

强烈推荐-A (维持)

三花智控 002050.SZ

目标估值: 13.20 元

当前股价: 10.99 元

2017 年 01 月 04 日

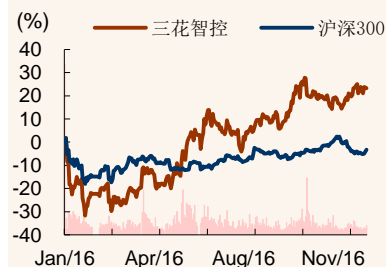
进击的零配件制造龙头

基础数据

上证综指	3159
总股本(万股)	180148
已上市流通股(万股)	151744
总市值(亿元)	198
流通市值(亿元)	167
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	14.8
资产负债率	36.3%
主要股东	三花控股集团有限公司
主要股东持股比例	43.76%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	14	4
相对表现	11	8	15



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《三花智控(002050)——成长确定,超预期表现可期》2016-12-30
- 2、《三花智控(002050)——成长价值持续看好》2016-12-21
- 3、《三花股份(002050)——主业提供安全边际,新业务赋予估值弹性》2016-10-24

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

研究助理

吴昊
0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn

- **投资思考: 进击的零配件制造龙头。**至少在 2017 上半年,三花作为最强的空调零配件供货商,将确定受益于行业景气的强势复苏。作为盈利补充,公司在微通道和亚威科(咖啡机洗碗机配件)的发展渐显成效。长期视角,“集团孵化->注入资产+外延并购”的模式将持续助力公司实现产业链横向及纵向延伸拓展,新能源配件业务的布局值得关注。地产下行与利率预期上行困扰 2017 家电板块,三花未来 2-3 年的业务结构具有盈利稳健性与梯队成长性,给予 20xPE 中枢估值较为合理,强烈推荐-A。
- **短期弹性: 制冷元件龙头,受益空调景气强势复苏。**公司在传统制冷零配件(截止阀、四通阀)领域市占率高行业地位稳定。核心产品电子膨胀阀是节能升级的重要控件,公司具备显著的研发及生产优势;目前国内推广初见成效,中期伴随变频升级仍有较大发展空间。短期来看收入占比约 50%传统阀门跟随下游趋势弹性较大,2016 年 Q3 起,空调销售逐步复苏,预计景气上行周期至少延续到 17Q2,公司盈利将极大受益于此。
- **盈利补充: 业务拓展新增长点,亚威科与微通道值得期待。**微通道是符合节能环保要求的换热器产品,公司目前主要布局北美市场,全球市占率 31%。2016 年上半年微通道已贡献 7808 万净利润,预计 2016 全年盈利可达 1.4 亿。微通道目前以对铜管翅片换热器的替代为主,全球覆盖率约 5%,应用前景广阔,公司全球布局,具备规模与研发优势。亚威科 80%以上收入来自洗碗机及咖啡机零配件,目前已步入盈利通道,2016 上半年收入 5.3 亿,净利润 1943 万,随着整合持续推进利润率仍可提升。亚洲地区咖啡机、洗碗机市场潜力较大,亚威科拥有与西门子等高端品牌合作的经验,发展值得期待。
- **长期关注: 集团培育业务具备注入预期,布局新能源领域。**集团培育的新能源汽配及热管理系统,与特斯拉和奔驰等厂商形成了良好合作关系,成功进入了新能源汽车供应链条,新能源热管理对阀门控制精准度有较高要求,三花具备技术优势。自上市以来“集团孵化+注入资产+外延并购”的模式助力公司实现了产业链横向及纵向拓展。公司同集团共同参与设立了新能源并购基金,基于集团长期对公司的支持,对新能源业务注入公司的预期具有一定合理性。
- **风险提示: 空调景气低于预期、A 股市场系统性风险。**

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	5824	6161	6828	8064	9207
同比增长	10%	6%	11%	18%	14%
营业利润(百万元)	586	688	927	1118	1295
同比增长	65%	17%	35%	21%	16%
净利润(百万元)	488	605	808	967	1115
同比增长	51%	24%	34%	20%	15%
每股收益(元)	0.63	0.34	0.45	0.55	0.62
PE	17.4	32.7	24.5	20.4	17.8
PB	2.4	4.3	3.9	3.5	3.0

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、投资思考： 进击的零配件制造龙头	4
二、传统业务：当之无愧的制冷配件龙头企业	6
1. 制冷控制阀门经营稳健，显著受益下游行业复苏	7
2. 核心产品符合节能智能需求，替代及应用前景广阔	9
3. 商用业务成长潜力巨大，力争拓展经营链	12
二、亚威科：横向并购向多元化家电配件提供商转型	14
1. 并购带来协同，丰富产品、客户资源与业务机会	14
2. 国内洗碗机市场潜力巨大，有望激发新的盈利增长点	14
三、微通道：节能应用前景广阔，具备规模与研发优势	16
四、集团培育：上市公司盈利新增长点的孵化平台	18
盈利预测与估值分析	19
1. 盈利预测	20
2. 估值分析	20

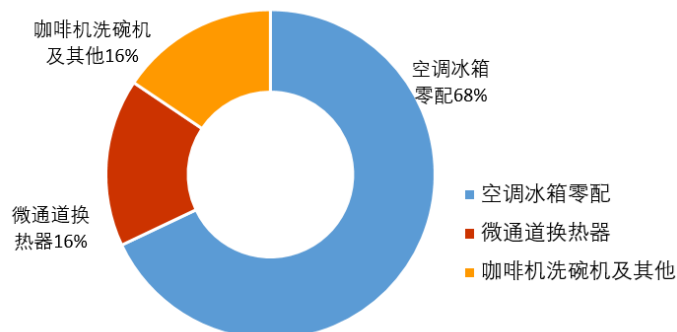
图表目录

图 1、三花智控 002050 的收入结构	4
图 2、三花智控 002050 的盈利结构	4
图 3、三花智控 002050 股权结构	5
图 4、三花集团产业简介	5
图 5、三花智控 002050 传统产品的内销市占率	6
图 6、三花智控 002050 传统产品的毛利率	6
图 5、四类主营阀门标准品	6
图 7、2015 年截止阀主要企业市占率	7
图 8、公司销售毛利率及净利率情况	7
图 9、2012-16.10 四通阀内销量及同比	8
图 10、制冷零部件业务营收占比	8
图 11、2016Q3：空调景气周期强势复苏	8
图 12、零配件产品与下游销售相关度较高：电子膨胀阀在空调景气周期最为受益	9
图 13、电子膨胀阀控制蒸发器回路图	10
图 14、2010 年空调“能效比”要求全面提升	10

图 15、日本电子膨胀阀普及进程.....	11
图 16、美国空调业提高能效主要技术路径.....	11
图 17、变频空调内销量（万台）与渗透率.....	12
图 18、2012-16.10 电子膨胀阀内销量及同比.....	12
图 19、商用制冷业务主要企业市占率.....	13
图 20、2014 各国城市居民人均冷库占有量（立方米/人）.....	13
图 21、并购完成后亚威科营收情况.....	14
图 22、亚威科运营状况已重回正轨.....	14
图 23、国内家庭洗碗机保有量仅 1%.....	15
图 24、国内洗碗机市场处于高速增长的起步阶段.....	15
图 25、亚威科主要营收来源为洗碗机业务.....	15
图 26、微通道换热器基本结构.....	16
图 27、全球家用及商用空调微通道换热器市场规模.....	16
图 28、美国空调微通道换热器市场规模.....	16
图 29、三花微通道生产线全球布局.....	18
图 30、集团产业简介.....	18
图 31、2012-2015 三花汽车零部件营收及毛利率情况.....	19
图 32、2015 年三花控股集团各项业务营收占比.....	19
图 33、纵向：当前 PE_TTM（12.27）估值溢价较低.....	20
图 34、横向：白电龙头估值溢价率较低.....	20
表 1、三花智控 002050 的收入与盈利增长预测（2016-2020）.....	4
表 2、A 股家电相关公司盈利与估值对比（2016-2017）.....	4
表 3、控制类阀门简介.....	6
表 4、膨胀元件的选择.....	12
表 5、微通道项目扩产投资情况.....	17
表 6、微通道产能统计测算.....	17
表 7、三花智控 002050 的收入与盈利增长预测（2016-2020）.....	19
附：全球家电估值表.....	21
附：财务预测表.....	22

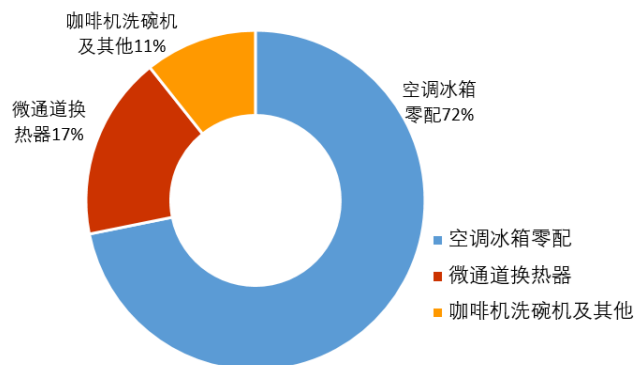
一、投资思考：进击的零配件制造龙头

图 1、三花智控 002050 的收入结构



资料来源：公司资料、招商证券

图 2、三花智控 002050 的盈利结构



资料来源：公司资料、招商证券

表 1、三花智控 002050 的收入与盈利增长预测（2016-2020）

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
制冷元器件与部件							
收入	4,883.0	4,401.9	4,930.1	5,669.6	6,293.3	6,922.6	7,476.5
YoY	14.5	9.9	12.0	15.0	11.0	10.0	8.0
毛利率	30.1	29.6	30.8	31.5	30.0	30.0	30.0
微通道业务							
收入		898.9	1217.9	1463.6	1629.5	1744.3	1867.1
YoY			35.5	20.2	11.3	7.0	7.0
毛利率		31.4	30.1	28.8	27.7	26.7	25.5
咖啡机洗衣机等其他							
收入	804.9	860.0	1075.0	1397.5	1816.8	2089.3	2298.2
YoY	20.9	6.9	35.0	30.0	30.0	15.0	10.0
毛利率	17.5	19.7	20.0	21.0	22.0	20.0	20.0

资料来源：公司年报、招商证券

至少在 2017 上半年,三花作为最强的空调零配件供货商,将确定受益于行业景气的强势复苏。作为盈利补充,公司在微通道和亚威科(咖啡机洗碗机配件)的发展渐显成效。长期视角,“集团孵化->注入资产+外延并购”的模式将持续助力公司实现产业链横向及纵向延伸拓展,新能源配件业务的布局值得关注。地产下行与利率预期上行困扰 2017 家电板块,三花未来 2-3 年的业务结构具有盈利稳健性与梯队成长性,给予 20xPE 中枢估值较为合理,强烈推荐-A。

表 2、A 股家电相关公司盈利与估值对比（2016-2017）

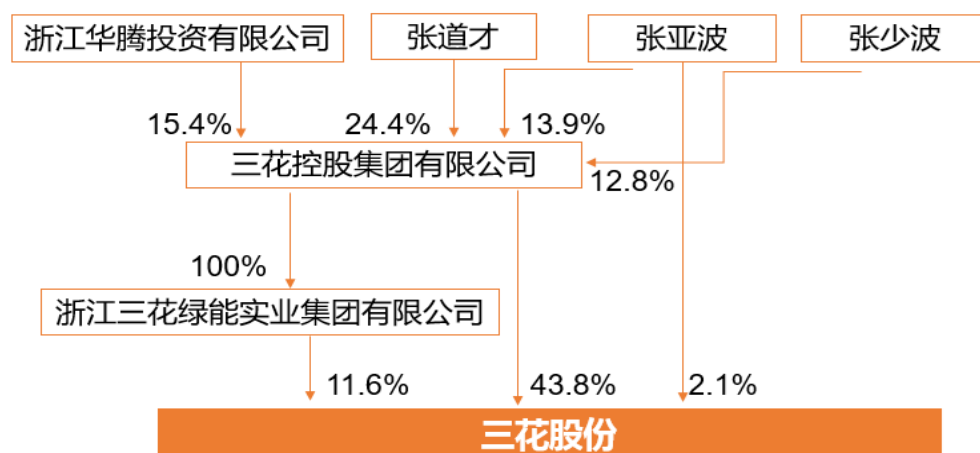
	市值	EPS 元			盈利增速%		PE	PEG
上市公司	亿元	2015	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
格力电器	1,481.1	2.08	2.37	2.72	14.3	15.5	10.4	9.0
美的集团	1,809.9	2.99	2.31	2.70	16.9	16.6	12.2	10.5
青岛海尔	602.4	0.71	0.82	1.01	15.7	23.3	12.1	9.8
小天鹅 A	184.5	1.45	1.90	2.33	30.6	22.5	17.0	13.9
三花智控	198.9	0.34	0.45	0.56	35.2	22.4	24.3	19.9

资料来源：公司年报、Wind、招商证券

三花智控（002050）是三花控股集团下属上市公司，主营业务为制冷控制元件，根据 2016 半年报数据，制冷控制元件收入占营收 **68%**，经过 **30** 多年发展积累，公司在该领域具备行业领先的技术水平及市占率，不仅是国内龙头，还是全球范围控制元件阀门系统的重要 **OEM** 供应商。

公司创业可以追溯至 1984 年，最初成立的公司为新昌制冷配件厂，主营业务即为电子阀门制造。1994 新昌制冷配件总厂与日本不二工机，三菱株式会社和东方贸易株式会社共同出资设立了合资企业三花不二工机有限公司，即为三花股份的前身。其后经过多次股权转让，公司性质逐步转变为内资有限责任公司，并于 2005 年在深交所挂牌上市。

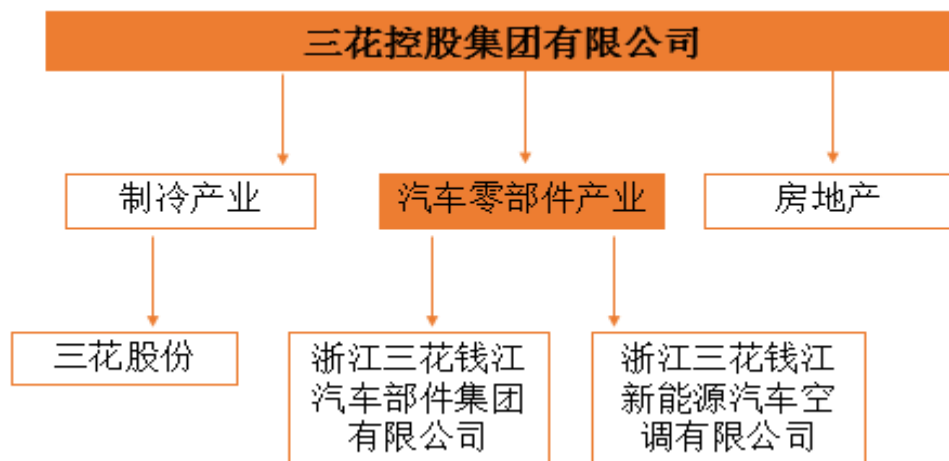
图 3、三花智控 002050 股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

公司目前已发展为国内制冷零配件翘楚，受益空调周期重启，主营业务成长稳健，是公司短期业绩增长的基石。通过“集团孵化+注入资产+外延并购”的模式，公司逐步实现了业务拓展，新业务进展顺利，逐步成为新的盈利增长点。展望未来，集团培育的汽配业务进入了特斯拉供应商体系，且有注入上市公司的预期；此外集团还有蝶式太阳能和暖通等潜力业务，公司长远发展前景十分可观。

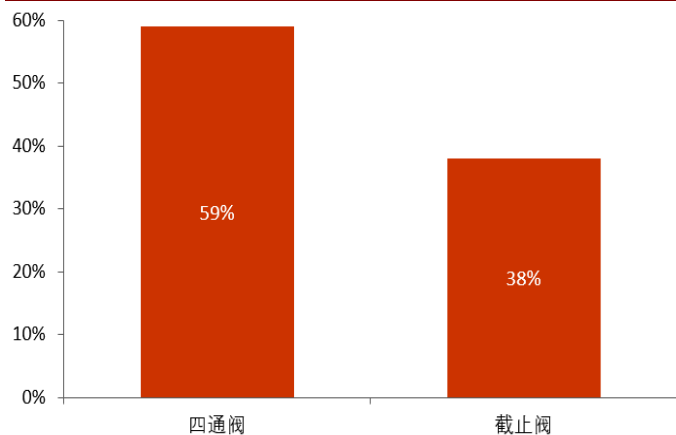
图 4、三花集团产业简介



资料来源：公司资料、招商证券

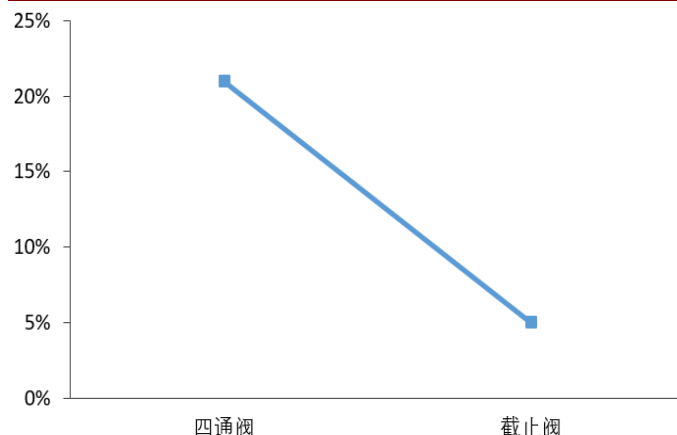
二、传统业务：当之无愧的制冷配件龙头企业

图 5、三花智控 002050 传统产品的内销市占率



资料来源：公司资料、招商证券

图 6、三花智控 002050 传统产品的毛利率



资料来源：公司资料、招商证券

传统业务稳健，核心产品具备强竞争优势。公司传统业务为空调冰箱制冷控制元件生产及销售，具体到产品包括截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀、电磁阀、变频控制器等，其中截止阀、四通换向阀是较为传统产品，电磁阀及电子膨胀阀技术含量及产品附加值较高，是公司制冷阀门业务的核心产品及研发重点。

图 5、四类主营产品标准品



资料来源：公司官网、招商证券

表 3、控制类阀门简介

品类	简介
截止阀	截止阀是连接分体式空调室外机和室内机的阀门，一般一台室内机需要配备一只高压截止阀（液阀）和一只低压截止阀（气阀）。
四通阀	四通阀是空调进行冷暖模式切换的关键阀门，主要是通过对制冷剂流通过程的切换，实现空调制冷和制热循环的转换，也就是说单冷空调中不需要配备四通阀。

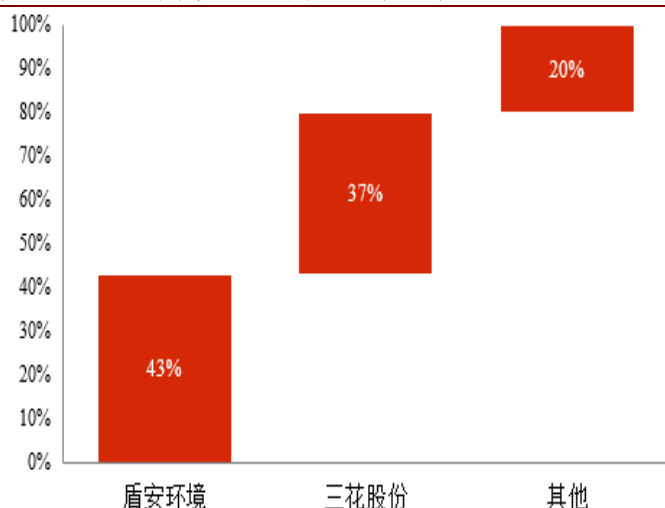
电磁阀	电磁阀是进行冷媒控制的关键部件，可安装于制冷设备的液管处，电磁阀种类较多，常见的有单向阀，常闭、常开电磁阀等。
电子膨胀阀	电子膨胀阀是变频空调控制系统中的关键节流元件，可以按照预设程序调节蒸发器供液量，与热力膨胀阀用途基本相同，但电子膨胀阀为制冷控制系统智能化提供了基础。

资料来源：招商证券

短期而言,至少在 2017 上半年,公司的空调配件业务将显著受益于行业景气的强势复苏,这也是盈利弹性所在。中期,空调变频升级与节能环保的趋势将持续驱动电子膨胀阀等产品的使用需求。此外,公司也力求在商用领域拓展新的市场空间。

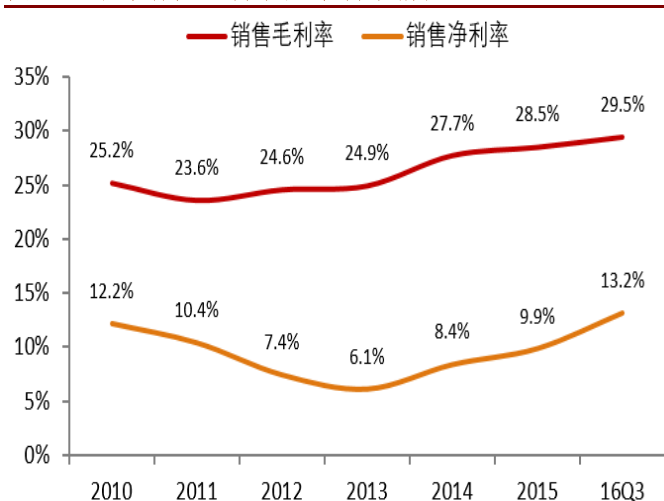
1. 制冷控制阀门经营稳健，显著受益下游行业复苏

图 7、2015 年截止阀主要企业市占率



资料来源：wind、招商证券

图 8、公司销售毛利率及净利率情况

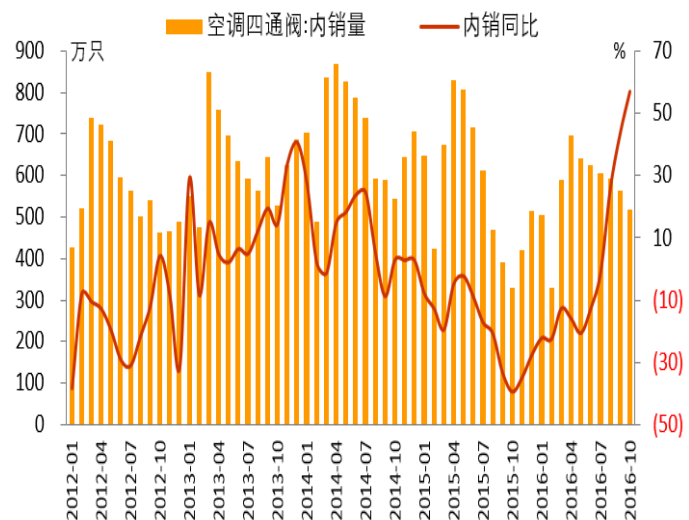


资料来源：公司公告、招商证券

传统截止阀产品市场竞争格局稳定，与盾安环境寡头垄断。公司的前身三花不二工机就以生产截止阀为主业，截止阀是连接分体式空调室外机和室内机的阀门，一般一台室内机需要配备一只高压截止阀（液阀）和一只低压截止阀（气阀）。公司 2015 年生产截止阀的收入约占总营收 15%，目前市占率 38%，居于第二位，国内主要竞争对手为盾安环境，公司与盾安环境在截止阀领域有很强的垄断地位，因此就截止阀产品而言，目前竞争格局已经比较稳定；但整体来看，截止阀由于技术含量较低，进入壁垒低，下游整机企业可以自产，导致厂商整体缺乏议价能力，在公司主营的各类阀门中利润率最低。

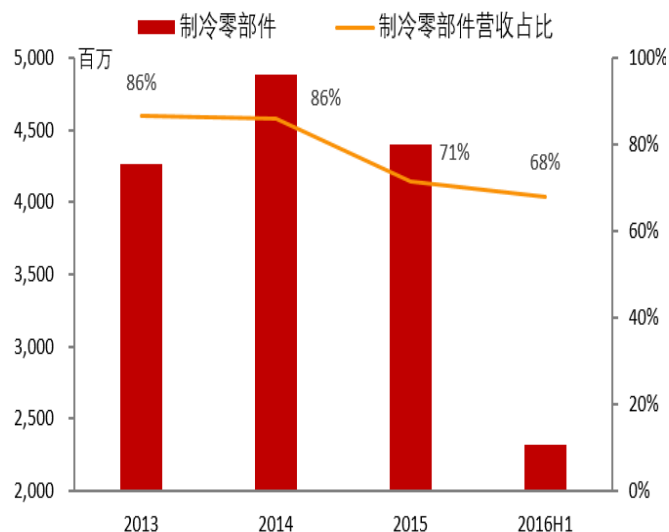
四通阀产品市占率第一，更新换代仍有发展空间。公司另一优势产品是四通阀，四通阀是空调进行冷暖模式切换的关键阀门，主要是通过对制冷剂流路路径的切换，实现空调制冷和制热循环的转换，也就是说单冷空调中不需要配备四通阀。目前四通阀和截止阀产品占公司营收约 40%，四通阀整个市场而言市占率第一，接近 60%。与截止阀不同，四通阀是公司通过并购英维斯集团旗下兰柯公司，从而实现了快速发展的业务。公司目前重视对四通阀的技术更新，例如不锈钢四通阀，旋转式四通阀等，这些将主要用于高端大型商用中央空调，随着中央空调的进一步发展，传统优势的四通阀业务还有发展提升空间。

图 9、2012-16.10 四通阀内销量及同比



资料来源：wind、招商证券

图 10、制冷零部件业务营收占比

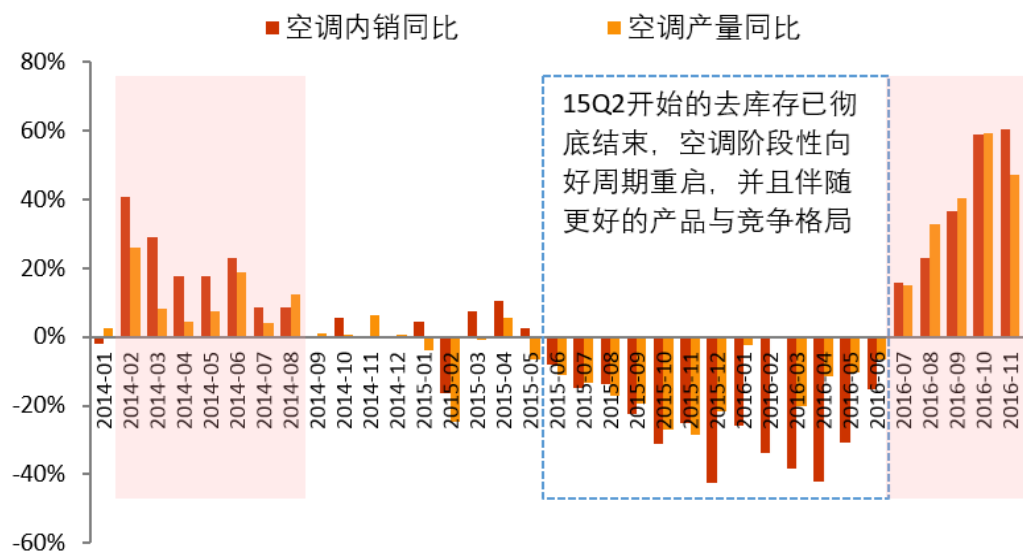


资料来源：公司公告、招商证券

制冷配件王国，地位稳固成长空间确定。公司制冷控制元件是覆盖除压缩机以外的所有产品，传统产品截止阀和四通阀市占率较高，基本跟随下游行业发展，预计明年可以实现 5%-10% 的年增速，而电子膨胀阀仍旧处于成长期，且利润率较高，使得业绩具有一定保障。

空调产业链周期重启，业绩估值具备改善弹性。从下游空调行业的发展状况来看，自 2015 年 6 月开始，家用空调内销就出现了大幅下滑，2015 年 10 月至 2016 年 5 月内销同比均以 30-40% 的速度下跌，2016 年第一季度的内销量已经倒退回了 2010 年的水平。在经历了深度去库存之后，今年三季度开始，新一轮景气周期已经开启，预计高景气至少将持续至明年第二季度，空调产业链将是明年最具成长性的家电分支。

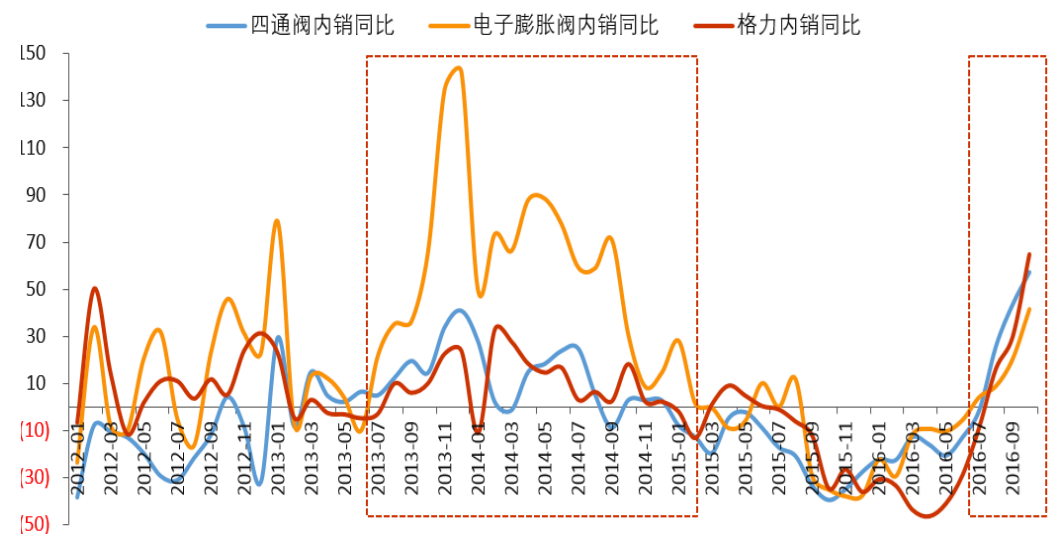
图 11、2016Q3：空调景气周期强势复苏



资料来源：产业在线，招商证券

根据对四通阀、电子膨胀阀及格力空调内销的对比（格力空调内销市占率 40%以上，是公司主要客户），四通阀电子膨胀阀与空调销售波动较为一致，尤其电子膨胀阀的应用与产品升级趋势一致，景气周期往往也伴随销售结构的升级，因此其受益更为显著。在空调行业景气重启后，上游零配件产品同样享受了景气复苏红利，明年业绩增长确定性较高。同时公司还致力于推动新产品和业务线，2015 年空调行业经历全面去库存阶段，公司在重压之下营收仅下滑 6%，同时受益于原材料价格下降，利润率提升业绩仍旧实现了 16% 的增长。因此公司不仅受益于空调产业链的复苏，多品类多地狱布局后，其成长驱动力更为强劲。

图 12、零配件产品与下游销售相关度较高：电子膨胀阀在空调景气周期最为受益

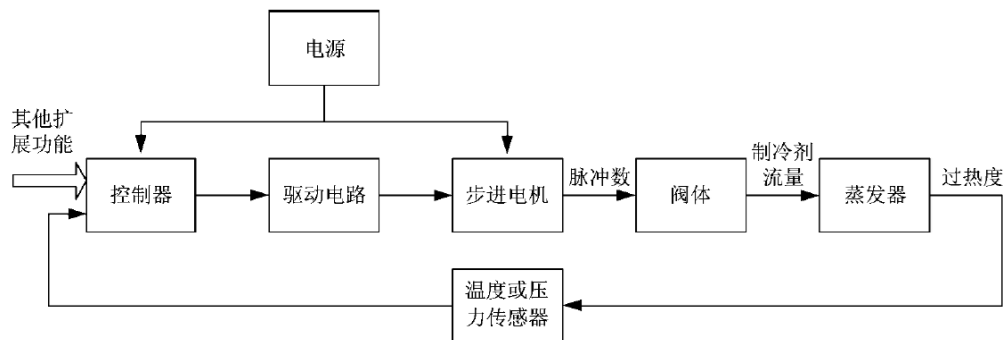


2、核心产品符合节能智能需求，替代及应用前景广阔

契合环保节能需求，核心产品应用前景广阔。电子膨胀阀是变频空调控制系统中的关键节流元件，而变频空调是节能环保要求下空调行业更新换代的必然趋势。变频空调与定频空调实质工作原理一致，区别仅在于压缩机由定排量替换为变排量；冷媒控制由毛细管替换为电子膨胀阀。所谓变频，是通过变频器改变压缩机的供电频率，频率的变化可以调节压缩机的转速：当供电频率高时，压缩机转速加快，空调达到较大的工作量，同理供电频率小时，压缩机转速降低，空调工作量较小。而要实现这样的变化，就需要电子膨胀阀对系统中冷媒流量的大小进行控制，使其与变频压缩机的功率相匹配，这样协同工作之下，可以在达到精确控温的同时使空调保持在最优工作状态，从而与定频空调相比，就达到了节能环保目的。

空调制冷具有非线性和时滞性的特点，毛细管节流可调控范围小，热膨胀感温包有明显滞后性，而电子膨胀阀通过对蒸发器过热度的直接检测，信号传递更快，能根据压缩机排量对冷媒进行及时改变，适应节能及一体机趋势。与传统阀门相比，电子膨胀阀技术要求较高（控制设计、止动技术等），相应产品附加值也更高，同时由于其精准控制性，除家用空调外，还可应用于新能源汽车空调等领域，前景更为广泛。

图 13、电子膨胀阀控制蒸发器回路图

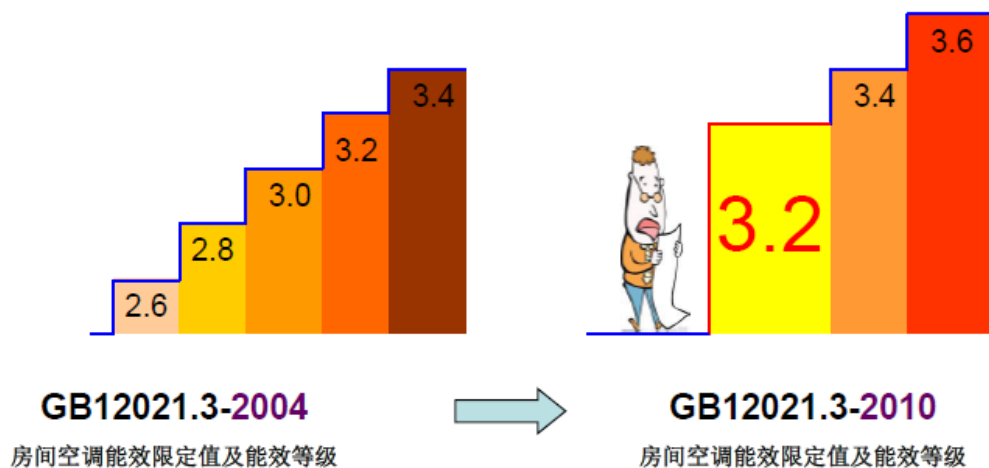


资料来源：制冷与空调、招商证券

海外实现后发超越，国内技术领先竞争者。电子膨胀阀是公司制冷控制阀门的核心关键产品，根据产业在线，目前三花电子膨胀阀内销市占率 46%，高于不二工机（三花与不二工机合计市占率超 80%），显著领先于国内企业。2015 年公司电子膨胀阀营收 7-8 亿，产品毛利率可达 30-40%，高于传统阀门。由于电子膨胀阀技术要求较高，更偏向于电子产品，因此与原材料相关度很低。整体市场而言，电子膨胀阀的生产厂家较为集中，国内的主要竞争对手盾安环境与公司在该项技术上有一定技术差距；国际上的主要竞争对手为日本的不二工机和鹭宫。日本企业进行生产的历史较长，与之相比三花具备后发优势，可以弥补日本企业生产中已经暴露的技术不足，并且更好的进行成本控制，具备一定发展优势，因此在 2014 年超越不二工机，实现了电子膨胀阀市占率第一。

合作客户广泛，应用场景不断拓展。从销售情况来看，公司电子膨胀阀客户涵盖了包括格力，美的，大金，三星，海尔，东芝，通用等在内的国内外众多厂商。国内电子膨胀阀市场自 2012 年开始放量，除空调外还可以广泛应用于有变频需求的流量调节产品，包括冰箱，洗衣机，空气热水器等，这些产品实现变频都可以由传统部件替换为电子膨胀阀，整体市场还具备增长空间；另一极具前景的应用场景是新能源汽车空调，例如特斯拉汽车的电池对温控有要求，电子膨胀阀可以实现快速降温 and 精准温度控制，具备应用价值。

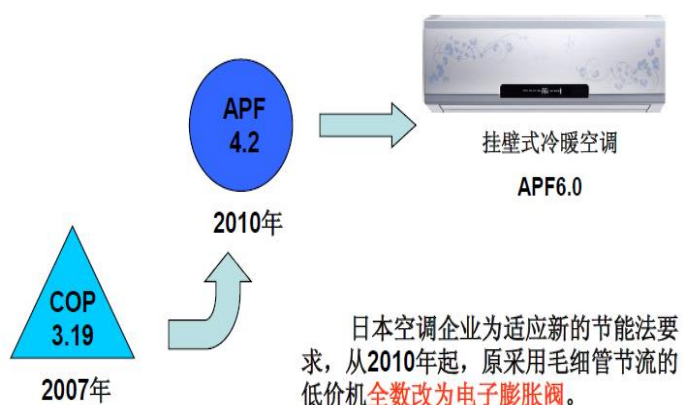
图 14、2010 年空调“能效比”要求全面提升



资料来源：公司资料、招商证券

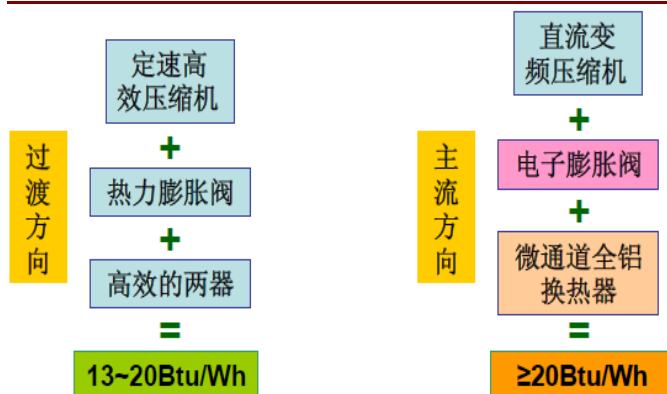
借鉴日本美国，核心产品在节能控制领域替代效应显著。电子膨胀阀的普及必然伴随的是节能产品的推广，政策上而言，国内空调市场 2010 年对“能效比”要求进行了全面的提升，对空调生产厂商而言，需要不断提升产品能效比，电子膨胀阀正是符合这一需求的产品，它可以替代传统的毛细管节流和热力膨胀阀，在能效、精准度和智能化方面都具备显著优势。对比日本的经验，从 2007 年对能效要求提升以来，电子膨胀阀的普及大幅加快，到 2010 年，原本采用毛细管节流的低价机已经全面替换为电子膨胀阀。而美国空调业提高能效比的主要路径也是“直流变频压缩机+电子膨胀阀+微通道换热器”，公司在零配件的研发布局也符合这样的技术路线。

图 15、日本电子膨胀阀普及进程



资料来源：公司资料、招商证券

图 16、美国空调业提高能效主要技术路径



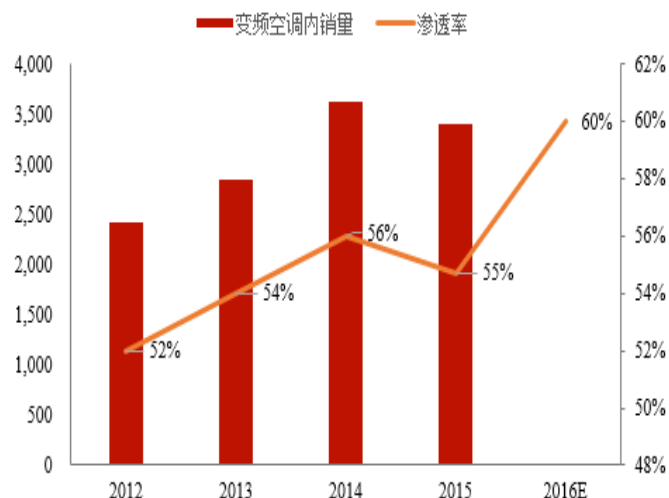
资料来源：公司资料、招商证券

电子膨胀阀国内推广初见成效，仍有较大发展空间。2010 年 11 月，发改委公布了《重点节能技术推广目录》（第三批），电子膨胀阀变频节能技术名列其中，当时数据显示国内压缩机使用电子膨胀阀比例约为 20%，提出的目标为“到 2015 年全国使用电子膨胀阀的压缩机超过 2000 万台。”以重点白电产品为例，根据产业在线数据，2015 年变频空调销量为 4198 万台，同期空调电子膨胀阀销量 2837 万只，占比约 67.6%（家用空调一般只需一个电子膨胀阀）过去 5 年，电子膨胀阀在国内的普及有一定进展，但其持续提升仍有空间，动力至少来自以下两方面：

1、变频产品渗透率仍有较大提升空间。以日本为例，基本已经淘汰了定频空调，变频空调的普及率接近 100%，而国内根据中怡康数据，2015 年变频空调渗透率为 55%，预计 2016 年可以达到 60%，仍有较大提升空间。白电产业链除空调外，冰箱、洗衣机的变频产品销量占比更低，2015 年比不到 20%，变频冰箱占比不足 10%，都还有非常大的提升空间。同时不论宏观层面的节能与产品升级鼓励措施还是厂商自身提高产品附加值的需求，都会促进变频空调进一步发展。随着下游产品的升级，电子膨胀阀的需求还将持续提升。

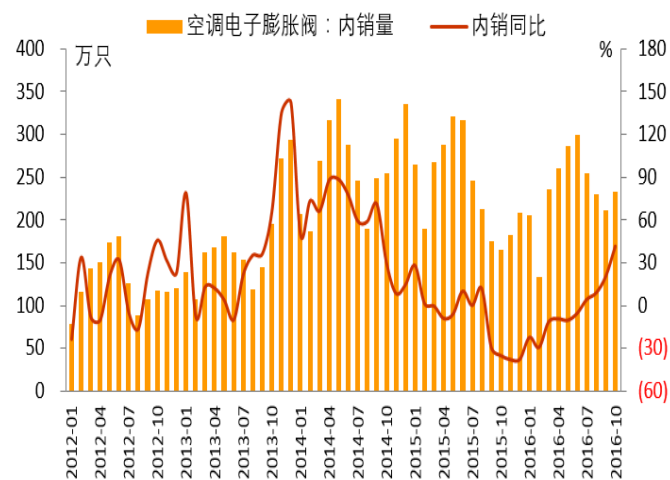
2、电子膨胀阀在变频产品中的应用还可持续提升。根据前述简要测算，以应用最广泛的空调产品为例，2015 年变频空调中使用电子膨胀阀的比例约为 67.58%，同样考虑日本发展经验，电子膨胀阀基本已经全面替代了毛细管和热力膨胀阀，随着空调产品整体的升级，驱动电子膨胀阀所需的 DC 电源和微型计算机在变频空调机内已经配置在了高级机种中，这种情况下采用电子膨胀阀是轻而易举的事，落后机型的淘汰会使得采用电子膨胀阀的成本进一步降低。公司掌握了电子膨胀阀核心技术，且产品质量领先，未来核心产品具备良好发展前景，预计未来三年可以实现 30%左右的年均增长。

图 17、变频空调内销量（万台）与渗透率



资料来源：中怡康、招商证券

图 18、2012-16.10 电子膨胀阀内销量及同比



资料来源：wind、招商证券

表 4、膨胀元件的选择

要点	毛细管节流	热力膨胀阀	电子膨胀阀
流量控制范围	差	适中	优
成本	优	适中	适中

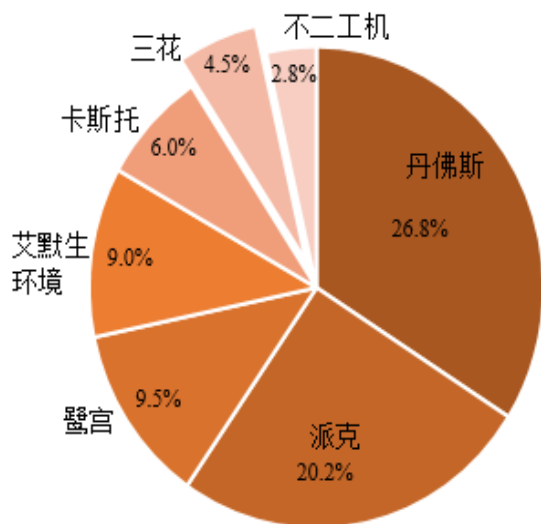
资料来源：公司资料、招商证券

围绕核心产品持续拓展品类，发展整体控制系统。由于公司电子膨胀阀业务具备较大优势，借助电子膨胀阀的发展，公司还围绕重点项目开发变频控制器等产品，目前从电子膨胀阀展开的变频控制器业务主要集中在家用空调领域，主要订单来自北美地区。布局变频控制器也与公司一直以来覆盖除压缩机以外的所有家用控制元件制造的目标相契合。变频控制器硬件技术方面引进了前任日本松下研究院院长负责，同时收购了国内控制器软件领域的团队，为未来持续发展进行了技术层面的积累和布局。

3、商用业务成长潜力巨大，力争拓展经营链

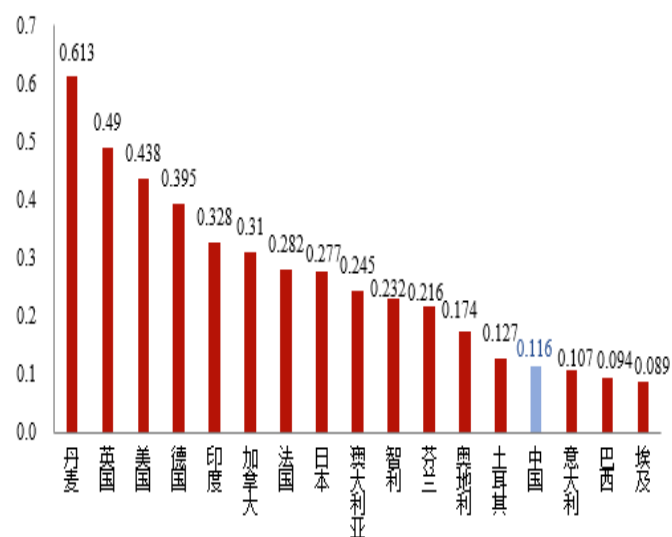
公司 2015 年成立了商用制冷部，并将其规划为战略性业务单元，目前三花涉及的商用领域包括压缩机马达功率大于 4HP 的空调与热泵，主要如多联机、冷水机组、热泵热水器等，此外还包括除家用冰箱外的所有冷冻冷藏设备，如冷凝机组、冷藏车、冷藏柜、冷风机、集装箱等。全球商用制冷零部件市场规模预估约 200 亿人民币，目前以外资企业为主，其中丹佛斯和派克占据了接近一半的市场，此外日本的鹭宫也有接近 10% 的市场份额。三花起步虽然较晚，但有望借助自身家用制冷领域的经验，实现发展突破。根据公司发展规划，到 2020 年争取成为全球商用空调及热泵冷冻行业自控原件前三名，销售额从 2016 年预估的 8.8 亿增长到 19 亿元。

图 19、商用制冷业务主要企业市占率



资料来源：公司资料、招商证券

图 20、2014 各国城市居民人均冷库占有量（立方米/人）



资料来源：国际冷藏库协会（IARW）、招商证券

国内商用空调发展空间大，冷链业务有明显提升空间。未来中国商用空调市场是增长最大的市场，将从多联机市场渗透到传统的分体机、单元式空调以及螺杆机的市场。根据国际冷藏库（IARW）的报告，2014 年全球冷藏库容量约为 5.52 亿立方米，与 2012 年相比增加了 20%，按国别来看，增长率最高的是印度，中国和土耳其。虽然增速较快，但目前我国冷链覆盖率和冷链物流用率较低，以城市居民人均冷库占有量这一较为通用的指标来看，我国人均占有量仅为 0.116 立方米/人，与西欧及北美发达国家相比还有较大成长空间。冷链发展的一大驱动力是食品贸易，尤其国际食品，受益于居民追求更高的生活质量、线上交易发展和物流业的升级，未来国内商业制冷业务有望实现高速增长。预计国内冷冻冷藏展示柜需求将保持 13-15% 左右的年增长率、冷库行业年增速将近 10%，冷链行业将保持在 25% 左右的年增长率，制冷设备年均市场规模在 85-126 亿元。公司商用业务线处于发展成长阶段，预计未来可实现 20% 左右增长率。

经营优势确定，业绩仍有显著提升空间。公司目前仍以制冷控制元件为主业，核心产品符合节能环保趋势，有广阔的发展前景，传统主营产品市占率高，行业整体集中度较高，竞争格局基本稳定。内销方面，随着下游空调行业的复苏，公司业绩有显著提升空间。出口方面，公司销售渠道布局较广，除北美市场外还通过并购亚威科打开了欧洲市场，与国际知名厂商形成了良好的合作关系。长期来看，公司计划从机械产品开发向电子控制集成的系统控制技术解决方案开发升级，由提供产品向提供智能控制解决方案转型，突破产品销售的限制，成为智能控制系统行业内的领军企业。

二、亚威科：横向并购向多元化家电配件提供商转型

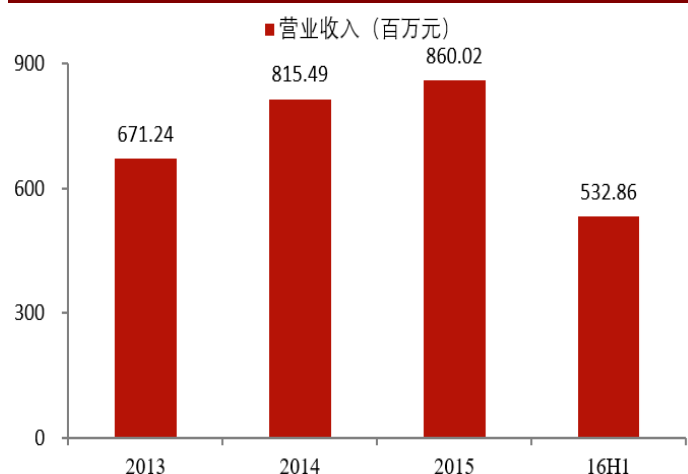
亚威科是一家位于德国的家电核心系统部件研发生产公司，主要从事洗碗机、洗衣机和咖啡机等零部件的研发，制造和销售。亚威科具有较强的研发实力，尤其在水加热领域处于行业领先地位，核心优势是洗碗机系统部件的开发制造，主要产品包括分配器、加热器、水软化器、Omega 加热泵系统等，核心技术是 Omega 加热泵系统，主要应用于高端洗碗机市场。公司 2009 年首先收购了亚威科的冰箱电磁阀业务，之后 2012 年完成了整体收购。收购亚威科横向拓展了公司产业链，使公司从单一制冷零部件生产企业向多元化配件提供商转型。

1、并购带来协同，丰富产品、客户资源与业务机会

打开欧洲市场，协同效应初显。受益于亚威科积累的客户渠道，公司打开了欧洲业务局面。亚威科有优良的发展传统，主要客户包括 BSH、Helbling、米勒、飞利浦、伊莱克斯等，与主要客户关系紧密，90% 的销售集中于前 10 大客户，并且与大客户之间还保持了合作开发的优良传统。因此公司完成亚威科的收购之后，在欧洲地区拓展业务更具优势，顺利与米勒等高端家电品牌建立了合作关系，收购协同效应得到了初步体现。

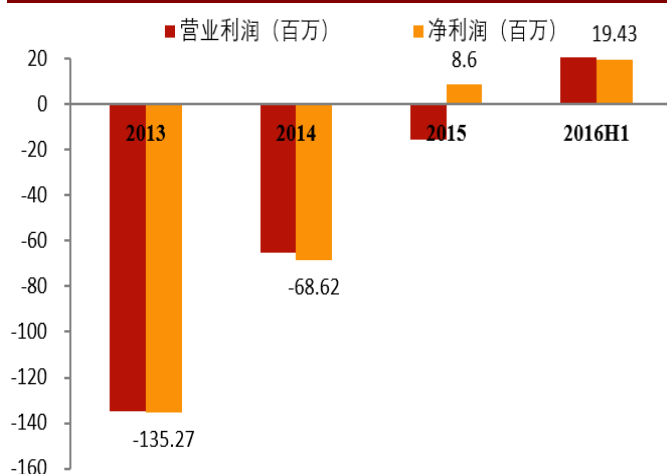
业务整合逐见成效，亚威科实现扭亏为盈。公司 2012 年完成收购后，经历三年整合，到 2015 年实现了扭亏为盈。亚威科被并购之前，已经因为金融危机、盲目扩张、费用管理不善等导致了资金链断裂，一直处于亏损状态。因此公司在并购之后主要进行了业务梳理和产能整合，采取了包括迁移工厂地址、（目前生产基地在波兰和芜湖）降低成本等措施。亚威科业务主要在小家电配件领域，经过整合与公司原本业务逐步融合，部分技术与三花形成互补，是公司技术发展的有力补充，使得公司在热泵系统的技术和产品方面都有一定提升。

图 21、并购完成后亚威科营收情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 22、亚威科运营状况已重回正轨

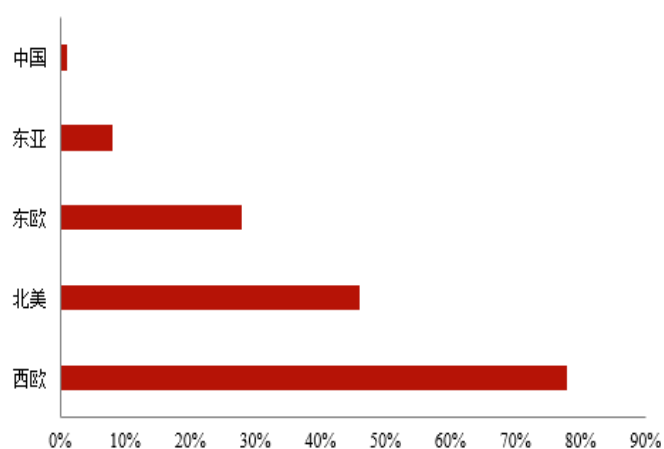


资料来源：公司公告、招商证券

2、国内洗碗机市场潜力巨大,有望激发新的盈利增长点

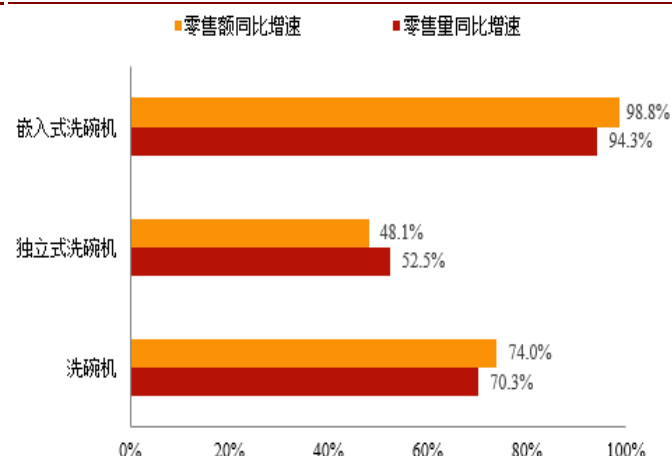
蓝海市场增长潜力巨大，洗碗机零配件业务前景可期。国内家庭洗碗机保有量非常低，仅在 1% 左右，即便在东部经济发展程度较高的城市，保有量也不足 10%，整体市场还在培育状态。传统想法认为国内由于饮食习惯问题，餐具与欧美不同，所以过去适用于欧美的洗碗机在国内市场并不适用，因此对各大品牌而言，洗碗机在国内的推广还是需要一定的时间和准备。2015 年开始方太首先推出了“水槽洗碗机”，从外形与功能来看，都更加符合国内消费者的预期和需求，2015 年底西门子也在国内开设洗碗机工厂，目标同样瞄准潜力巨大的国内洗碗机市场。据中怡康数据，2015 年洗碗机市场零售额达到 10 亿元，零售量达到 21 万台，同比增速分别为 74% 和 70.3%。具体到品类，嵌入式产品领跑，独立式(含台式)、嵌入式零售量同比增长 52.5%、94.3%，零售额同比增长 48.1%、98.8%。根据中怡康预测，2016 年嵌入式洗碗机零售额将达到 14 亿元。

图 23、国内家庭洗碗机保有量仅 1%



资料来源：公司公告、招商证券

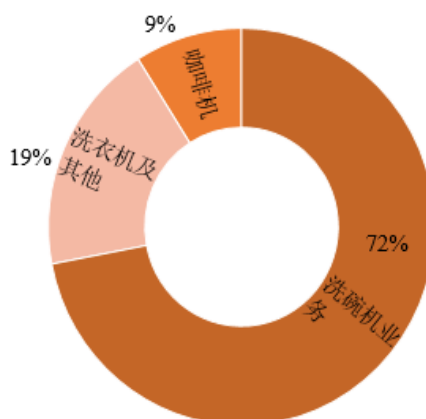
图 24、国内洗碗机市场处于高速增长起步阶段



资料来源：中怡康、招商证券

业内认可零部件供应商，显著受益洗碗机市场发展。国内洗碗机市场从导入走向成熟这一发展历程将对亚威科业务的发展产生极大推动。目前国内销售的高价位洗碗机产品占比较高，根据中怡康的数据，8000 元以上的洗碗机产品份额约为 20%，国内高端产品市场主要由方太，西门子占据。亚威科是业内公认的优质洗碗机零部件供应商，主要合作客户皆为国际知名家电企业，不论从产品技术还是品牌认可度而言都具备极大优势，此外，亚威科也还在咖啡机、洗衣机加热器领域不断进行技术革新，热泵技术的应用还有拓宽和提升的空间。

图 25、亚威科主要营收来源为洗碗机业务

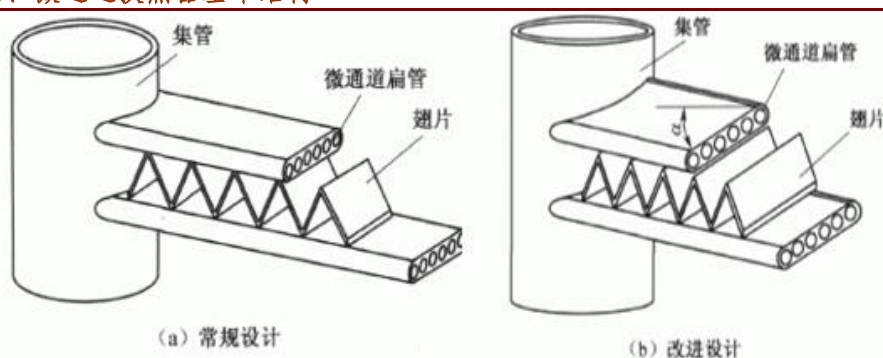


资料来源：公司资料，招商证券

三、微通道：节能应用前景广阔,具备规模与研发优势

微通道换热器是指换热器通道水力直径在 0.5-3mm 的换热器，主要由多个平行孔的扁管、集流管、翅片三部分构成，采用铝合金材料，通过钎焊工艺制作而成，满足清洁生产制造技术，是空调热交换器的未来发展方向。过去微通道换热器主要应用于汽车行业，在制冷空调上的应用还在导入阶段，微通道换热器主要是替换传统的铜管翅片换热器，它具有换热效率高，节省空间，节约冷媒，耐压抗腐蚀性强等特点。在同等制冷效率下，微通道换热器体积减少 30%，重量减轻 50%，制冷剂充注可以减少 30%，对铜管翅片换热器的替换优势较明显。

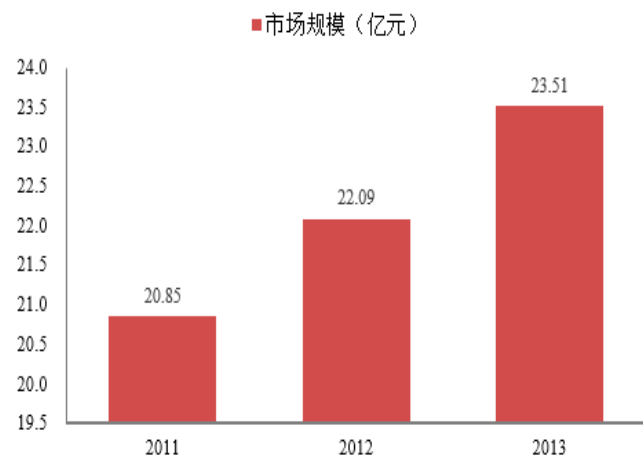
图 26、微通道换热器基本结构



资料来源：招商证券

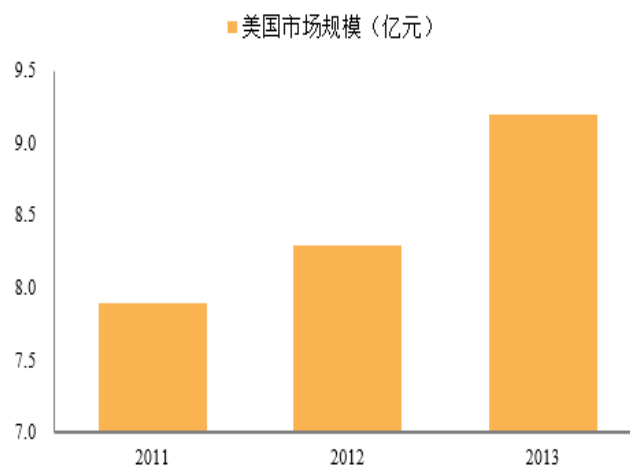
收购集团微通道业务，持续扩展布局北美市场。公司 2015 年收购了杭州三花微通道换热器业务，并通过募资继续扩展生产线和进行技术改造。公司目前以美国市场为主，全球市场占有率超过 30%，排名第一。国内换热器主要集中在商用领域，2010 年市场规模约 500 亿，到 2014 年达到了 706 亿。国内换热器需求最大的是石油化工行业，约 150 亿；其后是电力冶金行业，约有 80 亿规模；船舶工业和机械工业换热器市场规模各约 40 亿；集中供暖行业 and 食品行业也都有 30 亿左右规模，国内微通道换热器市场还需要培养，近期来看，微通道换热器业务仍旧是出口为主。

图 27、全球家用及商用空调微通道换热器市场规模



资料来源：公司资料、招商证券

图 28、美国空调微通道换热器市场规模



资料来源：公司资料、招商证券

产品能效较高，公司在北美市场发展良好。微通道换热器同样是适应高效、节能和环保趋势的产品，可以在制冷空调和冷链领域得到广泛的应用，根据产业在线的相关数据，全球应用于制冷空调和食品冷链的风冷式换热器总规模至少 500 亿美元，欧盟和美国这两大市场的规模约占 200 亿美元，占全球换热器市场 40% 的份额。三花微通道换热器产品目前全球市占率约为 31%，处于第一位，目前主要市场是北美的大型空调高端机等，产品直接出口海外，主要客户包括约克、开利和特灵，三花目前专注于家电领域的微通道换热器应用，微通道换热器整体市场发展空间较大，除家用和商用空调外，在精密空调、大巴车、冷链领域还有广泛的应用空间。

公司 2015 年末通过非公开发行股份募集资金，计划对微通道业务进行扩产，包括在墨西哥新建三条微通道换热器生产线，同时每年将新增 150 万套微通道换热器产能，满足北美客户的采购需求；由于客户主要集中在北美地区，制造中心向墨西哥转移还有利于降低经营成本，更及时了解和解决客户需求。

表 5、微通道项目扩产投资情况

资金投向	承诺投资总额	截至 16.06.30 投资金额
在墨西哥建设微通道换热器生产线项目	22,755	8,824
新增年产 80 万台换热器技术改造项目	7,996	5,120
补充营运资金	9,249	8,649
承诺投资项目合计	40,000	22,592

资料来源：公司资料、招商证券

表 6、微通道产能统计测算

基地	产能（万只）				达产时间	对应客户
	2014	2015	2016E	2017E		
杭州生产基地	120	133	200	200	技改新增 80 万产能 预计 2016 达产	全球客户
美国生产基地	32	32	32	32	2013 年 12 月达产	美国客户
墨西哥生产基地	0	51	129	150	15-17 年新增 150 万产能	北美及南美客户
合计	152	216	361	382		

资料来源：公司资料、招商证券

技术成熟布局较早，微通道业务优势显著。三花在微通道业务领域优势主要来源于两方面，一是公司重视研发，产品技术较为领先，并拥有制冷空调、金属材料高分子材料、机械自动化、工业工程等专业的博士硕士人员从事研发工作，与国内竞争者盾安相比较，有明显的优势；二是公司布局较早，2007 年成立时是当时首批进入中国制冷空调领域的微通道厂家，销售网络最为健全，公司在销售中采取的模式是当地招聘员工，能更好的适应当地市场的需求，此前收购亚威科也帮助公司实现了欧洲市场的销售渠道布局。在全球节能要求日益提升的背景下，微通道换热器的优势将更加明显，替换效应会凸显。

图 29、三花微通道生产线全球布局

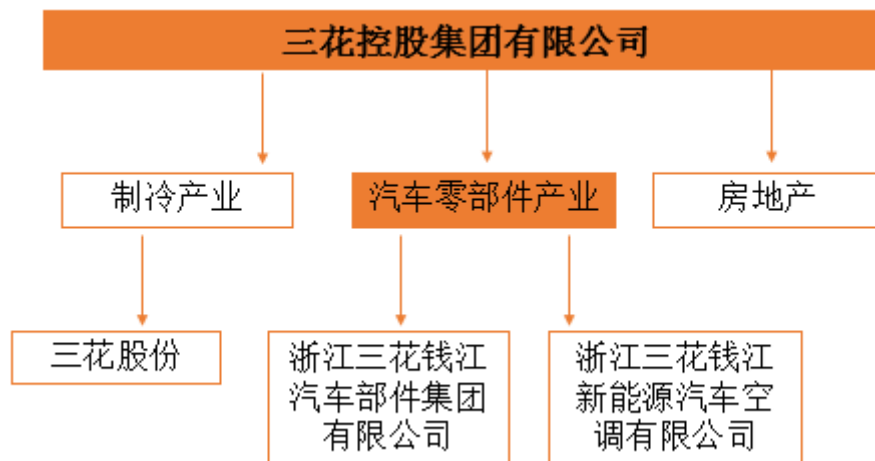


资料来源：公司资料、招商证券

四、集团培育：上市公司盈利新增长点的孵化平台

三花控股集团目前主要包括制冷产业、汽车零部件产业和房地产三大产业，制冷产业即上市公司核心资产，汽车零部件与上市公司业务也存在较大关联性。集团传统汽配产品包括车用膨胀阀和贮液器，2014 年汽车膨胀阀在国内市占率 50%，全球市占率 17%，仅次于不二工机，且车用膨胀阀毛利率和净利率都高于制冷部件业务。车用膨胀阀是车用空调的核心零部件，制造技术要求较高，是汽配业务中的优势产品，公司目前在车用膨胀阀领域已经拥有了核心技术的自主知识产权，集团目标是将汽车零部件产业发展为除制冷产业外的第二支柱产业。

图 30、集团产业简介

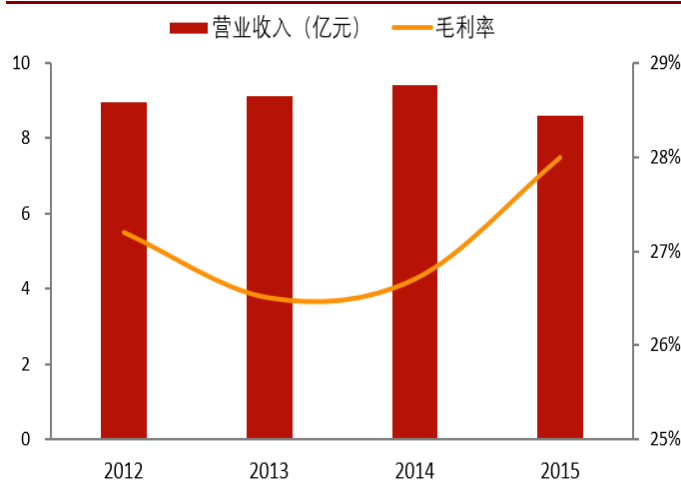


资料来源：公司资料、招商证券

汽配业务进入特斯拉供应体系，产品应用趋向多样化。集团汽配业务初始定位于汽车厂商的二级供应商，随着技术不断更新成熟，角色也向一级供应商转化，目前已经成为了奔驰汽车二氧化碳空调系统中电子膨胀阀的一级供应商，同时也是特斯拉车用配件的供应商。作为二级供应商产品主要适配于法雷奥、贝洱、德尔福等汽车空调制造商，汽配业务 2015 年收入 8.6 亿，其中新能源相关业务接近 10%，这部分业务除车用空调配件外，还包括将电子水泵等配件应用于特斯拉及其充电墙等，预计 2016 年新能源部分业务占比还会继续提高。

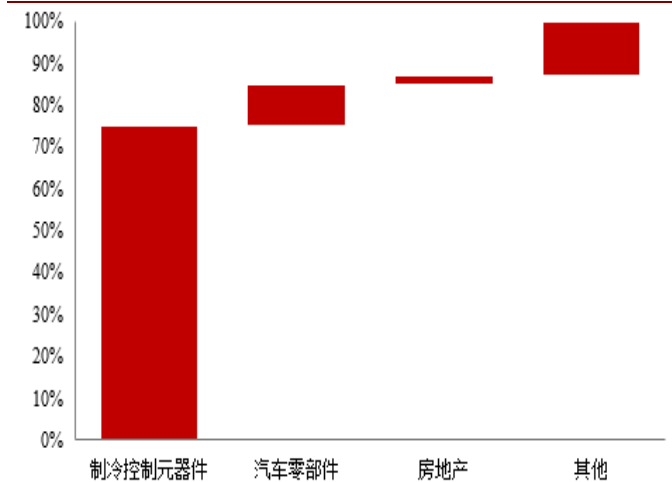
布局新能源空调及热管理系统，优质资产有注入预期。集团在 2012 年与中科院理化所共同设立了新能源汽车空调联合研发中心，其后集团又组建了新能源汽车空调公司，采用研究院孵化产品，公司销售的方式逐步展开市场推广，由于在公司过往发展过程中集团一直在产业孵化方面提供了支持，汽配业务本身盈利能力较强，且公司并不满足于零配件提供，未来长期的研究方向是电动热泵空调系统，为新能源汽车提供空调与热管理系统，力争在新能源汽车产业链占据一席之地。随着业务的成熟和资产规模的扩大，未来该部分资产有注入上市公司的预期。

图 31、2012-2015 三花汽车零部件营收及毛利率情况



资料来源：公司资料、招商证券

图 32、2015 年三花控股集团各项业务营收占比



资料来源：公司资料、招商证券

盈利预测与估值分析

表 7、三花智控 002050 的收入与盈利增长预测 (2016-2020)

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
制冷元器件与部件							
收入	4,883.0	4,401.9	4,930.1	5,669.6	6,293.3	6,922.6	7,476.5
YoY	14.5	9.9	12.0	15.0	11.0	10.0	8.0
毛利率	30.1	29.6	30.8	31.5	30.0	30.0	30.0
微通道业务							
收入		898.9	1217.9	1463.6	1629.5	1744.3	1867.1
YoY			35.5	20.2	11.3	7.0	7.0
毛利率		31.4	30.1	28.8	27.7	26.7	25.5
咖啡机洗衣机等其他							
收入	804.9	860.0	1161.0	1509.3	1962.1	2256.5	2482.1
YoY	20.9	6.9	35.0	30.0	30.0	15.0	10.0
毛利率	17.5	19.7	20.0	21.0	22.0	20.0	20.0
营业收入-合计	5823.9	6160.82	6909.4	8169.9	9344.4	10127.7	11140.5
YoY	10.4	5.8	12.2	18.2	14.4	10.0	10.0
毛利率	27.7	28.5	29.1	29.3	28.8	28.5	28.5

资料来源：公司年报、招商证券

1、盈利预测

基于 16.07 开启的新一轮空调周期与低基数效应,预计 16-17 年公司制冷元器件增长最具弹性,增速分别为 12%, 15%。以电子膨胀阀为代表的高毛利产品占比提升,带动整体利润率仍有提升空间。除空调外,冰洗行业增量需求有限,中长期来看,预计制冷零配件业务以 10%左右速度增长。

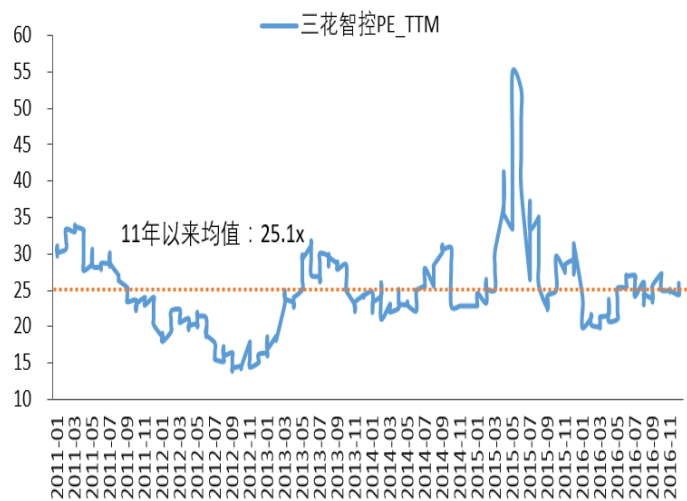
根据公司募资说明书、产线建设及业务模式来看,微通道业务主要通过订单形式与大客户绑定,价格提升空间有限,销量对收入有决定性作用。公司 16-17 在墨西哥有年产约 50 万的新产线建成,同时 16 年原有研发产品投入市场放量,预计近两年增速较快。微通道业务大客户(以 Johnson Controls 为代表)占比约 75%,公司是大客户的主要供应商,长期合作关系良好,结合公司对微通道业务的发展规划,预计 6-10%的常态规模增速较为合理。

亚威科业务目前已步入发展正规,16H1 同比大增 41%,15 年下半年亚威科经营全面提升,预计 16 年全年规模增长可达 30%以上。洗碗机及咖啡机业务在亚威科中占比约 80%,作为高端洗碗机厂商(以西门子为代表)的供货商,随着国内洗碗机市场的逐步开拓,谨慎预估 17-18 年规模增速 15%以上,毛利率接近 30%。综合来看,公司收入及业绩持续成长趋势较为确定,短期超预期表现值得期待。

2、估值分析

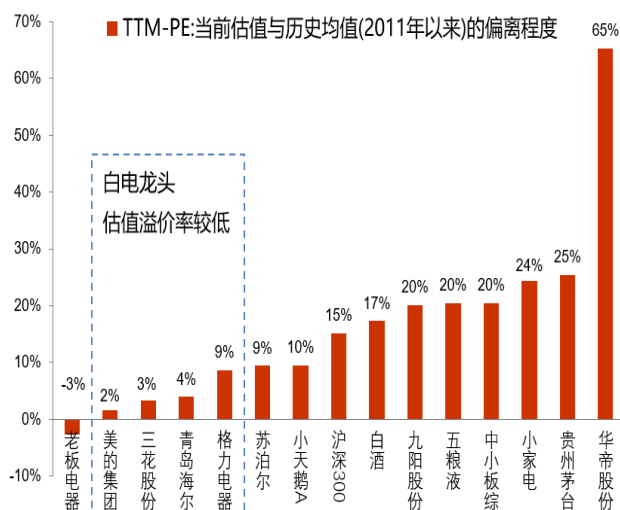
通过横向及纵向对比,公司当前估值水平较为合理。回溯 11 年以来表现,当前公司估值仍呈现围绕历史均值波动趋势,并未出现明显溢价。横向对比,白电龙头仍未迎来估值切换,整体溢价率较低,公司溢价率仍在[-3%,5%]区间波动。短期来看,空调产业链复苏提供了业绩保障及安全边际,中长期来看,业绩多轮驱动的格局正逐步形成,以新能源汽车配为代表的新业务的注入,使其估值具备上行空间。17 年预测 EPS0.55,对应 20xPE 估值中枢,是稳健与弹性兼顾的优质配置选择。

图 33、纵向：当前 PE_TTM (12.27) 估值溢价较低



资料来源：wind、招商证券

图 34、横向：白电龙头估值溢价率较低



资料来源：wind、招商证券

附：全球家电估值表

	Net Income Growth Rate			PE		Dividend Yield	
HK Equity	15A	16E	17E	15A	16E	17E	16E
海尔电器	10.5%	0.0%	8.9%	13.4	12.6	11.5	1.2%
创维数码	149.4%	-30.6%	-2.6%	5.5	6.5	6.2	4.1%
TCL 多媒体	-89.0%	195.7%	51.7%	253.6	25.0	17.0	0.9%
海信科龙	-13.7%	83.0%	19.0%	8.0	9.4	8.1	3.7%
平均估值				39.5	11.7	10.5	
US Equity	15A	16E	17E	15A	16E	17E	16E
Whirlpool	20.5%	8.9%	11.4%	12.7	12.8	11.3	2.3%
United Technology	22.3%	-3.6%	-3.3%	15.2	16.6	16.7	2.7%
A.O.Smith	36.1%	14.6%	11.5%	24.5	25.8	22.9	0.9%
Spectrum Brand	-30.5%	73.2%	-13.2%	22.9	6.4	19.9	1.0%
Ingersoll-Rand plc	-28.7%	12.2%	4.0%	15.3	17.8	16.7	2.5%
Helen of Troy Ltd	52.1%	5.7%	-4.4%	16.5	14.6	14.0	0.0%
平均估值				15.8	16.3	16.5	
European Equity	15A	16E	17E	15A	16E	17E	16E
Electrolux	-30.1%	41.6%	8.2%	37.7	14.6	13.5	3.1%
De'Longhi	18.2%	4.7%	12.7%	27.7	21.2	19.0	2.1%
SEB	21.1%	18.5%	39.0%	22.5	24.1	17.7	1.5%
Rational	10.7%	6.6%	12.1%	39.2	37.3	33.2	1.9%
OSRAM	-11.7%	54.4%	-53.5%	29.0	13.9	18.1	1.4%
Philips	55.4%	40.3%	11.2%	54.0	18.4	16.3	3.0%
平均估值				29.3	16.8	15.2	
Japan Equity	15A	16E	17E	15A	16E	17E	16E
Toshiba		-1177.5%	135.1%			7.1	0.0%
Daikin Industries	29.0%	14.5%	8.7%	19.6	23.6	21.1	1.1%
Panasonic	49.0%	7.7%	-20.2%	20.3	15.2	17.5	2.0%
Sony	1.9%	217.3%	-37.6%		26.8	44.6	0.6%
Hitachi	-47.5%	-28.7%	35.5%	14.7	12.4	13.4	2.0%
Mitsubishi Electric	52.9%	-2.6%	-12.0%	13.1	16.0	17.3	1.6%
Noritz		179.9%	89.0%		29.8	15.8	1.2%
Rinnai	-11.2%	10.0%	3.3%	22.4	21.0	20.9	0.9%
Zojirushi	67.9%	15.6%	17.6%	19.2	15.1	12.3	1.4%
平均估值				16.4	22.1	27.5	
Korean Equity	15A	16E	17E	15A	16E	17E	16E
LG Electronics	-68.9%	268.5%	73.2%	76.1	19.3	11.5	2.9%
Samsung	-19.0%	14.8%	25.4%	10.0	12.4	9.8	1.3%
Coway	37.4%	-24.7%	45.9%	18.2	25.8	17.6	2.3%
平均估值				15.4	12.9	10.2	
Others	15A	16E	17E	15A	16E	17E	16E
Fisher & Pay kel	16.6%	26.7%	17.1%	32.3	34.1	28.8	1.2%
Conception	4.8%	37.9%	19.3%	21.8	21.3	18.4	1.6%
Arcelik	44.4%	32.2%	-9.5%	10.6	12.5	13.5	2.3%
A 股	15A	16E	17E	15A	16E	17E	16E
格力电器	-11.5%	16.5%	23.6%	9.5	10.1	8.2	7.1%
美的集团	21.0%	18.2%	19.1%	13.3	11.5	9.7	3.5%
青岛海尔	-19.4%	15.7%	19.5%	12.2	12.1	8.5	2.5%
小天鹅 A	31.7%	30.6%	22.5%	21.7	17.0	13.9	2.4%
苏泊尔	28.9%	20.1%	18.3%	25.5	20.7	17.5	1.9%
九阳股份	16.6%	11.0%	19.6%	32.8	20.1	16.8	4.3%
新宝股份	32.9%	43.8%	29.4%	43.3	24.2	18.7	1.9%

资料来源：Bloomberg、Wind、招商证券

注：2016 年 12 月 30 日数据

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4538	5258	5952	6344	6869
现金	643	1160	1451	1034	793
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1265	1235	1369	1617	1846
应收款项	932	1084	1180	1394	1591
其它应收款	92	75	83	98	112
存货	1150	1185	1294	1523	1752
其他	455	519	575	679	775
非流动资产	2483	2782	2647	2762	2865
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	1948	2095	2113	2262	2397
无形资产	372	398	335	301	271
其他	158	285	195	194	193
资产总计	7021	8039	8599	9106	9734
流动负债	3246	2507	3341	3118	2917
短期借款	989	646	1500	1000	521
应付账款	727	733	806	949	1092
预收账款	8	13	14	16	19
其他	1522	1115	1021	1153	1286
长期负债	223	845	221	221	221
长期借款	37	661	37	37	37
其他	186	184	184	184	184
负债合计	3469	3352	3563	3340	3138
股本	773	1801	1801	1801	1801
资本公积金	929	442	929	929	929
留存收益	1830	2409	2283	3008	3833
少数股东权益	19	36	23	28	33
归属于母公司所有者权益	3533	4652	5014	5739	6563
负债及权益合计	7021	8039	8599	9106	9734

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	578	819	378	675	858
净利润	488	605	808	967	1115
折旧摊销	225	240	226	237	248
财务费用	89	72	(6)	16	(3)
投资收益	(15)	8	(19)	(19)	(20)
营运资金变动	(215)	(112)	(632)	(538)	(494)
其它	6	5	1	11	12
投资活动现金流	(687)	(332)	(386)	(353)	(353)
资本支出	(400)	(340)	(353)	(353)	(353)
其他投资	(287)	8	(33)	0	0
筹资活动现金流	(74)	83	816	(739)	(746)
借款变动	309	(74)	118	(500)	(479)
普通股增加	178	1028	1028	0	0
资本公积增加	(189)	(488)	0	0	0
股利分配	(220)	(356)	(356)	(242)	(290)
其他	(153)	(28)	25	4	23
现金净增加额	(184)	570	808	(417)	(241)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5824	6161	6828	8064	9207
营业成本	4208	4404	4843	5700	6558
营业税金及附加	26	38	31	36	42
营业费用	263	321	348	403	442
管理费用	607	669	676	782	865
财务费用	118	22	(6)	16	(3)
资产减值损失	21	13	28	28	28
公允价值变动收益	(9)	3	2	2	2
投资收益	15	(8)	17	17	18
营业利润	586	688	927	1118	1295
营业外收入	58	68	50	50	50
营业外支出	33	28	10	10	10
利润总额	611	728	967	1158	1335
所得税	122	120	155	186	215
净利润	489	608	812	972	1120
少数股东损益	1	3	4	5	5
归属于母公司净利润	488	605	808	967	1115
EPS（元）	0.63	0.34	0.45	0.54	0.62

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	10%	6%	11%	18%	14%
营业利润	65%	17%	35%	21%	16%
净利润	51%	24%	34%	20%	15%
获利能力					
毛利率	27.7%	28.5%	29.1%	29.3%	28.8%
净利率	8.4%	9.8%	11.8%	12.0%	12.1%
ROE	13.8%	13.0%	16.1%	16.9%	17.0%
ROIC	11.3%	9.7%	11.7%	13.9%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	49.4%	41.7%	41.4%	36.7%	32.2%
净负债比率	20.2%	18.3%	17.9%	11.4%	5.7%
流动比率	1.4	2.1	1.8	2.0	2.4
速动比率	1.0	1.6	1.4	1.5	1.8
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	3.8	3.8	4.0	4.0	4.0
应收帐款周转率	6.2	6.1	6.5	6.3	6.2
应付帐款周转率	5.2	6.0	6.3	6.5	6.4
每股资料（元）					
每股收益	0.63	0.34	0.45	0.54	0.62
每股经营现金	0.75	0.45	0.21	0.37	0.48
每股净资产	4.57	2.58	2.78	3.19	3.64
每股股利	0.46	0.49	0.13	0.16	0.19
估值比率					
PE	17.4	32.7	24.5	20.5	17.8
PB	2.4	4.3	3.9	3.5	3.0
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

纪敏，复旦大学，计算机专业学士和硕士。

2012-至今，任招商证券家电行业首席分析师。2016 年获新财富家电行业第 3 名。2015 年获新财富家电行业第 3 名，水晶球奖家电行业第 4 名，金牛奖家电行业第 3 名。2014 年获新财富家电行业第 3 名，水晶球奖家电行业第 4 名，金牛奖家电行业第 3 名。2013 年获新财富家电行业第 5 名，水晶球奖家电行业第 5 名，金牛奖家电行业第 4 名。

吴昊，新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学、经济学双学士。

2015-至今，任招商证券家电行业分析师。2016 年获新财富家电行业第 3 名，金牛奖第 4 名，保险资管最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖第 3 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。