

公司研究/深度研究

2017年04月21日

家用电器/材料和零部件 II

投资评级: 买入 (调高评级)

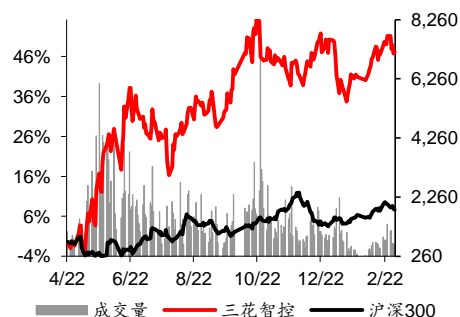
当前价格(元): 10.81
合理价格区间(元): 18.27~18.71

张立聪 执业证书编号: S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

相关研究

- 1 《三花股份(002050):Q3 业绩增长 51%, 设立新能源并购基金》 2016.10
- 2 《三花股份(002050):微通道开拓国内市场, 亚威科快速增长》 2016.10
- 3 《三花股份(002050):Q2 经营情况好转, 亚威科增长 38%》 2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

资产注入, 以特斯拉的名义

三花智控(002050)

注入汽零多点开花, 空调回暖抬升主业

三花汽车零部件业务将注入上市公司。三花汽零向特斯拉等客户供货, 将成为公司业绩的重要增长动力。与此同时, 空调行业进入补库存, 传统制冷零配件业务有望加速增长。长期来看, 汽零业务与制冷配件业务共书协同效应, 充分发挥技术优势。

汽零业务国内领先, 下游客户关系稳定

三花汽零是国内领先的汽车 OEM 整车配套市场供应商, 直接面对汽车整车厂商和汽车一级供应商。其下游大客户法雷奥集团和马勒集团经营稳定, 并将重点开拓中国和亚洲市场。考虑到三花汽零与客户关系稳定, 法雷奥集团和马勒集团的开拓计划将利好本土企业三花汽零。

合作特斯拉, 驶入新能源发展快车道

三花汽零已成为特斯拉在全球少数的供应商之一, 其技术水平与产品质量获得了新能源汽车龙头公司的认可。结合特斯拉的经营表现与未来新品车型的销量, 我们预计特斯拉将在 2017 年向三花汽零贡献净利润约 6000 万元, 成为拉动三花汽零业绩的主要驱动力。

联袂传统业务, 共书协同效应

我们认为, 汽零业务将搭配三花智控的传统业务, 在原材料采购, 技术研发以及产业布局这三个方面产生协同效应, 有力拉升三花智控的业绩。

空调步入补库存, 制冷配件业务回暖可期

空调去库存带来的不利影响即将过去, 渠道库存量已降至较低水平, 加之空调销售的旺季即将到来, 各个空调整机生产厂商即将进入补库存阶段, 行业回暖趋势明显。我们预计, 整机厂商将会增加对上游空调制冷元器件的需求, 利好零部件的龙头企业三花智控, 拉动三花制冷配件业务。

基本面加速向上, 上调至“买入”评级

我们预计, 新注入的三花汽零资产质地优异, 与下游大客户法雷奥集团与马勒集团关系稳定, 并牵手特斯拉, 成为其优选供应商。结合三花智控的制冷元配件业务将与三花汽零的汽车零配件业务产生协同效应, 我们认为, 新注入的三花汽零将快速拉升公司业绩。同时, 空调将迎来销售旺季, 三花智控的制冷元配件业务预期向好, 业绩弹性大。我们认为三花汽零的注入大概率可顺利完成。预计公司原有业务 2017 年合计贡献利润 11.11 亿元 (前期盈利预测 10.23 亿元, 上调), 给予 25 倍 PE 估值, 对应市值 278 亿元; 按三花汽零 2017 年的承诺业绩 1.69 亿元, 给予 30~35 倍估值, 对应市值 51~59 亿元。合计目标市值 329~337 亿元。按当前股本对应目标价 18.27~18.71 元 (未考虑增发), 上调至“买入”评级。

风险提示: 特斯拉汽车销量不及预期, 下游大客户市场开拓速度较慢, 空调行业销售不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,801
流通 A 股 (百万股)	1,564
52 周内股价区间 (元)	7.22-11.40
总市值 (百万元)	19,474
总资产 (百万元)	8,399
每股净资产 (元)	2.95

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6,161	6,769	8,813	10,785	12,961
+/-%	(6.09)	9.88	30.20	22.37	20.17
归母净利润 (百万元)	605.41	857.46	1,111	1,437	1,726
+/-%	8.00	41.63	29.56	29.38	20.09
EPS (元, 最新摊薄)	0.34	0.48	0.62	0.80	0.96
PE (倍)	32.17	22.71	17.53	13.55	11.28

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资概要	3
一. 制冷器件领军企业，注入汽零业务多点开花	5
二. 注入优质汽零业务，协同效应拉动业绩	7
1. 汽零业务领军国内，承诺业绩快速增长	7
2. 下游客户关系稳定，合作特斯拉驶入发展快车道	8
3. 下游汽车行业发展良好，新能源车增速亮眼	13
4. 募投项目扩充产能，承诺业绩快速增长	15
5. 携手传统制冷业务，共书未来协同效应	16
三. 制冷元器件全球领军企业，受益行业回暖	17
1. 制冷元器件世界领先，份额领跑全球	17
2. 家用空调去库存步入尾声，行业回暖利好三花	17
3. 中央空调销量稳定，市场需求平稳	18
4. 冰箱行业需求稳定，节能换代助推产品升级	19
四. 微通道业务快速发展，以旧换新加速可待	20
1. 微通道换热器成本和能效优势突出，替代传统换热器潜力较大	20
2. 市占率全球第一，技术优势助力长远增长	21
3. 积极突破产能瓶颈，利润有望进一步释放	22
五. 亚威科扭亏为盈，有望持续增长	24
1. 重整亚威科业务，实现扭亏为盈	24
2. 洗碗机仍处导入期，期待本土化产品引爆	24
六. 财务分析	27
1. 传统业务财务分析	27
2. 汽零业务	28
七. 盈利预测与估值	31
1. 业绩预测	31
2. 估值分析	32
八. 风险因素	34
九. 附录	35
PE/PB - Bands	35

投资概要

核心观点

汽零资产的注入，无疑是近年来投资者最为期待的、也是三花管理层最为慎重的决策。此举对三花智控的影响至为深远。

三花汽零领军国内，与下游大客户合作稳定。三花汽零是国内唯一一家能够在全中国高档车型上同时批量配套膨胀阀与储液器的企业，直接面对汽车整车厂商和汽车一级供应商，在产业链中议价能力较强。三花汽零与下游前两大客户法雷奥集团和马勒集团合作稳定。据《美国汽车新闻》统计，法雷奥集团连续2015-2016两年，名列全球汽车零部件配套供应商百强榜第11位，其下游客户包括宝马、奔驰、大众、丰田、沃尔沃等高端品系；马勒集团在2016年榜单中，位列第17位。法雷奥集团将加大对中国市场的开拓力度。预计在2021年，法雷奥在中国市场的销售份额将占比全球销售总额的20%，相较于2016年提升了6pct；马勒集团也计划在2017年重点开拓亚洲市场。我们预期，法雷奥集团和马勒集团作为三花汽零的重要客户，其平稳增长的销售业绩、着力开拓中国市场的计划以及和三花稳定的合作关系将会持续利好三花汽零的经营发展。

特斯拉牵手三花汽零，拉动业绩“新能源化”。2016年5月，三花汽零成为特斯拉在全球少数的供应商之一，标志着三花汽零的技术水平与产品质量获得了新能源汽车龙头公司的认可。至2016年4月，特斯拉Model 3的订单量已上升至32.5万辆，是2015年Model S卖出量的3倍。特斯拉全球副总裁Robin Ren指出，中国将成为继美国之后，Model 3的最大销售市场。我们保守预计特斯拉将在2017、2018年向三花汽零贡献净利润约0.6亿元（YoY+488%）、1.6亿元（YoY+170%），成为拉动三花汽零业绩的主要驱动力。

图表1：特斯拉对三花汽零业绩拉动明显

	2016E	2017E	2018E
特斯拉车辆销量（万台）	10	20	40
单台车出货货值（元）	680	2000	2700
贡献净利润（万元）	1020	6000	16200

资料来源：华泰证券研究所

联袂原有制冷元器件业务，实现“1+1>2”。三花汽零注入后，将与原有业务在原材料采购、技术、产业布局等方面产生明显的协同效应。

有别于市场的观点

部分投资者简单地将汽零视为独立板块，未考虑注入之后，可与三花智控的制冷元器件业务发挥协同效应。

而我们认为，三花汽零将携手制冷元器件业务，通过协同效应，有力拉升公司业绩。具体来说：在原材料采购方面，三花智控将与三花汽零采用统一采购的方式降低原材料的采购价格，提升利润率；在技术方面，三花智控可以把在空调制冷零部件领域的产品开发经验应用到汽车空调及热管理系统，为车用部件的开发奠定了基础；在产业布局方面，三花智控积极布局新能源汽车领域业务，于2016年10月出资1亿元发起设立新能源及智能汽车并购基金，而汽零业务的注入符合公司的布局建设，协助公司更快的进入汽车零部件行业。基于业务互动与协同，我们预计，三花汽零将有力拉升三花智控的业绩。

另外，市场对三花智控的关注点往往集中于汽零业务，而忽视了公司制冷元器件业务在今年的较大增长潜力。

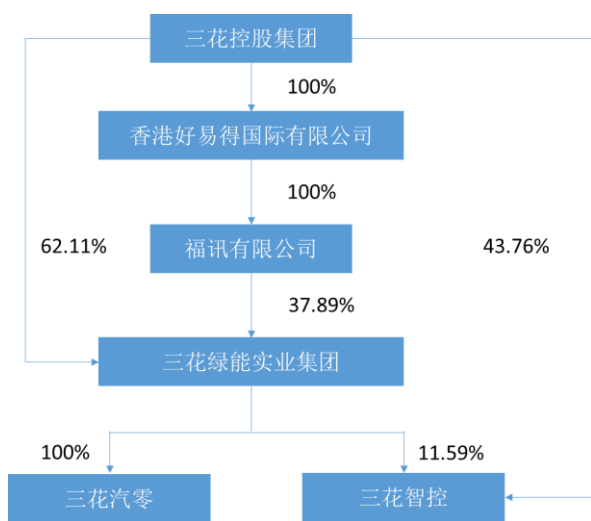
我们认为，随着渠道去库存步入尾声、空调销售旺季的到来，三花智控的制冷元器件业绩增速将超预期。目前来看，空调去库存带来的不利影响即将过去，渠道库存量已降至较低水平，加之空调销售的旺季即将到来，各个空调整机生产厂商即将进入补库存阶段，行业回暖趋势明显。根据产业在线数据，2017年1至2月空调内销量同比增长86%。据此，我们预计，整机厂商将会增加对上游空调制冷元器件的需求，利好零部件的龙头企业三花智控，其制冷元器件的业绩弹性较大，增速将超预期。

一、制冷器件领军企业，注入汽零业务多点开花

公司是全球制冷控制元器件的领军企业。传统主营业务主要包括：生产和销售空调制冷元器件及部件、洗碗机元器件及部件。其中，制冷业务的主要产品包括：截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀、电磁阀、变频控制器、微通道换热器、家电热泵系统控制部品等；洗碗机业务主要产品包括 Omega 泵、加热管、水软化系统、分配器等。其中，公司的电子膨胀阀、四通换向阀、微通道换热器等产品市场占有率位居全球第一。（三花智控产品详细介绍请见附录）

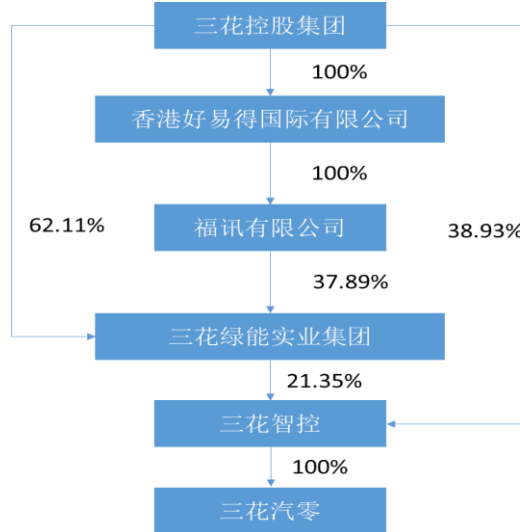
注入汽零资产，业务多点开花。2017年4月11日，三花智控发布公告，计划向三花控股集团旗下的三花绿能实业集团非公开发行2.2亿股，购买其持有的三花汽零100%的股权，本次资产交易的价格为21.5亿元，每股价格为9.62元。交易完毕后，在三花智控原来的业务基础上，将新增汽车零配件业务，主要经营汽车空调膨胀阀及储液器等产品。

图表2：三花智控收购三花汽零前的股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

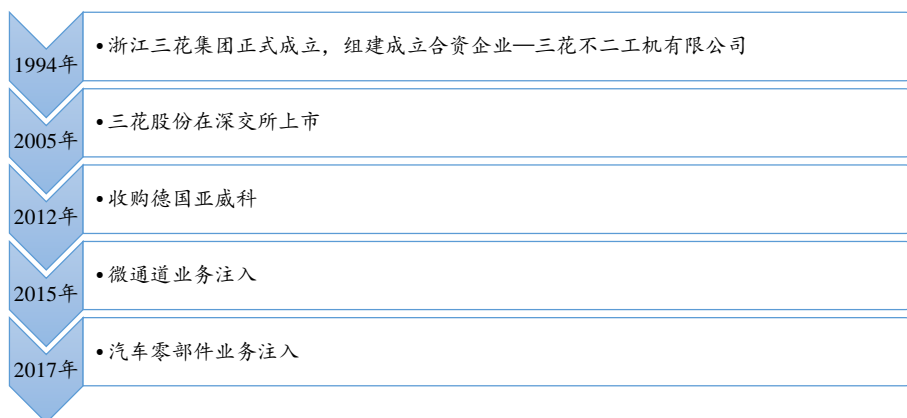
图表3：三花智控收购三花汽零后的股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

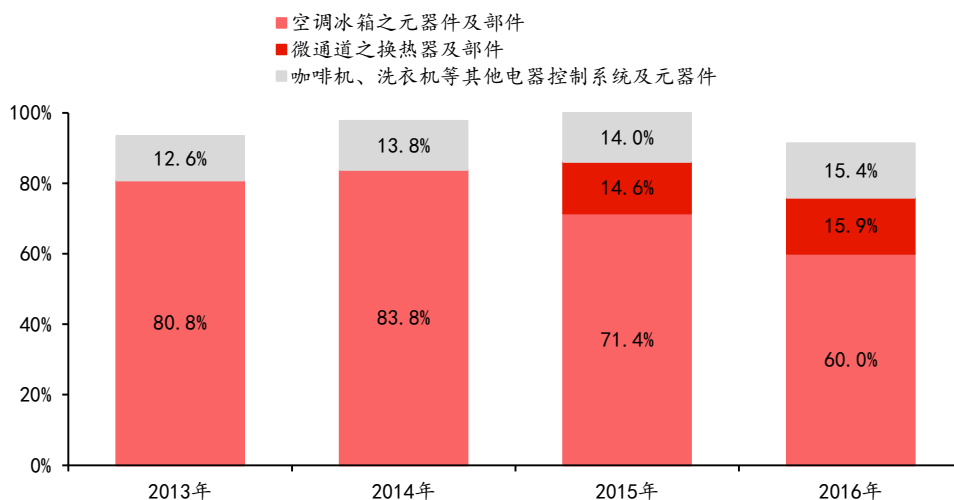
公司诞生于1994年，前身是新昌制冷配件厂与三花不二工机组建的合资公司—三花不二工机有限公司，主要发展空调制冷零部件业务，产品四通换向阀市场占有率居全球第一。2004年，三花控股集团通过审议，进入资本市场。2005年，三花股份在深圳交易所正式上市。2016年11月，变更证券简称为“三花智控”。

图表4：公司不断整合主营业务，强化实力



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

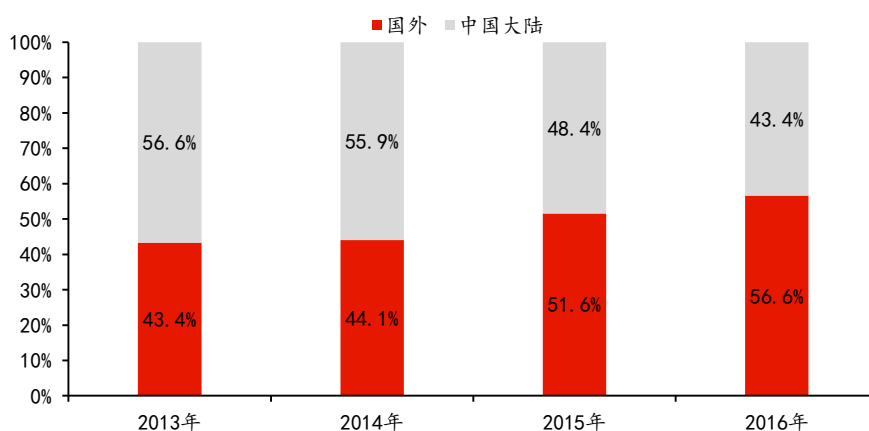
图表5：资产重组前，制冷元配件业务为公司的主要业务



资料来源：Wind，华泰证券研究所

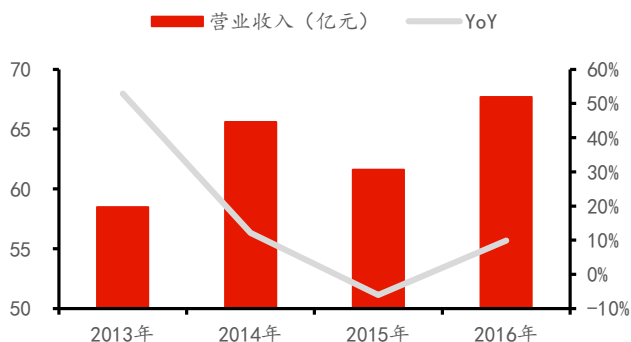
外销占比升高，预期内销好转。近年来，公司的外销占比不断提升，这主要是由于在2015年至2016年中，受到国内空调去库存的影响，公司的制冷元配件产品内销受阻，但长期来看，随着空调渠道去库存步入尾声和空调销售旺季的到来，内销状况将有所好转，预期2017年内销收入占比超过外销。

图表6：公司内外销发展均衡，外销占比稍有提升



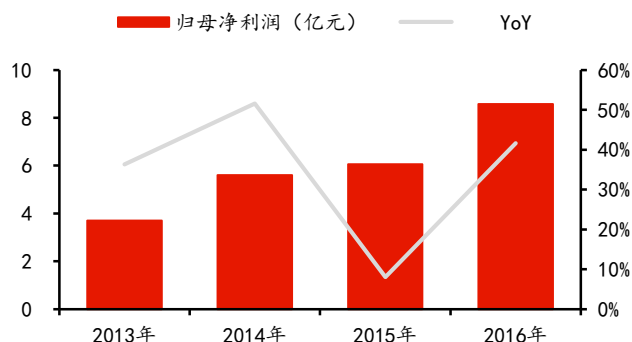
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：三花智控主营收入增长稳定 (YoY 右轴)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：三花智控归母净利润持续增长 (YoY 右轴)



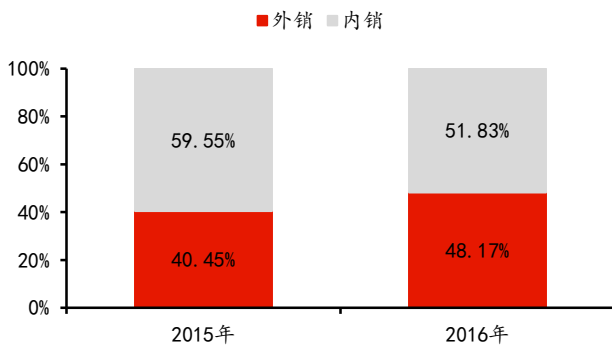
资料来源：Wind，华泰证券研究所

二、注入优质汽零业务，协同效应拉动业绩

1. 汽零业务领军国内，承诺业绩快速增长

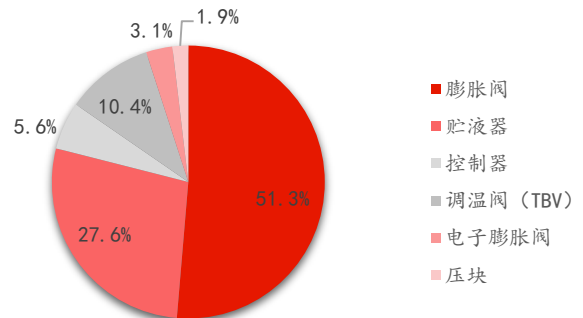
汽零领域龙头公司，研发实力强劲。三花汽零主要经营汽车空调膨胀阀及储液器等产品的技术开发、制造和销售，是汽车空调和热管理系统控制部件的汽车 OEM 整车配套市场供应商。目前，三花汽零的产品可应用在新能源汽车与传统汽车两大领域中。2016 年，公司汽车空调膨胀阀销量达到 1444 万只，全球市场分产份额超过 16%，国内市场占有率超过 37%，其电子膨胀阀产品还获得 2017 年《汽车新闻》PACE AWARD 创新大奖；在新能源汽车控制部件方面，三花汽零的电子水泵和电子水阀在中国市场也得到了广泛应用。三花汽零将逐步实现以乘用车空调为基础、新能源汽车温控为重点的发展路径。

图表9：三花汽零内外销均衡发展



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10：膨胀阀为三花汽零的主要产品（2016年）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11：三花汽零旗下的子公司分布广泛

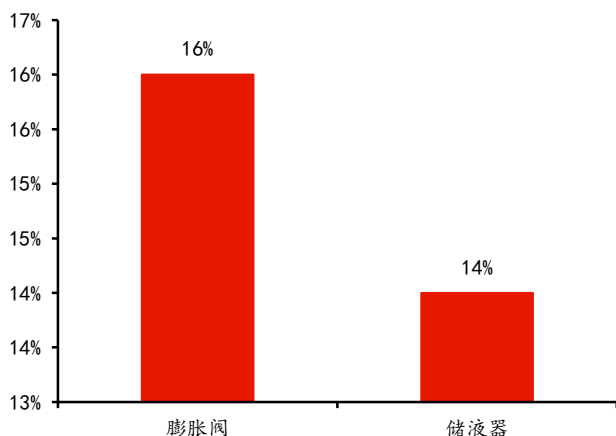
名称	与三花汽零关系	所处国家或地区
苏州新智汽车部件有限公司	全资子公司	苏州
日本三花汽车部品株式会社	全资子公司	日本
三花汽车零部件美国有限公司	全资子公司	美国
三花印度私人有限公司	全资子公司	印度
三花欧洲汽车零部件有限责任公司	全资子公司	德国
三花汽车零部件北美制造公司	全资孙公司	美国
三花汽车零部件墨西哥有限公司	全资孙公司	墨西哥

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

三花汽零是国内目前唯一一家能够在国内外中高档车型上批量配套膨胀阀与储液器的企业，也是目前国内能同时批量配套汽车膨胀阀与储液器的企业。在国际市场上，三花汽零的产品广泛配套于法雷奥集团、马勒集团等国际著名的汽车空调制造商及特斯拉、大众、通用等汽车厂家，成为继日本不二工机、TGK 之后的全球主要车用膨胀阀生产和销售企业之一，在行业中有着较大的影响力。

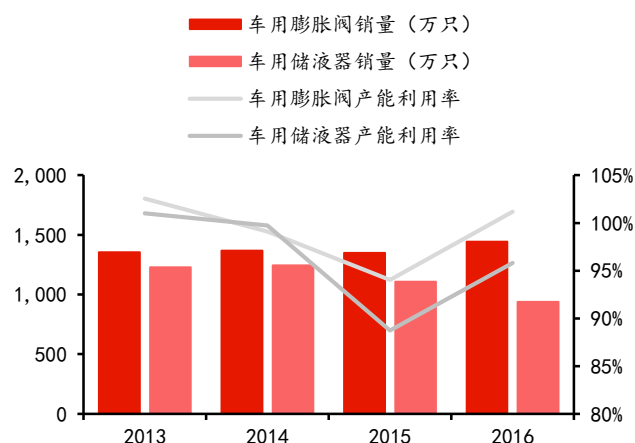
由于整车厂商对配套厂商的产品质量要求很高，须经过一系列严格、复杂的认证程序，因此这一市场的进入壁垒相对较高。而三花汽零作为汽车 OEM 整车配套市场供应商，客户直接面对汽车整车厂商和汽车一级供应商，在行业中处于较高位置；另外，三花汽零拥有自有专利 232 项，从三花研究院无偿获得专利 227 项，研发优势突出，领先于竞争对手。我们预计，三花汽零在行业中的龙头地位较为稳固。

图表12: 三花汽零主要产品市占率全球领先(2016年3月)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 膨胀阀与储液器销量持续增长, 产能利用率(右轴)达瓶颈



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2. 下游客户关系稳定, 合作特斯拉驶入发展快车道

三花汽零合作全球汽车大客户, 关系稳定。目前, 三花汽零在传统汽车零配件业务和新能源汽车热管理系统的开发和应用方面积累了丰富的技术优势, 已成为法雷奥、马勒集团等国际著名汽车空调及热管理系统制造商全球采购的认证供应商及长期合作伙伴, 并成功开拓了特斯拉、奔驰等整车厂商及高端市场客户, 成为上述汽车厂商的一级供应商, 行业影响力进一步提升。

图表14: 2015年-2016年, 法雷奥集团和马勒集团贡献公司主要收入

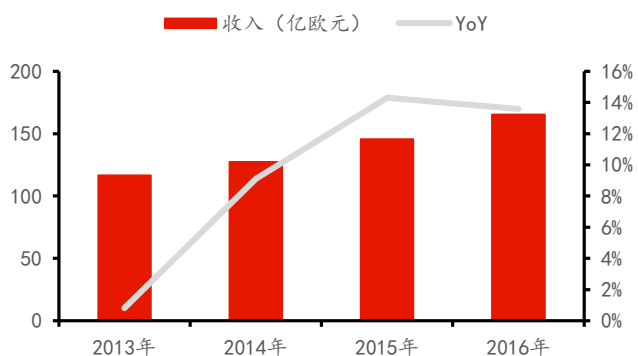
客户名称	2015年		2016年	
	贡献收入数额 (万元)	占三花汽零收入比例	贡献收入数额 (万元)	占三花汽零收入比例
法雷奥集团	15900.46	20.31%	17575.94	19.44%
马勒集团	9333.70	11.92%	10086.14	11.15%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

下游客户经营稳定, 未来计划利好三花汽零。由于法雷奥集团、马勒集团近年来对公司的营收贡献较大, 是三花汽零的重要下游客户, 另外, 三花汽零已和美国特斯拉公司建立了合作关系, 成为特斯拉的优选供应商, 其经营业绩以及未来开拓计划也将会对三花汽零的发展产生重要影响。因此, 我们将对以上三家公司分别进行分析, 探讨其发展路径对三花汽零的影响:

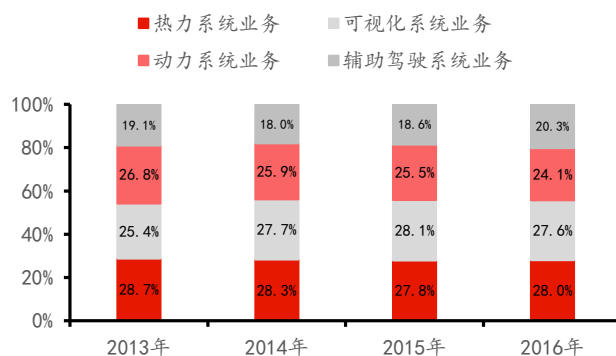
1. 法雷奥集团: 总部位于法国, 专业致力于汽车零部件、系统、模块的设计、开发、生产及销售的工业集团, 是世界领先的汽车零部件供应商, 为世界主要汽车制造企业提供配套, 包括宝马、奔驰、大众、丰田、沃尔沃等高端品系。据《美国汽车新闻》统计, 法雷奥集团连续2015-2016两年, 名列全球汽车零部件配套供应商百强榜第11位, 其2016年的收入达到165亿欧元。公司目前的主营业务分为四个板块: 可视化系统业务(Visibility Systems)、动力系统业务(Powertrain Systems)、辅助驾驶系统业务(Comfort and Driving Assistance Systems)以及热力系统业务(Thermal Systems)。

图表15: 2013-2016年法雷奥收入规模较大 (YoY右轴)



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表16: 2013年-2016年法雷奥的主营构成比例



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

法雷奥集团预测, 至2021年, 总收入将达到270亿欧元, 预计2016年-2021年的收入复合增速约为10%, 其中四项主营业务的同期收入复合增速将维持在7%至14%左右。法雷奥集团收入的稳定增长, 将持续拉动三花汽零的业绩。

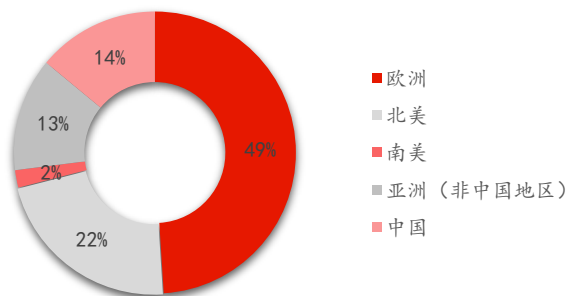
图表17: 未来5年, 法雷奥集团的四项主营业务将平稳增长

主营业务名称	2016年业务收入	2021年预计收入	预计复合增速
可视化系统板块	46亿欧元	约77亿欧元	大于10%
动力系统板块	40亿欧元	约80亿欧元	大于14%
辅助驾驶系统板块	34亿欧元	约55亿欧元	大于10%
热力系统板块	46亿欧元	约65亿欧元	大于7%

资料来源: 法雷奥公司公告, 华泰证券研究所

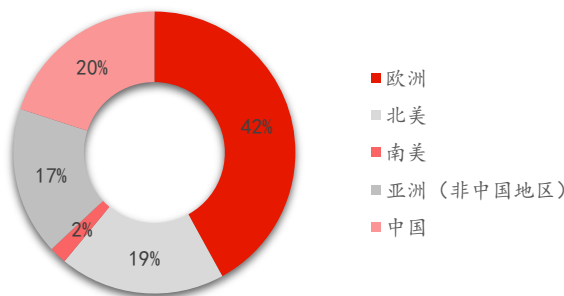
另一方面, 从发展计划来看, 公司未来将重点拓展亚洲市场, 尤其是中国市场的业务, 到2021年, 法雷奥预计中国地区的销售份额将占比全球总销售额的20%, 相比于2016年, 提高了6pct, 成为继欧洲后的第二大全球销售区域, 这将利好于本土企业三花汽零。综合以上, 我们预期, 法雷奥作为三花汽零的重要客户, 其平稳增长的销售业绩、着力开拓中国市场的计划以及与三花稳定的合作关系将会持续利好三花汽零业务, 有力拉升三花业绩。

图表18: 2016年全球各个地区的销售比例



资料来源: 法雷奥公司公告, 华泰证券研究所

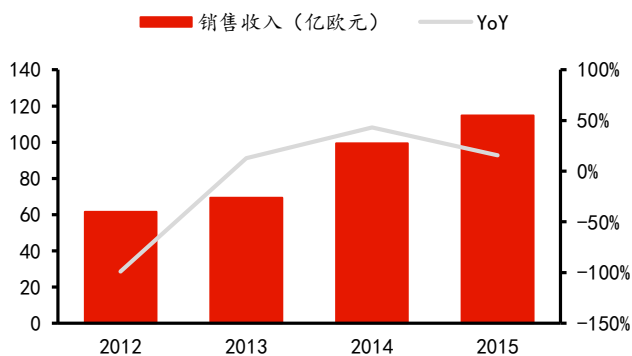
图表19: 2021年全球各个地区的销售比例



资料来源: 法雷奥公司公告, 华泰证券研究所

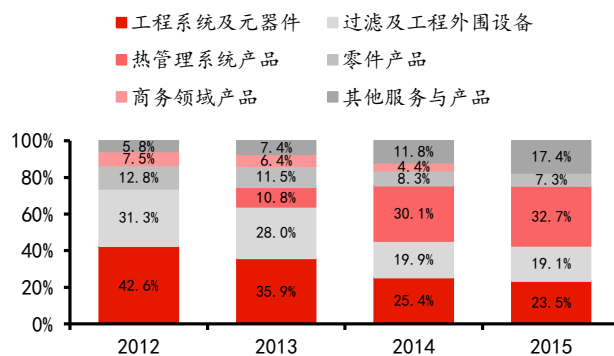
2. 马勒集团: 总部位于德国斯图加特, 是汽车及发动机行业领先的全球研发伙伴, 世界最大的发动机系统及零部件和滤清系统及发动机外围设备供应商之一。据《美国汽车新闻》数据显示, 马勒集团位列2016年全球汽车零部件配套供应商百强榜中第17位, 是全球最大的二十家汽车零部件供应商之一。同时, 在活塞系统、气缸部件、气门系统、空气管理系统和液体管理系统领域是全球三大供应商之一。2012-2015年, 公司主营收入稳定增长, 年均复合增速达23.1%。

图表20: 2012-2015年马勒集团收入年均复合增速为23.1%(YoY右轴)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

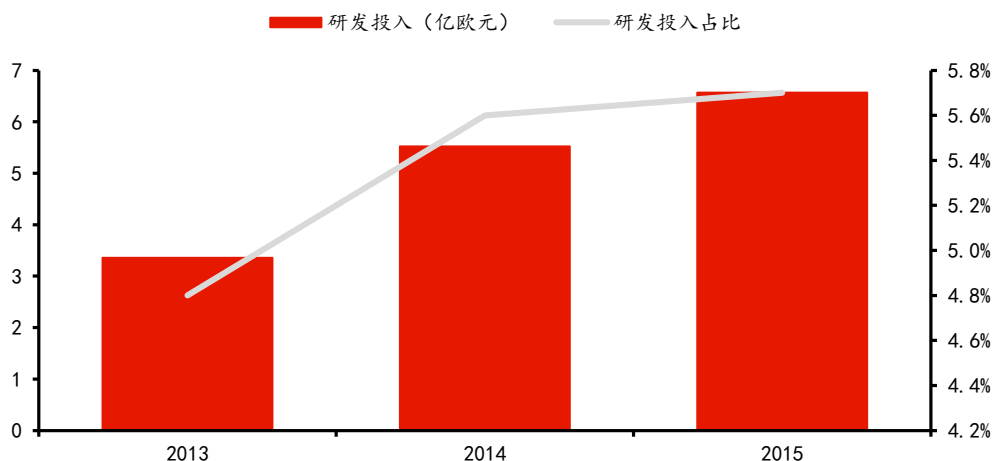
图表21: 马勒集团主营构成丰富



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

马勒集团是全球排名位列前 20 的汽车供应商, 其三项核心业务在各自领域中排名前 3。马勒集团优秀的经营业绩源于其对研发的重视, 2013-2015 年, 其研发投入逐年上升, 比重逐年加大。至 2015 年, 其研发投入资金达到 6.57 亿欧元, 占比总营业收入的 5.7%。

图表22: 马勒集团重视研发投入, 比重逐年加大 (研发投入占比右轴)

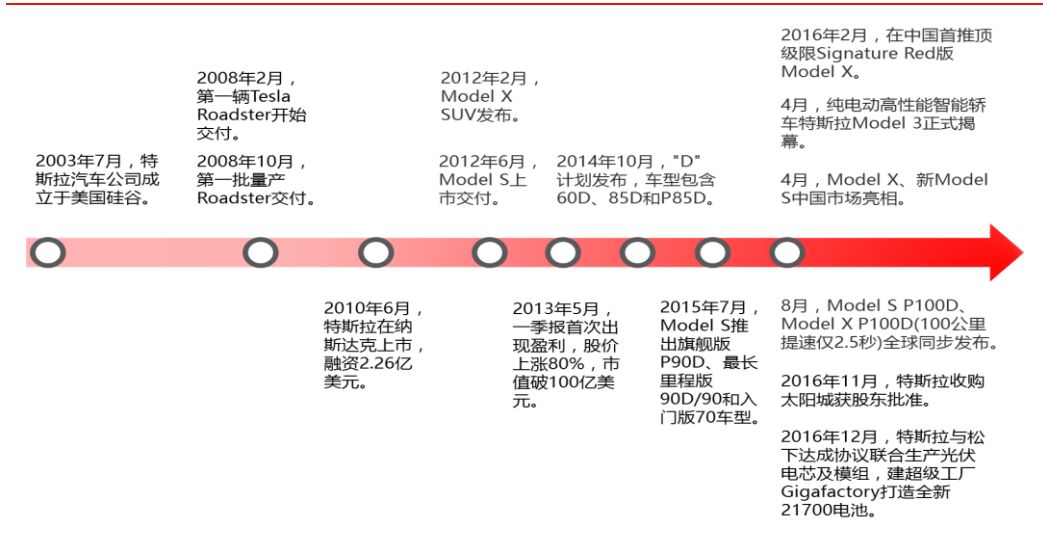


资料来源: 马勒集团投资者关系, 华泰证券研究所

马勒集团未来将重点开拓亚洲市场。公司预计, 在 2017 年, 亚洲地区的客车和轻质商用车的产量将达到 4770 万辆, 同比上升 2.1%, 增速高于北美、南美、欧洲等地的拓展计划; 中型和重型车辆的产量将达到 199.7 万辆, 同比上升 2.9%, 高于欧洲的销售计划。我们预计, 马勒集团顺利实施开拓计划将利好三花汽零的业绩。

3. 特斯拉公司: 是一家美国电动车及能源公司, 主要产品包括电动车、太阳能板、及储能设备。其总部位于美国加利福尼亚州硅谷帕洛阿尔托。特斯拉公司是世界上第一个采用锂离子电池的电动车公司, 自 2008 年以来, 特斯拉不断推出新的车型: 从 Roadster 到 2017 末要交付的 Model 3, 公司目前已成为全球电动节能车领域的领军公司。

图表23: 特斯拉公司发展历史悠久, 产品不断推陈出新



资料来源: Tesla, 华泰证券研究所

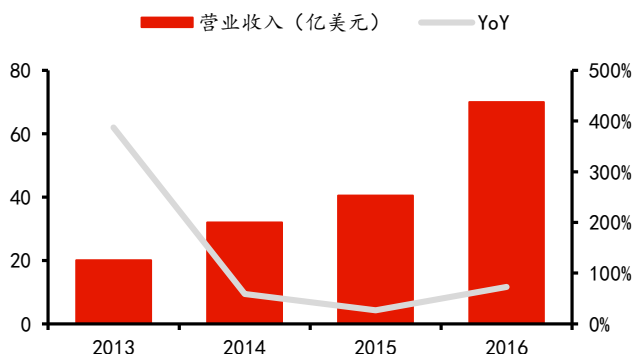
图表24: 特斯拉陆续推出 Model S、Model X 以及 Model 3, 产品性能亮眼

型号	推出时间	部分性能描述
Model S	2012年	0-100公里/小时加速最快仅需 2.7 秒; 电机更高效, 提升了续航里程并拥有更好的加速表现
Model X	2015年	最高续航里程可达 565 公里 (100 kWh 电池); 电池组位于车辆底部, 可减少 50% 的侧翻风险
Model 3	预计 2017 年底交付	6 秒以下 0-100 km/h 加速时间; 拥有自动辅助驾驶硬件; 345 公里续航里程

资料来源: Tesla, 华泰证券研究所

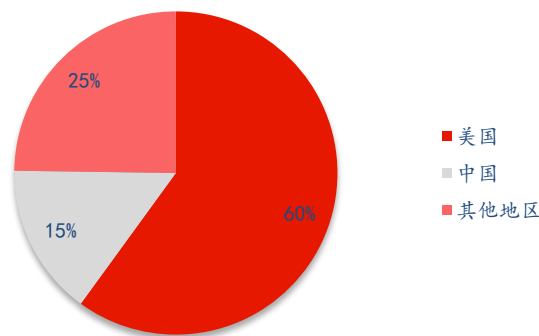
特斯拉公司自推出 Model S 以来, 营业收入一直呈现快速增长态势, 2013-2016 年的收入复合增速达到 51.5%, 至 2016 年, 公司已实现收入 70 亿美元, 其中中国市场贡献了约 15.2% 的收入, 仅次于美国市场贡献的份额。

图表25: 2013-2016 年特斯拉收入年复合增速达 51.5% (YoY 右轴)



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

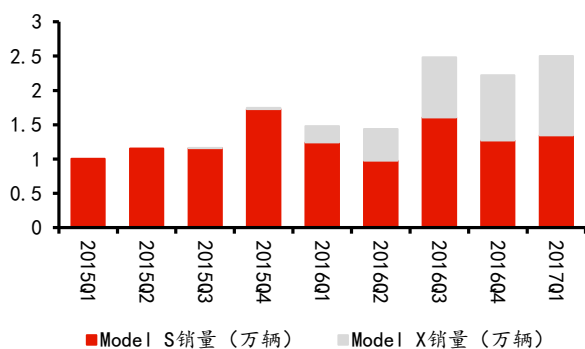
图表26: 2016 年, 特斯拉加大在中国地区的销售比例



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

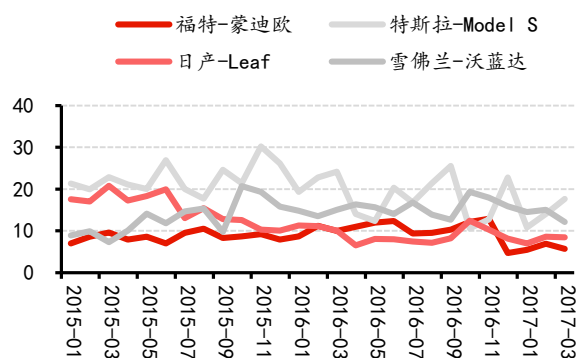
特斯拉在新能源汽车制造方面优势出众, 产品的市场认可度较高。2016 年, 特斯拉的电动节能车成为美国最受欢迎的节能车辆, 销量为居全美前列。

图表27: 2015Q1-2017Q1, 特斯拉产品销量持续增长



资料来源: Tesla, 华泰证券研究所

图表28: 特斯拉 model S 在美国的市占率领先



资料来源: hybridCARS, 华泰证券研究所

除了 Model S 与 Model X, 特斯拉已在 2016 年 3 月推出 Model 3 新款电力能源车, 至 2016 年 4 月, Model 3 的订单量已上升至 32.5 万辆, 是 2015 年 Model S 卖出量的 3 倍。并且, 特斯拉全球副总裁 Robin Ren 指出, 中国将成为继美国之后, Model 3 的最大销售市场。作为特斯拉企业的优选供应商, 我们认为, 特斯拉新品的良好发展, 将利好三花汽零业务的发展。

图表29: Model 3 车图



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

我们基于特斯拉 2015 年的车辆销量, 以及 Model 3 的预计产量, 结合三花作为特斯拉优选供应商, 保守测算特斯拉对三花汽零业绩的拉动作用:

图表30: 特斯拉对三花汽零业绩拉动明显

	2016E	2017E	2018E
特斯拉车辆销量 (万台)	10	20	40
单台车出货货值 (元)	680	2000	2700
贡献总收入 (万元)	6800	40000	108000
预计净利润率	15%	15%	15%
净利润 (万元)	1020	6000	16200

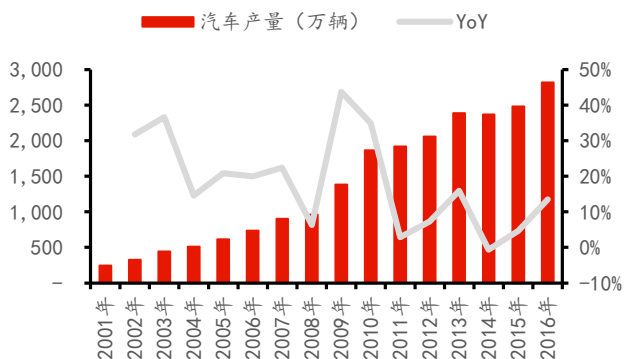
资料来源: 华泰证券研究所

3. 下游汽车行业发展良好，新能源车增速亮眼

下游汽车行业发展良好，有望持续拉升上游业绩。三花汽零生产的汽车空调膨胀阀与储液器系汽车空调系统的关键部件，属于汽车行业的子行业，公司经营业绩与下游汽车整车行业，尤其是乘用车和新能源汽车，以及汽车空调行业的发展紧密相连。

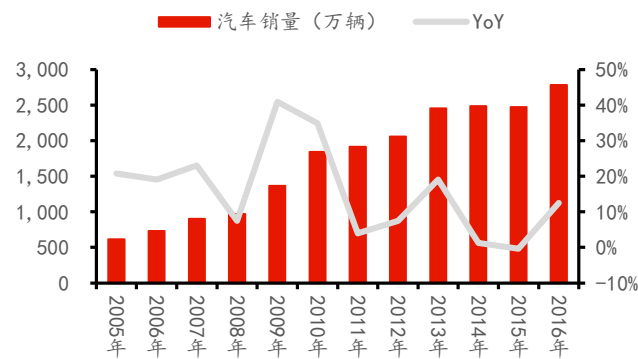
从产销量方面来讲，目前，我国汽车行业近年来的产销量稳步增长，全球份额不断攀升。从2001年占全球4.1%的比例增长为2016年的28%。根据中国汽车工业协会统计，2016年中国汽车产量为2811.9万辆，销量为2802.8万辆，比上年同期分别增长14.5%和13.7%，连续八年蝉联全球第一。

图表31：我国汽车产量稳步上升（YoY右轴）



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

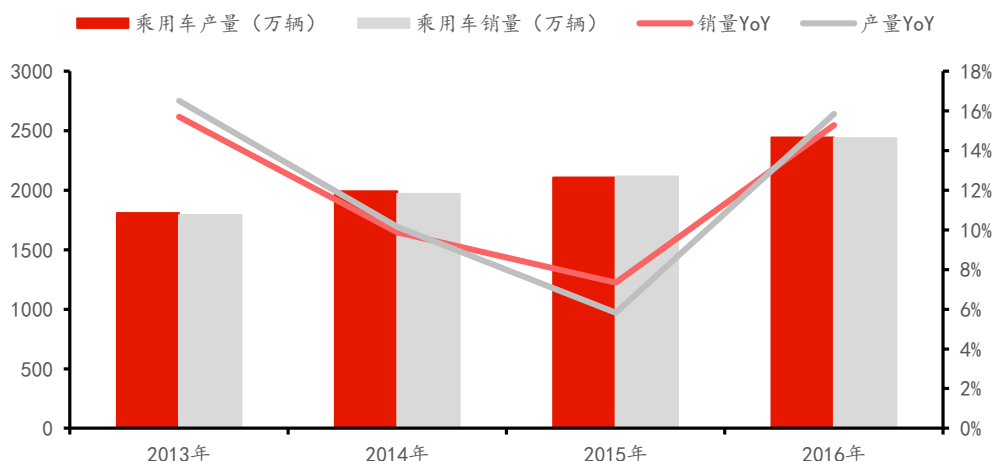
图表32：我国汽车销量稳居全球前列（YoY右轴）



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

其中，乘用车的产销量增速略高于行业整体水平。2016年，中国乘用车产量为2442.1万辆，销量为2437.7万辆，比上年同期分别增长15.5%和14.9%，增速高于汽车行业总体增速1.0和1.3个百分点。其中，SUV比上年增长44.59%，MPV增长18.38%。而美国、德国、日本等国家的汽车产销基本保持稳定。据中国汽车工业协会预测，我国传统汽车行业2017年的乘用车销量将增长5%，达到2570万辆，跨界车、SUV和多用途车的需求有望增长。

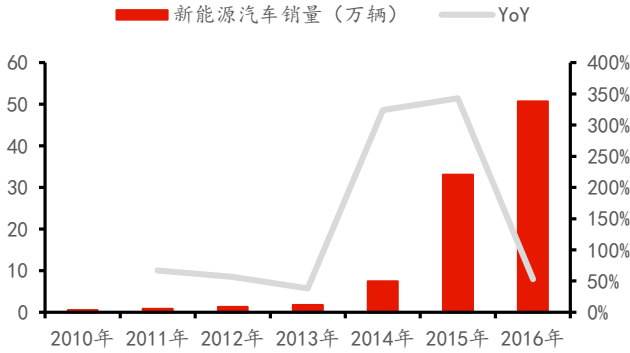
图表33：我国乘用车产销量稳步上升，增速高于行业平均（YoY右轴）



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

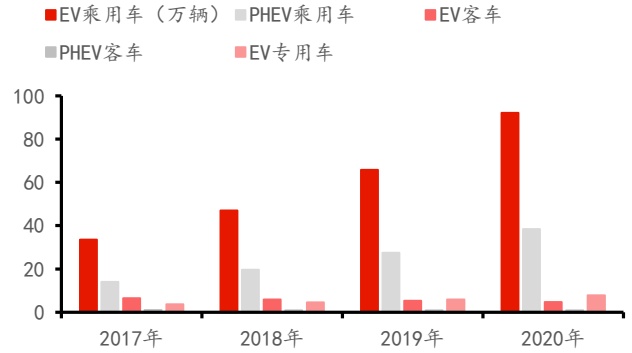
国内新能源汽车方面，产销量明显快于传统汽车产品，可以显著拉动上游节能零部件厂商业绩。2016 年中国新能源乘用车共销售 33.6 万辆，同比增长 76.8%。其中，纯电动乘用车 25.7 万辆，同比增长 75.1%；插电式混合动力乘用车 7.9 万辆，同比增长 30.9%。据中汽协预测，2017 上半年，产业根据新政进行车型调整，预计销量同比相对低迷；2017 下半年企业密集推出新车型，市场逐步开始回暖。预计 2017 年新能源汽车销量将达到 60-70 万。

图表34： 我国新能源汽车销量增速显著快于传统汽车行业（YoY 右轴）



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

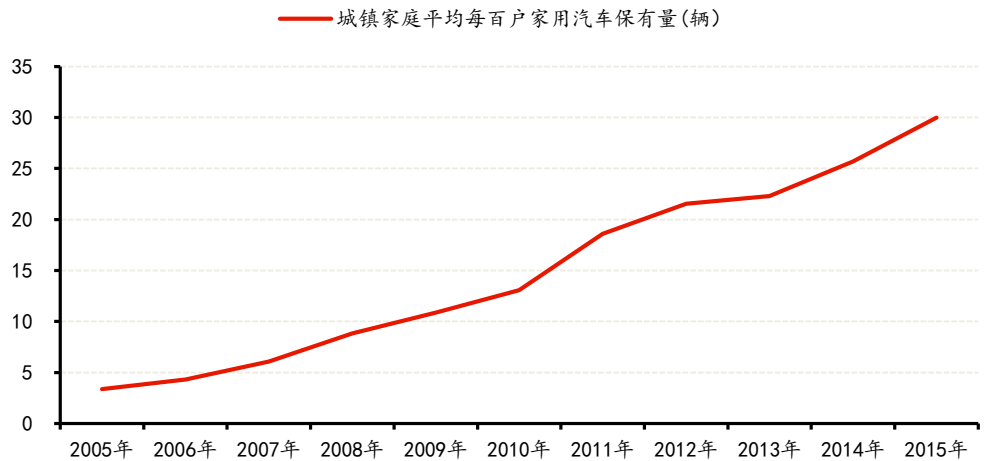
图表35： 预计 2017 年-2020 年，我国新能源汽车销量继续快速增长



资料来源：新能源汽车产业联盟，华泰证券研究所

从目前我国车辆保有量而言，长远来看，我国汽车行业产销量未来仍有上行空间。2016 年，我国城镇居民每百户车辆保有量为 30，而日本在 2014 年就达到了每百户 138 辆的保有量。因此，我国与发达国家相比，仍有提升空间，预计我国车辆行业的发展仍将持续利好上游汽车零部件产业。

图表36： 我国城镇居民车辆保有量仍有上行空间。



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

从行业政策来看：我国政策对汽车行业的发展，尤其是新能源汽车行业发展提供了不断地支持，而此举也将持续利好上游汽配公司。例如，2015 年 5 月 18 日，国务院印发《中国制造 2025》的通知，其中汽车被归类为十大“大力推送重点领域突破发展”之一；2015 年 4 月中国财政部等部委联合发布《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，指出“2016 年至 2020 年，中国将继续实施新能源汽车推广应用补助政策，以保持政策连续性，加大支持力度，以此推广新能源汽车应用，促进节能减排。” 2016 年 10 月 26 日，中国汽车工程学会组织逾 500 位行业专家研究编制的《节能与新能源汽车技术路线图》正式对外发布，描绘了我国汽车产业技术未来 15 年发展蓝图，未来汽车产业的产品发展新方向是节能汽车、新能源汽车、智能网联汽车；技术趋势是低碳化、信息化和智能化。

4.募投项目扩充产能，承诺业绩快速增长

积极布局募投项目，产能瓶颈有望缓解。目前，为了缓解产能瓶颈问题，三花智控计划通过非公开发行股份的方式，募集约 13.22 亿元的资金来新增汽车零部件的产能，进一步满足生产需要，缓解产能瓶颈问题。

图表37： 募投项目完成后，将有效拉升公司业绩

项目名称	投资总额 (万元)	拟用募集资金 (万元)	年均营收 (万元)	年均净利润 (万元)
年产 1,150 万套新能源汽车零部件建设项目	55,498	50,362	74,351.17	13,356.74
新增年产 730 万套新能源汽车热管理系统组件技术改造项目	50,377	45,495	98,767.10	18,293.19
新增年产 1,270 万套汽车空调控制部件技术改造项目	22,865	20,874	38,309.47	7,357.58
扩建产品测试用房及生产辅助用房项目	13,600	13,400		不直接产生效益

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

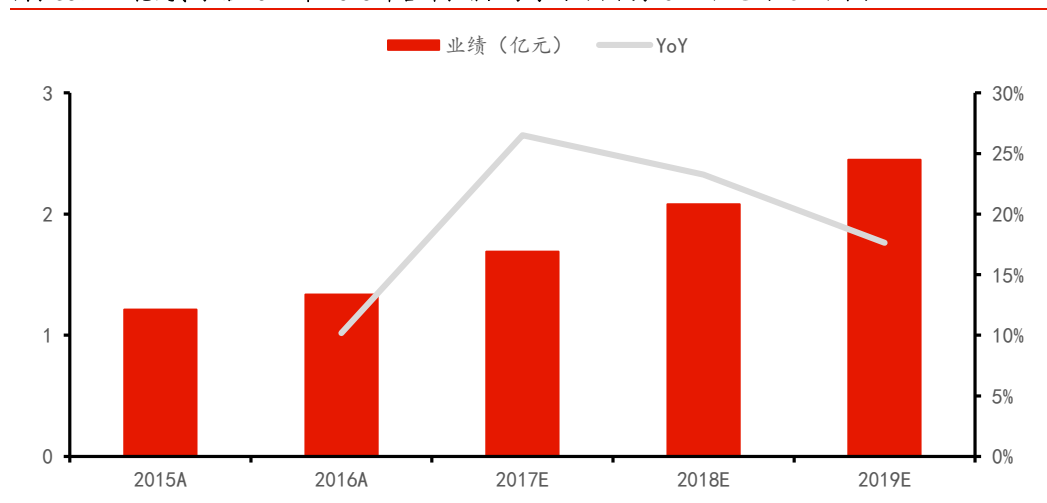
图表38： 募投项目将有效缓解目前的产能瓶颈问题

项目名称	项目内容
年产 1150 万套新能源汽车零部件建设项目	年产贮液器 350 万套 年产汽液分离器 500 万套 年产冷却板 100 万套 年产油冷器 100 万套 年产冷却器 100 万套
年产 730 万套新能源汽车热管理系统组件技术改造项目	新增水泵产能 200 万套 新增水阀产能 200 万套 新增油泵产能 150 万套 新增电子膨胀阀产能 100 万套 新增冷媒阀产能 80 万套
年产 1270 万套汽车空调控制部件技术改造项目	新增膨胀阀产能 900 万套 新增调温阀产能 300 万套 新增控制器产能 70 万套

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

三花汽零承诺未来三年业绩快速增长。基于公司近年来的销量表现，三花汽零承诺 2017-2019 年扣非归母净利润为 1.69 亿元、2.08 亿元、2.45 亿元，并且 2017-2019 年，累计的扣非归母净利润总额不低于 6.22 亿元。

图表39： 三花汽零承诺 2017 年-2019 年合计扣非归母净利润不低于 6.22 亿元 (YoY 右轴)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

5. 携手传统制冷业务，共书未来协同效应

汽零业务将联合传统制冷元配件业务发挥协同效应，拉升公司业绩。由于三花智控生产的空调制冷控制元器件和三花汽零生产的汽车空调及热管理系统控制部件系家用、商用及车用空调的上游配套产品，本次重组完成后，三花的原制冷配件类业务和新注入的汽零配件类业务可以发挥较好的协同作用，进一步拉升三花智控的业绩。我们分析，其协同作用将通过以下三个方面助力公司业绩攀升：

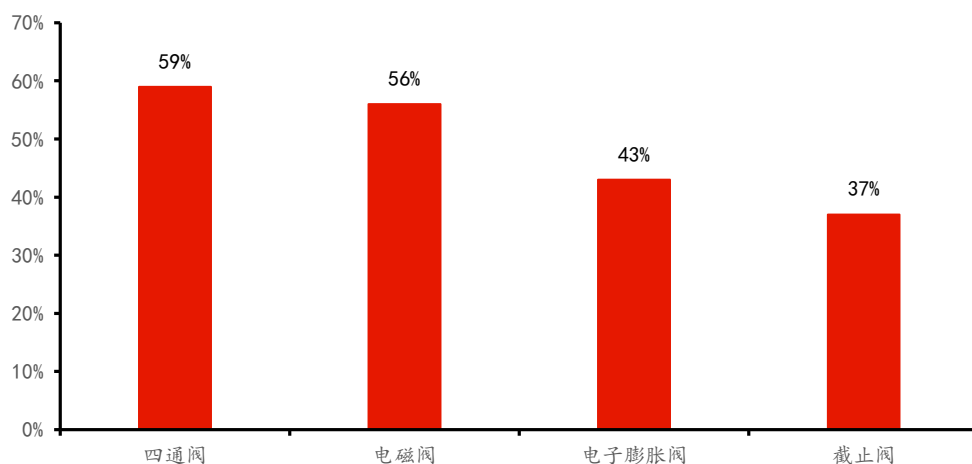
1. 在原材料采购方面，三花智控将与三花汽零采用统一采购的方式降低原材料的采购价格，有效控制生产成本，提升利润率；
2. 三花智控可以把在空调制冷零部件领域的产品开发经验应用到汽车空调及热管理系统，为车用部件的开发奠定了基础，同时，双方可以在空调冷媒回路的节能环保研发方面与汽车空调及热管理系统的技术成果互通有无，提升整体研发实力。
3. 三花智控积极布局新能源汽车领域业务，与三花控股、浙江绍兴转型升级产业基金有限公司、绍兴滨海新城产业投资有限公司、三花弘道投资于2016年10月共同发起设立新能源及智能汽车并购基金，基金总规模为10亿元人民币，其中三花智控出资1亿元，占基金比例的10%。而另一方面，三花汽零针对新能源汽车热管理系统开发的电子膨胀阀、冷媒阀、电池冷却器等产品技术处于世界领先地位，目前已批量供应特斯拉等欧美新能源汽车企业。结合来看，汽零业务的注入符合公司的布局建设，协助公司更快的进入汽车零部件行业；另外，三花汽零也将借助上市公司的平台做大业绩。

三. 制冷元器件全球领军企业，受益行业回暖

1. 制冷元器件世界领先，份额领跑全球

制冷元器件霸主，产品份额位居世界首位。三花智控的制冷控制元器件产品按用途可分为空调用制冷控制元器件和冰箱用制冷控制元器件两类，其中空调用制冷控制元器件是公司的主导产品。在产品市场份额方面，公司在全球的市场中位居前列：四通阀产品份额稳居全球首位，截止阀的市场份额位居行业前两位。

图表40：公司的制冷元器件产品份额位居世界前列（2016年3月）

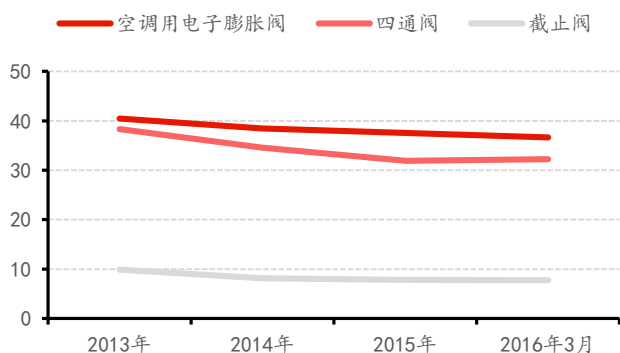


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2. 家用空调去库存步入尾声，行业回暖利好三花

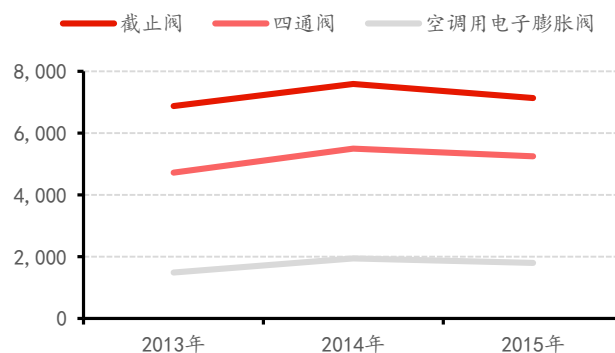
空调去库存步入尾声，预期业绩回暖。公司制冷控制元器件业务的发展与下游空调、冰箱等制冷设备制造的发展高度相关，受其直接影响。2015年，公司制冷元器件业务受到空调去库存的影响，产品销量呈现下滑态势，收入承压。

图表41：主要制冷元器件产品价格下滑（元/只）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

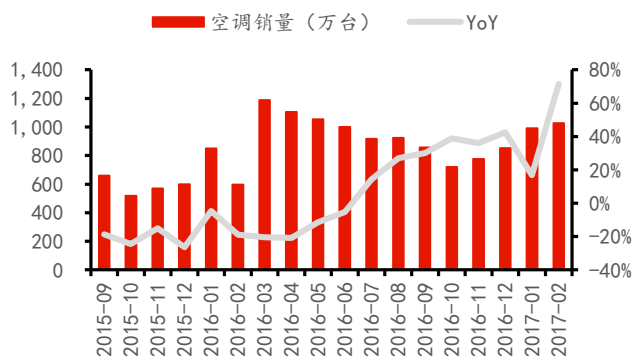
图表42：2015年，制冷器件产品销量下滑（万只）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

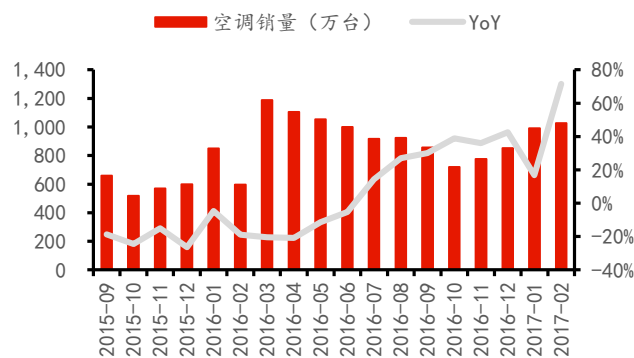
但目前来看，空调去库存带来的不利影响即将过去，渠道库存量已降至较低水平，加之空调销售的旺季即将到来，各个空调整机生产厂商即将进入补库存阶段，行业回暖趋势明显，整机厂商将会增加对上游空调制冷元器件的需求，利好零部件的龙头企业三花智控。

图表43: 2016年以来空调销量逐渐回暖 (YoY 右轴)



资料来源: 产业在线, 华泰证券研究所

图表44: 去库存逐渐步入尾声, 空调产量逐步上升 (YoY 右轴)



资料来源: 产业在线, 华泰证券研究所

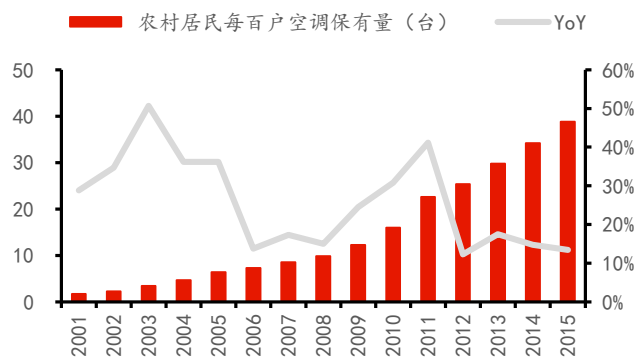
我国居民空调保有量偏低, 未来上涨空间大。长期来看, 对比日本 2014 年每百户 272 台家用空调的保有量, 我国 2015 年城镇居民每百户的空调保有量仅为 114 台, 农村居民每百户的空调保有量仅为 39 台。与日本相比, 我国空调保有量仍有提升空间, 空调行业前景较广, 预计未来产销量有望进一步提高。

图表45: 城镇居民每百户的空调保有量有较大上升空间 (YoY 右轴)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表46: 农村居民每百户的空调保有量相对较低 (YoY 右轴)

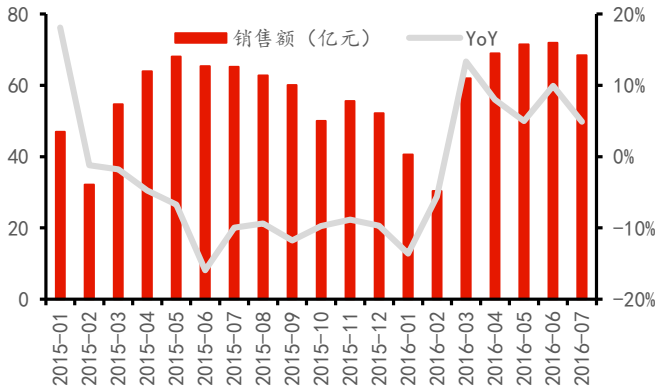


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

3. 中央空调销量稳定, 市场需求平稳

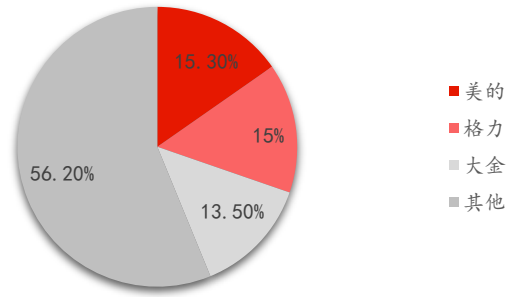
中央空调市场销售规模波动较小, 需求稳定。2016 年上半年商用中央空调累计实现销售额 346.76 亿元, 同比增长 4.23%。考虑到公司下游客户格力、美的在中央空调领域的市场占有率较高, 对上游零部件需求较为平稳, 我们认为, 三花对中央空调零部件的销售业绩将会相对稳定, 波动较小, 随着空调去库存的结束, 2017 年中央空调销售额有望进一步回升。

图表47: 我国中央空调销售自2016年来回暖 (YoY右轴)



资料来源: 产业在线, 华泰证券研究所

图表48: 2016年, 美的与格力在中央空调市场的份额领先



资料来源: 产业在线, 华泰证券研究所

4. 冰箱行业需求稳定, 节能换代助推产品升级

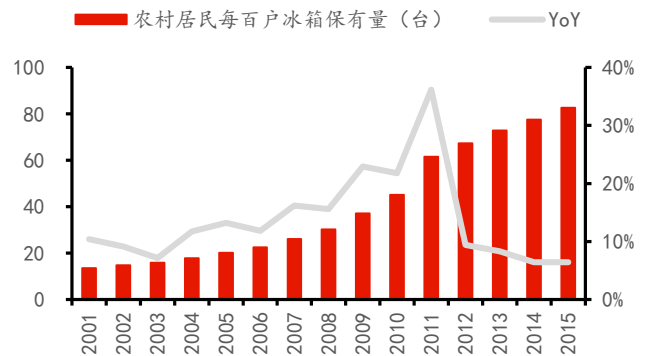
目前, 我国电冰箱每百户保有量较高, 未来更新换代需求将成为行业主要驱动力。2015年, 我国城镇居民每百户的电冰箱保有量为94台, 农村居民每百户的人均保有量为83台, 而2015年, 日本每百户的电冰箱保有量为122台, 与日本相比, 我国城镇保有量已接近饱和, 农村保有量尚有提升空间。

图表49: 城镇居民每百户冰箱保有量处于高位, 相对稳定 (YoY右轴)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

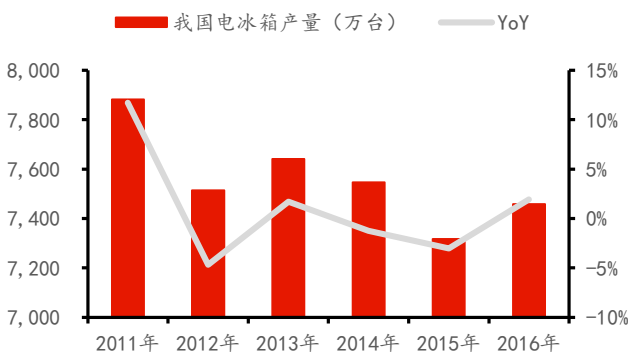
图表50: 农村居民每百户电冰箱保有量稍有提升空间 (YoY右轴)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

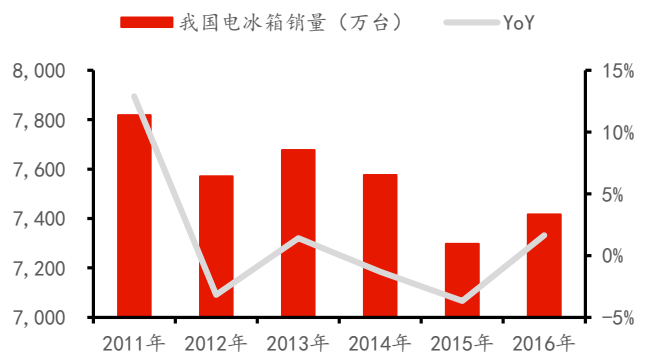
近年来, 我国电冰箱产销量整体平稳, 略有下滑, 增速维持在低位。在冰箱产品升级方面, 随着人均可支配收入的提高, 我们预计节能环保型冰箱与高档冰箱所占比重将越来越高, 产业结构的变化也对高效节能型的制冷控制元器件形成了有力的支撑。

图表51: 我国电冰箱产量较为平稳 (YoY右轴)



资料来源: 产业在线, 华泰证券研究所

图表52: 我国电冰箱销量增速维持低位 (YoY右轴)



资料来源: 产业在线, 华泰证券研究所

四. 微通道业务快速发展，以旧换新加速可待

1. 微通道换热器成本和能效优势突出，替代传统换热器潜力较大

微通道产品替代优势明显，前景预期良好。微通道换热器是一种使用微通道扁管的平行流换热器，公司微通道换热器产品应用广泛，除应用于家用空调和商用空调外，还应用于精密空调、大巴车、冷藏冷冻等领域。相比于传统的管翅式换热器，微通道换热器以铝代铜做原料，能效高出30%以上，而成本只有管翅式换热器的3/4左右。随着消费者对于能效和环保的需求不断提升，微通道换热器凭借其能效、成本和环保优势，替代传统换热器的潜力较大，市场前景广阔。

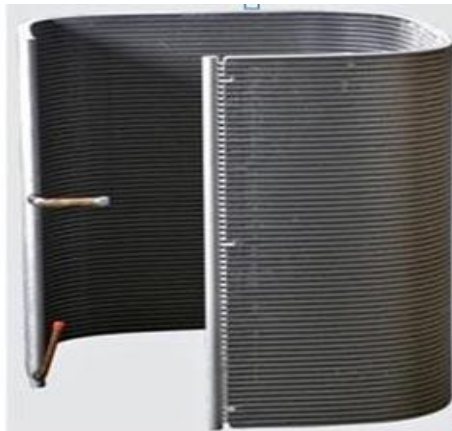
图表53：微通道产品替代优势明显，前景预期良好

产品参数	微通道换热器性能（相比传统换热器）
能效	比传统换热器高出30%以上
成本	是传统换热器的3/4左右
环保	所用铝材100%可回收，比传统换热器所用铜材更环保
重量	比传统换热器轻50%
体积	比传统换热器小30%以上

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

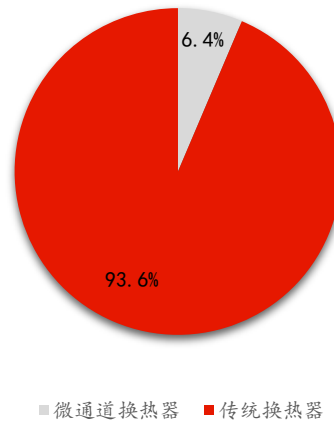
2016年全球微通道换热器总销售额约27.3亿元，同比增长17.9%。欧盟和美国是主要的换热器消费市场。公司微通道产品的出口比例超过80%，且凭借其卓越的技术优势，已在美国市场批量应用。随着消费升级与环保能效需求提升，内销市场有望进一步扩张，微通道产品将迎来新一轮发展契机。

图表54：微通道换热器图示



资料来源：慧聪网，华泰证券研究所

图表55：微通道换热器市场占比较小，替换传统换热器空间广（2016年）

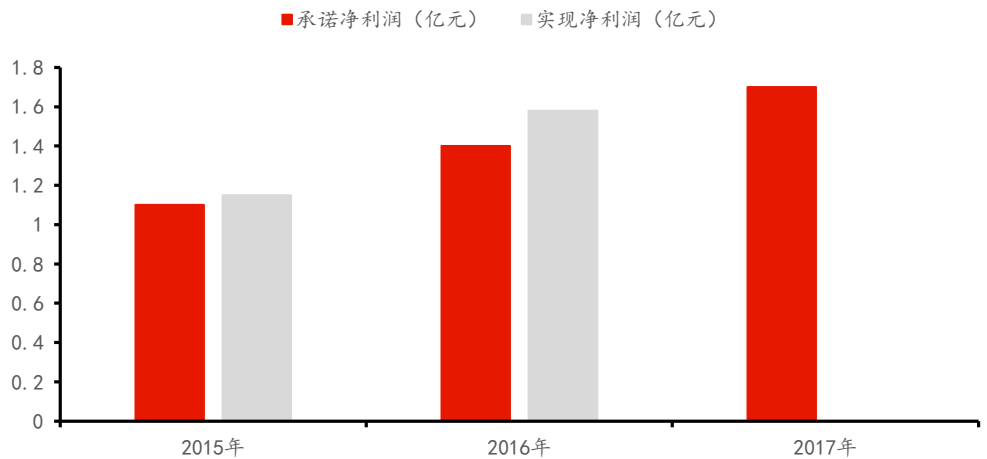


资料来源：产业在线，华泰证券研究所

2.市占率全球第一，技术优势助力长远增长

微通道业务行业领先，业绩承诺顺利完成。2015年7月，三花智控向集团子公司三花绿能实业（原三花钱江汽车）发行股份购买三花微通道换热器100%股权，集团旗下微通道换热器业务从此注入公司，同年募资4亿元扩大换热器产能。三花绿能实业承诺三花微通道2015-2017年的预测净利润依次为：1.1亿、1.4亿、1.7亿，2016年微通道业务的营收达到10.76亿，YoY+19.71%，实现净利润1.58亿，YoY+37.39%，顺利完成业绩承诺。2015年微通道业务实现净利润1.15亿，亦超额完成业绩承诺。

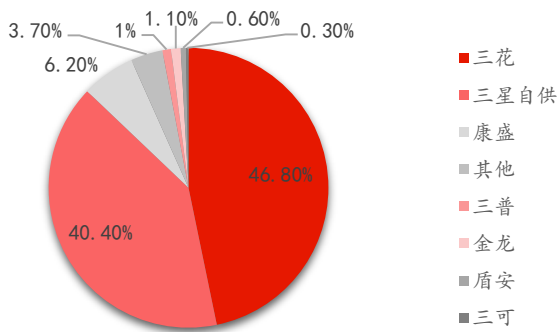
图表56：微通道业务预计顺利完成业绩承诺



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

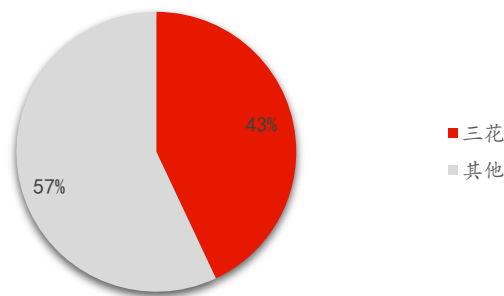
作为国内第一家专业研发和生产家用商用空调、机房空调用微通道换热器的厂家，三花微通道已获得专利授权证书180项，是制冷空调用微通道换热器领域国内申报专利最多的企业，产品研发和工艺过程已处于全球行业领先地位。公司微通道产品市占率全球第一，是微通道换热器领域的绝对龙头。根据产业在线的统计分析，在空调微通道市场中，2016年三花在国内市占率约为50%，全球约43%。

图表57: 三花智控在国内微通道市场中份额位居首位 (2014年)



资料来源: 产业在线, 华泰证券研究所

图表58: 三花微通道产品份额全球领先 (2016年)

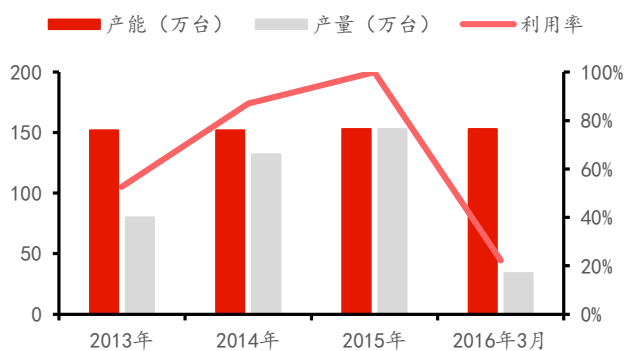


资料来源: 产业在线, 华泰证券研究所

3. 积极突破产能瓶颈, 利润有望进一步释放

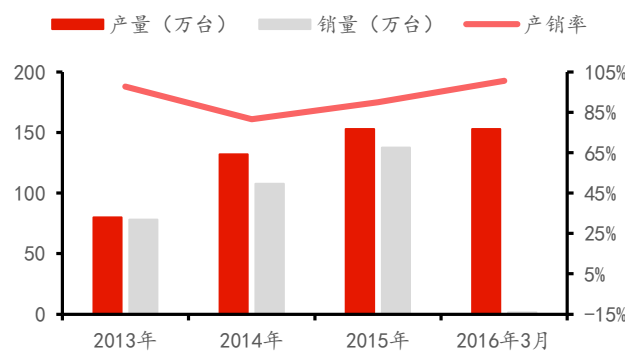
2013-2015年, 微通道产能利用率逐渐上升, 已达瓶颈。由于公司一直未扩产能, 产能接近饱和, 2015年达到100%。随着2015年定增募投项目的开展, 微通道业务产能扩大, 为持续上升的产销率提供了保障。2016年底, 杭州生产基地新增年产80万台换热器项目已完成82.81%, 在墨西哥建设微通道换热器生产线项目已完成44.47%。

图表59: 三花智控产能利用率已达瓶颈 (利用率右轴)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

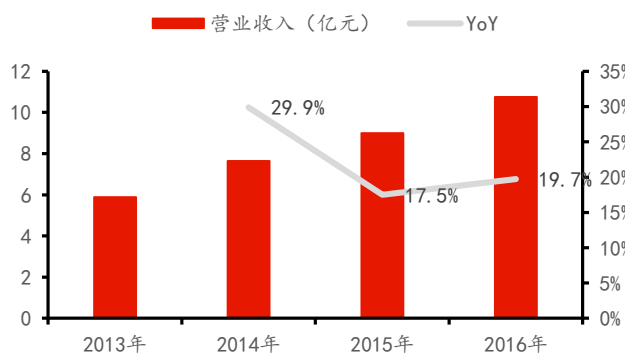
图表60: 微通道换热器产品接近满产满销 (产销率右轴)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

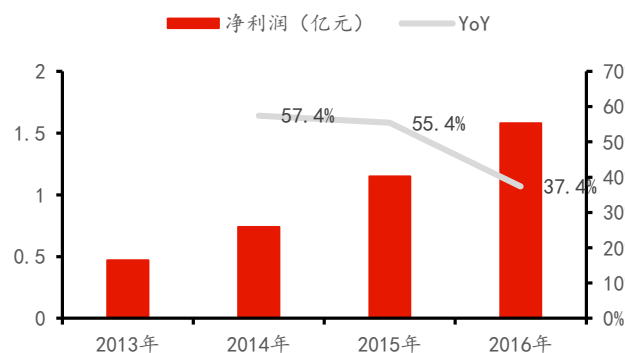
微通道业务的营收及净利润持续快速增长。近两年来, 营业收入维持20%的增速, 净利润增速快于营业收入, 虽有所放缓, 但仍接近40%, 彰显出微通道行业的强大发展动力。

图表61: 微通道 2013-2016 年收入复合增速为 23% (YoY 右轴)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表62: 微通道 2013-2016 年净利润复合增速为 49.8% (YoY 右轴)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

布局产能建设突破瓶颈，进一步拉升业绩。三花积极布局微通道的产能建设，目前，三花微通道在全球共有三大生产基地，国内为杭州生产基地，国外为美国R-Squared，以及墨西哥生产基地。2017年底募资新增产能全部达产后，预计公司微通道产品总产能可达382万台。按照公司债券上市报告中披露的650/台的价格计算，若延续2016年一季度100%的产销率，公司微通道业务将创造营收近24.8亿。

图表63：三花智控积极扩充微通道产能，满足生产需要

项目基地	地理位置	原有产能（万台）	新增产能（万台）	预计产能可投放时间
杭州生产基地	杭州	120	80	2017年6月30日
墨西哥生产基地	墨西哥	新建项目	150	2017年12月31日
R-squared	美国	32	不在募投项目之列	

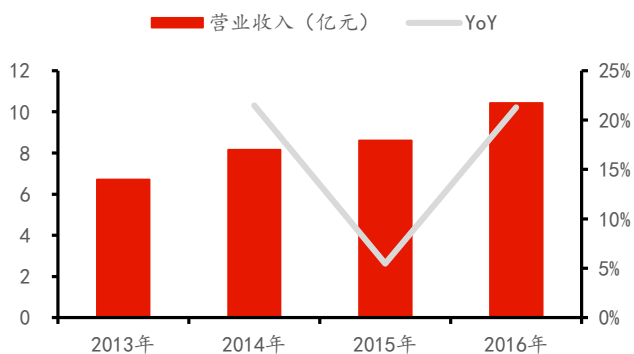
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

五. 亚威科扭亏为盈，有望持续增长

1. 重整亚威科业务，实现扭亏为盈

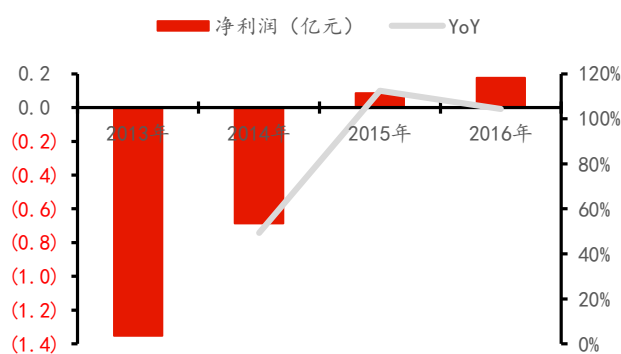
重整亚威科业务，降低成本实现业绩。三花2012年底并购亚威科后，快速整合了欧洲和中国的生产研发资源，重新规划生产线，关闭德国工厂，保留奥地利与波兰工厂，并将上海工厂转移至芜湖，及时降低成本。在三花智控的重整下，亚威科在2015年扭亏为盈，2016年利润实现大幅增长。客户方面，在与米诺、西门子、伊莱克斯、惠而浦等高端客户保持良好关系的同时，积极开拓国内市场，现已与海尔、美的等大牌家电厂商达成订单协议。研发方面，亚威科波兰和芜湖两地工厂的Omega生产线精益项目推进取得明显成效，公司研发中心正全力布局相关新产品开发，在洗碗机市场大爆发的背景下，我们预测，受益于亚威科，三花业绩将会稳步提升。

图表64: 2013-2016年亚威科收入年均复合增速为15.8% (YoY右轴)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表65: 亚威科自2015年来, 实现业绩扭亏为盈 (YoY右轴)

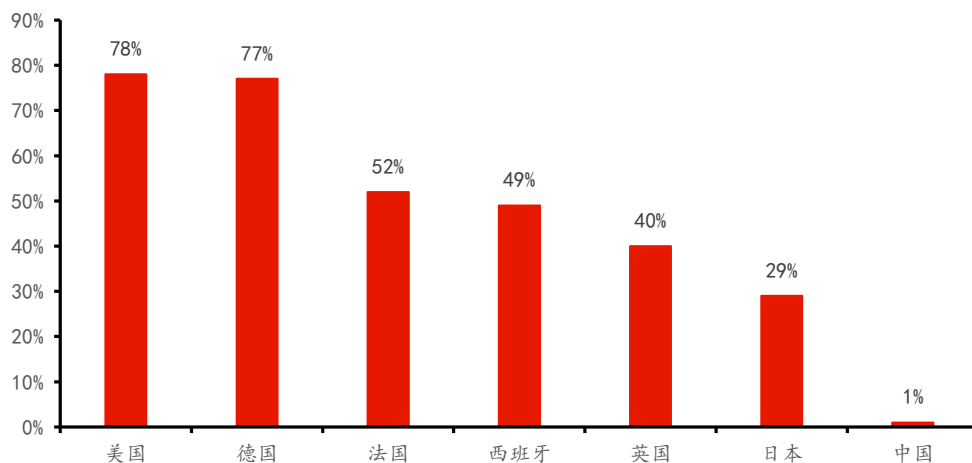


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2. 洗碗机仍处导入期，期待本土化产品引爆

产品普及率较低，预期本土化产品拉动增长。家用洗碗机发明于1929年，经过近一个世纪的发展，作为日常家电在欧美家庭普及率已超过60%，而在国内市场接受度一直较低，美国洗碗机的普及率近80%，而我国仅为1%，国内洗碗机业务未来发展空间较大。随着技术进步、人们消费观念的改变，未来洗碗机业务在国内将迎来较大增长。

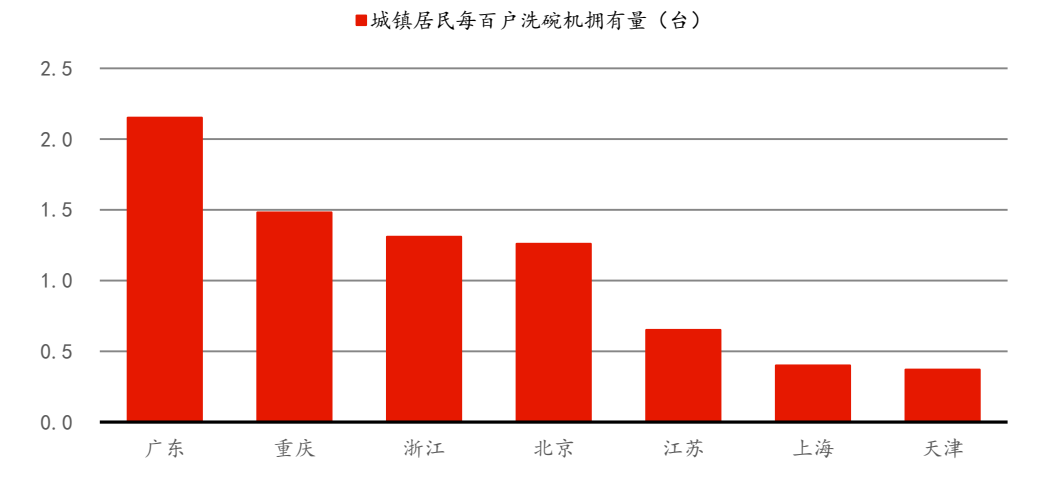
图表66: 目前我国与发达国家相比，洗碗机渗透率较低 (2016年)



资料来源: 产业信息网, 华泰证券研究所

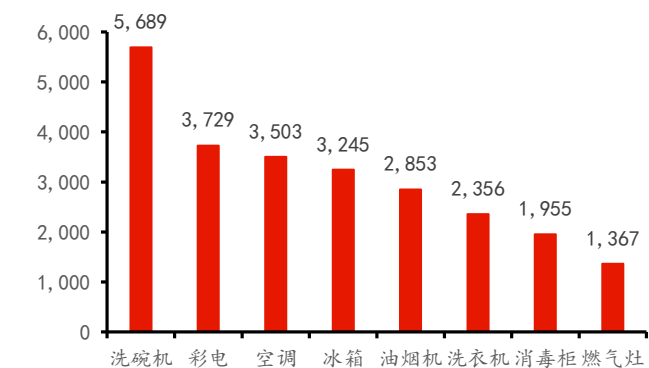
根据国家统计局数据显示，2011 年我国城镇居民平均每百户洗碗机拥有量仅为 0.88 台，国内发达省市洗碗机渗透率同样不高，每百户拥有量均少于 3 台。产业信息网数据表明，我国洗碗机渗透率过低，一方面是由于洗碗机价格相对其他家用白电产品偏高，2016 年上半年国内洗碗机零售均价高达 5689 元，高于消费者预期心理价位；另一方面在于人群的饮食习惯不同，食用油残余过多、蛋白类食品高温变性粘连导致洗碗机无法洗净餐具也是造成消费者不愿购买洗碗机的一大原因。

图表67： 2012 年国内主要省市城镇居民每百户洗碗机拥有量较低



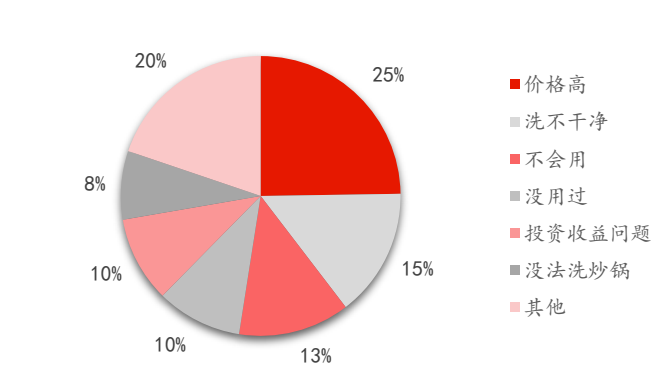
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表68： 2016 年上半年，洗碗机价格在国内家电中位于高位 (单价：元)



资料来源：产业信息网，华泰证券研究所

图表69： 洗碗机销路受阻的重要原因是本土化程度不高 (2016 年)



资料来源：产业信息网，华泰证券研究所

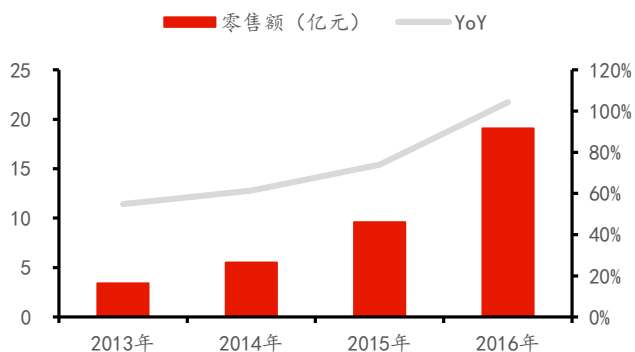
近年来，伴随着中产阶级不断壮大以及新一代消费群体的兴起，城市节奏加快、时间成本变高、对生活品质的追求导致国内消费者对解放双手的诉求日益迫切，人们对于家用洗碗机的关注度逐年提升。中怡康数据显示，2016 年国内洗碗机零售量 48 万台，同比增长 126.1%，零售额 21.2 亿元，同比增长 120.5%，洗碗机业务已成为家电市场的新蓝海。此外，生产技术提升、产业升级降低了成本价格，本土化产品纷纷涌现。方太 2017 年推出的水槽洗碗机 Q5，应用全新“双泵变频”技术，碗碟、果蔬一机两用，能充分满足一家六口一餐一洗；海尔 2016 年推出的小型洗碗机“小贝”，空间利用率高、安装方便、价格相对低廉，都受到了行业及消费者的瞩目，取得了可观的销售业绩。受此影响，业务上游的洗碗机零配件企业将获得重大利好，亚威科未来盈利可期。

图表70：方太、西门子等品牌的洗碗机市场份额领先（2016年）

品牌名称	零售额份额	零售额同比增长	零售量份额
老板	3%	944%	2%
美的	4%	437%	7%
方太	33%	294%	26%
西门子	56%	56%	61%
海尔	2%	19%	4%

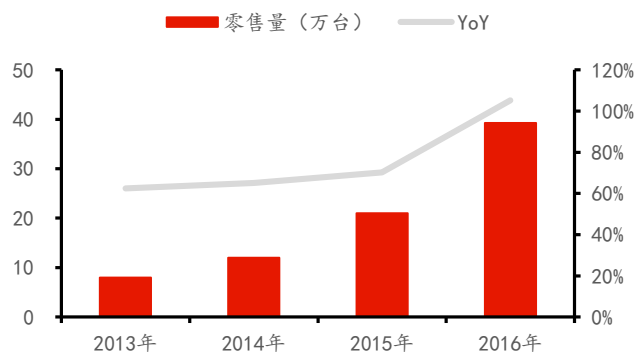
资料来源：中怡康，华泰证券研究所

图表71：2013-2016年国内洗碗机零售额实现快速增长（YoY右轴）



资料来源：网易家居，潮流家电网，华泰证券研究所

图表72：2013-2016年国内洗碗机零售量持续上升（YoY右轴）



资料来源：网易家居，潮流家电网，华泰证券研究所

六. 财务分析

我们把三花智控的主营业务分为传统业务(制冷元配件业务、微通道业务以及亚威科业务)和新注入的汽零业务两部分,并分别分析其财务表现。

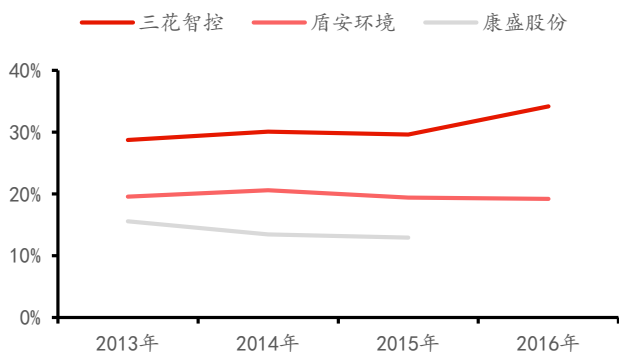
1. 传统业务财务分析

根据三花智控传统业务类型,我们选取盾安环境和康盛股份作为可比公司,并且只考虑这两家可比公司的制冷配件类业务毛利率。

2013年以来,三花智控的制冷零配件产品毛利率呈上升趋势,在2016年达到34.2%,远远高出两家同业可比公司。我们认为,三花智控毛利率稳步提升以及远超行业可比公司的原因是:公司发挥了良好的规模生产优势以及成本控制能力。

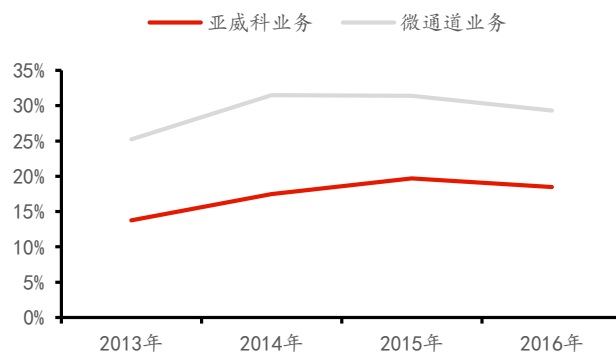
与此同时,三花亚威科业务与微通道换热器业务的经营业绩也较为平稳。2016年,微通道换热器业务的毛利率为29.3%,略低于2015年,但整体表现平稳,维持在30%左右。2016年,三花亚威科业务的毛利率为18.5%,虽然略低于另外两项传统业务的毛利率水平,但自2013年以来,一直呈现平稳上升趋势。这主要是由于三花对亚威科进行生产整合,降低成本而引发的增长。

图表73: 三花制冷业务毛利率明显高于同业公司



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

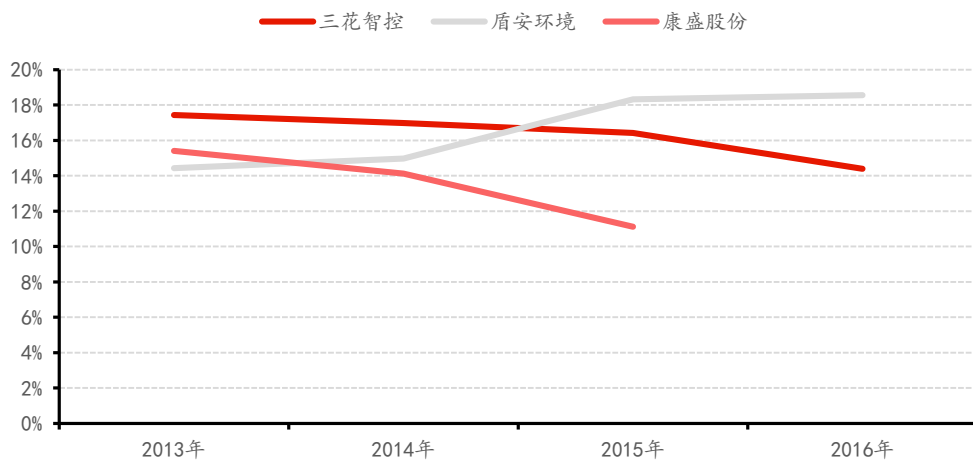
图表74: 亚威科业务与微通道业务毛利率稳定



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰证券研究所

公司2016年的期间费用率为14.4%,与两家同业公司相比,位于平均水平。另外,自2013年以来,公司的期间费用率呈现下降趋势,主要系公司财务费用下降所致。

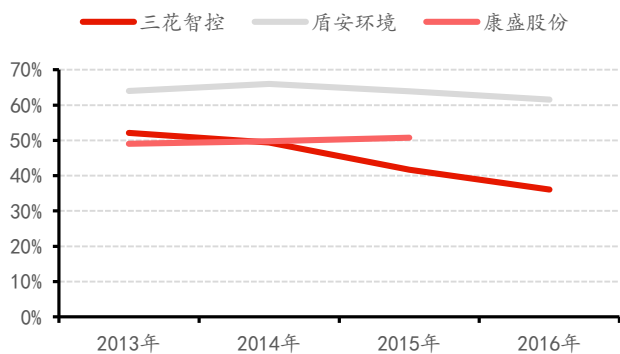
图表75: 三花的期间费用率逐年下降,位于同业平均水平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

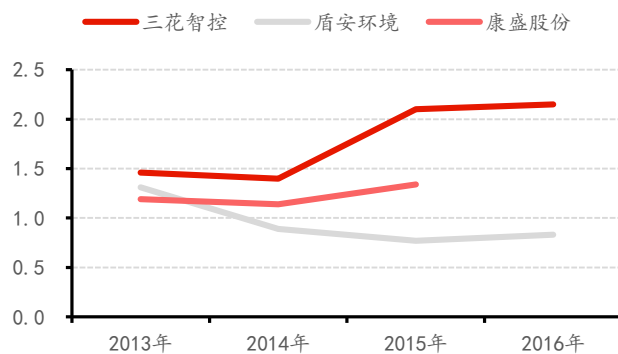
在资本结构与偿债能力方面,三花智控的资产负债率与同业公司相比,水平最低,并且三花智控的流动比率自2013年以来逐步上升,目前高于同业公司水平,偿债能力较好。

图表76: 三花的资产负债率处于同业可比公司较低水平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

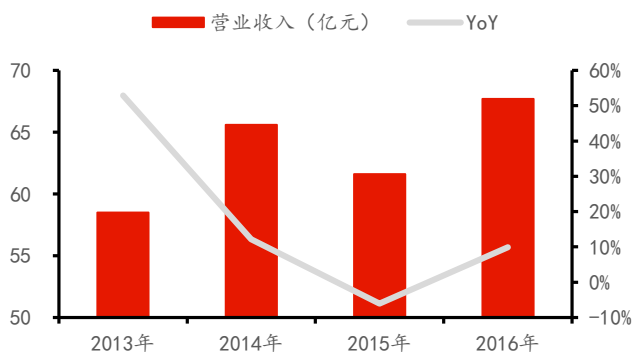
图表77: 三花偿债能力稳步上升, 高于可比公司



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

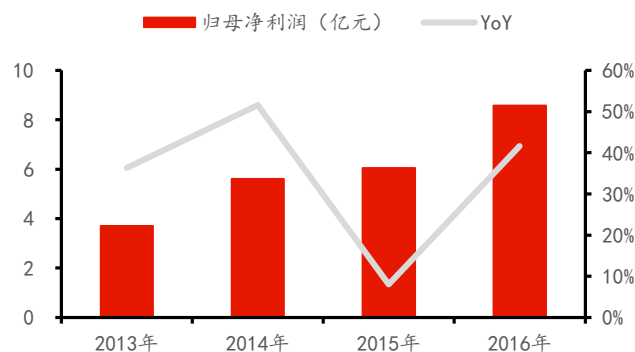
总体而言, 三花智控自 2013 年以来, 与同行业公司相比, 收入增速相对稳定, 2016 年的收入增速为 9.9%。另外, 三花智控的归母净利润自 2013 年以来也呈现稳步增长趋势, 与同行业公司相比, 是业绩唯一没有出现下滑的公司。

图表78: 2013-2016 年三花智控收入年均复合增速为 5% (YoY 右轴)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表79: 2013-2016 年三花智控业绩年均复合增速为 32% (YoY 右轴)



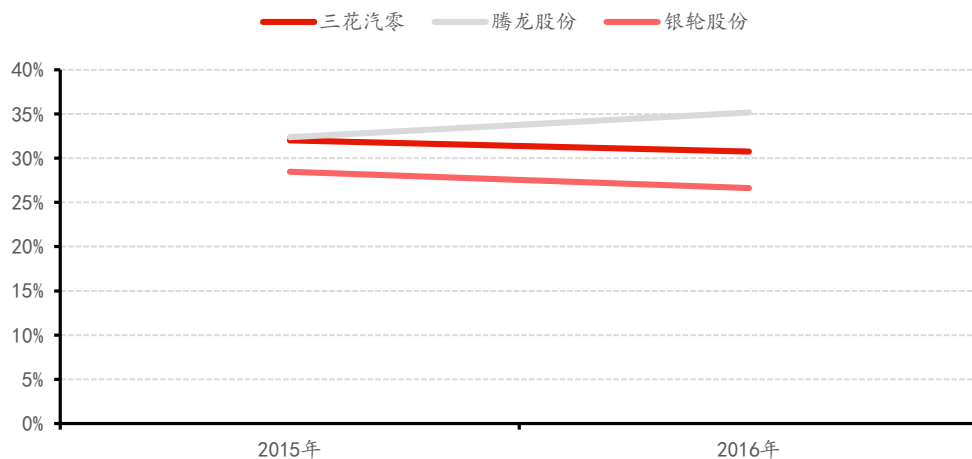
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2. 汽零业务

我们选取腾龙股份与银轮股份作为三花汽零的可比公司。可以看出, 2015 年-2016 年中, 三花汽零的毛利率水平处于行业中上水平, 略低于腾龙股份。另外, 三花汽零 2016 年的综合毛利率为 30.7%, 较 2015 年出现了下滑, 主要是由于:

1. 主营产品的平均销售价格有所下降。
2. 新能源汽车类新产品处于小批量生产阶段, 但考虑到未来客户需求情况, 提前布局生产场地、设备和人员, 使得分摊的费用增加, 导致新产品毛利率相对较低。预计未来情况会有所好转。

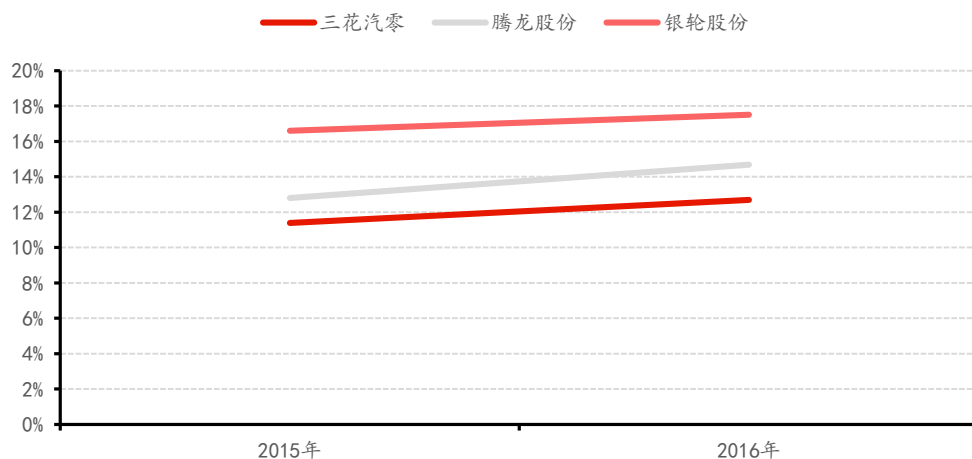
图表80：三花汽零近两年毛利率处于中上水平，略有下降



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

三花汽零期间费用率处于同业最低水平，但 2016 年的期间费用率较 2015 年有所上升，这主要是短期内，公司的主仓储运杂费、职工薪酬、业务招待费、差旅费以及研发费用增加所致。

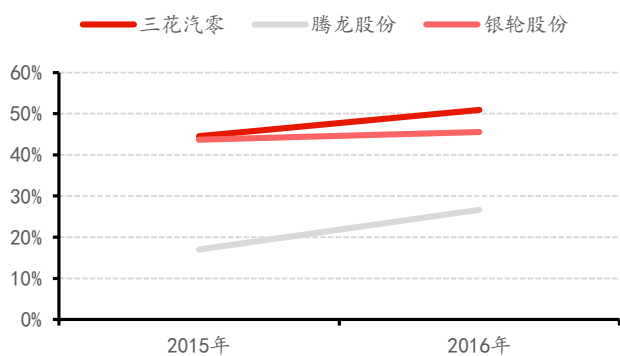
图表81：三花汽零 2016 年期间费用率略有上升，但整体水平较低。



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

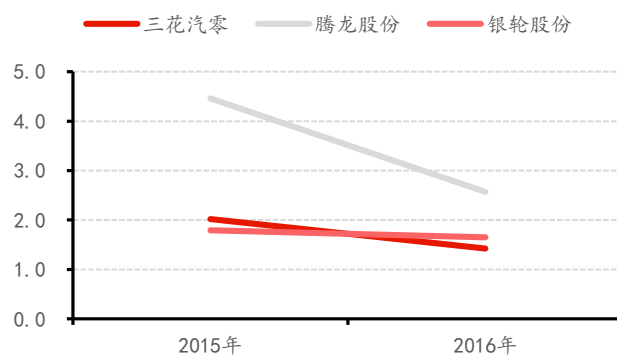
在资本结构与偿债能力方面，三花汽零的资本负债率为同业中最高，流动比率为同业中最低。这主要是由于三花汽零的负债结构中，应付票据与应付账款所占比例较大，且两项负债 2016 年的增速分别为 16.5%与 41.7%，增速较快。另外，三花汽零 2016 年的预收款项与应付职工薪酬增速也较高，分别为 130.1%与 129.8%。但我们预计，随着三花汽零并入上市公司，其负债结构与偿债能力将得到优化。

图表82: 三花汽零的资本负债率为同业中较高水平



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

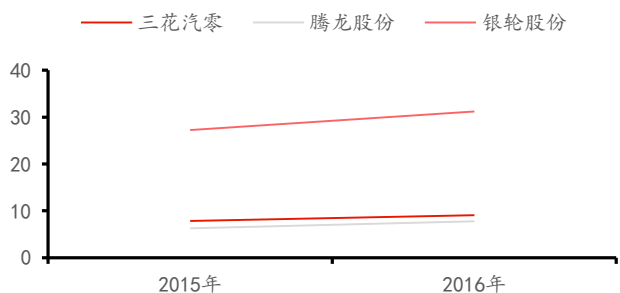
图表83: 三花汽零的流动比率为同业中最低



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

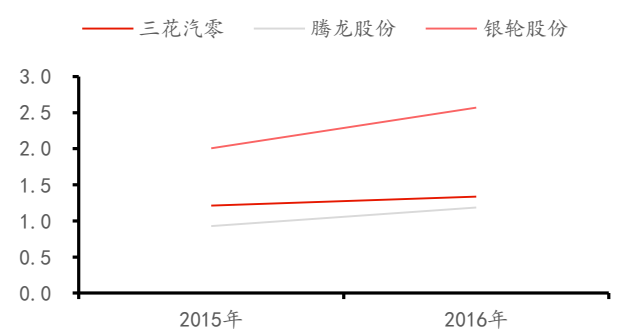
总体而言, 三花汽零与两家同业上市公司相比, 收入增速为中等水平, 其 2016 年的收入增速为 15.5%。另外, 三花汽零的归母净利润呈现增长趋势, 2016 年的增速为 10.2%, 但与同业公司相比, 增速水平较低, 未来仍有提升空间。

图表84: 三花汽零的营收增速位于中等水平



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

图表85: 三花的归母净利润保持增长



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

七. 盈利预测与估值

1. 业绩预测

2017-2019年集团各项业务经营假设

制冷元配件业务板块：我们预计，随着空调去库存接近尾声，补库存周期已至，三花智控制冷元配件业务的主要产品：四通阀、截止阀与空调用电子膨胀阀的销量将会稳步上升，其产品单价会受到电解铜价格的影响而波动，但预计波动幅度不大。我们预计，2017-2019年，该业务板块的收入增速为34.0%/22.0%/20.0%，对应毛利率为35.0%/35.5%/35.3%。

微通道业务板块：我们预计，随着新增产能的投放，微通道换热器产品的产量和销量有望进一步提升，突破目前制约该项业务发展的产能瓶颈问题，业绩进一步提升。考虑到该项业务的产品价格相对稳定，我们测算2017-2019年，该项业务的收入增速为30.0%/28.0%/25.0%，对应毛利率为31.0%/32.0%/31.5%。

亚威科业务板块：三花亚威科业务近年来业绩持续好转，实现扭亏为盈，考虑到该项业务毛利率较为稳定、收入逐年上升以及未来洗碗机市场的快速增长，我们预计，2017-2019年，该项业务的收入增速为27.0%/24.0%/20.0%，对应毛利率为19.0%/20.0%/19.5%。

特斯拉零部件业务板块：作为新能源汽车的龙头，特斯拉在2017-2019年的Model S、Model X以及Model 3的销量将会稳步上升，作为特斯拉的优选供应商，三花汽零的业绩也将受到显著地拉动，我们预计，在2017-2019年，特斯拉车辆的销量为20万台/40万台/45万台，三花对特斯拉的单台车出货值为2000元/2700元/3100元，对三花所贡献的收入增长率为488.2%/170.0%/29.2%。

其他汽车零部件业务板块：结合三花汽零的资产评估报告，其他汽车零部件业务的收入也将稳定增加。我们预计，在2017-2019年，该项业务的收入增速为20.0%/23.0%/25.0%，对应的毛利率为32.5%/32.1%/31.8%。

图表86: 三花智控分项目主营收入预测表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
制冷元配件业务					
营业收入(百万元)	4401.9	4061.7	5442.6	6640.0	7968.0
增长率	-9.9%	-7.7%	34.0%	22.0%	20.0%
毛利率	29.6%	34.2%	35.0%	35.5%	35.3%
微通道业务					
营业收入(百万元)	898.9	1076.1	1398.9	1790.6	2238.2
增长率	17.6%	19.7%	30.0%	28.0%	25.0%
毛利率	31.4%	29.3%	31.0%	32.0%	31.5%
亚威科业务					
营业收入(百万元)	860.0	1043.2	1324.9	1642.9	1971.4
增长率	6.8%	21.3%	27.0%	24.0%	20.0%
毛利率	19.7%	18.5%	19.0%	20.0%	19.5%
其他收入					
营业收入(百万元)	-	588.3	647.1	711.8	783.0
增长率	-	-	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	-	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%
合计(除去三花汽零)					
营业收入(百万元)	6160.8	6769.2	8813.5	10785.2	12960.6
增长率	-6.1%	9.9%	30.2%	22.4%	20.2%
毛利率	28.5%	29.8%	30.9%	31.6%	31.3%
特斯拉零部件业务					
汽车销量(万台)	-	10	20	40	45
单台车出货值(元)	-	680	2000	2700	3100
营业收入(百万元)	-	68	400	1080	1395
增长率	-	-	488.2%	170.0%	29.2%
其他汽车零部件收入					
营业收入(百万元)	-	836.3	1003.5	1234.3	1542.9
增长率	-	15.5%	20.0%	23.0%	25.0%
毛利率	-	30.7%	32.5%	32.1%	31.8%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2. 估值分析

我们预计三花智控的制冷元配件业务、微通道业务和亚威科业务在未来的业绩将会继续提升, 因此, 我们结合可比公司, 给予三花智控 2017 年 25 倍 PE 的估值, 对应市值 278 亿元。

图表87: 三花智控(除三花汽零业务)可比公司估值情况

股票代码	可比公司	收盘价(元)	市值(亿元)	EPS(元/股)			PE(倍)		
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
002011.SZ	盾安环境	9.32	85.5	0.09	0.12	0.17	126.5	76.7	56.6
002418.SZ	康盛股份	9.31	105.8	0.20	0.27	0.36	47.2	34.6	26.1
000404.SZ	华意压缩	9.66	54.1	0.45	0.49	0.57	25.8	19.8	17.0
	行业平均						66.5	43.7	33.2

资料来源: Wind, 华泰证券研究所(注: 康盛股份收盘价为 2017 年 3 月 17 日收盘价, 其余收盘价为 2017 年 4 月 20 日收盘后数据, EPS 与 PE 为 Wind 一致预期)

我们认为, 三花汽零业务注入上市公司的方案大概率将顺利完成。三花汽零未来三年的业绩承诺分别为: 1.69 亿元、2.08 亿元、2.45 亿元。考虑到三花汽零作为特斯拉的优选供应商, 下游大客户关系稳定, 预期未来业绩增速较快, 我们按三花汽零 2017 年的承诺业绩, 参考可比公司, 给予 30~35 倍 PE 的估值, 对应市值 51~59 亿元。

综上所述, 三花智控的目标市值为 329~337 亿元。按当前股本对应目标价 18.27~18.71 元(未考虑增发), 上调至“买入”评级。

图表88: 三花汽零可比公司估值情况

股票代码	可比公司	收盘价(元)	市值(亿元)	EPS(元/股)			PE(倍)		
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
601689.SH	拓普集团	32.51	211.0	0.95	1.15	1.48	35.4	28.2	22.0
600885.SH	宏发股份	38.15	203.0	1.09	1.41	1.79	30.9	27.0	21.4
300258.SZ	精锻科技	16.33	66.1	0.47	0.62	0.83	33.8	26.1	19.7
002101.SZ	广东鸿图	21.30	75.1	0.48	0.87	1.08	44.1	24.5	19.8
002664.SZ	信质电机	25.39	101.6	0.58	0.72	0.88	44.1	35.2	28.9
300176.SZ	鸿特精密	54.33	58.3	0.47	0.88	1.06	58.8	62.0	51.1
	行业平均						41.2	33.8	27.2

资料来源: Wind, 华泰证券研究所(注: 信质电机收盘价为2016年12月15日的收盘价, 其余收盘价为2017年4月20日收盘后数据, EPS与PE为Wind一致预期)

八. 风险因素

- 特斯拉汽车销量不及预期。
- 下游大客户市场开拓速度较慢。
- 空调行业销售不达预期。

九. 附录

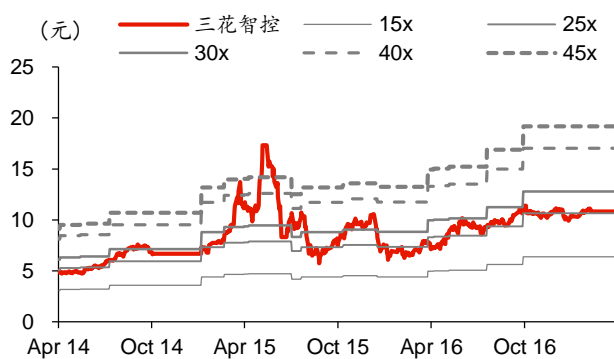
图表89: 主营产品丰富, 业务多点开花

主营业务	产品种类	主要用途	主要竞争对手
制冷控制元器件	四通阀	热泵空调的关键部件。在制冷/制热循环中, 通过四通换向阀对制冷剂流动路径的切换, 改变室外换热器和内各对制冷剂流动路径的切换, 改变室外换热器和内各自的功能, 使制冷循环与热相切换件	盾安环境 鹭宫(日本)
	截止阀	截止阀使用在制冷循环系统中, 连接室内机和室外机, 通过操作阀杆, 可以关闭阀的内部通路。每一室内机必备两只截止阀, 分为高压截止阀、低压截止阀	盾安环境
	电子膨胀阀	电子膨胀阀是变频制冷系统的关键部件。通过检测室内换热器出口的制冷剂温度与换热器入口的制冷剂温度的差值比较, 控器自动向电子膨胀阀发出驱动指令, 从而调节制冷系统的流量, 达到快速制冷/制热、温度精确控制。	不二工机(日本) 盾安环境
	电磁阀	用于切换制冷剂流路, 可优化制冷系统设计并起到更好, 可优化制冷系统设计并起到更好的节能效	鹭宫(日本)
汽车零部件	汽车空调膨胀阀	汽车空调膨胀阀是汽车空调装置中的一个关键零部件, 是汽车空调系统中技术含量等同于压缩机的产品。该产品在空调运行期间起着节流降压和调节流量的作用, 一方面可以使得空调系统的蒸发器面积得到有效的利用, 提供充足的制冷量, 另一方面, 可以节约压缩机的能耗, 起到节能的作用。在节能效果上, 同节流管相比, 膨胀阀的能力消耗约降低20%以上, 另外还能够防止因车速巨变而引起的湿压缩等问题。	不二工机(日本) TGK、埃格霍夫(德国)
	汽车空调储液器	汽车空调储液器是汽车空调系统中重要的组成部分, 在汽车零部件产品中具有举足轻重的作用, 它影响着汽车的档次和水平, 该产品安装于冷凝器和膨胀阀之间, 具有储液、干燥、过滤等功能。	不二工机(日本)
微通道	微通道换热器	一种使用微通道扁管的平行流换热器, 是一种紧凑型的交叉流换热器。产品由微通道扁管、散热翅片和集流总管等零部件组成, 所有零部件都采用同种铝金属材料, 经高温焊接后制成成品。	德尔福 丹佛斯 浙江康盛
洗碗机零部件产品	Omega 泵	是洗碗机重要部件之一。Omega泵(集成式洗涤加热泵)集成了洗碗机原有的洗涤泵和加热部件, 具有安装简单、减少漏水节点等优点。	地尔汉宇

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

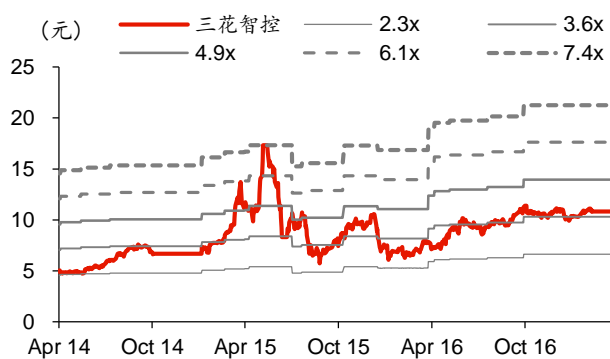
PE/PB - Bands

图表90: 三花智控历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表91: 三花智控历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,258	5,546	7,491	9,331	11,559
现金	1,160	1,469	2,125	2,906	3,937
应收账款	1,084	1,160	1,510	1,856	2,226
其他应收账款	74.85	74.63	108.41	127.84	153.79
预付账款	23.23	37.81	39.38	49.92	61.06
存货	1,185	1,204	1,605	1,926	2,318
其他流动资产	1,731	1,600	2,103	2,464	2,863
非流动资产	2,782	2,853	2,568	2,287	2,001
长期投资	4.50	4.34	4.46	4.42	4.42
固定投资	2,095	2,185	2,062	1,883	1,679
无形资产	397.60	369.67	317.51	266.24	213.65
其他非流动资产	285.21	293.86	184.68	133.11	103.74
资产总计	8,039	8,399	10,059	11,618	13,559
流动负债	2,507	2,580	3,188	3,520	4,027
短期借款	646.05	298.73	529.60	472.05	462.35
应付账款	733.24	911.72	1,110	1,349	1,639
其他流动负债	1,128	1,370	1,548	1,698	1,926
非流动负债	844.79	452.00	389.24	302.79	173.67
长期借款	660.86	272.94	198.89	118.12	(11.61)
其他非流动负债	183.93	179.06	190.35	184.68	185.28
负债合计	3,352	3,032	3,577	3,823	4,201
少数股东权益	35.64	43.79	48.73	55.52	63.62
股本	1,801	1,801	1,801	1,801	1,801
资本公积	460.63	459.08	459.08	459.08	459.08
留存公积	2,409	3,086	4,173	5,477	7,031
归属母公司股	4,652	5,323	6,434	7,740	9,295
负债和股东权益	8,039	8,399	10,059	11,618	13,559

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	819.13	1,310	528.49	994.16	1,218
净利润	608.35	861.82	1,116	1,444	1,734
折旧摊销	240.45	248.00	253.41	258.62	262.18
财务费用	22.07	(92.32)	3.16	(26.17)	(74.42)
投资损失	7.58	(33.81)	(17.21)	(18.61)	(20.68)
营运资金变动	(113.41)	166.13	(851.26)	(707.85)	(732.83)
其他经营现金	54.10	160.41	24.54	44.07	49.74
投资活动现金	(331.79)	(66.78)	33.38	35.20	38.27
资本支出	339.73	320.85	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.51	(0.17)	0.00
其他投资现金	7.94	254.07	33.88	35.03	38.28
筹资活动现金	82.84	(835.83)	94.33	(248.62)	(226.01)
短期借款	(343.27)	(347.32)	230.87	(57.55)	(9.70)
长期借款	513.40	(387.93)	(74.05)	(80.77)	(129.72)
普通股增加	1,028	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(641.13)	(1.55)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(474.47)	(99.03)	(62.49)	(110.30)	(86.59)
现金净增加额	585.07	402.53	656.20	780.74	1,030

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,161	6,769	8,813	10,785	12,961
营业成本	4,404	4,754	6,092	7,382	8,900
营业税金及附加	38.24	79.29	76.94	100.35	123.31
营业费用	321.10	357.34	458.30	550.05	660.99
管理费用	668.73	709.40	925.41	1,132	1,361
财务费用	22.07	(92.32)	3.16	(26.17)	(74.42)
资产减值损失	13.36	74.02	45.82	49.81	52.52
公允价值变动收益	2.69	4.48	0.04	1.96	1.74
投资净收益	(7.58)	33.81	17.21	18.61	20.68
营业利润	687.95	925.70	1,229	1,617	1,960
营业外收入	68.35	99.34	100.00	100.00	100.00
营业外支出	27.93	6.25	10.00	10.00	10.00
利润总额	728.37	1,019	1,319	1,707	2,050
所得税	120.02	156.97	203.23	263.02	315.85
净利润	608.35	861.82	1,116	1,444	1,734
少数股东损益	2.95	4.37	4.94	6.79	8.10
归属母公司净利润	605.41	857.46	1,111	1,437	1,726
EBITDA	950.47	1,081	1,486	1,850	2,148
EPS (元)	0.34	0.48	0.62	0.80	0.96

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(6.09)	9.88	30.20	22.37	20.17
营业利润	2.91	34.56	32.77	31.57	21.20
归属母公司净利润	8.00	41.63	29.56	29.38	20.09
获利能力 (%)					
毛利率	28.51	29.77	30.88	31.55	31.33
净利率	9.83	12.67	12.60	13.33	13.32
ROE	13.01	16.11	17.27	18.57	18.57
ROIC	11.66	14.41	19.09	23.06	25.58
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.69	36.10	35.56	32.90	30.98
净负债比率 (%)	43.81	30.71	28.73	23.19	18.06
流动比率	2.10	2.15	2.35	2.65	2.87
速动比率	1.61	1.65	1.82	2.07	2.26
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.82	0.96	1.00	1.03
应收账款周转率	5.45	5.70	6.23	6.06	6.00
应付账款周转率	5.49	5.78	6.03	6.00	5.96
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.48	0.62	0.80	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.73	0.29	0.55	0.68
每股净资产(最新摊薄)	2.58	2.95	3.57	4.30	5.16
估值比率					
PE (倍)	32.17	22.71	17.53	13.55	11.28
PB (倍)	4.19	3.66	3.03	2.52	2.10
EV_EBITDA (倍)	19.95	17.53	12.76	10.25	8.83

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com