CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

三花智控 002050.SZ

目标估值：11.9-12.5 元
当前股价：10.85 元
2019 年 05 月 10 日

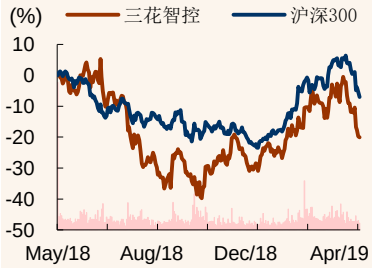
双主业稳健运营，汽零板块多看点

基础数据

上证综指	2851
总股本（万股）	276566
已上市流通股（万股）	241479
总市值（亿元）	392
流通市值（亿元）	342
每股净资产（MRQ）	3.2
ROE（TTM）	14.9
资产负债率	36.8%
主要股东	三花控股集团有限公
主要股东持股比例	37.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	17	-20
相对表现	-4	4	-12



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《三花智控（002050）—年报点评：整体经营稳健，汽零超预期》2019-04-03

2、《三花智控（002050）—光明的未来,奔跑的王者》2018-07-02

3、《三花智控（002050）—制冷+汽零双轮驱动，业绩表现稳扎稳打》2018-02-28

纪敏
0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039
吴昊
0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007
研究助理
隋思誉
0755-83215913
suisiyu@cmschina.com.cn

- **事件描述：招商家电团队今日调研了三花智控。**公司 2018 全年实现营收 108.4 亿元，YoY+13.1%；实现归母净利 12.9 亿元，YoY+4.6%。2019Q1 实现营收 27.8 亿元，YoY+7.9%；实现归母净利 2.6 亿元，YoY+4.2%。
- **制冷业务整体经营稳健，Q2 盈利能力有望环比改善。**受行业供需格局变化以及竞争对手的价格策略影响，公司 2019Q1 制冷业务毛利率出现一定下滑；同业的价格竞争策略往往不具有可持续性，预计 Q2 传统制冷主业的盈利能力有望出现一定环比改善。展望 2019 全年，预计传统制冷主业仍有望实现 7~8%的营收增长；尤其在商用制冷领域，收入增速预计可实现 10%+，利润端增速显著高于收入端。虽然国内家用空调行业自 2018H2 起增速换挡，但考虑到公司国内国外较为均衡的业务结构，以及家用商用领域的合理业务配比，传统制冷主业整体仍经营稳健。
- **新能源车业务占比加速提升，带动汽零业务高增长。**汽零板块 2018 年实现营收 14.3 亿元，YoY+18.3%；实现净利 2.6 亿元，YoY+44%；传统车/新能源车收入占比分别约为 65%/35%。Q1 公司新能源汽车业务占比已达 40%。预计 2019 年汽零业务有望实现营收 19 亿+，同比增速在 30%+；预计为新能源业务第一大客户特斯拉供货 30 万台，按单车货值 200 美金测算，仅特斯拉就将为公司贡献约 4 亿营收。目前公司的电子膨胀阀具有压倒性优势，竞争对手不二工机供货量极小，公司先发优势明显。
- **亚威科供应链向国内转移仍需时日，微通道业务自 2018H2 已逐渐恢复常态。**亚威科的供应链高度依赖欧洲，成本较高，公司未来致力于完成供应链由国外到国内的切换，但仍需时日。微通道在海外市场替换空间仍然广阔，2018H1 主要受制于大客户 JCI 去库存，增速有所放缓；2018H2 起供货已逐渐恢复常态，预计 2019 年整体无忧。
- **聚焦公司质地：供应链上地位举足轻重，稀缺配件龙头。**1）**传统家电板块**：占据空调阀类部件市场半壁江山，并以规模和成本优势进一步集中市场份额，实现超越终端市场的增长。2）**新能源汽零板块**：公司技术领先，以电子膨胀阀为代表的拳头产品率先量产，最先对接客户，以此形成规模，在行业内率先兑现规模效应带来的成本优势，先发优势明显。
- **投资评级：**预计 19-21 年实现 EPS 0.54/0.64/0.73 元，对应 PE 20/16.9 /14.8x. 维持“强烈推荐-A 评级”。
- **风险提示：汇率及原材料波动超预期、新能源汽车发展低于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	9581	10836	12240	13948	15896
同比增长	42%	13%	13%	14%	14%
营业利润(百万元)	1472	1546	1746	2078	2378
同比增长	59%	5%	13%	19%	14%
净利润(百万元)	1236	1292	1499	1777	2026
同比增长	44%	5%	16%	18%	14%
每股收益(元)	0.58	0.61	0.54	0.64	0.73
PE	18.6	17.9	20.0	16.9	14.8
PB	2.9	2.7	2.8	2.5	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	8784	9687	10417	11841	13493
现金	1501	1349	1052	1190	1355
交易性投资	6	0	0	0	0
应收票据	1985	2229	2518	2869	3270
应收款项	1632	1846	2063	2350	2679
其它应收款	94	87	98	112	127
存货	1857	2027	2259	2554	2910
其他	1709	2150	2428	2766	3153
非流动资产	3564	4245	4621	4957	5259
长期股权投资	60	13	13	13	13
固定资产	2481	2942	3374	3760	4105
无形资产	419	535	481	433	390
其他	605	755	754	752	751
资产总计	**12348**	**13932**	**15038**	**16798**	**18751**
流动负债	3755	4793	3956	4363	4793
短期借款	607	1105	422	429	374
应付账款	1481	1582	1770	2001	2281
预收账款	23	10	11	12	14
其他	1644	2097	1752	1921	2125
长期负债	668	439	439	439	439
长期借款	485	222	222	222	222
其他	182	217	217	217	217
负债合计	**4423**	**5232**	**4395**	**4802**	**5232**
股本	2120	2131	2766	2766	2766
资本公积金	1580	1546	1546	1546	1546
留存收益	4175	4938	6224	7551	9044
少数股东权益	50	85	107	133	163
归属于母公司所有者权益	7875	8615	10536	11863	13356
负债及权益合计	**12348**	**13932**	**15038**	**16798**	**18751**

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	649	1288	1181	1315	1484
净利润	1236	1292	1499	1777	2026
折旧摊销	293	311	364	404	439
财务费用	35	50	21	19	16
投资收益	(38)	(49)	(27)	(27)	(27)
营运资金变动	(892)	(360)	(703)	(890)	(1007)
其它	15	43	28	33	37
投资活动现金流	(1756)	(1279)	(742)	(742)	(742)
资本支出	(601)	(915)	(742)	(742)	(742)
其他投资	(1155)	(364)	0	0	0
筹资活动现金流	909	(203)	(735)	(435)	(577)
借款变动	(301)	(52)	(1164)	7	(55)
普通股增加	319	10	635	0	0
资本公积增加	1145	(33)	0	0	0
股利分配	(180)	(212)	(213)	(450)	(533)
其他	(73)	84	7	8	11
现金净增加额	(198)	(195)	(297)	138	165

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9581	10836	12240	13948	15896
营业成本	6589	7738	8660	9788	11155
营业税金及附加	81	86	97	110	126
营业费用	489	532	575	656	747
管理费用	872	1020	1114	1269	1447
财务费用	125	(52)	21	19	16
资产减值损失	49	55	55	55	55
公允价值变动收益	10	(21)	(21)	(21)	(21)
投资收益	38	49	49	49	49
营业利润	1472	1546	1746	2078	2378
营业外收入	11	2	50	50	50
营业外支出	7	9	9	9	9
利润总额	1477	1539	1787	2119	2419
所得税	226	228	266	317	362
净利润	1251	1311	1521	1803	2056
少数股东损益	15	19	22	26	30
归属于母公司净利润	1236	1292	1499	1777	2026
EPS（元）	0.58	0.61	0.54	0.64	0.73

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	42%	13%	13%	14%	14%
营业利润	59%	5%	13%	19%	14%
净利润	44%	5%	16%	18%	14%
获利能力					
毛利率	31.2%	28.6%	29.2%	29.8%	29.8%
净利率	12.9%	11.9%	12.2%	12.7%	12.7%
ROE	15.7%	15.0%	14.2%	15.0%	15.2%
ROIC	14.5%	12.0%	13.3%	14.0%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	35.8%	37.6%	29.2%	28.6%	27.9%
净负债比率	10.8%	13.0%	4.3%	3.9%	3.2%
流动比率	2.3	2.0	2.6	2.7	2.8
速动比率	1.8	1.6	2.1	2.1	2.2
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	4.3	4.0	4.0	4.1	4.1
应收帐款周转率	6.9	6.2	6.3	6.3	6.3
应付帐款周转率	5.5	5.1	5.2	5.2	5.2
每股资料（元）					
每股收益	0.58	0.61	0.54	0.64	0.73
每股经营现金	0.31	0.60	0.43	0.48	0.54
每股净资产	3.71	4.04	3.81	4.29	4.83
每股股利	0.10	0.10	0.16	0.19	0.22
估值比率					
PE	18.6	17.9	20.0	16.9	14.8
PB	2.9	2.7	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	10.6	11.1	9.3	7.9	7.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师,在此申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组:

纪 敏 复旦大学,计算机专业学士和硕士。2012-至今,任招商证券家电行业首席分析师。

吴 昊 新加坡南洋理工大学金融学硕士,美国爱荷华大学金融学和经济学双学士。2015-至今,任招商证券家电行业资深分析师。

隋思誉 北京大学金融硕士,香港中文大学经济学硕士,北京大学文学和经济学双学士。2017 年入职。

团队荣誉:

金牛奖: 2018 最具价值金牛分析师 & 2018 最佳行业金牛分析师

新财富: 2017-第 4 名 2016-第 3 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 5 名

金牛奖: 2017-第 2 名 2016-第 4 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 4 名

水晶球: 2018-第 4 名 2017-第 2 名 2016-第 5 名 2015-第 4 名 2014-第 4 名 2013-第 5 名

保险资管最受欢迎分析师 IAMAC 奖 2018-第 3 名 2017-第 2 名 2016-第 3 名 2014-第 3 名

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内,公司股价相对同期市场基准(沪深 300 指数)的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准(沪深 300 指数)的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称"本公司")编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价,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。除法律或规则规定必须承担的责任外,本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。