

**三花智控(002050)/白色家电**
**传统主业景气高增长, 新能源车热管理蓄势待发**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 16.47

目标价格: 20.2

**分析师: 邵晶鑫**
**执业证书编号: S0740517010005**

电话:

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

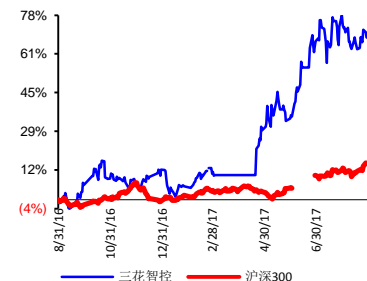
**分析师: 邹玲玲**
**执业证书编号: S0740517040001**

电话:

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,801
流通股本(百万股)	1,564
市价(元)	16.47
市值(百万元)	29,670
流通市值(百万元)	25,756

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,160.8	6,769.2	8,390.7	9,775.0	11,120.5
增长率 yoy%	5.8%	9.9%	24.0%	16.5%	13.8%
净利润	605.4	857.5	1,084.7	1,249.2	1,467.5
增长率 yoy%	24.1%	41.6%	26.5%	15.2%	17.5%
每股收益(元)	0.34	0.48	0.60	0.69	0.81
每股现金流量	0.45	0.73	0.38	0.58	0.77
净资产收益率	13.0%	16.1%	17.8%	18.3%	19.2%
P/E	49.0	34.6	27.4	23.8	20.2
PEG	1.8	1.8	0.9	0.9	1.0
P/B	6.4	5.6	4.9	4.3	3.9

备注: 不考虑三花汽零并表

**投资要点**

- 事件:** ①公司发布 2017 年半年报, 实现营收 42.80 亿元, 同比增长 25.23%; 归母净利润为 5.13 亿元, 同比增长 28.41%。综合毛利率 28.61%, 同比增加了 0.28 个百分点。三项费用方面, 销售/管理/财务费用分别为 1.87/3.42/0.44 亿元, 同比变动 21.24%/5.60%/205.07%, 相应费率同比变动-0.16/-2.03/2.27 个 pct。三项费用控制良好。其中财务费用增长主要系汇兑收益所致, 报告期内, 公司汇兑损失较同期增加 0.92 亿元, 剔除该因素影响, 公司归母净利润增速达 55%; ②内销实现 19.3 亿, 同比增长 38.6%, 外销 23.5 亿, 同比增长 16%。③公司发布 1-9 月业绩预告, 实现归母净利润 9.3~11.7 亿, 同比增长 20%~50%。
- 受益行业景气, 制冷零部件业务高速增长。** 2017 年 1-7 月家用空调销量同比增长 38%, 7 月销量同比增长 52.4%; 制冷零部件中空调截止阀、四通阀 1-7 月同比增速 46%、48%; 公司作为制冷零部件龙头企业, 其电子膨胀阀、四通换向阀、微通道换热器等主要产品市场占有率位居全球第一, 公司上半年制冷业务单元营收 25.15 亿元, 同比上升 22.84%, 毛利率水平略有下滑 2.17 个 pct。今年上半年公司产品市场占有率进一步提升, 行业龙头地位稳固, 全年业绩保持高增长可期。
- 微通道业务营收稳定增长, 盈利能力提升显著。** 微通道换热器相对于传统换热器能效更好, 凭借其在新冷媒应用、减少充注量、提高能效等优势, 潜力广阔。报告期内微通道业务营收 6.74 亿元, 同比上升 19.88%, 毛利率提升 2.68 个 pct, 实现净利润 1 亿, 同比增加 31.28%, 随着墨西哥 150 万套微通道换热器生产线项目在年底投产, 海外有望进一步打开。洗碗机业务中, 亚威科营收 5.97 亿元, 同比上升 12.00%, 虽然收入端增长, 但毛利率水平上半年略有下滑。其他产品营收 4.95 亿元, 同比上升 79.36%, 主要系煤改电等市场机会开拓, 变频控制器业务销售增长较快。
- 收购三花汽零, 新能源汽车热管理系统打开成长空间。** 三花汽零在汽车膨胀阀市场占有率国内超 37%, 全球超 16%, 位列世界第二。公司在新能源汽车热管理系统上具备阀件、控件、泵等提供多种产品的综合能力。全球独家首创的电子膨胀阀具有技术先发优势, 自 2010 年开始公司为特斯拉供货, 目前是其多个热管理系统零部件产品的一级供应商, 特斯拉作为公司热管理系统零部件产品的标杆客户, 将带来产品推广的示范效应。目前公司已成为特斯拉、奔驰、通用、比亚迪、吉利、蔚来汽车、长城、上汽、众泰、北汽、一汽等整车厂供应商。未来随着新能源车上市, 公司业务有望得到快速发展。三花汽零承诺 17/18/19 年分别完成净利润 1.69/2.08/2.45 亿元, 我们预计公司 17 年有望完成。目前三花汽零已经完成过户, 8 月将实现并表。
- 投资建议:** 不考虑拟注入资产三花汽零, 我们预计公司原业务 2017-2019 年分别实现归母净利润 10.85/12.5/14.7 亿, 同比分别增长 26.5%/15.2%/17.5%, 对应 PE 分别为 27/23.8/20.2 倍。(若考虑三花汽零 2017-2018 年净利润 1.83 亿、3.12 亿, 收购完成后备考市值预计 340 亿左右(不确定配套融资股份数量及价格), 2017-2018 对应估值 27、22 倍), 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 下游需求下滑、汇率波动风险、原材料价格波动风险、新能源车销量不及预期风险

图表 1: 公司财务预测

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,160.8	6,769.2	8,390.7	9,775.0	11,120.5	成长性					
减: 营业成本	4,404.5	4,754.1	5,926.0	6,909.1	7,836.2	营业收入增长率	5.8%	9.9%	24.0%	16.5%	13.8%
营业税费	38.2	79.3	91.4	97.7	110.1	营业利润增长率	17.5%	34.6%	36.0%	13.8%	18.4%
销售费用	321.1	357.3	369.2	439.9	489.3	净利润增长率	24.1%	41.6%	26.5%	15.2%	17.5%
管理费用	668.7	709.4	713.2	840.6	950.8	EBITDA增长率	2.4%	13.9%	41.5%	12.5%	16.1%
财务费用	22.1	-92.3	12.4	12.8	6.8	EBIT增长率	0.9%	17.4%	52.6%	13.6%	17.9%
资产减值损失	13.4	74.0	40.0	57.0	48.5	NOPLAT增长率	5.3%	18.9%	50.6%	14.3%	18.2%
加: 公允价值变动收益	2.7	4.5	0.8	-0.8	0.2	投资资本增长率	15.6%	-3.8%	11.7%	7.1%	4.8%
投资和汇兑收益	-7.6	33.8	20.0	15.4	17.7	净资产增长率	32.0%	14.5%	14.7%	12.1%	11.9%
营业利润	688.0	925.7	1,259.3	1,432.4	1,696.7	利润率					
加: 营业外净收支	40.4	93.1	45.0	61.6	54.2	毛利率	28.5%	29.8%	29.4%	29.3%	29.5%
利润总额	728.4	1,018.8	1,304.3	1,494.0	1,750.9	营业利润率	11.2%	13.7%	15.0%	14.7%	15.3%
减: 所得税	120.0	157.0	215.2	239.0	276.6	净利率	9.8%	12.7%	12.9%	12.8%	13.2%
净利润	605.4	857.5	1,084.7	1,249.2	1,467.5	EBITDA/营业收入	15.4%	15.9%	18.2%	17.5%	17.9%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	11.5%	12.3%	15.2%	14.8%	15.3%
货币资金	1,159.8	1,469.1	1,846.0	2,248.2	2,557.7	运营效率					
交易性金融资产	0.2	1.5	0.6	0.8	1.0	固定资产周转天数	118	114	92	75	63
应收账款	1,159.2	1,234.7	1,515.6	1,742.8	2,038.2	流动营业资本周转天数	129	121	107	112	113
应收票据	1,235.1	1,250.9	1,835.0	1,803.5	2,323.5	流动资产周转天数	286	287	271	279	280
预付账款	23.2	37.8	35.2	44.1	51.6	应收账款周转天数	64	64	59	60	61
存货	1,184.6	1,204.3	1,429.5	1,833.2	1,867.2	存货周转天数	68	64	57	60	60
其他流动资产	495.5	347.7	421.6	401.0	411.3	总资产周转天数	440	437	391	378	364
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	269	257	216	202	188
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4.5	4.3	4.2	4.0	3.8	ROE	13.0%	16.1%	17.8%	18.3%	19.2%
投资性房地产	12.1	11.8	10.3	8.8	7.3	ROA	7.6%	10.3%	11.1%	11.7%	12.5%
固定资产	2,094.6	2,184.7	2,091.3	2,002.8	1,917.3	ROIC	13.9%	14.3%	22.4%	22.9%	25.3%
在建工程	191.9	183.3	183.3	183.3	183.3	费用率					
无形资产	397.6	369.7	359.7	349.1	335.1	销售费用率	5.2%	5.3%	4.4%	4.5%	4.4%
其他非流动资产	81.2	98.8	86.3	88.5	83.1	管理费用率	10.9%	10.5%	8.5%	8.6%	8.6%
资产总额	8,039.5	8,398.6	9,818.4	10,710.0	11,780.3	财务费用率	0.4%	-1.4%	0.1%	0.1%	0.1%
短期债务	646.1	298.7	592.0	726.3	479.0	三费/营业收入	16.4%	14.4%	13.0%	13.2%	13.0%
应付账款	803.3	983.0	1,232.6	1,325.5	1,599.1	偿债能力					
应付票据	568.6	664.9	882.4	916.0	1,126.9	资产负债率	41.7%	36.1%	37.3%	35.6%	34.5%
其他流动负债	489.0	633.6	685.8	664.0	677.4	负债权益比	71.5%	56.5%	59.5%	55.3%	52.7%
长期借款	660.9	272.9	89.8	-	-	流动比率	2.10	2.15	2.09	2.22	2.38
其他非流动负债	183.9	179.1	181.5	180.3	180.9	速动比率	1.62	1.68	1.67	1.72	1.90
负债总额	3,351.9	3,032.2	3,664.2	3,812.1	4,063.3	利息保障倍数	32.18	-9.03	102.47	113.15	249.52
少数股东权益	35.6	43.8	48.2	54.0	60.8	分红指标					
股本	1,801.5	1,801.5	1,801.5	1,801.5	1,801.5	DPS (元)	0.10	0.30	0.18	0.28	0.36
留存收益	2,869.6	3,545.3	4,304.6	5,042.5	5,854.7	分红比率	29.8%	63.0%	30.0%	40.9%	44.7%
股东权益	4,687.6	5,366.4	6,154.3	6,898.0	7,717.0	股息收益率	0.6%	1.8%	1.1%	1.7%	2.2%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	608.4	861.8	1,084.7	1,249.2	1,467.5	EPS (元)	0.34	0.48	0.60	0.69	0.81
加: 折旧和摊销	240.4	248.0	253.4	270.0	288.8	BVPS (元)	2.58	2.95	3.39	3.80	4.25
资产减值准备	13.4	74.0	-	-	-	PE (X)	49.0	34.6	27.4	23.8	20.2
公允价值变动损失	-2.7	-4.5	0.8	-0.8	0.2	PB (X)	6.4	5.6	4.9	4.3	3.9
财务费用	72.2	35.2	12.4	12.8	6.8	P/FCF	-2,832.9	58.6	45.0	32.7	31.2
投资收益	7.6	-33.8	-20.0	-15.4	-17.7	P/S	4.8	4.4	3.5	3.0	2.7
少数股东损益	2.9	4.4	4.4	5.8	6.8	EV/EBITDA	20.6	17.9	18.9	16.6	14.0
营运资金的变动	-452.5	234.3	-649.1	-475.1	-368.4	CAGR (%)	27.3%	19.6%	30.6%	27.3%	19.6%
经营活动产生现金流	819.1	1,310.2	686.6	1,046.6	1,383.9	PEG	1.8	1.8	0.9	0.9	1.0
投资活动产生现金流	-331.8	-66.8	-126.6	-154.5	-170.2	ROIC/WACC	1.4	1.4	2.2	2.2	2.5
融资活动产生现金流	82.8	-835.8	-183.1	-489.8	-904.2	REF	2.9	2.9	2.5	2.2	1.9

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。