



三花股份(002050)

空调零配件龙头随行业稳定成长

——公司深度价值分析报告

史海昇

执业证书编号: S1230209120122

86-21-64718888

zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

- 公司是全球阀门行业龙头
- 电子膨胀阀将成为公司增长亮点

投资要点:

■ 不必过于担心房地产对公司的影响

市场当前担心房地产市场的下滑将对空调行业产生影响,进而影响到上游阀门产品销售,我们认为由于一方面房地产市场对空调行业影响存在一定的滞后性,另一方面 09 年空调产销基数较低,国家出台的各种政策又减弱了房地产市场对空调行业的冲击,公司历年来出口占比较大,3、4 月份以来海外市场尤其是美国市场复苏步伐加快将促进公司出口业务的增长,因此,我们认为公司今年的增长确定性较强,受房地产市场的影响较小。

■ 议价能力不弱于下游整机企业

空调阀门行业前三名基本上垄断了全球空调阀门行业,因此,在面对强大的下游合作伙伴时,公司仍有一定的话语权。作为中间制造加工企业,公司传统阀门销售采用制造成本基础上加一定毛利率方式来定价,而铜占阀门总成本的 60%-70%不等,铜价的大幅波动给公司经营和成本控制产生一定影响,因此,公司一方面利用期货套期保值锁定成本,另一方面不定时间段后和下游企业重新签订订单合同以规避风险。

在 07 年-09 年铜价大幅波动的背景下,近三年公司的综合毛利率不断上升,07 年-09 年毛利率分别为 18.6%、22.2%和 27.6%,虽然毛利率提升包含了一部分大股东资产注入的因素,但也说明了公司对成本和风险控制能力的不断提高。

■ 电子膨胀阀内销今年发力

09 年公司电子膨胀阀市场占有率达到 18.2%,同比提高 3.3 个百分点,和 06 年相比提高约 13.2 个百分点。在家用空调阀门零配件中,电子膨胀阀生产技术要求最高,由于日本变频空调的普及率相当高,鹭宫等几家企业先入为主,拥有较多的技术专利权,公司 06 年通过自行开发成功绕过日本企业的专利技术壁垒成功进入该类市场。国内变频空调市场份额的不断扩大,公司可以借用和格力、美的等龙头企业建立起来的良好合作关系,2010 年持续扩大国内市场份额。

■ 投资建议: 买入

我们预计公司 2010 年、2011 年的每股收益分别为 1.16 元、1.40 元,以当前的股价计算,对应的动态市盈率分别为 21 倍、17 倍,虽然相对于格力、美的等公司估值较高,但是一方面当前市场中小板市场估值普遍较高,另一方面增发也为公司业绩释放超预期提供动力,估值也处于合理范围之内,维持“买入”投资评级。

评级:

买入

上次评级:

买入

当前价格:

¥ 24.26

单季度业绩

元/股

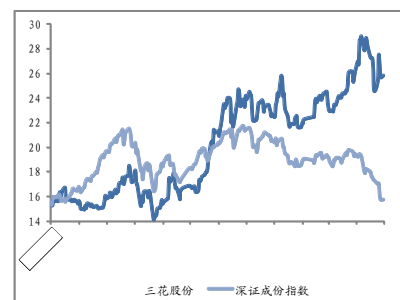
2Q/2009 0.23

3Q/2009 0.24

4Q/2009 0.30

1Q/2010 0.27

最近一年公司股价走势图



报告撰写人: 史海

报告数据支持人: 刘迟

公司简介

公司是全球空调阀门行业龙头之一,截止阀、四通阀和电子膨胀阀市场占有率均处于行业前三名。





资产负债表	2007	2008	2009	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E
货币资金	242.3	429.4	357.2	724.1	961.1	营业收入	807.4	2444.0	2040.4	2433.2	2809.0
应收票据	77.8	242.9	436.3	258.4	298.3	营业成本	657.3	1900.7	1478.3	1803.8	2073.0
应收账款	160.9	364.4	463.5	552.7	638.1	营业税金及附加	3.4	6.1	6.5	6.8	8.1
预付款项	6.0	29.5	21.6	25.9	29.5	销售费用	23.3	85.7	74.7	85.4	95.2
其他应收款	2.0	23.5	8.5	13.9	16.4	管理费用	36.3	110.6	154.8	128.7	144.7
存货	156.3	622.8	573.4	506.4	582.0	财务费用	8.2	43.5	11.1	45.8	40.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.1	-8.4	8.7	0.1	0.1
长期股权投资	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	-0.2	3.1	4.4	0.0	0.0
固定资产	165.8	457.7	449.7	486.7	535.9	投资收益	1.6	13.2	20.5	20.5	20.5
在建工程	8.7	7.3	14.0	66.7	90.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	80.3	321.9	331.2	383.2	468.4
无形资产	16.5	92.3	102.6	120.1	141.7	营业外收支净额	-2.1	15.8	5.5	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	1.3	1.5	1.1	0.9	税前利润	78.1	337.7	336.7	383.2	468.4
资产总计	840.1	2292.5	2441.0	2745.2	3283.2	减: 所得税	29.0	46.7	49.6	57.5	70.3
短期借款	40.0	422.9	203.0	0.0	0.0	净利润	49.1	291.0	287.1	325.7	398.1
应付票据	173.3	210.3	309.1	390.0	451.1	归属于母公司的净利	49.1	258.1	237.9	306.0	369.2
应付账款	162.9	313.7	350.3	410.5	471.7	少数股东损益	0.0	32.9	49.2	19.7	28.9
预收款项	1.4	7.1	5.5	6.6	7.7	基本每股收益	0.43	0.98	0.90	1.16	1.40
应付职工薪酬	15.1	18.5	19.8	23.6	27.3	稀释每股收益	0.43	0.98	0.90	1.16	1.40
应交税费	3.1	-3.0	9.1	10.8	12.5	财务指标	2007	2008	2009	2010E	2011E
其他应付款	1.9	9.4	12.0	14.3	16.5	成长性					
其他流动负债	2.7	32.8	0.0	9.2	18.0	营收增长率	30.3%	202.7%	-16.5%	19.3%	15.4%
长期借款	0.0	0.0	120.0	120.0	120.0	EBIT增长率	17.9%	291.2%	-4.3%	25.3%	19.4%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	6.4%	425.5%	-7.8%	28.7%	20.7%
负债合计	400.5	1013.9	1030.1	1005.8	1145.7	盈利性					
股东权益合计	439.6	1278.5	1410.9	1739.5	2137.6	销售毛利率	18.6%	22.2%	27.5%	25.9%	26.2%
现金流量表	2007	2008	2009	2010E	2011E	销售净利率	6.1%	10.6%	11.7%	12.6%	13.1%
净利润	49.1	291.0	287.1	325.7	398.1	ROE	11.2%	22.1%	19.0%	19.6%	19.1%
折旧与摊销	-53.2	-818.1	-182.2	187.2	-161.5	ROIC	11.4%	17.2%	16.0%	18.7%	18.4%
经营活动现金流	58.9	95.6	221.9	691.8	376.4	估值倍数					
投资活动现金流	-16.0	-84.9	-73.4	-121.6	-139.4	PE	57.7	25.7	27.8	21.6	17.9
融资活动现金流	-0.3	-234.4	-337.0	-203.2	0.0	P/S	3.5	2.7	3.2	2.7	2.4
现金净变动	42.6	-223.7	-188.5	366.9	237.0	P/B	6.4	5.7	5.3	4.2	3.4
期初现金余额	187.0	242.3	429.4	357.2	724.1	股息收益率	0.8%	0.6%	0.0%	0.0%	1.4%
期末现金余额	229.6	18.5	241.0	724.1	961.1	EV/EBITDA	77.8	-14.1	46.9	10.4	18.3





目 录

1、截止阀、四通阀随空调行业潮起潮落.....	5
1、1 2010 年空调行业持续回暖 房地产市场影响有限.....	6
1、2 空调行业发展空间较大 市场集中度逐年提升.....	7
1、3 阀门行业集中度更高 公司议价能力不弱于下游.....	7
2、电子膨胀阀将成为公司利润主要增长点.....	8
2、1 变频空调逐步进入主流.....	8
2、2 电子膨胀阀市场份额不断扩大.....	9
2、3 电子膨胀阀业务成为公司未来主要亮点.....	10
3、太阳能领域股权投资为公司股价上涨提供催化剂.....	10
3.1、公司投资HF公司概况.....	10
3.2、HF公司技术优势明显.....	12
4、财务状况健康 真实反应公司经营.....	12
4.1、盈利能力持续提高.....	12
4.2、偿债能力、资产运营能力和行业平均水平相当.....	13
5、投估值水平将不断提高 积极关注.....	14
5.1 非公开增发提升估值空间.....	14
5.2 投资建议：买入.....	15





图 表

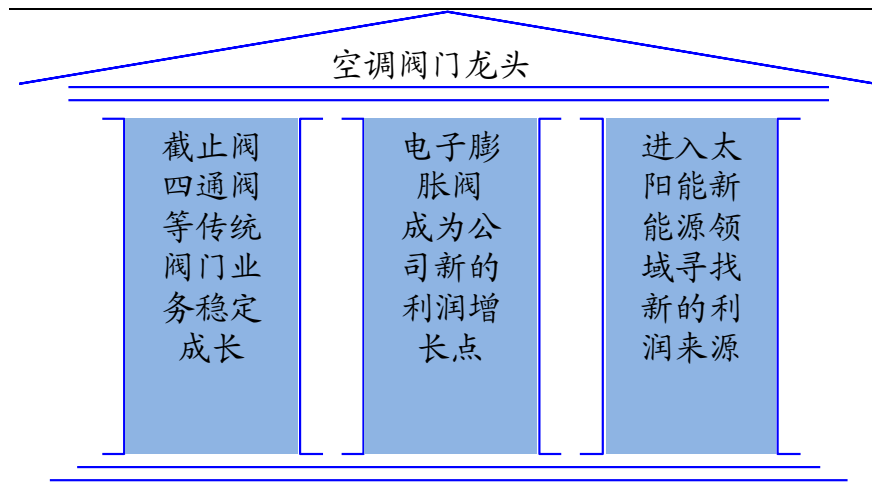
图 1: 当前公司主要关注点	5
图 2: 2009 年—2010 年一季度空调行业产销量	6
图 3: 中国、日本空调普及率对比	7
图 4: 各类品牌空调市场占有率变化	7
图 5: 全球各品牌电磁阀、四通阀市场占有率	7
图 6: 2006 年—2009 年三花截止阀市场占有率情况	8
图 7: 2004 年—2009 年三花股份销售毛利率	8
图 8: 09 年单月变频空调市场占有率	9
图 9: 03 冷年—09 冷年变频空调市场占有率	9
图 10: 2006 年—2009 年公司、不二工机电子膨胀阀销量	9
图 11: 槽式、塔式、碟式以及光伏发电系统初期投资成本及峰值效率	11
图 12: 建设 30MW 不同类型太阳能发电系统所需土地面积	12
图 13: 2005 年—2009 年三花股份、盾安环境和行业平均毛利率和净利润率	13
图 14: 2005 年—2009 年三花股份、盾安环境和行业平均净资产收益率和期间费用率	13
图 15: 2005 年—2009 年三花股份、盾安环境和行业平均资产负债率和流动比率	14
图 16: 2005 年—2009 年三花股份、盾安环境和行业平均应收账款周转率和存货周转率	14
图 17: 2008 年—2010 年三花股份、盾安环境市盈率比较	15
 表 1: 主要阀门工作原理和功能	 5
表 2: 电子膨胀阀销量和均价变化对对公司 EPS 影响	10
表 3: HF 公司股权转让前后结构对比情况	11
表 4: 非公开增发项目介绍	15
表 5: 重点跟踪公司估值	16



**投资逻辑:**

凭借垄断地位, 截止阀、四通阀为公司贡献相对稳定的利润和现金来源, 电子膨胀阀业务又伴随着我国变频空调的快速普及迅速成为公司的增长亮点, 而通过收购以色列 HF 公司股权进军太阳能领域, 为未来公司拓展新的增长点奠定基础。公司当前的估值和历史平均水平相当, 新能源项目的不断推进以及非公开增发为公司估值水平的不断上移提供条件。

市场当前担心房地产市场的下滑将对空调销售产生影响, 进而影响到上游阀门产品的销售, 我们认为由于一方面房地产市场对空调行业影响存在一定的滞后性, 另一方面 09 年空调产销基数较低, 国家出台的各种政策又减弱了房地产市场对空调行业的冲击, 公司历年来出口占比较大, 3、4 月份以来海外市场尤其是美国市场复苏步伐加快将促进公司出口业务的增长, 因此, 我们认为公司今年的增长确定性较强, 受房地产市场的影响较小。

图 1: 当前公司主要关注点

资料来源: 浙商证券研究所

1、截止阀、四通阀随空调行业潮起潮落

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, 因此, 作为空调行业的上游, 公司的经营状况和整个空调行业的发展可谓是唇亡齿寒。

表 1: 主要阀门工作原理和功能

名称	工作原理	功能
截止阀	分体式空调的室外机和室内机通过连接管和截止阀才能连接; 每一室内机必备两只截止阀, 分为高压截止阀、低压截止阀	分体式空调必备部件
四通阀换向阀	起换向作用的阀门, 在制冷/制热循环中, 通过四通换向阀对制冷剂流通过程的切换, 使制冷循环与制热循环相转换, 单冷空调不使用四通换向阀	四通换向阀是热泵空调关键部件, 通过四通换向阀对制冷剂流通过程的切换, 才能实现制冷/制热转换的目的





电子膨胀阀	通过检测室内换热器出口的制冷剂温度与换热器入口的制冷剂温度的差值，输送到微型计算机，与目标过热度进行比较，再向电子膨胀阀发出驱动指令，从而调节制冷系统的流量，达到快速制冷/制热、温度精确控制和节能、静音的目的	变频空调关键部件，一般空调为节约成本不用电子膨胀阀而用毛细管代替
电磁阀	分为常开和常闭电磁阀，带不降温除湿功能的高档空调在除湿循环时，常开电磁阀通电关闭，其他功能时电磁阀常开；常闭电磁阀在除湿循环时作电子膨胀阀的旁通阀，在其他场合可作为热气旁通除霜或较大容量空调的压缩机排气旁通作卸荷起动	由于除湿在整个空调使用中的比率比较少，常开电磁阀使用可节约整机能量；常开电磁阀的使用可以节约整机能量，常开电磁阀使用常闭电磁阀替代，但从节能的角度这种替代不经济

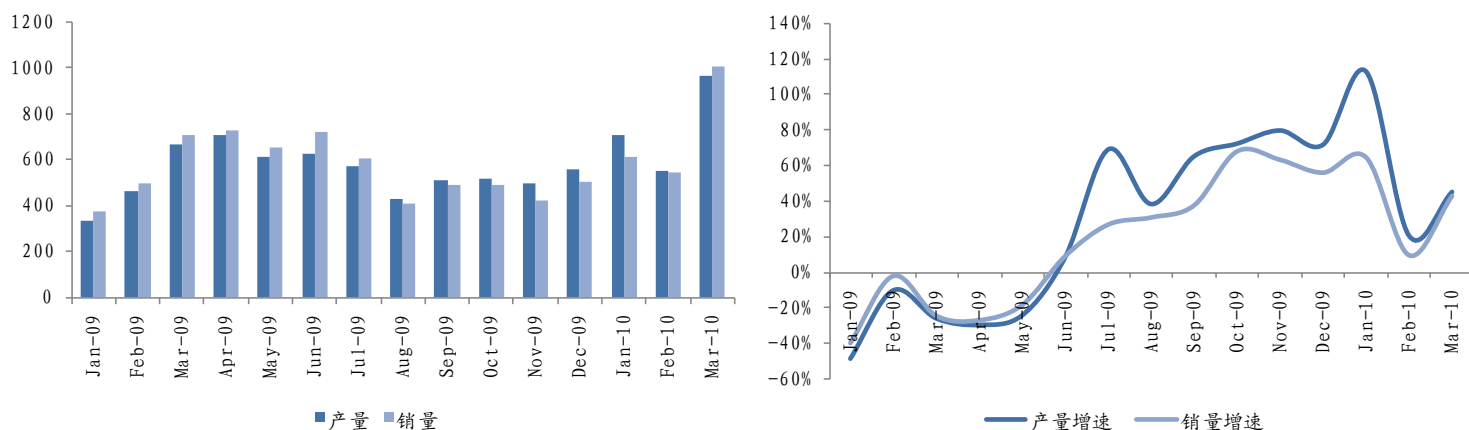
资料来源：浙商证券研究所

1、1 2010 年空调行业持续回暖 房地产市场影响有限

09 年空调行业走势前高后低，在“家电下乡”、“以旧换新”和“节能补贴”政策同时发力和房地产市场的带动下，空调内销全面回暖，10 月以后出口市场景气度也有所回升。为 2010 年备货以及补充库存需要，进入 09 年 9 月份，空调产量增速持续快于销量增速，09 年 10 月—12 月，产量增速高于销量增速 11.96 个百分点，今年第一季度高出 15.03 个百分点。

今年春节以来，除云南等地由于干旱少雨气温偏高外，全国各地气温偏低，春天姗姗来迟，长江以北地区温度偏低，部分投资者认为对今年出现凉夏的概率增大，再加上四月下旬以来国家陆续出台的各项房地产政策，短期房地产市场陷入低迷，间接影响到家电需求。

图 2：2009 年—2010 年一季度空调行业产销量（单位：万台）



资料来源：产业在线、浙商证券研究所

我们认为市场对 2010 年空调销量增长过于担心：1、今年第一季度空调销量增速依然较快，恢复到金融危机前的水平，气温对空调行业的影响持续减弱；2、房地产市场对空调销量的影响约存在 6 个月左右的滞后性，因此，09 年 10 月—12 月和今年前三个月房地产市场火爆，至少 2010 年前三季度不用担心房地产销售对空调行业的影响，并且当前房价已有所松动，价格下降后房地产销量也可能有所上升；3、“以旧换新”试点范围可能扩大，“家电下乡”、“节能补贴”对空调需求拉动持续加强。综上所述由于 09 年的基数较低，国家政策弱化了房地产对国内空调行业的影响，同时出口市





场不断好转，2010 年空调行业将持续回暖，产销量超越 09 年的可能性较大。

1、2 空调行业发展空间较大 市场集中度逐年提升

08 年我国城镇和农村家庭每百户空调拥有量为 100.28 台、9.82 台，而 04 年日本家庭空调百户拥有量已经达到 235 台，比照国内外空调普及率，我国农村市场刚刚起步，城镇市场虽已逐渐成熟但远未进入饱和期，我国空调行业发展空间巨大。

07 年—09 年格力、美的合计市场占有率分别达到 41.02%、45.61%、54.36%，空调行业的集中度不断提高，空调行业尤其是国内市场已进入寡头垄断时代。

图 3：中国、日本空调普及率对比

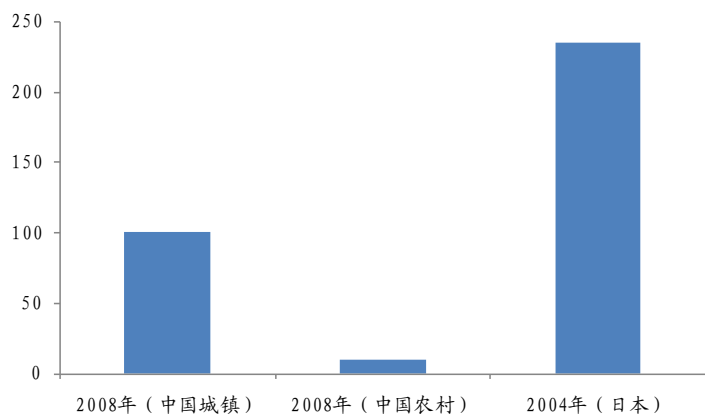
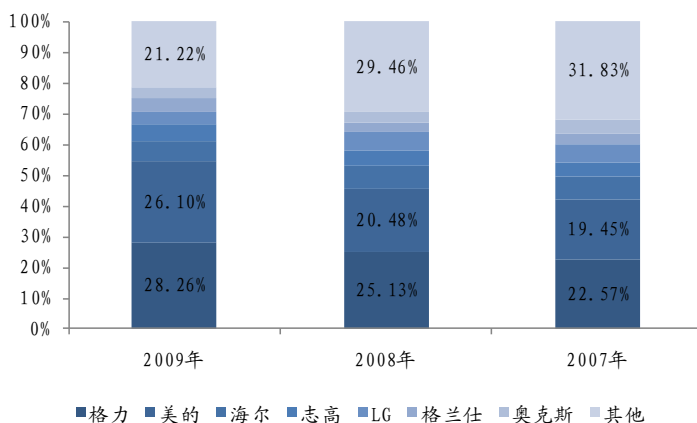


图 4：各类品牌空调市场占有率变化



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

1、3 阀门行业集中度更高 公司议价能力不弱于下游

虽然从 2000 年以来，下游空调整机制造企业品牌数量不断减少，行业集中度和格力、美的的议价能力不断提高，但是上游阀门行业集中度提高的更快。空调阀门尤其是截止阀和四通阀的技术壁垒较低，规模效应明显，经过这几年的优胜劣汰，当前市场上也只剩下三花、盾安、鹭宫、不二工机等少数几家企业。经过估算，2009 年，三花截止阀的市场占有率在 37% 左右，盾安市场占有率约 50%，公司和盾安基本上垄断了全球截止阀市场；三花的电磁阀市场占有率 41%，主要竞争对手鹭宫的市场占有率 46%；四通阀市场上三花、盾安和鹭宫市场占有率分别为 58%、9%、29%，和 06 年相比，公司四通阀市场占有率提高 8 个百分点。

图 5：全球各品牌电磁阀、四通阀市场占有率



资料来源：浙商证券研究所





空调阀门行业前三名基本上垄断了全球空调阀门行业，因此，在面对强大的下游合作伙伴时，仍有一定的话语权。作为中间制造加工企业，公司传统阀门销售采用制造成本基础上加一定毛利率方式来定价，而铜占阀门总成本的 60%-70% 不等，铜价的大幅波动给公司经营和成本控制产生一定影响，因此，公司一方面利用期货套期保值锁定成本，另一方面不定时间段后和下游企业重新签订订单合同以规避风险。

在 07 年-09 年铜价大幅波动的背景下，近三年公司的综合毛利率不断上升，07 年—09 年毛利率分别为 18.6%、22.2% 和 27.6%，虽然毛利率提升包含了一部分大股东资产注入的因素，但也说明了公司对成本和风险控制能力的不断提高。

3 月 10 日公司出资 3170 万元收购上虞市三立铜业有限公司 80% 的股权，三立铜业位于上虞市丰惠工业园区，交通便利，专业从事铜管材和铜制品加工企业，拥有先进的铜加工设备和技术、2000 万套铜制品生产能力。截止 09 年 11 月 30 日，三立铜业资产总额 1.45 亿元，负债总额达到 1.26 亿元，资产负债率达到 86.9%，1-11 月营业收入为 1.28 亿元，净利润仅为 16.63 万元。公司之所以出手收购资产负债率如此之高、盈利能力却相当差的企业，主要是因为三立铜业是公司的上游铜管供应商，收购使得公司向上游扩张，进一步增强产品质量和成本控制力，另一方面三立铜业本身资产尚可，主要是由于运营不当才造成公司本身盈利能力较弱，经过公司运作，生产经营将有较大的改善空间。

图 6：2006 年—2009 年三花截止阀市场占有率情况

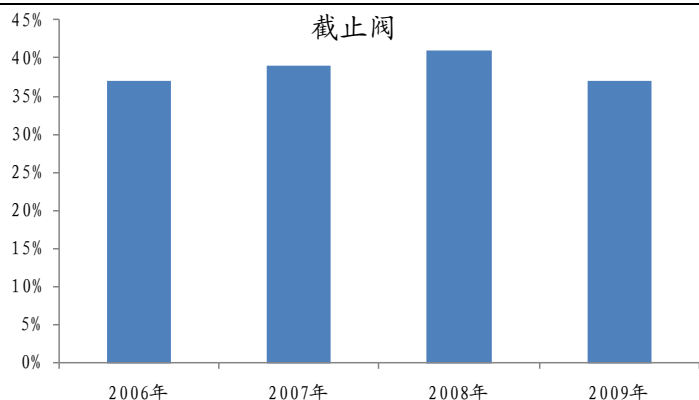
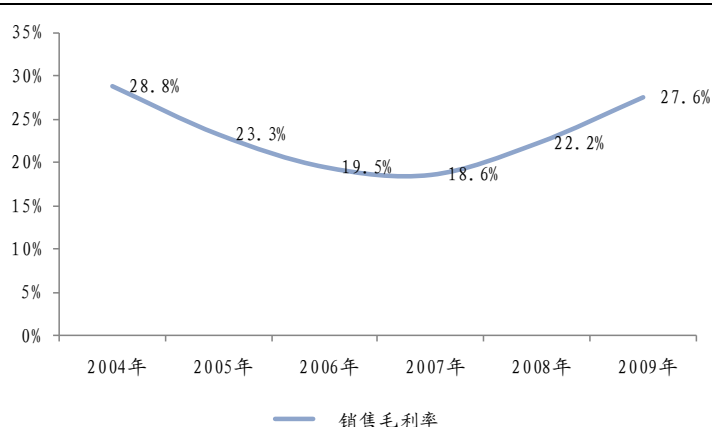


图 7：2004 年—2009 年三花股份销售毛利率



资料来源：浙商证券研究所

近几年公司购买了多套先进的生产设备，效率和成本控制能力不断提高，为公司持续发展提供了必要的基础，截止阀和四通阀为公司带来了大部分的收入和利润，这两项业务将伴随着整个空调行业的波动而不断变化，也为未来公司向新领域拓展提供了稳定的现金来源。

2、电子膨胀阀将成为公司利润主要增长点

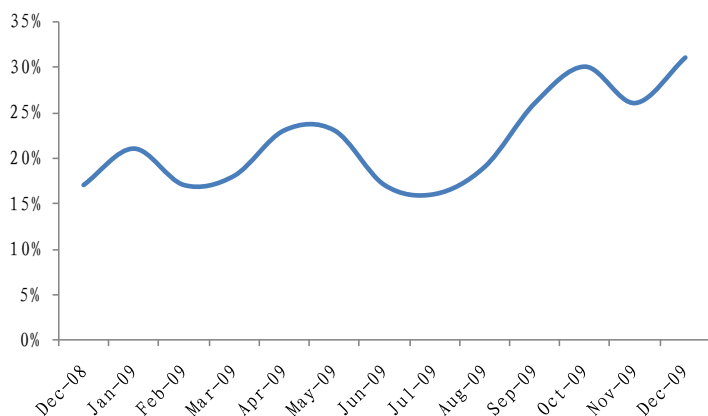
2、1 变频空调逐步进入主流

09 年 9 月变频空调能效标准出台，今年初国家推出新的定频空调能效标准并于 6 月份正式实施，新标准将淘汰 2 级（旧标准）以下能效空调，高效能空调和变频空调成本差距进一步缩小，由于变频空调更加舒适、节能效果较好，同时相对来讲产品附加值和毛利率较高，因此，在去年 9 月后在行业龙头美的、格力的大力推动下变频空调市场占有率不断提高。09 冷年以前，我国变频空调市场占有率一直在 5% 左右徘徊，09 冷年达到 10.80%，同比提高 5.11 个百分点。中怡康统计城镇市场变频空调市场占有率更高，09 年 12 月，变频空调市场份额达到了 31%。



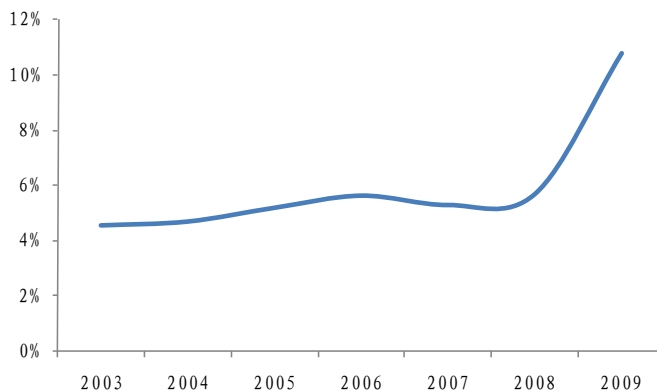


图 8: 09 年单月变频空调市场占有率



资料来源: 中怡康、浙商证券研究所

图 9: 03 冷年—09 冷年变频空调市场占有率



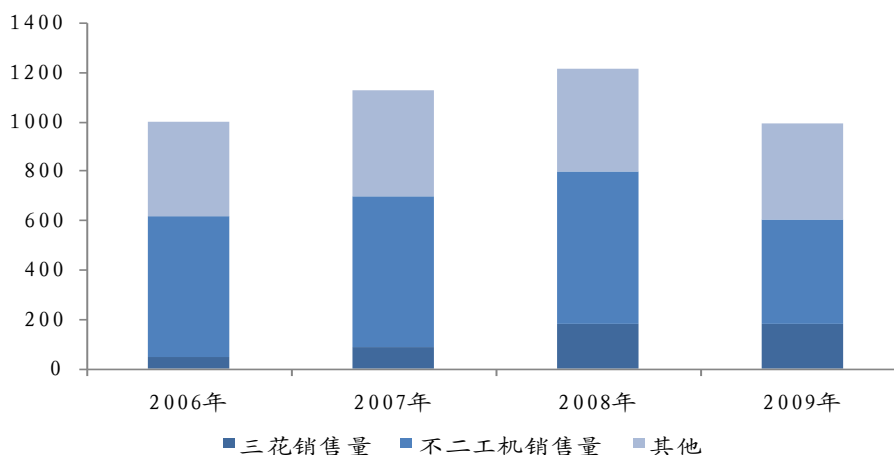
资料来源: 产业在线、浙商证券研究所

2000 年以来, 日本空调的变频空调市场占有率达到 95% 以上, 当前法国、西班牙和意大利变频空调市场占有率分别超过 90%、45% 和 40%, 09 年以来的变频空调市场占有率不断提升, 虽然目前仍难以判断变频空调市场占有率能达到多少, 但从当前的推广力度和上升速度来看, 变频空调市场份额超过 50% 将是无疑的。

2、2 电子膨胀阀市场份额不断扩大

当前全球市场上电子膨胀阀能够实现量产的仅有不二工机、三花、鹭宫和太平洋四家, 2006 年公司电子膨胀阀实现量产后持续加大对电子膨胀阀业务资金、技术、营销等方面的投入, 市场占有率不断提高, 09 年公司电子膨胀阀市场占有率达到 18.2%, 同比提高 3.3 个百分点, 和 06 年相比提高约 13.2 个百分点。

图 10: 2006 年—2009 年公司、不二工机电电子膨胀阀销量 (单位: 万支)



资料来源: 浙商证券研究所

在家用空调阀门零配件中, 电子膨胀阀生产技术要求最高, 由于日本变频空调的普及率相当高, 鹭宫等几家企业先入为主, 拥有较多的技术专利权, 公司 06 年通过自行开发成功绕过日本企业的专利技术壁垒成功进入该类市场。国内变频空调市场份额的不断扩大, 公司可以借用和格力、美的等龙头企业建立起来的良好合作关系, 2010 年持续扩大国内市场份额。





2、3 电子膨胀阀业务成为公司未来主要亮点

由于存在较高的技术壁垒，因此公司拥有一定电子膨胀阀产品定价权，而不是采取类似截止阀等产品成本加毛利的定价方式，电子膨胀阀的毛利率在 30%—35%，而截止阀产品毛利率仅在 15% 左右，毛利率的差别也是定价权不同的体现。

原材料铜占电子膨胀阀的比例约为 50%，虽然相对于截止阀、四通阀（60%—70%）占比较小，但铜的价格变化依然对电子膨胀阀毛利产生较大影响。09 年公司电子膨胀阀的均价约 45 元/只，第一季度铜价在 58000 元/吨左右震荡，和去年同期相比大幅上涨，估计公司电子膨胀阀的价格接近 50 元/只，今年第一季度公司电子膨胀阀的销量约 80 万只，已接近去年总销量的 43%，在当前变频空调快速普及的背景下，预计今年公司电子膨胀阀销量翻番的可能性较大。经过对电子膨胀阀销量和均价变化敏感性分析，若 2010 年电子膨胀阀销量翻番（合理估计）、单价保持不变，将增厚今年 EPS 约 0.085 元，若电子膨胀阀销量同比增长 130%（超预期），将增厚 EPS0.111 元，电子膨胀阀销量的快速增长将对公司净利润的提高产生显著影响。

表 2：电子膨胀阀销量和均价变化对公司 EPS 影响

增厚EPS		电子膨胀阀销量变化						
电 子 膨 胀 阀 均 价 变 化		70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%
	-6%	0.056	0.064	0.072	0.080	0.088	0.096	0.104
	-4%	0.057	0.065	0.074	0.082	0.090	0.098	0.106
	-2%	0.058	0.067	0.075	0.084	0.092	0.100	0.109
	0%	0.060	0.068	0.077	0.085	0.094	0.102	0.111
	2%	0.061	0.070	0.078	0.087	0.096	0.104	0.113
	4%	0.062	0.071	0.080	0.089	0.098	0.106	0.115
	6%	0.063	0.072	0.081	0.090	0.099	0.108	0.117

资料来源：浙商证券研究所

09 年我国空调内销为 3766 万台，其中变频空调约 640 万台，假若未来三年我国空调内销至少保持在该水平，变频空调内销份额达到 50%，到 2012 年变频空调内销量约为 1880 万台，产能增加后，公司电子膨胀阀市场份额的目标达到 1/3，预计 2012 年公司电子膨胀阀销量将能达到 630 万只左右，快速增长的电子膨胀阀业务势必将成为未来几年的亮点之一。

3、太阳能领域股权投资为公司股价上涨提供催化剂

3.1、公司投资 HF 公司概况

公司于今年年初出资收购以色列 HF（Helio Focus）公司股权，曲线进入太阳能领域。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%。

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。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）。

表 3: HF 公司股权转让前后结构对比情况

股东名称	转让前（股）				转让后（股）			
	普通股	普通A股	普通B股	比例	普通股	普通A股	普通B股	比例
ICG公司		10,529,467	1,434,663	42.28%	685,960	10,529,467	1,434,663	44.71%
三花股份			5,744,862	20.30%	2,743,840		5,744,862	30.00%
创始人团队	9,109,546			32.20%	5,679,746			20.07%
职工期权	1,477,235			5.22%	1,477,235			5.22%
合计股份	28,295,772			100%	28,295,772			100%

资料来源：浙商证券研究所

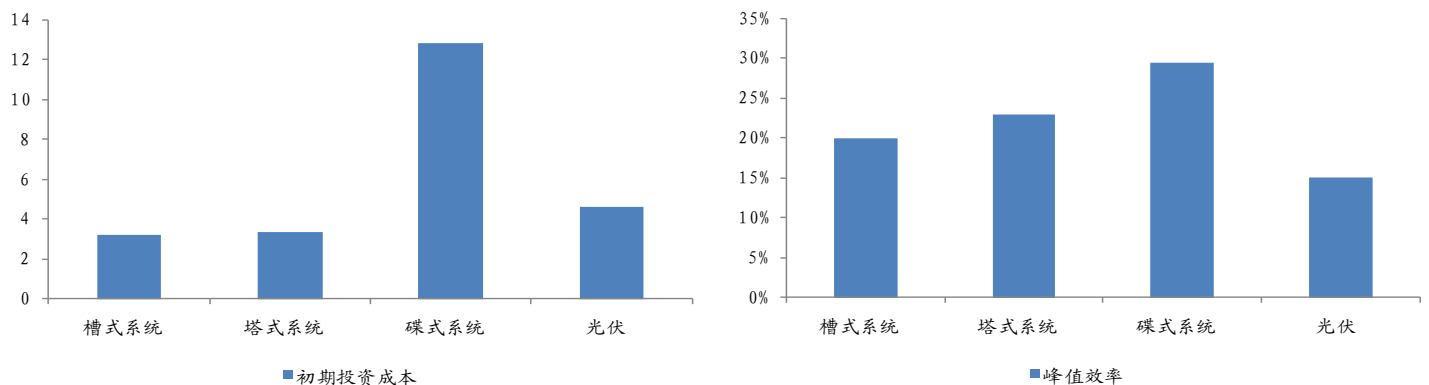
除光伏发电技术外，太阳能热发电同样是一种发展潜力巨大的发电技术。按照太阳能采集方式划分，当前世界主流的太阳能热电形式主要有：塔式发电系统、槽式发电系统、碟式发电系统。

塔式太阳能热发电系统：在空旷的地面上建立一座高大的中央吸收塔，塔顶上安装固定一个吸收器，塔的周围安装一定数量的定日镜，通过定日镜将太阳光聚集到塔顶的接收器的腔体内产生高温，再将通过吸收气的工质加热并产生高温蒸汽，推动汽轮机进行发电。

槽式太阳能热发电系统：利用柱形抛物面的槽式聚光系统将太阳能聚焦到管状的吸收器上，并将管内传热工质加热。槽式系统以线聚焦代替了点聚焦，并且聚焦的吸收器管线随着柱状抛物面反射镜一起跟踪太阳而运动。

碟式太阳能热发电系统：利用旋转抛物面的碟式反射镜将太阳聚焦到一个焦点，接收器在抛物面的焦点上，接收器内的传热工质被加热到 750 左右，驱动发动机进行发电。和槽式一样，碟式系统的太阳能接收器也不固定，随着碟形反射镜跟踪太阳的运动而运动，克服了塔式系统较大余弦效应的损失问题，光热转换效率大大提高。和槽式不同的是，碟式接收器将太阳聚焦于旋转抛物面的焦点上，而槽式接收器则将太阳聚焦于圆柱抛物面的焦线上。

图 11: 槽式、塔式、碟式以及光伏发电系统初期投资成本及峰值效率（单位：美元/瓦）



资料来源：浙商证券研究所



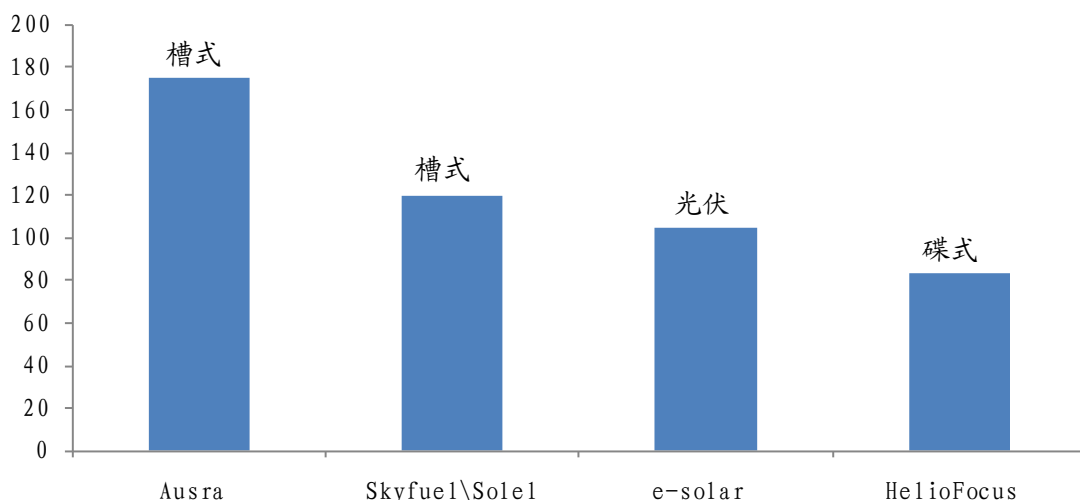


3.2、HF 公司技术优势明显

HF 重点研发和投资项目为碟式太阳能发电系统，碟式系统具有光学效率高、启动损失小等特点，最高转化效率可以达到 29%，和槽式、塔式以及光伏发电系统相比利用和转化效率最高，但是总造价也是最高的，初期投资成本是其他三类发电系统的三至四倍。

虽然碟式太阳能发电初始投资成本较高，但是 HF 拥有其独特的竞争优势，如同样是 30MW 的规模，HF 仅需要 90 公顷的土地，远低于同类其他公司项目建设用地面积，并且蒸汽目标温度能够稳定在 540 摄氏度左右，而和其他公司相比温度高、波动幅度小。

图 12：建设 30MW 不同类型太阳能发电系统所需土地面积（单位：公顷）



资料来源：浙商证券研究所

HF 投资的 1000 万美元将用作建造拉马塔维夫的增容阿尔法系统，增容系统将于今年完成测试，2011 年将制造出样机，公司并不是作为纯粹的股权投资者进入 HF 公司，直接参加项目的研发，并共享技术，未来还将在我国建设示范性样本项目。虽然即使 2011 年样机成功，短期内也难以给公司贡献显著的收入和利润，但是长期来看，全球能源紧张趋势不变，国家对新能源项目的扶植不变，如果公司碟式太阳能技术成熟并大规模应用，公司该项业务未来前景广阔。

4、财务状况健康 真实反应公司经营

我们选取六家在国内上市的白电上游零部件和材料供应商作为比较对象，分别为空调上游的盾安环境、三花股份和海立股份，冰箱上游的华意压缩、合盛新材、丹甫股份。不同的行业竞争状态决定了上游细分行业不同的资产盈利和运营能力，盾安、三花基本垄断了阀门行业，在和下游企业的谈判中具备了一定议价能力，而压缩机行业（尤其是冰箱压缩机）竞争激烈，同时龙头企业又在积极扩大自身的压缩机产能，因此，历年来海立股份、华意压缩的盈利能力相对较弱。

4.1、盈利能力持续提高

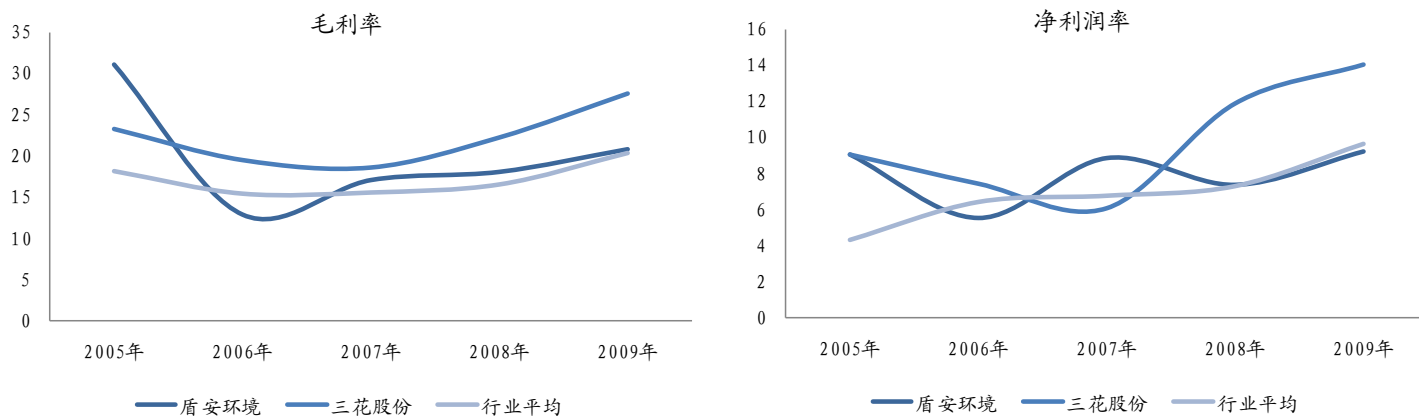




受到相同的外围环境的影响，公司和竞争对手盾安环境的毛利率变化趋同，近几年来呈现持续上升势头，09 年是大股东资产注入的第一年，资产整合效应显现，另一方面由于高毛利率产品出货占比的提高，毛利率进一步加速达到 27.55%，同比提高 5.23 个百分点，今年以来主要原

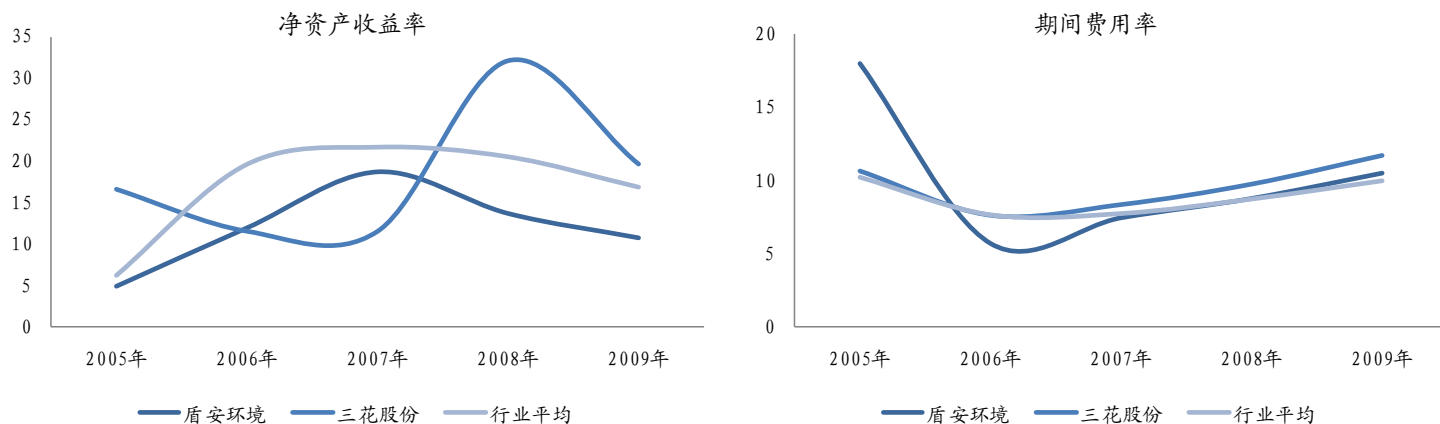
材料铜的价格高位运行，给公司和终端空调龙头造成了一定的压力，一季度公司毛利率为 27.28%，和去年第四季度相比下降 2.95 个百分点，我们预计公司今年毛利率回调到正常水平的可能性较大；09 年期间费用率 10.53%，和去年同期相比提高 1.72 个百分点，和行业平均水平相当，毛利率大幅上升使得公司净利润率达到了历史最高水平。同样由于资产收购使得公司净资产收益率和 09 年相比下降 12.44 个百分点，为 19.62%，但仍远高于同行业平均水平。

图 13：2005 年—2009 年三花股份、盾安环境和行业平均毛利率和净利润率（%）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 14：2005 年—2009 年三花股份、盾安环境和行业平均净资产收益率和期间费用率（%）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

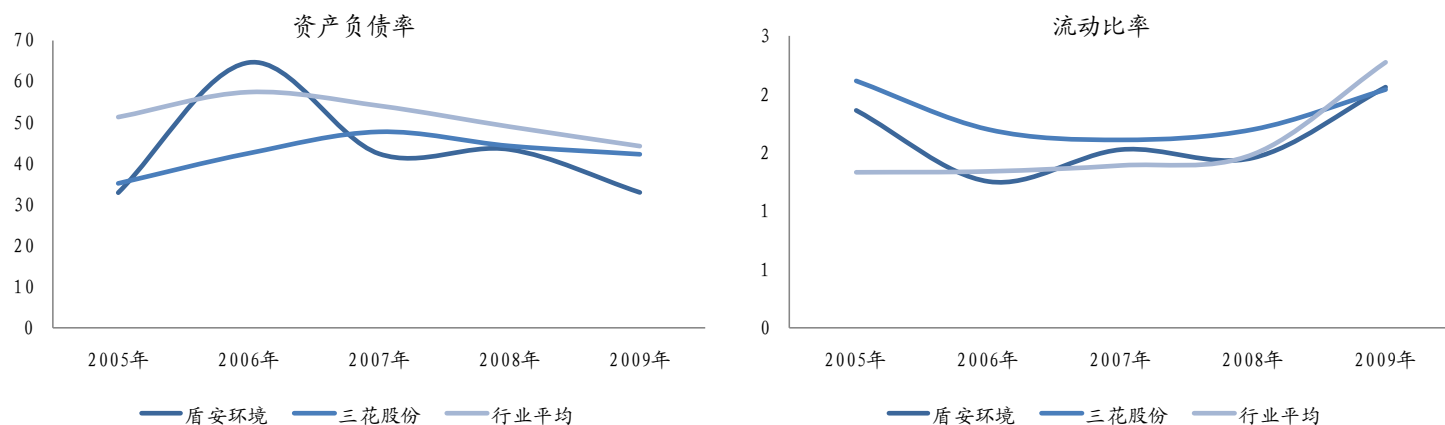
4.2、偿债能力、资产运营能力和行业平均水平相当

2006 年—2009 年公司的资产负债率在 44% 左右徘徊，09 年公司和盾安环境的资产负债率为 42.20%、33.15%，08 年盾安环境的资产负债率 43.54%，09 年非公开增发使得盾安的资产负债率大幅下降，和同行业的华意压缩、海立股份相比，公司长期偿债能力较高。从衡量短期偿债能力的各项指标来看，公司的流动比率和速动比率基本和行业平均水平相当。综上所述，公司长期以来低负债经营，同时截止阀、四通阀为公司贡献了相对稳定的收入和利润，因此，如果不出现快速扩张导致的资金链紧张，公司偿债能力将保持较高的水平。





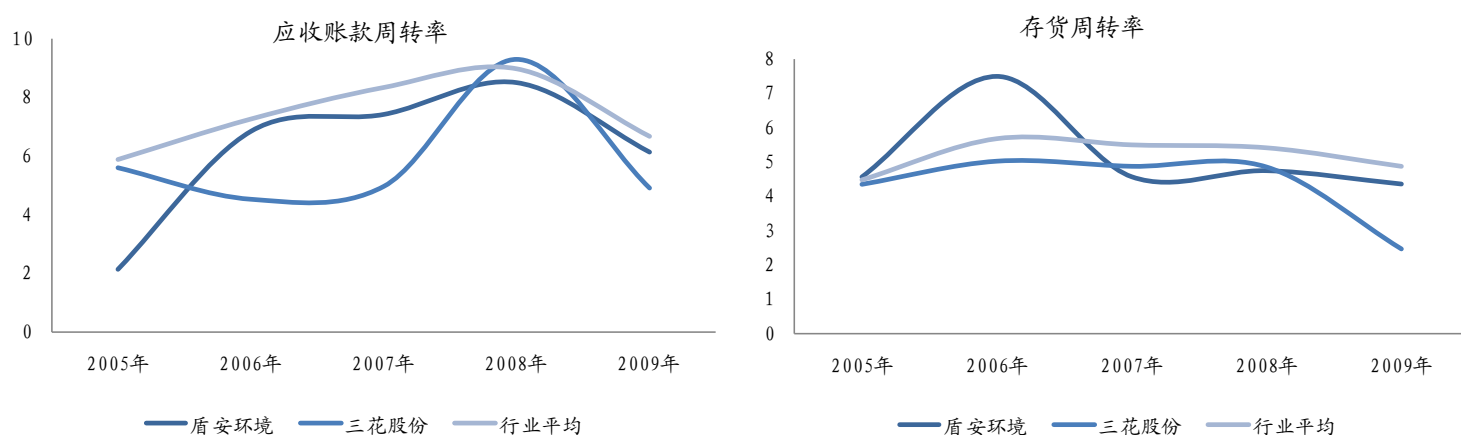
图 15: 2005 年—2009 年三花股份、盾安环境和行业平均资产负债率和流动比率 (%)



资料来源: WIND、浙商证券研究所

单从衡量资产运营能力的指标来看,除 08 年外,公司应收账款周转次数均低于行业平均水平,和 08 年相比,09 年应收账款周转次数下降了 4.38 次,低于行业平均水平 1.93 次;09 年存货周转率同比下降 2.41 次,低于行业平均 2.41 次,另总资产周转率也低于行业平均水平。虽然仅从资产周转率的角度来看公司的运营能力相对薄弱,但是公司历年坏账率并不高,并且经营性现金流和净利润波动基本相符,说明公司的现金流动情况并未受存货和应收账款周转较慢的影响。

图 16: 2005 年—2009 年三花股份、盾安环境和行业平均应收账款周转率和存货周转率 (%)



资料来源: WIND、浙商证券研究所

5、投估值水平将不断提高 积极关注

5.1 非公开增发提升估值空间

公司于今年 4 月 7 日推出非公开增发预案,以 21.39 元/股的价格非公开增发 5000 万股,筹集约 10.01 亿元用于投资商用空调阀门、电子膨胀阀扩产以及冰箱电磁阀项目。此次公司增发的主要目的是进军商用空调零配件行业。虽然 09 年我国中央空调总销售额同比小幅下滑到 345 亿元,但是长期来看,我国中央空调行业仍有较大的增长空间。增发完成后,经过 2 年建设期





公司电子膨胀阀产能将达到 1000 万只/年，将能够满足公司三年后电子膨胀阀需求，另外增发投资产品电子膨胀阀、四通阀、冰箱电磁阀等毛利率相对公司当前产品毛利率较高，也将提高公司的盈利能力。

表 4：非公开增发项目介绍

项目名称	总投资额（万元）	项目建设期（年）	预期销售收入	预期净利润率	具体投向
商用制冷空调自动控制元器件	51181	2	11198	9%	商用电磁阀 200 万只、四通阀 400 万只、热力膨胀阀 500 万只、电子膨胀阀 150 万只、截止阀 250 万只
商用制冷空调净化装置	12698	1	2826	8%	铁分离器 100 万只、铁过滤器 150 万只、压力容器 100 万只
家用空调自动控制元器件	18478	2	4155	11%	电子膨胀阀 500 万只、不锈钢四通阀 500 万只
冰箱自动控制元器件	12598	2	2928	11%	冰箱双稳态电磁阀 600 万只、电动切换阀 200 万只
技术研发中心	5151	1			自动控制和现代检测技术
合计	100106		21107		

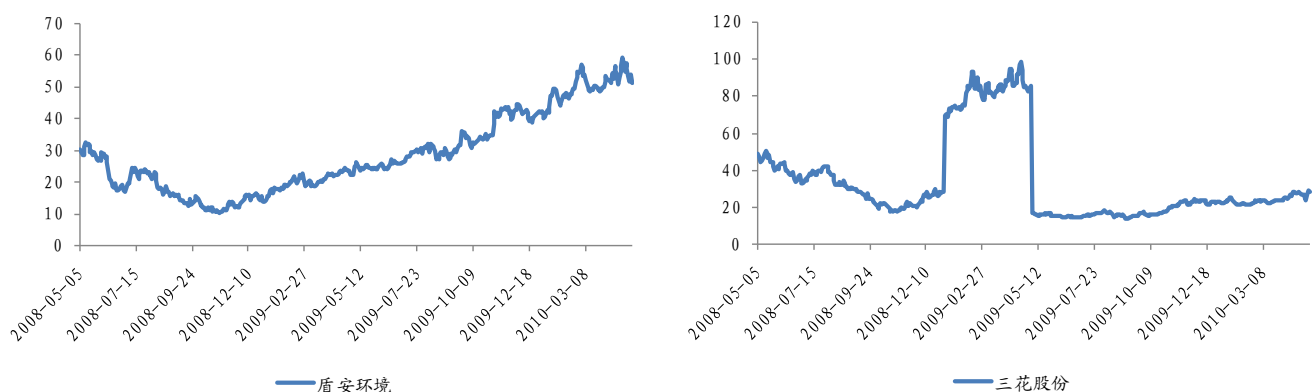
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司当前的股价为 25.09 元，和增发价格相比仅存 17.3% 的溢价空间，公司估计今年能完成增发，非公开增发将成为公司业绩释放的保障，也将有利于公司估值水平的提升。

5.2 投资建议：买入

自盾安集团资产注入以来，盾安环境的平均动态市盈率为 28.64 倍（注入之前主营业务为商用中央空调和三花没有可比性），上市以来市场给予三花股份的动态市盈率为 33 倍，但是在近两年内，公司的动态市盈率弹性较小。

图 17：2008 年—2010 年三花股份、盾安环境市盈率比较



资料来源：WIND、浙商证券研究所





盾安环境有一部分核电新能源业务，因此，市场给予其更高的业绩预期和市盈率，但是公司高毛利产品占比和主营业务毛利率相对较高，空调阀门为公司提供稳定的利润和现金来源，同时投资太阳能领域和非公开增发也为公司估值空间上移提供了有力支撑。

我们预计公司 2010 年、2011 年的每股收益分别为 1.16 元、1.40 元，以当前的股价计算，对应的动态市盈率分别为 21 倍、17 倍，虽然相对于格力、美的等公司估值较高，但是一方面当前市场中小板市场估值普遍较高，另一方面增发也为公司业绩释放超预期提供动力，估值也处于合理范围之内，维持“买入”投资评级。

表 5：重点跟踪公司估值

代码	公司简称	总股本	当前	总市值	市净率	EPS			市盈率			投资评级
		(亿股)	股价	(亿元)		2009A	2010E	2011E	2008A	2010E	2011E	
000651	格力电器	18.79	19.74	370.83	3.50	1.55	1.86	2.22	12.74	10.61	8.89	买入
000527	美的电器	20.80	16.54	344.06	3.40	0.97	1.18	1.33	17.05	14.02	12.44	买入
600690	青岛海尔	13.39	17.12	229.15	3.54	0.86	1.2	1.44	19.93	14.27	11.89	买入
002050	三花股份	2.64	24.26	64.05	4.83	0.90	1.16	1.40	26.96	20.91	17.33	买入
600060	海信电器	5.78	20	115.55	2.29	1.01	1.3	1.60	19.80	15.38	12.50	买入
002011	盾安环境	3.72	21.05	78.38	3.97	0.48	0.6	0.74	43.95	35.08	28.45	买入
000418	小天鹅A	5.48	12.7	69.55	3.60	0.41	0.58	0.70	30.98	21.90	18.14	买入
002242	九阳股份	7.61	12.48	94.97	2.30	1.20	1.35	1.50	10.40	9.24	8.32	中性
002032	苏泊尔	4.44	22.9	101.69	4.51	0.70	0.96	1.15	32.71	23.85	19.91	买入
600619	海立股份	5.48	8.39	45.97	2.89	0.11	0.28	0.30	76.27	29.96	27.97	中性

资料来源：浙商证券研究所





浙商证券

浙商证券研究管理团队

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·研究销售

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

大宗医药行业

姜恩铸

+86 21 6471 8888-1121

jiangenzhu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟道

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn





服务团队

服务 毛亚莉 +86 21 6431 8893 maoyali@stocke.com.cn	服务 魏志羽 +86 21 6471 8888-1106 weizhiyu@stocke.com.cn	服务 徐路鹏 +86 21 6471 8888-1700 xulupeng@stocke.com.cn	服务 张燕华 +86 21 6471 8888-1287 zhangyanhua@stocke.com.cn
服务 金肖男 +86 21 6471 8888-1824 jinxn@stocke.com.cn			

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海
上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层
邮政编码：200031
电话：(8621) 64718888
传真：(8621) 64718888

浙商证券网址：www.stocke.com

