



三花股份(002050.SZ)

# 业绩增长超预期，新兴业务进入上升阶段

2016年10月20日

投资要点

## 增持(首次评级)

当前价：11.13 元  
目标价：- 元

分析师：王风华

执业编号：S0300516060001  
电话：010-64408937  
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

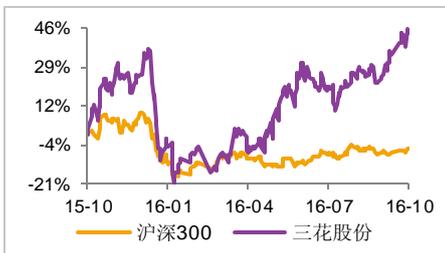
分析师：郭佳楠

执业编号：S0300515080001  
电话：010-64814022  
邮箱：guojianan@lxsec.com

研究助理：陈梦洁

电话：010-64408166  
邮箱：chenmengjie@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

### 盈利预测

| 百万元    | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入   | 6160.8 | 6715.2 | 7453.9 | 8348.4 |
| (+/-)  | 5.8%   | 9.0%   | 11.0%  | 12.0%  |
| 净利润    | 605.41 | 836.77 | 977.35 | 1138.7 |
| (+/-)  | 24.1%  | 38.2%  | 16.8%  | 16.5%  |
| EPS(元) | 0.34   | 0.46   | 0.54   | 0.63   |
| P/E    | 33.12  | 23.96  | 20.52  | 17.61  |

资料来源：联讯证券研究院

公司公布三季度业绩报告，报告期内实现营业收入 17.31 亿元，同比增长 17.96%，前三季度共实现营收 51.49 亿元，同比增长 7.32%；报告期内实现归母净利润 2.72 亿元，同比增长 50.68%，前三季度共实现归母净利润 6.72 亿元，同比增长 31.91%；前三季度共实现 EPS 0.37 亿元，ROE13.64%。同时，公司预计 2016 年全年实现归母净利润 7.87~9.08 亿元，同比增长 30%~50%。

#### 空调行业复苏，补库存带动上游元器件需求

根据产业在线提供数据，2016 年 9 月家用空调生产 894.6 万台，同比增长 40.6%，销售 857.51 万台，同比增长 30.1%。去年企业库存高涨到，巨头纷纷采用去库存的“休克疗法”，就目前来看效果良好。截至 2016 年 7 月底，空调行业渠道库存量在 2700 万台以下，相比同期库存将近 3700 万下降两成多，去库存成果显著。再加上今年各地高温天气的出现，利好“靠天吃饭”的空调业，高温天气进一步刺激空调市场放量，空调行业由去库存转为补库存状态，带动上游制冷控制元器件的需求。公司作为国内制冷空调自控元器件的龙头，将首先受益于下游行业的复苏增长。

#### 家用电冰箱新能耗标准实施，催化节能环保需求

新版《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》标准已于 10 月 1 日正式实施。若根据旧标准，现在市面上超过 85% 的冰箱均符合 1 级能效，全部产品均符合 2 级能效。而根据新版家用电冰箱标准，符合 1 级能效标准的产品仅占市面上的 5% 左右，符合 2 级能效标准的产品占比 10%~20%。新版 1 级能效标准要求耗电量大幅降低，比旧版 1 级能耗下降 40% 左右，能效标准的大幅提升，将催化市场对节能冰箱的需求，利好上游核心零部件。

#### 亚威科、微通道新兴业务发展良好，成长性确定

**亚威科：**亚威科是欧美洗碗机的核心零部件供应商，主要客户包括米诺、博世、西门子等国际品牌。通过整合，关闭德国工厂，在人力成本较低的波兰和芜湖设立工厂，降低公司成本，并保留德国和奥地利研发中心，保证研发优势。2016 年上半年公司与重要战略客户签订了长期供货合同，洗碗机配件业务增长显著，上半年亚威科业务实现同比增长 37.88%，随着洗碗机业务在中国市场的不断拓展，预计未来发展前景广阔。

**微通道：**2015 年注入微通道业务，微通道换热器相对传统铜管铝翅片换热器在性能和成本方面有大幅提高。三花微通道在国内市场占有率约 47%，在全球市场也有约 30% 的市场占有率。因此，微通道业务以做大业务、确保高增长为主线，在墨西哥和杭州设立工厂扩大产能，上半年微通道业务实现同比增长 23.36%，市场份额进一步扩大，微通道业绩有望超预期发展。



### ◇ 公司拟更名为“三花智控”，明确主营及发展方向

公司拟将公司名称由“浙江三花股份有限公司”变更为“浙江三花智能控制股份有限公司”。原公司名称“浙江三花股份有限公司”未能较好地体现公司产品所处的行业特征，曾被投资者误认为公司所生产的产品是酒类、服装行业等消费品。目前，公司产品主要集中于制冷空调、家电行业控制部件领域，并向商业制冷控制部件、变频控制技术与系统集成等智能控制方向延伸发展。公司致力于为全球顾客提供富有竞争优势的绿色环境智能控制解决方案，成为智能控制领域的全球领军企业，三花智控能够更好地体现公司的主营业务及未来发展方向。

### ◇ 出资设立新能源及智能汽车并购基金，与集团业务协同作用强

公司共同发起设立并购基金，基金总规模为 10 亿元人民币，其中公司出资 1 亿元，占基金比例的 10%。公司通过与多方合作设立并购基金投资新能源汽车及智能汽车产业，围绕公司的战略目标优先开展投资并购。并购基金的设立将有助于公司降低并购风险，提高并购效率。集团新能源汽车膨胀阀及储液器业务与公司原有制冷零部件业务存在协同性，基金的设立将进一步提升公司综合竞争力，对公司未来发展产生积极影响。

### ◇ 盈利与预测

公司传统主业回暖，新兴业务持续发展，三季度营业收入快速增长，盈利能力超市场预期，预计公司 2016~2018 年营业收入为 67.15 亿元、74.54 亿元、83.48 亿元，归母净利润为 8.37 亿元、9.77 亿元、11.39 亿元，对应 EPS 为 0.46 元、0.54 元、0.63 元，对应的 PE 为 24X、21X、18X，估值水平低于同行业竞争对手（康盛股份 62X，盾安环境 144X，地尔汉宇 47X，天银机电 63X），给予“增持”评级。

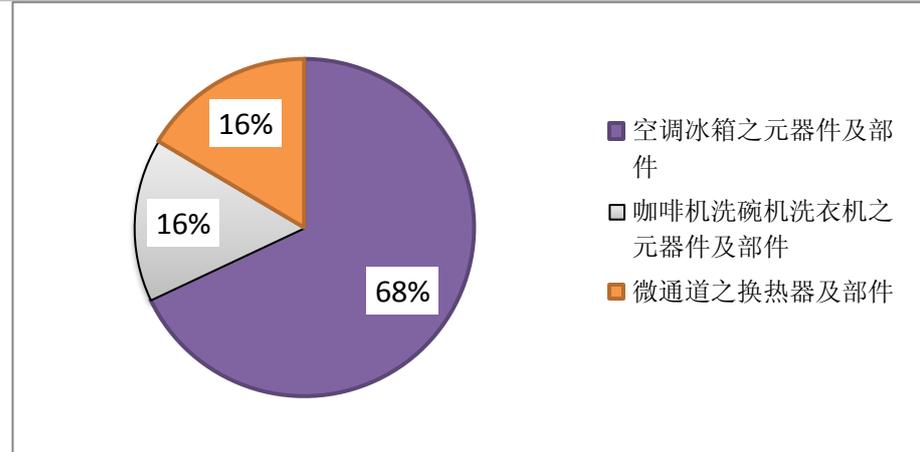
|       | 2015A   | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入  | 6160.82 | 6715.29 | 7453.97 | 8348.45 |
| (+/-) | 5.78%   | 9.00%   | 11.00%  | 12.00%  |
| 归母净利润 | 605.41  | 836.77  | 977.35  | 1138.71 |
| (+/-) | 24.13%  | 38.22%  | 16.80%  | 16.51%  |
| EPS   | 0.336   | 0.464   | 0.543   | 0.632   |
| ROE   | 0.043   | 0.086   | 0.100   | 0.117   |
| PE    | 0.438   | 0.633   | 0.518   | 0.711   |

### ◇ 风险提示

空调行业回暖不及预期的风险，新兴业务拓展不及预期的风险。

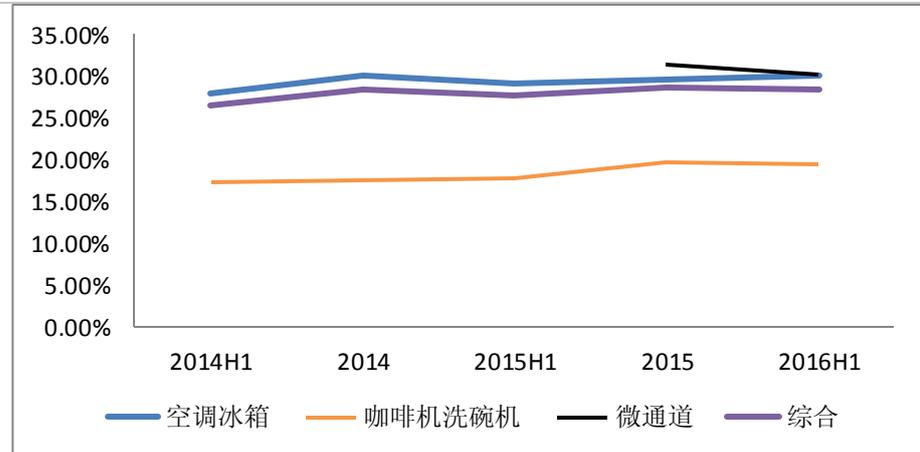


图表 1：三花股份主营业务构成



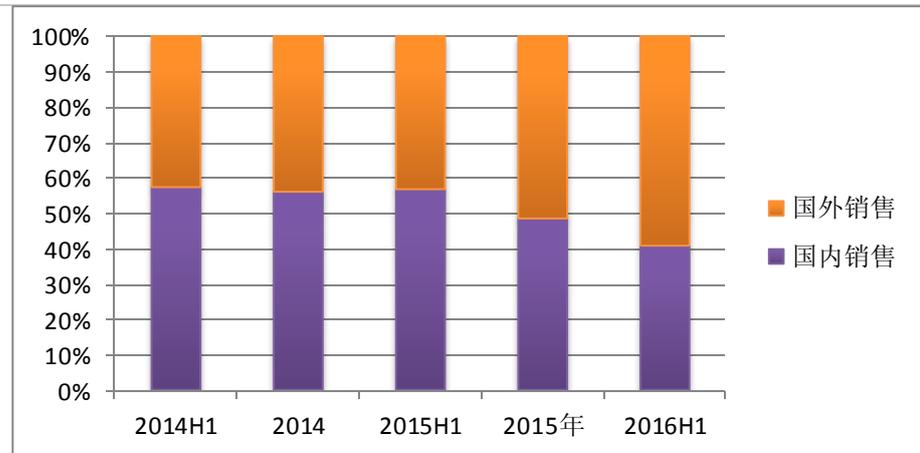
资料来源：公司财务报告，联讯证券

图表 2：公司综合毛利率稳步回升



资料来源：公司财务报告，联讯证券

图表 3：公司外销收入不断提高



资料来源：公司财务报告，联讯证券



## 附录：公司财务预测表

| 资产负债表      |              |              |              |              | 现金流量表         |              |              |              |              |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|            | 2015A        | 2016E        | 2017E        | 2018E        |               | 2015A        | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
| 流动资产       | 5,024.92     | 5,661.45     | 6,956.59     | 8,537.46     | 经营活动现金流       | 789.11       | 1,141.18     | 933.02       | 1,280.48     |
| 现金         | 928.68       | 1,275.05     | 2,063.45     | 3,191.27     | 净利润           | 621.20       | 800.81       | 942.67       | 1,104.11     |
| 应收账款       | 2,319.37     | 2,501.74     | 2,849.69     | 3,143.91     | 折旧摊销          | 240.45       | 393.35       | 393.35       | 390.56       |
| 其它应收款      | 74.85        | 107.24       | 94.88        | 131.49       | 其它            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 预付账款       | 23.23        | 37.17        | 29.21        | 44.28        | 投资活动现金流       | -331.79      | 36.61        | 36.87        | 37.15        |
| 存货         | 1,184.57     | 1,246.03     | 1,425.15     | 1,532.29     | 长期投资          | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他         | 493.99       | 493.99       | 493.99       | 493.99       | 其他            | 99.87        | 51.60        | 51.60        | 51.60        |
| 非流动资产      | 2,744.10     | 2,335.52     | 1,926.94     | 1,521.15     |               |              |              |              |              |
| 长期投资       | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 筹资活动现金流       | 82.84        | -831.43      | -181.49      | -189.81      |
| 固定资产       | 2,094.63     | 1,934.21     | 1,581.93     | 1,229.65     | 短期借款          | 646.05       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 无形资产       | 397.60       | 345.51       | 293.41       | 241.32       | 长期借款          | 660.86       | 660.86       | 660.86       | 660.86       |
| 其他         | 3.40         | 3.40         | 3.40         | 3.40         | 其他            | 77.52        | 77.52        | 77.52        | 77.52        |
| 资产总计       | 7,769.02     | 7,996.97     | 8,883.53     | 10,058.61    | 现金净增加额        | 555.06       | 346.37       | 788.40       | 1127.82      |
| 流动负债       | 2,299.94     | 1,844.20     | 1,932.20     | 2,176.88     | <b>主要财务比率</b> | <b>2015A</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> |
| 短期借款       | 646.05       | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 成长能力          |              |              |              |              |
| 应付账款       | 1,301.88     | 1,484.99     | 1,577.72     | 1,813.20     | 营业收入          | 6160.82      | 6715.29      | 7453.97      | 8348.45      |
| 其他         | 70.11        | 70.11        | 70.11        | 70.11        | 营业利润          | 687.95       | 945.61       | 1111.54      | 1301.74      |
| 非流动负债      | 781.67       | 781.67       | 781.67       | 781.67       | 归属母公司净利润      | 605.41       | 836.77       | 977.35       | 1138.71      |
| 长期借款       | 660.86       | 660.86       | 660.86       | 660.86       | 获利能力          |              |              |              |              |
| 其他         | 77.52        | 77.52        | 77.52        | 77.52        | 毛利率           | 28.51%       | 29.50%       | 30.20%       | 31.00%       |
| 负债合计       | 3,081.62     | 2,625.88     | 2,713.87     | 2,958.55     | 净利率           | 9.87%        | 12.49%       | 13.14%       | 13.67%       |
| 少数股东权益     | 35.64        | 37.51        | 39.70        | 42.25        | ROE           | 13.01%       | 15.69%       | 15.94%       | 16.13%       |
| 归属母公司股东权益  | 4,651.99     | 5,333.81     | 6,130.19     | 7,058.04     | ROIC          | 14.49%       | 16.12%       | 19.55%       | 22.44%       |
| 负债和股东权益    | 7,769.25     | 7,997.20     | 8,883.76     | 10,058.84    | 偿债能力          |              |              |              |              |
| <b>利润表</b> | <b>2015A</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | 资产负债率         | 39.67%       | 32.84%       | 30.55%       | 29.41%       |
| 营业收入       | 6160.82      | 6715.29      | 7453.97      | 8348.45      | 流动比率          | 2.18         | 3.07         | 3.60         | 3.92         |
| 营业成本       | 4404.48      | 4734.28      | 5202.87      | 5760.43      | 速动比率          | 1.45         | 2.13         | 2.61         | 2.99         |
| 营业税金及附加    | 38.24        | 32.94        | 36.56        | 40.95        |               |              |              |              |              |
| 营业费用       | 321.10       | 321.66       | 344.37       | 377.35       | 营运能力          |              |              |              |              |
| 管理费用       | 668.73       | 691.67       | 760.31       | 834.85       | 总资产周转率        | 0.79         | 0.84         | 0.84         | 0.83         |
| 财务费用       | 22.07        | -22.62       | -14.40       | 20.69        | 应收帐款周转率       | 2.66         | 2.68         | 2.62         | 2.66         |
| 资产减值损失     | 13.36        | 15.23        | 15.23        | 15.23        | 存货周转率         | 3.72         | 3.80         | 3.65         | 3.76         |
| 公允价值变动收益   | 2.69         | 3.48         | 2.51         | 2.79         | 每股指标(元)       |              |              |              |              |
| 投资净收益      | -7.58        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 每股收益          | 0.336        | 0.464        | 0.543        | 0.632        |
| 营业利润       | 687.95       | 945.61       | 1111.54      | 1301.74      | 每股经营现金        | 0.438        | 0.633        | 0.518        | 0.711        |
| 利润总额       | 728.37       | 986.03       | 1151.96      | 1342.16      | 每股净资产         | 2.582        | 2.961        | 3.403        | 3.918        |
| 所得税        | 120.02       | 147.38       | 172.42       | 200.91       | 估值比率          |              |              |              |              |
| 净利润        | 608.35       | 838.65       | 979.54       | 1141.26      | P/E           | 33.12        | 23.96        | 20.52        | 17.61        |
| 少数股东损益     | 2.95         | 1.87         | 2.19         | 2.55         | P/B           | 4.31         | 3.76         | 3.27         | 2.84         |
| 归属母公司净利润   | 605.41       | 836.77       | 977.35       | 1138.71      | EV/EBITDA     | 26.30        | 19.22        | 16.28        | 13.36        |
| EBITDA     | 1020.90      | 1409.80      | 1545.81      | 1711.67      |               |              |              |              |              |
| EPS (元)    | 0.34         | 0.46         | 0.54         | 0.63         |               |              |              |              |              |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备 6 年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验。

## 研究院销售团队

|    |     |              |             |                       |
|----|-----|--------------|-------------|-----------------------|
| 北京 | 周之音 | 010-64408926 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com  |
| 北京 | 林接钦 | 010-64408662 | 18612979796 | linjieqin@lxsec.com   |
| 上海 | 杨志勇 | 021-51782335 | 13816013064 | yangzhiyong@lxsec.com |
| 深圳 | 刘啸天 |              | 15889583386 | liuxiaotian@lxsec.com |

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)