

注入微通道，再添节能明星产品

三花股份 (002050.SZ)

推荐 上调评级

核心观点:

1. 报告背景:

公司公告: 1) 拟向三花钱江非公开发行 1.04 亿股本, 用于收购三花微通道 100% 股权。三花微通道预估值为 12.8 亿元, 非公开发行定价 12.36 元/股, 对应微通道 2015 年预计利润 1.1 亿元, 估值 11.6 倍。

三花微通道承诺业绩补偿, 预计 2015 年、2016 年、2017 年分别为 1.10 亿、1.42 亿、1.75 亿和 4.27 亿元。

2) 拟向不超过 10 名特定对象非公开发行股票, 募集配套资金 4 亿元。

3) 公司新任董秘胡凯程先生, 任公司副总裁。

2. 我们的分析与判断

(一) 注入微通道资产, 丰富产品线, 开拓新增长点

微通道换热器替代传统铜管翅片式换热器, 市场空间巨大。根据产业在线统计, 全球微通道换热器的市场规模 500 亿元以上。目前替换比例仅 5%, 技术成熟和节能环保需求将推动未来微通道替换比例。

公司微通道产品拥有核心技术专利, 与全球一流制冷空调整机厂商建立长期合作关系, 全球市占率 31%, 全球领先, 直接受益行业大爆发。

根据公司现有客户长期合作协议以及潜在客户订单估算, 微通道业务未来将保持快速增长, 成为公司未来重要增长点。(14 年收入 7.6 亿, 利润 7000 万, 预计 15 年利润 1.1 亿)

(二) 传统业务平稳增长, 节能新品潜力巨大

公司明星产品电子膨胀阀收入占比 15%。变频空调新能效等级实施后, 促进电子膨胀阀普及。预计未来 5 年电子膨胀阀年增长 40% 以上。

新兴产品: 变频控制器, 具备国际竞争力, 多年积累即将迎来行业爆发期。公司变频控制器在北美市场取得突破, 2014 年变频控制器收入规模有望达 8000 万规模, 未来三年预计将保持 50% 以上复合增速。

(三) 亚威科业务推进整合, 趋势向好, 协同效应逐步体现

亚威科业务整合逐步到位, 2014 年四季度亚威科业务有望实现扭亏, 预计 2015 年实现 20% 增长。微通道业务注入, 将发挥与亚威科有协同效应, 在热泵行业的变频控制器、平行流微通道换热器产品上, 公司将扩大已有优势, 从空调制冷向洗碗机、洗衣机和干衣机子行业延伸。

3. 投资建议

公司专注制冷配件, 在技术、规模、下游渠道等多方面建立了独有的行业壁垒, 是家电配件行业中隐形冠军。我们看好公司在电子膨胀阀、变频控制器等节能核心零配件上的技术专利优势、份额先发优势和客户黏性优势。微通道业务的注入, 短期增厚业绩, 长期强化公司在核心节能配件上的龙头优势。预计 2015 年、2016 年利润分别 7.8 亿元、10.8 亿元, 全面摊薄后 EPS 分别为 0.86 元、1.19 元, 按照 20 倍估值, 公司短期市值空间 160 亿, 考虑到公司广阔成长空间, 中期市值目标 200 亿。

4. 风险提示: 行业需求不达预期。

分析师

郝雪梅

☎: 0755-82838453

✉: haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

市场数据

时间 2015.1.19

A 股收盘价(元)	13.57
A 股一年内最高价(元)	15.58
A 股一年内最低价(元)	9.52
上证指数	3168.02
市净率	3.06
总股本(万股)	77315.85
实际流通 A 股(万股)	75871.92
限售的流通 A 股(万股)	1443.92
流通 A 股市值(亿元)	104.92

相对指数表现图

资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

一、全球制冷零配件龙头

三花股份成立于 2001 年 12 月，主营业务为生产销售空调冰箱配件产品，2013 年完成德国亚威科并购，产品拓展到厨房电器（咖啡机、洗碗机等）配件。

公司主要产品包括：截止阀、电子膨胀阀、泵、洗碗机自动干燥等配件产品。其中，四通阀、截止阀和电子膨胀阀是目前公司收入的主要来源。公司的四通阀全球市场占有率超过 50%，截止阀市场占有率 30% 以上，居行业领先。公司电子膨胀阀拥有专利保护，市占率 30% 以上，主要竞争对手为不二工机和鹭宫。

2014 年 1-9 月，公司收入 45.5 亿元，同比增长 16.6%，净利润 4.0 亿元，同比增长 52.1%。其中，亚威科前三季度收入 6 亿元，净利润亏损 3582 万元，三季度淡季收入 2.1 亿元，净利润亏损 685 万元，亏损逐季收窄，四季度预期能实现扭亏为盈。公司预计 2014 全年净利润增长 35%~65%。

图 1：公司收入规模增长（单位：百万元， %）

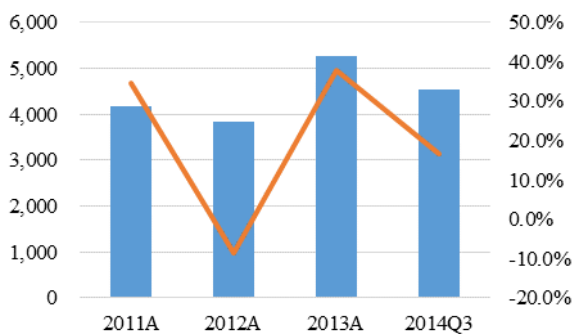
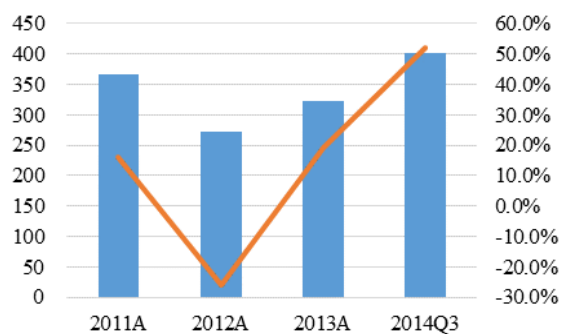


图 2：公司净利润增长（单位： %）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

二、注入微通道资产，丰富产品线，开拓新增长点

(一) 微通道资产注入情况简介

1) 拟向三花钱江非公开发行 1.04 亿股本，用于收购三花微通道 100% 股权。

三花微通道预估值为 12.8 亿元，非公开发行定价 12.36 元/股(定价基准日前 90 日均价)。

三花微通道 12.8 亿元对应公司 1.85 亿净资产 PB 估值 7 倍，对应公司 2014 年预计利润 0.74 亿，PE 估值 17.3 倍，对应 2015 年预计利润 1.1 亿元，估值 11.6 倍。

三花微通道承诺业绩补偿，预计 2015 年、2016 年、2017 年三花微通道的累计预测净利润不低于为 4.27 亿元，三年分别为 1.10 亿、1.42 亿、1.75 亿和 4.27 亿元。

三花钱江为公司控股股东三花控股全资子公司，定向增发 1.04 亿股本锁定期三年。

2) 同时拟向不超过 10 名特定对象非公开发行股票，募集配套资金 4 亿元。

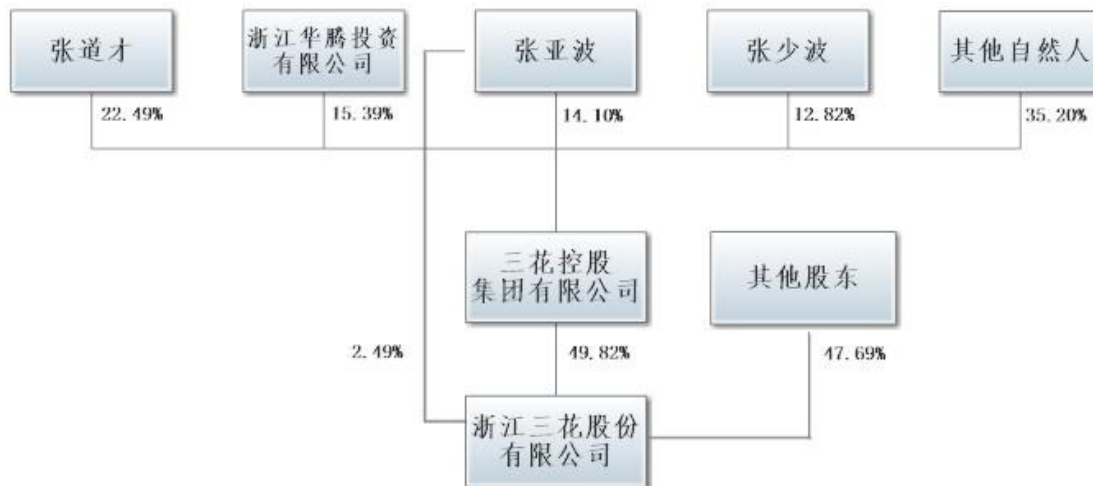
配套资金非公开增发价格底价 13.13 元/股(首次董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价 90%)。以 13.13 元计算,拟发行股本 3046 万股。

募集资金主要用于,三花微通道“在墨西哥建设微通道换热器生产线项目”、“新增年产 80 万台换热器技术改造项目”,以及向三花微通道补充营运资金。

(二) 资产整合, 实际人控制比例加大

公司第一大股东系三花控股集团有限公司。公司实际控制人为张道才。张亚波系张道才之长子,张少波系张道才之次子,三人合计持有三花控股集团有限公司 49.10%的股份,通过三花控股间接控制本公司。

图 3: 资产注入前公司股权结构图



资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

表 1: 资产注入及募集资金完成后, 股权比例变化

股东名称	本次交易前股份数量(万股)	股份比例 (%)	资产注入完成后股份数量(万股)	股份比例 (%)	募集资金完成后股份数量(万股)	股份比例 (%)
三花控股	38518	49.82%	38518	43.93%	38518	42.46%
张亚波	1924	2.49%	1924	2.19%	1924	2.12%
社会公众股东	36874	47.69%	36874	42.06%	36874	40.65%
三花钱江			10356	11.81%	10356	11.42%
特定投资者					3046	3.36%
合计	77316	100.00%	87672	100.00%	90718	100.00%

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

(三) 微通道业务简介

三花微通道主要产品为微通道换热器，是一种采用铝合金材料制成的高效、环保的新型产品，公司拥有核心技术专利，产品主要应用于家用空调、商用空调、冷冻冷藏、机房空调、热泵热水器、洗衣干衣机等热交换应用领域，80%~90%出口美国。公司微通道产品全球市占率31%，内销市场占有率近50%。2014年，三花微通道营收规模预计可达7.6亿元，增长30%，净利润7412万元，增长57%。

微通道换热器作为传统铜管翅片式换热器的替代产品，市场空间巨大。根据产业在线ChinalOL相关数据，全球微通道换热器的市场规模至少在500亿元以上，但目前微通道换热器对传统的铜管翅片式换热器的替代比例尚不足5%，公司依然面临至少475亿元以上的市场空间，随着替代不断加速，三花微通道也将迎来快速发展的战略机遇期。

2014年，三花微通道全球销售440万套微通道冷凝器、

(四) 微通道业务开拓公司新增长点

1. 节能环保趋势明朗，微通道替换率提升空间大，细分行业前景广阔

微通道换热器与传统的铜管翅片换热器相比，具有换热效率高（换热效率提升30%以上）、节省空间（体积节省30%，重量减轻50%）、节约冷媒（节省30%）、耐压等优势。全球换热器用于制冷空调、食品冷链等领域的风冷式换热器总规模至少在500亿元以上，其中微通道换热器现有实际比例不到5%。高效、节能、环保已经成为空调整机市场的主流趋势，政策推动下，微通道换热器替换传统翅片换热器将成为未来行业升级趋势。三花作为全球行业龙头，拥有31%全球份额，将充分分享细分行业爆发的红利。

中国家用空调消费占全球近50%，目前国内微通道替换才刚刚开始。过去制约微通道换热器使用的瓶颈在微通道技术在热泵中应用。未来3~5年内，随着国内空调厂商对微通道技术的接受，微通道换热器市场将会出现爆发式的增长。三花微通道国内市占率近50%，将直接受益。

2. 全球渠道布局，客户黏性高，市场份额提升空间大

三花微通道2006年创建，积累多年。集团专注制冷零配件市场，建立了全球市场营销网络。公司与全球著名制冷空调整机厂商建立长期合作关系，在北美、欧洲等发达国家建立全套服务体系。依靠完备的营销体系，三花微通道核心客户已覆盖Johnson Controls (JCI)、Nordyne、Ingersoll Rand、Trane、Carrier、York、Daikin、LG、格力、美的、TCL、海尔等世界主流空调厂商。龙头企业对配件商有严格筛选，一旦确定后，也不会轻易改变，客户黏性极高。

3. 技术先发优势，行业领先研发实力

三花微通道经过多年积累，与龙头整机共同研发，已经形成了完整研发体系。多项技术指标取得全球领先水平，系列产品的取得多国认证，包括美国、欧盟、东南亚、中东、印度、巴西等国家或地区。

三、专注制冷配件，增长不乏亮点

(一) 传统业务平稳增长，节能新品潜力巨大

三花以白电零配件为主业，下游面对的主要是空调、冰洗以及厨房电器等产品。2014年，白电整体需求平稳，尽管量上增长不足，但升级趋势明显。配件龙头在高能效产品上拥有技术专利，技术领先，拥有先发优势。2014年前三季度公司收入45.53亿元，同比增长16.64%。

公司传统业务产品主要以四通阀、截止阀以及电磁阀为主，约占公司收入60%左右。前三季度传统业务增长15%左右。未来，传统配件增长与下游整机销量增长保持一致。白色家电产品具有一定消费品特征，刚性需求始终存在，为家电产品消费仍将延续平稳增长趋势。

公司明星产品：电子膨胀阀，占收入比重约15%，2014年上半年同比增长44%，电子膨胀阀增长迅速，全年有望销售2000万套。目前公司电子膨胀阀主要以出口日韩为主，国内电子膨胀阀应用比例不足10%。未来，随着变频空调普及，能效等级提升，以及人们对舒适度要求的提升，电子膨胀阀在国内的应用将迎来爆发期。预计未来五年公司电子膨胀阀增速保持在40%以上。

新兴产品：变频控制器，具备国际竞争力，多年积累即将迎来行业爆发期。公司早在2010年投入变频空调配件研发；2012年研发单板单芯片变频控制器，获得ISO9001认证；2013年积极开拓海外市场，三花商用空调变频器获得UL标准认证；2014年，公司变频控制器在北美市场取得突破，与国际最大中央空调制造企业建立战略合作，公司变频控制器将首先从北美取得突破。2014年公司变频控制器收入规模有望达8000万规模，未来三年预计将保持50%以上复合增速。

表2：公司2014年上半年收入分产品增长情况

分产品	营业收入 (2014H1)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2013H1)	收入占比 构成
空调元器件及部件	2685	87.4%	21.5%	2209	87.9%
咖啡机洗碗机洗衣机之元器件及部件	386	12.6%	27.2%	303	12.1%
合计	3070	100.0%	22.2%	2512	100.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 亚威科经营改善，未来利润重要增长点

2013年，公司完成对亚威科的整体收购，借助亚威科在欧洲市场地位，打开欧洲市场，并进入厨房电器市场。

目前亚威科大部分收入主要来源于洗碗机业务，是欧洲厨电配件行业龙头，特别在洗碗机零配件业务上，行业绝对领先。亚威科主要客户包括米勒、西门子以及伊莱克斯等国际家电龙头。每年对米勒销售3000万欧元，对西门子销售2000万欧元，对伊莱克斯销售2000万欧元，客户黏性高。随着公司对亚威科业务整合到位后，2014年四季度亚威科业务有望实现扭亏，预计2015年实现20%增长。

随着微通道业务注入，将发挥与亚威科有协同效应，在热泵行业的变频控制器、平行流微通道换热器产品上，公司将扩大已有优势，从空调制冷向洗碗机、洗衣机和干衣机子行业延伸。

(三) 转让光伏资产，专注制冷主业

同时，亚威科经营持续改善，有望实现扭亏；剥离以色列 HF 太阳能光电业务，预计增加公司全年利润约 4000 万元。增加投资收益并进一步聚焦主业。

(四) 2014 年前三季度利润表各项对比

表 3: 2014 年前三季度利润表各项对比

科目(单位: 亿元)	2014Q1-3	2013Q1-3	同比
一、营业总收入	45.53	39.03	16.65%
二、营业总成本	40.97	35.80	14.44%
其中: 营业成本	33.66	29.51	14.06%
毛利率(简单测算)	26.07%	24.39%	1.68%
营业税金及附加	0.20	0.14	
销售费用	1.77	1.24	42.74%
销售费用率	3.89%	3.18%	0.71%
管理费用	4.20	4.13	1.69%
管理费用率	9.22%	10.58%	-1.36%
财务费用	1.03	0.74	
资产减值损失	0.10	0.04	
加: 公允价值变动收益	-0.08	0.05	
投资收益及其它	0.46	-0.09	
三、营业利润	4.94	3.20	54.38%
加: 营业外收入	0.16	0.13	
减: 营业外支出	0.13	0.08	
四、利润总额	4.96	3.25	52.62%
减: 所得税费用	0.94	0.61	54.10%
综合所得税率	18.95%	18.77%	0.18%
五、净利润	4.03	2.64	52.65%
归属于母公司净利润	4.01	2.64	51.89%
净利润率	8.85%	6.76%	2.09%
少数股东损益	0.02	0.00	
少数股东损益占比	0.00%	0.00%	
六、总股本	7.73	5.95	
七、按期末股数简单每股收益:	0.52	0.44	
毛利率减销售费用率	22.18%	21.21%	0.97%

四、盈利预测

公司专注制冷配件，累积多年，在技术、规模、下游渠道等多方面建立了独有的行业壁垒，是家电配件行业中隐形冠军。我们看好公司在电子膨胀阀、变频控制器等节能核心零配件上的技术专利优势、份额先发优势和客户黏性优势。微通道业务的注入，短期增厚业绩，长期强化公司在核心节能配件上的龙头优势。节能环保已成为制造业发展不可逆转趋势，公司明星产品即将进入爆发前期。假设公司 2015 年完成注入，预计 2015 年、2016 年利润分别 7.8 亿元、10.8 亿元，全面摊薄后 EPS 分别为 0.86 元、1.19 元，按照 20 倍估值，公司短期市值空间 160 亿，考虑到公司广阔成长空间，中期市值目标 200 亿。

表 4：盈利预测表

科目(单位: 百万)	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E	2016 年 E
一、营业总收入	5,274	6,217	8,154	10,819
营业收入增长率	37.8%	17.9%	31.2%	32.7%
二、营业总成本	4,912	5,657	7,220	9,500
其中: 营业成本	3,960	4,614	5,944	7,844
毛利率(简单测算)	24.9%	25.8%	27.1%	27.5%
营业税金及附加	21	25	32	43
销售费用	223	229	295	400
销售费用率	4.8%	3.7%	3.6%	3.7%
管理费用	584	679	869	1148
管理费用率	11.1%	10.9%	10.7%	10.6%
财务费用	113	100	60	50
资产减值损失	11	10	20	15
加: 公允价值变动收益	2	5	5	5
投资收益及其它	-9	-5	0	0
三、营业利润	355	560	938	1,324
加: 营业外收入	71	90	60	50
减: 营业外支出	24	20	23	20
四、利润总额	402	630	975	1,354
减: 所得税费用	79	128	196	271
综合所得税率	20.1%	20.3%	20.1%	20.0%
五、净利润	323	502	779	1,083
归属于母公司净利润	323	502	779	1,083
净利润率	6.1%	8.1%	9.6%	10.0%
少数股东损益	-0	0	0	0
少数股东损益占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
六、总股本	773	773	907	907
七、按期末股数简单每股收益:	0.42	0.65	0.86	1.19
净利润增长率	19.2%	55.2%	55.3%	39.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

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。

郝雪梅，行业证券分析师；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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn