

投资评级 优于大市 维持

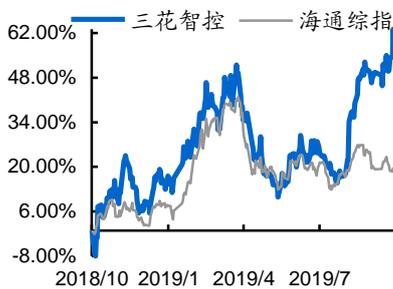
单季度盈利能力提升，收入利润稳健增长

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 10月25日收盘价(元) | 14.50 |
| 52周股价波动(元) | 9.63-17.98 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 2766/2415 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 40102/35015 |

相关研究

《制冷稳健增长，新能源汽车业务快速扩张》
 2019.04.08

市场表现


| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|------|------|
| 绝对涨幅(%) | 10.9 | 40.8 | 30.6 |
| 相对涨幅(%) | 10.2 | 38.8 | 29.4 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈子仪

Tel:(021)23219244

Email:chenzy@htsec.com

证书:S0850511010026

分析师:朱默辰

Tel:(021)23154383

Email:zmc11316@htsec.com

证书:S0850519020001

分析师:李阳

Tel:(021)23154382

Email:ly11194@htsec.com

证书:S0850518080005

联系人:刘璐

Tel:(021)23214390

Email:ll11838@htsec.com

投资要点:

- 公司发布2019年三季报，单季营收同比增长4.29%，归母净利润同比增长4.91%。**公司19年前三实现营业收入86.21亿元，同比增长4.30%；实现归母净利润10.56亿元，同比增长3.22%；单三季度方面，公司实现营业收入27.90亿元，同比增长4.29%，实现归母净利润3.63亿元，同比增长4.91%。Q3单季度收入端及利润端增速优于Q2，单季度盈利能力小幅提升。
- 成本费用管控良好，单季度盈利能力继续提升。**公司Q3单季度毛利率达29.64%，产品结构优化推动下同比提升1.05pct，单季度销售费用率及管理费用率同比分别下降1.40pct及0.23pct，费用端管控良好。此外受汇兑收益减少影响，Q3单季度财务费用率提升0.78pct，达-1.54%，公司Q3单季度净利润率达13.02%，同比提升0.08pct。
- 新能源汽车业务继续扩张，单车货值已可达五千。**公司新能源汽车业务方面，已获得大众、戴姆勒、宝马、沃尔沃、奥迪、PSA、捷豹、路虎以及国内车企吉利、比亚迪、上汽等新能源车平台订单，主要涉及阀类、泵类以及组件类产品等，单车配套货值已可达5000元，公司预计2019年新能源车业务占比将超过40%，2020年新能源车业务占比有望将超过传统车业务。
- 投资建议与盈利预测。**我们认为公司在家用制冷及商用制冷两端同时推进，保障制冷主业稳健增长，未来空调能效升级后有望刺激公司电子膨胀阀继续快速增长；公司新能源汽车业务继续快速扩张，基本已覆盖主流新能源车企，在手订单饱满，单车货值亦有望提升。我们预计公司19-21年实现EPS为0.50、0.57及0.65元，同比增长6.4%、15.1%及14.0%。考虑到公司制冷业务的龙头地位以及新能源汽车业务的高成长性，给予公司19年25-30xPE，对应合理价值区间为12.50-15.00元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：**原材料波动，汇率波动，终端需求不及预期。

主要财务数据及预测

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 9581 | 10836 | 11361 | 12525 | 13908 |
| (+/-)YoY(%) | 25.1% | 13.1% | 4.8% | 10.2% | 11.0% |
| 净利润(百万元) | 1236 | 1292 | 1375 | 1583 | 1805 |
| (+/-)YoY(%) | 24.7% | 4.6% | 6.4% | 15.1% | 14.0% |
| 全面摊薄EPS(元) | 0.45 | 0.47 | 0.50 | 0.57 | 0.65 |
| 毛利率(%) | 31.2% | 28.6% | 29.4% | 29.9% | 30.2% |
| 净资产收益率(%) | 15.7% | 15.0% | 13.8% | 14.8% | 15.5% |

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司单季度数据对比 (%)

| | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (亿元) | 24.18 | 23.35 | 23.92 | 25.78 | 30.13 | 26.75 | 25.71 | 27.81 | 30.50 | 27.90 |
| yoy | 26.63 | 34.91 | 47.60 | 38.43 | 24.57 | 14.56 | 7.49 | 7.90 | 1.23 | 4.29 |
| qoq | 29.89 | -3.45 | 2.42 | 7.78 | 16.89 | -11.22 | -3.89 | 8.18 | 9.67 | -8.53 |
| 综合毛利率 | 30.37 | 34.55 | 32.48 | 27.50 | 27.75 | 28.58 | 30.65 | 25.24 | 31.12 | 29.64 |
| 销售费用率 | 4.30 | 4.82 | 7.18 | 4.37 | 4.63 | 5.20 | 5.48 | 4.03 | 4.98 | 3.80 |
| 毛利率-销售费用率 | 26.07 | 29.74 | 25.30 | 23.14 | 23.12 | 23.39 | 25.17 | 21.21 | 26.15 | 25.84 |
| 管理费用率 | 6.99 | 9.51 | 10.99 | 8.24 | 7.94 | 5.39 | 7.47 | 5.56 | 4.91 | 5.16 |
| 财务费用率 | 1.27 | 2.16 | 1.20 | 3.07 | -2.77 | -2.33 | 0.56 | 1.75 | -1.19 | -1.54 |
| 营业利润率 | 17.20 | 18.67 | 12.86 | 11.49 | 17.28 | 15.82 | 11.91 | 11.23 | 16.97 | 15.82 |
| 税前利润率 | 17.60 | 19.05 | 11.80 | 11.48 | 17.31 | 15.93 | 11.51 | 11.30 | 16.96 | 15.78 |
| 所得税率 | 18.40 | 15.68 | 8.80 | 14.72 | 16.85 | 17.43 | 7.55 | 16.72 | 17.47 | 16.40 |
| 净利润率 | 14.13 | 15.82 | 10.74 | 9.63 | 14.23 | 12.95 | 10.46 | 9.30 | 14.24 | 13.02 |
| 净利润 (亿元) | 3.42 | 3.69 | 2.57 | 2.48 | 4.29 | 3.46 | 2.69 | 2.59 | 4.34 | 3.63 |
| yoy | 27.36 | 35.66 | 38.26 | 45.11 | 25.45 | -6.21 | 4.68 | 4.18 | 1.29 | 4.91 |

资料来源: 公司财报 (2017-2019), 海通证券研究所

表 2 报告期数据分析 (%)

| % of sales | 18Q1-Q3 | 19Q1-Q3 | 同比变化 | 利润率贡献 | 3Q18 | 3Q19 | 同比变化 | 利润率贡献 | 2Q19 | 环比变化 | 利润率贡献 |
|---------------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 综合毛利 | 27.94 | 28.74 | 0.80 | 0.80 | 28.58 | 29.64 | 1.05 | 1.05 | 31.12 | -1.49 | -1.49 |
| 营业税金及附加 | 0.70 | 0.71 | 0.01 | -0.01 | 0.62 | 0.69 | 0.06 | -0.06 | 0.80 | -0.11 | 0.11 |
| 销售费用 | 4.73 | 4.29 | -0.45 | 0.45 | 5.20 | 3.80 | -1.40 | 1.40 | 4.98 | -1.18 | 1.18 |
| 管理费用 | 7.21 | 5.20 | -2.01 | 2.01 | 5.39 | 5.16 | -0.23 | 0.23 | 4.91 | 0.26 | -0.26 |
| 财务费用 | -0.81 | -0.36 | 0.45 | -0.45 | -2.33 | -1.54 | 0.78 | -0.78 | -1.19 | -0.35 | 0.35 |
| 资产减值损失 | 0.22 | 0.21 | -0.02 | 0.02 | -0.54 | 0.11 | 0.65 | -0.65 | -0.13 | 0.24 | -0.24 |
| 投资净收益 | 0.41 | 0.36 | -0.05 | -0.05 | -0.51 | 0.03 | 0.54 | 0.54 | 0.46 | -0.43 | -0.43 |
| 营业利润 | 15.00 | 14.74 | -0.26 | -0.26 | 15.82 | 15.82 | -0.00 | 1.72 | 16.97 | -1.15 | -1.15 |
| 营业外收入 | 0.10 | 0.04 | -0.06 | -0.06 | 0.16 | 0.02 | -0.14 | -0.14 | 0.02 | -0.00 | -0.00 |
| 营业外支出 | 0.06 | 0.03 | -0.03 | -0.03 | 0.05 | 0.05 | 0.01 | -0.01 | 0.03 | 0.02 | -0.02 |
| 利润总额 | 15.04 | 14.75 | -0.29 | -0.29 | 15.93 | 15.78 | -0.15 | 1.58 | 16.96 | -1.17 | -1.17 |
| 所得税 | 2.49 | 2.50 | 0.01 | 0.01 | 2.78 | 2.59 | -0.19 | 0.19 | 2.96 | -0.37 | 0.37 |
| 税后利润 | 12.56 | 12.26 | -0.30 | -0.30 | 13.16 | 13.19 | 0.04 | 4.53 | 13.99 | -0.80 | -4.46 |
| 少数股东损益 | 0.17 | 0.00 | -0.17 | -0.17 | 0.21 | 0.17 | -0.04 | 0.04 | -0.25 | 0.41 | -0.41 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 12.38 | 12.25 | -0.13 | -0.13 | 12.95 | 13.02 | 0.08 | 0.08 | 14.24 | -1.21 | -1.21 |

资料来源: 公司财报 (2018-2019), 海通证券研究所

表 3 可比公司估值情况

| 代码 | 公司 | 收盘价 (元) | 市值 (亿元) | EPS (元/股) | | | PE (倍) | | |
|-----------|------|---------|---------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2018 | 2019E | 2020E |
| 002011.SZ | 盾安环境 | 5.38 | 49.35 | -2.36 | - | - | - | - | - |
| 002418.SZ | 康盛股份 | 2.63 | 29.89 | -1.08 | - | - | - | - | - |
| 603158.SH | 腾龙股份 | 13.54 | 29.38 | 0.54 | 0.58 | 0.76 | 25.12 | 23.43 | 17.77 |
| 002050.SZ | 三花智控 | 14.50 | 401.02 | 0.47 | 0.50 | 0.57 | 30.28 | 28.46 | 24.71 |

注: 除三花智控外表中的 EPS, PE 均来自于万得一致预期;

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 利润表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 10836 | 11361 | 12525 | 13908 |
| 每股收益 | 0.47 | 0.50 | 0.57 | 0.65 | 营业成本 | 7738 | 8022 | 8774 | 9706 |
| 每股净资产 | 3.11 | 3.60 | 3.88 | 4.20 | 毛利率% | 28.6% | 29.4% | 29.9% | 30.2% |
| 每股经营现金流 | 0.47 | 0.60 | 0.59 | 0.67 | 营业税金及附加 | 86 | 82 | 103 | 96 |
| 每股股利 | 0.25 | 0.25 | 0.29 | 0.33 | 营业税金率% | 0.8% | 0.7% | 0.8% | 0.7% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 532 | 512 | 549 | 591 |
| P/E | 30.28 | 28.46 | 24.71 | 21.68 | 营业费用率% | 4.9% | 4.5% | 4.4% | 4.3% |
| P/B | 4.07 | 3.93 | 3.65 | 3.37 | 管理费用 | 582 | 617 | 650 | 702 |
| P/S | 2.78 | 3.44 | 3.12 | 2.81 | 管理费用率% | 5.4% | 5.4% | 5.2% | 5.0% |
| EV/EBITDA | 15.53 | 20.09 | 17.24 | 15.08 | EBIT | 1460 | 1589 | 1850 | 2108 |
| 股息率% | 2.0% | 1.8% | 2.1% | 2.4% | 财务费用 | -52 | -44 | -48 | -42 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -0.5% | -0.4% | -0.4% | -0.3% |
| 毛利率 | 28.6% | 29.4% | 29.9% | 30.2% | 资产减值损失 | 55 | 41 | 48 | 58 |
| 净利润率 | 11.9% | 12.1% | 12.6% | 13.0% | 投资收益 | 49 | 48 | 41 | 37 |
| 净资产收益率 | 15.0% | 13.8% | 14.8% | 15.5% | 营业利润 | 1546 | 1628 | 1875 | 2118 |
| 资产回报率 | 9.3% | 9.2% | 9.9% | 10.4% | 营业外收支 | -7 | -1 | 6 | 17 |
| 投资回报率 | 13.6% | 14.2% | 15.6% | 17.1% | 利润总额 | 1539 | 1627 | 1881 | 2135 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 1771 | 1918 | 2222 | 2512 |
| 营业收入增长率 | 13.1% | 4.8% | 10.2% | 11.0% | 所得税 | 228 | 250 | 288 | 320 |
| EBIT 增长率 | -5.8% | 8.8% | 16.4% | 14.0% | 有效所得税率% | 14.8% | 15.3% | 15.3% | 15.0% |
| 净利润增长率 | 4.6% | 6.4% | 15.1% | 14.0% | 少数股东损益 | 19 | 3 | 9 | 11 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 1292 | 1375 | 1583 | 1805 |
| 资产负债率 | 37.6% | 32.8% | 32.4% | 32.2% | | | | | |
| 流动比率 | 2.0 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 资产负债表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 速动比率 | 1.6 | 1.9 | 1.9 | 2.0 | 货币资金 | 1349 | 2294 | 2550 | 3000 |
| 现金比率 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 应收账款及应收票据 | 4075 | 3947 | 4383 | 4855 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 2027 | 1992 | 2186 | 2415 |
| 应收账款周转天数 | 129.5 | 126.8 | 127.7 | 127.4 | 其它流动资产 | 2237 | 2255 | 2267 | 2286 |
| 存货周转天数 | 91.6 | 90.6 | 90.9 | 90.8 | 流动资产合计 | 9687 | 10488 | 11386 | 12557 |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 长期股权投资 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 固定资产周转率 | 4.0 | 3.8 | 4.1 | 4.5 | 固定资产 | 2942 | 3025 | 3082 | 3097 |
| | | | | | 在建工程 | 611 | 758 | 882 | 960 |
| | | | | | 无形资产 | 535 | 529 | 524 | 524 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 4245 | 4468 | 4643 | 4736 |
| 现金流量表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 资产总计 | 13932 | 14956 | 16029 | 17293 |
| 净利润 | 1292 | 1375 | 1583 | 1805 | 短期借款 | 1105 | 1002 | 1025 | 1048 |
| 少数股东损益 | 19 | 3 | 9 | 11 | 应付票据及应付账款 | 2725 | 2701 | 2956 | 3270 |
| 非现金支出 | 366 | 370 | 421 | 462 | 预收账款 | 10 | 16 | 15 | 18 |
| 非经营收益 | 50 | 22 | 25 | 11 | 其它流动负债 | 954 | 749 | 764 | 799 |
| 营运资金变动 | -439 | -117 | -421 | -429 | 流动负债合计 | 4793 | 4468 | 4760 | 5134 |
| 经营活动现金流 | 1288 | 1652 | 1618 | 1860 | 长期借款 | 222 | 222 | 222 | 222 |
| 资产 | -907 | -554 | -542 | -480 | 其它长期负债 | 217 | 217 | 217 | 217 |
| 投资 | 34 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 439 | 439 | 439 | 439 |
| 其他 | -406 | 28 | 16 | 20 | 负债总计 | 5232 | 4907 | 5199 | 5573 |
| 投资活动现金流 | -1279 | -527 | -526 | -460 | 实收资本 | 2131 | 2766 | 2766 | 2766 |
| 债权募资 | 345 | -103 | 23 | 23 | 普通股股东权益 | 8615 | 9961 | 10733 | 11613 |
| 股权募资 | 107 | 635 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 85 | 88 | 97 | 107 |
| 其他 | -655 | -712 | -859 | -973 | 负债和所有者权益合计 | 13932 | 14956 | 16029 | 17293 |
| 融资活动现金流 | -203 | -180 | -836 | -950 | | | | | |
| 现金净流量 | -195 | 945 | 256 | 450 | | | | | |

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈子仪 家电行业
朱默辰 家电行业
李阳 家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 格力电器, TCL 集团, 欧普照明, 美的集团, 海信家电, 石头科技, 苏泊尔, TCL 电子, 荣泰健康, 三花智控, 海尔智家, 小天鹅 A, 浙江美大, 老板电器, 莱克电气, 华帝股份, 九阳股份, 兆驰股份

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。