

三花智控 (002050) \ 家用电器

——空调零部件持续高增长

事件:

2017年度, 受益于下游空调行业高速增长, 上游电子膨胀阀、截止阀、四通阀等零部件销量持续高速增长, 十月份产业在线数据显示, 内销四通阀同比增长65.1%, 截止阀增长43.1%, 电子膨胀阀增长51.6%。

投资要点:

► 空调上游零部件持续高增长

根据产业在线10月数据显示, 受益于空调超预期增长, 上游零部件高速增长。我们认为双十一空调销售情况已为年末增速打下坚实基础, 十二月份叠加双十二和圣诞节影响, 全年空调上游行业高速增长已成定局。

► 起于空调, 内含变化

虽然本年度上游零部件增长起源于下游空调带动, 但零部件中亦有差异性。由于目前消费升级的大趋势以及人们对于节能关注度逐渐提升, 变频产品在各品类中占比均稳步提升。

► 三花智控增长前景可期

公司在制冷业务保持稳健增长的同时, 在汽车零部件业务、洗碗机业务以及微通道换热器等方向均将有可观的发展前景。洗碗机零部件业务将会受益于国内洗碗机普及率提高。汽车零部件业务是公司未来发展方向。公司近期募资13.2亿元向汽车空调及新能源汽车热管理系统部件领域切入。我们认为随着我国新能源汽车的快速发展, 公司汽车零部件业务也将迅速成长。

► 盈利预测及估值

我们预计2017-2019年公司EPS分别为0.53、0.61、0.70元。考虑到空调零部件业务稳定增长以及汽车零部件带来的新增长点, 给予推荐评级。

► 风险提示

空调增速放缓的风险, 原材料涨价风险, 新品类拓展速度不及预期风险。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6,160.82	6,769.21	8,495.35	9,769.66	11,235.11
增长率 (%)	5.78%	9.88%	25.50%	15.00%	15.00%
EBITDA (百万元)	1,020.90	1,292.76	1,635.60	1,827.71	2,047.67
净利润 (百万元)	605.41	857.46	1,122.45	1,294.16	1,489.81
增长率 (%)	24.13%	41.63%	30.90%	15.30%	15.12%
EPS (元/股)	0.29	0.40	0.53	0.61	0.70
市盈率 (P/E)	61.36	43.32	33.10	28.70	24.93
市净率 (P/B)	7.99	6.98	5.69	4.92	4.26
EV/EBITDA	31.93	24.48	22.73	19.44	17.39

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

投资建议: **推荐**
 上次建议: **推荐**
 当前价格: 17.76元
 目标价格: 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,120/1,564
流通A股市值 (百万元)	27,773
每股净资产 (元)	3.60
资产负债率 (%)	34.76
一年内最高/最低 (元)	19.50/9.47

一年内股价相对走势



钱建 分析师
 执业证书编号: S05905101240001
 电话: 0510-85613752
 邮箱: qj@glsc.com.cn

邢瀚文 研究助理
 电话: 0510-85613752
 邮箱: qj@glsc.com.cn

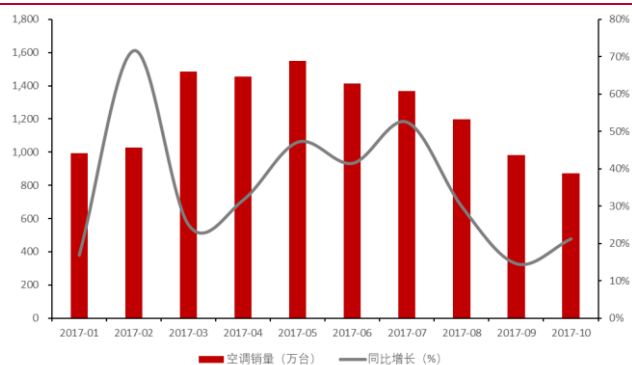
相关报告

- 《三花股份 (002050) \ 家用电器行业》
《阀门寡头深沟高垒, 智控龙头与时俱进》
- 《三花股份 (002050) \ 家用电器行业》
《业绩超预期, 各项业务稳健增长》

1. 空调上游行业高速增长

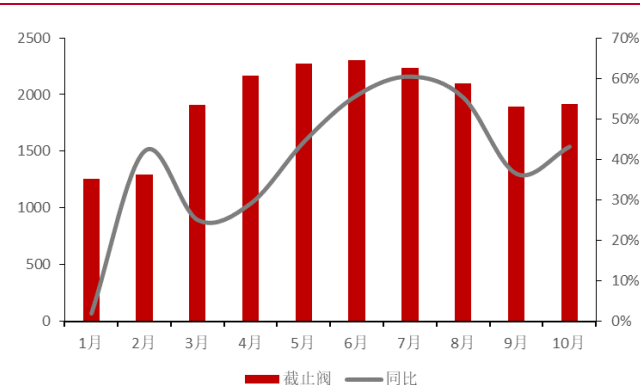
根据产业在线 10 月数据显示，受益于空调超预期增长，上游零部件高速增长。内销四通阀同比增长 65.1%，截止阀增长 43.1%，电子膨胀阀增长 51.6%。对比空调增长曲线与上游零部件增长曲线，可以明显看出空调对上游零部件的带动作用。但是从 8 月份开始国内外假日以及购物节逐渐增多，业内备货情绪高涨，导致空调新一轮备货开启，致使上游零部件需求增多，上游企业增速高于空调增速。我们认为双十一空调销售情况已为年尾增速打下坚实基础，十二月份叠加双十二和圣诞节影响，全年空调上游行业高速增长已成定局。

图表 1: 空调高速增长



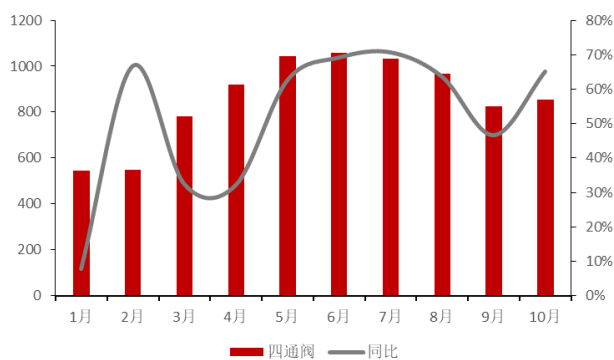
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 2: 截止阀同比高速增长



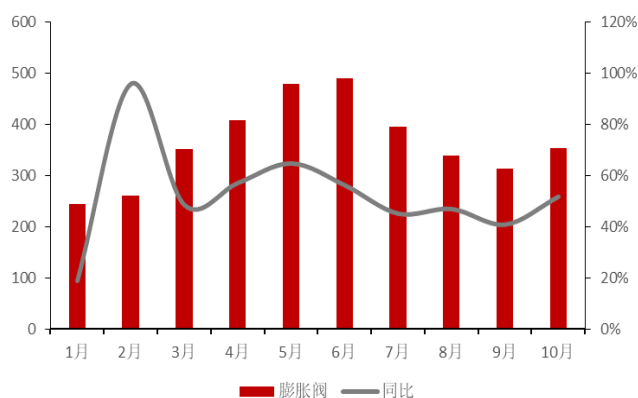
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: 四通阀增速超 50%



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 膨胀阀稳定 40%以上



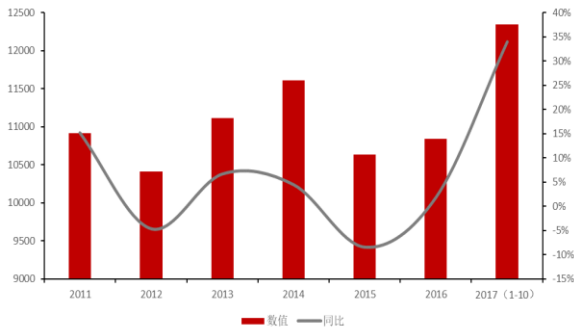
来源: Wind, 国联证券研究所

2. 起于空调，内含变化

从年度空调销量与上游零部件销量可以看出空调对上游零部件有较强影响作用。从增长率来看，上游零部件相较于空调整机有更高的弹性，因此在空调今年 1-10 月增速达到 34% 时，截止阀增速达到 39.41%、膨胀阀增速达到 51.42%、四通阀增速达

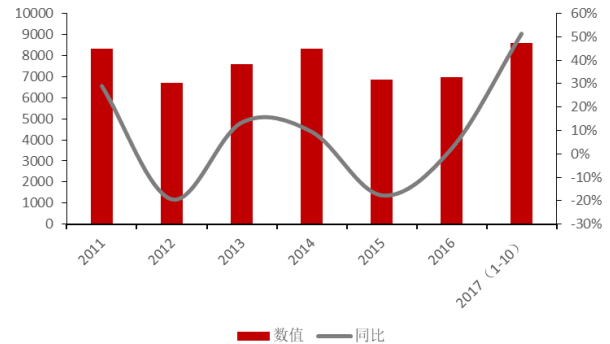
到 51.39%。从双十一销售情况来看，我们认为全年空调销售增速将超过 30%以上，由此我们认为全年上游零部件或将有 40%以上增长。

图表 5: 1-10 月空调增长 34%



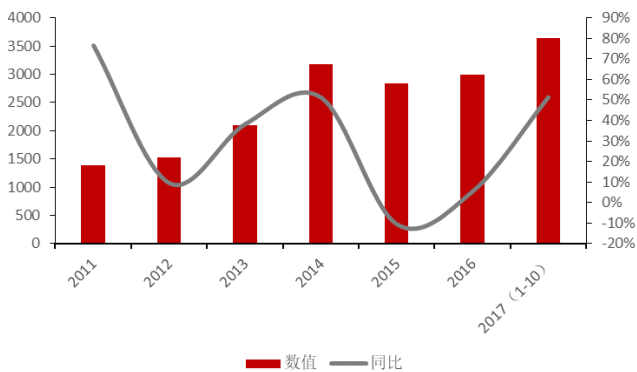
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 1-10 月四通阀增长 41%



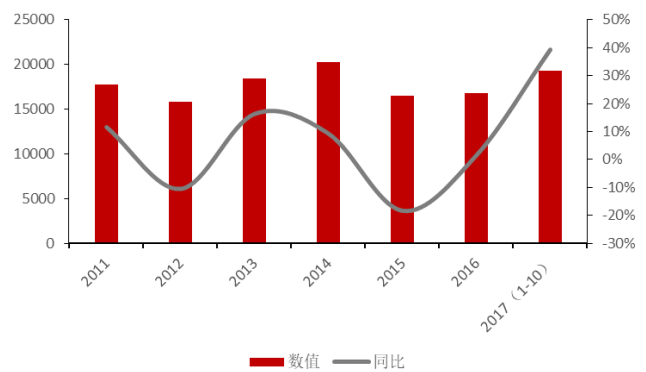
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 1-10 月膨胀阀增长 51%



来源: Wind, 国联证券研究所

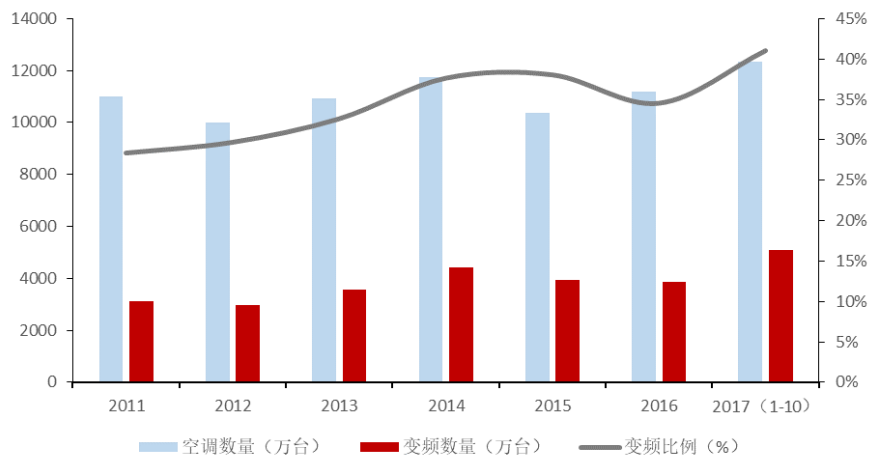
图表 8: 1-10 月截止阀增长 39%



来源: Wind, 国联证券研究所

虽然本年度上游零部件增长起源于下游空调带动，但零部件中亦有差异性。由于目前消费升级的大趋势以及人们对于节能关注度逐渐提升，变频产品在各品类中占比均稳步提升。变频空调占比从 2011 年 28.41% 提升至目前的 41.00%。这种变化对于空调零部件的使用产生了影响。电子膨胀阀作为变频空调必要零部件之一，显示出与截止阀、四通阀不同的增长趋势。今年 1-10 月电子膨胀阀产量达到 3634.6 万套，已高出 2014 年高点 14.38%。在家电变频化的过程中，拥有规模优势、技术优势的企业或将最先享受行业变化带来的红利。

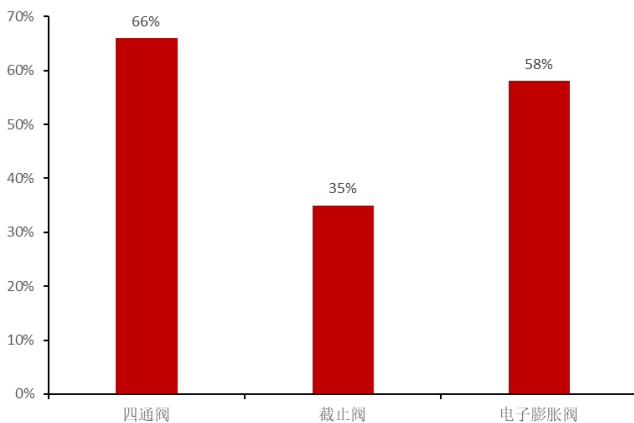
图表 9: 变频空调比例持续提升



来源: 国联证券研究所

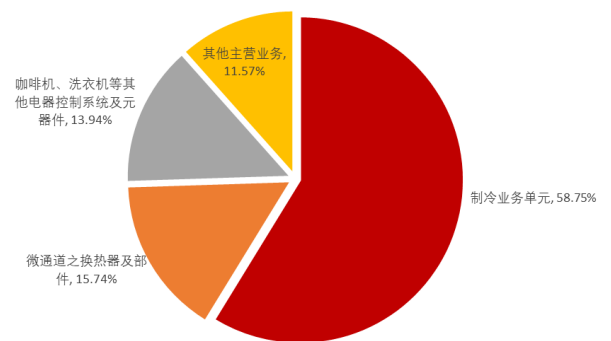
三花智控作为全球行业绝对龙头,将受益于今年空调行业高速增长以及家电变频化趋势。从公司反馈信息来看,公司四通阀市占率超过 66%、截止阀市占率超过 35%、电子膨胀阀市占率超过 58%。而制冷业务目前占公司业务比重超过 58%。上半年公司主导产品电子膨胀阀、四通换向阀、截止阀的销售数量已创下历史新高。我们认为,随着公司逐步切入商用制冷市场以及家电产品的变频化趋势,公司不断向变频控制技术与系统集成升级方向延伸发展,公司制冷业务或将保持稳健增长。

图表 10: 公司零部件产品市占率全球绝对领先



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 11: 制冷业务占公司比重超过 58%



来源: Wind, 国联证券研究所

3. 三花智控增长前景可期

公司在制冷业务保持稳健增长的同时,在汽车零部件业务、洗碗机业务以及微通道换热器等方向均将有可观的发展前景。

公司洗碗机零部件业务主要归属于亚威科集团,占比在 70%。亚威科为米勒、西门子、伊莱克斯、惠而浦等高端客户提供分配器、加热器、水软化器、omega 系统等产品。我们认为公司洗碗机零部件业务将会受益于国内洗碗机普及率提高。

在换热器领域，公司已拥有传统铜管翅片式换热器升级替代产品微通道换热器，与传统的铜管翅片换热器相比，微通道换热器体积、重量以及冷媒充注量减少一半的同时，换热效率提高 30%，更加节能环保，目前全球市占率已达到 45%。

汽车零部件业务是公司未来发展方向。公司近期募资 13.2 亿元向汽车空调及新能源汽车热管理系统部件领域切入。三花汽零已成为法雷奥、马勒贝洱等汽车空调及热管理系统制造商全球采购的认证供应商，目前客户包括奔驰、通用、特斯拉、沃尔沃、比亚迪、吉利、蔚来、长城、江铃、上汽、一汽、广汽等整车厂商。我们认为随着我国新能源汽车的快速发展，公司汽车零部件业务也将迅速成长。

4. 盈利预测及估值

我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.53、0.61、0.70 元。考虑到空调零部件业务稳定增长以及汽车零部件带来的新增长点，给予推荐评级。

5. 风险提示

空调增速放缓的风险，原材料涨价的风险，新品类拓展速度不及预期的风险。

图表 12: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	928.68	1,204.9	1,404.1	3,144.83	3,171.24	营业收入	6,160.8	6,769.2	8,495.3	9,769.6	11,235.1
应收账款+票据	2,394.2	2,485.6	3,638.5	3,404.29	4,695.01	营业成本	4,404.4	4,754.0	5,904.2	6,789.9	7,808.40
预付账款	23.23	37.81	38.00	49.18	51.07	营业税金及附加	38.24	79.29	99.51	114.44	131.60
存货	1,184.5	1,204.3	1,762.5	1,649.34	2,274.33	营业费用	321.10	357.34	552.20	635.03	730.28
其他	493.99	344.88	344.88	344.88	344.88	管理费用	668.73	709.40	807.06	928.12	1,067.34
流动资产合计	5,024.9	5,279.1	7,189.7	8,594.07	10,538.0	财务费用	22.07	-92.32	-142.03	-175.22	-211.24
长期股权投资	4.50	4.34	4.34	4.34	4.34	资产减值损失	13.36	74.02	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,094.6	2,184.6	2,087.1	1,806.44	1,525.68	公允价值变动收益	2.69	4.48	0.00	0.00	0.00
在建工程	191.86	183.29	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.50	1.34	0.00	0.00	0.00
无形资产	397.60	369.67	350.96	332.24	313.53	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	55.50	51.62	49.19	46.76	45.30	营业利润	696.04	893.23	1,274.3	1,477.3	1,708.73
非流动资产合计	2,744.1	2,793.5	2,491.6	2,189.78	1,888.85	营业外净收益	32.34	125.56	52.92	52.92	52.92
资产总计	7,769.0	8,072.6	9,681.3	10,783.8	12,426.9	利润总额	728.37	1,018.7	1,327.2	1,530.3	1,761.64
短期借款	646.05	298.73	268.73	228.73	178.73	所得税	120.02	156.97	199.09	229.54	264.25
应付账款+票据	1,301.8	1,576.6	1,998.3	2,112.90	2,615.00	净利润	608.35	861.82	1,128.1	1,300.7	1,497.40
其他	352.02	444.75	450.60	449.62	456.20	少数股东损益	2.95	4.37	5.72	6.59	7.59
流动负债合计	2,299.9	2,320.1	2,717.6	2,791.25	3,249.93	归属于母公司净利润	605.41	857.46	1,122.4	1,294.1	1,489.81
长期带息负债	660.86	272.94	272.94	272.94	272.94						
长期应付款	43.29	33.77	33.77	33.77	33.77						
其他	77.52	82.19	82.19	82.19	82.19						
非流动负债合计	781.67	388.90	388.90	388.90	388.90						
负债合计	3,081.6	2,709.0	3,106.5	3,180.14	3,638.83						
少数股东权益	35.64	43.79	49.51	56.10	63.69						
股本	1,801.4	1,801.4	2,120.3	2,120.32	2,120.32						
资本公积	460.63	459.08	459.08	459.08	459.08						
留存收益	2,389.8	3,062.0	3,948.7	4,970.99	6,147.79						
股东权益合计	4,687.6	5,366.4	6,577.6	7,606.48	8,790.88						
负债和股东权益总	7,769.0	8,072.6	9,681.3	10,783.8	12,426.9						

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	5.78%	9.88%	25.50%	15.00%	15.00%
EBIT	13.44%	33.87%	27.65%	14.40%	14.48%
EBITDA	11.80%	26.63%	26.52%	11.75%	12.03%
归属于母公司净利润	50.83%	41.63%	30.90%	15.30%	15.12%
获利能力					
毛利率	28.51%	29.77%	30.50%	30.50%	30.50%
净利率	9.87%	12.73%	13.28%	13.31%	13.33%
ROE	13.01%	16.11%	17.19%	17.14%	17.07%
ROIC	13.43%	14.08%	20.13%	19.07%	24.24%
偿债能力					
资产负债	39.67%	33.56%	32.09%	29.49%	29.28%
流动比率	2.18	2.28	2.65	3.08	3.24
速动比率	1.45	1.61	1.87	2.36	2.44
营运能力					
应收账款周转率	2.66	2.81	2.41	2.96	2.47
存货周转率	3.72	3.95	3.35	4.12	3.43
总资产周转率	0.79	0.84	0.88	0.91	0.90
每股指标 (元)					
每股收益	0.29	0.40	0.53	0.61	0.70
每股经营现金流	0.37	0.56	0.05	0.94	0.16
每股净资产	2.19	2.51	3.08	3.56	4.12
估值比率					
市盈率	61.36	43.32	33.10	28.70	24.93
市净率	7.99	6.98	5.69	4.92	4.26

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	621.20	819.46	1,083.1	1,255.78	1,452.42
折旧摊销	240.45	248.00	301.90	301.90	300.93
财务费用	72.18	35.19	6.44	-4.49	-14.90
存货减少	139.17	-75.90	-558.23	113.20	-624.98
营运资金变动	-252.58	242.03	-725.60	336.71	-783.93
其它	-31.30	-76.84	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	789.11	1,191.9	107.70	2,003.10	329.53
资本支出	339.73	320.85	0.00	0.00	0.00
长期投资	108.83	270.71	0.00	0.00	0.00
其他	116.77	524.78	44.98	44.98	44.98
投资活动现金流	-331.79	-66.78	44.98	44.98	44.98
债权融资	-66.09	-537.38	-30.00	-40.00	-50.00
股权融资	407.01	8.96	318.84	0.00	0.00
其他	-258.07	-307.41	-242.26	-267.41	-298.10

筹资活动现金流	82.84	-835.83	46.58	-307.41	-348.10	EV/EBITDA	31.93	24.48	22.73	19.44	17.39
现金净增加额	555.06	284.24	199.26	1,740.67	26.41	EV/EBIT	41.76	30.29	27.88	23.29	20.39

数据来源：公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064