

**三花智控(002050) /**
**制冷及汽零业务稳健，股权激励激发长期增长动力**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 14.15

分析师: 邹玲玲

执业证书编号: S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 2120  |
| 流通股本(百万股) | 1773  |
| 市价(元)     | 14.15 |
| 市值(百万元)   | 30002 |
| 流通市值(百万元) | 25082 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 传统制冷稳增长，新能源汽车热管理积极推进
- 2 传统主业景气高增长，新能源车热管理蓄势待发

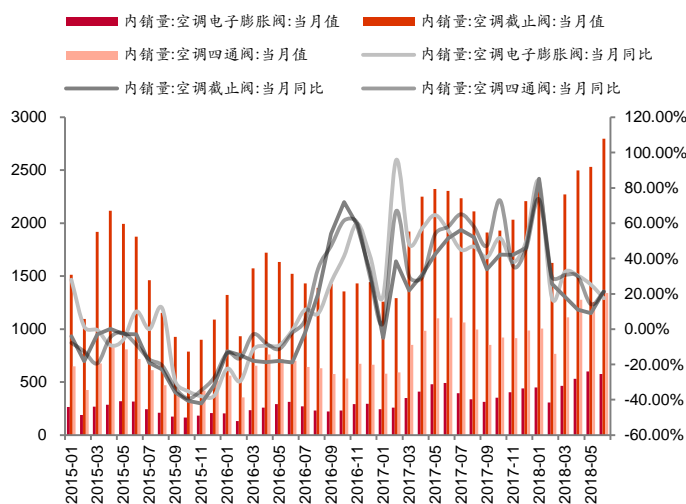
**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2016A   | 2017A   | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-----------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 6,769.2 | 9,581.2 | 11,592.3 | 13,857.9 | 16,297.3 |
| 增长率 yoy%  | 9.9%    | 41.5%   | 21.0%    | 19.5%    | 17.6%    |
| 净利润       | 857.5   | 1,236.0 | 1,424.7  | 1,704.6  | 2,077.4  |
| 增长率 yoy%  | 41.6%   | 44.1%   | 15.3%    | 19.6%    | 21.9%    |
| 每股收益(元)   | 0.40    | 0.58    | 0.67     | 0.80     | 0.98     |
| 每股现金流量    | 0.73    | 0.31    | 0.71     | 0.62     | 1.24     |
| 净资产收益率    | 16.1%   | 15.7%   | 16.0%    | 16.8%    | 17.9%    |
| P/E       | 35.0    | 24.3    | 21.1     | 17.6     | 14.4     |
| PEG       | 1.3     | 1.3     | 0.6      | 0.7      | 0.8      |
| P/B       | 5.6     | 3.8     | 3.4      | 3.0      | 2.6      |

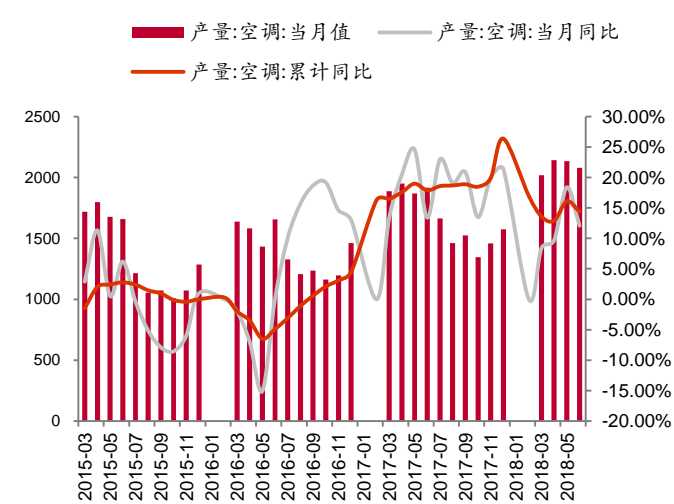
备注:

**投资要点**

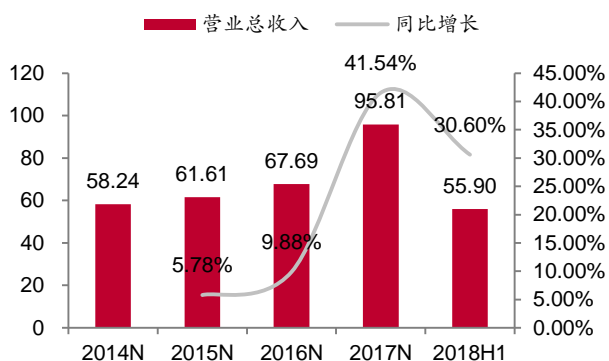
- **2018H1 业绩符合预期:** 1) 公司发布 2018 年半年报, 报告期内实现营收 55.90 亿元, 同比+15.15%; 归母净利润 6.77 亿元, 同比+11.04%, 扣非归母净利润 6.74 亿元, 同比+37.41%。2) 公司发布 2018 年 1-9 月盈利预测, 预计实现归母净利润为 9.79~11.75 亿元(Q3 单季度实现归母净利润 3~4.97 亿)。3) 向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元(含税)。
- **汇率波动及成本因素, 导致海外占比较大业务的营收及毛利率下滑。** 1) 公司总体营收增速放缓, 主要是产品结构中有 46% 左右是出口, 受到汇率波动影响较大, 2018H1 美元兑人民币汇率同比下降, 导致公司出口以美元计价下营收有一定折损; 2) 其中, 微通道业务受到汇率及大客户去库存, 营收 6.16 亿元, 同比下降 8.62%, 略低于市场预期; AWECO 业务营收 6.04 亿元, 同比略增 1.14%, 我们预计微通道及亚威科业务在下半年将逐渐恢复增长; 3) 同时, 汇率波动, 也一定程度影响了公司毛利率水平, 2018H1 综合毛利率 27.64%, 同比减少 1.38 个 pct, 我们认为该汇率波动对公司影响属于短期因素。
- **受益下游空调景气, 制冷业务持续高增:** 今年上半年在市场受到高温和消费升级需求下, 空调产量上半年累计同比增长 15%, 其中空调制冷零部件, 电子膨胀阀/截止阀/四通阀(内销)分别同比增长 31.08%/23.87%/29.62%, 在国内行业需求持续景气带动下, 公司制冷业务 18H1 增长较好, 实现营收 31.59 亿元, 同比+25.97%, 我们预计下半年制冷业务或随下游空调排产放缓增速略有下滑, 但总体全年仍将保持较好增长。
- **汽零增长较好, 新能源热管理持续推进:** 汽零业务营收 6.91 亿元, 同比增长 18.78%, 保持较好增长, 自 2017 年 10 月, 公司陆续与戴姆勒(电子水泵, 359 万台)、沃尔沃(热管理部件 6 亿元、水冷板 6 亿元)、蔚来汽车(热管理部件合计 14 亿)签订供货合同。在双积分制度下, 国内新能源汽车发展逐步从政策驱动转向市场化, 且国内外一流整车企业大多将在 2019 年陆续推出新车型, 我们判断, 公司热管理业务有望在 2019 年开始放量。
- **加大研发投入, 拟实施股权激励, 激发增长动力。** 公司重视研发, 2018H1 投入研发 2 亿, 同比增长 47%, 占比营收 3.67%, 同时公司拟向董事、高级管理人员及核心人才共计 781 人, 发行 1060 万股限制性股票, 约占总股本的 0.4999%, 授予价格 8.47/股, 合计 9054 万元, 并设立业绩考核目标为 18-20 年加权平均净资产收益率不低于 17%, 助力维护核心人员稳定, 激发内生动力。
- **投资建议:** 公司作为制冷控制元器件全球龙头, 其电子膨胀阀、四通换向阀、微通道换热器等主要产品市场占有率位居全球第一。三花汽零新能源汽车热管理业务, 供货特斯拉打造标杆效应, 稳步开拓海内外车企, 将受益全球新能源车销量增长, 公司业务布局增长可期, 长期看好。考虑到汇率波动及大客户需求影响, 制冷零部件 18H2 增速放缓预期, 我们调整公司盈利预测, 预计 2018-2020 年公司净利润为 14.25/17.05/20.77 亿元, 同比增长 15.3%/19.6%/21.9%, 对应 PE 为 21/18/14 倍, 维持买入评级。
- **风险提示:** 下游需求下滑、汇率波动风险、原材料价格波动风险、新能源车销量不及预期风险

**附录 1: 下游行业景气度:**
**图表 1: 空调制冷零部件月度销量及同比**


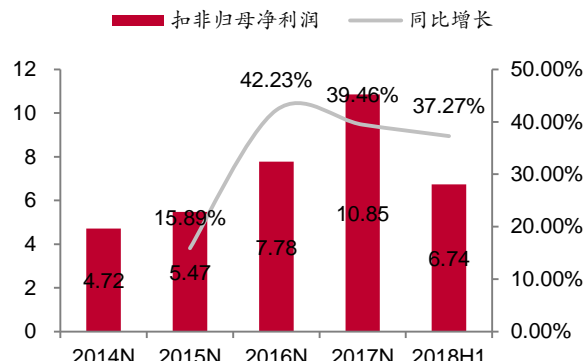
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 2: 空调月度产量及同比数据 (台)**


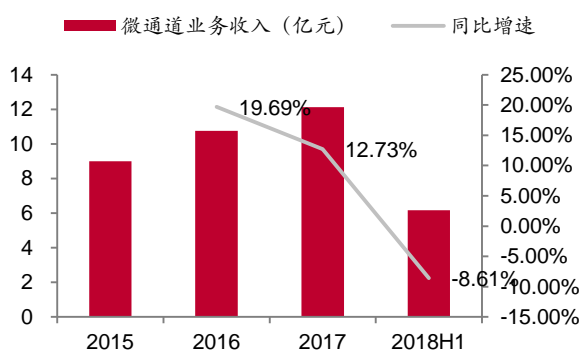
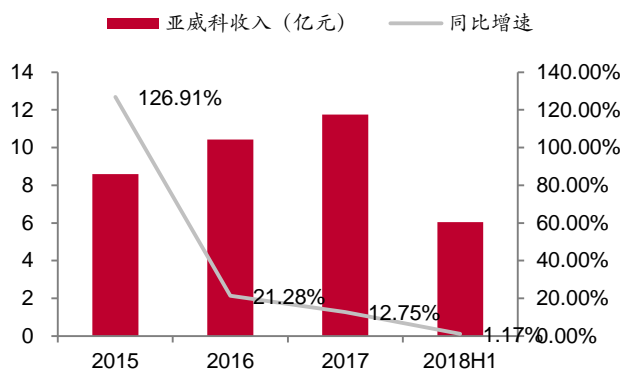
来源: wind, 中泰证券研究所

**附录 2: 三花智控财务概览**
**图表 3: 2014-2018H1 营业收入及同比增速 (亿元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 4: 2014-2018H1 扣非归母净利润及同比增速 (亿元, %)**


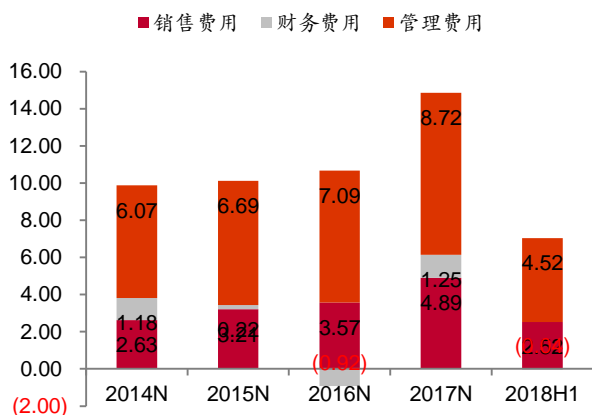
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 5: 微通道业务收入及同比增速**

**图表 6: 亚威科收入及同比增速**


来源：公司公告，中泰证券研究所

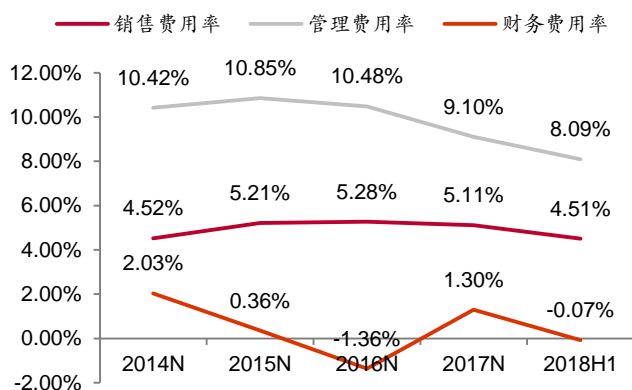
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7: 2014-2018H1 三项费用 (亿元, %)



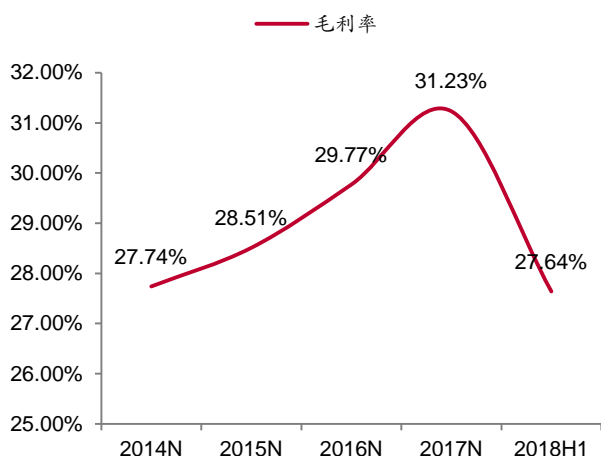
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8: 2014-2018H1 三项费用率



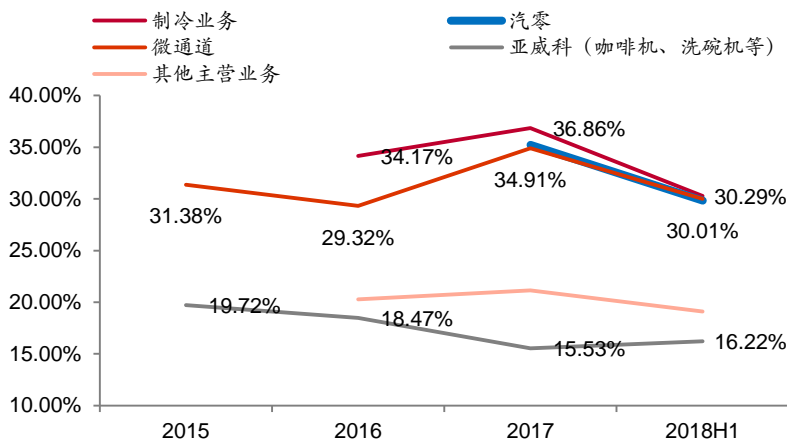
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9: 2014-2018H1 总体毛利率 (%)



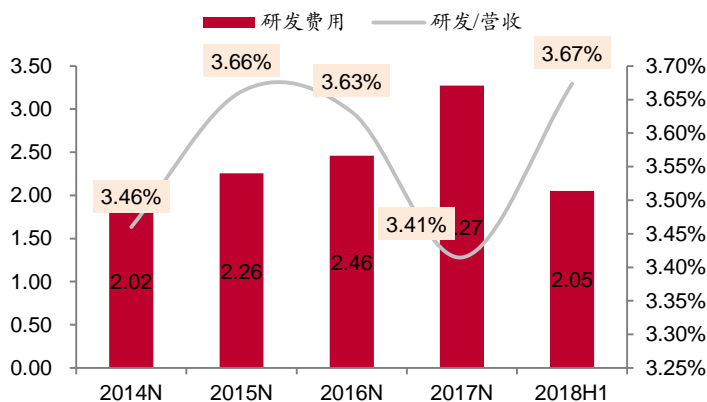
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10: 分业务毛利率水平 (%)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11: 研发投入及占比 (亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 12: 控股子公司及参股公司 2017H1-2018H1 经营业绩 (亿元, %)**

| 被参控公司        | 直接持股比例 | 2018H1 |        |        |         | 2017     |        | 2017H1 |        | 2016 年   |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|--------|--------|--------|----------|--------|
|              |        | 营收     | 营收同比   | 净利润    | 净利润同比   | 营收       | 净利润    | 营收     | 净利润    | 营收       | 净利润    |
| 三花汽零         | 100.00 | 690.70 |        | 140.99 |         | 1,210.39 | 182.14 |        |        |          |        |
| 三花微通道        | 100.00 | 615.79 | -8.63% | 103.66 | 1.12%   | 1,252.50 | 204.99 | 673.92 | 102.51 | 1,076.06 | 158.00 |
| 浙江三花制冷集团有限公司 | 74.00  | 540.95 | 11.23% | 82.66  | -10.71% | 1,044.67 | 180.52 | 486.32 | 92.57  | 993.05   | 259.22 |
| 亚威科          |        | 603.63 | 1.14%  | -0.38  |         | 1,204.95 | -21.69 | 596.81 | 2.26   | 1,043.21 | 17.57  |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表：公司财务预测（百万元）

|                  | 2016           | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           | 财务指标           | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>利润表</b>       |                |                 |                 |                 |                 | <b>成长性</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入             | 6,769.2        | 9,581.2         | 11,592.3        | 13,857.9        | 16,297.3        | 营业收入增长率        | 9.9%  | 41.5% | 21.0% | 19.5% | 17.6% |
| 减：营业成本           | 4,754.1        | 6,588.7         | 8,200.3         | 9,816.6         | 11,523.7        | 营业利润增长率        | 34.6% | 59.0% | 14.5% | 20.3% | 21.8% |
| 营业税费             | 79.3           | 81.0            | 86.9            | 97.0            | 112.5           | 净利润增长率         | 41.6% | 44.1% | 15.3% | 19.6% | 21.9% |
| 销售费用             | 357.3          | 489.3           | 555.4           | 634.7           | 729.2           | EBITDA增长率      | 13.9% | 70.8% | 13.9% | 24.0% | 23.1% |
| 管理费用             | 709.4          | 872.0           | 1,013.1         | 1,151.6         | 1,304.8         | EBIT增长率        | 17.4% | 86.0% | 12.4% | 23.6% | 22.0% |
| 财务费用             | -92.3          | 124.8           | 56.4            | 125.3           | 156.3           | NOPLAT增长率      | 18.9% | 91.9% | 9.0%  | 23.6% | 22.0% |
| 资产减值损失           | 74.0           | 48.6            | 55.0            | 51.8            | 53.4            | 投资资本增长率        | -3.8% | 61.1% | 11.4% | 19.0% | 0.5%  |
| 加：公允价值变动收益       | 4.5            | 10.3            | 3.0             | -0.7            | 0.2             | 净资产增长率         | 14.5% | 47.7% | 13.3% | 13.9% | 14.5% |
| 投资和汇兑收益          | 33.8           | 38.0            | 58.0            | 48.0            | 53.0            |                |       |       |       |       |       |
| <b>营业利润</b>      | <b>925.7</b>   | <b>1,472.3</b>  | <b>1,686.2</b>  | <b>2,028.2</b>  | <b>2,470.6</b>  | <b>利润率</b>     |       |       |       |       |       |
| 加：营业外净收支         | 93.1           | 4.3             | 18.2            | 11.0            | 14.7            | 毛利率            | 29.8% | 31.2% | 29.3% | 29.2% | 29.3% |
| <b>利润总额</b>      | <b>1,018.8</b> | <b>1,476.6</b>  | <b>1,704.4</b>  | <b>2,039.2</b>  | <b>2,485.2</b>  | 营业利润率          | 13.7% | 15.4% | 14.5% | 14.6% | 15.2% |
| 减：所得税            | 157.0          | 225.7           | 262.5           | 314.0           | 382.7           | 净利率            | 12.7% | 12.9% | 12.3% | 12.3% | 12.7% |
| <b>净利润</b>       | <b>857.5</b>   | <b>1,236.0</b>  | <b>1,424.7</b>  | <b>1,704.6</b>  | <b>2,077.4</b>  | EBITDA/营业收入    | 15.9% | 19.2% | 18.1% | 18.8% | 19.6% |
| <b>资产负债表</b>     |                |                 |                 |                 |                 | EBIT/营业收入      | 12.3% | 16.2% | 15.0% | 15.5% | 16.1% |
| 货币资金             | 1,469.1        | 1,501.4         | 1,854.8         | 2,217.3         | 2,607.6         | <b>运营效率</b>    |       |       |       |       |       |
| 交易性金融资产          | 1.5            | 5.8             | 8.0             | 7.5             | 7.8             | 固定资产周转天数       | 114   | 88    | 82    | 78    | 77    |
| 应收账款             | 1,234.7        | 1,726.0         | 2,073.7         | 2,545.5         | 2,995.5         | 流动营业资本周转天数     | 121   | 123   | 140   | 133   | 126   |
| 应收票据             | 1,250.9        | 1,984.9         | 2,278.5         | 2,879.7         | 3,168.4         | 流动资产周转天数       | 287   | 289   | 289   | 274   | 285   |
| 预付账款             | 37.8           | 53.9            | 44.5            | 82.3            | 66.9            | 应收账款周转天数       | 64    | 56    | 59    | 60    | 61    |
| 存货               | 1,204.3        | 1,856.6         | 2,106.9         | 1,983.4         | 2,370.1         | 存货周转天数         | 64    | 58    | 62    | 53    | 48    |
| 其他流动资产           | 347.7          | 1,655.0         | 1,469.2         | 1,562.1         | 1,515.7         | 总资产周转天数        | 437   | 390   | 408   | 390   | 370   |
| 可供出售金融资产         | -              | -               | -               | -               | -               | 投资资本周转天数       | 257   | 233   | 251   | 242   | 225   |
| 持有至到期投资          | -              | -               | -               | -               | -               | 投资回报率          |       |       |       |       |       |
| 长期股权投资           | 4.3            | 59.7            | 59.7            | 59.7            | 59.7            | ROE            | 16.1% | 15.7% | 16.0% | 16.8% | 17.9% |
| 投资性房地产           | 11.8           | 31.0            | 29.8            | 29.8            | 29.8            | ROA            | 10.3% | 10.1% | 10.3% | 10.7% | 12.1% |
| 固定资产             | 2,184.7        | 2,480.9         | 2,806.9         | 3,197.4         | 3,776.1         | ROIC           | 14.3% | 28.5% | 19.3% | 21.4% | 21.9% |
| 在建工程             | 183.3          | 466.9           | 657.8           | 943.3           | 281.1           | <b>费用率</b>     |       |       |       |       |       |
| 无形资产             | 369.7          | 418.5           | 468.6           | 466.2           | 456.1           | 销售费用率          | 5.3%  | 5.1%  | 4.8%  | 4.6%  | 4.5%  |
| 其他非流动资产          | 98.8           | 107.4           | 100.3           | 94.7            | 91.3            | 管理费用率          | 10.5% | 9.1%  | 8.7%  | 8.3%  | 8.0%  |
| <b>资产总额</b>      | <b>8,398.6</b> | <b>12,348.0</b> | <b>13,958.6</b> | <b>16,068.9</b> | <b>17,405.9</b> | 财务费用率          | -1.4% | 1.3%  | 0.5%  | 0.9%  | 1.0%  |
| 短期债券             | 298.7          | 607.4           | 831.7           | 1,601.7         | 557.4           | 三费/营业收入        | 14.4% | 15.5% | 14.0% | 13.8% | 13.4% |
| 应付账款             | 983.0          | 1,556.8         | 1,845.9         | 1,827.7         | 2,431.3         | <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 应付票据             | 664.9          | 1,016.8         | 1,169.9         | 1,284.2         | 1,596.7         | 资产负债率          | 36.1% | 35.8% | 35.7% | 36.3% | 32.7% |
| 其他流动负债           | 633.6          | 573.8           | 726.1           | 659.2           | 696.9           | 负债权益比          | 58.5% | 55.8% | 55.4% | 57.0% | 48.6% |
| 长期借款             | 272.9          | 485.4           | 250.0           | 294.8           | 250.0           | 流动比率           | 2.15  | 2.34  | 2.15  | 2.10  | 2.41  |
| 其他非流动负债          | 179.1          | 182.5           | 154.6           | 168.5           | 161.5           | 速动比率           | 1.68  | 1.84  | 1.69  | 1.73  | 1.96  |
| <b>负债总额</b>      | <b>3,032.2</b> | <b>4,422.7</b>  | <b>4,978.2</b>  | <b>5,836.2</b>  | <b>5,693.8</b>  | 利息保障倍数         | -9.03 | 12.42 | 30.88 | 17.19 | 16.80 |
| 少数股东权益           | 43.8           | 49.9            | 67.1            | 87.7            | 112.8           | <b>分红指标</b>    |       |       |       |       |       |
| 股本               | 1,801.5        | 2,120.3         | 2,120.3         | 2,120.3         | 2,120.3         | DPS(元)         | 0.25  | 0.15  | 0.20  | 0.24  | 0.29  |
| 留存收益             | 3,545.3        | 5,795.8         | 6,793.1         | 8,024.7         | 9,478.9         | 分红比率           | 63.0% | 25.7% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| <b>股东权益</b>      | <b>5,366.4</b> | <b>7,925.2</b>  | <b>8,980.5</b>  | <b>10,232.7</b> | <b>11,712.0</b> | 股息收益率          | 1.8%  | 1.1%  | 1.4%  | 1.7%  | 2.1%  |
| <b>现金流量表</b>     |                |                 |                 |                 |                 | <b>业绩和估值指标</b> |       |       |       |       |       |
| 净利润              | 861.8          | 1,250.9         | 1,424.7         | 1,704.6         | 2,077.4         | 2016           | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |       |
| 加：折旧和摊销          | 248.0          | 293.1           | 354.4           | 446.0           | 572.0           | EPS(元)         | 0.40  | 0.58  | 0.67  | 0.80  | 0.98  |
| 资产减值准备           | 74.0           | 48.6            | -               | -               | 0.2             | BVPS(元)        | 2.51  | 3.71  | 4.20  | 4.78  | 5.47  |
| 公允价值变动损失         | -4.5           | -10.3           | 3.0             | -0.7            | 0.2             | PE(X)          | 35.0  | 24.3  | 21.1  | 17.6  | 14.4  |
| 财务费用             | 35.2           | 34.7            | 56.4            | 125.3           | 156.3           | PB(X)          | 5.6   | 3.8   | 3.4   | 3.0   | 2.6   |
| 投资收益             | -33.8          | -38.0           | -58.0           | -48.0           | -53.0           | P/FCF          | 59.2  | -23.8 | 41.9  | 37.1  | 30.5  |
| 少数股东损益           | 4.4            | 14.9            | 17.2            | 20.6            | 25.1            | P/S            | 4.4   | 3.1   | 2.6   | 2.2   | 1.8   |
| 营运资金的变动          | 234.3          | -2,186.8        | -300.4          | -942.8          | -157.4          | EV/EBITDA      | 17.9  | 21.0  | 14.1  | 11.5  | 8.9   |
| <b>经营活动产生现金流</b> | <b>1,310.2</b> | <b>648.7</b>    | <b>1,497.3</b>  | <b>1,305.0</b>  | <b>2,620.7</b>  | CAGR(%)        | 26.0% | 18.9% | 33.3% | 26.0% | 18.9% |
| 投资活动产生现金流        | -66.8          | -1,756.3        | -866.8          | -1,070.6        | -406.0          | PEG            | 1.3   | 1.3   | 0.6   | 0.7   | 0.8   |
| 融资活动产生现金流        | -835.8         | 909.2           | -277.1          | 128.1           | -1,824.4        | ROIC/WACC      | 1.4   | 2.8   | 1.9   | 2.1   | 2.2   |
|                  |                |                 |                 |                 |                 | REP            | 2.9   | 1.8   | 1.8   | 1.4   | 1.3   |

来源：wind，中泰证券研究所



**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。