

2016年05月23日

三花股份 (002050.SZ)

家电主业有望改善，集团新能源汽配增添亮点

■**制冷配件龙头企业，主业改善弹性十足：**公司为国际领先的制冷元器件龙头企业，电子膨胀阀、四通换向阀、微通道换热器等产品市场占有率位居全球第一，截止阀全球第二。公司技术专利门槛优势明显，规模成本效应显著，积极开发电子膨胀阀、微通道换热器等节能关键零部件新品。空调渠道去库存有望在16Q2~Q3季度完成，行业基本面或将触底反弹，公司业绩改善弹性十足。

■**新业务激发新增长点，未来业绩提升可期：**1) 冰箱能效标准实施，节能需求将带来新的增长点，微通道换热器进入高速增长期；2) 中国洗碗机保有率仅1%，长期市场空间超300亿元。今年各厂商积极开发推广洗碗机，三花作为关键零部件供应商，旗下亚威科技术储备丰富，已开始进入相关合作开发阶段，业绩提升可期；3) 收购亚威科经3年整合后扭亏为盈，并以此拓展欧洲市场。4) 公司积极布局产值高、成长性强商用领域（商用空调、冷链物流），份额提升空间广阔。

■**国际比较——成长为中国的丹佛斯：**参考丹佛斯的成长路径，在下游制冷行业增长到达一定瓶颈时，具备雄厚技术实力和专利门槛的制冷配件公司，仍有巨大的行业成长空间。三花有望凭借其在制冷配件领域长期积累的科研实力，在节能关键零部件上积极创新，成长为中国的丹佛斯。

■**集团汽配业务向新能源汽车拓展，增添发展亮点：**集团汽车零部件业务发展良好，关键零部件市占率高。公司专注汽车热管理系统，新能源汽车空调业务加速孵化，已进入世界级新能源车龙头企业的供应商体系，分享新能源汽车行业成长红利。参照过往“集团培育—>产业培育成熟—>利用上市公司平台做大做强”的逻辑链推导，未来不排除随着该项业务的发展壮大，引入平台进一步发展。

■**投资建议：**公司定增股份将于17年1月解禁，定增价格8.63元，与当前股价倒挂(8.38元)。我们预计公司16~18年净利润增速为16.3%、18.6%、21.0%，EPS为0.39、0.46、0.56，当前股价对应16年EPS仅21.4倍，远低于同类可比公司估值以及历史估值中枢。考虑到未来空调业务改善所带来的业绩弹性，我们首次覆盖给予买入-A评级，6个月目标价10.5元。

■**风险提示：**空调行业改善不及预期；宏观经济波动风险；新业务拓展不及预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	5,823.9	6,160.8	7,085.7	8,173.9	9,422.0
净利润	487.7	605.4	704.3	835.0	1,010.6
每股收益(元)	0.27	0.34	0.39	0.46	0.56
每股净资产(元)	1.96	2.58	2.91	3.28	3.73

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	31.0	24.9	21.4	18.1	14.9
市净率(倍)	4.3	3.2	2.9	2.6	2.2
净利润率	8.4%	9.8%	9.9%	10.2%	10.7%
净资产收益率	13.8%	13.0%	13.5%	14.1%	15.1%
股息收益率	0.5%	1.2%	0.9%	1.1%	1.3%
ROIC	14.2%	13.9%	14.1%	15.4%	17.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

其他专用机械

投资评级 **买入-A**

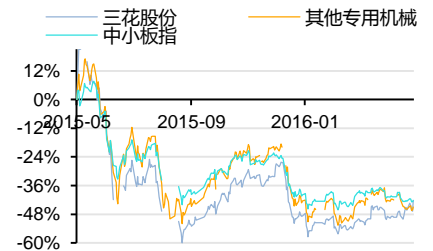
首次评级

6个月目标价：**10.50元**
 股价(2016-05-20) **8.38元**

交易数据

总市值(百万元)	15,096.37
流通市值(百万元)	12,716.13
总股本(百万股)	1,801.48
流通股本(百万股)	1,517.44
12个月价格区间	5.79/17.51元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.33	23.04	6.84
绝对收益	14.64	17.04	-31.59

蔡雯娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515030001
 caiwj2@essence.com.cn
 021-35082019

相关报告

内容目录

1. 制冷配件龙头企业，主业改善弹性十足	4
1.1. 制冷配件龙头地位稳固，市场份额占据半壁江山.....	4
1.2. 下游空调行业有望触底反弹，公司业绩改善弹性十足.....	5
1.2.1. 空调去库存有望在二三季度完成，行业基本面或将触底反弹.....	5
1.2.2. 公司技术专利优势明显，有望成为业绩增长护城河.....	7
2. 新业务激发新增长点，未来业绩提升可期	10
2.1. 冰箱能效标准实施，微通道业务进入高速成长期.....	10
2.2. 洗碗机百亿蓝海加速发掘，亚威科实现扭亏为盈.....	11
2.2.1. 洗碗机保有率仅 1%，百亿蓝海加速发掘.....	11
2.2.2. 收购亚威科进军新领域，海外业务逐年增长.....	12
2.3. 向商用制冷领域拓展，转型解决方案服务商.....	14
3. 国际比较：成长为中国的丹佛斯	16
3.1. 丹佛斯的成长之路——从制冷配件产业走向多元化.....	16
3.2. 三花制冷业务仍有翻倍潜力，多元化拓展打开新空间.....	18
4. 集团汽配向新能源汽车拓展，增添发展亮点	19
4.1. 外延并购纵横结合，集团资产证券化持续进行.....	19
4.2. 专注汽车热管理系统，新能源汽车空调加速孵化.....	20
4.2.1. 集团汽配业务发展良好，国内市场占有率领先.....	20
4.2.2. 进入世界级新能源汽车龙头企业供应商体系.....	22
4.3. 员工持股实现利益一致捆绑，彰显对公司发展信心.....	24
5. 估值与投资建议	25
5.1. 相对估值.....	25
5.2. 盈利预测与投资建议.....	25

图表目录

图 1：公司多项主营产品市场占有率全球第一.....	4
图 2：公司制冷元器件主要业务架构.....	5
图 3：2015 年公司主营收入仍以空调冰箱零部件为主.....	5
图 4：公司股权结构情况.....	5
图 5：2011~2016 去空调行业总产量变化趋势——2016Q1 下滑 10.35%，去库存大幅加速.....	6
图 6：2011~2016 去冰箱行业总产量变化趋势——2016Q1 下滑 0.32%.....	6
图 7：2012 年~2016 年 3 月产业在线空调月度产量及同比增速.....	6
图 8：公司 2012~2016Q1 收入及净利润表现显著好于下游制冷行业（微通道业务并表）.....	7
图 9：2013~2015 年公司主要产品销量情况.....	9
图 10：2013 年后，空调冰箱元器件毛利率水平显著提升.....	9
图 11：公司 2012~2015 年，公司研发费用快速增长.....	9
图 12：“三花研究院”主要结构及研究方向.....	10
图 13：中国洗碗机保有率仅 1%，面临巨大成长空间.....	12
图 14：家电品牌纷纷推出洗碗机新品.....	12
图 15：亚威科电器 2015 年实现扭亏为盈（单位：百万元人民币）.....	13
图 16：亚威科电器主营产品一览.....	13

图 17: 亚威科主要合作客户	14
图 18: 亚威科洗碗机产品销售额 (单位: 万欧元)	14
图 19: 商用领域全球竞争格局.....	15
图 20: 中国冷链物流应用率仅 18%.....	15
图 21: 中国冷藏保温车占货车比例仅 0.3%.....	15
图 22: 2014 年城市居民人均冷库占有量仅为 0.116 立方米/人.....	16
图 23: 丹佛斯集团业务发展史.....	17
图 24: 2015 年丹佛斯业务收入结构.....	17
图 25: 丹佛斯 2004~2015 年收入和净利润表现 (百万丹麦克朗)	18
图 26: 2015 年丹佛斯集团分区域收入构成.....	18
图 27: 三花控股集团旗下资产情况	20
图 28: 三花汽车零部件产业构成.....	21
图 29: 2013~2015 年三花汽车零部件收入情况	21
图 30: 2013~2016Q1 三花控股集团业务收入构成	21
图 31: 2013~2016Q1 三花集团各业务板块毛利率情况.....	22
图 32: 传统汽车内燃机空调暖风原理图	22
图 33: 新能源汽车典型电动热泵空调系统.....	23
图 34: 2012~2015 年中国汽车产销保持平稳增长 (万辆)	23
图 35: 2014~2015 年中国新能源汽车爆发式增长 (辆)	23
图 36: PE/PB BAND	25
表 1: 2016Q1 公司主营产品市占率.....	4
表 2: 三花股份收入和业绩表现超越可比空调、冰箱零部件公司, 体现出更强的穿越周期能力	7
表 3: 公司前五大客户收入规模情况.....	7
表 4: 2010 年至今公司主持和参与上级标准起草.....	8
表 5: 截止 2015 年 9 月公司授权专利情况.....	8
表 6: 公司目前在建微通道项目	11
表 7: 三花微通道 2015~2017 年利润承诺, 三年复合增长率 26.0%.....	11
表 8: 集成洗涤加热泵在洗碗机中应用比例越来越高	13
表 9: 全球商用制冷市场分区域分布	15
表 10: 2015 年三花股份与丹佛斯收入情况对比.....	19
表 11: 公司近期并购标的一览.....	19
表 12: 2015 年公司合并报表子公司实现盈利	20
表 13: 三花控股集团汽车零部件产业主要子公司.....	20
表 14: 近期三花集团资产证券化重大事件.....	24
表 15: 三花股份员工持股计划认购份额及比例	24
表 16: 可比上市公司估值水平.....	25
表 17: 主营业务拆分	26

1. 制冷配件龙头企业，主业改善弹性十足

公司最早起源于1984年的浙江省新昌制冷配件厂，即三花集团的前身。1994年9月10日，由新昌制冷配件厂与日本国株式会社不二工机制作所、日本国三菱商事株式会社和日本国东方贸易株式会社等三家日本企业共同出资设立中日合资企业“三花不二工机有限公司”。经三次股权转让后，公司于2001年进行股份制改革，并于2005年上市。

公司根据空调行业的发展变化，积极开发新产品，产品种类从传统主营产品截止阀，逐渐向附加值高的电磁阀、电子膨胀阀等多样化发展。2012年，公司通过收购德国亚威科电器，开始进入洗碗机、洗衣机、咖啡机零部件领域。目前公司已经成长为国际领先的制冷元器件龙头企业，电子膨胀阀、四通换向阀、微通道换热器等产品市场占有率位居全球第一。

图1：公司多项主营产品市场占有率全球第一



资料来源：公司官网 安信证券研究中心

公司制冷元器件生产主要集中在浙江新昌基地；为了与美的、格力等国内主要客户实现产品配套，公司在苏州、常州、芜湖、中山、青岛、重庆、武汉等地设立了配套基地。2015年，公司拥有年产四通阀7475万只、截止阀9600万只、空调用电子膨胀阀2880万只、微通道换热器153万只的综合生产能力。

1.1. 制冷配件龙头地位稳固，市场份额占据半壁江山

从市场占有率来看，公司传统主营制冷配件产品市场份额占据半壁江山。其中，四通阀产品全球市场占有率接近60%；2014年，截止阀产品全球市场占有率达到37%，位居第二位。

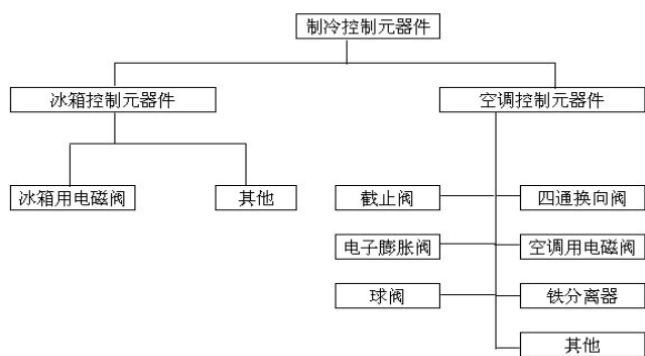
表1：2016Q1公司主营产品市占率

	2016年Q1市占率	主要竞争对手
四通阀	59%	盾安环境、鹭宫
截止阀	37%	盾安环境
电磁阀	56%	国内无对手，国际上主要是鹭宫
电子膨胀阀	43%	盾安环境，国际上为不二工机和鹭宫

资料来源：WIND 安信证券研究中心

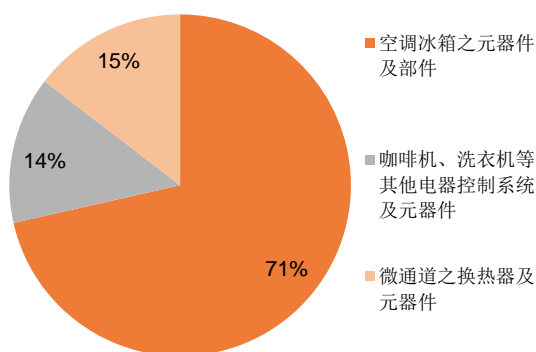
从收入结构来看，2015年空调、冰箱等制冷元器件业务占据主营收入7成以上，依然是最重要的营收来源。公司收购亚威科电器后，咖啡机等产品收入占比逐渐上升，微通道换热器业务注入上市公司平台后也在快速成长。

图 2：公司制冷元器件主要业务架构



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

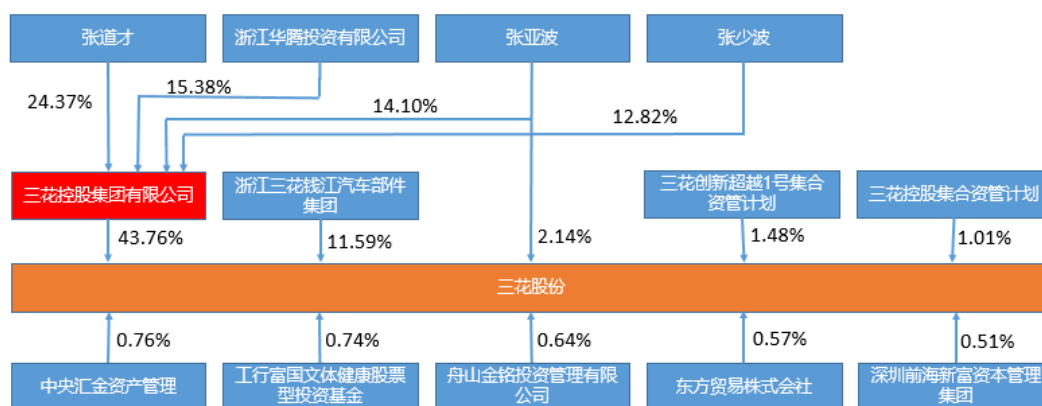
图 3：2015 年公司主营收入仍以空调冰箱零部件为主



资料来源：WIND 安信证券研究中心

从股权结构看，公司目前的大股东为三花控股集团，实际控制人为张道才。经过 2015 年定增收购事项后，三花钱江汽车部件集团持有公司股份 11.59%，自然人张亚波直接和间接合计持有公司股份 8.31%。其中，张道才为三花控股集团董事局主席，其长子张亚波及次子张少波分别担任三花控股集团董事局副主席和公司董事。在上市公司层面，张亚波担任三花股份董事长兼 CEO，张少波担任公司副总裁兼董事。

图 4：公司股权结构情况



资料来源：公司报告 安信证券研究中心

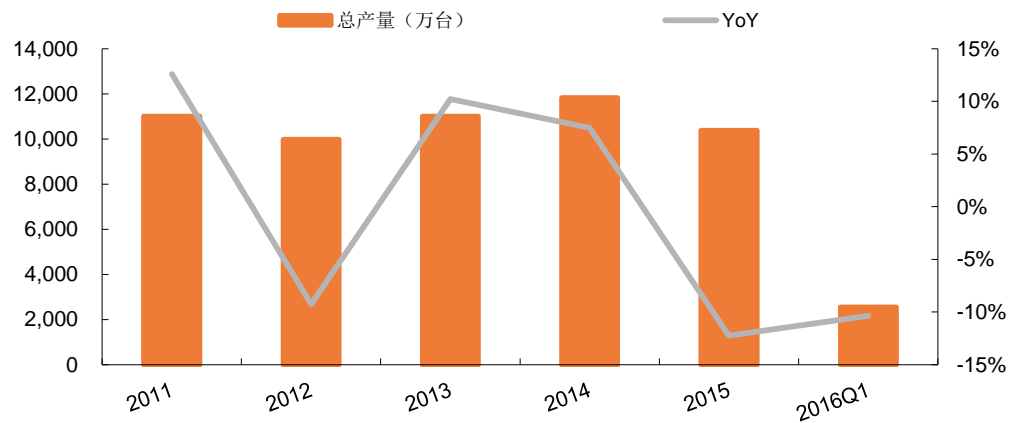
1.2. 下游空调行业有望触底反弹，公司业绩改善弹性十足

1.2.1. 空调去库存有望在二三季度完成，行业基本面或将触底反弹

公司生产的制冷控制元器件是制冷、空调设备的关键部件，属于制冷设备行业的子行业，其下游空调、冰箱等制冷设备制造行业的景气度对其发展具有直接影响。

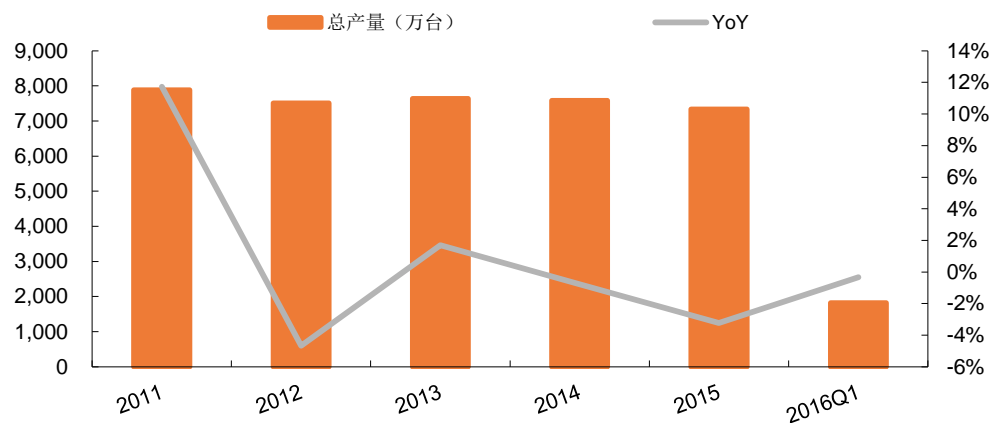
2015 年中期以来，随着空调去库存不断加速以及消费端表现低迷，空调行业整体表现较为低迷。格力、美的、海尔等下游厂商的出货量以及产量均受到一定影响。产业在线的数据显示，2015 年我国家用空调行业产量和销量同比分别下降 11.6% 和 8.2%，体现了去库存带来的经营压力。而 2015 年冰箱市场需求相对平稳，在宏观经济表现低迷的情况下，冰箱的产销数据略有下滑，根据产业在线的数据，2015 年全年冰箱总产量和总销量同比下降 3% 和 3.7%。

图 5：2011~2016 去空调行业总产量变化趋势——2016Q1 下滑 10.35%，去库存大幅加速



资料来源：产业在线 安信证券研究中心

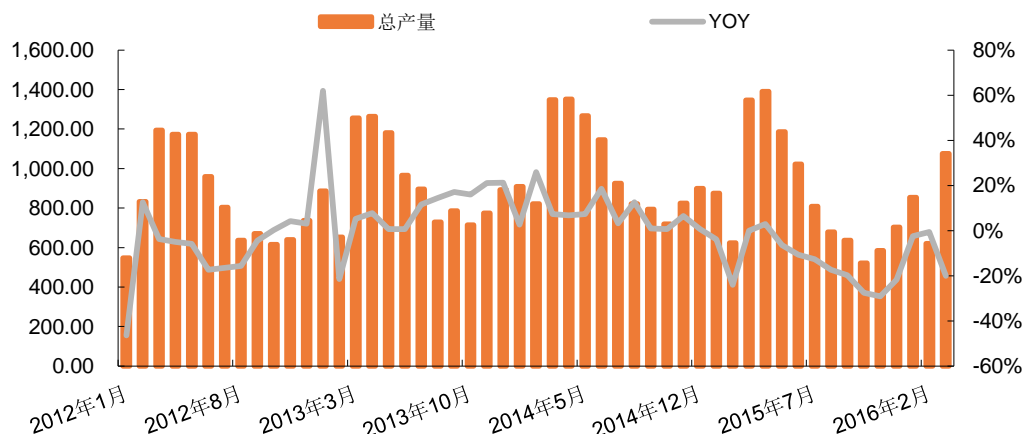
图 6：2011~2016 去冰箱行业总产量变化趋势——2016Q1 下滑 0.32%



资料来源：产业在线 安信证券研究中心

我们认为,随着 2015 年下半年至今空调渠道去库存进程大幅加速,渠道库存调整有望在 2016 年二三季度完成,空调行业基本面或将开始触底反弹。目前根据空调行业龙头厂商格力、美的的反馈,大幅去库存的阶段已接近尾声。随着下游整机行业的逐渐回暖,公司有望充分释放业绩改善的弹性。

图 7：2012 年~2016 年 3 月产业在线空调月度产量及同比增速



资料来源：产业在线 安信证券研究中心

1.2.2. 公司技术专利优势明显，有望成为业绩增长护城河

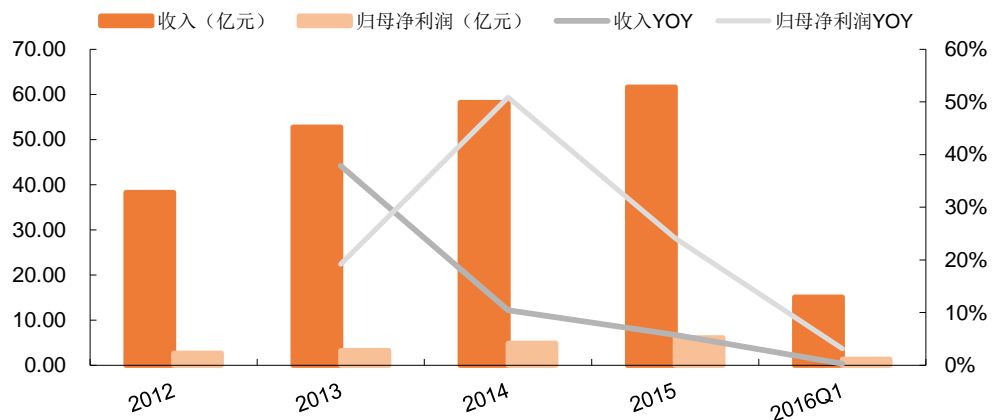
尽管下游行业整体表现不佳，但公司收入和净利润表现显著好于下游制冷行业。2015 年~2016 年一季度，在空调和冰箱行业呈现负增长的背景下，公司实现收入 15.08 亿元，经可比基数调整后，同比增长 0.27%；实现归母净利润 1.31 亿元，同比增长 3.16%。

表 2：三花股份收入和业绩表现超越可比空调、冰箱零部件公司，体现出更强的穿越周期能力

公司	收入增速		业绩增速	
	2015A	2016Q1	2015A	2016Q1
三花股份	-6.09%	0.27%	8.00%	3.16%
顺威股份	-19.04%	-18.32%	-95.60%	-25.78%
华声股份	-29.90%	-32.62%	-71.98%	-43.08%
海立股份	-13.40%	14.41%	-26.81%	-46.69%
华意压缩	-2.10%	-3.63%	16.41%	30.15%
东方电热	-7.54%	-27.94%	-26.65%	-49.83%
盾安环境	-11.25%	-18.85%	-34.93%	-29.66%

资料来源：WIND 安信证券研究中心

图 8：公司 2012~2016Q1 收入及净利润表现显著好于下游制冷行业（微通道业务并表）



资料来源：WIND 安信证券研究中心

➤ 公司具备技术专利优势以及生产成本优势，重点客户产品订单仍有上升。

尽管 2015 年空调行业整体需求不佳，但公司对于单个重点客户的供应仍在上升，这也是公司能够穿越周期成长的主要原因。从前五大客户收入来看，2015 年第一大客户（格力）以及前五大客户合计的采购额在行业周期下降的阶段，仍然实现了正增长。

表 3：公司前五大客户收入规模情况

(亿元)	2012	2013	2014	2015
第一大客户	7.1	7.9	10.1	10.4
第二大客户	2.9	4.7	5.0	4.3
第三大客户	1.6	3.4	2.3	3.6
第四大客户	1.5	2.3	2.3	2.4
第五大客户	1.3	2.2	2.2	2.4
前五大客户合计	14.4	20.5	22.0	23.0

资料来源：WIND 安信证券研究中心

我们认为，这主要得益于公司在专利技术门槛以及生产成本上具备独特的竞争优势。公司自2010年来先后主持或参与了22个国家标准、行业标准的起草与修订。2008年3月份，公司经全国专业标准化委员会批准，成为全国冷冻设备标准化技术委员会制冷、空调控制元器件标准工作组组长单位，主持制冷空调系统控制元器件行业标准制定。也正由于行业标准的推动，2013年空调变频空调新能效标准推出以后，公司以电子膨胀阀为代表的节能关键零部件得到快速增长。

表 4：2010 年至今公司主持和参与上级标准起草

序号	标准名称	标准类型	主持或参与	完成年份
1	大容量交叉式电磁四通换向阀	国家标准	参与	2010 年
2	空调气液分离器	行业标准	主持	2011 年
3	小型制冷系统用电动切换阀	行业标准	主持	2011 年
4	小型制冷系统用二位三通电磁阀	行业标准	主持	2011 年
5	小型制冷系统用双稳态电磁阀	行业标准	主持	2011 年
6	制冷空调用直动式电子膨胀阀	行业标准	主持	2011 年
7	家用和类似用途电动控制器 压力敏感电自动控制器的特殊要求 包括机械要求	国家标准	参与	2011 年
8	家用和类似用途电动控制器第 1 部分：通用要求	国家标准	参与	2012 年起草
9	变频空调控制器（家用和类似用途变频控制器）	国家标准	参与	2012 年完成，报批中
10	制冷装置用小型压力容器	行业标准	参与	2013 年
11	制冷用热力膨胀阀	行业标准	参与	2013 年
12	家用和类似用途电磁四通换向阀	行业标准	主持	2013 年
13	家用和类似用途小型制冷系统两通电磁阀	行业标准	主持	2013 年
14	家用和类似用途电自动控制器电启动器的特殊要求	国家标准	参与	2013 年
15	家用和类似用途空调电子膨胀阀	行业标准	主持	2013 年
16	空调与冷冻设备用球阀	行业标准	主持	2013 年
17	制冷装置用小型压力容器	行业标准	主持	2013 年
18	房间空气调节器用管路件及连接管	行业标准	参与	2013 年
19	制冷空调用四通换向阀性能试验方法	国家标准	主持	2013 年
20	空调和类似用途齿轮式电子膨胀阀	行业标准	主持	2013 年
21	家用和类似用途双稳态电磁阀的通用检测方法	国家标准	主持	2014 年
22	冷冻空调设备冷凝器用微通道热交换器	行业标准	主持	2014 年

资料来源：公司资料 安信证券研究中心

从专利上看，三花股份以及三花集团经过多年研发投入和积累，专利授权远超竞争对手。其中，三花微通道是国内第一家专业研发和生产家用商用空调、机房空调用微通道换热器的厂家，截至 2016 年 3 月末，三花微通道获得专利授权证书 184 项，其中发明专利授权证书 84 项、实用新型 81 项、外观 4 项和外国专利 15 项。

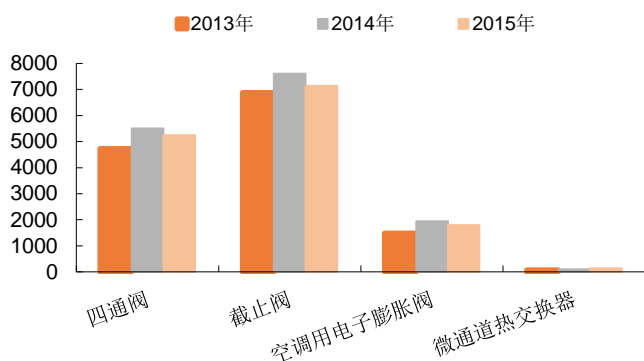
表 5：截止 2015 年 9 月公司授权专利情况

单位	发明	实用新型	外观设计	外国专利
浙江三花制冷集团有限公司	41	74	27	159
浙江三花股份有限公司	160	101	46	367
浙江三花汽车零部件股份有限公司	37	18	37	97
杭州三花研究院有限公司	11	21	27	59
三花微通道换热器有限公司	84	78	3	180
芜湖三花自控元器件有限公司	0	38	0	38
杭州先途电子有限公司	0	6	0	6
合计	333	336	97	906

资料来源：公司资料 安信证券研究中心

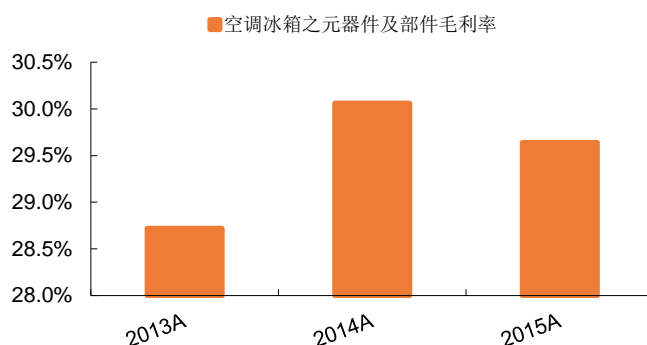
从规模效应看，公司在 2013 年之后，产能和销量实现快速上升，迈上一个新的台阶，形成了成本规模优势，毛利率水平有所提升。

图 9：2013~2015 年公司主要产品销量情况



资料来源：公司资料 安信证券研究中心

图 10：2013 年后，空调冰箱元器件毛利率水平显著提升

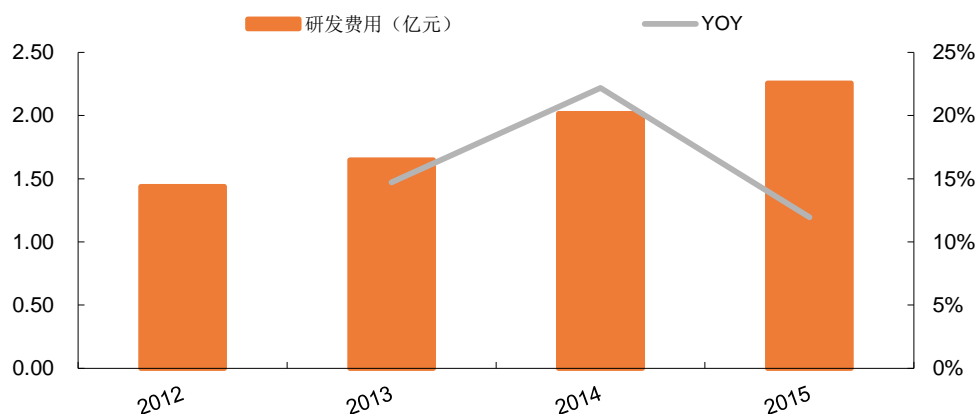


资料来源：WIND 安信证券研究中心

2) 公司不断开发新节能关键零部件产品，提升客户需求。

公司在研发上不断投入进行关键零部件和新品研发，保障了持续强大的市场竞争力。其中，公司 2015 年研发费用为 2.26 亿元，同比增长 11.96%。

图 11：公司 2012~2015 年，公司研发费用快速增长

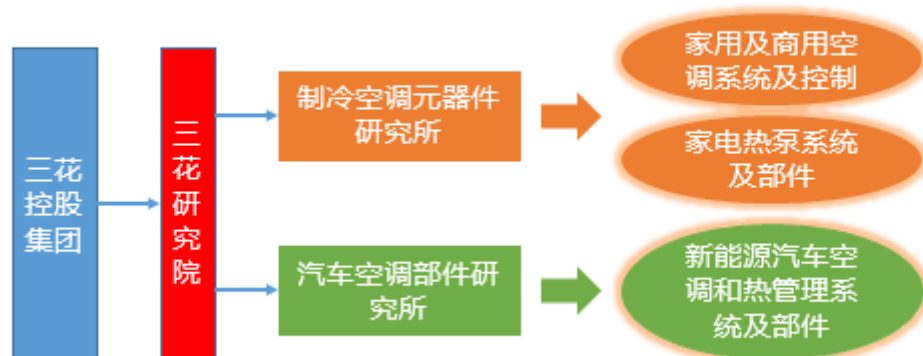


资料来源：WIND 安信证券研究中心

除此以外，集团也给予上市公司在技术研发上的大力支持。三花集团于 2009 年成立了全资的科技型企业“杭州三花研究院有限公司”。

三花研究院成立了产业研究所，主要分为制冷空调控制元器件研究所和汽车空调部件研究所两部分，分别针对现有的产品谱系进行升级开发。研究院主要承担三个大的研发方向，包括：新能源汽车空调和热管理系统及部件、家用及商用空调系统及控制、家电热泵系统及部件。

图 12：“三花研究院”主要结构及研究方向



资料来源：公司资料 安信证券研究中心

2012年以来，制冷元器件研究所陆续完成了家用空调和商用空调变频控制器的研发工作，实现了批量生产，并获得了美国开利、美国通用、格力和美的等国内外客户的认可。

目前新开发的热泵空调系统也已完成定型研发并开始应用推广；家电热泵系统及部件研发主要为国外客户开发换热器及热泵系统，其产品主要覆盖烘干机、洗衣烘干一体机、冰箱冰柜和洗碗机等家电领域。

近年来，公司在技术专利上的优势较为突出，产品具备强大的核心竞争力。持续增长的产能和销量也给公司带来了成产规模上的成本优势。公司开发的新品如电子膨胀阀、微通道换热器等，能够切实有效帮助家电类产品提升节能品质。从重点客户如格力的订单表现上可以看出，尽管下游整机行业面临短期调整，但公司的客户需求仍在增长。我们认为，一旦空调行业今年2-3季度完成去库存，行业需求触底反弹，三花的主业绩弹性空间较大。

2. 新业务激发新增长点，未来业绩提升可期

2.1. 冰箱能效标准实施，微通道业务进入高速成长期

国家标准委员会发布新修订的《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》强制性能效国家标准，新标准将于2016年10月1日正式实施。能效标准的大幅提升，将加剧市场竞争，一些技术无法达标的厂商品牌将遭到市场的淘汰。由此而带来的节能技术需求，将成为公司的新的利润增长点。

2015年，公司通过向三花钱江发行股份收购资产的方式，收购三花微通道100%的股权，正式进军微通道业务。本次募集资金将用于三花微通道“在墨西哥建设微通道换热器生产线项目”、“新增年产80万台换热器技术改造项目”，以及向三花微通道补充营运资金。其中，墨西哥项目拟新增三条生产线，2015年至2017年三年内将陆续建成投产，建成后每年新增150万套微通道换热器产能。技改项目建设期1.5年（2015年1月~2016年6月），2016年建成投产，建成后可增加一条生产线，新增年产能约67万套；且可以提升现有生产线效率，预计新增年产能13万套。

微通道换热器作为传统铜管翅片式换热器的替代产品，体积相比减少30%，重量减轻50%，

制冷剂充注量减少 30%，且所用铝材百分之百可回收，整体能效提高一到两个节能等级。微通道换热器应用广泛，可应用于石油、化工、冶金、电力、船舶、供暖、制冷空调、食品冷链、机械、制药等领域。根据产业在线数据，全球微通道换热器的市场规模至少在 500 亿元以上，但目前微通道换热器对传统的铜管翅片式换热器的替代比例尚不足 5%。

表 6：公司目前在建微通道项目

序号	项目名称	投资总额	项目起止时间
1	墨西哥微通道换热器生产线	22,755.00	2014.11~2017.11
2	新增年产 80 万套换热器技术改造项目	7996	2015.1~2016.6

资料来源：WIND 安信证券研究中心

公司通过持续研发解决了微通道产品在制热空调中的应用难题，一方面在行业早期进入，公司可以充分受益于能效等级提升和产品替代带来的行业成长红利；另一方面，公司独特的技术优势使得市场占有率持续提高。根据公告披露数据，2014 年公司在全球微通道换热器市场的占有率为 31%，国内市场份额达到 50%；2015 年 1~9 月全球市场占有率进一步增至 33%。

根据公司 2015~2017 年业绩承诺，2016 年和 2017 年三花微通道业务预计增速分别为 27.8% 和 24.2%，步入高速增长期。

表 7：三花微通道 2015~2017 年利润承诺，三年复合增长率 26.0%

利润承诺	2015E	2016E	2017E
三花微通道 (万元)	11,003	14,060	17,463
YoY		27.8%	24.2%

资料来源：WIND 安信证券研究中心

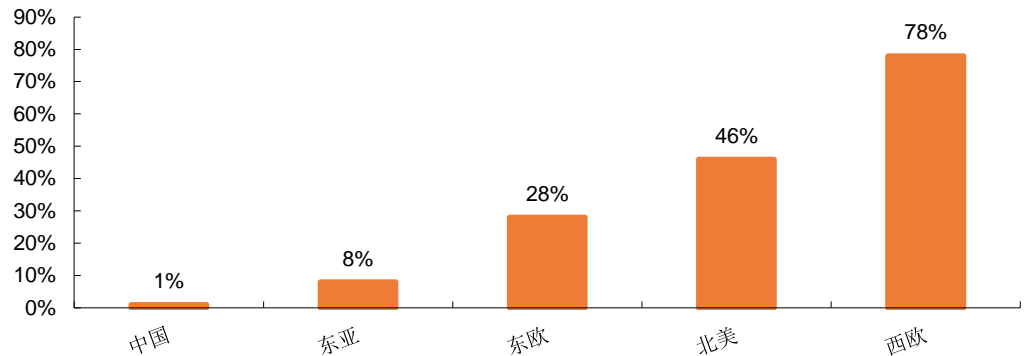
2.2. 洗碗机百亿蓝海加速发掘，亚威科实现扭亏为盈

2.2.1. 洗碗机保有率仅 1%，百亿蓝海加速发掘

洗碗机作为国内新兴品类，市场保有率仅为 1%。相较于发达国家地区的北美 46% 以西欧 78% 而言，中国的洗碗机市场仍拥有着巨大的潜力。

中国洗碗机市场呈现加速增长趋势，若以 30% 的保有率估算，长期市场空间将超过 300 亿元。根据 free market 的统计数据，2015 年全球洗碗机市场增长 4.6%。根据中怡康数据，2015 年洗碗机市场零售额达到 10 亿元，零售量达到 21 万台，同比增速分别为 74% 和 70.3%；2016 年 1 月，洗碗机销售量、销售金额分别同比增长 132% 和 108%，增速远超全球市场，中国洗碗机蓝海市场正在加速挖掘。

图 13：中国洗碗机保有率仅 1%，面临巨大成长空间



资料来源：free market，安信证券研究中心

目前在中国销售的传统洗碗机主要有西门子、海尔、美的、小天鹅等品牌，随着博西家电在华的首家洗碗机工厂于 2015 年在滁州正式动工，海尔针对中国市场花了两年时间调研并开发的“小贝”洗碗机于 2016 年 3 月上市，方太水槽式洗碗机上市并热销，种种预示着，2016 年将成为中国市场洗碗机市场开发元年。与各大品牌联合开发新品的三花也将在这部分市场显著受益。

图 14：家电品牌纷纷推出洗碗机新品



海尔（Haier）12套 超大容量 高温煮洗嵌入式洗碗机 WQP12-SFE
 西门子（SIEMENS）8套 原装进口 99.99%消毒烘干嵌入式洗碗机
 方太（FOTILE）JBSD2T-Q1水槽洗碗机
 美的（Midea）WQP8-3801-CN 嵌入式洗碗机家用全自动

资料来源：公开资料整理 安信证券研究中心

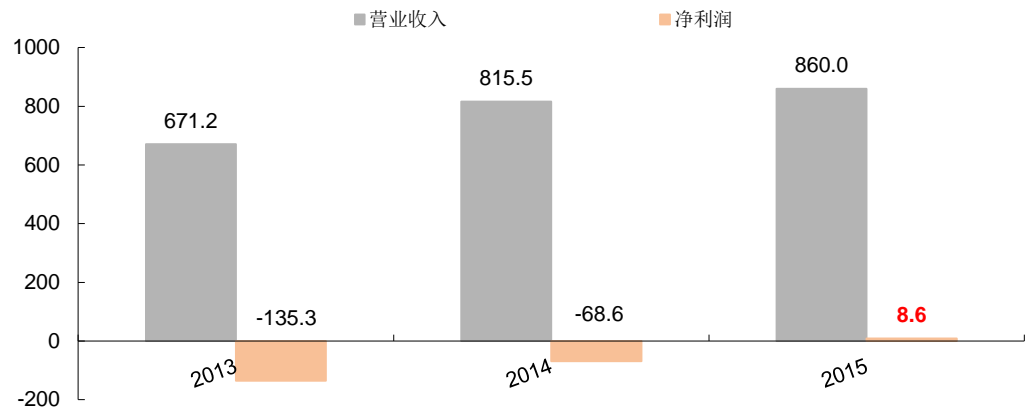
2.2.2. 收购亚威科进军新领域，海外业务逐年增长

亚威科集团总部位于德国诺伊基希，主要从事洗碗机、洗衣机、咖啡机等家电系统零部件的研发、制造及销售，已有超过 50 年的经营历史。公司在德国、奥地利、波兰、斯洛伐克、中国等地均有业务销售。

公司自 2012 年收购德国亚威科电器，宣布进入洗碗机、洗衣机及咖啡机零部件领域。亚威科作为技术领先的企业，在专利技术以及优质客户资源上积累丰富。由于经营不善，亚威科利润率表现不佳。公司完成收购之后，经过数年整合改造，15 年实现扭亏为盈，开始进入协同效应显现的新时期，后续将为公司业绩增长增加一块有力砝码。随着欧洲业务开展逐步拓展，三花自身的优势产品也可以通过亚威科的客户资源进入市场。

凭借亚威科在海外市场多年的品牌、渠道优势以及技术创新积累，公司以亚威科为据点，一方面加快业务整合，在欧洲进行生产线重新布局和整合，改善自有业务经营；另一方面，坚持技术创新，努力拓展其他全新品类。

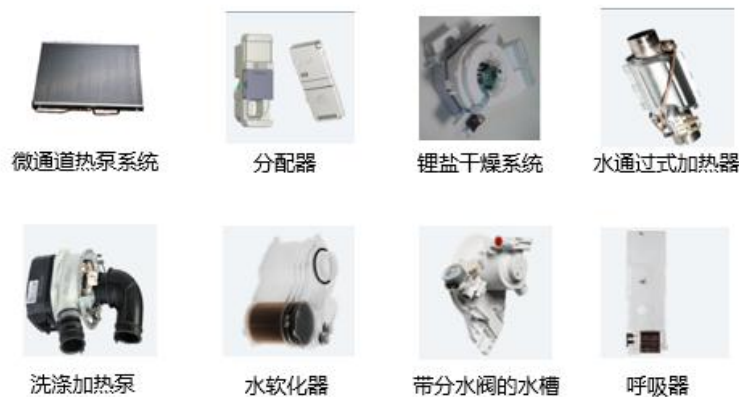
图 15: 亚威科电器 2015 年实现扭亏为盈 (单位: 百万元人民币)



资料来源: 公司财报 安信证券研究中心

在业务品类方面, 亚威科电器目前的主要产品包括: 微通道热泵系统、分配器、锂盐干燥系统、水通过式加热器、洗涤加热泵、水软化器、带分水阀的水槽、呼吸器等。

图 16: 亚威科电器主营产品一览



资料来源: 公司资料 安信证券研究中心

2005 年, 亚威科电器推出了革命性的“Omega 系统”洗碗机集成洗涤加热泵。随着近年来的推广和技术升级, 全球主流洗碗机厂商中采用“Omega 系统”的比例越来越高。集成洗涤家热泵在全球洗碗机市场占有率第一的 BSH 中使用比例达到 100%。

表 8: 集成洗涤加热泵在洗碗机中应用比例越来越高

客户	总产量 (万台)	集成洗涤加热泵比例	BLDC(无刷直流电机)使用比例
BSH	520	100%	100%
WP/Indesit	400	41%	58%
Elux	380	53%	33%
Haier/GE	120	16%	65%
Acrcelik	180	22%	63%
Samsung	50	40%	100%
Vestel	550	20%	24%
V-Zug	10	100%	15%

资料来源: 公司资料 安信证券研究中心

亚威科长期被视为洗碗机系统部件开发的第一供应商，主要客户包括 BSH、米勒、惠而浦、飞利浦、伊莱克斯、Helbling 等，其中前 10 大客户约占亚科集团销售的 90%。

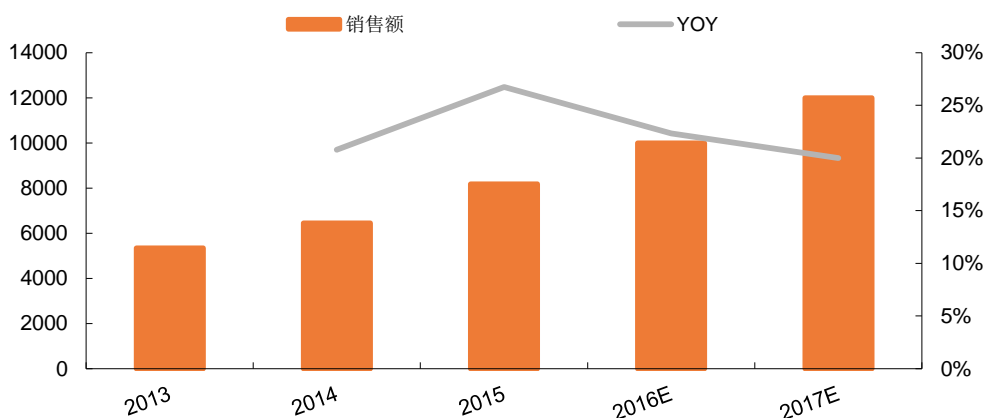
图 17：亚威科主要合作客户



资料来源：公司资料 安信证券研究中心

在洗碗机领域，亚威科电器凭借长期以来的技术、品牌以及客户积累，2013 年以来洗碗机收入实现逐渐增长，2013~2015 年销售额 CARR 为 23.7%。

图 18：亚威科洗碗机产品销售额（单位：万欧元）



资料来源：公司资料 安信证券研究中心

2.3. 向商用制冷领域拓展，转型解决方案服务商

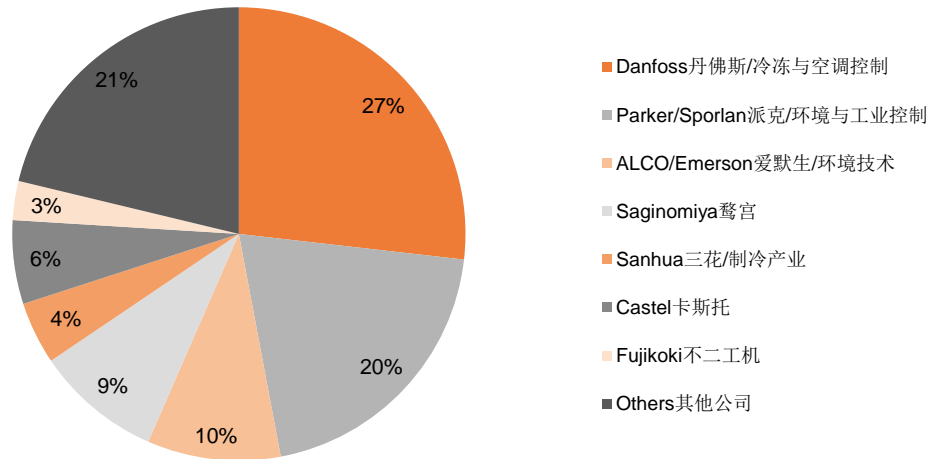
随着公司在家用领域市场份额越来越高，商用领域有望成为公司未来新的利润增长点。目前三花在商用业务领域的定义范围主要包括：

- 1) 压缩机马达功率 $\geq 4\text{HP}$ 的空调及热泵，如多联机、冷水机组、热泵热水器等。
- 2) 除家用冰箱外的所有冷冻冷藏设备，包括食品零售领域(超市、便利店等)、食品冷链(冷库、冷藏车)，如冷冻冷藏展示柜、制冰机、自动售货机、冷凝机组(冷库)、冷风机(冷库)、冷藏卡车/集装箱等。

根据行业调研数据，目前商用市场规模约 200 亿元，其中 80% 份额是国外公司占领。公司

在 12 年进入商用领域，全球市场份额占比约 4.5%，参照家用领域成长路径，未来市占率提升空间巨大。公司的目标是在 5 年内成为全球商用空调及热泵、冷冻行业关键自控元件的前三强。从竞争格局来看，丹佛斯和派克市场占有率处于领先的地位，三花的全球份额仅为龙头份额的 1/6。

图 19：商用领域全球竞争格局



资料来源：公司资料 安信证券研究中心

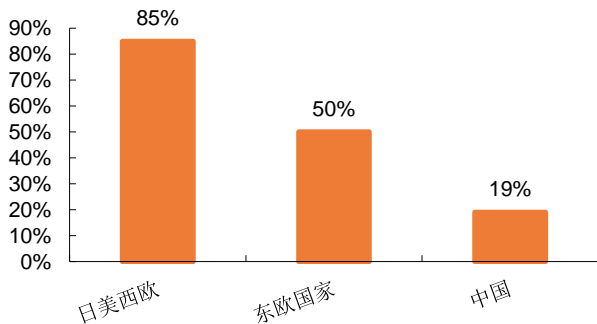
表 9：全球商用制冷市场分区域分布

区域	全球市场容量占比	未来年均增长率
欧洲中东（包括俄罗斯）	30%	2%
北美地区（包括墨西哥）	30%	3%
亚太区（包括中日韩东南亚）	30%	8%
其他地区（主要为南美、印度、非洲）	10%	12%

资料来源：公司资料 安信证券研究中心

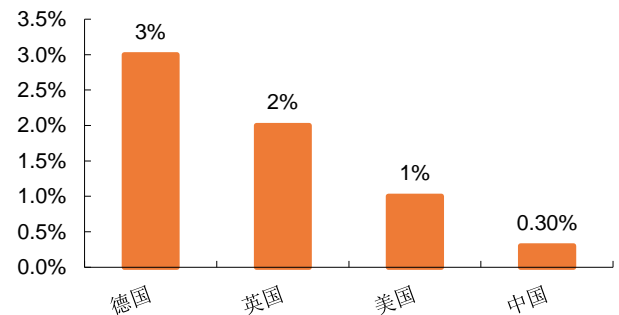
相对于家用领域，商用制冷配件产值和附加值更高、未来发展空间更大。以冷链物流为例，由于中国冷链物流起步较晚，发展程度与欧美发达国家差距巨大。

图 20：中国冷链物流应用率仅 18%



资料来源：logclubcn 安信证券研究中心

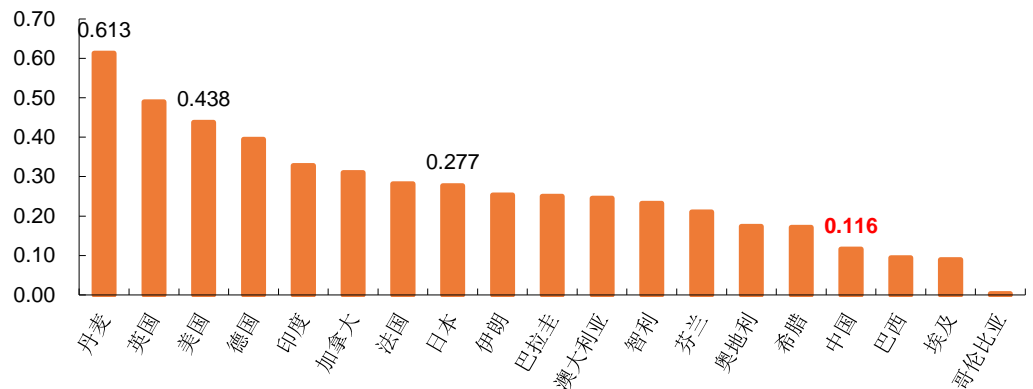
图 21：中国冷藏保温车占货车比例仅 0.3%



资料来源：logclubcn 安信证券研究中心

2014 年中国冷库总体保有量为 8300 万立方米，城市居民人均冷库占有量仅为 0.116 立方米/人，距离发达国家仍有数倍以上的差距，中国冷链的发展空间非常巨大。根据罗兰贝格的预测，中国冷链物流行业未来将保持年均 25% 的高速增长。

图 22：2014 年城市居民人均冷库占有量仅为 0.116 立方米/人



资料来源：国际冷藏库协会 (IARW) 安信证券研究中心

公司的策略是“软硬结合”，走“产品+服务”的路线，致力于成为行业领先的控制方案提供者和服务商。随着物联网技术应用和推广，控制器智能化的需求更加迫切。智能家居对家电节能和人性化提出要求；智能建筑对商用空调能效和智能化提出更高要求；物联网的发展推动全程冷链控制的升级。未来十年，家电空调制冷控制器变频化和智能化将带来潜在巨大的业务机会。公司正在研发的冷链车辆的管理方案，通过对在途冷链车辆的控制器数据采集、监控、分析，通过云端传导给用户终端。

公司在家用制冷领域具备多年的技术积累和生产经验，而行业增速更快、发展空间更大的商用制冷配件领域将成为公司现有业务的自然延展，未来有望成为公司新的收入和利润增长点。

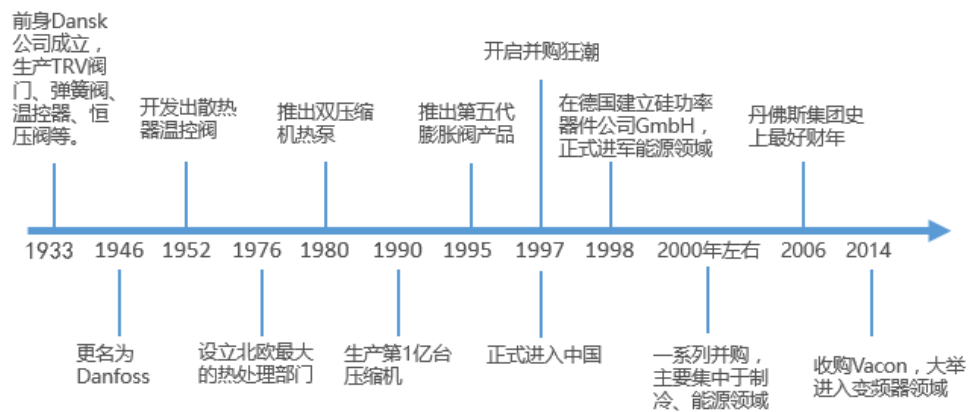
3. 国际比较：成长为中国的丹佛斯

3.1. 丹佛斯的成长之路——从制冷配件产业走向多元化

Danfoss 丹佛斯是国际制冷与空调、供热及水控制、传动控制行业的领先者，为各行各业提供机械和电子产品、解决方案和服务，技术和解决方案广泛应用于民用和商用供暖、制冷和空调、食品冷冻和工业产品线自动控制领域，大大提高了现代生活的舒适度，推动了环保和清洁能源的发展。丹佛斯目前在超过 100 个国家雇佣了超过 24000 名员工，在 19 个国家拥有 63 家工厂，主要市场为美国、德国、中国。

公司于 1933 年起源于丹麦，最早生产 TRV 阀门、温控器等器件。随着不断发展，公司逐渐凭借技术创新和研发积累，产品线逐渐丰富但仍主要集中于制冷领域。

图 23：丹佛斯集团业务发展史



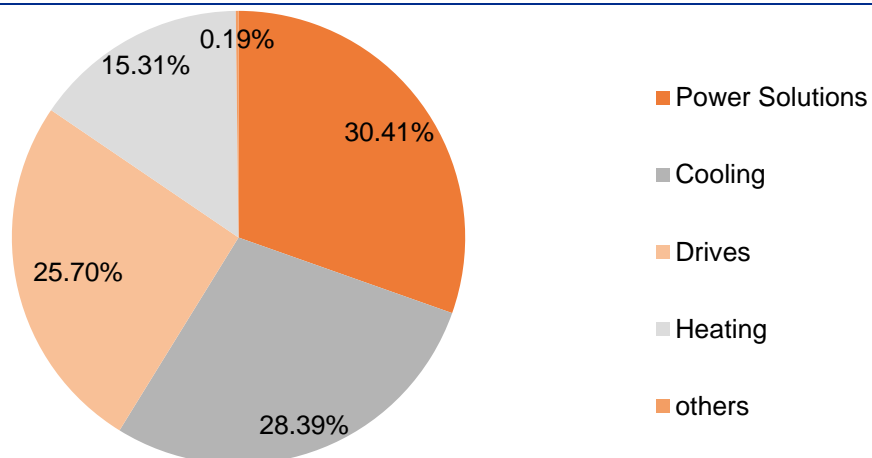
资料来源：安信证券研究中心整理

在 90 年代~20 世纪初的十年中，丹佛斯掀起了一阵并购狂潮，将业务版图向能源、功率器件拓展。同时在中国等海外市场大举建设工厂，扩大制冷主业的产能。

2014 年，公司收购 Vacon，大举进入变频器领域，并将 Vacon、驱动器部门和电子电力部门合并为新的驱动事业部，奠定了四大业务模块格局。Vacon 集团于 1993 年成立于芬兰瓦萨，集团成立至今的唯一目标是：为全球工业和公共设施领域的用户提供高性能，高可靠性的变频器产品和交流驱动控制解决方案。目前，Vacon 已建立起覆盖全球的市场网络，年产能超过 65 万台，公司 2015 年收入也因此实现大幅增长 11%。

从业务结构来看，2015 年丹佛斯收入中制冷产业已经不是公司唯一主业了，能源产业成为公司收入比重最大的业务。

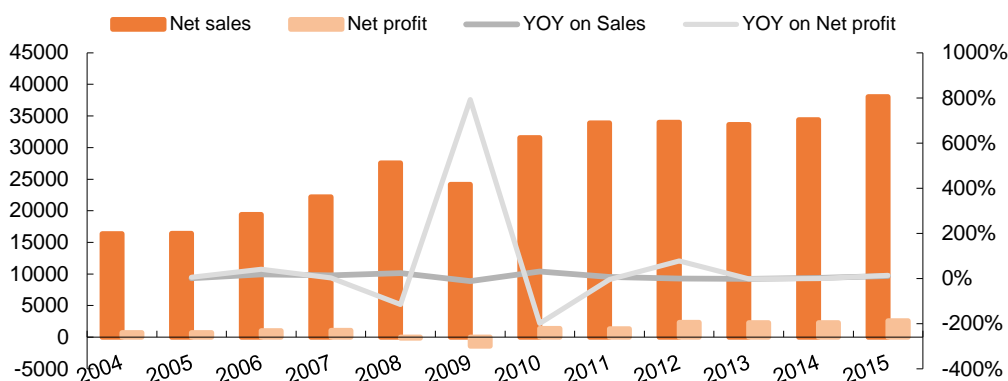
图 24：2015 年丹佛斯业务收入结构



资料来源：公司财报 安信证券研究中心

从收入和净利润表现来看，尽管在 2009 年受到全球金融危机影响，公司财务表现有所下滑，但在 2004~2015 年期间，公司收入 CAGR 达到 8.0%，净利润 CAGR 达到 12.7%，稳健成长成为行业巨头。

图 25: 丹佛斯 2004~2015 年收入和净利润表现 (百万丹麦克朗)

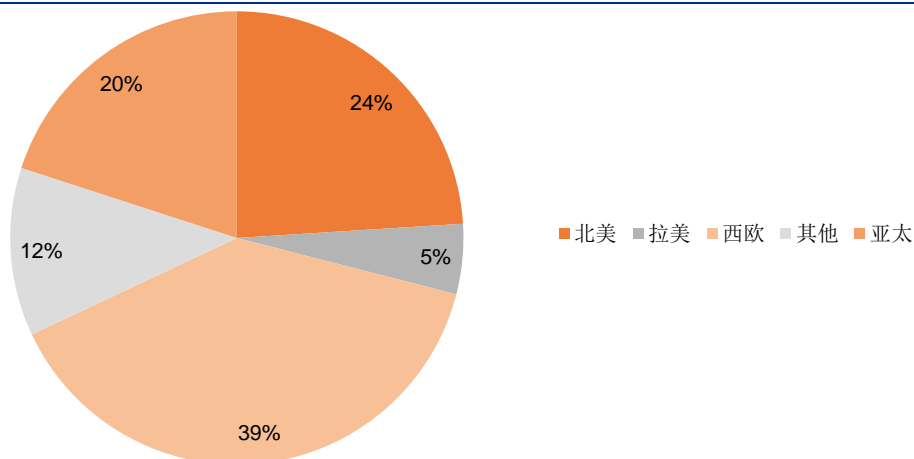


资料来源: 公司财报 安信证券研究中心

2015 年, 丹佛斯集团实现销售收入净额 380 亿丹麦克朗 (约合 51 亿欧元), 较 2014 年 340 亿丹麦克朗 (约合 46 亿欧元) 实现增长 11%。税前盈余 (EBIT) 达到 41 亿丹麦克朗 (约合 5.49 亿欧元), 相较去年增长 4%。净利润创下新高达到 26 亿丹麦克朗 (约合 3.48 亿欧元), 同比增长 13%。

分区域来看, 2015 年丹佛斯营收来源在各区域较为平衡, 体现了公司较高的全球化程度, 同时也减少了区域性经济和行业波动带来的风险。

图 26: 2015 年丹佛斯集团分区域收入构成



资料来源: 公司财报 安信证券研究中心

3.2. 三花制冷业务仍有翻倍潜力, 多元化拓展打开新空间

从业务结构上来看, 三花股份当前的阶段类似于早期的丹佛斯, 以制冷元器件为主营业务, 逐渐向产业链及相关衍生领域拓展。

如果仅考虑制冷业务, 2015 年丹佛斯制冷事业部实现收入规模 107.96 亿丹麦克朗, 约合 106.7 亿元人民币。

表 10：2015 年三花股份与丹佛斯收入情况对比

公司	制冷业务 (亿元)	整体收入 (亿元)
丹佛斯	106.7	375.6
三花股份	53	61.6
成长空间	101%	510%

资料来源：WIND 安信证券研究中心

将三花股份与丹佛斯的制冷业务收入规模进行对标比较，尽管三花在部分品类制冷配件领域的市占率提升空间较小，但长期收入规模仍有翻倍增长的潜力。其增长也将依托于公司强大的技术创新和研发能力。

我们认为，未来的增长潜力主要来源于：

- 1) 技术升级换代带来的新品替代需求；
- 2) 商用制冷领域仍具有数倍成长空间。丹佛斯在商用制冷领域占据绝对龙头地位，三花的商用制冷业务起步较晚，但成长空间较家用业务更为广阔。

从长期来看，从制冷领域逐步向产业链上下游以及相关衍生领域拓展将打开公司更大的成长空间。参考丹佛斯后期成长路径，通过不断的外延并购可以迅速切入新领域的成长。

4. 集团汽配向新能源汽车拓展，增添发展亮点

4.1. 外延并购纵横结合，集团资产证券化持续进行

近年来，公司除了致力于提高主营业务的竞争力，不断提升市场份额以外，还通过一系列外延收购进行战略布局，激发新的增长点。公司围绕制冷元器件产业链进行了一系列纵向及横向并购，从上游原材料企业到下游整机配套等。公司也从原来单一制冷元器件厂商向多元化家电零配件商转型，进入洗碗机、洗衣机、咖啡机等小家电系统零部件领域。其中，为了充分发挥上市公司平台作用，集团先后数次对上市公司进行资产注入，实现证券化。

公司始终致力于向新能源应用领域探索，2010 年 1 月，公司出资参股以色列太阳能热利用技术的研发公司 HelioFocus.Ltd.，公司对光热领域的战略布局初现。

表 11：公司近期并购标的一览

时间	并购标的	说明
2010 年 3 月 10 日	上虞市三立铜业有限公司 80% 股权	产业链上游原材料铜业
2011 年 4 月 12 日	浙江三花自控元器件有限公司	集团自控元器件业务
2012 年 11 月 21 日	德国亚威科电器	进入洗碗机、洗衣机、咖啡机零部件领域，有利于丰富公司的产品线
2013 年 2 月 7 日	江西三花 30% 股权	黄铜棒、黄铜管、制冷空调零部件等
2013 年 3 月 22 日	三花配件 5% 股权	制冷配件
2015 年 1 月 27 日	三花微通道 100% 股权	进军微通道业务
2015 年 12 月 30 日	芜湖三花科技 100% 股权	汽车零部件业务

资料来源：WIND 安信证券研究中心

经过一段时间的业务整合，收购标的也开始逐渐为上市公司贡献收入和业绩增长。2015 年，

公司合并报表的几大子公司均实现盈利。其中，亚威科电器主要在洗衣机咖啡机等领域生产高端零部件，公司在欧洲进行生产线重新布局和整合，坚持技术创新和成本领先之间结合。亚威科电器从2014年净利润-6861.87万元实现扭亏为盈。

表 12：2015 年公司合并报表子公司实现盈利

序号	合并报表子公司	营业收入	净利润 (万元)	主营业务
1	杭州三花微通道换热器有限公司	89,889.60	11,506.83	制造业
2	浙江三花制冷集团有限公司	190,883.52	29,344.87	制造业
3	浙江三花商贸有限公司	244,360.48	1,670.18	商业
4	德国三花亚威科电器设备有限公司	86,002.37	859.77	咖啡机洗碗机洗衣机之元器件及部件

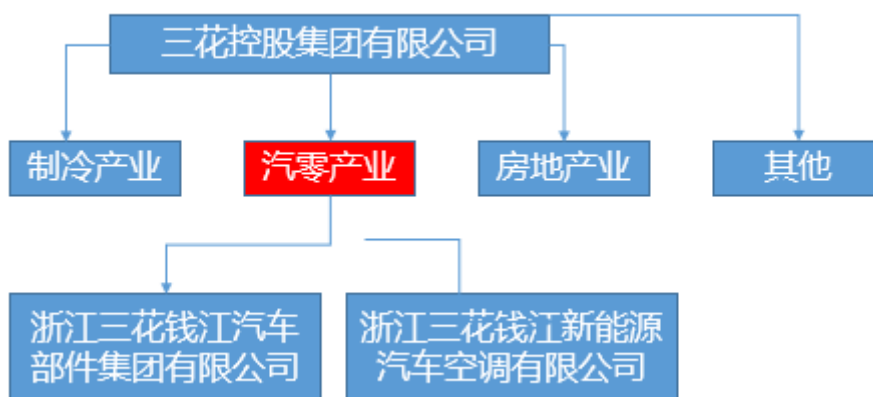
资料来源：WIND 安信证券研究中心

4.2. 专注汽车热管理系统，新能源汽车空调加速孵化

4.2.1. 集团汽配业务发展良好，国内市场占有率领先

目前三花控股集团主要业务包括制冷产业、汽车零部件产业、房地产业三部分。其中，汽车零部件产业发展良好，未来汽车零部件公司专注于热管理系统。公司也逐渐从单一的汽车空调零部件业务向汽车的热管理系统拓展，包括发动机热管理、油路系统热管理、变速箱热管理以及新能源汽车的电池系统热管理等等。

图 27：三花控股集团旗下资产情况



资料来源：公开资料 安信证券研究中心

表 13：三花控股集团汽车零部件产业主要子公司

序号	公司名称	注册资本	出资比例	主营业务
1	浙江三花钱江汽车零部件集团有限公司	48300 万元	100%	汽车零部件； 实业投资、 咨询管理
2	浙江三花汽车零部件有限公司	16000 万元	三花钱江持有 100%	汽车零部件的生产、销售及技术开发

资料来源：公司公告 安信证券研究中心

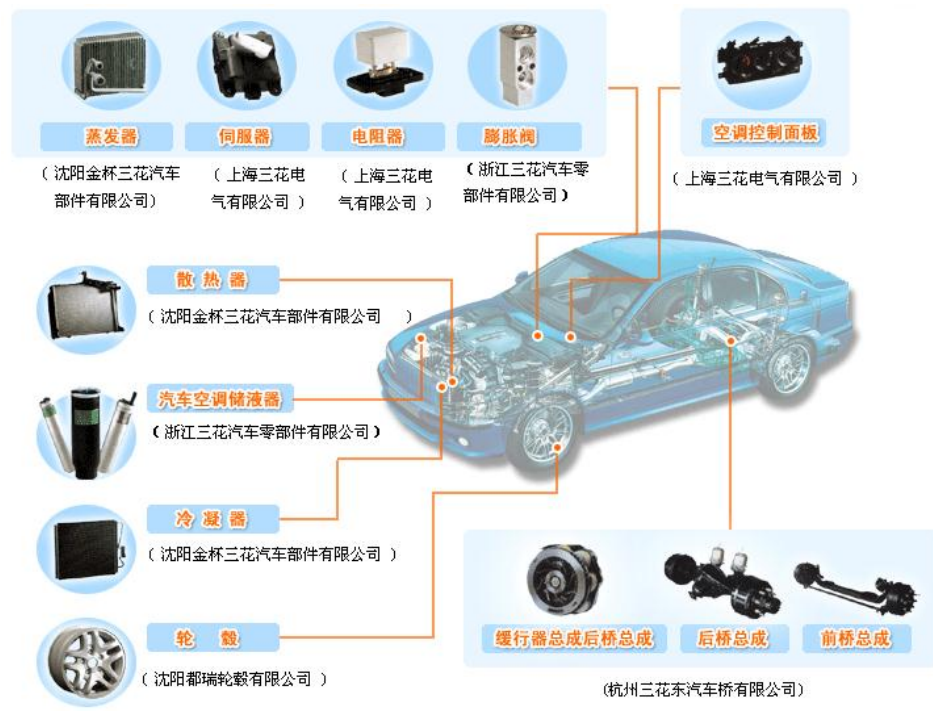
汽车空调零部件业务的主导产品为汽车空调膨胀阀和储液器，其中车用膨胀阀技术含量高，制造难度大，是车用空调的核心零部件之一。经过多年的努力，公司已突破了日本、欧美企业在该产品上的技术垄断并拥有核心技术与自主知识产权，其产品技术使用性能指标已达到或超过国际同类先进产品水平。公司产品广泛配套于法雷奥、贝洱、德尔福等国际著名的汽

车空调制造商，及大众、通用、东风汽车、一汽、神龙、福特、马自达等汽车厂家。

2014年，三花集团汽车空调用膨胀阀产销量超过1367万只，稳居国内同行业市场第一。车用膨胀阀方面，三花集团已成为继不二工机、TGK之后第三大车用膨胀阀生产、销售企业，是国内唯一一家能够在国内外中高档车型上进行产品批量配套的企业。

2014年，三花集团车用空调储液器产销量约1246万只，国内市场占有率超过40%。公司汽车空调零部件的生产集中在杭州下沙经济开发区基地，目前车用膨胀阀和储液器年产能分别达到1380万只和1250万只。

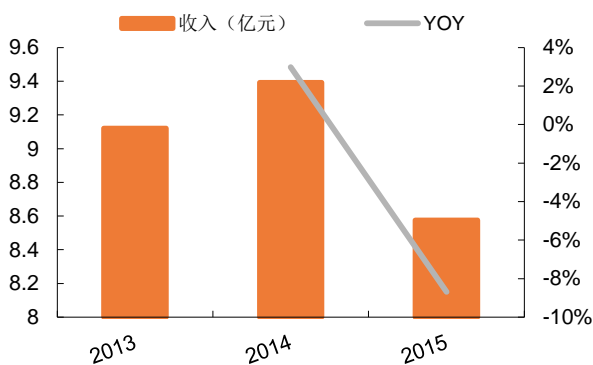
图 28：三花汽车零部件产业构成



资料来源：公司官网 安信证券研究中心

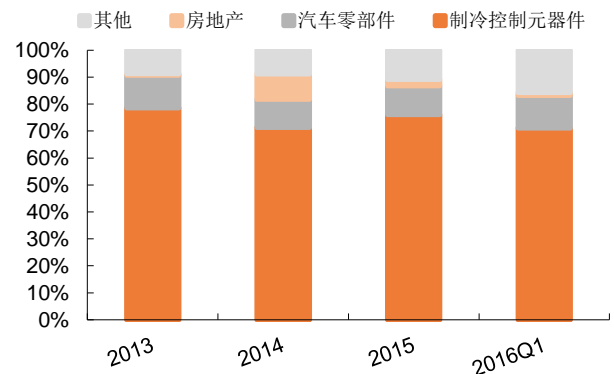
从收入规模上看，制冷零部件产业与汽车零部件业务收入比例大约为7:1。2015年我国汽车行业处于调整期，市场对车用零部件的需求增速有所放缓，但凭借良好的产品质量和成本优势，公司市场份额在未来有望进一步提高，进而带动相关产品产能和产量的提升。

图 29：2013~2015 年三花汽车零部件收入情况



资料来源：公司资料 安信证券研究中心

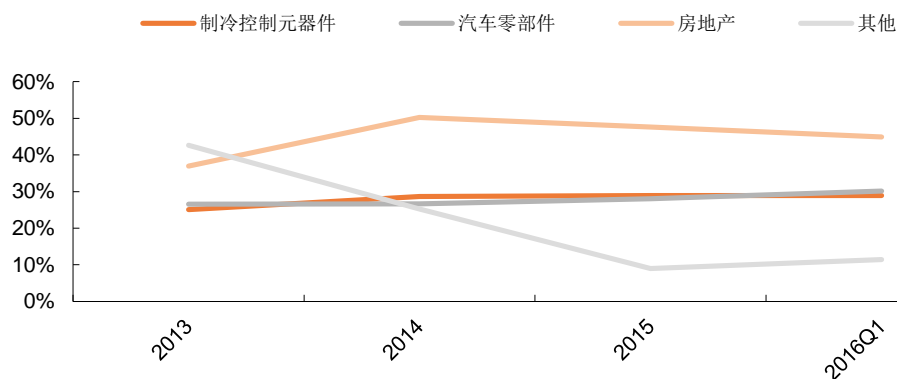
图 30：2013~2016Q1 三花控股集团业务收入构成



资料来源：公司资料 安信证券研究中心

从利润率上看,凭借成本优势以及产品品质,集团汽车零部件业务的毛利率逐年走高,在2015年达到28.04%,制冷控制元器件产业毛利率则稳中有升。

图 31: 2013~2016Q1 三花集团各业务板块毛利率情况



资料来源: 公司资料 安信证券研究中心

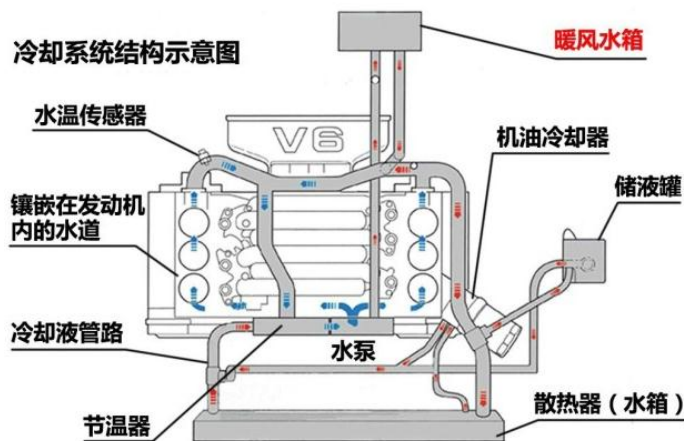
4.2.2. 进入世界级新能源汽车龙头企业供应商体系

新能源汽车关键核心技术包括: 电池技术、驱动电机及核心材料, 电动空调、电动转向、电动制动器等。其中, 电动空调被新增为国家重点支持的关键核心技术。

三花控股集团作为目前全国最大的制冷、空调自控部件供应商, 启动了电动车空调和热管理系统的研究和应用, 并积极整合国内外一流的研发资源, 与清华大学汽车系、中科院理化所、一汽股份、长安汽车、美国通用汽车公司等科研院所和整车厂建立战略合作关系, 共同研发电空调和热管理系统。目前公司已进入世界级新能源车龙头企业的供应商体系, 共同参与产品技术研发。

从制冷制热的原理上看, 新能源汽车空调更接近于家用空调, 而非传统汽车空调。三花同时具备家用空调配件以及汽车空调配件多年的技术研发和生产制造经验优势, 进入新能源汽车空调领域水到渠成。

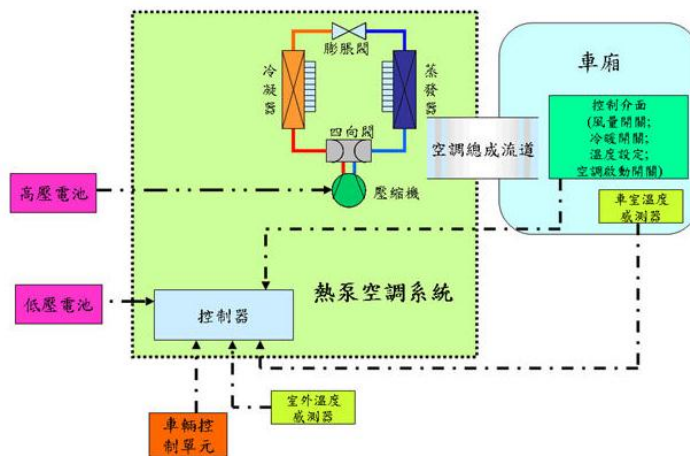
图 32: 传统汽车内燃机空调暖风原理图



资料来源: 汽车之家 安信证券研究中心

传统汽车暖风空调通过车内空调器内的暖风水箱将发动机运转中产生的热量回收利用，并通过鼓风机以及风道将其吹至车厢内，从而达到提供暖风的目的。但缺点是在发动机尚未工作在理想工作温度时，制冷效果不佳；而通过加装制热片等方式将产生较大的能耗。因此，传统汽车空调系统并不适合对于能耗要求较高的新能源汽车使用。

图 33：新能源汽车典型电动热泵空调系统



资料来源：公开资料整理 安信证券研究中心

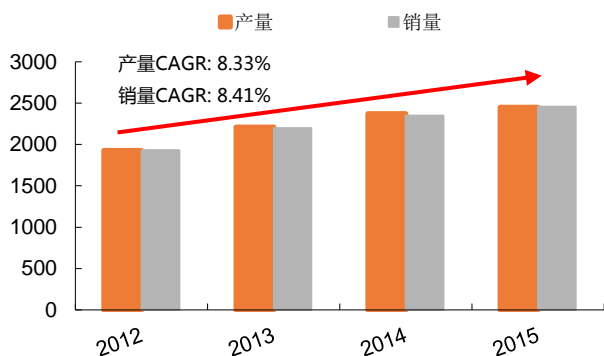
电动热泵制冷制热的工作原理与空调类似：

- 1) 制冷时，冷媒由电动压缩机经过四通阀至车外冷凝器，再经过电子膨胀阀、车内蒸发器制冷后回到压缩机；
- 2) 制热时冷媒由压缩机经过四通阀进入车内冷凝器，在经过电子膨胀阀节流、车外冷凝器蒸发换热后通过电磁阀回到压缩机。

从下游产业情况来看，传统汽车增长速度趋于平稳，新能源汽车正处于爆发式增长的时期。根据中国汽车工业协会的数据，2015 年我国汽车产销分别为 2450.33 万辆和 2459.76 万辆，达到历史新高，同比分别增长 3.3% 和 4.7%，总体呈现平稳增长态势。

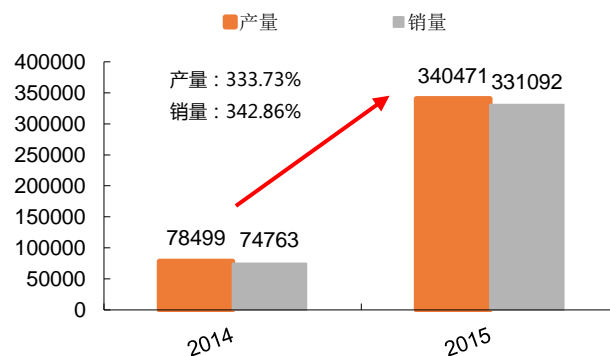
随着一系列新能源汽车支持政策的推出，中国新能源汽车出现爆发式增长。2015 年，我国新能源汽车产销分别为 34.05 万辆和 30.11 万辆，同比分别增长 3.3 倍和 3.4 倍。

图 34：2012~2015 年中国汽车产销保持平稳增长（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会 安信证券研究中心

图 35：2014~2015 年中国新能源汽车爆发式增长（辆）



资料来源：中国汽车工业协会 安信证券研究中心

三花控股集团新组建了“浙江三花新能源汽车空调有限公司”，加快了集团在电动空调领域的布局。目前该公司的产品由三花中央研究院孵化，已进入市场推广前夕。

我们认为，在公司发展过程中，集团给予了上市公司大力的支持，包括大量优质资产注入。除了制冷元器件产业以外，当前集团旗下汽车零部件资产规模较大，盈利能力较强。三花在新能源汽车配件领域积极布局发力，未来前景值得看好。我们从公司过往“集团培育—>产业培育成熟—>利用上市公司平台做大做强”的逻辑链来推导，未来不排除随着该项业务的发展壮大，引入平台进一步发展。

表 14：近期三花集团资产证券化重大事件

首次披露日	交易标的	标的方所在行业	交易总价值(万元)	最新进度
2015-12-30	芜湖三花科技 100%股权	机动车零配件及设备	895.96	董事会预案
2015-01-27	三花微通道 100%股权	电气部件及设备	128,000.00	完成
2013-03-22	三花配件 5%股权	电气部件及设备	27.93	完成
2013-02-07	江西三花 30%股权	家用电器	2,164.26	完成
2011-04-12	浙江三花自控元器件有限公司全部资产及负债	--	--	完成

资料来源：WIND 安信证券研究中心

4.3. 员工持股实现利益一致捆绑，彰显对公司发展信心

2015年7月，公司推出员工持股计划，设立时的资金总额上限为10,888万元。同时设立广发原驰·三花创新超越1号集合资产管理计划，按照不超过1:1的比例设立优先级份额和次级份额，募集资金规模上限21,776万元。

表 15：三花股份员工持股计划认购份额及比例

持股计划参与者	认购份额 (万份)	占本计划总份额的比例 (%)
张亚波	150	1.38
王大勇	150	1.38
倪晓明	120	1.1
陈雨忠	120	1.1
张少波	80	0.73
翁伟峰	80	0.73
胡凯程	80	0.73
余莹奎	80	0.73
赵亚军	60	0.55
陈笑明	15	0.14
董事、监事、高级管理人员合计	935	8.59
其他公司员工 (不超过 536 人)	9953	91.41
合计	10888	100

资料来源：公司公告 安信证券研究中心

- 1) 参与对象为公司员工，总人数不超过 536 人。
- 2) 截至 2015 年 9 月 30 日，“广发原驰·三花创新超越 1 号集合资产管理计划”已通过二级市场购买的方式完成股票购买，购买均价约为 7.02 元/股，购买数量 26,667,944 股，占公司总股本的比例为 1.52%。
- 3) 锁定期 12 个月。

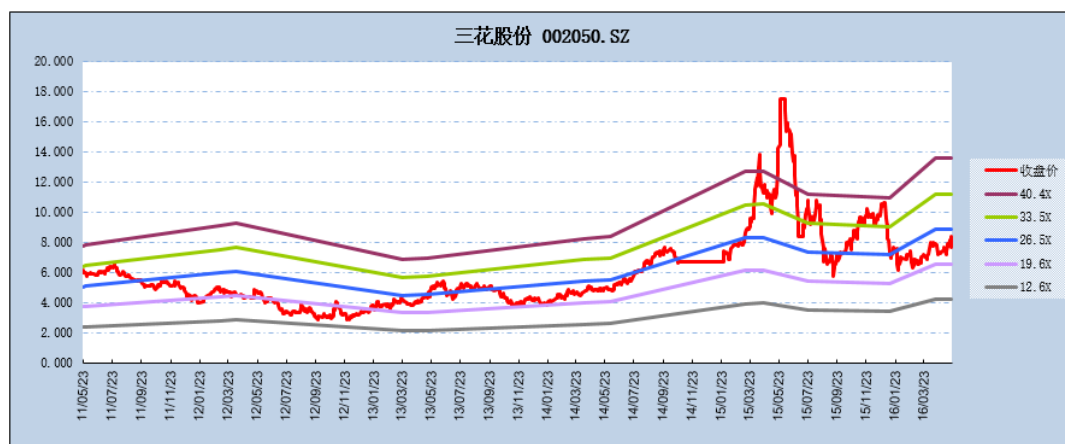
公司通过员工持股计划实现管理层、员工和公司利润捆绑，有利于提高员工积极性，改善公司经营效率。同时，也体现了管理层和员工对公司长期发展的信心。

5. 估值与投资建议

5.1. 相对估值

1) 从历史数据来看，三花股份 PE 运行区间 15~35 倍，估值中枢为 27 倍。

图 36: PE/PB BAND



资料来源: WIND 安信证券研究中心

2) 从上市公司可比估值来看，平均 PE 水平约为 42~60 倍。

表 16: 可比上市公司估值水平

名称	2016-5-21 股价 (元/股)	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)	EPS		PE		PB	BVPS
				15A	16E	15A	16E		
盾安环境	9.63	917.21	88.33	0.1	0.19	96.3	50.68	1.98	4.85
海立股份	11.9	866.31	103.09	0.09	0.04	132.22	297.5	2.64	4.5
华意压缩	7.99	559.62	44.71	0.39	0.45	20.52	17.59	1.95	4.09
东方电热	4.58	1273.49	58.33	0.19	0.09	24.35	49.41	3.29	1.39
天银机电	41.05	219.02	89.91	0.55	0.77	74.64	53.58	6.85	5.99
地尔汉宇	47.11	134	63.13	1.1	1.4	42.71	33.65	5.26	8.96
康盛股份	7.56	1136.4	85.91	0.26	0.12	29.08	64.73	4.51	1.68
平均						59.97	81.02	3.78	
中值						42.71	50.68	3.29	
三花股份	8.38	1801.48	150.96	0.34	0.39	24.65	21.6	3.26	2.57

资料来源: WIND 安信证券研究中心

5.2. 盈利预测与投资建议

在下游空调行业渠道去库存加速情况下，公司 16Q1 收入下滑幅度好于预期。16Q2 空调行业调整有望见底，主业空调配件业绩具备改善弹性。15 年德国亚威科电器业绩实现扭亏为盈，步入改善向上通道。随着收购三花微通道业务并表，以及洗碗机、咖啡机业务订单稳健增长，整体业绩持续增长可期。

集团旗下汽车零部件资产发展良好，已进入世界级新能源车龙头企业的供应商体系，参考公司历年集团培育，上市公司发展壮大的逻辑来看，未来不排除随着该项业务的发展壮大，引入平台进一步发展。此外，公司定增股份将于 17 年 1 月解禁，定增价格 8.63 元，与当前股价倒挂 (8.38 元)。

我们预计公司 16~18 年净利润增速为 16.3%、18.6%、21.0%，EPS 为 0.39、0.46、0.56，当前股价对应 16 年 EPS 仅 21.4 倍。考虑到未来空调业务改善所带来的业绩弹性，我们首次覆盖给予买入-A 评级，6 个月目标价 10.5 元。

表 17：主营业务拆分

报告期 (万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
空调冰箱之元器件及部件					
收入	440,190	484,209	542,314	607,391	680,278
YoY	-9.9%	10.0%	12.0%	12.0%	12.0%
成本	309,724	341,367	382,331	428,211	479,596
毛利	130,466	142,842	159,983	179,180	200,682
毛利率(%)	29.6%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%
咖啡机、洗衣机等其他电器控制系统及元器件					
收入	86,002	107,503	129,004	152,224	176,580
YoY	6.8%	25.0%	20.0%	18.0%	16.0%
成本	69,045	85,465	101,913	119,496	138,615
毛利	16,957	22,038	27,091	32,728	37,965
毛利率(%)	19.7%	20.5%	21.0%	21.5%	21.5%
微通道之换热器及元器件					
收入	89,890	116,856	146,071	182,588	228,235
YoY		30.0%	25.0%	25.0%	25.0%
成本	61,679	79,462	98,598	122,334	152,918
毛利	28,211	37,394	47,473	60,254	75,318
毛利率(%)	31.4%	32.0%	32.5%	33.0%	33.0%
合计					
收入	616,082	708,568	817,388	942,204	1,085,094
YoY	5.8%	15.01%	15.36%	15.27%	15.17%
成本	440,448	506,294	582,842	670,041	771,129
毛利	175,634	202,274	234,546	272,163	313,965
毛利率(%)	28.5%	28.5%	28.7%	28.9%	28.9%

资料来源：WIND 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,823.9	6,160.8	7,085.7	8,173.9	9,422.0	成长性					
减:营业成本	4,208.1	4,404.5	5,062.9	5,828.4	6,700.4	营业收入增长率	10.4%	5.8%	15.0%	15.4%	15.3%
营业税费	26.3	38.2	33.5	39.7	47.8	营业利润增长率	64.9%	17.5%	15.7%	19.1%	22.2%
销售费用	263.1	321.1	368.5	408.7	452.3	净利润增长率	50.8%	24.1%	16.3%	18.6%	21.0%
管理费用	606.7	668.7	793.6	899.1	1,017.6	EBITDA 增长率	31.4%	2.4%	16.1%	19.3%	19.7%
财务费用	118.5	22.1	23.9	34.5	33.1	EBIT 增长率	50.5%	0.9%	15.5%	19.8%	21.3%
资产减值损失	21.4	13.4	15.0	15.0	15.0	NOPLAT 增长率	49.7%	5.3%	17.6%	19.8%	21.3%
加:公允价值变动收益	-9.1	2.7	3.5	-1.1	-0.4	投资资本增长率	7.9%	15.6%	10.1%	4.7%	7.7%
投资和汇兑收益	14.9	-7.6	4.5	0.7	3.1	净资产增长率	12.6%	32.0%	12.5%	12.7%	13.7%
营业利润	585.5	688.0	796.3	948.0	1,158.5	利润率					
加:营业外净收支	25.2	40.4	36.4	37.2	34.8	毛利率	27.7%	28.5%	28.5%	28.7%	28.9%
利润总额	610.7	728.4	832.7	985.2	1,193.4	营业利润率	10.1%	11.2%	11.2%	11.6%	12.3%
减:所得税	122.0	120.0	124.9	147.8	179.0	净利润率	8.4%	9.8%	9.9%	10.2%	10.7%
净利润	487.7	605.4	704.3	835.0	1,010.6	EBITDA/营业收入	15.9%	15.4%	15.5%	16.0%	16.7%
						EBIT/营业收入	12.1%	11.5%	11.6%	12.0%	12.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	115	118	106	90	75
						流动资产周转天数	114	129	135	135	133
						流动营业资本周转天数	264	286	285	283	280
						应收账款周转天数	62	64	64	64	64
						存货周转天数	68	68	57	57	57
						总资产周转天数	421	440	426	404	381
						投资资本周转天数	254	269	263	245	226
						投资回报率					
						ROE	13.8%	13.0%	13.5%	14.1%	15.1%
						ROA	7.0%	7.6%	8.1%	8.7%	9.8%
						ROIC	14.2%	13.9%	14.1%	15.4%	17.8%
						费用率					
						销售费用率	4.5%	5.2%	5.2%	5.0%	4.8%
						管理费用率	10.4%	10.9%	11.2%	11.0%	10.8%
						财务费用率	2.0%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
						三费/营业收入	17.0%	16.4%	16.7%	16.4%	16.0%
						偿债能力					
						资产负债率	49.4%	41.7%	39.7%	37.9%	34.8%
						负债权益比	97.7%	71.5%	65.9%	61.1%	53.3%
						流动比率	1.40	2.10	2.22	2.10	2.27
						速动比率	1.04	1.62	1.83	1.64	1.85
						利息保障倍数	5.94	32.18	34.32	28.49	36.02
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	0.10	0.08	0.09	0.11
						分红比率	15.9%	29.8%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.5%	1.2%	0.9%	1.1%	1.3%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
净利润	488.8	608.4	704.3	835.0	1,010.6	EPS(元)	0.27	0.34	0.39	0.46	0.56
加:折旧和摊销	225.1	240.4	279.0	328.5	378.3	BVPS(元)	1.96	2.58	2.91	3.28	3.73
资产减值准备	19.5	13.4	-	-	-	PE(X)	31.0	24.9	21.4	18.1	14.9
公允价值变动损失	9.1	-2.7	3.5	-1.1	-0.4	PB(X)	4.3	3.2	2.9	2.6	2.2
财务费用	89.2	72.2	23.9	34.5	33.1	P/FCF	450.5	-1,441.4	51.8	41.7	35.1
投资损失	-14.9	7.6	-4.5	-0.7	-3.1	P/S	2.6	2.5	2.1	1.8	1.6
少数股东损益	1.1	2.9	3.5	2.4	3.8	EV/EBITDA	12.2	20.6	13.9	11.4	9.2
营运资金的变动	-244.0	-452.5	-507.2	-310.3	-544.1	CAGR(%)	19.7%	18.6%	29.9%	19.7%	18.6%
经营活动产生现金流量	577.5	819.1	502.6	888.3	878.1	PEG	1.6	1.3	0.7	0.9	0.8
投资活动产生现金流量	-687.3	-331.8	-268.8	-263.7	-265.6	ROIC/WACC	1.4	1.4	1.4	1.5	1.8
融资活动产生现金流量	-74.3	82.8	-59.4	-419.8	-377.5	REP	1.8	2.8	2.0	1.7	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

蔡雯娟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 楼

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编：100034