

三花股份 (002050) 工业机械

—受益下游产业升级，打造制冷零配龙头

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 24.31 元

投资要点:

- ◆ **全球空调与冰箱零配件龙头企业** 公司是全球产量最大，全球最大的截止阀生产基地之一，公司的主要产品是戒指阀、电子膨胀阀、电磁阀、单向阀、球阀、方体阀等家用和商用空调系列配件产品以及冰箱电磁阀类产品，“三花”品牌远销欧洲、美洲、韩国、日本、东南亚及我国香港、台湾等几十个国家和地区，公司是全球空调阀类产口龙头企业。
- ◆ **受益下游产业升级，电子膨胀阀成为新的增长点** 2009 年国家出台节能空调补贴政策，对一、二级能效标准以上的空调产品实施售价补贴，政策补贴的目的很明显，就是变相地将二级能效标准以下的空调挤出市场，促进空调行业的全面升级，因此，未来高能效标准空调与变频空调将成为市场的主流。变频市场份额在不断扩大，变频空调的主要阀门，高附加值的电子膨胀阀的快速增长，电子膨胀阀相对于其他阀类产品，附加值较高，受益产品结构不断优化，公司将迎来内涵生增长点。
- ◆ **进军太阳能，志存高远** 虽然公司在整个家电产业链中盈利能提处于最高位，经营风险相对较小，但作为传统的制造业，公司的业务模式较为单一，受制于下游空调行业的波动风险较大，对公司的长远发展不利。拓展新业务是公司战略性发展的必要发展之路。因此，公司在年初增持以色列 HF 公司股份，入股 HF 后公司将共同参与研发，合作项目中和 HF 拥有联合专利，并获得我国的独家销售和优先制造权，公司计划在我国建立一个示范性项目，为下一步的生产和销售打下基础。
- ◆ **盈利预测与估值** 公司 2010/2011/2012 年每股收益将分别达到 1.23/1.52/1.93 元，对应 2010/2011/2012 年动态市盈率分别为 20/16/13 倍。估值优势明显，给予推荐的投资评级。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	2040	2561	3073	3686
营业收入增长率	-17%	26%	20%	20%
净利润 (百万元)	238	326	402	509
净利润增长率	-8%	37%	23%	27%
EPS (元)	0.90	1.23	1.52	1.93
ROE	19.0%	21.5%	22.4%	23.5%
P/E	26.98	19.71	15.96	12.61
P/B	5.12	4.23	3.57	2.96
EV/EBITDA	16	13	10	8

2010年6月22日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	27.95/13.66
上证指数/深圳成指	2586.21/10309.61
50 日均成交额(百万元)	43.64
市净率(倍)	5.12
股息率	1.03%

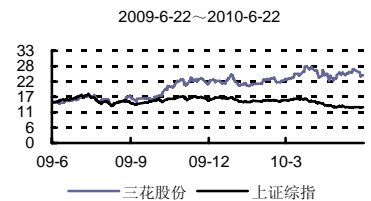
基础数据

流通股(百万股)	68.76
总股本(百万股)	264.00
流通市值(百万元)	1671.57
总市值(百万元)	6417.84
每股净资产(元)	4.75
净资产负债率	82.17%

股东信息

大股东名称	三花控股集团有限公司
持股比例	71.15%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	邹翠利 杨培龙
执业证书编号:	S0020109061421
电话:	021-51097188-1922
电邮:	zoucuili@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国安徽省合肥市寿春路 179号(230001)

目 录

第 1 部分 公司概况	3
1.1 全球空调与冰箱零配件龙头企业	3
1.2 公司股权结构	4
1.3 公司的产业链关系	5
第 2 部分 经营情况	5
2.1 经营稳定增长	5
2.2 盈利能力稳步提升	6
2.3 产品结构趋于优化	7
第 3 部分 投资亮点分析	7
3.1 受益下游行业加速回暖	7
3.2 进军太阳能，志存高远	8
3.3 增发在即，产能瓶颈得到缓解	9
第 4 部分 盈利预测与估值	9
4.1 盈利预测	10
4.2 估值与投资建议	10

图表目录

图 1 2008 年各产品收入占比	3
图 2 2008 年各产品毛利占比	3
图 3 一台空调所需两个截止阀	3
图 4 公司股权结构	4
图 5 产业链及盈利能力关系图	5
图 6 公司近几年收入与净利润及增长情况	6
图 7 公司毛利率与净利率情况	6
图 8 公司三项费用率情况	7
图 9 2010 年冷年 4 月份空调的内销情况（单位：万台）	7
图 10 空调四通阀 10 冷年国内销量月度走势（单位：万只）	8
图 11 空调截止阀 10 冷年国内销量月度走势（单位：万只）	8
表 1 公司非公开增发项目情况	9
表 2 与盈利预测有关的假设	10
表 3 相关上市公司估值比较	10
表 4 盈利预测估值报表	11

第 1 部分 公司概况

1.1 全球空调与冰箱零配件龙头企业

公司是全球产量最大，全球最大的截止阀生产基地之一，公司的主要产品是戒指阀、电子膨胀阀、电磁阀、单向阀、球阀、方体阀等家用和商用空调系列配件产品以及冰箱电磁阀类产品，“三花”品牌远销欧洲、美洲、韩国、日本、东南亚及我国香港、台湾等几十个国家和地区，公司是全球空调阀类产品龙头企业。

图 1 2008 年各产品收入占比

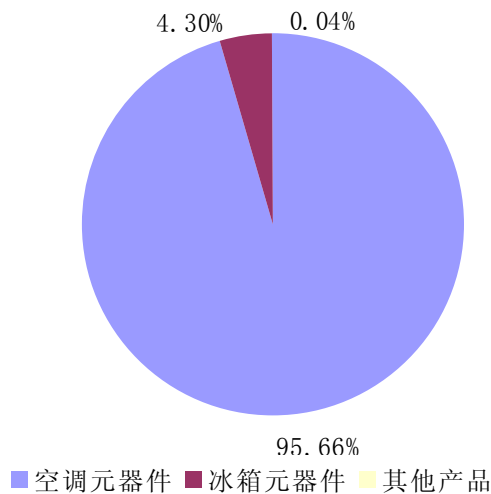
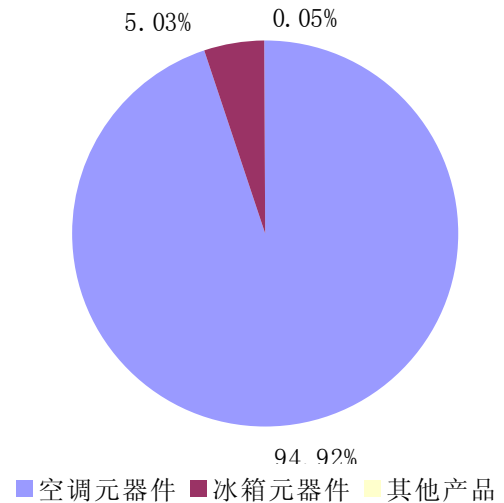


图 2 2009 年各产品毛利占比



资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

作为空调阀门行业龙头之一，公司和盾安基本上垄断了全球截止阀、四通阀市场，阀门收入为公司贡献了 90% 以上的收入和毛利，截止阀与四通阀是公司收入与利润的主要来源，一台空调需要两个截止阀，一个高压阀，一个低压阀。一个四通阀。变频空调还需要一个电子膨胀阀。国家节能空调补贴推动变频空调市场的快速增长，未来几年电子膨胀阀将保持高速增长，电子膨胀阀的将成为公司未来新的收入和利润增长点。

图 3 一台空调所需两个截止阀

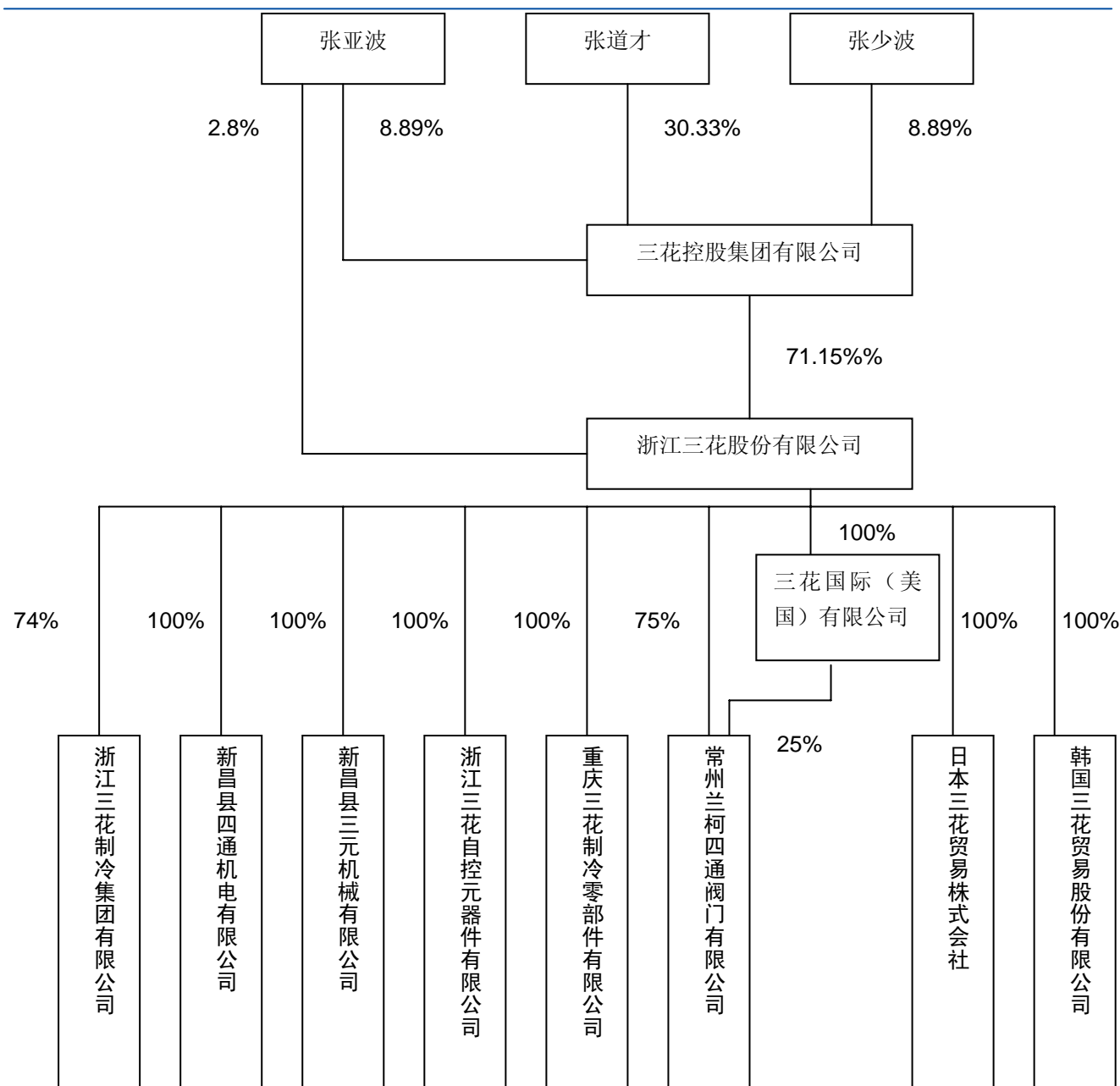


资料来源:公司网站、国元证券研究中心

1.2 公司股权结构

公司的第一大股东是三花控股集团，持有公司 71.15% 的股权，张道才先生持有公司控股股东三花控股集团有限公司 30.33% 的股份，三花控股集团有限公司持有本公司 71.15% 的股份，从而其间接持有本公司 21.58% 的股份，为公司实际控制人。三花控股为一家集科研、生产、经营、服务于一体的集团性民营企业，其下属企业主要划分为制冷零部件、汽车零部件、房地产以及资本投资四大板块，其中，制冷零部件产业为三花控股的基础产业和核心产业。

图 4 公司股权结构



资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

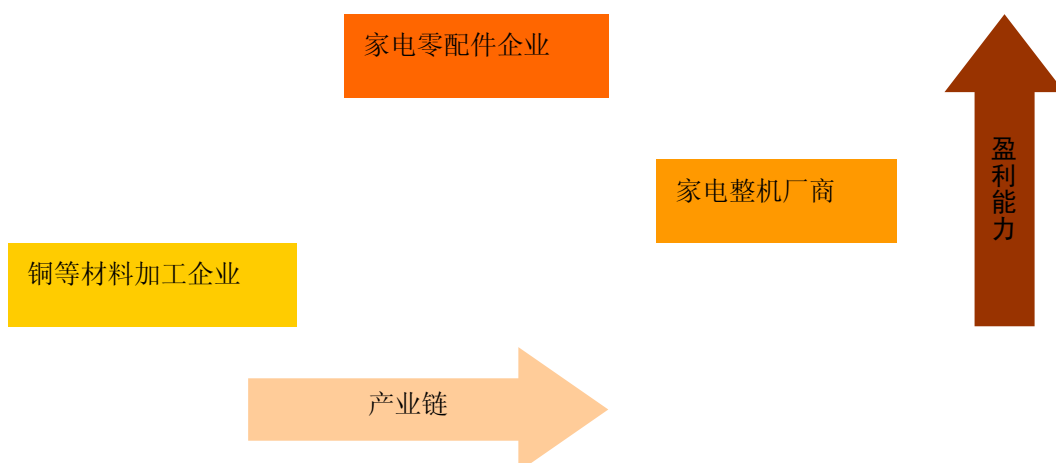
公司旗下控股企业 9 家，6 家分别分布在新昌、重庆、常州的三地，其中四通电机，三花制冷集团、三元机械、美国三花和日本三花都是 2008 年大股东资产重组注入的资产，注入资产规模远超过公司原有的资产规模，同时也实现了控股集团旗下制冷零部件的整体上市。

1.3 公司的产业链关系

公司的阀门类产品 60%以上的成本都是铜，铜等金属是公司的上游产业，公司下游主要是空调、冰箱等整机厂商，在完整的家电产业链中，公司处于整个家电产业链的中游，因此，公司主营业务受上下游的影响较大，铜价格的波动对公司的成本影响较大，营业收入的增长主要取决于下游行业的增长情况。公司所处的产业链地位对公司的发展各有利弊。

对于铜价格的波动，公司一般都会采取波动套期保值，将原材料价格锁定在一定的价可知区间，但下游厂商的发展状况无法控制，公司的发展受下游的影响较大。由于公司处于家电整机厂商上游，且公司的产品垄断程度高，与下游厂商的议价能力较强，且销售费用投入较少，公司的盈利能力高于上下游。

图 5 产业链及盈利能力关系图



资料来源:国元证券研究中心

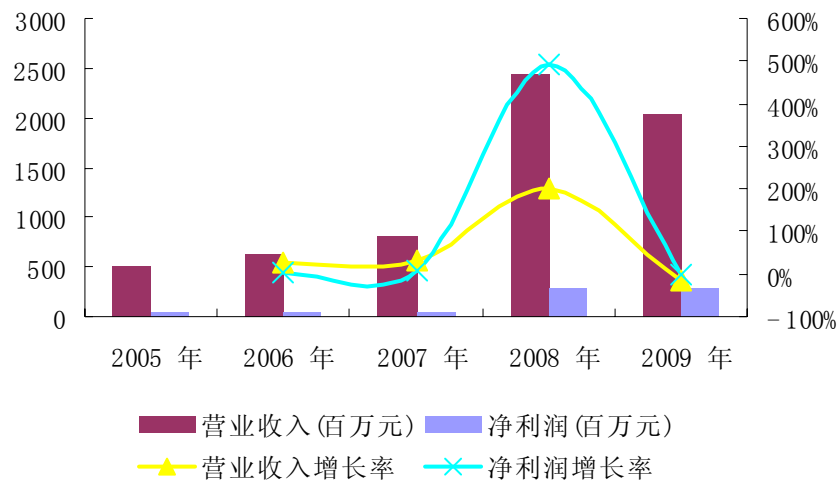
第 2 部分 经营情况

处于家电产业链的中部，公司的经营情况基本稳定，近三年营业收入与净利润保持一个相对稳定的高速增长阶段。2008 年公司因为重大资产重组，收入规模扩大到原来的三倍左右。

2.1 经营稳定增长

公司的经营一直比较稳定，2008 年以前营业收入保持年均 30%左右的增幅，毛利率与净利率每年都在稳步提升，净利润保持小幅增长，2008 年资产重组后，公司的收入规模与净利润规模都实现了翻倍增长，2009 年，一方面由于 2008 年的高基数，另一方面，下游空调行业上半年整体负增长的局面的影响，公司 2009 年收入与净利润同比近五年来首次出现了负增长。作为家电专业零配件企业，公司的经营受下游行业的发展较大，因此，公司 2009 年收入与净利润增幅同比下滑。2009 年整个空调行业经历了前低后高的走势，下游空调行业的持续回暖也带动了公司经营情况的好转，2010 年一季度，公司营业收入同比增长 60%以上，净利润同比增幅翻倍。

图 6 公司近几年收入与净利润及增长情况

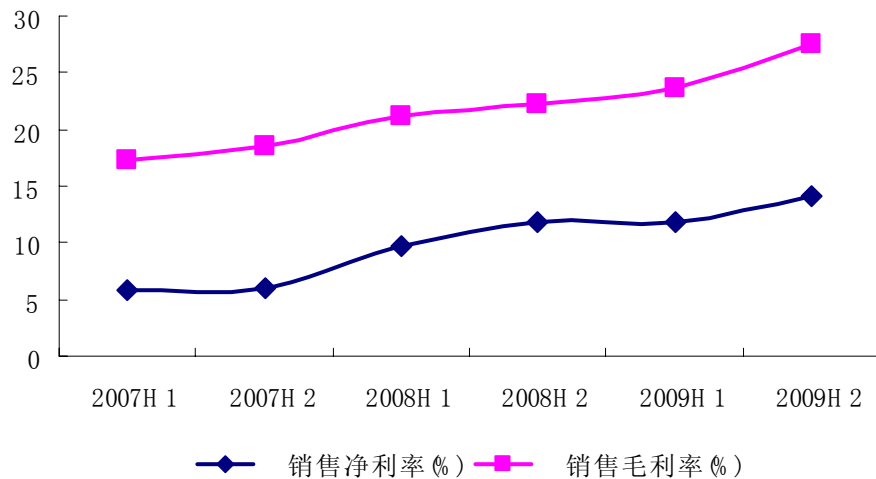


资料来源：公司定期报告 国元证券研究中心

2.2 盈利能力稳步提升

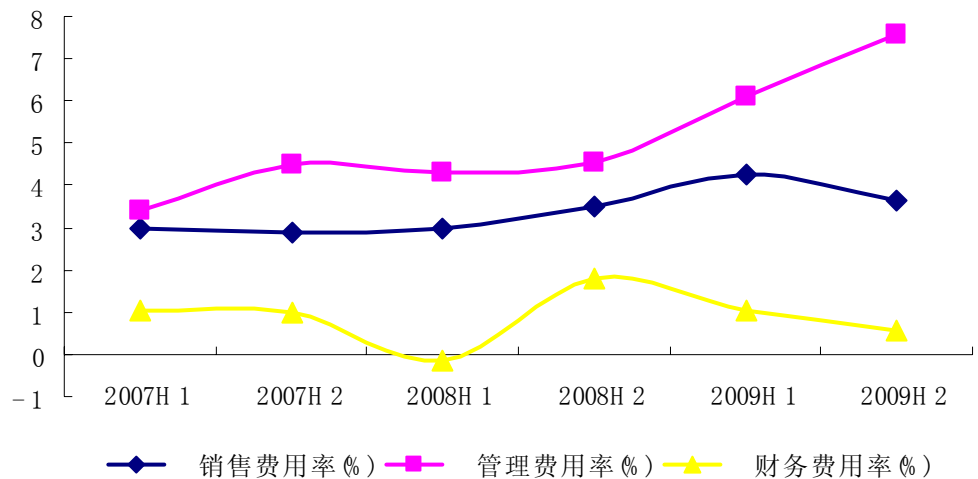
公司的盈利能力持续稳定性提升，毛利率与净利润率水平均处于稳健上升的阶段，在整个家电产业链中，公司的盈利能力处于最高水平，高于原材料生产与加工企业以及下游整机厂商，较高的盈利能力是公司的经营业绩的主要突出优势。2010 年一季报来看，公司的毛利与净利率水平依然稳中有升。产品结构的不断优化，公司的盈利能力将依然处于稳步提升的阶段。

图 7 公司毛利率与净利率情况



公司的三项费率一直稳定在 11% 左右水平，2009 三项费用率有逐步上升的趋势，2010 年一季报，三项费用率有所下降。相对于下游整机厂商而言，公司处于行业垄断地位，相对下游具有较高的议价能力，销售费用基本较少，较低的费用率水平也是公司盈利能力不断提升的重要保障。

图 8 公司三项费用率情况



资料来源: 公司报告 国元证券研究中心

2.3 产品结构趋于优化

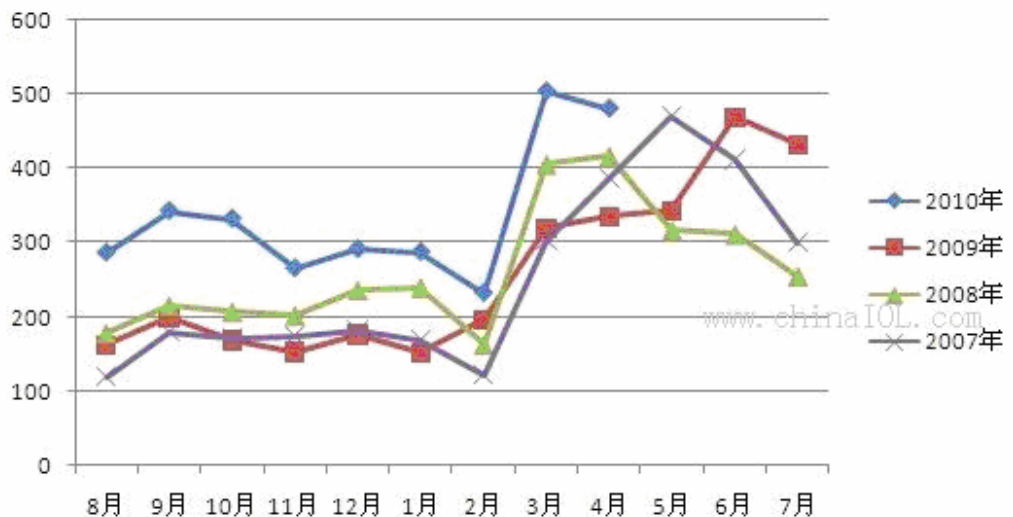
2009 年国家出台节能空调补贴政策, 对一、二级能效标准以上的空调产品实施售价补贴, 政策补贴的目的很明显, 就是变相地将二级能效标准以下的空调挤出市场, 促进空调行业的全面升级, 因此, 未来高能效标准空调与变频空调将成为市场的主流。变频市场份额在不断扩大, 变频空调的主要阀门, 高附加值的电子膨胀阀的快速增长, 电子膨胀阀相对于其他阀类产品, 附加值较高, 受益产品结构不断优化, 公司将迎来内生增长增长点。

第 3 部分 投资亮点分析

3.1 受益下游行业加速回暖

内销从去年四季度开始, 同比都保持较高的增长, 空调内销势头良好, 整个空调行业加速回暖。

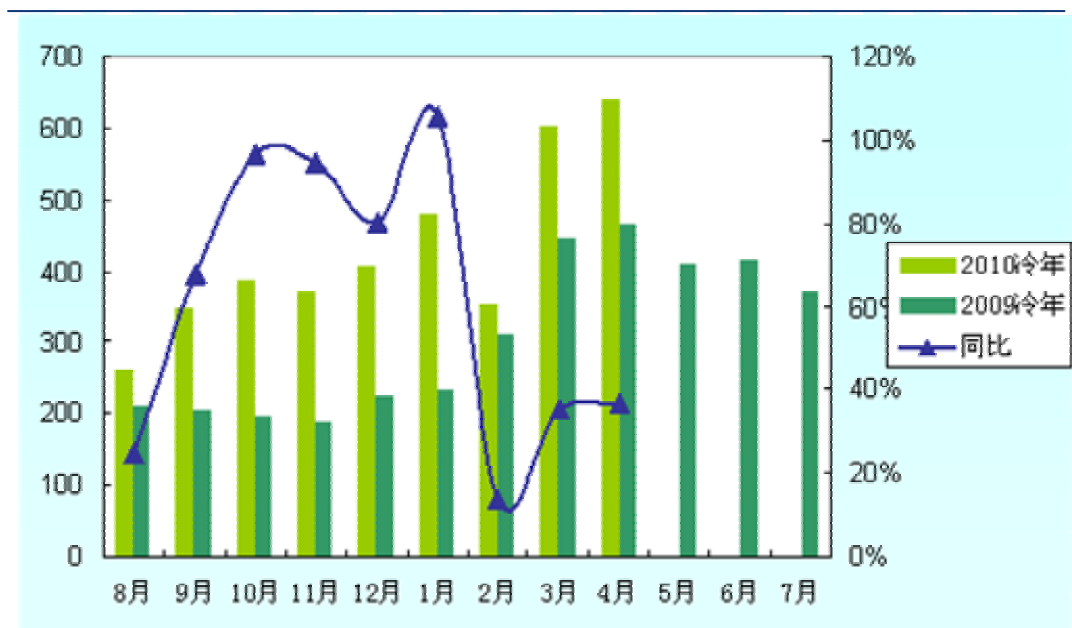
图 9 2010 年冷年 4 月份空调的内销情况 (单位: 万台)



资料来源: 产业在线 国元证券研究中心

从产业在线的数据来看, 空调内销的旺季略有不同, 2007 年为 5 月份, 2008 年 4 月份, 2009 年为 6 月份, 2010 年截止 4 月份, 空调内销在 3 月份已创出 500 万台的历史新高, 虽然目前天气因素对行业的影响偏负面, 但我们认为, 空调 2010 的旺季还未到来, 2010 年空调内销创历史新高已成定局, 刷新 500 万台的高点值得期待。

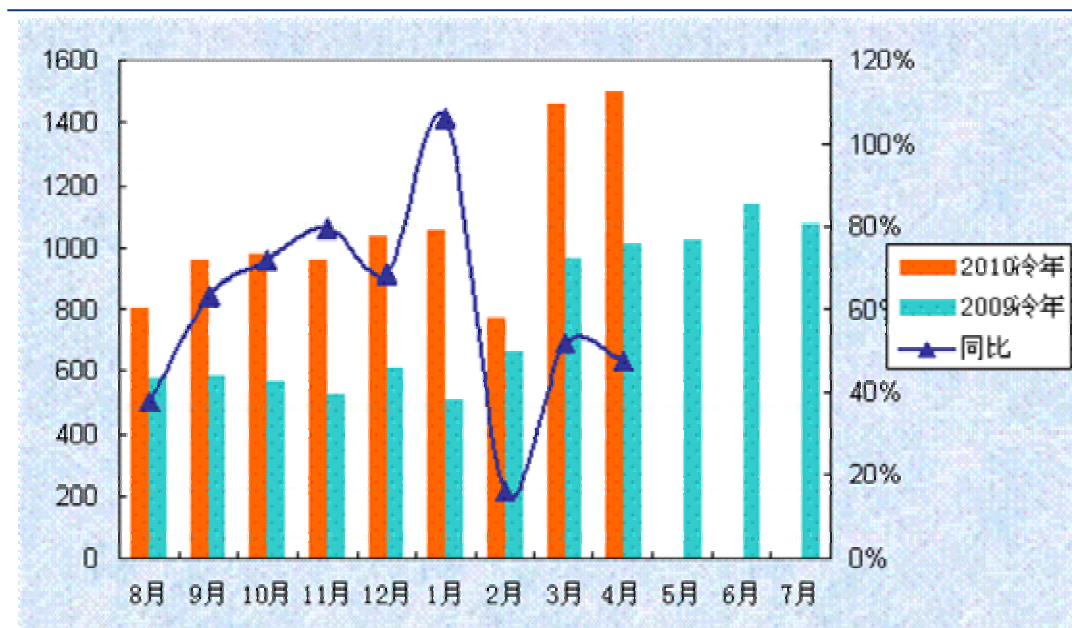
图 10 空调四通阀 10 冷年国内销量月度走势（单位：万只）



资料来源:产业在线 国元证券研究中心

一台空调一般需要一个四通阀，两个截止阀，阀门类产品受制于下游空调的销量制约较大，四通阀与截止阀的销量随着空调销量的不断回暖，从产业在线的数据来看，截止阀与四通阀 2010 年冷年内销量同比大幅增长。

图 11 空调截止阀 10 冷年国内销量月度走势（单位：万只）



资料来源:产业在线 国元证券研究中心

四通阀与截止阀等空调阀门类产品占公司主营业务收入的 90%以上，一季度，受益阀门类产品内销同比 20%以上的高增长，公司收入同比增长 60%以上，净利润同比增长 120%以上。基于我们对空调行业形势的看好，公司主营业务将持续受益。

3.2 进军太阳能，志存高远

公司在整个家电产业链中盈利能提处于最高位，经营风险相对较小，但作为传统的制造业，公司的业务模式较为单一，受制于下游空调行业的波动风险较大，对公司的长远发展不利。拓展新业务是公司战略性发展的必要发展之路。

经 2009 年第 4 次临时股东大会决议通过，公司与 HelioFocus Ltd.（简称 HF 公司）、IC Green Energy Ltd.及 HF 公司创始人团队成员签署了《股权购买协议》和《股权转让协议》。根据协议之约定，本公司出资 925 万美元认购 HF 公司发行的 5,744,862 股普通 B 股，出资 124.96 万美元受让 HF 公司创始人团队成员拥有的 2,743,840 股普通股。此次 HF 公司共融资 1156 万美元，项目合计投资达到 1050 万美元，三花股份合计持有 HF30%股权，ICG（HF 控股股东）再投入 262.2 万美元后，占有 HF44.07%的股份，创始人团队套现后，占有股权的 20.07%。HF 公司是一家在以色列注册的非公开上市公司，专业从事太阳能热利用技术的开发。HF 公司发行的普通 B 股除享有普通股所享有的一切权利之外，还享有 HF 公司章程和股东协议所赋予的额外权利，收购以色列 HF（Helio Focus）公司股权后，公司曲线进入太阳能领域。

入股 HF 后公司将共同参与研发，合作项目中与 HF 拥有联合专利，并获得我国的独家销售和优先制造权，公司计划在我国建立一个示范性项目，为下一步的生产和销售打下基础。HF 成立于 2007 年，总部在以色列 Ness Ziona，主要从事模块化、高效太阳能集中系统的开发，目前已成功开发出第一代产品 HS—50 BOOSTING（辅助发电系统、能够产生 100KW 的 540 度的蒸汽）和第二代 HS—100 CO-GEN（联合发电系统、能够产生 65KW 的电能和 55KW 的 380 度的蒸汽）。此次投资的主要是双方合作太阳能热发电技术开发项目，该项目的投资实施，将使公司在新能源、新产业领域实现重大突破。公司将在创新发展现有制冷产业行业领先地位的基础上，通过进军新能源产业，掌握高科技精密制造技术，适时进入太阳能热发电行业科技领域，真正实现从“成本领先”走向“技术领先”的战略，进一步增加公司竞争实力，给公司带来新的利润增长空间。虽然目前太阳能发电技术在全球仍处于研发阶段，研发风险也相对较大，但该项目将有可能成为公司突发性的业绩增长点。

3.3 增发在即，产能瓶颈得到缓解

公司 2010 年 4 月 8 日发布非公开增发预案，本次非公开发行计划募集资金净额不超过 100,106 万元，用于建设年产 1500 万只商用制冷空调自动控制元器件项目、年产 350 万只商用制冷空调净化装置项目、年产 1000 万只家用空调自动控制元器件项目、年产 800 万只家用冰箱自动控制元器件项目、技术研发中心项目。

表 1 公司非公开增发项目情况

序号	项目名称	总投资额（万元）
1	年产 1500 万只商用制冷空调自动控制元器件项目	51,181
2	年产 350 万只商用制冷空调净化装置建设项目	12,698
3	年产 1000 万只家用空调自动控制元器件建设项目	18,478
4	年产 800 万只家用冰箱自动控制元器件建设项目	12,598
5	技术研发中心建设项目	5,151
合计		100,106

注：上述 1、3、4 项目建设期为 2 年，2、5 项目建设期为 1 年。

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

此次非公开增发项目主要用于扩大商用、家用空调、家用冰箱自动控件类产品的产能，往商用空调领域迅速扩展，同时深化制冷零配件的细分产品，扩大向空调与冰箱零部件的渗透。公司多年来在家用空调与冰箱零配件积累了与丰富的客户资源与经验，是公司向更多领域拓展的关键，商用与高效标准的自控件将使公司享有更高的毛利率与盈利水平。

第 4 部分 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

在对公司进行盈利预测之前，我们对公司未来三年各主营业务收入及毛利进行了简单预测。我们假设，预测不考虑增发后项目对公司收入的贡献以及新能源项目对公司业绩的贡献，且公司未来三年营业收入的增长将主要受益于下游产业升级对公司贡献，因此，未来三年，随着空调产业的升级，公司的产品结构进一步优化，毛利率水平不断提高。

表 2 与盈利预测有关的假设

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	807.42	2310.45	1967.35	2561.48	3072.77	3686.33
空调元器件(百万元)	731.29	2253.38	1882.01	2446.61	2935.94	3523.12
冰箱元器件(百万元)	57.87	51.56	84.51	109.86	131.84	158.20
其他产品(百万元)	18.26	5.51	0.83	5.00	5.00	5.00
毛利率	18.59%	23.15%	27.58%	28.19%	29.14%	30.09%
空调元器件	16.80%	23.32%	27.37%	28.00%	29.00%	30.00%
冰箱元器件	45.31%	18.02%	32.30%	32%	32%	32%
其他产品	5.44%	3.29%	34.54%	35.00%	35%	35%

资料来源：国元证券研究中心

根据我们的预测结果，公司 2010/2011/2012 年公司归属上市公司股东净利润分别为 3.26/4.02/5.09 亿元，每股收益将分别达到 1.23/1.52/1.93 元，对应 2010/2011/2012 年动态市盈率分别为 20/16/13 倍。

4.2 估值与投资建议

根据我们的盈利预测，我们将公司的估值与业务相近的上市公司相比较，截止 2010 年 6 月 21 日，公司 2010/2011/2012 年动态市盈率分别为 20/16/13 倍。在可比的相关上市公司中，盾安环境的业务与公司最为相近，但估值明显高于公司，常发股份与康胜股份虽为刚上市不久的新股，估值高可以理解，但他们 2011，2012 年的估值水平也远高于公司目前的水平。因此，我们认为，公司的估值水平相对较低，给予公司推荐的投资评级。

表 3 相关上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010E	2011E	2012E
002050.SZ	三花股份	20	16	13
600619.SH	海立股份	36	31	22
002011.SZ	盾安环境	31	23	16
002413.SZ	常发股份	31	24	19
002418.SZ	康盛股份	29	23	18

资料来源：WIND 国元证券研究中心

表 4 盈利预测估值报表

资产负债表					利润表				
		单位:百万元					单位:百万元		
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1864	2396	2992	3711	营业收入	2040	2561	3073	3686
现金	357	708	901	1247	营业成本	1478	1840	2177	2577
应收账款	464	515	645	763	营业税金及附加	7	8	10	12
其它应收款	9	16	17	21	营业费用	75	97	115	139
预付账款	22	27	32	38	管理费用	155	179	221	263
存货	573	677	815	959	财务费用	11	9	11	11
其他	440	453	582	682	资产减值损失	9	10	10	10
非流动资产	577	613	643	667	公允价值变动收益	4	4	4	4
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	21	18	19	19
固定资产	450	471	481	482	营业利润	331	440	551	697
无形资产	103	132	154	178	营业外收入	10	14	12	13
其他	24	11	8	7	营业外支出	4	5	5	5
资产总计	2441	3009	3635	4377	利润总额	337	449	559	706
流动负债	910	1035	1187	1343	所得税	50	65	81	102
短期借款	203	276	252	260	净利润	287	384	478	603
应付账款	350	392	481	563	少数股东损益	49	58	76	94
其他	356	367	453	520	归属母公司净利润	238	326	402	509
非流动负债	121	241	361	481	EBITDA	407	508	629	783
长期借款	120	240	360	480	EPS (元)	0.90	1.23	1.52	1.93
其他	1	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	1030	1276	1547	1823	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	157	216	291	385	成长能力				
股本	264	264	264	264	营业收入	-16.5%	25.5%	20.0%	20.0%
资本公积	384	384	384	384	营业利润	2.9%	32.8%	25.3%	26.5%
留存收益	608	868	1143	1511	归属于母公司净利润	-7.8%	36.9%	23.5%	26.6%
归属母公司股东权益	1254	1518	1797	2168	获利能力				
负债和股东权益	2441	3009	3635	4377	毛利率	27.5%	28.2%	29.1%	30.1%
现金流量表					净利率	11.7%	12.7%	13.1%	13.8%
		单位:百万元			ROE	19.0%	21.5%	22.4%	23.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	25.0%	29.1%	31.3%	34.6%
经营活动现金流	231	318	313	451	偿债能力				
净利润	287	384	478	603	资产负债率	42.2%	42.4%	42.6%	41.7%
折旧摊销	65	58	67	75	净负债比率	31.35%	40.46%	39.54%	40.58%
财务费用	11	9	11	11	流动比率	2.05	2.31	2.52	2.76
投资损失	-21	-18	-19	-19	速动比率	1.42	1.66	1.83	2.05
营运资金变动	-116	-134	-237	-233	营运能力				
其它	4	19	13	14	总资产周转率	0.86	0.94	0.92	0.92
投资活动现金流	-37	-85	-78	-80	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	64	71	71	71	应付账款周转率	4.45	4.96	4.99	4.94
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	27	-14	-7	-9	每股收益(最新摊薄)	0.90	1.23	1.52	1.93
筹资活动现金流	-285	118	-42	-24	每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.21	1.19	1.71
短期借款	-220	73	-24	8	每股净资产(最新摊薄)	4.75	5.75	6.81	8.21
长期借款	120	120	120	120	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	26.98	19.71	15.96	12.61
资本公积增加	-3	0	0	0	P/B	5.12	4.23	3.57	2.96
其他	-182	-76	-138	-153	EV/EBITDA	16	13	10	8
现金净增加额	-92	351	193	346					

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn