

中國：家用耐久財

2018年3月1日

**投資建議：**
**買入 (維持評級)**

 目標價隱含漲/跌幅：**17.02%**

 日期 **2018/02/27**

收盤價	<b>RMB19.57</b>
十二個月目標價	<b>RMB22.90</b>
前次目標價	<b>RMB22.90</b>
深圳 A 股指數	<b>1,891.5</b>

**資訊更新：**

- ▶ 2/12日，三花在互動平台表示，公司產品已在混合動力車中使用，並已在研發氫燃料電池車上使用的相關產品。
- ▶ 2/27日，三花業績快報顯示 2017 年三花營業收入 95.73 億元 (YOY+25.04%)；歸母淨利潤 12.33 億元 (YOY+24.39%)。

**本中心觀點：**

- ▶ 三花近三年家電業務單元將維持 15% 左右穩步發展，其汽零業務單元，2017-2020 年 CAGR 或達 38.62%。近三年總體營收增速或達 19.10%。
- ▶ 預計三花 2017-2019 年淨利潤達 12.33 億元、16.03 億元及 21.15 億元，同比增長 24.39%，30.04%，30.92%。

**公司簡介：**三花智控是全球製冷控制元器件的領軍企業，公司主要生產銷售製冷空調冰箱之元器件及部件、咖啡機洗碗機洗衣機之元器件及部件。2017 年公司收購集團子公司三花汽零，進軍汽車零部件熱管理產業。

股價相對深圳 A 股指數表現



市值	<b>RMB41,488.4 百萬元</b>
六個月平均日成交量	<b>RMB371.8 百萬元</b>
總股本股數 (百萬股)	<b>2,120.0</b>
流通 A 股股數比例	<b>1,564.0%</b>
自由流通股數比例	<b>73.8%</b>
大股東；持股比例	<b>三花控股集團有限公司, 37.2%</b>
淨負債比率 (2018F)	<b>(82.0%)</b>
每股淨值 (2018F)	<b>RMB3.66</b>
市淨率 (2018F)	<b>5.35 倍</b>

簡明損益表 (RMB 百萬元)

年初至 12 月	2016A	2017A	2018F	2019F
營業收入	6,769	9,573	11,413	13,600
營業利潤 **	869	1,571	2,102	2,594
稅後淨利潤 *	857	1,233	1,603	2,115
每股收益 (元)	0.48	0.58	0.76	1.00
每股收益同比增長率 (%)	15.5	22.2	30.0	31.9
市盈率 (倍)	41.1	33.7	25.9	19.6
淨資產收益率 (%)	15.9%	19.1%	20.7%	22.2%
股利收益率 (%)	0.6	0.7	0.9	1.2
每股股利 (元)	0.12	0.14	0.18	0.24

\* 歸屬母公司稅後淨利潤

\*\* 經分析師調整

 元大研究部 [research@yuanta.com](mailto:research@yuanta.com)

進一步信息請聯絡：

吳小佳

+2 1 6187 3828

[Taniawu@yuanta.com](mailto:Taniawu@yuanta.com)

## 三花智控 (002050 CH)

### 業績快報符合預期，ROE19.1%創近 9 年新高

**營收增速回升，產品結構調整見效：**三花業績快報顯示其 2017 年營業收入 95.7 億元 (YOY+25%)，比本中心此前預測的 94.60 億元高 1.19%；歸母淨利潤 12.33 億元 (YOY+24.39%)，比本中心此前 12.02 億元的預期高 2.58%。其中，由於高毛利的新增汽零業務及商用製冷業務單元的強勢表現 Q4 單季度實現營收 23.83 億元 (YOY+29.92%)，增速回升 10pct；但受人民幣升值的匯率損失影響，Q4 單季淨利潤達 2.54 億元 (YOY+19.38%)，增速基本維持不變。整體上，三花產品結構調整見效，2017 年 ROE 創近 9 年新高達 19.1%。由於盈利能力的持續提升，雖然 2017 年三花的匯兌損失或達 0.8 億元，但仍符合三花淨利潤 20%-50% 增長的業績預告預期。分業務看，預計新增汽零業務 2017 年實現營收 9.99 億元 (YOY+10.53%)；製冷業務單元將實現營收 53.49 億元 (YOY+31.7%)；微通道、亞威科及其他業務預期分別實現營收 11.95 億元 (YOY+20%)、11.48 億元 (YOY+10%) 及 8.82 億元 (YOY+50%)。

**汽零業務打開發展空間，傳統製冷單元穩步發展：**三花是特斯拉、蔚來等車廠的核心熱管理供應商，目前三花汽零海外整車企業訂單累計金額已達 35 億元。三花目前還正積極研發氫燃料電池車上使用的相關產品，豐富新能源車產品線。同時，三花是多細分家電零部件行業龍頭，其主要產品四通閥、電子膨脹閥、微通道換熱器市場份額均為全球第一，達 56%、30% 及 50%。2017 年電子膨脹閥，截止閥，四通閥內銷量實現同比增長 50.87%，48.44%，48.85%，大幅拉動其營收增長。長期來看，三花近三年家電業務單元將維持 16.37% 左右穩步發展，其汽零業務單元由於產能釋放疊加新能源車指數型增長等原因，2017-2020 年 CAGR 或達 38.62%，近三年總體營收增速或達 19.10%。

**業績增長確定性強，維持目標價 22.9 元不變：**傳統製冷配件主業為多細分行業龍頭，現金流穩定；2019-2020 年三花前期簽訂的新能源車熱管理部件訂單集中釋放，迎來投資良機，業績增長確定性強。總體上，調增 2017 年淨利潤 2.58% 至 12.33 億元，維持 2018/2019 年 16.03/21.15 億元不變，分別同比增長 24.39%，30.04%，31.92%，維持買入評級及目標價 22.9 元，對應 2018/2019 年 25.75/19.57 倍 PE，仍有 17.02% 的上漲空間。

**分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。**

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

## 資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
現金與短期投資	1,160	4,270	5,114	8,056	8,899
存貨	1,185	509	1,604	808	2,096
應收帳款及票據	2,319	648	3,286	1,404	4,260
其他流動資產	594	594	50	50	50
<b>流動資產</b>	<b>5,258</b>	<b>6,020</b>	<b>10,054</b>	<b>10,318</b>	<b>15,304</b>
長期投資	17	(7)	(31)	(55)	(78)
固定資產	2,286	2,406	2,103	1,672	1,317
什項資產	479	534	585	633	677
<b>其他資產</b>	<b>2,782</b>	<b>2,933</b>	<b>2,658</b>	<b>2,250</b>	<b>1,916</b>
<b>資產總額</b>	<b>8,039</b>	<b>8,953</b>	<b>12,711</b>	<b>12,569</b>	<b>17,220</b>
應付帳款及票據	1,302	1,408	4,055	2,523	5,255
短期借款	809	874	939	1,004	1,069
什項負債	396	396	400	400	500
<b>流動負債</b>	<b>2,507</b>	<b>2,678</b>	<b>5,394</b>	<b>3,927</b>	<b>6,824</b>
長期借款	661	661	661	661	662
其他負債及準備	184	184	184	184	184
<b>長期負債</b>	<b>845</b>	<b>845</b>	<b>845</b>	<b>845</b>	<b>846</b>
<b>負債總額</b>	<b>3,352</b>	<b>3,523</b>	<b>6,239</b>	<b>4,772</b>	<b>7,669</b>
股本	1,801	325	325	325	325
資本公積	461	1,946	1,946	1,946	1,946
保留盈餘	2,409	3,124	4,166	5,489	7,241
換算調整數	(19)	0	0	1	2
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>4,652</b>	<b>5,395</b>	<b>6,437</b>	<b>7,761</b>	<b>9,514</b>
<b>少數股權</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>4,688</b>	<b>5,431</b>	<b>6,473</b>	<b>7,797</b>	<b>9,550</b>

資料來源：公司資料、元大

## 現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
本期淨利潤	608	862	1,250	1,623	2,140
折舊及攤提	236	251	279	278	278
本期營運資金變動	(365)	2,453	(538)	1,145	(1,311)
其他營業資產	339	0	0	0	0
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>819</b>	<b>3,567</b>	<b>991</b>	<b>3,046</b>	<b>1,107</b>
資本支出	(340)	(340)	60	60	60
本期長期投資變動	24	24	24	24	24
其他資產變動	(16)	(87)	(87)	45	(27)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(332)</b>	<b>(403)</b>	<b>(3)</b>	<b>129</b>	<b>57</b>
股本變動	407	9	0	0	0
本期負債變動	46	65	65	65	66
其他調整數	(370)	(128)	(208)	(298)	(388)
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>83</b>	<b>(54)</b>	<b>(143)</b>	<b>(233)</b>	<b>(322)</b>
<b>匯率影響數</b>	<b>15</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>585</b>	<b>3,110</b>	<b>844</b>	<b>2,942</b>	<b>843</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>487</b>	<b>3,164</b>	<b>988</b>	<b>3,175</b>	<b>1,164</b>

資料來源：公司資料、元大

## 損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>營業收入</b>	<b>6,161</b>	<b>6,769</b>	<b>9,573</b>	<b>11,413</b>	<b>13,600</b>
銷貨成本	(4,404)	(4,754)	(6,647)	(8,004)	(9,463)
<b>營業毛利</b>	<b>1,756</b>	<b>2,015</b>	<b>2,926</b>	<b>3,409</b>	<b>4,137</b>
營業費用	(1,028)	(1,146)	(1,355)	(1,307)	(1,543)
<b>營業利潤</b>	<b>728</b>	<b>869</b>	<b>1,571</b>	<b>2,102</b>	<b>2,594</b>
利息收入	0	100	0	0	0
利息費用	(22)	(8)	(148)	(207)	(207)
利息收入淨額	(22)	92	(148)	(207)	(207)
投資利益(損失)淨額	(8)	34	43	26	58
其他業外收入(支出)淨額	30	24	27	17	17
非常項目淨額	0	0	0	0	10
稅前淨利潤	728	1,019	1,493	1,938	2,473
所得稅費用	(120)	(157)	(243)	(316)	(332)
<b>稅後淨利潤</b>	<b>608</b>	<b>862</b>	<b>1,250</b>	<b>1,623</b>	<b>2,132</b>
少數股權淨利	(3)	(4)	(17)	(20)	(26)
歸屬母公司之淨利	605	857	1,233	1,603	2,115
稅前息前折舊攤銷前淨利	965	1,120	1,850	2,380	2,872
每股收益 (RMB)	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0
每股收益 - 調整員工分紅 (RMB)	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0

資料來源：公司資料、元大

## 主要財務報表分析

年初至 12 月	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	5.8	9.9	41.4	19.2	19.2
營業利潤	1.2	19.3	80.8	33.8	23.4
稅前息前折舊攤銷前	2.7	16.2	65.1	28.7	20.7
稅後淨利潤	24.1	41.6	43.8	30.0	31.9
每股收益	(34.7)	15.5	22.2	30.0	31.9
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	28.5	29.8	30.6	29.9	30.4
營業利潤率	11.8	12.8	16.4	18.4	19.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	15.7	16.6	19.3	20.9	21.1
稅後淨利潤率	9.8	12.7	12.9	14.0	15.5
資產報酬率	8.1	10.1	11.5	12.8	14.4
淨資產收益率	13.0	15.9	19.1	20.7	22.2
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	31.4	28.3	24.7	21.3	18.1
淨負債比率 (%)	6.6	(50.4)	(54.3)	(82.0)	(75.1)
利息保障倍數 (倍)	34.0	131.5	11.1	10.4	13.0
利息及短期債	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1
現金流量對利息保障倍數 (倍)	37.1	456.7	6.7	14.7	5.4
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	1.0	4.0	0.9	2.5	0.9
流動比率 (倍)	2.1	2.2	1.9	2.6	2.2
速動比率 (倍)	1.6	2.1	1.6	2.4	1.9
淨負債 (RMB 百萬)	310.03	(2,734.88)	(3,514.42)	(6,391.38)	(7,168.77)
每股淨值 (RMB)	3.17	2.99	3.04	3.66	4.49
<b>評價指標 (倍)</b>					
市盈率	47.5	41.1	33.7	25.9	19.6
股價自由現金流量比	59.0	11.1	42.0	13.1	35.6
市淨率	6.2	6.5	6.4	5.3	4.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	29.8	31.5	22.4	17.4	14.4
股價營收比	4.7	5.2	4.3	3.6	3.1

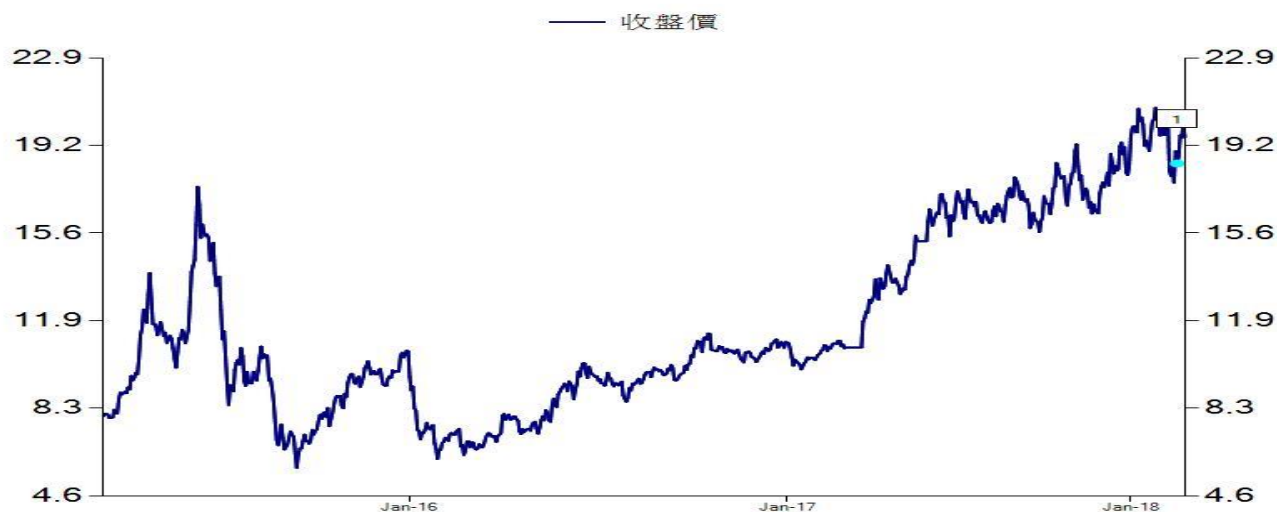
資料來源：公司資料、元大

## 附錄 A：重要披露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 三花智控 (002050 CH) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評級	分析師
1	2018/02/13	19.00	22.90	22.90	買入	吳小佳

資料來源：Bloomberg，元大

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

### 目前元大研究分析個股評級分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	152	33%
持有-超越同業	91	20%
持有-落後同業	20	4%
賣出	4	1%
評估中	186	41%
限制評等	3	1%
總計：	456	100%

資料來源：元大

### 投資評級說明

**買入：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點系基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利好題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

**持有-超越同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點系基於本中心對該股發展前景、財務表現、利好題材、評價信息以及風險概況之分析。

**持有-落後同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點系基於本中心對該股發展前景、財務表現、利好題材、評價信息以及風險概況之分析。

**賣出：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點系基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利好題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

**評估中：**本中心之預估、評級、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

**限制評級：**為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評級及目標價。

註：元大給予個股之目標價系依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

### 總聲明

© 2018 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)系獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名  
元大證券投資顧問股份有限公司  
台灣台北市 104 南京東路三段  
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大證券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 號  
海富中心 1 座 23 樓