

2018年10月31日

三花智控 (002050.SZ)

期待毛利率改善

■事件：三花智控公布 2018 年三季报。2018Q3 单季度收入 26.7 亿元，YoY+14.6%；业绩 3.5 亿元，YoY-6.2%；扣非业绩 3.5 亿元，YoY+6.3%。公司预计，2018 年实现业绩 12.4 亿元~14.8 亿元，YoY+0.0%~+20.0%，折算 2018Q4 单季度业绩 2.1 亿元~4.6 亿元，YoY-17.3%~+78.9%。我们认为，三花智控在制冷与汽车零配件行业地位领先，投资者不必担忧短期经营波动，长期来看，随着家电与汽零主业协同作用显现，预计公司整体业绩或将恢复增长。

■因定价策略调整，Q3 业绩增速低预期：三花 Q3 业绩负增长，主要因单季度毛利率为 28.6%，同比-6.0pct。结合近期交流，我们分析，Q3 毛利率下降的主要原因为：Q3 国内制冷零配件行业景气下行，海外市场订单竞争较为激烈，三花小幅下调制冷零配件产品价格，影响当期毛利率。根据产业在线数据，2018 年 7-8 月，空调电子膨胀阀/截止阀/四通阀的内销量 YoY+15.2%/-20.7%/-12.3%，增速有所放缓。考虑到制冷配件业务收入占比较高，其毛利率水平与三花整体毛利率接近，我们预计 2018Q3 单季度制冷业务毛利率为 28%左右，去年同期毛利率在 30%+。我们认为，三花调整经营策略，短期来看，对公司业绩会有一定影响，但是长期展望，有利于公司稳固行业地位。

■Q3 经营性现金流净额同比改善：根据公告，三花 Q3 单季度经营性现金流量净额为 3.8 亿元，YoY+34.8%。公司现金流同比改善明显，主要因前期内销渠道的应收账款在三季度回款，使得 9 月底，应收账款较二季度末减少 2.8 亿元。

■投资建议：我们预期三花家电主业继续向好，注入的汽零业务也将带来新的业绩看点。我们预计公司 2018 年-2019 年的 EPS 分别为 0.61/0.76 元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 14.64 元，对应 2018 年 24 倍的动态市盈率。

■风险提示：人民币大幅升值，原材料价格上涨

100,000,000	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	67.7	95.8	110.0	128.9	151.2
净利润	8.6	12.4	13.0	16.2	19.9
每股收益(元)	0.40	0.58	0.61	0.76	0.94
每股净资产(元)	2.51	3.71	4.10	4.52	4.99

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	26.4	18.3	17.5	14.0	11.4
市净率(倍)	4.3	2.9	2.6	2.4	2.1
净利润率	12.7%	12.9%	11.8%	12.6%	13.2%
净资产收益率	16.1%	15.7%	14.9%	16.9%	18.8%
股息收益率	2.4%	1.4%	2.3%	3.2%	4.4%
ROIC	14.3%	28.5%	17.0%	23.5%	24.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他专用机械

投资评级 买入-A

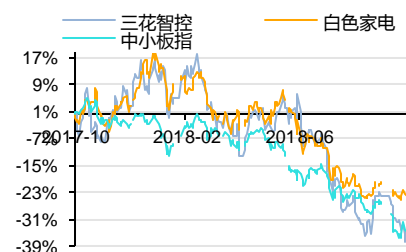
维持评级

6 个月目标价：14.64 元
 股价 (2018-10-30) 10.69 元

交易数据

总市值(百万元)	22,666.19
流通市值(百万元)	19,891.43
总股本(百万股)	2,120.32
流通股本(百万股)	1,860.75
12 个月价格区间	10.69/21.04 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.7	-10.38	-4.32
绝对收益	-19.74	-32.17	-39.62

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
 zhanglc@essence.com.cn

李奕臻

报告联系人

liyiz4@essence.com.cn
 0755-82825392

相关报告

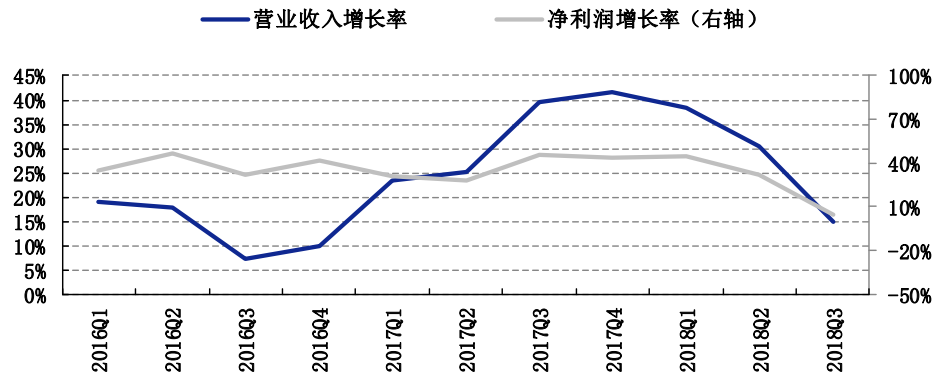
三花智控：收入改善可期/张立聪	2018-08-10
三花智控：盈利改善可期/张立聪	2018-04-26
三花智控：毛利率：不惧成本压力/张立聪	2018-04-16
三花智控：开在机动车上的毛利率/张立聪	2017-10-19
三花智控：出发，进军商用制冷/张立聪	2017-09-02

表 1：财务指标分析

%	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入 YoY	23	27	19	30	20	11	15
归母净利 YoY	31	27	20	21	13	10	-6
扣非归母净利 YoY	30	26	25	106	47	33	6
销售毛利率	26	30	35	32	28	28	29
销售费用率	4	4	5	7	4	5	5
毛利率-销售费用率	22	26	30	25	23	23	23
销售净利率	9	14	16	11	10	14	13
ROE	3	6	6	3	3	5	4
扣非后 ROE	3	6	5	3	3	5	4
ROA	2	4	4	2	2	3	3
销售商品提供劳务收到的现金/收入	98	79	134	97	96	93	102
经营活动现金净流量/收入	5	7	14	3	-3	8	14
经营活动现金净流量/经营净收益	45	41	77	31	-27	49	90
经营现金流净额占比	46	-84	26	-5	-164	-120	118
投资现金流净额占比	57	-11	-31	105	-249	27	-66
筹资现金流净额占比	-3	195	105	1	513	192	48

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 1：收入与净利润增长率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2016	2017	2018E	2019E	2020E	100,000,000	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	67.7	95.8	110.0	128.9	151.2	成长性					
减:营业成本	47.5	65.9	79.0	90.4	104.3	营业收入增长率	9.9%	41.5%	14.8%	17.2%	17.2%
营业税费	0.8	0.8	0.9	1.0	1.2	营业利润增长率	34.6%	59.0%	3.2%	26.9%	23.9%
销售费用	3.6	4.9	5.5	6.7	8.0	净利润增长率	41.6%	44.1%	5.0%	24.9%	23.0%
管理费用	7.1	8.7	9.5	11.3	13.6	EBITDA 增长率	13.9%	70.8%	1.0%	24.5%	21.1%
财务费用	-0.9	1.2	0.1	0.1	-0.0	EBIT 增长率	17.4%	86.0%	-1.1%	26.5%	23.2%
资产减值损失	0.7	0.5	0.2	0.3	0.4	NOPLAT 增长率	18.9%	91.9%	-3.7%	26.5%	23.2%
加:公允价值变动收益	0.0	0.1	0.0	-	-	投资资本增长率	-3.8%	61.1%	-8.4%	20.5%	-11.9%
投资和汇兑收益	0.3	0.4	0.4	0.2	0.2	净资产增长率	14.5%	47.7%	10.6%	10.5%	10.7%
营业利润	9.3	14.7	15.2	19.3	23.9	利润率					
加:营业外净收支	0.9	0.0	0.3	0.1	-	毛利率	29.8%	31.2%	28.2%	29.9%	31.0%
利润总额	10.2	14.8	15.5	19.4	23.9	营业利润率	13.7%	15.4%	13.8%	15.0%	15.8%
减:所得税	1.6	2.3	2.3	2.9	3.6	净利润率	12.7%	12.9%	11.8%	12.6%	13.2%
净利润	8.6	12.4	13.0	16.2	19.9	EBITDA/营业收入	15.9%	19.2%	16.9%	18.0%	18.5%
						EBIT/营业收入	12.3%	16.2%	13.9%	15.0%	15.8%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	114	88	85	77	68
货币资金	14.7	15.0	22.0	25.8	34.5	流动营业资本周转天数	121	123	130	117	106
交易性金融资产	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	流动资产周转天数	287	269	287	282	277
应收账款	12.3	17.3	15.7	21.5	20.5	应收账款周转天数	64	56	54	52	50
应收票据	12.5	19.8	15.6	25.2	21.8	存货周转天数	64	58	57	55	52
预付账款	0.4	0.5	0.8	0.8	1.1	总资产周转天数	437	390	407	388	366
存货	12.0	18.6	16.6	22.6	21.4	投资资本周转天数	257	233	240	216	189
其他流动资产	3.5	16.5	17.0	18.0	19.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.1%	15.7%	14.9%	16.9%	18.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.3%	10.1%	10.5%	10.8%	13.1%
长期股权投资	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6	ROIC	14.3%	28.5%	17.0%	23.5%	24.1%
投资性房地产	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	费用率					
固定资产	21.8	24.8	26.9	28.5	28.5	销售费用率	5.3%	5.1%	5.0%	5.2%	5.3%
在建工程	1.8	4.7	4.6	4.6	2.7	管理费用率	10.5%	9.1%	8.6%	8.8%	9.0%
无形资产	3.7	4.2	3.9	3.5	3.2	财务费用率	-1.4%	1.3%	0.1%	0.1%	0.0%
其他非流动资产	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	三费/营业收入	14.4%	15.5%	13.7%	14.1%	14.3%
资产总额	84.0	123.5	125.1	152.7	155.0	偿债能力					
短期债务	3.0	6.1	3.0	11.4	-	资产负债率	36.1%	35.8%	29.9%	36.6%	30.9%
应付账款	9.8	15.6	15.6	20.8	22.2	负债权益比	56.5%	55.8%	42.7%	57.7%	44.6%
应付票据	6.6	10.2	10.5	13.6	14.7	流动比率	2.15	2.34	2.45	2.11	2.56
其他流动负债	6.3	5.7	6.7	8.3	9.2	速动比率	1.68	1.84	1.99	1.69	2.10
长期借款	2.7	4.9	-	0.2	-	利息保障倍数	-9.03	12.42	112.80	187.80	#####
其他非流动负债	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6	分红指标					
负债总额	30.3	44.2	37.4	55.9	47.8	DPS(元)	0.25	0.15	0.24	0.34	0.47
少数股东权益	0.4	0.5	0.7	0.9	1.3	分红比率	63.0%	25.7%	40.0%	45.0%	50.0%
股本	18.0	21.2	21.2	21.2	21.2	股息收益率	2.4%	1.4%	2.3%	3.2%	4.4%
留存收益	35.5	58.0	65.7	74.7	84.6						
股东权益	53.7	79.3	87.6	96.8	107.1						
						现金流量表					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	8.6	12.5	13.0	16.2	19.9	EPS(元)	0.40	0.58	0.61	0.76	0.94
加:折旧和摊销	2.5	2.9	3.3	3.8	4.2	BVPS(元)	2.51	3.71	4.10	4.52	4.99
资产减值准备	0.7	0.5	-	-	-	PE(X)	26.4	18.3	17.5	14.0	11.4
公允价值变动损失	-0.0	-0.1	0.0	-	-	PB(X)	4.3	2.9	2.6	2.4	2.1
财务费用	0.4	0.3	0.1	0.1	-0.0	P/FCF	44.7	-18.0	19.6	20.8	12.3
投资损失	-0.3	-0.4	-0.4	-0.2	-0.2	P/S	3.3	2.4	2.1	1.8	1.5
少数股东损益	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	EV/EBITDA	17.9	21.0	11.3	9.3	7.0
营运资金的变动	2.3	-21.9	8.2	-13.2	7.8	CAGR(%)	24.1%	17.5%	29.3%	24.1%	17.5%
经营活动产生现金流量	13.1	6.5	24.4	6.9	32.0	PEG	1.1	1.0	0.6	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-0.7	-17.6	-4.6	-4.8	-1.8	ROIC/WACC	1.3	2.6	1.5	2.1	2.2
融资活动产生现金流量	-8.4	9.1	-12.8	1.6	-21.5	REP	3.1	2.0	1.9	1.2	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张立聪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034