

三花智控 (002050)

证券研究报告

2017年08月31日

毛利率提升表现优秀，汽零 Q3 并表将贡献业绩弹性

事件：公司上半年实现营业收入 42.80 亿元，同比增长 25.23%；实现归母净利润 5.13 亿元，同比增长 28.41%。Q2 公司实现收入 24.18 亿元，同比增长 26.63%；实现归母净利润 3.42 亿元，同比增长 27.36%。公司预计 1-9 月实现归母净利润 9.34-11.68 亿元，同口径调整后同比增长 20%-50%。

空调高景气拉动弹性，制冷配件主业显著增长：Q2 下游空调行业延续高景气度，从产业在线数据看，Q2 空调行业出货量同比增长 40.1% (Q1 为 32.9%)，其中内销出货量增速达到 67.7% (Q1 为 62.3%)。从阀门类数据看，Q2 电子膨胀阀行业内销量同比增长 59.2%，截止阀销量同比增长 42.9%，四通阀销量同比增长 53.9%。公司制冷业务市占率高，具备技术研发、生产制造等方面的核心竞争优势，收入和业绩弹性充分释放。长期看，在国内及国外空调变频比例提升过程中，尤其是在市场空间大、附加值高的美国市场，公司新业务有望充分受益。综合产业在线 7 月数据及公司排产情况看，我们预计公司传统家用阀类业务 Q3 季度增速约为 20%，电子膨胀阀以及微通道等新兴业务增速约为 20%-30%，增速高于传统家用业务。

三花汽零 Q3 将实现并表，热管理业务贡献长期成长性：8 月 2 日公司收购三花汽零资产过户手续已经全部办理完成，汽零业务将于季报中实现并表，后续配套融资实施进展顺利。我们预计三花汽零业务全年约实现净利润 2 亿元，其中 Q1-Q3 季度可贡献并表净利润大约 1.5 亿元，扣除后对应公司预计 1-9 月业绩增速为 16.7%-51.5%。公司拟配套募集资金投入的项目已在建设，公司前期投入的部分产能建设资金将在配套融资完成后置换。

Q2 毛利率实现大幅增长，汇兑影响表现明显：17H1 毛利率、净利率分别为 28.61%、12.19%，同比+0.28pct、+0.39pct；其中 Q2 毛利率、净利率同比分别+1.66pct、+0.11pct。分业务来看，17H1 公司制冷、微通道业务毛利率同比+0.42、+1.94pct，亚威科毛利率同比下降 1.54pct。公司在制冷关键零部件领域研发实力雄厚，拥有较强的产业链话语权，在 Q2 原材料成本小幅下降的情况下，实现了毛利率显著上升。17Q2 销售费用率分别为 4.30%，同比保持持平，管理、财务费用率为 6.99%、1.27%，同比分别+0.0、-2.31、+3.89pct，整体大幅 1.58pct。17H1 公司财务费用中汇兑损失为 3452 万元 (同期为收益 5724 万元)，若扣除汇兑损益影响，公司主业增长质量更加扎实。

投资建议：上半年公司在原材料价格大幅上升的背景下，仍能实现毛利率的提升，体现了其在制冷产业链上较强的议价能力。汇兑损益对于公司业绩影响明显，若扣除汇兑影响，整体增长表现更加扎实。我们预计下半年下游空调景气程度有望延续，公司目前主业订单饱满，下半年表现将有充足保障。预计公司 17 年传统业务净利润 10.99 亿元，汽零 1.96 亿元；18 年传统业务净利润 12.26 亿元，汽零净利润 2.82 亿元。并表后，公司 17-19 年净利润增速为 50.3%、16.6%、15.0%，不考虑定增增加股本的 EPS 为 0.72、0.83、0.96 元，维持买入评级。

风险提示：空调行业不及预期；宏观经济波动风险；新业务拓展不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,160.82	6,769.21	8,698.63	10,395.02	12,058.51
增长率(%)	5.78	9.88	28.50	19.50	16.00
EBITDA(百万元)	946.36	1,077.75	2,235.46	2,916.54	3,453.13
净利润(百万元)	605.41	857.46	1,288.50	1,502.35	1,727.74
增长率(%)	24.13	41.63	50.27	16.60	15.00
EPS(元/股)	0.34	0.48	0.72	0.83	0.96
市盈率(P/E)	49.01	34.60	23.03	19.75	17.17
市净率(P/B)	6.38	5.57	4.65	3.91	3.31
市销率(P/S)	4.82	4.38	3.41	2.85	2.46
EV/EBITDA	20.57	17.92	13.47	9.64	8.25

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	16.47 元
目标价格	19.4 元
上次目标价	19.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,801.48
流通 A 股股本(百万股)	1,563.79
A 股总市值(百万元)	29,670.31
流通 A 股市值(百万元)	25,755.60
每股净资产(元)	2.95
资产负债率(%)	39.42
一年内最高/最低(元)	17.95/9.31

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《三花智控-公司点评:汽零业务加速发力，新能源热管理部件放量在即》 2017-06-08
- 《三花智控-季报点评:业绩增速再超市场预期，汽零业务打开新成长空间》 2017-05-02
- 《三花智控-公司深度研究:强势进军新能源汽车，打造热管理领域龙头》 2017-04-21

1. 事件

公司上半年实现营业收入 42.80 亿元，同比增长 25.23%；实现归母净利润 5.13 亿元，同比增长 28.41%。Q2 单季公司实现营业收入 24.18 亿元，同比增长 26.63%；实现归母净利润 3.42 亿元，同比增长 27.36%。公司预计 1-9 月实现归母净利润 9.34-11.68 亿元，同口径调整后同比增长 20%-50%。

2. 空调高景气拉动弹性，制冷配件主业显著增长

Q2 下游空调行业延续高景气度，从产业在线数据看，Q2 空调行业出货量同比增长 40.1% (Q1 为 32.9%)，其中内销出货量增速达到 67.7% (Q1 为 62.3%)。从阀门类数据看，Q2 电子膨胀阀行业内销量同比增长 59.2%，截止阀销量同比增长 42.9%，四通阀销量同比增长 53.9%。公司制冷业务市占率高，具备技术研发、生产制造等方面的核心竞争优势，收入和业绩弹性充分释放。长期看，在国内及国外空调变频比例提升过程中，尤其是在市场空间大、附加值高的美国市场，公司新业务有望充分受益。综合产业在线 7 月数据及公司排产情况看，我们预计公司传统家用阀类业务 Q3 季度增速约为 20%，电子膨胀阀以及微通道等新兴业务增速约为 20%-30%，增速高于传统家用业务。

3. 三花汽零 Q3 将实现并表，热管理业务贡献长期成长性

8 月 2 日公司收购三花汽零资产过户手续已经全部办理完成，汽零业务将于季报中实现并表，后续配套融资实施进展顺利。我们预计三花汽零业务全年约实现净利润 2 亿元，其中 Q1-Q3 季度可贡献并表净利润大约 1.5 亿元，扣除后对应公司预计 1-9 月业绩增速为 16.7%-51.5%。公司拟配套募集资金投入的项目已在建设，公司前期投入的部分产能建设资金将在配套融资完成后进行置换。公司为新能源车热管理领域龙头，“控制器+换热器”组件在新能源汽车热管理中具有独创性应用，短期内不存在真正的强大竞争者。三花汽零在热管理领域长期技术趋势领先，随着下半年特斯拉 Model 3 顺利量产以及国产新能源车客户拓展加速，公司新能源车热管理部件放量在即。

4. Q2 毛利率实现大幅增长，汇兑影响表现明显

17H1 毛利率、净利率分别为 28.61%、12.19%，同比+0.28pct、+0.39pct；其中 Q2 毛利率、净利率同比分别+1.66pct、+0.11pct。分业务来看，17H1 公司制冷、微通道业务毛利率同比+0.42、+1.94pct，亚威科毛利率同比下降 1.54pct。公司在制冷关键零部件领域研发实力雄厚，拥有较强的产业链话语权，在 Q2 原材料成本小幅下降的情况下，实现了毛利率显著上升。

17Q2 销售费用率分别为 4.30%，同比保持持平，管理、财务费用率为 6.99%、1.27%，同比分别+0.0、-2.31、+3.89pct，整体大幅 1.58pct。17H1 公司财务费用中汇兑损失为 3452 万元(同期为收益 5724 万元)，若扣除汇兑损益影响，公司主业增长质量更加扎实。上半年公司存货、应收账款周转天数同比分别下降 10.8 天、8.4 天，整体下降 19.2 天，营运效率大幅上升。期末货币资金、存货为 15.2、11.9 亿元，同比+45.2%、+15.6%，反映了公司产品良好的销售周转情况，其中原材料存货较期初大幅上升了约 5000 万元。预收账款为 1078 万元，同比增长 44.2%，体现了未来收入端强大的增长潜力。应收账款和应收票据合计 30.6 亿元，同比增长 27.5%。从现金流看，上半年销售商品、提供劳务收到现金 37.2 亿元，同比增长+4.1%，低于收入增速；经营性净现金流 2.51 亿元，同比下滑-63.6%，经营性净现金流同比下降主要由于应收款项及存货的显著上升。

5. 亚威科盈利能力提升空间大，新业务打开长期成长空间

冰箱新国家能效标准于 16 年 10 月 1 日实施，公司微通道换热器步入高速成长期；17 年以

来各大家电企业纷纷布局洗碗机、咖啡机等业务，三花作为关键零部件供应商，与相关企业合作成效显著，有望打开长期成长空间。上半年亚威科及微通道业务收入为 5.97、6.74 亿元，同比增长 12.0%、19.9%。其中亚威科业务贡献净利润约 226 万元（16 年同期为 1943 万元），微通道业务贡献净利润 1.03 亿元，同比增长 31.3%。从盈利能力看，亚威科未来净利润率仍有较大提升空间。商用空调、物流冷链等业务也在快速增长，基于较低的基数考虑，我们预计未来增速将超过 50%。公司上半年其他业务收入 4.95 亿元，同比大幅增长 79.36%，主要是变频控制器业务受益于煤改电带来的独立采暖热泵压缩机需求提升，成为公司未来重要的增长点。

6. 投资建议

上半年公司在原材料价格大幅上升的背景下，仍能实现毛利率的提升，体现了其在制冷产业链上较强的议价能力。汇兑损益对于公司业绩影响明显，若扣除汇兑影响，整体增长表现更加扎实。我们预计下半年下游空调景气程度有望延续，公司目前主业订单饱满，下半年表现将有充足保障。预计公司 17 年传统业务净利润 10.99 亿元，汽零 1.96 亿元；18 年传统业务净利润 12.26 亿元，汽零净利润 2.82 亿元。并表后，公司 17-19 年净利润增速为 50.3%、16.6%、15.0%，不考虑定增增加股本的 EPS 为 0.72、0.83、0.96 元，维持买入评级。

7. 风险提示

空调行业改善不及预期；宏观经济波动风险；新业务拓展不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,159.80	1,469.13	1,637.95	1,957.38	2,270.62
应收账款	1,159.16	1,234.73	1,858.12	1,837.89	2,449.58
预付账款	23.23	37.81	8.01	45.33	16.36
存货	1,184.57	1,204.31	1,239.61	1,605.55	1,684.60
其他	1,730.78	1,600.13	2,839.53	2,492.05	3,516.86
流动资产合计	5,257.54	5,546.11	7,583.22	7,938.20	9,938.02
长期股权投资	4.50	4.34	2.34	0.34	(1.66)
固定资产	2,094.63	2,184.66	2,159.90	2,090.67	1,975.91
在建工程	191.86	183.29	191.30	196.91	200.84
无形资产	397.60	369.67	368.94	365.90	360.56
其他	93.35	110.58	88.75	85.68	82.76
非流动资产合计	2,781.94	2,852.53	2,811.23	2,739.50	2,618.41
资产总计	8,039.48	8,398.64	10,394.46	10,677.71	12,556.43
短期借款	646.05	298.73	1,018.30	113.97	613.24
应付账款	803.34	982.98	755.30	1,277.76	1,072.22
其他	1,057.67	1,298.49	1,251.83	1,466.11	1,502.10
流动负债合计	2,507.06	2,580.20	3,025.43	2,857.84	3,187.57
长期借款	660.86	272.94	756.50	0.00	159.71
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	183.93	179.06	185.00	185.00	185.00
非流动负债合计	844.79	452.00	941.50	185.00	344.71
负债合计	3,351.86	3,032.20	3,966.93	3,042.84	3,532.27
少数股东权益	35.64	43.79	49.92	55.38	62.48
股本	1,801.48	1,801.48	1,801.48	1,801.48	1,801.48
资本公积	460.63	459.08	459.08	459.08	459.08
留存收益	2,869.57	3,545.33	4,576.13	5,778.01	7,160.20
其他	(479.69)	(483.24)	(459.08)	(459.08)	(459.08)
股东权益合计	4,687.63	5,366.44	6,427.53	7,634.87	9,024.15
负债和股东权益总	8,039.48	8,398.64	10,394.46	10,677.71	12,556.43

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	608.35	861.82	1,288.50	1,502.35	1,727.74
折旧摊销	240.45	248.00	287.47	336.66	386.18
财务费用	72.18	35.19	(52.76)	(18.37)	31.87
投资损失	7.58	(33.81)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(452.54)	234.29	(2,062.33)	734.64	(1,890.92)
其它	343.11	(35.26)	6.92	4.70	7.34
经营活动现金流	819.13	1,310.23	(562.20)	2,529.99	232.20
资本支出	533.53	302.58	264.06	270.00	270.00
长期投资	(0.25)	(0.16)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
其他	(865.07)	(369.20)	(498.16)	(506.40)	(506.37)
投资活动现金流	(331.79)	(66.78)	(236.09)	(238.40)	(238.37)
债权融资	1,468.61	931.23	2,079.27	389.22	1,086.04
股权融资	518.73	85.81	76.91	18.37	(31.87)
其他	(1,904.50)	(1,852.87)	(1,189.07)	(2,379.75)	(734.76)
筹资活动现金流	82.84	(835.83)	967.12	(1,972.16)	319.41
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	570.18	407.63	168.82	319.43	313.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,160.82	6,769.21	8,698.63	10,395.02	12,058.51
营业成本	4,404.48	4,754.06	5,498.84	6,401.61	7,402.84
营业税金及附加	38.24	79.29	59.09	68.70	42.49
营业费用	321.10	357.34	394.93	413.23	478.00
管理费用	668.73	709.40	813.57	945.84	1,083.47
财务费用	22.07	(92.32)	(52.76)	(18.37)	31.87
资产减值损失	13.36	74.02	15.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	2.69	4.48	0.78	(0.75)	0.24
投资净收益	(7.58)	33.81	30.00	30.00	30.00
其他	9.77	(76.58)	738.37	1,153.61	1,375.75
营业利润	687.95	925.70	1,200.81	1,386.15	1,598.85
营业外收入	68.35	99.34	69.16	73.67	77.63
营业外支出	27.93	6.25	22.25	22.25	19.67
利润总额	728.37	1,018.79	1,247.72	1,437.56	1,656.81
所得税	120.02	156.97	187.16	215.63	248.52
净利润	608.35	861.82	1,060.56	1,221.93	1,408.28
少数股东损益	2.95	4.37	6.13	5.46	7.10
归属于母公司净利润	605.41	857.46	1,288.50	1,502.35	1,727.74
每股收益(元)	0.34	0.48	0.72	0.83	0.96

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	5.78%	9.88%	28.50%	19.50%	16.00%
营业利润	17.50%	34.56%	29.72%	15.43%	15.34%
归属于母公司净利润	24.13%	41.63%	50.27%	16.60%	15.00%
获利能力					
毛利率	28.51%	29.77%	36.79%	38.42%	38.61%
净利率	9.83%	12.67%	14.81%	14.45%	14.33%
ROE	13.01%	16.11%	20.20%	19.82%	19.28%
ROIC	13.89%	14.29%	25.48%	21.26%	28.47%
偿债能力					
资产负债率	41.69%	36.10%	38.16%	28.50%	28.13%
净负债率	30.02%	13.48%	9.83%	3.27%	7.72%
流动比率	2.10	2.15	2.51	2.78	3.12
速动比率	1.62	1.68	2.10	2.22	2.59
营运能力					
应收账款周转率	5.64	5.66	5.63	5.63	5.63
存货周转率	5.28	5.67	7.12	7.31	7.33
总资产周转率	0.82	0.82	0.93	0.99	1.04
每股指标(元)					
每股收益	0.34	0.48	0.72	0.83	0.96
每股经营现金流	0.45	0.73	-0.31	1.40	0.13
每股净资产	2.58	2.95	3.54	4.21	4.97
估值比率					
市盈率	49.01	34.60	23.03	19.75	17.17
市净率	6.38	5.57	4.65	3.91	3.31
EV/EBITDA	20.57	17.92	13.47	9.64	8.25
EV/EBIT	27.42	23.18	15.46	10.89	9.29

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com