益。

HF 公司产品介绍：由多个聚光温度能达到 1000 摄氏度的大面积碟式抛物面形聚光镜组成，每个碟的面积约为 500 平方米，它把太阳光反射到一个能产生高温空气的腔式接收器上，随后这些高温空气被传送到一个中央热交换器中用以产生高温蒸汽，最后高温蒸汽进入电站汽轮机的主蒸汽管道从而产生绿色电力。产品的优势体现在：系统总效率一般可以达到 25%，初始成本和运行成本较低，电力输出稳定性高，土地用量和土建工程量少，蒸汽温度范围宽等。（摘自 HF 公司官网）

图 20：HF 公司太阳能光热产品



资料来源：HF 公司官网

图 21：HF 公司的以色列工程项目

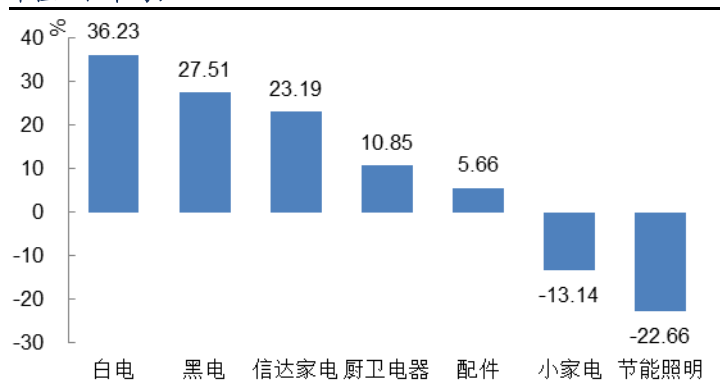


资料来源：HF 公司官网

投资建议与盈利预测

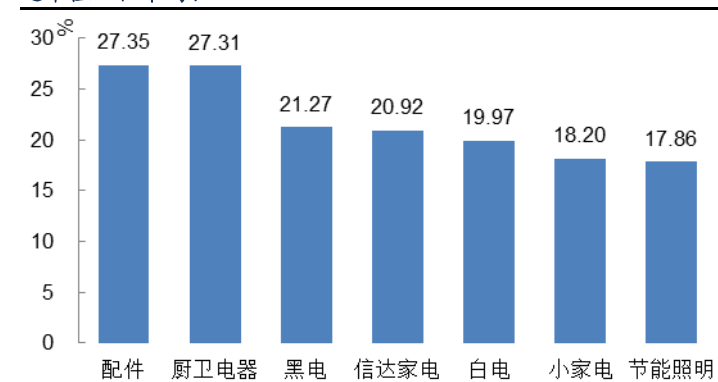
家电配件行业受下游需求下降的影响，在 2012 年前三季度家电配件板块营业收入同比下滑 3.36%，归属母公司股东净利润同比下滑 11.75%，但销售毛利率受益于原材料价格下降和产品结构升级，同比提高了 0.92 个百分点。市场角度来看，家电配件板块从 2012 年初到 2013 年 1 月底，区间涨跌幅为+5.66%，子板块中仅强于节能照明和小家电，落后于大家电板块，但自 2012 年 12 月开始的这波反弹行情中，到 2012 年 12 月初到 2013 年 1 月底，家电配件板块区间涨跌幅为+27.35%，在子板块中与厨卫电器同为最高涨幅。

图 22: 12 年初到 13 年 1 月底家电板块及子板块区间涨跌幅 (流通市值加权平均)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

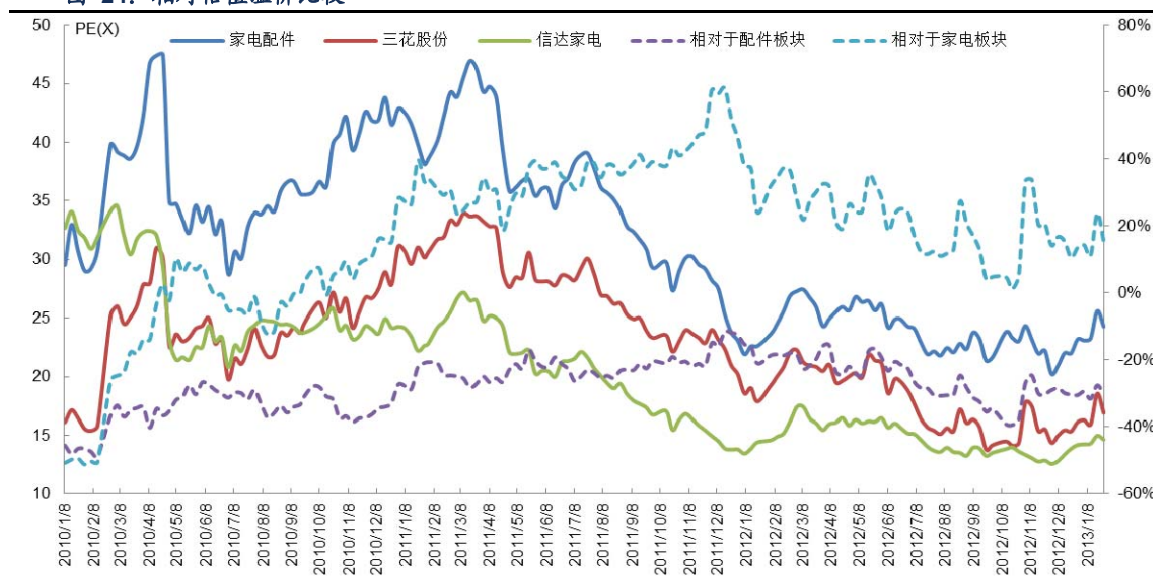
图 23: 12 年 12 月初到 13 年 1 月底家电板块及子板块区间涨跌幅 (流通市值加权平均)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们计算了三花股份从 2010 年初至今与板块的估值比较, 公司的估值水平仍处于 2010 年以来的低位, 2013/1/31 三花股份的 PE(ttm)为 19.5x, 相对的信达家电板块为 15x, 家电配件板块为 25.6x, 配件板块中估值水平仅高于东方电热, 属于板块中估值水平较低的公司。

图 24: 相对估值溢价比较



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司基本面角度来看，2012年受到下游需求影响，公司营业收入出现下滑不可避免，虽然毛利率在稳步提升，但股权激励取消后费用加速计提、研发费用及人力成本的支出增加，都将对公司2012年业绩有较大的负面影响。短期来看，2013年下游空调行业回暖复苏的趋势较为确定，将直接拉动公司产品需求，同时节能环保类中高端阀件产品的需求在节能补贴政策的支持、变频空调新标准出台和空调产品结构升级的带动下，需求有望加速增长，我们认为公司2013年业绩将出现改善，实现正增长是大概率事件，但购入资产及太阳能光热项目暂时还不能贡献太多利润；长期来看，公司将以节能阀件、空调冰箱自动控制器件、中高端配件及太阳能光热发电项目为公司重要发展方向，公司积极布局家电配件产业链，丰富产品线，提高家电配件的市场份额，实现扩张性发展，同时通过参股HF公司参与国内的节能发电项目建设，未来市场前景广阔。

综上所述分析及通过财务预测模型计算，我们调低之前对公司的业绩预测，预测公司2012-2014年EPS为0.5元、0.68元、0.78元（上次预测分别为0.61元、0.75元、0.94元），对应2月4日收盘价的PE分别为20倍、15倍、13倍，维持公司“增持”评级。

风险提示

1. 下游空调整机复苏程度低于预期；
2. 国内外经济环境持续低迷；
3. 上游原材料价格出现波动。

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3,672.10	3,772.93	3,535.55	3,615.33	4,016.80
现金	1,491.82	1,405.55	1,307.25	1,355.52	1,495.87
应收账款	805.72	763.26	678.70	744.81	832.02
其它应收款	509.24	469.22	452.47	455.16	508.46
预付账款	83.83	268.65	228.80	187.04	208.97
存货	755.89	835.13	837.21	841.68	940.37
其他	25.60	31.12	31.12	31.12	31.12
非流动资产	797.40	1,064.23	1,564.07	1,667.06	1,688.08
长期投资	60.75	46.71	46.71	46.71	46.71
固定资产	479.55	610.22	882.97	1,222.27	1,230.83
无形资产	185.22	197.35	260.22	271.84	282.90
其他	71.88	209.96	374.18	126.24	127.64
资产总计	4,469.50	4,837.16	5,099.62	5,282.39	5,704.88
流动负债	1,623.74	1,606.95	1,955.68	1,834.92	1,889.70
短期借款	329.00	492.94	972.94	722.94	672.94
应付账款	460.33	404.72	343.20	405.25	452.77
其他	834.40	709.28	639.54	706.73	763.99
非流动负债	130.80	206.82	236.82	230.82	224.82
长期借款	130.00	170.33	200.33	194.33	188.33
其他	0.80	36.49	36.49	36.49	36.49
负债合计	1,754.54	1,813.76	2,192.50	2,065.73	2,114.51
少数股东权益	202.94	299.96	32.53	58.24	87.80
归属母公司股东权益	2,512.02	2,723.43	2,874.59	3,158.42	3,502.56
负债和股东权益	4,469.50	4,837.16	5,099.62	5,282.39	5,704.88

主要财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,113.07	4,186.89	3,770.56	4,137.86	4,622.35
同比(%)	52.57%	34.49%	-9.94%	9.74%	11.71%
归属母公司净利润	315.41	365.88	299.84	402.77	463.09
同比(%)	32.60%	16.00%	-18.05%	34.33%	14.98%
毛利率(%)	25.17%	23.56%	24.15%	24.66%	24.65%
ROE(%)	16.75%	13.98%	10.71%	13.35%	13.90%
每股收益(元)	1.06	1.23	0.50	0.68	0.78
P/E	19	16	20	15	13
P/B	1.20	1.10	2.09	1.90	1.71
EV/EBITDA	6.58	6.13	13.82	10.19	8.93

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,113.07	4,186.89	3,770.56	4,137.86	4,622.35
营业成本	2,329.38	3,200.27	2,860.04	3,117.32	3,482.85
营业税金及附加	7.12	18.95	18.85	18.62	20.80
营业费用	95.88	121.03	128.20	132.41	147.92
管理费用	223.17	304.87	346.89	318.61	351.30
财务费用	18.23	20.83	25.71	31.30	24.49
资产减值损失	3.14	-1.86	2.26	2.28	2.54
公允价值变动收益	2.11	7.45	-5.00	0.00	0.00
投资净收益	10.30	-25.72	-8.32	-11.10	-11.16
营业利润	448.56	504.52	375.29	506.21	581.30
营业外收入	21.48	39.99	30.78	30.75	33.84
营业外支出	10.25	10.28	10.47	11.22	10.66
利润总额	459.79	534.23	395.60	525.75	604.48
所得税	80.64	98.82	73.19	97.26	111.83
净利润	379.15	435.41	322.41	428.48	492.65
少数股东损益	63.74	69.53	22.57	25.71	29.56
归属母公司净利润	315.41	365.88	299.84	402.77	463.09
EBITDA	544.60	621.60	530.05	693.57	785.43
EPS (摊薄) (元)	1.12	1.23	0.50	0.68	0.78

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	314.79	483.61	476.73	709.64	532.30
净利润	379.15	435.41	322.41	428.48	492.65
折旧摊销	70.40	76.48	99.50	128.06	147.61
财务费用	14.42	10.90	34.95	39.76	33.33
投资损失	-10.30	25.72	8.32	11.10	11.16
营运资金变动	-145.37	-56.65	5.55	95.45	-158.89
其它	6.50	-8.24	6.00	6.79	6.44
投资活动现金流	-297.20	-530.42	-901.40	-246.66	-183.68
资本支出	-224.30	-519.74	-603.08	-235.56	-172.53
长期投资	-9.14	15.27	-8.32	-11.10	-11.16
其他	-63.76	-25.96	-290.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,042.37	106.17	327.34	-413.62	-207.85
吸收投资	980.06	3.43	0.00	0.00	0.00
长期借款	210.23	226.93	510.00	-256.00	-56.00
其他	83.22	199.26	182.66	157.62	151.85
现金净增加额	1061.89	51.30	-98.30	48.28	140.34

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	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
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@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±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理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。