

聚焦热管理系统, 盈利增长多点开花

投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 前三季度实现营收 51.49 亿元, 同比增长 7.32%, 实现净利润 6.72 亿元, 同比增长 31.91%。公司营收、利润增幅提升, 第三季度实现营收 17.31 亿, 较去年同期增长 17.96%, 归母净利润 2.72 亿元, 较上年同期增长 50.68%。
- **空调去库存几近尾声, 下游需求呈现拐点。** 根据奥维云网披露的数据, 截至今年 6 月底, 空调库存已降到 3000 万台以下, 库存创下近三年最低。受 8 月高温天气影响, 空调内销持续增长, 为新冷年打下良好开端, 随着国内家电企业着力拓展国外市场, 预计外销市场逐渐打开。
- **聚焦热管理系统, 国内制冷元件龙头。** 公司传统产品截止阀全球市占率超过 30%, 四通换向阀超过 50%。围绕热管理系统, 公司不断拓宽盈利渠道, 优化业务结构: 增加高毛利率四通阀产销比重, 改善盈利能力; 13 年收购德国亚威科, 进入洗碗机、咖啡机等零部件领域, 经过几年整合扭亏为盈, 随着国内洗碗机市场苏醒, 亚威科板块盈利值得期待; 15 年集团注入微通道换热器业务, 海外业务表现良好。
- **新能效标准实行, 行业升级需求渐增。** 在 10 月 1 日实行的冰箱新能效标准下, 同一能效等级的耗电要求大幅提高, 助推行业升级, 利好上游零部件厂商。公司作为细分行业龙头, 充分享受行业升级红利。节能环保必然成为未来政策倡导与行业发展方向, 我国变频空调渗透率仅为 54.7%, 从定频空调到变频空调的产品改革, 导致下游对阀门需求翻倍, 长期来看, 公司传统业务依然拥有较稳定的成长空间。
- **参与设立产业基金, 看好集团新能源业务。** 公司与集团分别出资 1 亿元、4.9 亿元(均为劣后级), 与浙江绍兴转型升级产业基金、绍兴滨海新城产业投资、三花弘道投资共同发起设立新能源及智能汽车并购基金, 基金总规模 10 亿元, 用于全球范围内新能源汽车及智能汽车行业相关企业的投资、并购和孵化。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.45 元、0.54 元、0.62 元, 未来三年净利润将保持 22% 的复合增长率, 给予公司 2017 年 28 倍估值, 对应目标价 15.12 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动, 汇率波动, 下游空调去库存不力。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6160.82	6635.30	7306.35	8075.77
增长率	5.78%	7.70%	10.11%	10.53%
归属母公司净利润(百万元)	605.41	803.39	965.33	1111.92
增长率	24.13%	32.70%	20.16%	15.19%
每股收益 EPS(元)	0.34	0.45	0.54	0.62
净资产收益率 ROE	12.98%	14.88%	15.48%	15.45%
PE	33	25	21	18
PB	4.30	3.72	3.22	2.79

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 龚梦泓
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.01
流通 A 股(亿股)	15.17
52 周内股价区间(元)	6.16-11.18
总市值(亿元)	201.41
总资产(亿元)	82.04
每股净资产(元)	2.87

相关研究

关键假设：

- 假设 1：空调市场去库存顺利，转入补库存周期，下游需求增加；
- 假设 2：亚威科整合顺利，洗碗机市场逐渐培育，公司新业务板块快速增长；
- 假设 3：公司海外布局拓展顺利，外销市场占比增大；
- 假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
空调冰箱之元器件 及部件	收入	4401.90	4551.56	4733.63	4922.97
	增速	-9.85%	3.40%	4.00%	4.00%
	毛利率	29.64%	30.50%	31.10%	31.50%
微通道之换热器 及部件	收入	898.90	1051.71	1262.06	1514.47
	增速	-	17.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	31.38%	32.00%	33.00%	33.50%
咖啡机、洗衣机及其他电器 控制系统及元器件	收入	860.02	1032.02	1310.67	1638.34
	增速	6.84%	20.00%	27.00%	25.00%
	毛利率	19.72%	20.50%	21.30%	21.80%
合计	收入	6160.82	6635.30	7306.35	8075.77
	增速	5.78%	7.70%	10.11%	10.53%
	毛利率	28.51%	29.18%	29.67%	29.91%

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.45 元、0.54 元、0.62 元，未来三年净利润将保持 22% 的复合增长率，根据万得申万三级行业-家电零部件一直预期均值（刨除极端值），我们给予公司 2017 年 28 倍估值，对应目标价 15.12 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6160.82	6635.30	7306.35	8075.77	净利润	608.35	805.88	968.74	1115.94
营业成本	4404.48	4698.96	5138.54	5660.53	折旧与摊销	240.45	363.77	386.62	408.50
营业税金及附加	38.24	41.18	45.35	50.12	财务费用	22.07	-34.99	-61.41	-90.23
销售费用	321.10	305.22	321.48	347.26	资产减值损失	13.36	15.00	15.00	15.00
管理费用	668.73	690.07	737.94	807.58	经营营运资本变动	-365.20	-119.53	-284.03	-296.36
财务费用	22.07	-34.99	-61.41	-90.23	其他	300.10	-33.74	-44.64	-46.18
资产减值损失	13.36	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	819.13	996.39	980.29	1106.66
投资收益	-7.58	22.00	30.00	32.00	资本支出	-249.67	-260.00	-290.00	-320.00
公允价值变动损益	2.69	-1.37	-1.31	-0.66	其他	-82.12	20.63	28.69	31.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-331.79	-239.37	-261.31	-288.66
营业利润	687.95	940.47	1138.14	1316.84	短期借款	-343.27	-646.05	0.00	0.00
其他非经营损益	40.42	44.15	41.78	39.85	长期借款	623.54	0.00	0.00	0.00
利润总额	728.37	984.62	1179.92	1356.70	股权融资	527.20	0.00	0.00	0.00
所得税	120.02	178.74	211.18	240.76	支付股利	-77.32	-95.97	-127.36	-153.03
净利润	608.35	805.88	968.74	1115.94	其他	-647.31	-107.65	61.41	90.23
少数股东损益	2.95	2.49	3.41	4.02	筹资活动现金流净额	82.84	-849.67	-65.95	-62.80
归属母公司股东净利润	605.41	803.39	965.33	1111.92	现金流量净额	585.07	-92.65	653.04	755.20
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1159.80	1067.15	1720.19	2475.38	成长能力				
应收和预付款项	2417.44	2571.20	2833.40	3136.69	销售收入增长率	5.78%	7.70%	10.11%	10.53%
存货	1184.57	1261.89	1381.05	1521.28	营业利润增长率	17.50%	36.71%	21.02%	15.70%
其他流动资产	495.73	532.27	586.07	647.77	净利润增长率	24.46%	32.47%	20.21%	15.19%
长期股权投资	4.50	4.50	4.50	4.50	EBITDA 增长率	2.30%	33.54%	15.29%	11.74%
投资性房地产	12.13	12.13	12.13	12.13	获利能力				
固定资产和在建工程	2286.49	2152.41	2015.47	1876.66	毛利率	28.51%	29.18%	29.67%	29.91%
无形资产和开发支出	429.56	460.44	501.31	552.19	三费率	16.42%	14.47%	13.66%	13.18%
其他非流动资产	49.25	48.70	48.14	47.58	净利率	9.87%	12.15%	13.26%	13.82%
资产总计	8039.48	8110.67	9102.27	10274.18	ROE	12.98%	14.88%	15.48%	15.45%
短期借款	646.05	0.00	0.00	0.00	ROA	7.57%	9.94%	10.64%	10.86%
应付和预收款项	1518.22	1657.44	1789.70	1977.39	ROIC	11.40%	13.27%	15.40%	16.78%
长期借款	660.86	660.86	660.86	660.86	EBITDA/销售收入	15.43%	19.13%	20.03%	20.25%
其他负债	526.72	375.77	393.72	415.03	营运能力				
负债合计	3351.86	2694.07	2844.28	3053.28	总资产周转率	0.82	0.82	0.85	0.83
股本	1801.48	1801.48	1801.48	1801.48	固定资产周转率	3.05	3.21	3.69	4.34
资本公积	460.63	460.63	460.63	460.63	应收账款周转率	6.11	5.98	6.13	6.13
留存收益	2408.94	3116.36	3954.34	4913.23	存货周转率	3.77	3.84	3.88	3.90
归属母公司股东权益	4651.99	5378.47	6216.44	7175.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.75%	—	—	—
少数股东权益	35.64	38.13	41.55	45.56	资本结构				
股东权益合计	4687.63	5416.60	6257.99	7220.89	资产负债率	41.69%	33.22%	31.25%	29.72%
负债和股东权益合计	8039.48	8110.67	9102.27	10274.18	带息债务/总负债	38.99%	24.53%	23.23%	21.64%
					流动比率	2.10	2.94	3.26	3.52
					速动比率	1.62	2.26	2.57	2.83
					股利支付率	12.77%	11.95%	13.19%	13.76%
					每股指标				
					每股收益	0.34	0.45	0.54	0.62
					每股净资产	2.60	3.01	3.47	4.01
					每股经营现金	0.45	0.55	0.54	0.61
					每股股利	0.04	0.05	0.07	0.08
业绩和估值指标									
EBITDA	950.47	1269.26	1463.36	1635.12					
PE	33.27	25.07	20.86	18.11					
PB	4.30	3.72	3.22	2.79					
PS	3.27	3.04	2.76	2.49					
EV/EBITDA	21.43	15.48	12.98	11.16					
股息率	0.38%	0.48%	0.63%	0.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn