

买入 维持

三花股份 (002050)

2009 年 11 月 9 日

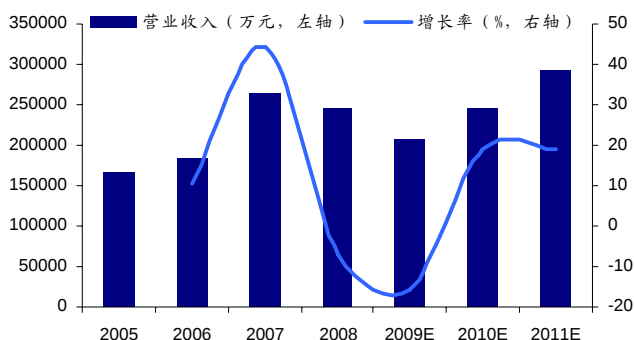
业绩持续好转，电子膨胀阀空间广阔

机械行业核心分析师：龙华
longh@htsec.com
021-23219411
机械行业助理分析师：舒灏
shuh@htsec.com
021-23219171

2009 年 11 月 4 日，我们对三花股份进行调研，公司董秘刘斐先生、投资者关系管理专员夏佩珍小姐就公司目前的经营情况、未来的发展方向等问题，与我们进行了详细的交流。

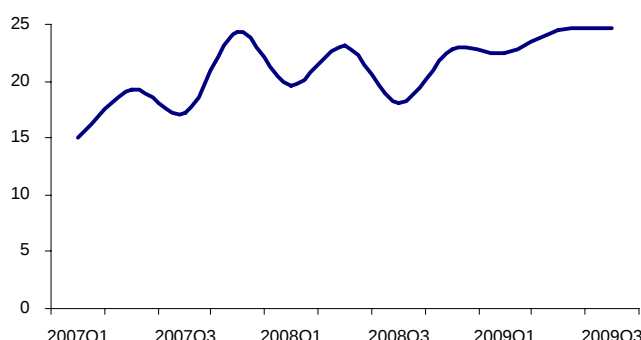
公司业绩持续好转。公司主要收入来源于空调零件产品，尤其是空调阀门。在经济回暖、房地产业快速发展及政策支持下，三季度我国家用空调产销量创出同期历史新高，公司作为主要的空调阀门生产商，受益于空调行业的复苏，今年三季度单季业绩已同比实现正增长。公司产品价格随铜价波动，今年铜价整体处于低位，造成公司产品价格下降，也影响了公司收入规模。预计未来铜价将逐渐上升，公司收入规模也将随之扩大，在毛利率基本不变的情况下，毛利额将增加。

图 1 公司营业收入情况



资料来源：公司资料、海通证券研究所

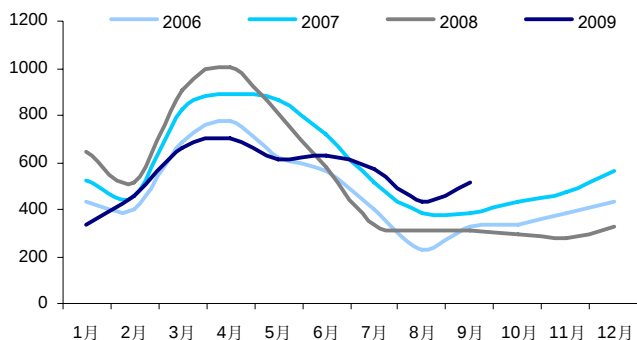
图 2 公司单季度毛利率 (%)



资料来源：公司资料、海通证券研究所

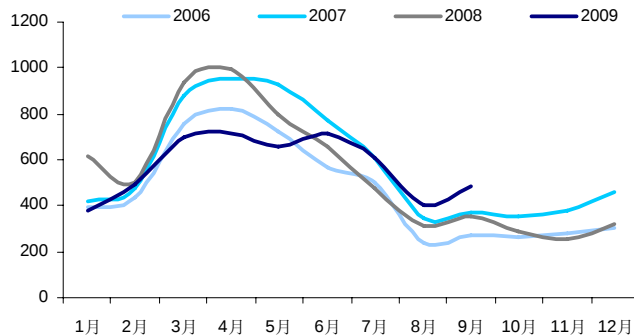
空调市场的增长仍未结束。9 月家用空调产量 512.1 万台，创同期历史新高，同比上升 66%，销量 485.4 万台，同比上升 38%，最近 3 个月的空调产销量均创下历史新高。一反过去三季度是空调销售淡季的传统。目前空调行业的复苏情况仍将继续维持，我们的判断主要基于以下三点：一是国内经济回暖趋势仍未结束；二是房地产业持续回暖，房地产业对空调的需求仍将继续；三是目前空调库存情况仍低于历史平均水平，空调生产厂商补充库存的阶段还未结束，四是政府对空调行业的扶持政策仍将继续发挥作用。

图3 空调产量月度数据(万台)



资料来源：产业在线、海通证券研究所

图4 空调销量月度数据(万台)



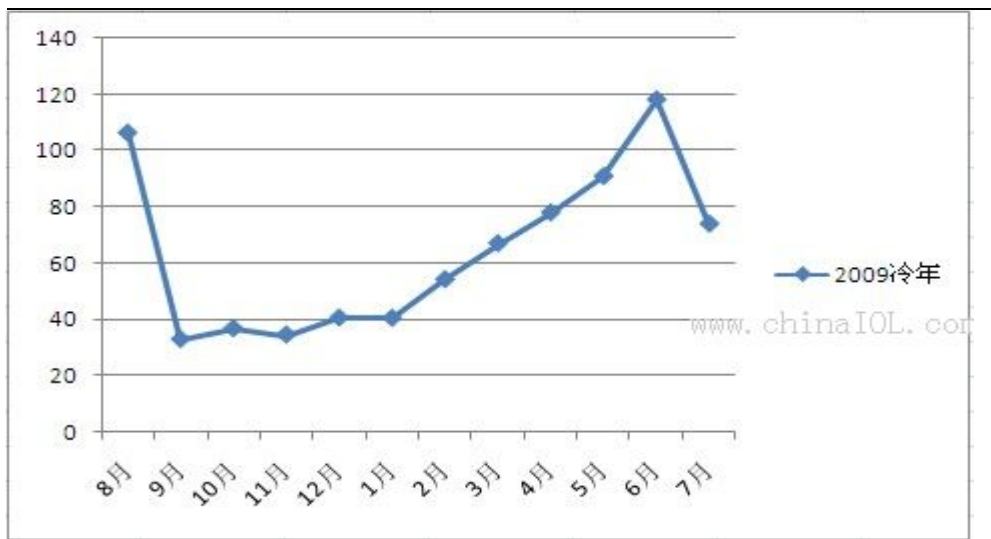
资料来源：产业在线、海通证券研究所

国内变频空调的热销为电子膨胀阀带来发展机会。公司研制电子膨胀阀已有十多年历史,电子膨胀阀是变频空调的必备零件,与截止阀和四通阀相比,电子膨胀阀的技术含量更高,其毛利率也更高,截止阀和四通阀的毛利率通常在 15%左右,而电子膨胀阀的毛利率超过 30%。目前全球只有三花、不二工机、鹭宫等少数厂商有能力生产,三花是国内唯一实现电子膨胀阀量产的国产品牌。公司在电子膨胀阀方面具有 60 多个专利,这些专利限制了其他厂商进入该领域。公司的电子膨胀阀产品以前主要供出口,在国外市场具备与日本品牌抗衡的能力。

变频空调因其压缩机转速可随环境需求调节的技术原理,具有突出的节能特性,代表着空调产品的发展趋势。而较好的舒适度又是变频空调的一大卖点。以前阻碍变频空调在国内推广的主要因素是价格相对较高,目前节能指标已成为空调产销基本门槛的情形下,高能效定频空调与变频空调的价格差距大大缩小,同时各大空调厂商也在积极推广变频空调,价格不断下降,2009 空调冷冻年度变频空调的均价下降 8.69%。今年 4 到 7 月,变频空调均价降到 3850 元,部分特价产品价格甚至接近于定速空调,这就大大增强了对消费者的吸引力。

去年以来,变频空调的销售开始快速增长,2009 空调冷冻年度,变频空调销售规模超过 250 万台,销售增速达 56.24%,变频空调销量已占空调总销量的 17.33%,创历史新高。未来变频空调在中国的发展速度还取决于政府扶持力度,空调能效等级的控制等多方面因素,但变频空调在中国的日益普及的趋势已经形成。

图5 2009 冷年变频空调月度销量



资料来源：产业在线、海通证券研究所

公司的电子膨胀阀目前年销量仅将近 200 万套,其中很大一部分还供出口,每套价格约 40 元左右,收入不到一亿,占公司总收入 5%左右,而毛利率在 35%左右,按此估算,目前公司的电子膨胀阀产品贡献了约 2800 万元毛利,国内每年的空调销量约 3000 万台,公司又是国内唯一实现电子膨胀阀量产的公司,目前日本国内销售的家用空调几乎都是变频空调,一旦变频空调在国内的销售持续快速增长,公司电子膨胀阀该业务发展空间巨大。

为说明该业务对公司的影响,我们不妨假设国内销售的空调的一半是变频空调,而公司的电子膨胀阀占据其中 2/3 的市场,即年销售 1000 万套左右,则该产品收入将达到 4 亿元,约占目前公司总收入的 1/5,贡献毛利 1.4 亿元,约占目前毛利的 30%,在其他条件不变的情况下,增加公司净利润 4800 万,折合每股收益 0.18 元。

公司积极拓展新业务: 公司 2008 年通过并购控股了常州兰柯,常州兰柯是国内规格最全、生产工艺较为先进的四通换向阀生产基地之一,掌握了用于中央空调的大型四通换向阀的生产技术。由于技术难度更高,商用空调的四通换向阀毛利率高于家用空调四通阀,公司积极涉足商用空调零部件领域,以优化产品结构,提高盈利能力。此外,公司的冰箱电磁阀业务也发展较快,目前已占据国内约 70% 的市场份额。公司锐意发展,积极进取,以后还将不断开拓新的业务领域,提高公司盈利空间。

盈利预测与评级: 公司 2008 年重组时,大股东三花集团承诺注入的资产在 2008 年、2009 年、2010 年实现的归属母公司的净利润不低于 16921 万元、19015 万元、21350 万元,按此计算,在公司原有资产不亏损的情况下,2009 年及 2010 年公司业绩至少将实现 0.72 元和 0.81 元,我们提高对公司 2009 至 2011 年的每股收益预测到 0.85 元、1.09 元、1.31 元,公司目前股价 20.45 元,相对 2009 年 24 倍市盈率,2010 年 19 倍市盈率,相比盾安环境等同行业公司,估值仍存在一定的上升空间,我们认为公司相对 2009 年的合理市盈率为 30 倍,目标价为 25.50 元,维持公司“买入”的投资评级。

表 1 公司利润表预测 (万元)

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	165657.89	182640.15	248461.09	244397.03	218090.99	269612.53	326627.20
营业收入增长率(%)		10.25	36.04	-7.22	-10.76	23.62	21.15
毛利率(%)	17.94	18.35	17.98	22.23	23.60	23.84	23.99
营业税金及附加	435.15	347.01	539.38	613.97	763.32	674.03	816.57
销售费用	6990.55	7415.80	8783.93	8571.55	8723.64	10784.50	13065.09
管理费用	8335.28	7925.14	10088.29	11864.92	10904.55	12132.56	14698.22
财务费用	2892.77	2408.14	4052.18	4345.97	2399.00	3235.35	4246.15
资产减值损失	430.20	796.30	626.03	-837.25	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	-87.64	-427.08	305.72	400.00	400.00	400.00
投资净收益	0.04	13.45	342.60	1321.58	2000.00	2000.00	2000.00
营业外收入	1511.95	2272.04	946.58	2087.24	0.00	0.00	0.00
营业外支出	512.74	428.35	816.59	509.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	11639.39	16392.49	20634.14	32971.15	31101.97	39858.81	47928.99
所得税	1918.03	2126.51	4430.92	4553.16	4665.29	5978.82	7189.35
归属于母公司净利润	8804.82	12537.52	14071.20	25129.69	22471.17	28797.99	34628.69
摊薄每股收益(元)	0.33	0.47	0.53	0.95	0.85	1.09	1.31

资料来源: 公司资料、海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙华：机械行业核心分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业、三一重工、中联重科。

舒灏：机械行业助理分析师

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。