

**公司调研简报**

家用电器

**三花股份 (002050)**
**谨慎推荐**

白色家电上游配件

调研简报

维持评级

2010年4月28日

# 变频空调、商用空调领域配件增长加速

分析师： 王念春      wangnc@guosen.com.cn      0755-82130407

SAC 执业证编号：      S0980205100168

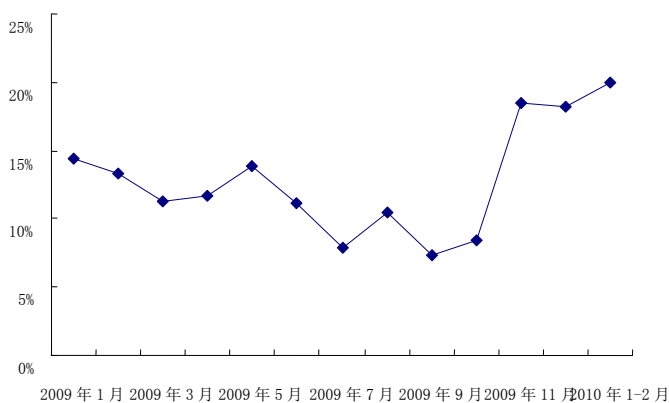
## 事项：

近期我们对公司进行了调研，与公司高管就未来成长前景和募集资金项目进行了充分的沟通和交流。

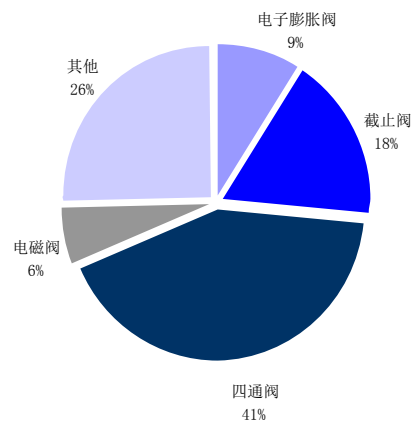
## 评论：

### ■ 把握变频空调消费新趋势

2009年国内变频空调内销量约440万台，占到国内空调销量的11.7%。2010年1-2月，国内变频空调销售105万台，同比增长118%，占到行业内销总量的20%。出口72.5万台，同比增长58%，占到出口总量的11.4%。从我们与国内主要空调整机上市公司的沟通来看，今年空调能效标准已经做出调整，如果单纯依靠变频空调技术，想要进一步提升能效比已经很困难了，并且从材料使用来说反而会浪费更多的成本（扩大冷凝器和蒸发器形成材料用量上升）。以此判断，变频空调成为未来消费主流已经是必然趋势。2010年国内变频空调销量将同比增长100%以上，而电子膨胀阀是变频空调中的必需部件，比使用其它替代部件将能获得更好的控制性和节能效果。

**图 1：国内变频空调销售比率 (%)**


数据来源：产业在线、国信证券经济研究所

**图 2：公司 2010 年收入构成比率预期 (%)**


数据来源：公司调研、国信证券经济研究所

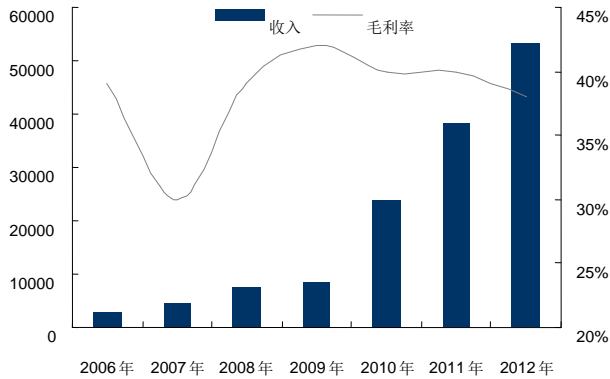
公司过去在介入的每项制冷阀门当中，都获得了市场占有率逐步取得全球第一的份额地位：

四通阀：全球市场占有率 60%

截止阀：全球市场占有率 30%，份额第一

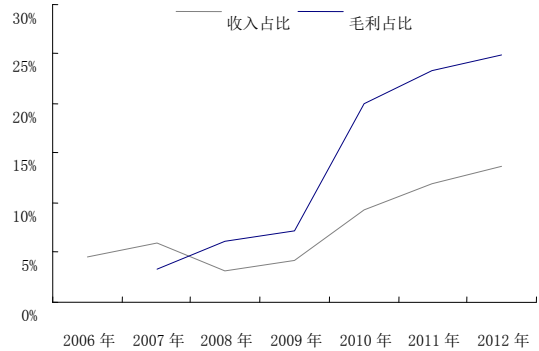
空调和冰箱用电磁阀：国内市场占有率超过 30%

图 3：公司电子膨胀阀收入增长预期（万元）



数据来源：公司调研、国信证券经济研究所

图 4：电子膨胀阀占公司收入和毛利占比（%）



数据来源：公司调研、国信证券经济研究所

公司在变频空调所用电子膨胀阀产品上具有自有知识产权，产品与主要竞争对手（日本不二工机、日本鹭宫）相比性能并不逊色，完全有可能成为公司下一个类似“四通阀”的产品，成为全球最主要的供应商。2009 年公司销售电子膨胀阀约 180 万只，预期 2010 年销售超过 400 万只，2012 年预期销售超过 1000 万只。

电子膨胀阀的净利润率目前而言是原有产品的一倍，所产生毛利在 2010 年的占比将达到 20%。

### ■ 拓展商用空调领域

公司增发预案当中，募集资金总额 10 亿元，主要投向商用空调领域所用的阀门配件。公司已经在家用空调、冰箱领域获得了很好的竞争地位和市场份额，即将投入或已经投入的商用空调领域所用控制配件产品上，其产品开发已经有了较好的基础，且部分已获得订单，将增加公司在 2011 年特别是 2012 年的成长持续性。

表 1：公司非公开增发募集资金项目投向（万元）

项目	详细产品构成	达产后销售收入	达产后利润	应用前景和竞争状况分析
商用空调自动控制器件	商用电磁阀 200 万只 商用四通换向阀 400 万只、 商用热力膨胀阀 500 万只、 商用电子膨胀阀 150 万套、 商用钢截止阀 250 万只	127186	11198	1、热力膨胀阀主要用于热泵热水器、机房空调、商业冷冻、食品冷冻等。原有主要厂商为国外丹佛斯等 2、以多联机为主的商用空调所用的电子膨胀阀，在日本来说已经是非常普遍，公司的产品耐久性甚至比日本不二工机的更好，拥有特殊的结构设计发明专利 3、钢截止阀用于商用压缩机，冷冻用的冷凝机组等
商用空调净化装置	铁分离器 100 万只 铁过滤器 150 万只 压力容器 100 万只	33465	2826	主要出口到美国，如类似开利的客户
家用空调自动控制器件	电子膨胀阀 500 万只 不锈钢四通换向阀 500 万只	38810	4155	电子膨胀阀是在目前 500 万台产能的基础上进一步扩大；不锈钢四通阀为公司首创产品，拥有自主专利，掌握了最佳技术路线，市场占有率全球达到 80%，可替代原来铜制四通阀产品，其产品热量损失小，更为节能，目前主要应用在日本市场。
冰箱自动控制器件	冰箱双稳态电磁阀 600 万只 冰箱电动切换阀 200 万套	26539	2928	双稳态电磁阀用于需要多温区控制的冰箱，目前公司已有 200 万产能，电动切换阀处在小批量生产阶段，未来可起到很好的替代国外产品的作用。目前已获得西门子、海尔等公司的订单。
技术研发中心	制冷、冷冻领域的智能控制系统			

资料来源：公司公开信息、国信证券经济研究所

另外公司目前已经开始了对制冷整体智能控制的系统开发研究，有利于拓展公司产品所涉及的市场容量范围，提升产品附加值。

#### ■ 通过联动定价来降低铜价波动风险

公司的产品原材料超过一半来自于铜，在与客户的订价体系中，当铜价波动较大时，按每月铜的均价来决定产品定价，目前 90% 的产品采用这样的定价方式，降低铜价的波动风险。从我们这次调研的情况来看，公司产能全部满产，且放弃了部分较低毛利率的订单，今年利润增幅预期将大幅超出收入增幅表现。

#### ■ 太阳能热发电进展按预期进行中

公司投资 1050 万美元获得以色列 HF 公司 30% 的股权，该公司为研发性公司，投入研究太阳能光热发电项目。碟式太阳能热发电系统是由许多镜子组成的抛物面反射镜组成，接收在抛物面的焦点上，接收器内的传热工质被加热到 800-1000 度，驱动发动机进行发电。相比其他太阳能热发电系统（塔式和槽式系统），理论上获得的发电转换效率更高，造价投入相对也更高。公司享有独家中国市场营销权和销售权。可提供解决方案给发电公司、为现有的发电站提供辅助能源提供、制造其中零部件等等模式来获取盈利。目前该系统的第一阶段实验已经完成，接收器最高加热温度达到了 800 度，第二阶段将计划提升到 1000 度以获得更高的发电转换效率。

#### ■ 维持“谨慎推荐”评级

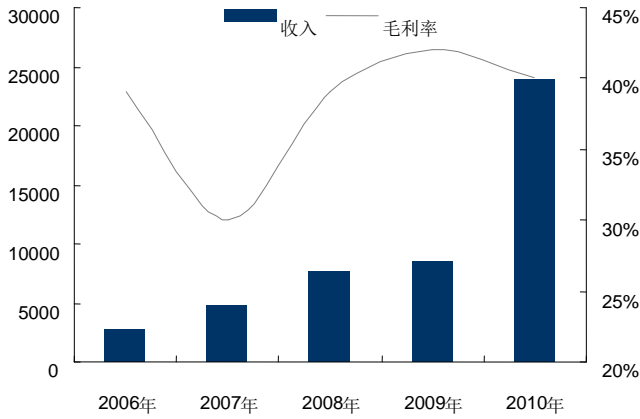
公司原有截止阀等产品已经过了高速增长期，而今年之后电子膨胀阀、商用空调所用阀门的快速增长都将给公司成长注入新的动力。公司 3-5 年发展规划还将致力于制冷智能控制系统的研发制造，进一步打开市场容量空间，增加产品附加值。保守预期公司 2010、2011 年每股收益 1.26 元、1.51 元，维持对公司的“谨慎推荐”评级。

表 2: 公司盈利预测表 (万元)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
主营业务收入	80,742	244,397	204,039	256,043	300,100
营业总成本					
其中: 营业成本	65,727	190,072	147,832	183,070	214,572
营业费用	2,333	8,572	7,466	8,961	10,504
管理费用	3,632	11,065	15,484	15,363	16,506
财务费用	817	4,346	1,110	2,560	3,001
资产减值损失	5	(837)	867	800	500
公允价值变动净收益	(24)	306	441	150	150
投资收益	126	1,322	2,054	1,500	1,500
营业利润	8,026	32,193	33,121	47,588	57,019
营业外收支	211	1,578	548	500	500
利润总额	7,814	33,771	33,669	47,088	56,519
所得税费用	2,902	4,673	4,961	7,063	8,478
净利润	4,912	29,098	28,708	40,025	48,041
所属于母公司所有者的净利润	4,912	25,810	23,785	33,141	39,778
少数股东损益	0	3,288	4,922	6,884	8,263
每股收益 (元)	0.43	0.98	0.90	1.26	1.51

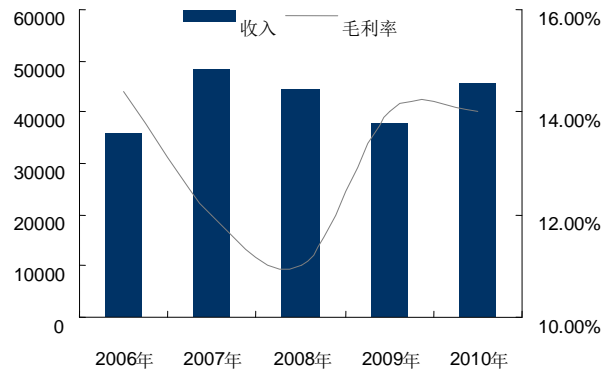
资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

图 5: 电子膨胀阀收入增长预期 (万元、%)



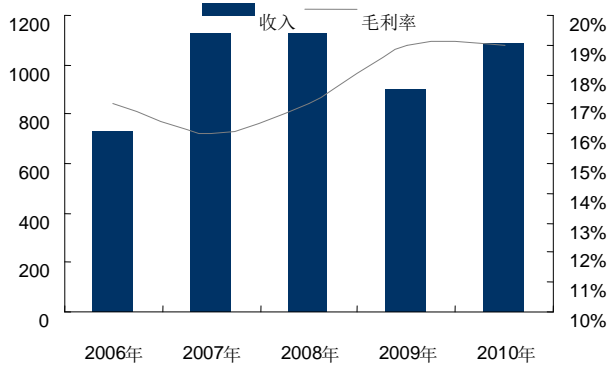
资料来源: 国信证券经济研究所

图 6: 截止阀收入增长预期 (万元、%)



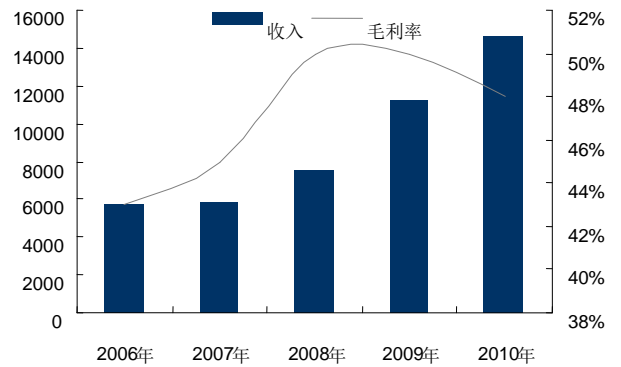
资料来源: 国信证券经济研究所

图 7: 四通阀收入增长预期 (万元、%)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 8: 电磁阀收入增长预期 (万元、%)



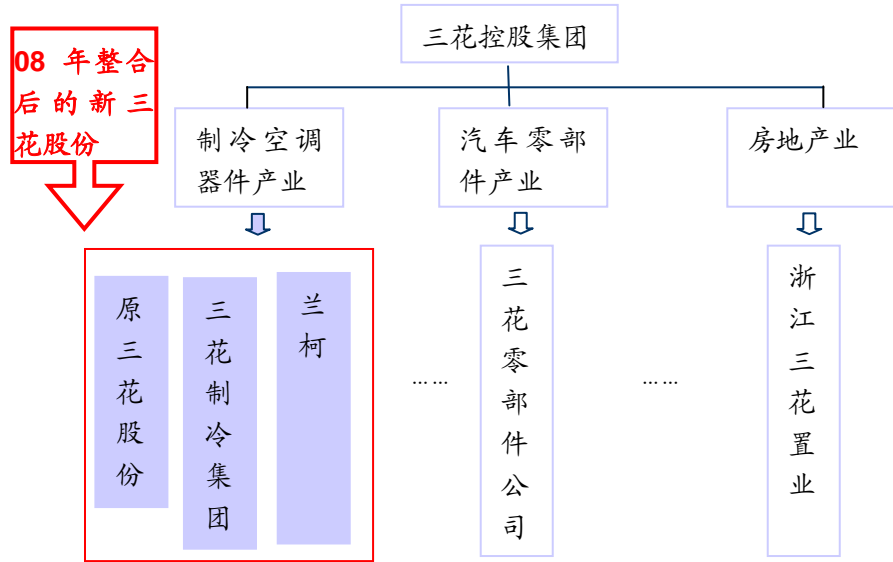
资料来源: 国信证券经济研究所

表 3: 公司 2009 年分类别产品收入和毛利率 (万元、%)

	主营收入	营业成本	毛利率 (%)	收入同比	营业成本同比	毛利率同比增减%
空调元器件	188,200.93	136,698.63	27.37%	-16.48%	-20.88%	4.05%
冰箱元器件	8,450.90	5,721.43	32.30%	63.89%	35.34%	14.28%
其他	82.66	54.11	34.54%	-84.99%	-89.84%	31.25%
合计	196,734.49	142,474.17	27.58%	-14.85%	-19.75%	4.42%

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

图 9: 三花控股集团的产业布局分布图



来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所

控股集团培育的其他相关资产当中，丹弗斯-三花合资公司，在蒸发器等产品上已经获得了较好的产品开发基础，09 年经营实现了盈亏平衡，未来 3 年成长性也相当可观，我们预期不排除未来存在进一步产业整合可能。

### 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。

#### 免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。