

证券研究报告—动态报告/公司快评
家用电器
其他电器设备
三花股份（002050）
重大事项点评
谨慎推荐

（维持评级）

2014 年 09 月 29 日

2014 年投资者交流会纪要

证券分析师：王念春

0755-82130407

wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

证券分析师：曾婵

0755-82130646

zengchan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514070003

事项：

9 月 26 日，我们参加了公司 2014 年投资者交流活动，与三花控股董事局主席张道才、三花股份董事长兼 CEO 张亚波、总裁王大勇、副总裁 Lewis、财务总监俞莹奎、董秘刘斐等深入沟通了集团、上市公司的情况。

内容：

一、上市公司经营情况

1、2014 年经营情况

（1）各产品的情况：

2014 年上半年，四通阀销售额同比增长 22%，截止阀 18%，电子膨胀阀 44%，方体阀 18%，气液分离器 0%，过滤器 27%，电磁阀 19%，双门推的电子阀 -23%。

2014 年 1-8 月，控制器销售额同比增长 183%，电子膨胀阀 44%，商用空调制冷业务 45.91%（其中国内、欧洲、韩国都在 100%以上）。

（2）收入占比：

四通阀占 40%、截止阀 15%、电子膨胀阀 15%。

（3）其他：

✓ 制造基地整合：芜湖、江西基地产能稳步提升，青岛三花并购后实现了产销较大增长

✓ 精益生产：通过自动化和人员的合理匹配，实现成本投入，人均效率比同期提高 21.1%

2、主要产品情况：

（1）电子膨胀阀：

现全球市场占有率第二，毛利率和盈利水平高。现大部分已实现半自动化，大量节省人员、稳定性更高、效率更高。未来 5 年以上 40% 的增长可期。

（2）方体阀：

美国反倾销结束后，对公司方体阀销量有较好的带动，今年增长良好。

（3）四通阀：

市场占有率高，为公司的稳定增长品类。四通阀预计还会继续保持（估计）20% 左右收入增长，不断在改进；每年有新的产品持续推介，如不锈钢的、更加节能的产品。

（4）截止阀：

市场占有率高，毛利很低，10%左右，因此公司是选择性的接收订单。国外毛利率比国内高。

(5) 亚威科:

8月份单月已开始实现扭亏。

(6) 新产品:

- ✓ 控制器：现在开始盈利，未来将会有更大的发展。
- ✓ 传感器：主要运用在商用制冷空调，现处于起步阶段，年初开始给高端客户送样，未来作为重点研究方向。
- ✓ 电子膨胀阀的系列化（大型商用）

3、潜力产品——变频器的进展情况:

- ✓ 竞争力：15年寿命，通过认证，成本适中；竞争对手主要有艾默生、丹佛斯、LG。
- ✓ 成长性：全球商用空调及制冷变频器市场将成为超过 10 亿美元的潜力市场，美国升级空间大（轻商市场变频占比小于 3%，中国轻商市场变频占比小于 15%）。
- ✓ 定位：为客户提供子系统方案。
- ✓ 收入规模：12 年收入 300 万、13 年 3000 万，预计 14 年 8300 万元、15 年 1.2 亿元，预计未来 3 年每年保持 50% 增长。

4、亚威科：收购亚威科后，从制冷发展到家电

(1) 收购背景:

欧洲市场的冰箱零配件以亚威科为主，与公司业务有一定的竞争；亚威科的该块业务经营情况不太好，公司用 200 多亿欧元收购亚威科的冰箱技术、产能，收购后放到国内。对亚威科了解加深后，公司欲整体收购，条件是德国工厂关闭，在欧洲生产保留奥地利、波兰两地。公司收购亚威科可树立在欧洲的地位，今年公司商用项目在 Europe 实现了 100% 的增长也与此有关。

(2) 收入构成:

大部分收入主要来自洗碗机业务，洗碗机的地位与公司在家用空调的地位相似，洗碗机产品线很广。大客户：米勒 3000 万欧元收入、西门子 2000 万欧元、伊莱克斯接近 2000 万欧元，客户黏性高。

(3) 问题:

欧洲市场经济不好，不断的开厂关厂对现金流损耗大。

(4) 公司看中亚威科的三块业务:

洗碗机的泵（今年 100% 增长）、电机（50% 外购，随着芜湖工厂明年 1 月达产，外购比例将减少）、洗碗机自动干燥（现只有西门子能做到，公司正在研发该技术，15、16 年可能研发出来）。

(5) 技术:

欧美也在推动能效升级，逐渐有从电热丝加热转向热泵的趋势。现有 5% 的市场采用热泵解决方案，公司认为未来比例将继续提升。

(6) 收入:

预计 15 年 20% 以上增长，财务结构改善效果会好于业绩改善。

二、三花控股集团情况

1、汽车零部件（汽车空调膨胀阀、储液器）

- ✓ 收入和盈利：13 年收入 7.8 亿、利润 1.3 亿。搬到下沙工厂 9 年时间，前三年均为翻倍增长，后三四年维持 50% 的高速增长，最近两三年增速下滑、基本稳定。膨胀阀和储液器的收入占比分别约为 60%、40%。
- ✓ 客户：国内、欧美汽车企业基本都为公司客户，日韩较少。汽车空调膨胀阀国内市场占有率 50%（为比亚迪供货比例达 100%），全球市场占有率 17% 左右、排名第二（第一为不二工机）。

✓ 新能源汽车空调电子膨胀阀：技术已研发出来，现已为特斯拉下一代车型送样检测，公司独家供货。

公司逐渐从二级供应商升级为一级供应商，如奔驰认定公司是二氧化碳系统汽车的一级供应商。传统空调使用的是热力膨胀阀，13年销售1200万个；电动汽车使用的是电子膨胀阀，因为除了制冷外还需要制暖，电动汽车空调更像家用空调。

2、微通道业务

✓ 微通道产业：汽车上微通道的技术全铝的。汽车的空调问题，是单冷的。这个技术公司有专利。

✓ 收入情况：今年5、6个亿，利润5、6千万，净利率10%。去年没有获利，前年亏损。收入规模近7亿，今年利润6000万，明年预计利润达到1亿。

✓ 客户情况：80%-90%出口美国，国内很少。因为国内客户更关注成本。

✓ 未来发展：前年12月美国收购了一家公司。这个月，墨西哥又建了一家公司。这个产品比较大。所以在当地生产，全球布局。

3、新产品

✓ 电子水泵：也是节能环保的角度来做的，很多的汽车如奥迪标配的红灯启停系统在刹车时发动机停了、刹车抬起来自动开了，节省十几秒的能量。原来的泵在转，所以要用电子水泵，因为发动机停了但泵不能停。新款宝马都是电子水泵，其实这个行业是个新的行业，要求很高，公司正在积极研发。

✓ 换热器：液体和液体的交换要用的，冷媒基本上是液体和空气换的。电动车中电磁的冷却很重要，温度管理很重要，热了电就很少了，液体和液体交换热量就要用到换热器。除了汽车空调之外，咖啡机、洗碗机、洗衣机都要进行热量的交换。

✓ 控制器：主要的客户方向在美国，因为美国变频化程度不高，未来是趋势。

4、房地产业务

上海项目盈利20亿，杭州两个项目盈利8个亿，公司拿地早，现在很多地的价格都发翻了很多翻。现处于收兵的阶段，房地产业务不会长期做。用房地产赚的钱支持高科技的开发。

5、与以色列合作的光热项目

成功概率不确定，所以由上市公司放入集团进行孵化。

6、外延发展

空调、新能源汽车、热管理系统（从自动控制元器件、微通道等零配件向智能控制系统发展、客户解决方案，家庭热管理系统只是人体的管理，汽车除了人之外还包括发动机、变速箱等的管理）。

公司已是国内乃至全球龙头，国内项目必要性不大，主要是国外并购，亚威科还在整合过程中，现在要加大项目寻找力度。

7、关于减持

公司以前股价表现不太好，原因主要是公司每次减持不科学，都对股价影响很大；集团主席张道才表示，未来不减持，可通过增发等多种、组合的方式。

相关研究报告:

- 《三花股份-002050-2011 年年报点评: 短期依赖变频部件、长期向智能控制领域转型》 —— 2012-03-06
- 《三花股份-002050-新品增长带动毛利率上升》 —— 2010-08-03
- 《三花股份: 变频空调、商用空调领域配件增长加速》 —— 2010-04-28
- 《三花股份 10 年一季报预增快评: 变频空调需求推动电子膨胀阀的应用快速上升》 —— 2010-04-15
- 《三花股份: 反倾销诉讼涉及产品收入比率较少》 —— 2008-03-24

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行