



稳健发展的制冷阀体行业龙头

——三花股份（002050）调研简报

要点:

- **资产注入完成，成为三花控股制冷业务上市平台。**完成资产注入后，三花股份已从原先截止阀、电子膨胀阀、单向阀、电磁阀、方体阀、球阀等产品，拓展到四通换向阀、贮液器、气液分离器等领域，基本涵盖了空调产品重要配套阀体。公司资产规模由的8.4亿提高至26.2亿，营业收入也由原先7.89亿元，提高到23.02亿元，整体实力获得了极大提升。
- **资产注入后公司的整体盈利能力得到明显提升。**08年业绩快报数据显示，三花股份2008年整体营业收入24.84亿元，同比下滑5.68%；净利润2.5亿元，同比增加91.15%，对应增发后2.64亿总股本的EPS为0.946元。虽然08年公司营业收入较资产注入方案测算的31.38亿元备考营业收入有较大差距，但全年的净利润与合并后备考的2.55亿净利润目标相差不大。
- **“原材料+加工费”商业定价模式。**截止阀、四通阀行业已经进入成熟期，三花股份虽然在四通阀、截止阀行业市场份额较高，但由于产品技术相对成熟，对下游整机厂商缺乏足够的议价能力，因而通常采取“原材料+加工费”的定价模式。从公司的毛利逐年下降的变化也可以看出随着行业的逐步成熟，公司产品定价策略也发生了相应的变化。
- **商用空调四通阀和电子膨胀阀是公司未来的两大看点。**三花股份未来业务的两大看点在于商用空调领域四通换向阀市场拓展，以及变频空调领域电子膨胀阀市场需求兴起带来的成长机遇。三花股份受让的常州兰柯74%在大型系统换向阀领域具备领先的技术与品牌优势，而未来商用空调市场的快速发展将为大型四通换向阀市场的快速增长。此外，公司在电子膨胀阀领域有十多年的技术和生产积累，目前已经实现对全球各大变频空调厂商的生产配套，2008年产能达到了350万套左右。随着空调能效比标准未来逐步实施，变频空调普及率将在现有不到10%的基础上快速提升，公司电子膨胀阀市场面临发展机遇。
- **维持谨慎推荐评级。**三花股份2009-2010年的EPS分别为0.81和0.90元，对应当前22.3倍的动态市盈率。考虑到公司大股东对注入的资产有盈利业绩保障承诺，因此对于三花股份的中小投资者而言，公司2009年保底每股收益有0.72元，具备较高的业绩安全边际，我们给予三花股份“谨慎推荐”的投资评级。
- **风险提示。**公司面临的主要风险包括空调行业需求不如预期、出口市场需求持续低迷等。

独立声明

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。

分析师

何奇峰

☎ 010-88366060-8876

✉ heqf@cgws.com

投资评级：谨慎推荐

市场数据

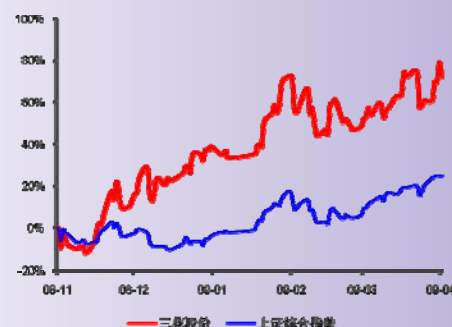
最新股价：18.06元

总市值(百万元)	4831
流通市值(百万元)	940
总股本(百万股)	264
流通股本(百万股)	76.16
12个月最高/最低	22.44/7.56
十大流通股占总股本比	12.31%

公司盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2484	2534	2661
营业利润(百万元)	317	258	289
净利润(百万元)	253	217	243
EPS(元)	0.95	0.81	0.90
市盈率(倍)	19.01	22.30	20.07

公司股价表现图



相关报告



完成资产注入，公司实力大幅提升

2008 年底，三花股份完成了向大股东定向增发股份，收购三花控股集团持有的三花制冷集团 74%股权、新昌四通电机公司 100%股权、新昌三元机械 100%股权、三花国际（美国）100%股权、日本三花 100%股权，同时以现金 4172 万元收购三花控股持有的常州兰柯 75%股权，从而实现了三花控股集团制冷业务的整体上市。

表 1 定向增发和现金收购相关子公司基本情况 (单位：万元)

序号	公司名称	注册资本	2007 年营业收入	2007 年净利润	投资比例	评估资产
1	三花制冷集团	25,000	164,340	8,223	100%	30,857
2	新昌三元机械有限公司	650	7,818	770	100%	8,511
3	新昌县四通机电有限公司	1,500	16,968	633	100%	8,671
4	三花国际（美国）有限公司	\$755	27,168	1,671	100%	7,604
5	日本三花贸易株式会社	¥68,845.00	3,614	-45	100%	4,257
6	常州兰柯四通阀有限公司	10,088.65	15,223	-997	74%	3,272

数据来源：公司公告，长城证券研究所

完成资产注入后，三花股份已从原先截止阀、电子膨胀阀、单向阀、电磁阀、方体阀、球阀等产品，拓展到四通换向阀、贮液器、气液分离器等领域，基本涵盖了空调产品重要配套阀体。公司资产规模由的 8.4 亿提高至 26.2 亿，营业收入也由原先 7.89 亿元，提高到 23.02 亿元，整体实力获得了极大提升。

表 2 资产注入前后三花股份各主要业务的收入规模与占比情况 (2007 年数据)

	原三花		新三花	
	主营收入（万元）	占比	主营收入（万元）	占比
截止阀	48,414.47	61.35%	48,414.47	21.03%
单向阀	3,075.15	3.90%	3,075.15	1.34%
电磁阀	5,786.63	7.33%	5,786.63	2.51%
电子膨胀阀	4,749.71	6.02%	4,749.71	2.06%
排水泵	4,257.35	5.39%	4,257.35	1.85%
球阀	3,577.21	4.53%	3,870.23	1.68%
方体阀	8,848.76	11.22%	9,874.82	4.29%
四通换向阀	-	-	108,102.56	46.97%
贮液器	-	-	11,692.79	5.08%
汽液分离器	-	-	13,415.06	5.83%
其他产品	206.56	0.26%	16,928.48	7.09%
合计	78,915.84	100%	230,167.26	100%

数据来源：公司公告

公司大股东三花控股集团承诺注入的资产在 2008 年、2009 年和 2010 年实现审计后的归属母公司股东净利润不低于 16921 万元、19015 万元、21350 万元，如果未能实现上述盈利目标，三花控股将在年度财务报告公布 15 日内向上市公司三花股份用现金



补足差额部分。根据三花控股对注入资产的业绩承诺，三花股份向大股东定向增发后总股本达到 26400 万股，那么对应 2008-2010 年三花股份的保底业绩为 0.64、0.72、0.81 元。

从公司 2008 年业绩快报来看，资产注入后公司的整体盈利能力确实得到明显提升。快报数据显示，公司 08 年整体营业收入 24.84 亿元，同比下滑 5.68%；净利润 2.5 亿元，同比增加 91.15%，对应增发后 2.64 亿总股本的 EPS 为 0.946 元。虽然 08 年公司营业收入较资产注入方案测算的 31.38 亿元备考营业收入有较大差距，但全年的净利润与合并后备考的 2.55 亿净利润目标相差不大。2008 年公司净利润增幅高于此前 60%-80% 的预期，主要原因在于大股东注入的四通换向阀营业收入占比达到了新公司 50% 以上，同时四通换向阀毛利（13%-14%）较原公司主导产品截止阀（11% 左右）要高出 2-3 个百分点。此外，2008 年公司获得高新技术企业资格认证，所得税率较 2007 年降低 10 个百分点，从而也是公司净利润得以快速增长。

成熟的商业模式，盈利提升依赖收入规模的增长

截止阀、四通阀等行业经过 2000 年前后几年的快速发展，目前已经进入成熟期。由于公司的主营业务成本中，直接材料占比高达 86%-88%，而材料成本中铜棒及铜管占到约 70%，总体来看铜价占公司整体成本的 60% 以上。截止阀、四通阀行业已经进入成熟期，三花股份虽然在四通阀、截止阀行业市场份额较高，但由于产品技术相对成熟，对下游整机厂商缺乏足够的议价能力，因而通常采取“原材料+加工费”的定价模式。从公司的毛利变化也可以看出随着行业的逐步成熟，公司产品定价策略也发生了相应的变化。

图 1 公司主营业务成本构成

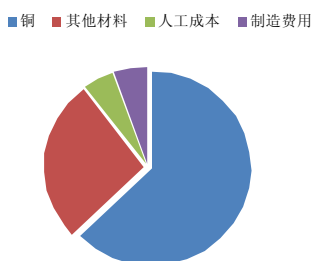
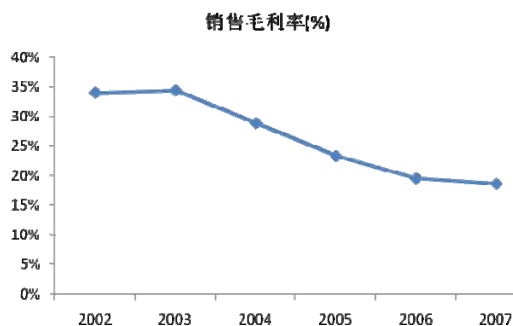


图 2 近 6 年三花股份毛利变化情况



数据来源：公司公告 长城证券研究所

由于金属铜占公司成本比重较高，铜价的变动会对公司盈利造成较大波动。公司与上游供应商和下游整机厂商通过套期保值的方式，阶段性（通常 3 个月）锁定金属铜的采购和销售（对下游整机厂商的售价也是参考金属铜价格变化而定）价格，从而保证了公司自身的毛利。

三花股份“原材料+加工费”的商业定价模式下，公司经营业绩的提升主要靠收入规模的增长来实现。而销售的变化与下游空调行业的景气周期变动具有较大的关联性。从短期来看，09 年 1 季度受空调行业需求下滑和金属铜价格回落的双重影响，公



司预计营业收入和净利润将出现同比下滑 30%-50%。4 月份之后进入空调行业传统旺季，公司当前订单较 3 月份明显回升，但订单仍以小单、急单为主，长单回升幅度不大。

商用空调四通阀和电子膨胀阀是公司未来的两大看点

新三花在四通换向阀和截止阀细分市场均占有领先地位。收购常州兰柯后，三花股份在四通阀领域的产能提升到 4540 万套（2007 年数据），全球市场占有率在 60%以上。截止阀的产能在 5000 万套左右，也处于行业领先水平。由于公司主导产品四通阀、截止阀绝大部分应用于家用空调领域，而空调市场已经步入成熟期，每年将保持约 10%左右的稳定增长，考虑到公司在上述细分产品市场的占有率已经很高，因而公司主导产品，即传统四通阀和截止阀未来的成长空间有限。

表 3 三花股份 2007 年主要产品及产能情况

序号	产品	产能（万套）	功能
1	四通换向阀	4540	四通换向阀是一种用于热泵型空调中改变制冷剂的流向，以实现制冷模式和制热模式转换为目的的产品。适用于中央、单元式和房间空调器等热泵型空调系统，它被用来切换制冷工质的流电路径，从而使空调实现制冷和制热的转换。
2	截止阀	5000	连接室内机和室外机，通过操作阀杆，可以关闭或打开阀的内部通路，在维修时作为检修阀，用来抽真空、添加制冷剂，也可用在其他制冷系统中。
3	单向阀	500	与空调系统中毛细管并联，控制制冷剂的正反向流量；使制冷剂只能按某一规定方向流动的控制元器件。
4	球阀	150	球密封的截止阀，最大的优点是制冷剂通过球阀的流阻小，使系统节能。制造成本较高，一般用于 3.0HP 功率以上的高档空调。
5	方体阀	700	按北美市场客户个性化需求的一种截止阀，又名北美截止阀。
6	电子膨胀阀	350	主要用于变频空调系统中，实现制冷剂流量的自动调节，从而使空调系统始终保持在最佳的工况下运行，达到快速制冷、温度精确控制、省电等目的，还可利用状态下的流量的自动控制其他空调。该阀具有可逆性，能实现制冷，制热状态下的流量的自动控制。
7	电磁阀	250	不降温除湿功能空调所需重要部件。由于除湿在整个空调使用中的比率较少，常开电磁阀的使用可以节约整机能量；常开电磁阀也可由常闭电磁阀替代。
8	排水泵	100	排水泵主要用于吸顶式空调器中，用于转移空调在夏天制冷状态下产生的液态水。

数据来源：公司公告

三花股份未来业务的两大看点在于商用空调领域四通换向阀市场拓展，以及变频空调领域电子膨胀阀市场需求兴起带来的成长机遇。公司大股东三花控股 2007 年收购的常州兰柯是英维思集团唯一的生产四通换向阀的企业，而英维思则是全球四通换向阀的设计和生产的先驱，在商用空调大型四通阀技术上处于全球领先地位，同时兰柯



品牌在欧洲市场具有较大的影响力。此次三花股份受让常州兰柯 74%控股权后，公司不仅在四通换向阀市场占有率进一步提高，同时也为下一步拓展商用空调四通阀市场奠定了技术和品牌基础。大型四通换向阀单价通常在 1000 元左右，大大高于小型产品几十元的单价，毛利也要高出许多，因此大型四通阀领域将是未来三花股份重点拓展的业务新增长点之一。

电子膨胀阀将是公司未来另一大增长看点。电子膨胀阀是变频空调必备零部件，用以调节制冷剂流量的自动控制，实现快速制冷、温度精确控制和省电节能的目的。三花股份在电子膨胀阀领域有十多年的技术和生产积累，目前已经实现对全球各大变频空调厂商的生产配套，2008 年产能达到了 350 万套左右。从空调行业发展趋势来看，随着空调能效比标准未来逐步实施，变频空调普及率将在现有不到 10%的基础上快速提升，三花股份电子膨胀阀市场面临发展机遇，这也是未来公司一大成长性较好的业务亮点。

盈利预测与投资评级

1) 由于 2008 年 1 季度基数较高，公司 09 年一季度营业收入预计同比下滑 30%以上，但考虑到二季度后空调需求旺季的到来，我们仍预计三花股份 2009、2010 年营业收入分别同比增长 2%和 5%。

2) 由于注入的四通阀产品占新三花销售收入 50%以上，而该产品的毛利在 13%左右，这将会使公司之前 20%左右毛利有所下降，我们预计公司 2009、2010 年毛利为 18.65%和 18.32%；

3) 注入后新三花在研发、采购、销售以及市场拓展方面的整合已经基本完成，预计 2009 年和 2010 年相关销售费用率、管理费用率将保持稳定；

4) 公司 2009、2010 年所得税率为 15%。

具体各项产品收入、毛利，以及公司利润表预测如下：

表 4 三花股份各项产品收入及毛利预测

		2008	2009	2010
四通阀	营业收入	118,913	121,291	127,356
	毛利率	13.80%	13.60%	13.20%
贮液器	营业收入	12,394	12,642	13,274
	毛利率	17.50%	17.20%	16.80%
汽液分离器	营业收入	14,220	14,504	15,230
	毛利率	31.80%	30.90%	30.00%
截止阀	营业收入	60,249	61,454	64,527
	毛利率	12.10%	11.80%	11.20%
单向阀	营业收入	4,150	4,233	4,445
	毛利率	44.20%	42.20%	40.20%
电磁阀	营业收入	7,332	7,479	7,852
	毛利率	51.50%	48.50%	45.50%



电子膨胀阀	营业收入	10,180	10,384	10,903
	毛利率	39.50%	38.50%	37.50%
排水泵	营业收入	4,233	4,318	4,534
	毛利率	48.00%	46.00%	44.00%
球阀	营业收入	5,265	5,370	5,638
	毛利率	35.80%	34.80%	33.80%
方体阀	营业收入	9,666	9,860	10,353
	毛利率	10.80%	10.30%	10.00%
其他产品	营业收入	1,845	1,882	1,976
	毛利率	3.00%	5.00%	10.00%
收入合计		248,448	253,417	266,088
综合毛利		18.13%	18.65%	18.32%

数据来源：长城证券研究所

表 5 三花股份利润表预测

	2008	2009	2010
营业收入	248,448	253,417	266,088
营业成本	201,491	198,435	217,660
营业税金及附加	621	870	944
销售费用	5,416	7,205	7,453
管理费用	9,317	11,180	11,180
营业利润	31,725	25,789	28,850
营业外收支	913	1,200	1,500
利润总额	32,638	26,989	30,350
所得税	6,397	4,048	4,553
净利润	25,328	21,741	24,298
减：少数股东损益	351	480	620
归属于母公司所有者的净利润	24,977	21,261	23,678
总股本（万股）	26400	26400	26400
EPS（元）	0.95	0.81	0.90

数据来源：长城证券研究所

我们的测算结果显示，三花股份 2009 - 2010 年的 EPS 分别为 0.81 和 0.90 元，对应当前 22.3 倍的动态市盈率。考虑到公司大股东对注入的资产有盈利业绩保障承诺，因此对于三花股份的中小投资者而言，公司 2009 年保底每股收益有 0.72 元，具备较高的业绩安全边际，我们给予三花股份“谨慎推荐”的投资评级。

风险提示

公司面临的主要风险包括空调行业需求不如预期、出口市场需求持续低迷等。

研究员介绍及承诺

何奇峰：中国人民大学金融学硕士，电子/家电行业分析师，二年证券从业经验。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%； 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间； 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间； 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%。
		预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上； 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间； 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间； 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。