

不畏汇兑遮望眼

■事件:三花智控公布2017年半年报,公司Q2单季度实现收入24.2亿元, YoY+26.6%; 实现业绩3.4亿元, YoY+27.4%。Q2单季度收入增速符合我们的预期。公司预计1~9月业绩 YoY+20%~+50%, 折算Q3单季度业绩 YoY+54.8%~+140.6%。根据公司公告, 汽零业务预计在2017Q3并入三花智控, 为公司带来新的业绩增长点; 同时, 随着国内空调热销行情的延续, 我们认为, 三花家电主业也将保持快速增长。

■Q2业绩略低预期, 内销市场助力成长: 公司Q2单季度业绩 YoY+27.4%, 增速略低于市场预期。我们认为, Q2业绩增速略低的主要原因是: 受近期人民币升值影响, 汇兑损失增加, 当期财务费用有所增长。2017Q2, 公司财务费用为3069.3万元, 而去年同期为-4997.9万元。但我们认为, 人民币汇率的短期波动并不影响三花的投资价值, 若排除汇兑损益的影响, 2017H1三花业绩 YoY+60.2%。考虑到2017H1空调终端需求旺盛, 且受其影响, 渠道库存处于相对低位, 我们预计2017H2下游空调行业热度不减, 利好三花家电主业。可供佐证的是, 根据产业在线数据, 2017年7月我国空调内销量 YoY+72%。我们预期2017H2公司内销收入将保持高速增长, 而币值波动对于业绩的负面影响将逐步减弱。

■优化产品结构, 盈利能力逆势上升: 部分市场投资者认为, 自2016Q4以来, 家电上游原材料价格处于高位, 三花2017Q2的盈利能力将承压。但是, 公司Q2单季度的毛利率和净利率分别同比上升1.7pct/0.1pct。我们认为, 三花2017Q2盈利能力提升的主要原因为公司不断优化产品结构, 高附加值产品(例如: 电子膨胀阀)占比有所提升, 消化掉了成本端的压力。公司作为制冷配件的龙头企业, 拥有较强的议价能力, 对成本控制力较强, 原材料价格上行对其负面影响较小, 加之三花持续升级产品结构, 我们预计, 2017H2公司的盈利能力有望进一步提升。

■投资建议: 我们预期三花的家电主业继续向好, 即将注入的汽零业务也将带来新的业绩看点。三花汽零业务尚未并表, 暂不考虑汽零资产业绩贡献及相应股本变动, 我们预计公司2017年-2019年的EPS分别为0.63/0.79/0.96元, 维持买入-A的投资评级, 6个月目标价为22.12元, 对应2018年28倍的动态市盈率。

■风险提示: 人民币大幅升值, 原材料价格上涨

100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	61.6	67.7	88.1	107.9	129.6
净利润	6.1	8.6	11.3	14.1	17.3
每股收益(元)	0.34	0.48	0.63	0.79	0.96
每股净资产(元)	2.58	2.95	3.34	3.78	4.26

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	49.0	34.6	26.3	21.0	17.1
市净率(倍)	6.4	5.6	4.9	4.4	3.9
净利润率	9.8%	12.7%	12.8%	13.1%	13.4%
净资产收益率	13.0%	16.1%	18.7%	20.8%	22.6%
股息收益率	0.6%	1.8%	1.5%	2.1%	2.9%
ROIC	13.9%	14.3%	24.3%	21.7%	29.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价: 22.12元
 股价(2017-08-30) 16.47元

交易数据

总市值(百万元)	29,670.31
流通市值(百万元)	25,755.60
总股本(百万股)	1,801.48
流通股本(百万股)	1,563.79
12个月价格区间	9.43/17.40元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.77	12.91	65.74
绝对收益	-5.34	26.3	70.6

张立聪 分析师
 SAC 执业证书编号: S1450517070005
 zhanglc@essence.com.cn

相关报告

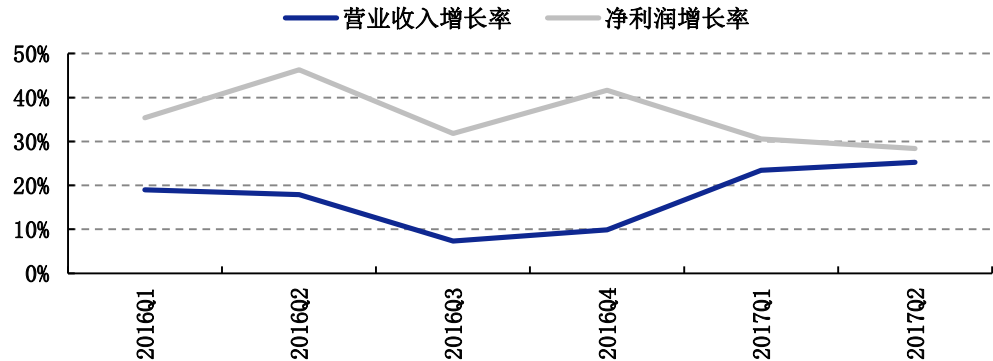
- 三花智控: 注入汽零资产, 注入新梦想 2017-08-10
- 三花智控: 装入汽车零部件资产, 注入增长新动能 2017-05-31
- 三花智控: 收入业绩表现大超预期, 空调复苏有望充分释放弹性 2016-08-09

表 1：财务指标分析

%	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入 YoY	0	5	18	19	23	27
归母净利 YoY	3	33	51	93	31	27
扣非归母净利 YoY	23	48	16	191	30	26
销售毛利率	28	29	32	31	26	30
销售费用率	5	4	5	7	4	4
毛利率-销售费用率	23	24	27	23	22	26
销售净利率	9	14	16	11	9	14
ROE	3	6	5	4	3	6
扣非后 ROE	3	5	5	2	3	6
ROA	2	3	3	2	2	4
销售商品提供劳务收到的现金/收入	117	95	95	110	98	79
经营活动现金净流量/收入	17	22	14	23	5	7
经营活动现金净流量/经营净收益	170	137	87	278	45	41
经营现金流净额占比	249	-258	83	223	46	-84
投资现金流净额占比	6	199	92	-13	57	-11
筹资现金流净额占比	-155	158	-75	-111	-3	195

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 1：收入与净利润增长率



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					
100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E	100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	61.6	67.7	88.1	107.9	129.6	成长性					
减:营业成本	44.0	47.5	60.6	73.8	88.2	营业收入增长率	5.8%	9.9%	30.2%	22.4%	20.2%
营业税费	0.4	0.8	1.1	1.3	1.6	营业利润增长率	17.5%	34.6%	36.5%	25.8%	23.0%
销售费用	3.2	3.6	4.4	5.4	6.5	净利润增长率	24.1%	41.6%	31.5%	25.4%	22.6%
管理费用	6.7	7.1	8.4	10.6	13.0	EBITDA 增长率	2.4%	13.9%	48.9%	20.5%	19.7%
财务费用	0.2	-0.9	0.8	0.6	0.5	EBIT 增长率	0.9%	17.4%	61.2%	22.7%	21.8%
资产减值损失	0.1	0.7	0.4	0.4	0.5	NOPLAT 增长率	5.3%	18.9%	63.9%	22.7%	21.8%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	投资资本增长率	15.6%	-3.8%	37.8%	-9.5%	29.1%
投资和汇兑收益	-0.1	0.3	0.1	0.1	0.2	净资产增长率	32.0%	14.5%	13.1%	12.9%	12.8%
营业利润	6.9	9.3	12.6	15.9	19.6	利润率					
加:营业外净收支	0.4	0.9	0.5	0.6	0.7	毛利率	28.5%	29.8%	31.2%	31.6%	31.9%
利润总额	7.3	10.2	13.2	16.5	20.3	营业利润率	11.2%	13.7%	14.3%	14.7%	15.1%
减:所得税	1.2	1.6	1.8	2.3	2.8	净利润率	9.8%	12.7%	12.8%	13.1%	13.4%
净利润	6.1	8.6	11.3	14.1	17.3	EBITDA/营业收入	15.4%	15.9%	18.2%	17.9%	17.9%
						EBIT/营业收入	11.5%	12.3%	15.2%	15.3%	15.5%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	118	114	89	72	59
货币资金	11.6	14.7	19.4	23.7	28.5	流动营业资本周转天数	129	121	125	124	122
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	286	287	286	285	281
应收帐款	11.6	12.3	18.5	19.5	26.2	应收帐款周转天数	64	64	63	64	63
应收票据	12.4	12.5	22.7	19.5	30.5	存货周转天数	68	64	64	64	63
预付帐款	0.2	0.4	0.4	0.5	0.6	总资产周转天数	440	437	402	377	354
存货	11.8	12.0	19.4	18.7	26.5	投资资本周转天数	269	257	231	208	188
其他流动资产	5.0	3.5	4.3	4.2	4.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.0%	16.1%	18.7%	20.8%	22.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.6%	10.3%	10.0%	12.6%	12.3%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	13.9%	14.3%	24.3%	21.7%	29.2%
投资性房地产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	费用率					
固定资产	20.9	21.8	21.8	21.6	21.0	销售费用率	5.2%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
在建工程	1.9	1.8	2.0	1.2	1.0	管理费用率	10.9%	10.5%	9.5%	9.8%	10.0%
无形资产	4.0	3.7	3.4	3.1	2.8	财务费用率	0.4%	-1.4%	0.9%	0.5%	0.4%
其他非流动资产	0.8	1.0	0.8	0.8	0.9	三费/营业收入	16.4%	14.4%	15.4%	15.3%	15.4%
资产总额	80.4	84.0	112.9	113.1	142.2	偿债能力					
短期债务	6.5	3.0	16.9	12.3	24.4	资产负债率	41.7%	36.1%	46.2%	39.4%	45.6%
应付帐款	8.0	9.8	13.3	14.2	19.0	负债权益比	71.5%	56.5%	85.9%	64.9%	83.9%
应付票据	5.7	6.6	8.2	10.1	12.0	流动比率	2.10	2.15	1.86	2.02	1.87
其他流动负债	4.9	6.3	7.2	6.1	6.8	速动比率	1.62	1.68	1.43	1.58	1.44
长期借款	6.6	2.7	4.8	-	0.8	利息保障倍数	32.18	-9.03	16.96	28.26	38.63
其他非流动负债	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	分红指标					
负债总额	33.5	30.3	52.2	44.5	64.8	DPS(元)	0.10	0.30	0.25	0.35	0.48
少数股东权益	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	分红比率	29.8%	63.0%	40.0%	45.0%	50.0%
股本	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	股息收益率	0.6%	1.8%	1.5%	2.1%	2.9%
留存收益	28.7	35.5	42.2	50.0	58.7						
股东权益	46.9	53.7	60.7	68.6	77.3						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	6.1	8.6	11.3	14.1	17.3	EPS(元)	0.34	0.48	0.63	0.79	0.96
加:折旧和摊销	2.4	2.5	2.6	2.9	3.1	BVPS(元)	2.58	2.95	3.34	3.78	4.26
资产减值准备	0.1	0.7	-	-	-	PE(X)	49.0	34.6	26.3	21.0	17.1
公允价值变动损失	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	PB(X)	6.4	5.6	4.9	4.4	3.9
财务费用	0.7	0.4	0.8	0.6	0.5	P/FCF	-2,832.9	58.6	34.0	27.8	22.1
投资损失	0.1	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2	P/S	4.8	4.4	3.4	2.8	2.3
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	EV/EBITDA	20.6	17.9	18.8	14.9	12.8
营运资金的变动	-4.5	2.3	-17.9	4.8	-18.4	CAGR(%)	32.7%	26.4%	32.3%	32.7%	26.4%
经营活动产生现金流量	8.2	13.1	-3.3	22.3	2.5	PEG	1.5	1.3	0.8	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-3.3	-0.7	-2.3	-1.4	-1.8	ROIC/WACC	1.4	1.4	2.5	2.2	3.0
融资活动产生现金流量	0.8	-8.4	10.3	-16.6	4.1	REP	2.8	2.8	1.9	2.2	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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张立聪声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	巢慕霖		
北京联系人	巢慕霖		

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层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034