

## 三花智控 (002050.SZ) 买入 (维持评级)

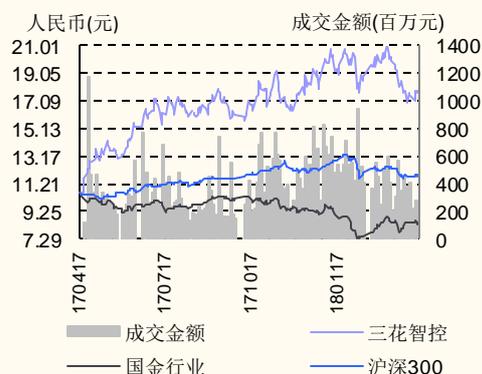
公司点评

市场价格 (人民币): 17.18 元

目标价格 (人民币): 22.51 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1563.79
总市值 (百万元)	36427.10
年内股价最高最低 (元)	21.04/10.51
沪深 300 指数	3808.86
深证成指	10621.79



## 传统业务中规中矩，等待 EV 热管理业务放量

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.476	0.583	0.643	0.711	0.755
每股净资产 (元)	2.95	3.71	4.16	4.67	5.12
每股经营性现金流 (元)	0.73	0.30	0.85	0.85	0.95
市盈率 (倍)	23.19	31.46	27.77	25.12	23.66
行业优化市盈率 (倍)	24.32	24.32	24.32	24.32	24.32
净利润增长率 (%)	41.63%	38.64%	14.77%	10.56%	6.17%
净资产收益率 (%)	16.11%	15.09%	15.48%	15.24%	14.74%
总股本 (百万股)	1,801.48	2,120.32	2,120.32	2,120.32	2,120.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司公布年报，2017 年营收和归母净利润分别为 95.81 亿元、12.36 亿元，分别同增 25.14%、24.72%。同时公司拟每股派发红利 0.15 元，分红率为 25.7%。此外，注入的三花汽零和三花微通道资产均完成对应业绩承诺。

## 经营分析

- **毛利率水平高，盈利水平逆势大幅提振。** 公司系全球制冷控制元器件龙头，于 2017 年 9 月注入三花汽零资产切入新能源车热管理领域。2017 年公司在原材料涨价和人民币升值压力下，毛利率仍处于 31.23% 高位，同比上升 1.5pct；净利率为 13.06%，同比上升 0.3 pct。公司业绩在逆势中大幅增长主要有以下原因：(1) 系具议价能力的强势龙头；(2) 采用成本联动定价模式，管控原材料涨价风险；(3) 优化产品结构，提高高毛利率产品占比。
- **家电业务稳定增长，营收/归母净利润增速达 24%/23%。** 2017 年公司家电业务业绩全面开花。其中，制冷阀门类业务受益于空调、冰箱等下游行业景气周期，实现营收 49.3 亿，YoY+22%；微通道换热器凭借其高能效低能耗的优势，替代趋势明显，实现营收 12.5 亿，YoY+16%；亚威科自 2012 年被收购后于 2015 年扭亏为盈，受益于消费升级及洗碗机等白色家电的普及红利，实现营收 12.1 亿，YoY+16%。家电制冷业务总体呈稳健增长态势。
- **定位 EV 热管理，汽零业务营收增长 34%。** 目前电动车热管理系统单车价值 5000 元，全球市场规模 2020 年达到 250 亿，2025 年将超过 800 亿元。三花汽零配套新能源车热管理零部件价值量达 1500-2200 元，在 EV 热管理领域具竞争优势，同时拥有优质客户资源（特斯拉、蔚来、戴姆勒、大众等），2017 年实现营收 12.1 亿，YoY+34%，远超行业平均水平。未来随三花汽零完成热管理一级供应商绑定并逐步进入各大整车厂供应链，同时 Model3 等配套车型逐步放量，汽零业务业绩有望进一步增长。

## 盈利预测和投资建议

- 我们看好公司在制冷领域的龙头地位，家电业务持续向好，新能源汽车热管理业务成新增量点，预计其 2018-2020 年净利润分别为 13.6 亿、15.1 亿、16.0 亿元。给予目标价 22.51 元，对应 2018 年 35x 估值，维持买入评级。

## 风险提示

- 主要产品市占率下降、产品价格下降超出预期；汇率波动；原材料成本波动；商用制冷领域开拓客户不达预期；新能源汽车发展不及预期。

## 相关报告

1. 《EV 热管理有望成为新的增长点-三花智控公司深度研究》，2018.4.9
2. 《业绩表现靓丽，特斯拉优质标的-三花智控公司点评》，2017.8.31
3. 《资产注入顺利过会，特斯拉优质标的-三花智控公司点评》，2017.6.23
4. 《注入汽配资产，特斯拉优质标的-三花智控公司研究》，2017.6.7

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 业绩点评

- **2017 年实现业绩亮眼。**公司全年实现营业收入 95.8 亿元 (YoY+25.1%)，归母净利润 12.4 亿元 (YoY+24.7%)，净利率 13.1% (+0.3pct)，毛利率 31.2% (+1.3pct)，汇兑损失 1.0 亿，派现 0.15 元/股 (分红率 25.7%)，期间费用率 15.5%(+1.1pct)，销售费用率 5.1%(-0.17pct)，管理费用率 9.1%(-1.38pct)，财务费用率 1.3%(+2.66pct)。
- **Q4 单季度业绩受汇兑损失影响。**公司第四季度实现营业收入 23.9 亿元，同比增长 30%；实现归母净利润 2.2 亿元。其中，2017Q4 财务费用达 2878 万元，远高于上年同期的-3926 万元水平，主要系人民币升值造成汇兑损失所致。全年汇兑损失超 1 亿，若剔除汇兑损益外因，公司归母净利润增速达 57%。我们认为币种升值是具有不确定性的外在因素，对公司未来业绩仅具有阶段性影响。
- **全年管理费用率及销售费用率降低。**公司整体期间费用率由 2016 年的 14.4%上升到 2017 年的 15.5%，主要系汇兑损益造成的财务费用高企所致。受益于规模优势和费用管控，公司管理费用率下降 1.38pct，其中研发投入达 3.3 亿，其费用率为 3.4%，同比降低 0.4pct；销售费用率下降 0.17pct。
- **成本承压逆境下，毛利率仍坚挺。**2017 年铝、不锈钢、铜等原材料呈涨价态势，但公司盈利水平持续提高，总体毛利率达 31.2%高位，同比增长 1.3pct。主因是：一方面在客观上公司深耕制冷领域 20 多年，居无争议的龙头地位（电子膨胀阀、四通换向阀、微通道换热器市占率全球第一，截止阀全球第二；汽车热膨胀阀市占率国内第一，全球第二），在产业链中具有较强的议价权，维持公司高盈利水平。另一方面，公司自发采用成本联动定价模式，管控原材料涨价风险，并调整产品结构，加大电子膨胀阀及新能源热管理零部件等高毛利率产品的比例。因此，在成本+币种升值逆境下，公司盈利能力能处于较高水平。
- **三花汽零和三花微通道均完成对应业绩承诺。**2015-2017 年，三花微通道累计实现归母净利润 4.8 亿元（承诺 4.3 亿），业绩超预期 0.5 亿元，业绩承诺完成率达 112%。2017 年，三花汽零实现归母净利润 1.8 亿元（承诺 1.7 亿），业绩超预期 0.1 亿元，业绩承诺完成率达 108%。三花汽零和三花微通道均完成对应业绩承诺。
- **各业务业绩全面开花。**公司家电业务板块包括传统制冷业务、微通道业务和亚威科业务；汽零业务依托三花汽零开展。
  - **制冷业务：**制冷业务作为老牌业务单元，为公司主要营收来源。其主导产品电子膨胀阀、四通阀市占率居全球第一，主要应用于空调、冰箱等制冷设备。制冷业务的业绩主要随空调景气周期波动。2017 年受益于空调、冰箱等下游行业处景气周期，实现营收 49.3 亿，YoY+22%。2017 年制冷业务毛利率达 35.9%，比上年同期增长 1.7pct，主因是高毛利率产品电子膨胀阀的销售占比增大。
  - **微通道业务：**产品包括冷凝器、蒸发器、热泵换热器和水箱换热器等新型微通道换热器，广泛应用于空调、冷藏冷冻等领域，其市占率居全球第一，主要以北美市场为主。目前微通道铝制换热器对普通铜制换热器的替代缓慢推进，2017 年实现营收 12.5 亿，YoY+16%；毛利率达 34.7%，比上年同期增长 5.4pct。
  - **亚威科业务：**包括洗碗机、洗衣机、咖啡机等白色家电配件，其主要产品 Omega 泵、水软化系统、分配器等件，客户包括米诺、博世西门子、伊莱克斯等国际知名白电品牌。该业务受益于国内洗碗机逐步普及，2017 年实现营收 12.1 亿，YoY+16%；毛利率为 17.5%。
  - **汽零业务：**于 2017 年 9 月并表，主营汽车热管理控制元件（调温阀、膨胀阀等）的生产和销售。近年来积极开拓新能源汽车热管理市场，打入特斯拉供应链，是未来公司业绩增量的重要来源。2017 年实现营收 12.1 亿，YoY+34%，远超行业平均水平；毛利率为 30.8%，与上年基本持平。

## 关键假设与主营业务预测

- 汽零业务：(1) 产品：膨胀阀市占率极高，国内 37%，全球 16%，传统车方面维稳，新能源车方面增长迅速；贮液器增长稳定；调温阀随自动变速箱渗透率提升而增长。(2) 客户：主要客户特斯拉预计 2018 年总产量 20 万辆，其中 Model 3 产量 11 万辆，单车供应 2000 元，预计收入 2.5 亿；此外还包括比亚迪、吉利、沃尔沃、戴姆勒等客户配套订单逐渐放量。
- 制冷业务：空调、冰箱等下游行业保持较稳定需求，产品市占率稳固，逐步向商用制冷领域拓展。
- 微通道业务：微通道换热器市占率全球第一，随着墨西哥、杭州项目投产落地预计会进一步提升产销量。
- 亚威科业务：业务转亏为盈，主要客户在欧洲，后续主要增长在国内。

图表 1：公司主营业务分产品预测（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E
汽零（热管理）业务	904	1,210	1,419	1,710
膨胀阀	376	482	550	604
贮液器	202	218	222	226
调温阀	76	155	174	206
电子膨胀阀	23	62	104	186
控制器	41	68	75	92
压块	14	50	51	55
油冷器	0	6	19	39
冷却板	0	12	34	66
电池冷却器	0	15	30	49
其他主营业务	51	12	8	12
其他业务	121	130	152	174
收入增速	15%	14%	33%	21%
毛利率	31%	31%	31%	30%
制冷业务单元	4,062	4,925	5,546	6,069
收入增速	-8%	22%	13%	9%
毛利率	34%	36%	35%	34%
微通道业务	1,076	1,252	1,480	1,628
收入增速	20%	16%	18%	10%
毛利率	29%	35%	33%	32%
亚威科业务	1,043	1,205	1,285	1,414
收入增速	21%	16%	7%	10%
毛利率	18%	17%	16%	16%
其他业务	588	988	1,075	1,277
总营收	6,769	9,581	10,805	12,097
收入增速	10%	25%	13%	12%
毛利率	30%	31%	31%	30%

来源：国金证券研究所

## 风险提示

- **行业竞争激烈。**可能存在产品市占率下降、产品价格下降超出预期等情况。
- **汇率波动风险。**公司外贸出口额较大，盈利水平受汇率波动影响。
- **原材料成本波动。**原材料主要为铝、铜等金属，涨价直接影响盈利水平。
- **商用制冷领域开拓客户不达预期。**目前国内商用制冷零部件主要依赖于国外品牌，若公司商用业务开拓不及预期，可能影响制冷业务的业绩增长。
- **新能源汽车发展不及预期。**若新能源汽车发展增速放缓不及预期，产业政策临时性变化，补贴退坡幅度和执行时间预期若发生变化，对新能源汽车产销量造成冲击，直接影响公司业务。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,161</b>	<b>6,769</b>	<b>9,581</b>	<b>10,805</b>	<b>12,097</b>	<b>13,343</b>	货币资金	1,160	1,469	1,501	1,900	2,469	2,973
增长率		9.9%	41.5%	12.8%	12.0%	10.3%	应收款项	2,394	2,486	3,711	4,104	4,444	4,821
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,404</b>	<b>-4,754</b>	<b>-6,589</b>	<b>-7,510</b>	<b>-8,497</b>	<b>-9,455</b>	存货	1,185	1,204	1,857	1,901	2,047	2,193
%销售收入	71.5%	70.2%	68.8%	69.5%	70.2%	70.9%	其他流动资产	519	387	1,715	1,278	1,045	850
<b>毛利</b>	<b>1,756</b>	<b>2,015</b>	<b>2,993</b>	<b>3,295</b>	<b>3,600</b>	<b>3,888</b>	流动资产	5,258	5,546	8,784	9,183	10,005	10,837
%销售收入	28.5%	29.8%	31.2%	30.5%	29.8%	29.1%	%总资产	65.4%	66.0%	71.1%	69.9%	69.6%	68.8%
营业税金及附加	-38	-79	-81	-76	-82	-87	长期投资	19	19	93	98	97	97
%销售收入	0.6%	1.2%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	2,286	2,368	2,948	3,335	3,758	4,315
营业费用	-321	-357	-489	-551	-599	-654	%总资产	28.4%	28.2%	23.9%	25.4%	26.2%	27.4%
%销售收入	5.2%	5.3%	5.1%	5.1%	5.0%	4.9%	无形资产	435	404	458	449	441	434
管理费用	-669	-709	-872	-994	-1,125	-1,241	非流动资产	2,782	2,853	3,564	3,945	4,360	4,909
%销售收入	10.9%	10.5%	9.1%	9.2%	9.3%	9.3%	%总资产	34.6%	34.0%	28.9%	30.1%	30.4%	31.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>728</b>	<b>869</b>	<b>1,550</b>	<b>1,674</b>	<b>1,794</b>	<b>1,906</b>	<b>资产总计</b>	<b>8,039</b>	<b>8,399</b>	<b>12,348</b>	<b>13,128</b>	<b>14,364</b>	<b>15,746</b>
%销售收入	11.8%	12.8%	16.2%	15.5%	14.8%	14.3%	短期借款	808	658	851	783	385	410
财务费用	-22	92	-125	-82	-87	-80	应付款项	1,385	1,661	2,596	2,641	2,851	3,095
%销售收入	0.4%	-1.4%	1.3%	0.8%	0.7%	0.6%	其他流动负债	315	261	308	407	440	582
资产减值损失	-13	-74	-49	-32	-10	-30	流动负债	2,507	2,580	3,755	3,831	3,676	4,087
公允价值变动收益	3	4	10	3	2	2	长期贷款	661	273	485	285	585	586
投资收益	-8	34	38	25	28	31	其他长期负债	184	179	182	138	141	140
%税前利润	n.a	3.3%	2.6%	1.5%	1.6%	1.6%	<b>负债</b>	<b>3,352</b>	<b>3,032</b>	<b>4,423</b>	<b>4,255</b>	<b>4,402</b>	<b>4,813</b>
<b>营业利润</b>	<b>688</b>	<b>926</b>	<b>1,472</b>	<b>1,588</b>	<b>1,727</b>	<b>1,830</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,652</b>	<b>5,323</b>	<b>7,875</b>	<b>8,816</b>	<b>9,900</b>	<b>10,865</b>
营业利润率	11.2%	13.7%	15.4%	14.7%	14.3%	13.7%	少数股东权益	36	44	50	58	62	68
营业外收支	40	93	4	50	69	72	<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,039</b>	<b>8,399</b>	<b>12,348</b>	<b>13,128</b>	<b>14,364</b>	<b>15,746</b>
<b>税前利润</b>	<b>728</b>	<b>1,019</b>	<b>1,477</b>	<b>1,638</b>	<b>1,796</b>	<b>1,902</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	11.8%	15.1%	15.4%	15.2%	14.9%	14.3%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-120	-157	-226	-265	-284	-295	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.5%	15.4%	15.3%	16.2%	15.8%	15.5%	每股收益	0.336	0.476	0.583	0.643	0.711	0.755
净利润	608	862	1,251	1,372	1,513	1,607	每股净资产	2.582	2.955	3.714	4.158	4.669	5.124
少数股东损益	3	4	15	8	4	6	每股经营现金净流	0.452	0.725	0.305	0.852	0.855	0.948
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>605</b>	<b>857</b>	<b>1,236</b>	<b>1,364</b>	<b>1,508</b>	<b>1,601</b>	每股股利	0.100	0.300	0.150	0.200	0.200	0.300
净利率	9.8%	12.7%	12.9%	12.6%	12.5%	12.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	13.01%	16.11%	15.09%	15.48%	15.24%	14.74%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	7.53%	10.21%	9.63%	10.39%	10.50%	10.17%
净利润	608	862	1,251	1,372	1,513	1,607	投入资本收益率	9.88%	11.67%	14.09%	14.11%	13.82%	13.50%
非现金支出	250	318	339	332	374	439	<b>增长率</b>						
非经营收益	87	-28	-4	-15	-56	-65	主营业务收入增长率	5.78%	9.88%	41.54%	12.77%	11.96%	10.30%
营运资金变动	-130	154	-940	117	-18	29	EBIT增长率	1.20%	19.34%	78.37%	8.00%	7.17%	6.24%
经营活动现金净流	815	1,307	646	1,806	1,812	2,010	净利润增长率	24.13%	41.63%	38.64%	14.77%	10.56%	6.17%
<b>资本开支</b>	<b>-275</b>	<b>-283</b>	<b>-594</b>	<b>-633</b>	<b>-709</b>	<b>-887</b>	总资产增长率	14.51%	4.47%	47.02%	6.32%	9.41%	9.62%
投资	-9	0	-52	-9	-3	-1	<b>资产管理能力</b>						
其他	-48	216	-1,111	28	30	33	应收账款周转天数	59.7	60.5	53.2	60.7	58.7	57.5
投资活动现金净流	-332	-67	-1,756	-614	-681	-855	存货周转天数	96.7	91.7	84.8	93.5	88.9	86.2
<b>股权募资</b>	<b>407</b>	<b>9</b>	<b>1,312</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应付账款周转天数	60.5	63.1	66.3	68.6	64.2	63.1
债权募资	-66	-537	325	-312	-95	25	固定资产周转天数	124.1	117.8	94.5	90.5	87.2	86.7
其他	-243	-313	-745	-482	-467	-677	<b>偿债能力</b>						
筹资活动现金净流	98	-841	892	-794	-561	-652	净负债/股东权益	6.55%	-10.10%	-2.26%	-9.58%	-15.25%	-18.28%
<b>现金净流量</b>	<b>581</b>	<b>399</b>	<b>-218</b>	<b>399</b>	<b>569</b>	<b>504</b>	EBIT利息保障倍数	33.0	-9.4	0.0	20.3	20.7	23.7
							资产负债率	41.69%	36.10%	35.82%	32.41%	30.65%	30.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	3	6	17	22	43
	3	3	8	10	20
	1	1	1	2	2
	0	0	0	0	0
	1.71	1.50	1.38	1.41	1.37

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-07	买入	14.21	20.00~20.00
2	2017-06-23	买入	15.24	20.00
3	2017-08-31	买入	16.47	20.00
4	2018-04-09	买入	17.53	21.82~21.82

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH