

## 公司研究 家电行业 白电上游配件

评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街九  
号院一号楼六层信达证券研发  
中心

张冬峰、柳茵

SAC 执业证书 S150020909013

zhangdongfeng@cindasc.com

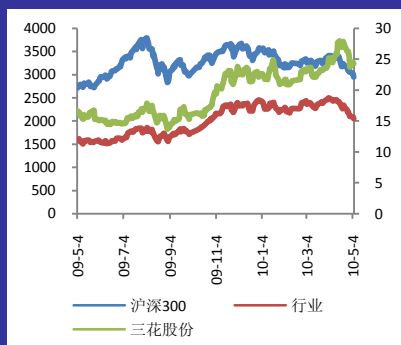
liuyin@cindasc.com

010-63081265

### 基础数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 当前价       | 24.51       |
| 目标价区间     | 29.47-33.48 |
| 52 周内高    | 28.35       |
| 52 周内低    | 13.52       |
| 总市值(百万元)  | 6256.80     |
| 流通市值(百万元) | 1629.63     |
| 总股本(百万股)  | 264.00      |
| A 股(百万股)  | 264.00      |
| —已流通(百万股) | 68.76       |
| —限售股(百万股) | 195.24      |

### 个股走势



# 三花股份 (002050): 小商品大市场中的发展机遇

--调研报告

2010 年 5 月 5 日

## 投资要点

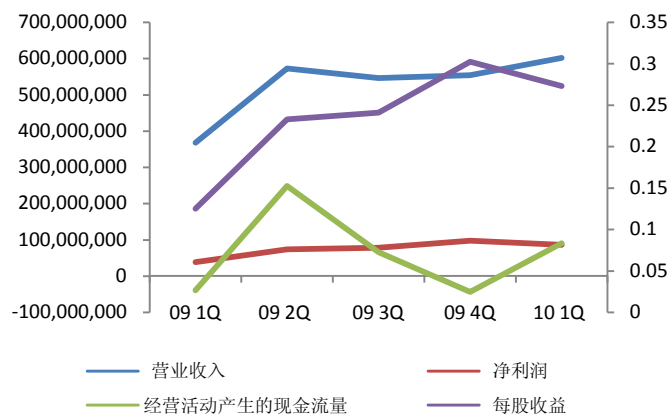
- **事件:** 4 月 26 日, 浙江新昌, 参加三花股份有限公司业绩说明会。
- **公司 1 季度经营情况:** 1 季报显示, 公司实现营业收入 6.12 亿元, 同比增长 63.78%; 归属上市公司股东净利润 7202.19 万元, 同比增长 118.17%; 经营活动产生的现金流量净额 9076.75 万元, 同比增长 329.26%; 基本每股收益 0.27 元, 同比增长 107.69%。公司能够在 1 季度拥有如此良好的业绩表现, 主要是因为今年年初以来的宏观经济环境较去年同期有了较大改善, 产品的市场需求增长显著, 各类产品销量均有不同程度的上涨, 特别是变频空调用电子膨胀阀与冰箱用电磁阀放量明显。
- **募投项目集中在家用及商用空调领域:** 公司的募投项目的总投资额为 10 亿元, 主要集中在家用及商用空调领域, 且部分已获得大厂商的订单, 将对公司 2011、2012 的业绩有一定的贡献。同时, 其中的一些项目在今年 2 季度就将对业绩有所贡献。
- **新能源光热发电项目将成为未来利润增长点:** 公司投资 1050 万美元获得以色列 HeliioFocus 公司 30% 的股权, 参与太阳能光热发电项目。公司享有中国市场独家经营权和销售权, 预计 3 年后见效益。该项目将是未来 5-10 年的利润增长点。同时, 新能源汽车空调领域也将重点投资开发。
- **电控领域存在很大发展机遇:** 针对电控领域, 目前, 日韩企业看好系统集成, 比如: 温度管理系统集成领域, 这会导致此类配件的需求大幅增长; 同时, 公司还看好其最大供应商美国 Kelly 公司的楼宇智能控制领域, 并强调这个领域将会存在很大的发展机遇, 这无疑会导致制冷配件业务保持较高增长。
- **空气调节行业具有很大成长空间:** 公司目前所属的空气调节行业的成长空间还很大, 相比一般家电行业, 其成长空间约 30-40%。由于极端气候越发严重, 因此导致传统产品需求量将增长 5-10%, 特别是电子膨胀阀、电磁阀的需求都会高于行业增速。此外, 数据库中央处理器空气调节市场也具有一定潜力。未来, 公司将把发展重点放在新能源项目及电控领域上。
- **盈利预测:** 我们预计公司 10、11、12 年 EPS 分别为 1.15、1.50、2.04 元, 对应 PE 分别为 20.55、15.83、11.63 倍, 公司业绩增长明确, 给予“买入”评级。

### 公司 1 季度经营情况

三花股份是一家生产经营家用、商用空调自动控制件为主业的公司，已形成截止阀、电子膨胀阀、电磁阀等多种空调配套产品。目前，公司是世界产量最大、品种最齐全的截止阀生产基地之一。

1 季报显示，公司实现营业收入 6.02 亿元，同比增长 63.78%；归属上市公司股东净利润 7202.19 万元，同比增长 118.17%；经营活动产生的现金流量净额 9076.75 万元，同比增长 329.26%；基本每股收益 0.27 元，同比增长 107.69%。公司能够在 1 季度拥有如此良好的业绩表现，主要是因为今年年初以来的宏观经济环境较去年同期有了较大的改善，产品的市场需求增长显著，各类产品销量均有不同程度的上涨，特别是变频空调用电子膨胀阀与冰箱用电磁阀放量明显。

图表 1：相关财务数据季度变化



数据来源：Wind 资讯、信达证券研发中心

### 公司募集资金投资项目

#### 1. 家用冰箱自动控制器件：

- 1) **冰箱双稳态电磁阀**600 万套。双稳态电磁阀用于需要多温区控制的冰箱，行业竞争对手并不多，仅德国与上海两家。目前，公司已获得西门子的订单。
- 2) **冰箱电动切换阀**200 万套。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，公司在切换阀上具有技术及成本优势，由于近期大容量冰箱呈现爆发式增长态势，因此公司很看好该产品。目前已获得西门子、海尔等公司的订单。

#### 2. 家用空调自动控制器件：

- 1) **电子膨胀阀** 500 万套。电子膨胀阀是在目前 500 万套产能的基础上进一步扩大，变频空调未来发展将直接促进电子膨胀阀的销量。
- 2) **不锈钢四通阀** 500 万套。不锈钢四通阀为公司首创产品，拥有自主专利，市场占有率高达 70%，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。

#### 3. 商用空调制冷元器件：

- 1) **商用电磁阀** 200 万套。该产品以大口径 6 毫米以上为主，市场容量很大，主

要为国外厂商。

- 2) 商用四通换向阀 400 万套。市场前景发展很好，量发展很快。
- 3) 商用热力膨胀阀 500 万套。该产品用于商业冷冻市场，发展也很快，主要为国外品牌。
- 4) 商用电子膨胀阀 150 万套。主要出口市场为韩国。
- 5) 商用钢截止阀 250 万套。来源于客户需求。
- 6) 商用空调液内容器阀 350 万套。如获得许可证后，可生产 25 升以上的液内容器，将出口美国市场。

#### 4. 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，主要出口美国。

#### 5. 研发中心建设项目:

共投资5000多万，主要研究制冷、冷冻领域的智能控制系统。

上述募投项目的总投资额为10亿元，主要集中在家用及商用空调领域，且部分已获得大厂商的订单，将对公司2011、2012的业绩有一定的贡献。同时，其中的一些项目在今年2季度就将对业绩有所贡献。

#### 公司未来战略规划

过去，公司 50%的业务都来自出口，且是以成本领先优势来击败竞争对手，但随着时间的推移，公司逐渐认识到，仅仅以成本优势开拓市场是远远不够的，因此在 07、08 年，公司提出了“由成本领先转向技术领先”的新型战略思路。

具体战略规划如下:

1. 以新能源为主的技术研发
2. 产业结构调整升级
3. 以制冷空调为主转向以电子产品为主（如：电控、控制启动）
4. 经营向模块化发展
5. 为客户解决方案

其中值得一提的是，公司投资 1050 万美元获得以色列 HeliFocus 公司 30%的股权，参与太阳能光热发电项目。该项目技术位于前沿，电厂选址在新疆，公司享有中国市场独家经营权和销售权，预计 3 年后见效益。该项目可通过向发电公司提供解决方案、为现有发电站提供辅助能源、及其中零部件的制造等模式来获取盈利。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。目前，政府关于光热发电的政策还未出台，但公司相信该项目将是未来 5-10 年的利润增长点。同时，新能源汽车空调领域也将重点投资开发。

此外，针对电控领域，目前，日韩企业看好系统集成，比如：温度管理系统集成领域，这会导致此类配件的需求大幅增长；同时，公司还看好其最大供应商美国 Kelly 公司的楼宇智能控制领域，并强调这个领域将会存在很大的发展机遇，这无疑会导致制冷配件业务保持较高增长。

综合来看，公司目前所属的空气调节行业的成长空间还很大，相比一般家电行业，其

成长空间约30-40%。由于极端气候越发严重,因此导致传统产品需求量将增长5-10%,特别是电子膨胀阀、电磁阀的需求都会高于行业增速。此外,数据库中央处理器空气调节市场也具有一定潜力。未来,公司将把发展重点放在新能源项目及电控领域上。

### 盈利预测:

我们预计公司10、11、12年EPS分别为1.15、1.50、2.04元,对应PE分别为20.55、15.83、11.63倍,公司业绩增长明确,给予“买入”评级。

**图表2 主要财务和估值数据**

| 单位:百万元      | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入        | 2040.39 | 2569.61 | 3077.17 | 3931.67 |
| 增长率(%)      | -16.51% | 25.94%  | 19.75%  | 27.77%  |
| 归属母公司股东净利润  | 237.85  | 304.53  | 395.21  | 537.83  |
| 增长率(%)      | -7.84%  | 28.03%  | 29.78%  | 36.09%  |
| 销售毛利率(%)    | 27.55%  | 25.00%  | 26.00%  | 27.00%  |
| 每股收益(EPS)   | 0.90    | 1.15    | 1.50    | 2.04    |
| 净资产收益率(ROE) | 18.97%  | 20.55%  | 22.23%  | 24.67%  |
| 市盈率(P/E)    | 26.31   | 20.55   | 15.83   | 11.63   |
| 市净率(P/B)    | 4.99    | 4.22    | 3.52    | 2.87    |

数据来源:Wind资讯、信达证券研发中心

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                      |
|--------|------|-------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈买入 | 相对沪深300指数涨幅20%以上        |
|        | 买入   | 相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间   |
|        | 持有   | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|        | 卖出   | 相对沪深300指数跌幅10%以上        |
| 行业投资评级 | 强于大市 | 相对沪深300指数涨幅10%以上        |
|        | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|        | 弱于大市 | 相对沪深300指数跌幅10%以上        |

## 免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

## 信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心  
 邮编：100031  
 传真：0086 10 63081102