

业绩符合预期, 汽零并表实现双轮驱动

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年三季度报, 报告期内三花汽零实现并表。前三季度实现营业收入71.9亿元, 同比增长23.5%(调整报表后, 下同); 实现归母净利润9.8亿元, 同比增长25.8%, 扣非后归母净利润8.2亿元, 同比增长26.3%, 非经常性损益主要来自并表的三花汽零净损益1.2亿元。Q3单季度实现营业收入23.4亿元, 同比增长19.4%, 实现归母净利润3.7亿元, 同比增长20%。公司预计全年归母净利润区间为11.9~14.9亿元, 同比增长20%~50%。
- **业绩符合预期, 汽零业务并表完成。** 公司于今年8月完成对集团旗下优质资产三花汽零的收购, 并于当月并表。报告期内, 三花汽零实现净利润1.2亿元, 同比增长15.9%。剔除汽零业务, 公司传统主业实现净利润8.7亿元, 同比增长28.5%, 利润增速表现良好。年初以来, 空调销量火爆以及整机厂商积极出货给上游零部件企业带来行业性利好, 公司作为全球制冷元器件领军企业受益明显。
- **盈利能力强势依旧, 费用率略有提升。** 公司前三季度实现毛利率30.8%, 同比提升1.2pp。今年上半年, 原材料价格走高致使整机厂商毛利率普遍下滑, 而公司凭借其产业链强势地位及浮动的“成本加成”定价机制, 有效转嫁成本压力, 实现毛利率的不降反升。另外, 公司报告期内费用率为14.2%, 同比上升1.1pp, 主要系人民币升值带来的汇兑损益致使财务费用达到9602万, 而去年同期为获益6146万元, 除此以外, 公司整体费用管控依旧保持较为健康的水准。
- **知名车企背书, 特斯拉效应或推动业绩超预期。** 公司作为特斯拉认证的汽车热管理系统供应商, 有望随Model3车型的畅销实现2018年业绩超预期。另外, 公司10月以来先后成为戴姆勒及沃尔沃的新能源汽车热管理部件的供货商, 这是世界级车企对三花汽零的又一次品牌背书。未来随着新能源汽车市场红利的不断释放, 汽零业务有望实现高速增长, 实现公司业绩的双轮驱动。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预测传统业务贡献2017-2019年净利润分别为10.5/12.8/14.2亿元, 参考申万家电零部件企业, 给予18年25倍PE; 汽零业务同期贡献1.9/3.1/4.2亿元, 参考申万汽车零部件企业及特斯拉概念标的, 给予18年26倍PE, 合计市值400亿元, 对应目标价18.87元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 汇率波动风险, 空调出货不及预期风险, 特斯拉产能不及预期风险。

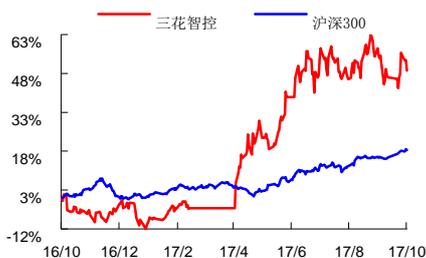
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6769.21	9523.25	11437.77	13038.38
增长率	9.88%	40.68%	20.10%	13.99%
归属母公司净利润(百万元)	857.46	1236.77	1596.90	1868.03
增长率	41.63%	44.24%	29.12%	16.98%
每股收益EPS(元)	0.42	0.61	0.79	0.92
净资产收益率ROE	16.06%	19.49%	21.08%	20.82%
PE	40	28	21	18
PB	6.34	5.34	4.47	3.78

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 龚梦泓
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.20
流通A股(亿股)	15.64
52周内股价区间(元)	9.9-17.9
总市值(亿元)	347.10
总资产(亿元)	117.92
每股净资产(元)	3.60

相关研究

关键假设：

假设一：考虑到今年下游空调销量火爆，空调厂商出货热度不减，且未来 3 年销量复合增速有望近 10%，制冷业务单元 17-19 年销量增速为 20%、8%、8%，公司作为制冷元器件龙头，毛利率保持稳步上升；

假设二：下游洗碗机内销有望爆发式增长，亚威科业务整合后逐渐步入正轨，17-19 年销量增速为 14%、18%、18%，毛利率保持稳步上升；

假设三：汽零业务于今年 8 月并表，并且做出业绩承诺：2017-19 年分别实现净利润不低于 1.69 亿、2.08 亿和 2.45 亿。目前三花汽零前三季度实现净利润 1.24 亿元，全年预计业绩略超承诺。而受特斯拉 Model 3 拉动，汽零业务在 2018 年业绩或大超预期，毛利率受益新能源汽车零部件的高附加值，稳步提升。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
制冷业务单元	收入	4061.66	5198.92	5614.84	6064.03
	增速	3.5%	28.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	34.17%	33.00%	33.50%	34.00%
微通道	收入	1076.06	1323.55	1548.56	1780.84
	增速	19.7%	23.0%	17.0%	15.0%
	毛利率	29.32%	32.00%	32.50%	33.00%
亚威科	收入	1043.21	1,230.99	1,477.19	1,772.62
	增速	21.3%	18.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	18.47%	18.50%	20.00%	21.00%
汽零	收入	-	1,057.97	1,957.25	2,446.56
	增速	-	-	85.00%	25.00%
	毛利率	-	32.00%	33.00%	34.00%
其他	收入	588.28	711.81	839.94	974.33
	增速	23.0%	21.00%	18.00%	16.00%
	毛利率	20.27%	20.50%	21.00%	21.50%
合计 (2016 年汽零业务 未并表)	收入	6,769.21	9,523.25	11,437.77	13,038.38
	增速	9.88%	40.68%	20.10%	13.99%
	毛利率	29.77%	29.94%	30.62%	31.16%

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6769.21	9523.25	11437.77	13038.38	净利润	861.82	1243.08	1605.03	1877.55
营业成本	4754.06	6671.87	7935.80	8975.37	折旧与摊销	248.00	393.18	424.65	459.15
营业税金及附加	79.29	82.66	106.13	123.67	财务费用	-92.32	95.23	-57.19	-65.19
销售费用	357.34	488.51	593.98	676.21	资产减值损失	74.02	36.27	41.22	50.50
管理费用	709.40	809.48	1017.96	1160.42	经营营运资本变动	199.26	-1062.73	-648.30	-537.43
财务费用	-92.32	95.23	-57.19	-65.19	其他	19.45	-77.80	-52.36	-71.54
资产减值损失	74.02	36.27	41.22	50.50	经营活动现金流净额	1310.23	627.24	1313.06	1713.04
投资收益	33.81	13.70	13.31	20.27	资本支出	-122.19	-400.00	-430.00	-450.00
公允价值变动损益	4.48	1.62	2.75	2.66	其他	55.41	15.33	16.06	22.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-66.78	-384.67	-413.94	-427.06
营业利润	925.70	1354.57	1815.94	2140.35	短期借款	-347.32	-73.58	-225.15	0.00
其他非经营损益	93.09	121.14	86.78	86.47	长期借款	-387.93	0.00	0.00	0.00
利润总额	1018.79	1475.71	1902.72	2226.82	股权融资	-1.55	0.00	0.00	0.00
所得税	156.97	232.63	297.68	349.27	支付股利	-180.15	-255.15	-368.02	-475.18
净利润	861.82	1243.08	1605.03	1877.55	其他	81.12	-430.64	57.19	65.19
少数股东损益	4.37	6.30	8.14	9.52	筹资活动现金流净额	-835.83	-759.37	-535.98	-409.99
归属母公司股东净利润	857.46	1236.77	1596.90	1868.03	现金流量净额	402.53	-516.80	363.14	875.99
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1469.13	952.33	1315.46	2191.45	成长能力				
应收和预付款项	2523.46	3551.79	4273.94	4865.27	销售收入增长率	9.88%	40.68%	20.10%	13.99%
存货	1204.31	1752.45	2091.50	2372.52	营业利润增长率	34.56%	46.33%	34.06%	17.86%
其他流动资产	349.21	486.74	584.28	665.83	净利润增长率	41.67%	44.24%	29.12%	16.98%
长期股权投资	4.34	4.34	4.34	4.34	EBITDA 增长率	13.77%	70.43%	18.47%	16.07%
投资性房地产	11.80	11.80	11.80	11.80	获利能力				
固定资产和在建工程	2367.95	2374.35	2379.28	2369.72	毛利率	29.77%	29.94%	30.62%	31.16%
无形资产和开发支出	401.63	402.24	402.85	403.46	三费率	14.39%	14.63%	13.59%	13.59%
其他非流动资产	66.82	66.62	66.43	66.23	净利率	12.73%	13.05%	14.03%	14.40%
资产总计	8398.64	9602.65	11129.89	12950.62	ROE	16.06%	19.49%	21.08%	20.82%
短期借款	298.73	225.15	0.00	0.00	ROA	10.26%	12.95%	14.42%	14.50%
应付和预收款项	1848.22	2443.56	2939.35	3341.61	ROIC	12.85%	19.99%	20.56%	21.93%
长期借款	272.94	272.94	272.94	272.94	EBITDA/销售收入	15.97%	19.35%	19.09%	19.44%
其他负债	612.31	282.47	302.06	318.17	营运能力				
负债合计	3032.20	3224.12	3514.35	3932.72	总资产周转率	0.82	1.06	1.10	1.08
股本	1801.48	2120.31	2120.31	2120.31	固定资产周转率	3.16	4.39	5.34	6.18
资本公积	459.08	240.10	240.10	240.10	应收账款周转率	6.03	6.83	6.36	6.20
留存收益	3086.25	4067.88	5296.76	6689.61	存货周转率	3.77	4.29	3.99	3.90
归属母公司股东权益	5322.65	6328.43	7557.31	8950.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.48%	—	—	—
少数股东权益	43.79	50.09	58.23	67.75	资本结构				
股东权益合计	5366.44	6378.52	7615.54	9017.91	资产负债率	36.10%	33.58%	31.58%	30.37%
负债和股东权益合计	8398.64	9602.65	11129.89	12950.62	带息债务/总负债	18.85%	15.45%	7.77%	6.94%
					流动比率	2.15	2.43	2.70	2.90
					速动比率	1.68	1.80	2.02	2.22
					股利支付率	21.01%	20.63%	23.05%	25.44%
					每股指标				
					每股收益	0.42	0.61	0.79	0.92
					每股净资产	2.66	3.16	3.77	4.46
					每股经营现金	0.65	0.31	0.65	0.85
					每股股利	0.09	0.13	0.18	0.24
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1081.38	1842.98	2183.40	2534.30					
PE	39.70	27.53	21.32	18.22					
PB	6.34	5.34	4.47	3.78					
PS	5.03	3.57	2.98	2.61					
EV/EBITDA	27.48	18.17	15.07	12.64					
股息率	0.53%	0.75%	1.08%	1.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn