

三花智控 (002050)

强烈推荐

行业：家电零部件

传统业务稳健发展，汽车业务有望成为新增长点

公司公布中报：1-6月营收42.8亿元，同比增长25.2%；实现营业利润6.2亿元，同比增长32.1%；归属母公司净利润5.13亿元，同比增长28.4%。

预告：1-9月净利润9.3-11.7亿元（中值10.5亿），同比增长20-50%。（合并三花汽零，追溯调整后数据）

投资要点：

- ◇ **上半年各业务单元稳健发展。**制冷业务（含家用和商用）收入25.2亿元，同比增长22.8%，营收占比58%，毛利率32%；AWECO业务收入5.97亿元，同比增长12%；微通道业务收入6.74亿元，同比增长20%；变频器等其他产品收入4.95亿元，同比增长79.4%。其中家用制冷业务主导产品电子膨胀阀、四通换向阀和截止阀的销量均创历史新高。
- ◇ **受汇兑影响财务费用增加较多。**上半年财务费用4430万元，同比去年-4216万元出现较大增加；主要受汇兑影响，上半年汇兑损益3450万，去年同期-5720万元。如果不考虑财务费用影响，剔除调整后营业利润同比增长55.6%。
- ◇ **三花汽零完成收购，汽车热管理系统将打开新成长空间。**1、8月份已经完成三花汽零100%股权的过户和工商变更，三花汽零2017-19年合并报表归属母公司净利润预测约为1.7、2.1和2.4亿元，三年之和约6.2亿元。2、三花汽零传统汽车制冷空调核心控制部件膨胀阀和贮液器具备全球竞争力，新能源汽车热管理系统已成为法雷奥、马勒等重要客户全球供应商及长期合作伙伴，并成功开拓特斯拉、比亚迪等整车厂商。
- ◇ **维持“强烈推荐”评级，目标价20元。**1、**不合并三花汽零**：预测2017-19年归属上市公司净利润10.0、11.9和14.4亿元，每股收益0.56、0.66和0.80元；2、**简单合并报表**：基于稳健假设，2017-19年净利润11.7、14.0和16.9亿元，增发摊薄后每股收益0.54、0.65和0.78元；3、维持“强烈推荐”评级，目标价20元，对应2018年30倍PE。
- ◇ **风险提示**：空调需求波动、原材料成本持续上升、新业务和系统风险等

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6769	7856	9172	10865
收入同比(%)	10%	16%	17%	18%
归属母公司净利润	857	1005	1194	1441
净利润同比(%)	42%	17%	19%	21%
毛利率(%)	29.8%	29.7%	29.4%	29.0%
ROE(%)	16.1%	15.9%	16.5%	17.4%
每股收益(元)	0.48	0.56	0.66	0.80
P/E	34.60	29.52	24.85	20.58
P/B	5.57	4.69	4.11	3.57
EV/EBITDA	27	22	18	15

资料来源：中国中投证券财富研究部

作者

署名：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

参与人：孙佳骏

S0960116070034

021-52286447

sunjiajun@china-invs.cn

6-12个月目标价：20元

当前股价：16.47

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	1,801
流通股本(百万股)	1,564
总市值(亿元)	297
流通市值(亿元)	258
成交量(百万股)	14.31
成交额(百万元)	232.79

股价表现



相关报告

《三花智控-上半年高增长确定，汽车热管理打开新空间》2017-05-01

《三花智控-收购三花汽零，从制冷空调拓展到汽车热管理系统》2017-04-13

《三花股份深度报告-制冷主业发展稳健，集团电动汽车热管理是重要看点》2016-05-30

一、公司营收数据

表 1 公司 2017 年上半年营收结构

业务单元	营收 (万元)	营收占比	YOY%	毛利率%
制冷	251462	58.7%	22.8%	32.00%
洗碗机	59681	13.9%	12.0%	17.92%
微通道	67392	15.7%	19.9%	32.00%
其他	49509	11.6%	79.4%	19.67%
合计	428043	100.0%	25.2%	28.61%

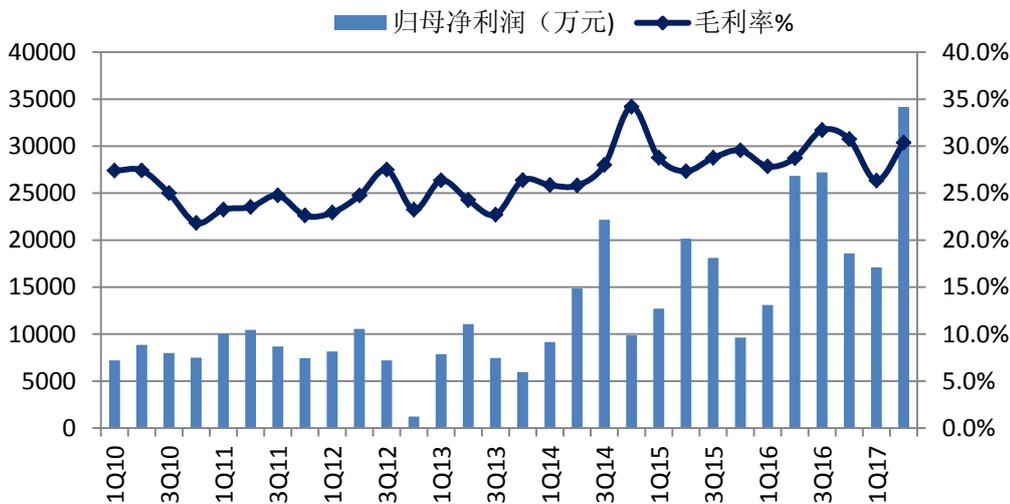
资料来源：公司公告，中投证券财富研究部

图 1 公司营收季度变动趋势 (截至 2Q17)



资料来源：公司公告，中投证券财富研究部

图 2 公司净利润和毛利率变动趋势 (截至 2Q17)



资料来源：公司公告，中投证券财富研究部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5546	6425	7556	8992
现金	1469	1711	2105	2590
应收账款	1160	1343	1568	1858
其它应收款	75	112	131	155
预付账款	38	28	32	39
存货	1204	1312	1538	1831
其他	1600	1919	2182	2520
非流动资产	2853	2847	2874	2871
长期投资	4	0	0	0
固定资产	2185	2432	2458	2455
无形资产	370	370	370	370
其他	294	46	46	46
资产总计	8399	9273	10430	11863
流动负债	2580	2560	2828	3175
短期借款	299	1000	1000	1000
应付账款	912	829	971	1156
其他	1370	731	856	1019
非流动负债	452	341	338	338
长期借款	273	273	273	273
其他	179	68	65	65
负债合计	3032	2901	3165	3513
少数股东权益	44	44	44	44
股本	1801	1801	1801	1801
资本公积	459	459	459	459
留存收益	3086	4067	4959	6043
归属母公司股东权益	5323	6328	7221	8306
负债和股东权益	8399	9273	10430	11863

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1310	138	939	1096
净利润	862	1005	1194	1441
折旧摊销	248	236	274	303
财务费用	-92	-39	-36	-27
投资损失	-34	-20	-20	-20
营运资金变动	166	-1014	-494	-636
其它	160	-30	22	34
投资活动现金流	-67	-274	-280	-280
资本支出	321	300	300	300
长期投资	0	-4	0	0
其他	254	22	20	20
筹资活动现金流	-836	378	-265	-331
短期借款	-347	701	0	0
长期借款	-388	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-2	0	0	0
其他	-99	-323	-265	-331
现金净增加额	403	242	394	485

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6769	7856	9172	10865
营业成本	4754	5526	6476	7709
营业税金及附加	79	49	57	67
营业费用	357	393	432	476
管理费用	709	795	890	997
财务费用	-92	-39	-36	-27
资产减值损失	74	0	0	0
公允价值变动收益	4	0	0	0
投资净收益	34	20	20	20
营业利润	926	1152	1373	1663
营业外收入	99	30	30	30
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	1019	1182	1403	1693
所得税	157	177	210	254
净利润	862	1005	1194	1441
少数股东损益	4	0	0	0
归属母公司净利润	857	1005	1194	1441
EBITDA	1081	1350	1611	1939
EPS (元)	0.48	0.56	0.66	0.80

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	9.9%	16.1%	16.8%	18.5%
营业利润	34.6%	24.5%	19.2%	21.1%
归属于母公司净利润	41.6%	17.2%	18.8%	20.7%
获利能力				
毛利率	29.8%	29.7%	29.4%	29.0%
净利率	12.7%	12.8%	13.0%	13.3%
ROE	16.1%	15.9%	16.5%	17.4%
ROIC	17.0%	18.6%	20.6%	23.1%
偿债能力				
资产负债率	36.1%	31.3%	30.3%	29.6%
净负债比率				
流动比率	2.15	2.51	2.67	2.83
速动比率	1.65	1.97	2.10	2.23
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.89	0.93	0.97
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	5.78	6.35	7.19	7.25
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.56	0.66	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.08	0.52	0.61
每股净资产(最新摊薄)	2.95	3.51	4.01	4.61
估值比率				
P/E	34.60	29.52	24.85	20.58
P/B	5.57	4.69	4.11	3.57
EV/EBITDA	27	22	18	15

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李超, 南京大学硕士研究生, 曾任富士通株式会社(中国)通信业务部门工程师, 2008 年加入中投证券, 先后负责交通运输/铁路装备、电子、家电行业和人工智能领域研究。

孙佳骏, 男, 上海外国语大学金融学硕士, 2016 年加入中投证券研究总部, 从事家电行业研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编: 200082
传真: (021) 62171434