

主业强势回暖，业绩弹性可期

2016年9月28日

投资要点：

- ❖ **空调行业复苏带动主业反转，行业地位稳固，业绩弹性较大。**公司是绿色节能制冷零部件龙头，其中近 60%收入来自于截止阀、四通阀、电子膨胀阀等空调零部件，且市场份额均排名全球前二。2015 及 16Q1 受空调行业去库存影响，主业增速相对疲弱。进入 16H2，受地产滞后需求与炎夏带动，空调行业零售端显著回暖，整机企业出货因前期主动收缩，恢复弹性更大。公司作为空调阀门核心供应商，估计下半年订单饱满，主业复苏弹性可期。公司中报曾上调 1-9 月利润区间至 0~30%，我们预计在行业持续回暖驱动下，后续仍有超预期可能。
- ❖ **持续技术创新开拓新领域，各项新业务增速亮眼。**公司重视技术研发，持续拓展高效、节能制冷零部件并迅速成为全球领跑者，且高效新型零部件同时带动了整体毛利率的持续提升。（1）变频空调核心零部件电子膨胀阀目前行业渗透率不及 20%，参考日本替代空间广阔，2016 年前三季度增速估计高达 30%，带动整体毛利率大幅提升，结构改善显著。（2）2012 年公司收购欧洲亚威科（生产咖啡机、洗碗机零部件），经过连续 3 年的产能转移（关停欧洲工厂，转移至国内）以及客户调整，目前已经步入正轨。今年受益于大客户拓展得力，以及亚洲洗碗机普及趋势，亚威科收入上半年+37.8%。且由于成本费用管控到位，自 15 年扭亏后利润率再度提升，估计上半年利润达 2000 万，超去年全年，长期潜力值得期待。（3）2015 年注入集团微通道换热器资产，业务质量优质，90%收入来自出口，受益北美微通道换热器替换需求，利润持续保持高速增长，预计未来两年复合增速仍可保持在 25~30%。（4）公司凭借家用领域的技术优势进入商用零部件业务，目标五年成为全球商用空调关键自控元件前三强，预计全年实现近 9 亿收入，增速达 20~25%。
- ❖ **集团新能源汽车空调业务具备核心优势，进展顺利，后续有望与制冷主业产生更强协同效应。**由于新能源汽车空调的热泵式制冷原理与家用空调类似，具备技术协同效应，目前公司大股东旗下汽配公司正孵化新能源汽车热管理系统。目前车用电子水泵、电子膨胀阀产品陆续进入认证期，与全球知名汽车厂商已形成良好供应关系，发展潜力较大。长期看有望与公司主业形成统一平台，实现节能制冷的协同效应。预计该部分业务增长潜力巨大，成为公司长期成长的主要推动力。
- ❖ **风险因素：**1.原材料价格上涨；2.空调景气度下降；3.资产整合不确定性。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**公司传统空调阀门受益行业景气度复苏，环比改善趋势明确，叠加新业务高增长，全年业绩表现有望再超预期。此外，集团新能源汽车项目进展良好，整体战略布局日渐清晰。考虑到空调行业的持续复苏，我们小幅上调公司 2016~18 年 EPS 预测至 0.44/0.55/0.64 元（原预测 0.42/0.50/0.57 元）。对应 PE 分别为 23/18/16 倍，预计全年业绩增速约为 30%，给予 16 年 30xPE，对应目标价 13.2 元，上调至“买入”评级。

公司盈利预测及估值

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	6,560	6,161	6,771	7,841	8,852
增长率 YoY %	24.4	-6.1	9.9	15.8	12.9
净利润（百万元）	561	605	795	995	1158
增长率 YoY%	73.4	8.0	31.4	25.1	16.4
每股收益（元）	0.31	0.34	0.44	0.55	0.64
净资产收益率%	15.0%	14.5%	16.0%	17.6%	17.9%
市盈率PE	32	30	23	18	16
市净率PB	4.9	3.9	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	20.3	20.7	17.1	14.1	12.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 9 月 27 日收盘价



买入（上调）

当前价：10.11 元

目标价：13.20 元

中信证券研究部

金星

电话：021-20262128

邮件：jinxing@citics.com

执业证书编号：S1010512100002

甘骏

电话：021-20262151

邮件：ganjun@citics.com

执业证书编号：S1010516070002

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3240.76 点
总股本/流通股本	1801.5/1517.4 百万股
近 12 月最高/最低价	10.68 元/6.16 元
近 1 月绝对涨幅	2.02%
近 6 月绝对涨幅	43.41%
今年以来绝对涨幅	-3.98%
12 个月日均成交额	180.02 百万元

相关研究

- 三花股份（002050）2016 年中报业绩交流电话会议纪要—新业务增速靓丽，后续改善趋势明确……（2016-08-11）
- 三花股份（002050）2016 年中报点评—新业务增长超预期，后续业绩改善趋势明确……（2016-08-09）
- 三花股份（002050）2015 年年报点评—业绩稳健增长，下有安全边际上有弹性空间……（2016-04-15）

利润表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6,560	6,161	6,771	7,841	8,852
营业成本	4,704	4,404	4,771	5,464	6,140
毛利率	28.30%	28.51%	29.54%	30.32%	30.64%
营业税金及附加	32	38	27	31	35
营业费用	335	321	339	384	425
营业费用率	5.10%	5.21%	5.00%	4.90%	4.80%
管理费用	671	669	684	776	867
管理费用率	10.23%	10.85%	10.10%	9.90%	9.80%
财务费用	123	22	34	27	30
财务费用率	1.88%	0.36%	0.51%	0.34%	0.33%
投资收益	17	-8	10	10	10
营业利润	668	688	911	1,151	1,348
营业利润率	10.19%	11.17%	13.46%	14.68%	15.23%
营业外收入	63	68	70	70	70
营业外支出	34	28	25	25	25
利润总额	697	728	956	1,196	1,393
所得税	136	120	153	191	223
所得税率	19.45%	16.48%	16.00%	16.00%	16.00%
少数股东损益	1	3	8	10	12
归属于母公司股东的净利润	561	605	795	995	1,158
净利率	8.55%	9.83%	11.75%	12.68%	13.08%
每股收益(元)(摊薄)	0.31	0.34	0.44	0.55	0.64

现金流量表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	561	605	795	995	1,158
少数股东损益	1	3	8	10	12
折旧和摊销	238	236	186	191	193
营运资金变动	-200	-111	-214	-325	-303
其他	95	86	39	8	7
经营现金流	695	819	815	878	1,067
资本支出	-455	-340	-153	-153	-153
投资收益	8	24	10	10	10
资产变卖	142	28	0	0	0
其他	-430	-44	0	1	1
投资现金流	-736	-332	-143	-142	-142
发行股票	0	407	0	0	0
负债变化	69	-183	-263	-234	75
股息支出	-204	-141	-180	-239	-298
其他	3	0	-34	0	0
融资现金流	-132	83	-477	-473	-224
现金净增加额	-173	570	194	263	701

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	722	1,160	1,354	1,617	2,319
存货	1,332	1,185	1,283	1,469	1,651
应收账款	1,062	1,084	1,146	1,327	1,498
其他流动资产	1,846	1,829	1,890	2,110	2,317
流动资产	4,962	5,258	5,672	6,523	7,785
固定资产	2,083	2,095	1,917	1,736	1,552
长期股权投资	5	4	4	4	4
无形资产	404	398	392	386	380
其他长期资产	231	285	432	580	727
非流动资产	2,724	2,782	2,746	2,705	2,663
资产总计	7,686	8,039	8,418	9,229	10,448
短期借款	989	646	309	0	0
应付账款	871	733	811	929	1,044
其他流动负债	1,713	1,128	1,069	1,230	1,388
流动负债	3,574	2,507	2,189	2,159	2,432
长期负债	147	661	761	861	961
其他长期负债	221	184	158	132	106
非流动性负债	368	845	919	993	1,067
负债合计	3,942	3,352	3,107	3,152	3,499
股本	773	1,801	1,801	1,801	1,801
资本公积	1,102	461	461	461	461
股东权益合计	3,725	4,652	5,267	6,023	6,883
少数股东权益	19	36	44	54	65
负债股东权益总计	7,686	8,039	8,418	9,229	10,448

主要财务指标

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率（%）					
营业收入	24.4	-6.1	9.9	15.8	12.9
营业利润	88.2	2.9	32.5	26.3	17.1
净利润	73.4	8.0	31.4	25.1	16.4
利润率（%）					
毛利率	28.3	28.5	29.5	30.3	30.6
EBIT Margin	12.5	11.8	14.0	15.1	15.6
EBITDA Margin	16.1	15.7	16.8	17.5	17.8
净利率	8.5	9.8	11.7	12.7	13.1
回报率（%）					
净资产收益率	15.0	14.5	16.0	17.6	17.9
总资产收益率	7.3	7.7	9.7	11.3	11.8
其他（%）					
资产负债率	51.3	41.7	36.9	34.2	33.5
所得税率	19.5	16.5	16.0	16.0	16.0
股利支付率	13.8	29.8	30.0	30.0	30.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。