

湘财证券研究所

机械研究小组

刘金铄

Tel: 021-68634510-8193

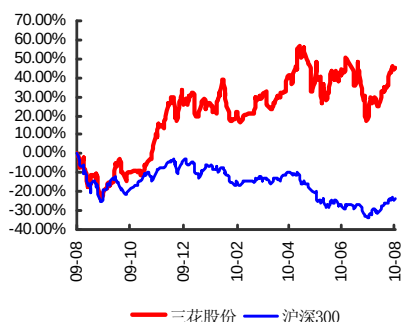
E-Mail: ljb2861@xcsc.com

仇华

Tel: 021-68634510-8227

E-mail: qh3062@xcsc.com

近 1 年股价与大盘走势比较：



事件

近日，我们对三花股份（002050）进行了实地调研。我们就公司近期销售状况、公司业务拓展方向等问题，与公司高管进行交流。

调研要点：

- **三花股份（002050）是全球空调与冰箱零配件龙头企业。** 公司是全球产量最大的截止阀生产基地之一，主要产品是截止阀、电子膨胀阀、电磁阀、单向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。目前公司在传统的截止阀和四通阀产品领域，与盾安环境（002011）几乎垄断了国内市场，该部分产品增长相对稳定，保持在 10%左右的水平。
- **受益家电下乡以及节能减排政策影响，国内空调产业升级，电子膨胀阀成为新的增长点。** 受国家节能空调补贴政策影响，我国空调行业正在全面升级，高能效标准空调与变频空调逐渐成为市场主流产品。而变频空调必须使用的电子膨胀阀也随变频空调销量的上升而快速增长。公司目前电子膨胀阀产能 500 万只，2009 年生产 180 万只，而 2010 年上半年已生产了 160 万只，全年有望保持 70%~80%的增长。
- **冰箱用电磁阀持续快速上升。** 公司最初曾经生产过冰箱用电磁阀，后来因空调配件市场更好，而放弃。但 07 年后，公司加大冰箱用电磁阀投资，目前该部分产能逐渐释放，冰箱用电磁阀收入占公司主营收入的 5%强。2010 年上半年，冰箱用电磁阀对应主营收入同比上升了 68.78%，毛利率 30.08%，略高于空调配件的 28.15%。
- **公司进军太阳能产业，拓宽投资领域，但预期到 2013 年才能够产生收益，短期内对公司业绩影响有限。** 公司年初出资 1050 万美元增持以色列 HF 公司股份，持股 30%，公司将共同参与研发，合作项目中 HF 拥有联合专利，并获得我国的独家销售和优先制造权。HF 公司主要进行目前世界太阳能领域领先的碟式太阳能技

术开发研究。公司预计该项目 2013 年能够产生收益，2015 年收回投资。

在太阳发电行业中, 具有商业推广价值的是光伏发电和聚光类热发电, 而后者相比前者更有效率。而太阳能热发电系统主要有三种: 槽式、塔式和碟式, 其中碟式太阳能系统的效率最高, 但技术难度最大, 目前尚处于示范阶段, 未来有实现商业化的可能。

三中聚光类热发电方式比较

	槽式系统	塔式系统	碟式系统
规模 (兆瓦)	30~320	10~20	5~25
运行温度 (°C)	390 /734	565 /1049	750 /1382
年容量因子	23% -50%	20% -77%	25%
峰值效率	20%	23%	24%
年净效率	11% -16%	7% -20%	12% -25%
可否储能	有限制	可以	蓄电池
互补系统设计	可以	可以	可以
美元 /平方米	630~275	475~200	31100~320
美元 /瓦	410~217	414~215	1216~113
美元 /峰瓦	4 0~1 3	2 4~0 9	12 6~1 1

- 公司计划非公开增发，投资商用空调控制配件产品。公司计划非公开增发 10 亿资金，主要用于商用空调控制配件产品产能扩建。公司目前在商用空调控制配件产品开发方面已有较好的基础，三花集团于 07 年 10 月收购英维斯旗下兰柯品牌的四通换向阀全球业务，并在 08 年底注入三花股份，其中商用四通阀毛利率高，盈利能力较强。公司目前在商用空调控制配件领域已有部分订单。定向增发的推进, 拓宽公司 2011 年、2012 年业绩持续成长的空间。

非公开发行计划募集资金投资项目		
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

□ **盈利预测。**我们认为，公司传统产品增长稳定，电子膨胀阀近期增长明显，而增发的商用空调控制配件项目进一步拓宽公司日后数年业绩的持续增长空间。我们预测公司 10 年、11 年、12 年的 EPS 分别为 1.26 元、1.66 元、2.30 元。以 8 月 3 日 22.51 元价格计算，对应 PE 分别为 20.23X/15.36X/11.10X。考虑公司近期业绩增速明确，我们首次给予“增持”评级，目标价 31.5 元。

□ **投资风险。**主要原材料价格波动。

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	807.42	2443.97	2040.39	2856.54	3713.50	4827.56
增长率(%)	30.31%	202.69%	-16.51%	40.00%	30.00%	30.00%
归属母公司股东净利润	49.12	258.10	237.85	332.92	438.43	606.64
增长率(%)	6.43%	425.47%	-7.84%	39.97%	31.69%	38.37%
每股收益(EPS)	0.186	0.978	0.901	1.261	1.661	2.298
每股股利(DPS)	0.000	0.086	0.600	0.317	0.417	0.577
每股经营现金流	0.254	0.527	0.917	3.904	-0.980	4.683
销售毛利率	18.60%	22.23%	27.55%	28.00%	28.00%	29.00%
销售净利率	6.08%	11.91%	14.07%	14.07%	14.25%	15.17%
净资产收益率(ROE)	11.17%	22.05%	18.97%	22.15%	23.94%	26.54%
投入资本回报率(ROIC)	18.42%	117.65%	22.90%	30.82%	63.19%	43.49%
市盈率(P/E)	137.11	26.09	28.31	20.23	15.36	11.10
市净率(P/B)	15.32	5.75	5.37	4.48	3.68	2.95
股息率(分红/股价)	0.000	0.003	0.024	0.012	0.016	0.023

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。