

出发，进军商用制冷

■ **事件：**近日，我们与公司领导进行了深入交流。受益于国内空调热销，2017H1 公司制冷配件业务收入实现快速增长；三花优化微通道业务产品结构，其毛利率进一步提升；同时，公司积极建设亚威科国内生产线，降低生产成本，其盈利能力有望改善。我们认为，随着三花产品结构的不断优化以及汽零业务并表在即，公司业绩将保持快速增长。

■ **受益空调热销，制冷业务快速增长：**根据公司公告，受益于国内空调热销，2017H1 公司制冷业务实现收入 25.1 亿元，YoY+22.8%。其中，商用制冷的收入和净利润均实现高速增长：根据公司调研，2017H1 商用制冷业务收入 YoY+35.0%，净利润 YoY+65.0%。考虑到商用制冷产品拥有较高附加值，其业绩高速增长有利于三花盈利能力的提升。我们认为，在外销保持稳定增长、国内空调热度不减的情况下，三花未来业绩增长确定性较强。

■ **毛利率逆势增长，微通道前景广阔：**根据公司公告，2017H1 微通道业务毛利率同比提升 1.9pct。在原材料价格上涨的情况下，微通道毛利率实现逆势增长的主要原因是：公司产品结构改善，规模化生产优势显著，成本控制力较强。根据公司调研，微通道产品在北美市场的替代率尚不足 20%，发展空间广阔。随着三花微通道产能建设的完成，我们认为公司微通道业务规模有望快速扩张，利润水平或将继续提升。

■ **亚威科盈利能力有望改善：**根据公司公告，2017H1，亚威科业务毛利率为 17.9%，同比略有下降。根据公司调研，亚威科毛利率下降的主要原因系资本支出较多，以及波兰工厂生产效率有所波动。目前，三花积极拓展国内生产线，凭借其成本优势，亚威科盈利能力有望改善。随着国内洗碗机行业进入高速发展阶段，我们认为，亚威科业务具有较大的增长空间。

■ **汽零并表在即，携来新业绩增长点：**根据公司调研，汽零业务受季节因素影响较小，全年来看，我们认为，公司大概率可完成业绩承诺。随着汽零下游客户的进一步拓展，以及单车供货价值的不断提高，汽零业务的注入将显著增厚三花业绩。

■ **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)	49.8	35.2	26.8	21.3	17.4
市净率(倍)	6.5	5.7	5.0	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**

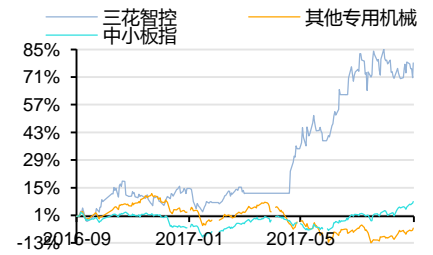
维持评级

6 个月目标价：**22.12 元**
 股价 (2017-09-01) **16.75 元**

交易数据

总市值(百万元)	30,174.73
流通市值(百万元)	26,193.46
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	-5.08	10.49	59.84
绝对收益	-0.65	26.13	66.65

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：不畏汇兑遮望眼	2017-08-31
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

交流背景

- 根据公司公告，2017H1，公司实现营业收入 42.8 亿元，YoY+25.2%；实现净利润 5.1 亿元，YoY+28.4%，增速处于一季报预测的 20%-50% 的区间，符合公司预期。
- 报告期内，受人民币升值影响，公司汇兑损益增长明显。若排除短期因素，2017H1 公司业绩增速可达 50%+。
- 通过成本控制和产品结构的优化，公司毛利率有所提高。在原材料大幅上涨的情况下，三花基本没有受到影响，保持了较好盈利态势，主要是因为价格和原材料联动。

Q&A

行业观点

Q: 立于空调上游的角度，公司如何看待新冷年？

- 空调方面的需求非常乐观。从中长期来看，全球气候异动导致对于空调温度调节的要求增加；同时，在消费升级带动下，市场需求不断提升。
- 从中短期客户累积的订单情况来看，明年上半年前，订单非常饱和，确定性很强。公司认为，空调需求量在一段时间的徘徊后，又开始向上突破，进入一个新阶段。

Q: 日本的竞争对手目前的发展情况？

- 日本的企业并没有大家所想的那么强大，在行业竞争中被中国企业赶超的情况下，对方并不想了解竞争对手，处于十分麻木的状态。
- 大金是少有的营运状态非常好的日本企业。

公司经营

Q: 外销增速相对较低的原因是什么？是否与汇率有关？

- 外销增长仍大于行业的自然增速。
- 最主要的影响因素是汇率。去年有正收益，今年是负收益，影响程度在 20% 以上。汇率同时影响收入和利润端。
- 单从销量上看，今年增速高于去年。

Q: Q3 公司对于外汇管理有何规划？

- 三花一直在做大宗商品期货和外汇的套期保值。但作为实业型企业，金融管理并非三花所长。领导层认为，人民币升值阶段应该已经告一段落，公司会采取以不变应万变的策略。
- 汇兑损益对三花只造成短期影响，而并非长期可持续的影响。

制冷业务

Q: 电子膨胀阀的渗透率水平如何？公司预计电子膨胀阀全年销量是多少？

- 由于部分空调不只用一个电子膨胀阀，加之电子膨胀阀还可应用于空调之外的领域，以其数量除以空调出货量计算渗透率，数字会偏低。

Q: 制冷业务板块中，家用和商用的收入比重分别是多少？商用制冷的净利润水平如何？

- 由于历史原因，商用和家用很难拆开。之前提到，家用和商用的比例大致是 3:1，今年的情况也差不多，商用体量相对较小。
- 商用领域，2017H1 营业收入 YoY+35%，净利润 YoY+65%，增速较快。

Q: 商用制冷业务的开拓情况如何?

- 商用制冷的客户讲求安全性和稳定性, 进入较为困难, 周期也较长, 项目真正落地大约需要两年时间。今年的增长来源于一两年前订单的增长。
- 商用领域大部分供应还掌握在跨国企业手中, 三花希望通过在家用空调方面技术的积累, 在商用领域争取更大的份额。

Q: 如何看待制冷配件出口的未来趋势?

- 出口方面今年也有所增长, 但没有内销增长快。国外订单较稳定, 周期性不强, 是我们的优质客户。公司的全球化视野会继续保持下去。

微通道

Q: 如何看待未来微通道业务的净利率情况?

- 微通道总体来说是一个 B2B 的产品, 会受到上下游的挤压。三花通过产品结构、技术、设计上的改善, 凭借规模化优势, 不断进行成本控制, 在竞争中保持良好的毛利率水平。
- 三花看好微通道产品。这类产品可以有效减少制冷剂的使用, 具有节能环保等特点。
- 北美地区微通道产品替代率也只有 20%, 还有很大市场空间。

亚威科

Q: 亚威科建厂的进度如何? 国内设厂是否更有成本优势?

- 亚威科在芜湖又投入一条生产线, 也正在把德国研究中心向杭州转移。
- 目前, 生产线基本已经建好, 我们对亚威科在国内的发展有信心。公司在美的、海尔、九阳、老板等厂商都有批量生产的订单。
- 成本方面, 国内有优势, 跟并且, 美国相比, 成本优势更为明显。

Q: 亚威科今年上半年增速较慢、毛利率也有所下降的原因是什么?

- 公司对于亚威科营收增速很满意。亚威科在国内增速较快, 但对整体体量的拉动并不明显, 绝对值不是很大。
- 公司不满意的方面是亚威科盈利能力没有很好的改善。究其原因, 一是资本支出较多, 二是波兰工厂劳动效率和产品质量波动较大。
- 我们看好国内洗碗机的发展, 相信亚威科业务的毛利率也会有所提升。

汽零

Q: 国内新能源汽车客户的拓展情况?

- 新能源汽车方面, 客户开拓方面进展很快。最近, 我们可能在大众电动车方面有所突破, 且力度很大。目前, 大众就电子膨胀阀等部件的供应商选择已经给予了明确答复。

其他业务

Q: 报表中其他业务收入增长较快, 体量也较大, 这一块包括哪些零部件?

- 主要是给空调主机厂配套的管路件。其特点是体积较大、价值量也较大, 但技术含量并不高。管路件对于整个组件的销售有带动作用。

Q: 煤改电对于公司收入端的影响?

- 煤改电的效果在 2016H2 已经显现, 在 2017H1 实现加速。
- 2017 年公司变频控制器的增长主要来自于煤改电。变频控制是热管理器的中枢, 很多产品货值达到上千元。

财务分析

Q: 在原材料价格上涨、人民币大幅升值的情况下，三花毛利率同比微增的原因是什么？

- 主要原因是产品结构优化，电子膨胀阀、商用制冷等高附加值产品占比提升。
- 2017 年产品供不应求，公司在订单选择上倾向于经营情况较好的战略客户。
- 公司精细化管理不断升华，费用管理、成本控制效果较好。

Q: 2017H1 经营性活动现金流净额有所减少的原因是什么？存货的情况如何？

- 主要原因是经营周转增加。由于公司订单非常多，供应很紧张，需要大量现金购买材料及生产所需配套用品。
- 存货在急剧减少，今年很多产品都难以形成库存。

Q: 2017H1 应收票据增长的原因是什么？

- 2017 年内销增长较快，而国内大部分主机厂采用的结算方式都是应收票据。随着销售增长，应收票据增长也很快。

其他

Q: 主机厂毛利率有所下滑的原因？

- 主机厂毛利率下降和原材料价格上涨关系较大。由于和我们的结算方式是价格联动方式，其采购成本有所上升，而销售端价格并没有上涨，或上涨幅度较小，这就造成了其毛利率的下降。而三花根据大宗商品价格调整产品价格，通过价格联动规避了这一问题。公司和供应商之间也是采取价格联动模式。

Q: 客户如何看待三花较高的盈利能力？

- 三花涉及的产业比较多，每一块毛利率、净利率水平不同。
- 我们也会担心客户有所顾虑，认为三花利润空间较大。但我们认为，制造业就不应成为低毛利、低净利的代名词。何况我们的高毛利、高净利是通过残酷的市场竞争确立的，而不是靠垄断等不当手段。公司为此付出了很大努力。

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
应收账款	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)	49.8	35.2	26.8	21.3	17.4
公允价值变动损失	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	PB(X)	6.5	5.7	5.0	4.4	3.9
财务费用	0.7	0.4	0.8	0.6	0.5	P/FCF	-2,881.1	59.6	34.6	28.3	22.5
投资损失	0.1	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2	P/S	4.9	4.5	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	19.1	15.1	13.0
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	0.7	0.7
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	2.3	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	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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