证券研究报告

公司深度研究

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2016 年 10 月 25 日

三花股份（002050）\家用电器

——阀门寡头深沟高垒，智控龙头与时俱进

投资建议:	推荐
	维持
当前价格:	11.38 元
目标价格:	15.60 元

投资要点:

➢ **公司经营稳定，战略明晰，稳步缔造智能控件节能新王国。**公司上市十年以来营收和净利年复合增长率分别高达28.7%和29.7%，经营稳健。公司目前已经发展成为全球领先的制冷通用设备厂商，阀门生产销售的龙头型企业，拥有家用制冷、商用制冷、微通道换热器、冰洗业务和变频控制器五大主要业务，通过战略性收购世界领先的暖通空调和家电配件品牌，如兰柯和亚威科等，在缔造节能新王国的道路上步步为营，战略明晰。

➢ **电子膨胀阀、截止阀、四通阀和电磁阀等阀门产品寡头垄断地位稳如泰山。**公司在传统阀门产品如截止阀、四通阀和电磁阀等领域深耕多年。截止阀全球市场占有率高达35%，四通换向阀全球市占率高达59%，电磁阀国内基本无竞争对手，行业寡头地位明显。电子膨胀阀全球市占率超40%，受益变频空调普及大趋势，销量增长明显。

➢ **微通道热交换器优势明显，应用市场有望逐步扩张，市场空间较大。**微通道换热器作为公司在节能领域的标志性新品，不仅拥有节能降本轻量化等多项优势，市场空间亦非常大。微通道换热器将逐步打开家用热泵型空调市场以及冰箱等应用领域。

➢ **亚威科业务扭亏为盈，变频控制器和商用制冷配件高速增长。**洗碗机、咖啡机等产品在中国潜力巨大，公司洗碗机产品销售将呈现快速增长，2015年亚威科业务扭亏为盈。此外公司变频控制器2016年增速有望达到100%；商用制冷配件增速预计达30%-50%。

➢ **增长稳健，维持“推荐”评级。**预计公司2016~2018年每股收益为0.44元、0.52元和0.64元，当前（2016年10月24日）股价11.38元对应市盈率分别为25.69倍、21.70倍和17.88倍。公司业绩增长稳健，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示**

空调行业下滑超过预期；原材料价格上涨超过预期；汇率波动相关风险。

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万	5,823.91	6,160.82	6,653.68	7,653.73	9,015.33
增长率（%）	10.42%	5.78%	8.00%	15.03%	17.79%
EBITDA(百万元)	913.11	1,020.90	1,204.41	1,367.21	1,589.57
净利润（百万元）	487.72	605.41	798.12	944.63	1,146.36
增长率（%）	50.83%	24.13%	31.83%	18.36%	21.35%
EPS（元/股）	0.27	0.34	0.44	0.52	0.64
市盈率（P/E）	42.03	33.86	25.69	21.70	17.88
市净率（P/B）	5.80	4.41	3.88	3.39	2.94
EV/EBITDA	10.79	21.03	17.42	14.87	12.20

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,801/1,517
流通 A 股市值（百万元）	17,268
每股净资产（元）	2.87
资产负债率（%）	36.33
一年内最高/最低（元）	11.77/6.06

一年内股价相对走势

马松　　分析师

执业证书编号：S0590515090002

电话：0510-85613713

邮箱：mas@glsc.com.cn

联系人 陈猛

电话：0510-85607670

邮箱：chenmeng@glsc.com.cn

相关报告

三花股份(002050.SZ)三季报点评——业绩超预期，各项业务稳健增长-20161019

三花股份(002050.SZ)半年度报告点评——各大业务增长稳健，国际化步伐继续加快-20160808

正文目录

1. 三花股份：经营稳健，稳步缔造智能控件新王国 3
2. 家用空调行业增速趋缓，变频空调大行其道 4
3. 传统阀门寡头垄断，市占率仍稳健提升 5
4. 微通道热交换器应用领域有望扩张，市场空间巨大 6
4.1. 微通道热交换器（MCHE）性能卓越 7
4.2. 家用热泵型空调应用市场较大 8
4.3. 三花在微通道热交换器市场处垄断地位 9
5. 电子膨胀阀和变频控制器受益变频空调普及趋势 10
5.1. 电子膨胀阀公司市占率超 40%，全球第一 10
5.2. 公司变频控制器业务增速较快 11
6. 亚威科业务扭亏为盈，后市空间大 12
7. 商用制冷独立运营，发展可期 13
8. 盈利预测及估值 14
9. 风险提示 14

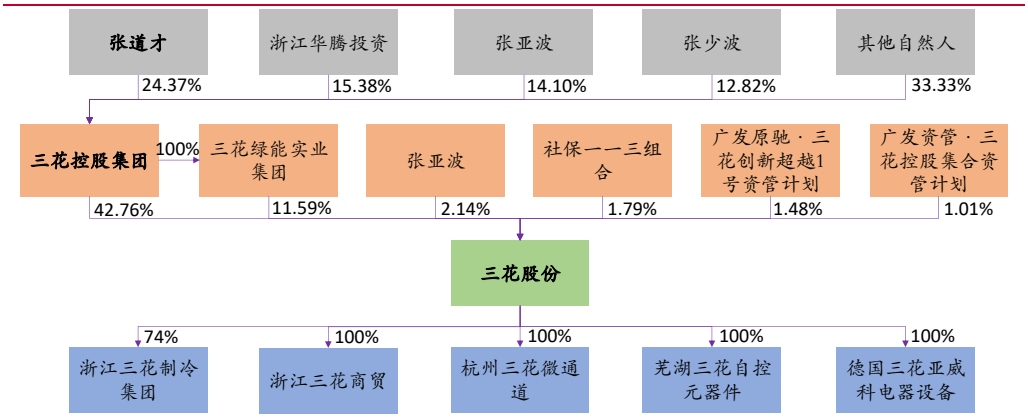
1. 三花股份：经营稳健，稳步缔造智能控件新王国

三花股份前身为中日合资企业三花不二工机有限公司，于 1994 年由浙江省新昌制冷配件总厂（三花集团前身）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；经三次股权转让后，日方持股低于总股本 25%，三花不二工机的企业性质于 2001 年 9 月 27 日由中日合资经营企业转变为内资有限责任公司。公司于 2005 年成功在深圳交易所上市；2007 年收购英维斯旗下兰柯公司四通换向阀全球业务；2013 年收购德国亚威科集团电磁阀业务，进军洗衣机、洗碗机、咖啡机零部件市场。目前公司主营业务涉及制冷空调和冰箱之控制元器件；咖啡机、洗碗机、洗衣机之元器件；商用制冷设备零部件。产品有截止阀、四通换向阀、电磁阀、电子膨胀阀、变频控制器、微通道换热器等制冷零部件；拥有国际先进的制冷系统自控元件阀门制造技术、电磁控制技术和冷媒流量控制技术等。

作为一家全球领先的制冷通用设备厂商，公司有着 30 多年的经营历史，目前已经发展成为全球性的阀门生产销售的龙头型企业，是大金、三菱、东芝、日立、富士通、LG、三星、开利、特灵、约克、麦克维尔、格力、美的、海尔等著名跨国制冷、空调主机厂商的战略合作伙伴。公司立足基础制冷控制元器件，深耕节能环保制冷系统，积极拓展新业务，拥有家用制冷、商用制冷、微通道换热器、冰洗业务和变频控制器五大盈利利器。三花通过战略性收购世界领先的暖通空调和家电配件品牌，如兰柯和亚威科等，在缔造节能新王国的道路上步步为营。

目前三花股份实际控制人为张道才家族。其中由张道才先生控股的三花控股集团占公司 43.76%股权。公司下属子公司有浙江三花制冷集团有限公司、浙江三花商贸有限公司、杭州三花微通道换热器有限公司、芜湖三花自控元器件有限公司和德国三花亚威科电器设备有限公司等，生产和销售基地广布海内外，为公司成为全球性设备供应商提供可靠保障。

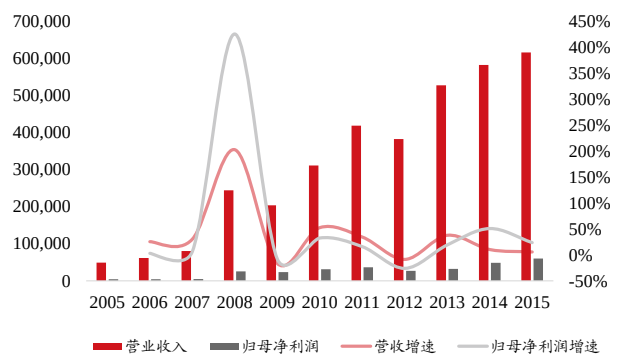
图表 1：公司股权结构（截至 2016 年 3 季度）



来源：公司公告、国联证券研究所

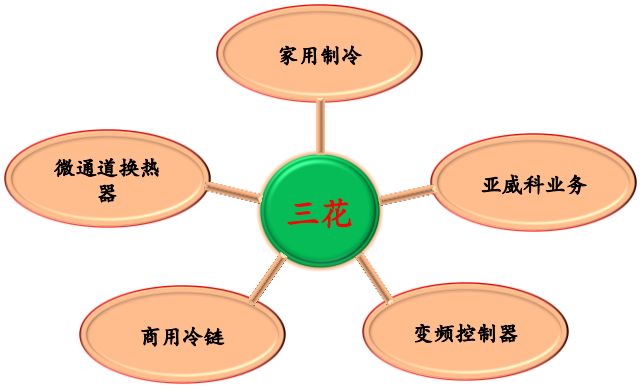
公司经营稳健，营业收入和净利润保持稳定增长。公司上市十年以来，从年营业收入不足 5 亿元，净利润不足 4500 万，发展到 2015 年的年营收 60 亿，净利润超过 6 亿元，年复合增长率分别达 28.7%和 29.7%。公司在上市伊始的全部产品截止阀、单向阀、电子膨胀阀、电磁阀、排水泵、球阀和北美截止阀等均为制冷空调器用控制元器件。刚上市时，公司的主导产品为截止阀，营收占比将近 70%，产品单一，经营风险较大。公司必须摆脱产品单一的高风险经营模式，战略目标异常清晰。2007 年公司并购英维斯集团旗下兰柯公司的四通换向阀全球业务。2013 年收购亚威科集团电磁阀业务，进军洗碗机和咖啡机市场。最近公司的商用制冷产品也开始扩大规模，主要应用于商用空调、冷库工程、冷藏车和自动售货柜等，顺利进入冷链市场。目前公司已经摆脱单一产品高风险的经营模式，把节能控制零配件业务扩张到多个潜力领域。随着各产品的放量，五大领域火力全开，即使在空调行业整体增速下滑的情况下，公司依然能够取得不错的业绩增长。

图表 2：三花股份营收和净利变化趋势（单位：万元）



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 3：三花五大增长领域



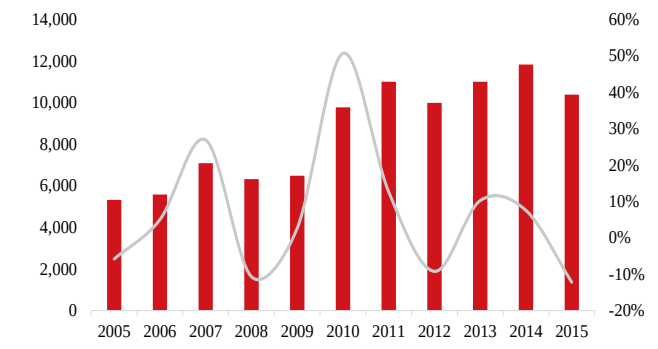
来源：公司公告、国联证券研究所

2. 家用空调行业增速趋缓，变频空调大行其道

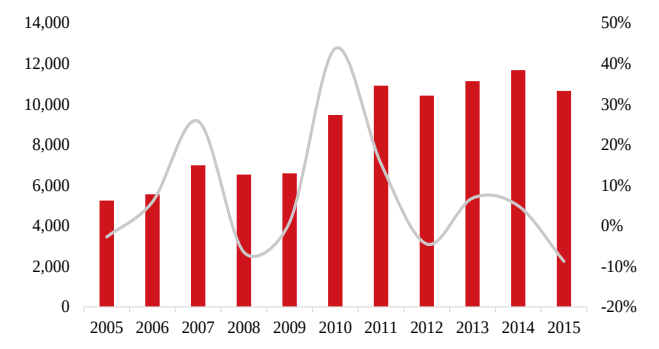
近 10 年以来，我国家用空调产业经历了大幅增长，根据产业在线的数据，国内空调年产量由 2005 年的 5 千多万台增长至 2014 年的约 1.16 亿台，虽然 2015 年开始出现-8.8%的负增长，但行业整体仍处在一个上行趋势。国内空调产量 10 年来年均复合增长率 CAGR 达到 7.3%。

图表 4：国内家用空调年产量（单位：万台）

图表 5：国内家用空调年销量（单位：万台）



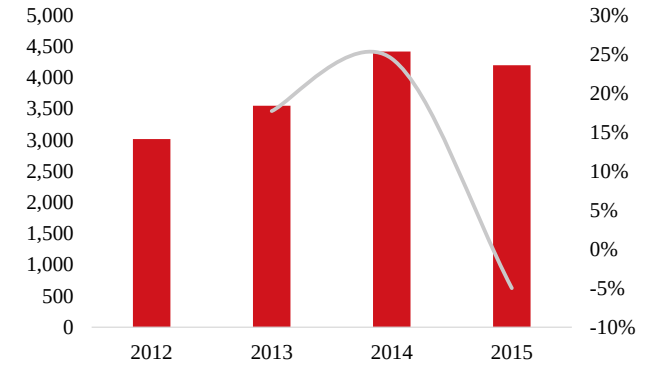
来源：产业在线、国联证券研究所



来源：产业在线、国联证券研究所

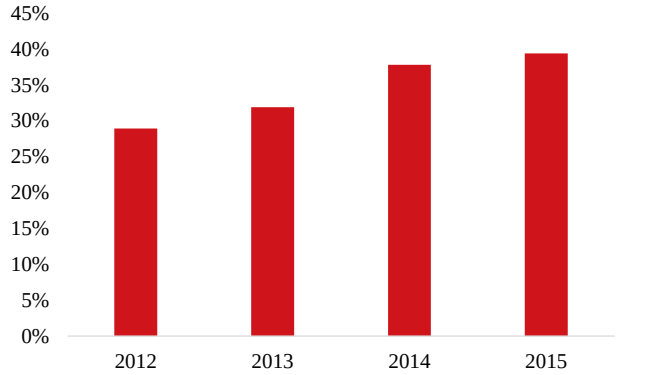
2015 年家电行业“能效领跑者制度”细则发布，从长远来看，对于优化行业产品结构具有重大的作用。“能效领跑者制度”的出台加快了变频空调普及的速度。目前，中国普及率约 40%，而日本最高达 99%，中国市场仍有较大上升空间。2015 年 11 月，北京地区重启了中断 3 年多的节能家电补贴政策，市民购买符合条件的节能减排类家电可享受 8%到 20%的资金补贴，一、二级能效空调也在被补贴的产品范围，变频空调因其节能的优势优先受益。虽然这只是地区性的补贴政策，但假如实施效果不错，也不排除未来其他省市效仿，或全国大范围普及的可能性。变频空调销量增速将高于空调行业整体增速。三花股份变频空调相关产品如变频控制器、电子膨胀阀等将充分受益变频空调的进一步普及。

图表 6：变频空调销量和增速（单位：万台）



来源：产业在线、国联证券研究所

图表 7：变频空调销售占比（单位：%）



来源：产业在线、国联证券研究所

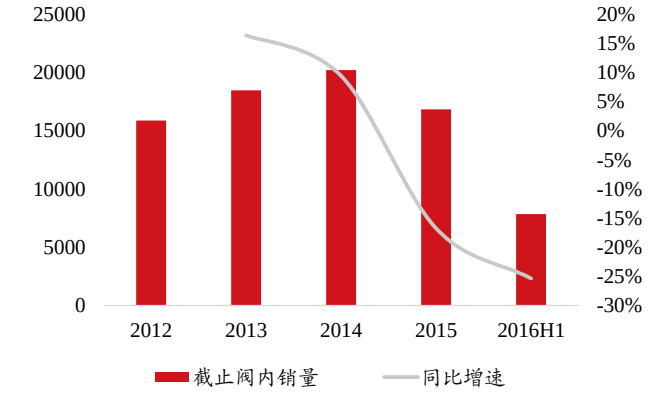
3. 传统阀门寡头垄断，市占率仍稳健提升

公司传统阀产品主要以截止阀、四通换向阀和电磁阀为主，约占公司收入 50%，公司传统阀门业务营收增速高于行业平均增速；截止阀全球市场占有率约 35%，四通换向阀全球市场占有率约 59%，电磁阀行业国内无可以与之匹敌的对手。公司传统阀门业务占全球毋庸置疑的垄断地位。

传统阀件空调截止阀与下游空调行业保持非常密切的联动性，2015 年空调市场销量下滑明显，据产业在线统计，空调截止阀国内销量 16835 万只，亦同比下滑 16.74%。

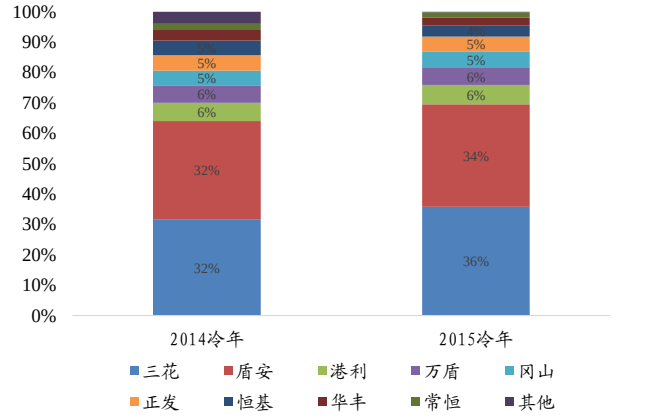
下游空调整机市场的低迷，使得空调截止阀件向下运行的压力很难短期内改善。但三花股份市场份额却在显著上升，内销方面三花股份 2015 年冷年（2014 年 8 月-2015 年 7 月）市占率成为国内第一，恒基、正发等中小企业市场占有率则出现下滑，大环境欠佳的情况下，中小企业的生存越来越艰难，而作为行业龙头的三花股份等公司则乘机进一步占领市场份额，强者恒强。

图表 8：空调截止阀内销量（单位：万台）



来源：产业在线、国联证券研究所

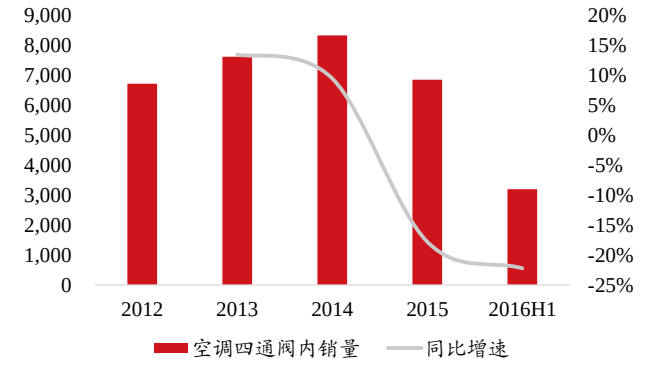
图表 9：空调截止阀国内竞争格局



来源：产业在线、国联证券研究所

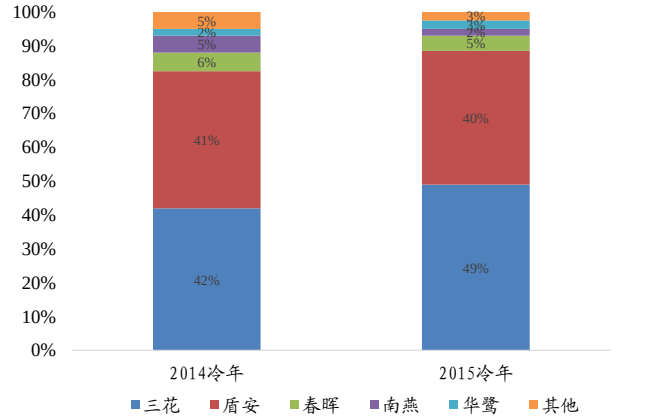
根据产业在线数据显示，2016 年上半年空调电磁阀内销量 3190 万只，同比下降 22.23%，而行业集中度在进一步提高。三花股份市占率第一，2015 年冷年占比上升至 49%，而全球市场方面公司占比超过 50%，近两年市占率上升趋势明显，中小型企业逐步退出竞争。

图表 10：空调四通阀内销量（单位：万台）



来源：产业在线、国联证券研究所

图表 11：空调四通阀国内竞争格局



来源：产业在线、国联证券研究所

电磁阀方面，电磁阀市场规模整体较小，竞争格局基本稳定，冰箱市场份额主要集中在三花和康源，三花占比 40%以上，两家公司占比超过 80%。空调电磁阀方面三花在国内占据绝对优势，几无对手，国际市场唯有鹭宫可以与之一争高下。

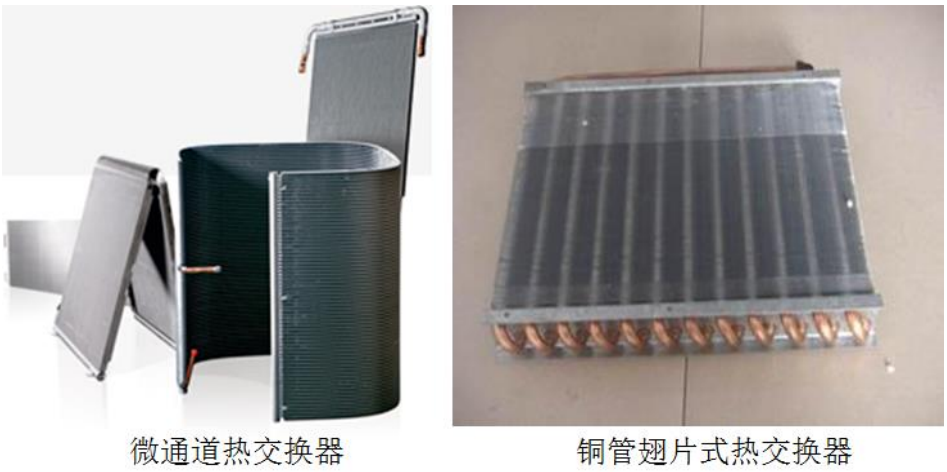
4. 微通道热交换器应用领域有望扩张，市场空间巨大

微通道热交换器（MCHE）由全资子公司杭州三花微通道换热器有限公司设计生产和销售，是公司的明星产品。三花控股集团于 2006 年与丹麦丹佛斯合资设立子公司三花-丹佛斯(杭州)微通道换热器有限公司，分别持有 50%股权；2013 年终止合资，丹佛斯将全部股权转让给三花控股集团；2015 年 7 月公司购买三花控股集团的全资子公司三花钱江持有的微通道换热器公司 100%的股权。至此，三花微通道换热器有限公司正式成为上市公司资产。微通道换热器公司营收和净利增长迅速，承诺 2015、2016 年、2017 年三年累积净利润约为 4.25 亿元，公司初步预测净利润分别为 1.10 亿、1.41 亿和 1.75 亿元，同比增速分别为 48.4%、29.1%和 23.2%，继续维持较高增速。目前微通道交换器替换传统铜管翅片型换热器的替代比率只有 5%左右的水平，若能在除单冷空调市场和大型热泵型空调之外的其他市场尤其是家用空调市场和冰箱等其他家电领域打开空间，可以取得更高的增长速度。

4.1. 微通道热交换器（MCHE）性能卓越

微通道热交换器源自微电子产品对交换器散热性能的高要求设计，后来逐步应用到家电和汽车等产品的制冷循环系统。空调用微通道换热器属大尺寸微通道热交换器，制冷剂微通道水力直径在 0.6-1mm 左右。换热器的扁平管内有多条并排细微流道，在扁平管的两端与圆形集流管相连，扁平管可弯曲折叠成适用形状，方便灵活。

图表 12：三花微通道热交换器与传统铜管翅片热交换器实物图



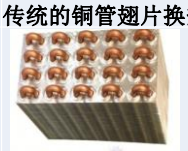
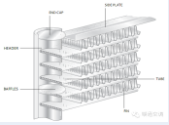
来源：公司官网、国联证券研究所

- **热交换系数高，热交换器体积缩小，材料用量减少，成本控制和轻量化的绝佳选择。**由于微小水力直径的缘故，制冷剂在管束内产生微尺度效应，加之多流通道流体与管内侧接触面积的大幅增加，钎焊连接比传统翅片与铜管的连接降低换热热阻，微通道热交换器换热效果显著提升，比传统的铜管翅片型换热器至少高 30%。高热交换效率带来的是换热器体积和表面积的缩小，加之微通道换热器形状可调，能很好地节省安装、运输和使用空间，同时换热器本身金属材料用量大幅降低，且材料为全铝，成本大幅降低，使得成本控制和轻量化成为可能。在同

等机组性能情况下，相比于传统的铜管翅片热交换器，可以减少换热器体积约30%，原材料成本降低20%，重量降低约40%。

- **节省冷媒，温度控制精确，低耗能。**使用微通道换热器换热效率得到大的提高，制冷剂用量可大幅缩减，据实验证明，最高可节省约50%；同时由于效率的提高，压缩机耗能显著减少，冷凝器（或蒸发器）所需散热风扇耗能均可降低，加之温度的精确控制，使整个制冷（或制热）系统的耗能大大降低，顺应国家节能减排的方针政策。
- **耐电化学腐蚀，寿命长。**空调用微通道换热器目前主要采用全铝材料经钎焊工艺制作而成，不存在传统铜管翅片型换热器由于既有 Cu 又有 Al 容易产生电化学腐蚀的问题，寿命明显增加。此外，MCHE 还有其他方面很多优点，如低噪音，恶劣环境也能保持工作等，不一而足。

图表 13：微通道热交换器与铜管翅片热交换器性能对比

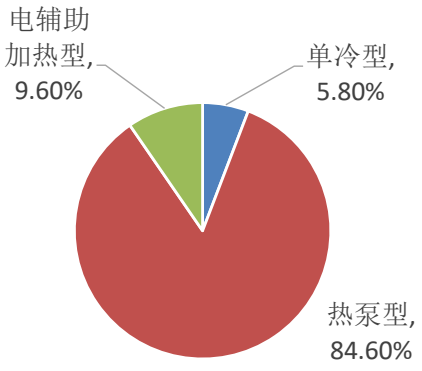
项目	传统的铜管翅片换热器	微通道换热器（MCHE）
实物图片		
制作材料	Cu管+铝箔翅片	铝合金微通道+铝箔翅片
水力直径	7mm居多	1mm左右
耐腐蚀性	易产生电化学腐蚀，防腐性能较低	无电化学腐蚀，防腐性能高
换热效率	较低	较高（高约30%）
冷媒充注量	较多	最高可减少50%
重量	偏重	同样尺寸情况下，重量最高可减少约40%
空气侧压降	较高	小30%，可用于高压环境
体积	偏大	可缩小约30%
原材料成本占比	≈50%	≈20%
噪声	高	低

来源：国联证券研究所

4.2. 家用热泵型空调应用市场较大

空调按照功能分类可分为单冷型空调、热泵型空调和电辅助加热空调。单冷型空调正逐步退出市场，关注度已经极低。微通道换热器目前主要用于单冷型空调蒸发器和冷凝器以及部分热泵型空调室内机上，国内单冷机一般用在广东等南方地区，随着经济条件的不断好转，单冷机占比不断下滑，因此目前微通道换热器主要应用在单冷空调出口机中，出口向以美洲、拉丁美洲、中欧鼎和印度为主，尤其美国市场。因此目前微通道换热器替代率仅5%左右。随着技术在热泵型空调上尤其是家用热泵型空调上的突破，未来存在约475亿元市场空间。

图表 15：不同功能空调的市场关注度对比（2014 年）



来源：消费调研中心、国联证券研究所

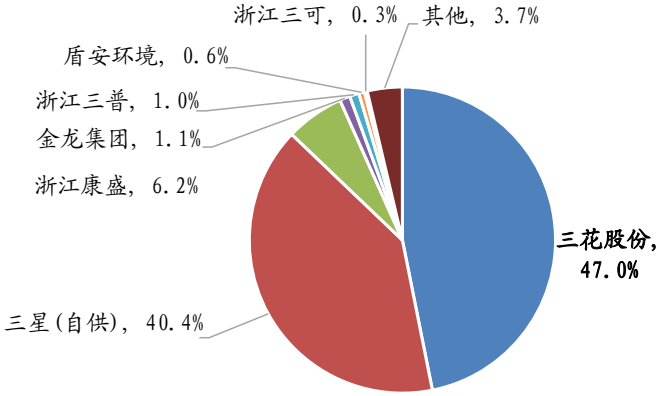
4.3. 三花在微通道热交换器市场处垄断地位

家用空调主要竞争企业，一般都有自己的两器厂，一般只有在空调生产旺季，自供的两器不能满足自己主机厂需要时才会外购，或者家用空调生产的特殊规格产品会外购换热器。目前国内家用空调两器市场品牌集中度相当高，对于微通道换热器产品来说，三花和康盛等生产企业享有较高声誉。一些空调企业如美的、格力等也拥有一条自己的备用生产线，如果量多的时候，自己也供一部分。

三花在我国空调用微通道换热器市场中占据主导地位，占据内销市场近一半的份额，且后劲十足。其次为三星自供，约占 40%。再次为康盛，其在两器市场历史悠久，具有较高的知名度，其微通道产品大部分应用于汽车，而在家用空调和商用空调中的规模较小。浙江三可微通道主要应用于大巴车空调和精密空调领域，其在家用空调和商用空调领域涉及规模不大。与此同时，现在越来越多的企业投入微通道换热器生产线的建设中，如盾安环境、宁波精达、浙江台州银轮股份等。国内的微通道企业，每年都会增长 5-10 家企业，此外一些整机企业也开始逐步具备自己的微通道换热器生产线，这些生产线多以储备为主，以上也再次凸显了未来微通道换热器的发展趋势。目前微通道换热器内销市场格局较为稳定，未来随着市场和技术的不断成熟，三花、盾安、金龙、康盛、银轮等上市企业具备更大的优势。

图表 16：微通道换热器竞争格局（2014 年）

各企业市场占有率分布



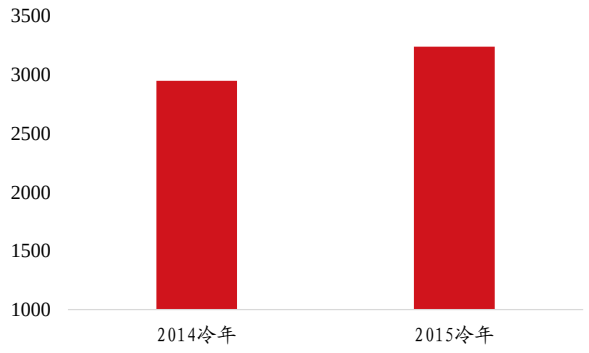
来源：网络、国联证券研究所

5. 电子膨胀阀和变频控制器受益变频空调普及趋势

5.1. 电子膨胀阀公司市占率超 40%，全球第一

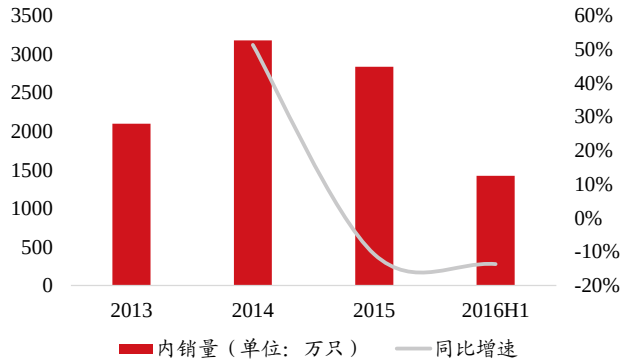
电子膨胀阀起到热力膨胀阀和毛细管一样的冷媒节流降压作用，与热力膨胀阀和普通毛细管不同的是通过控制器控制开度，控制更为精确。以节能为主要目的的变频空调要求根据不同的压缩机转速使用不同的冷媒压力，因此变频空调配备电子膨胀阀是必然选择。变频空调目前占比 60%-70%，尚有 30%-40%的市场空间。根据产业在线数据，2015 年冷年（2014 年 9 月-2015 年 8 月）国内变频空调产量 4479.74 万台，同比增长 3.1%，内销总量 3731.80 万台，同比增长 6.8%，出口总量 793.61 万只，同比增长 3.8%。电子膨胀阀内销量 3238.7 万只，同比增长 9.8%，在空调配件产品中一枝独秀。

图表 18：电子膨胀阀冷年内销量（单位：万台）



来源：产业在线、国联证券研究所

图表 19：电子膨胀阀财年销量及增速

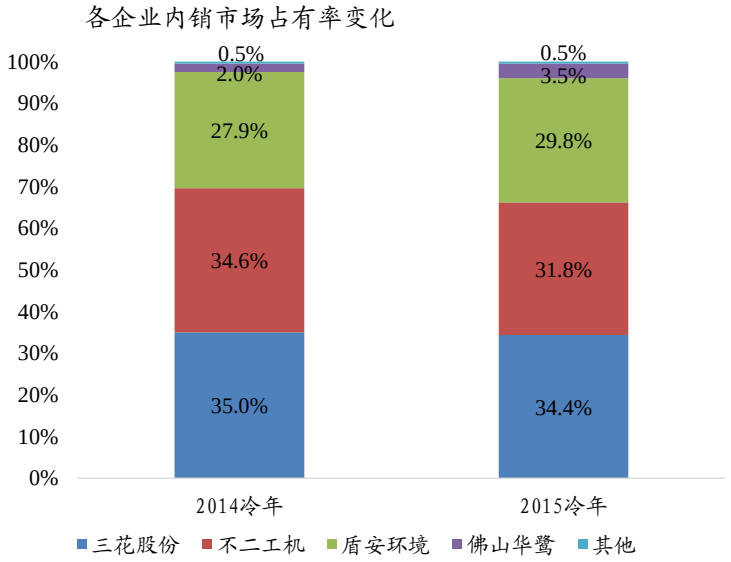


来源：产业在线、国联证券研究所

全球生产空调电子膨胀阀的主要生产厂商只有五家，分别是三花股份、不二工机、鹭宫、盾安环境和太平洋。国内品牌增长迅猛，公司 2014 年膨胀阀销量超 2000 万

只，产能 3600 万只，市占率超 30%，超越不二工机成为全球第一，上升势头不改，目前市占率超过 40%。公司电子膨胀阀毛利率约 50%，大幅高于行业平均水平，产品主要出口日韩等国，2016 年前三季度国内增速 47%，未来有望继续保持高速增长。国内企业主要是三花股份和盾安环境两巨头占领较大市场份额，此外还有佛山华鹭占据一些的市场份额。预计未来几年，随着国家能效和环保要求的逐步提高，空调电子膨胀阀的内销量和出口均将维持较好的增长速度。

图表 20：空调电子膨胀阀内销市场占有率分布



来源：产业在线、国联证券研究所

5.2. 公司变频控制器业务增速较快

变频控制器是应用变频技术与微电子技术，通过改变电机工作电源频率方式来控制交流电动机的电力控制设备，是变频空调的核心控制部件。公司变频控制器业务由旗下子公司杭州先途电子有限公司负责，行业经验超过 3 年，2014 年产能 200 万套。产品主要定位于欧美，应用于家用空调、商用空调、精密空调、热泵热水器、冰箱冷柜、洗衣机等领域，公司已经掌握制冷行业变频控制核心技术。变频控制器产品 80%用于空调，应用冰箱、洗衣机等产品的不足 20%。2014 年以来变频技术在洗衣机、电风扇、微波炉、电饭煲、吸油烟机等其他家电制造领域表现出强劲的增长势头。洗衣机市场起步较晚，行业空间巨大，公司收购亚威科进入洗衣机行业对变频控制器的发展起到更好的协同作用。

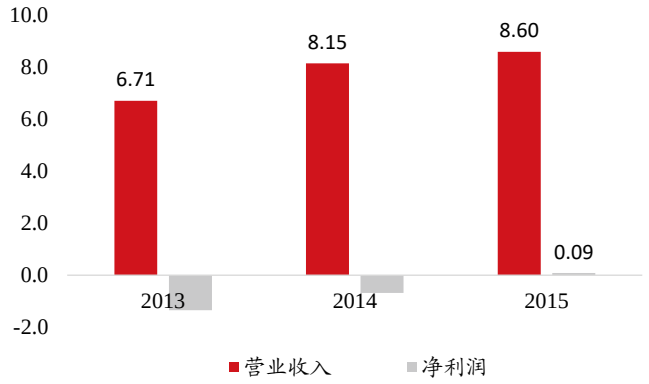
变频控制器的竞争格局正在发生变化，以往存在三类制造企业：半导体厂商、变频控制器企业和整机厂下属变频控制器研发子公司。相比于独立的半导体厂商，变频控制器专门企业和整机厂下属子公司更易于与整机厂生产配合，而三花股份先途电子正是这样的经营子公司，公司拥有一支技术研发实力雄厚的日本专家队伍，在制冷行业有 20 余年实践经验，掌握行业高端顶级技术。公司主要面对的客户遍及国内外

知名的空调制冷行业一二线品牌商，国内包括如 TCL、美的、格兰仕、志高、万锐等知名品牌，国外遍及北美（如 Rheem、Nordyne、JCI 等）、亚洲（印度、韩国等）、欧洲（包括葡萄牙、德国、土耳其、瑞典等）等。2015 年 VRF 标准控制器市场推广方面取得了突破，目前已在国内多联机如特灵、奥克斯等客户中得到了好评，市场份额迅速提升。2015 年盈亏平衡，营收 1 亿元左右，未来有望继续高速增长，分享 50 亿美金级别的潜力市场，2016 年增速有望达到 100%。主要竞争对手包括艾默生、LG 和丹佛斯等。

6. 亚威科业务扭亏为盈，后市空间大

公司 2012 年收购亚威科，经过 3 年的整合，2015 年实现了正向盈利 859.77 万元。公司大改亚威科之前不善控制成本的经营作风，并且将德国工厂搬迁，整体生产基地重心向波兰和中国安徽芜湖工厂转移，经营效率得到很大提高，主要客户对三花亚威科的信心得到恢复，新产品平台项目也相继启动。洗碗机是管理系统方面，公司将逐步投入商业化运作锂盐干燥系统，并从高端机型向中端大众市场切入。

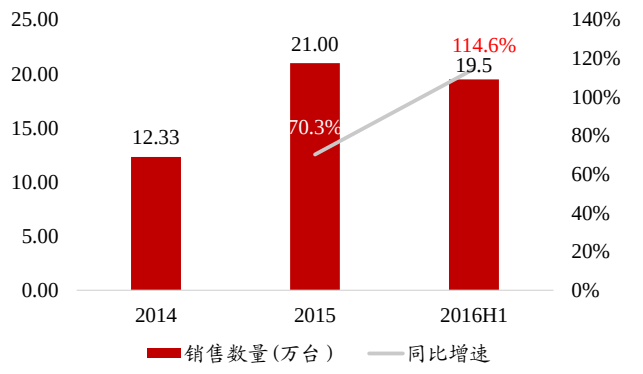
图表 21：德国三花亚威科电器有限公司营收和净利润（单位：亿元）



来源：公司公告、国联证券研究所

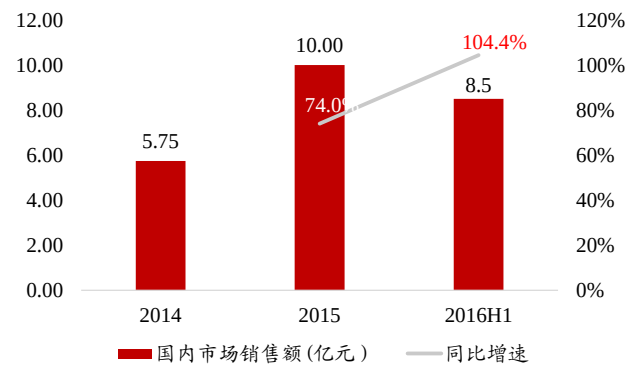
洗碗机、洗衣机、咖啡机市场空间较大。洗碗机业务收入占亚威科总收入的 70%，洗碗机市场是低饱和度市场，在中国处于起步阶段，市场空间较大。人工成本不断提高、人口老龄化、消费升级的带动作用下，洗碗机在中国的销售预计将呈现快速增长。洗碗机中国市场近年来平均增速 40%左右，但因为中国家庭饮食习惯的问题，目前渗透率还不到 1%。2016 年面对广阔的蓝海，老板、方太、美的等企业齐出手瞄准洗碗机市场，将其上升为战略产品地位。海尔也推出“小贝”这款革新性洗碗机产品，而华帝也表示早已研发布局洗碗机产品。2015 年国内洗碗机市场零售额和零售量分别达 10 亿元和 21 万台，同比增长 74%和 70%。2016 年上半年，洗碗机市场零售额和零售量同比增长 114.6%和 104.4%，行业的发展明显开始提速。未来随着 80、90 后成为市场主体，生活习惯的改变，产品贴近中式家庭设计，洗碗机渗透率将呈现快速增长。

图表 23：洗碗机国内销量与增速（单位：万台）



来源：中怡康、国联证券研究所

图表 24：洗碗机国内销售额与增速（单位：亿元）



来源：中怡康、国联证券研究所

三花亚威科的主导产品是 Omega 系统、水软化系统、分配器等产品，是洗碗机的核心部件，主要客户包括米诺、博士西门子、伊莱克斯等国际核心白电品牌，随着洗碗机在中国市场的不断拓展，未来前景广阔。

洗衣机方面，2015 年在国内 3 大家电中的空调、冰箱内销量均大幅下滑的情况下，唯独洗衣机仍保持了 3.8%的销量增长。产业在线数据显示，2015 年滚筒洗衣机内销量 1044 万台，同比大幅增长 21.9%，全自动波轮洗衣机销量 2406 万台，同比增长 1.7%。低端的双缸洗衣机大幅下滑，市场份额被滚筒和波轮洗衣机逐渐占领，行业消费升级、更新换代的动力非常强劲。

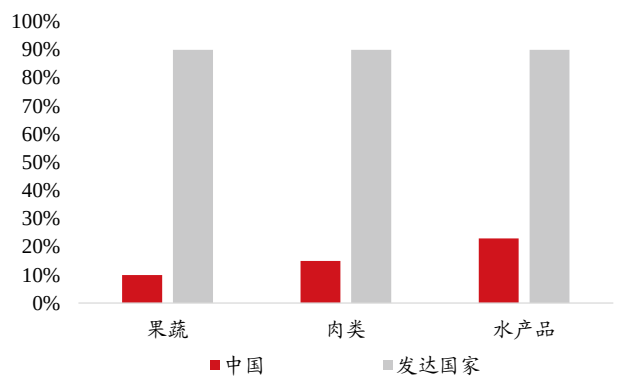
咖啡机随着国人对咖啡的接受度的逐渐提高，未来也将有稳定增长。

7. 商用制冷独立运营，发展可期

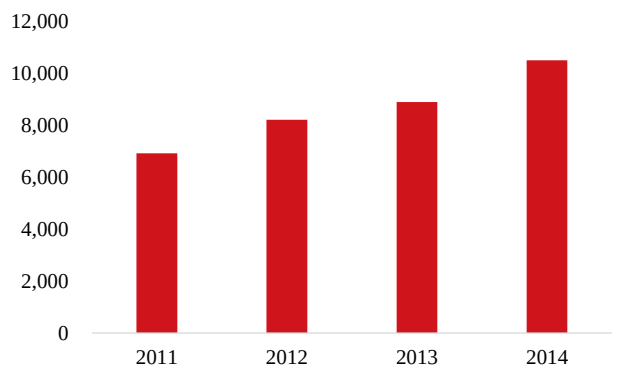
商用空调业务包括压缩机马达功率大于 4HP 的空调和热泵。产品包括商用空调和冷冻冷藏相关设备以及冷链物流相关设备；零部件包括各类阀门、电子膨胀阀等。公司 5 年前开始商用制冷领域的开拓，针对商用领域产品市场需求量不大、需求多样、批量小、毛利率高、可靠性要求高、客户粘性强等特点，2015 年公司成立专门事业部独立运作。目前全球商用核心零部件市场规模约 200 亿元。公司主要竞争对手包括丹佛斯、派克、艾默生、卡乐等国际行业龙头，公司五年定位全球前三强。据统计，目前我国冷链流通率仅有 20%左右，欧美日等发达国家的冷链流通率已达 95%以上，预计我国冷链行业将保持在 25%左右的年增长率，至 2020 年市场规模将达 4700 亿元，行业正在迎来黄金发展时期。公司的冷链业务经历前期的市场开拓和配套产品研发，目前已进入快速发展阶段，近两年增长率均保持在 30%以上。主要客户有开利、艾默生、松下、马尼托瓦克、法国泰康等。

图表 25：2015 年冷链流通率对比

图表 26：冷链物流市场规模（单位：万吨）



来源：智研数据整理、国联证券研究所



来源：知网、国联证券研究所

8. 盈利预测及估值

我们预计公司 16～18 年总营业收入分别为 66.53 亿元、76.54 亿元和 90.15 亿元。公司净利润分别为 7.98 亿、9.45 亿和 11.46 亿。预计公司 2016~2018 年每股收益为 0.44 元、0.52 元和 0.64 元，对应目前股价，市盈率分别为 25.69 倍、21.70 倍和 17.88 倍。公司经营稳健，维持“推荐”评级。

图表 27：盈利预测结果

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	5823.91	6160.82	6653.68	7653.73	9015.33
增长率（%）	10.42%	5.78%	8.00%	15.03%	17.79%
EBITDA（百万元）	913.11	1020.90	1204.41	1367.21	1589.57
净利润（百万元）	487.72	605.41	798.12	944.63	1146.36
增长率（%）	50.83%	24.13%	31.83%	18.36%	21.35%
EPS（元/股）	0.271	0.336	0.443	0.524	0.636
市盈率（P/E）	42.03	33.86	25.69	21.70	17.88
市净率（P/B）	5.80	4.41	3.88	3.39	2.94
EV/EBITDA	10.79	21.03	17.42	14.87	12.20

来源：公司公告、国联证券研究所

9. 风险提示

（1） 空调行业下滑超出预期;

（2） 原材料价格上涨超出预期;

（3） 汇率波动相关风险。

图表 28：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	392.86	928.68	817.32	1,567.12	2,632.39
应收账款+票据	2,289.03	2,394.22	2,597.09	2,748.45	2,972.20
预付账款	17.48	23.23	30.78	31.32	34.24
存货	1,150.28	1,184.57	1,066.00	1,211.00	1,370.00
其他	433.37	493.99	723.20	745.00	567.00
流动资产合计	4,283.03	5,024.92	5,234.62	6,303.13	7,576.07
长期股权投资	4.74	4.50	5.70	6.70	7.70
固定资产	1,947.80	2,094.63	2,035.80	1,953.97	1,843.00
在建工程	100.38	191.86	182.00	167.00	154.00
无形资产	372.17	397.60	387.18	376.77	366.35
其他非流动资产	25.69	55.50	53.70	51.76	49.75
非流动资产合计	2,450.78	2,744.10	2,664.38	2,556.19	2,420.80
资产总计	6,738.20	7,769.25	7,899.23	8,859.54	9,997.10
短期借款	989.32	646.05	0.00	0.00	0.00
应付账款+票据	1,208.72	1,301.88	1,442.00	1,620.00	1,822.00
其他	833.43	352.02	349.64	369.65	379.34
流动负债合计	3,031.48	2,299.94	1,791.64	1,989.65	2,201.34
长期带息负债	37.33	660.86	660.86	660.86	660.86
长期应付款	53.96	43.29	39.20	41.20	44.40
其他	64.06	77.52	77.52	77.52	77.52
非流动负债合计	155.35	781.67	777.58	779.58	782.78
负债合计	3,186.82	3,081.62	2,569.22	2,769.23	2,984.12
少数股东权益	18.85	35.64	39.52	44.12	49.70
股本	773.16	1,801.48	1,801.48	1,801.48	1,801.48
资本公积	961.75	460.63	460.63	460.63	460.63
留存收益	1,797.62	2,389.88	3,028.38	3,784.08	4,701.17
股东权益合计	3,551.38	4,687.63	5,330.01	6,090.31	7,012.97
负债和股东权益总计	6,738.20	7,769.25	7,899.23	8,859.54	9,997.10

现金流量表

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	456.09	621.20	760.60	905.83	1,105.89
折旧摊销	225.10	240.45	237.09	249.22	260.36
财务费用	89.23	72.18	24.80	2.30	-24.93
存货减少	-113.88	139.17	118.57	-145.00	-159.00
营运资金变动	-95.76	-252.58	-300.66	24.31	163.02
其它	57.96	-31.30	25.83	26.97	30.03
经营活动现金流	618.74	789.11	866.22	1,063.63	1,375.37
资本支出	399.86	339.73	182.00	167.00	154.00
长期投资	432.65	108.83	0.00	0.00	0.00
其他	145.17	116.77	38.97	42.40	45.05
投资活动现金流	-687.34	-331.79	-143.03	-124.60	-108.95
债权融资	-105.15	-66.09	-646.05	0.00	0.00
股权融资	0.00	407.01	0.00	0.00	0.00
其他	30.85	-258.07	-188.51	-189.23	-201.14
筹资活动现金流	-74.30	82.84	-834.56	-189.23	-201.14
现金净增加额	-141.34	555.06	-111.37	749.81	1,065.27

利润表

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,823.91	6,160.82	6,653.68	7,653.73	9,015.33
营业成本	4,208.10	4,404.48	4,697.50	5,434.15	6,418.92
营业税金及附加	26.35	38.24	38.56	41.00	48.00
营业费用	263.07	321.10	319.00	343.00	402.00
管理费用	606.74	668.73	708.00	723.00	820.00
财务费用	118.49	22.07	-30.20	19.90	-4.63
资产减值损失	21.43	13.36	26.00	27.00	30.00
公允价值变动收益	-9.10	2.69	2.50	3.00	3.10
投资净收益	-7.80	0.50	3.20	3.00	3.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	562.83	696.04	900.53	1,071.68	1,307.14
营业外净收益	47.92	32.34	42.00	44.00	47.00
利润总额	610.75	728.37	942.53	1,115.68	1,354.14
所得税	121.97	120.02	140.52	166.45	202.21
净利润	488.78	608.35	802.00	949.23	1,151.94
少数股东损益	1.06	2.95	3.88	4.60	5.58
归属于母公司净利润	487.72	605.41	798.12	944.63	1,146.36

主要财务比率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	10.42%	5.78%	8.00%	15.03%	17.79%
EBIT	45.46%	13.44%	23.94%	15.57%	18.89%
EBITDA	28.38%	11.80%	17.98%	13.52%	16.26%
归属于母公司净利润	19.19%	24.13%	31.83%	18.36%	21.35%
获利能力					
毛利率	27.74%	28.51%	29.40%	29.00%	28.80%
净利率	8.39%	9.87%	12.05%	12.40%	12.78%
ROE	13.81%	13.01%	15.09%	15.62%	16.46%
ROIC	12.64%	13.43%	13.96%	15.78%	18.52%
偿债能力					
资产负债率	47.29%	39.66%	32.52%	31.26%	29.85%
流动比率	1.41	2.18	2.92	3.17	3.44
速动比率	0.89	1.45	1.92	2.18	2.56
营运能力					
应收账款周转率	2.65	2.66	2.64	2.86	3.12
存货周转率	3.66	3.72	4.41	4.49	4.69
总资产周转率	0.86	0.79	0.84	0.86	0.90
每股指标（元）					
每股收益	0.27	0.34	0.44	0.52	0.64
每股经营现金流	0.34	0.44	0.48	0.59	0.76
每股净资产	1.96	2.58	2.94	3.36	3.87
估值比率					
市盈率	42.03	33.86	25.69	21.70	17.88
市净率	5.80	4.41	3.88	3.39	2.94
EV/EBITDA	10.79	21.03	17.42	14.87	12.20
EV/EBIT	14.32	27.51	21.69	18.18	14.59

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

分公司机构销售联系方式

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

地区	姓名	固定电话
北京	张鸿韵	010-68790949-8006
北京	管峰	010-68790949-8007
北京	窦红丽	010-68790949-8030
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064