

三花智控(002050.SZ)

汽车零部件行业

评级：买入 首次评级

公司研究

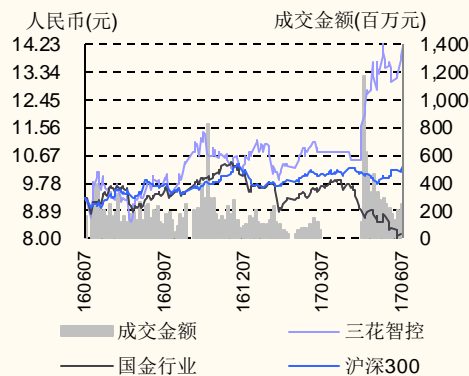
市场价格(人民币): 14.21元

目标价格(人民币): 20.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1563.79
总市值(百万元)	25598.97
年内股价最高最低(元)	14.51/9.47
沪深300指数	3140.32
深证成指	10109.88



注入汽配资产，特斯拉优质标的

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.336	0.476	0.568	0.688	0.821
每股净资产(元)	2.58	2.95	3.99	4.38	4.90
每股经营性现金流(元)	0.45	0.73	0.51	0.56	0.71
市盈率(倍)	31.69	23.19	24.24	19.99	16.76
行业优化市盈率(倍)	24.32	24.32	24.32	24.32	24.32
净利润增长率(%)	24.13%	41.63%	34.71%	21.27%	19.26%
净资产收益率(%)	13.01%	16.11%	14.24%	15.73%	16.77%
总股本(百万股)	1,801.48	1,801.48	2,034.97	2,034.97	2,034.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 三花智控是全球领先的制冷控制元器件制造商，主营业务包含制冷业务单元、微通道业务以及咖啡机、洗衣机等其他电器控制元器件。2016年公司实现归母净利润8.57亿元，同比增长41.6%。同时，公司拟注入集团下属优质资产三花汽零，切入汽车空调和热管理领域，打造全新业绩增长点。
- 注入优质资产三花汽零，打造全新业绩增长点：公司拟以9.62元/股的价格向三花绿能发行股份2.23亿股，收购旗下资产三花汽零100%股权，交易价格21.5亿元，对应2016年PE约为16倍。三花汽零为领先的汽车空调和热管理系统部件供应商，客户覆盖了法雷奥、马勒、爱斯达克等全球知名厂商，主力产品膨胀阀与贮液器具有全球供应能力。同时，三花汽零在深耕传统汽车的同时，进一步拓展了新能源汽车空调与热管理系统新产品，并成功开拓了特斯拉、比亚迪等领先的新能源汽车厂商。2016年三花汽零实现净利润1.34亿元，并承诺2017年-2019年净利润不低于1.69亿元、2.08亿元和2.45亿元，成为公司全新的业绩增长点。
- 配套特斯拉，有望受益Model3量产：特斯拉是全球电动汽车的标杆企业，并为美国第一大市值整车厂，目前拥有车型ModelS、ModelX和Model3，2017年一季度交付2.5万辆，同比增长69%，表现靓丽。目前三花汽零已通过特斯拉一级供应商认证，取得相应产品的供货资质，并与其签订了战略合作协议。我们认为，特斯拉产销旺盛，后续主力车型Model3全球订单约50万量，2月20日开启了试制工作，预计7月试生产，9月正式量产，预计2018年Model3销量有望达到40万辆，公司作为特斯拉一级供应商，有望充分受益。

投资建议

- 传统制冷单元业务稳健增长，资产注入铸就特斯拉优质标的，打造利润新的增长点。考虑三花汽零全年并表，预计2017年-2019年EPS为0.57元、0.69元和0.82元，首次覆盖给予买入评级，6个月目标价20元，对应2018年29倍PE。

风险

- 空调销售不及预期；特斯拉销量不及预期；并购进度不及预期。

刘洋 联系人
yang_liu@gjzq.com.cn

梁美美 联系人
liangmeimei@gjzq.com.cn

宋伟健 联系人
songweijian@gjzq.com.cn

魏立 分析师SAC执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

内容目录

1、制冷控制元器件全球领军者.....	4
2、注入优质资产三花汽零，有望充分受益 Model3 量产.....	6
2.1 注入优质资产三花汽零，募集资金缓解产能压力.....	6
2.2 配套特斯拉，打造优质特斯拉厂商.....	10
3、传统主业预期向好，稳增长可期.....	13
3.1 空调产销持续回暖，制冷业务单元有望保持稳定增长.....	13
3.2 微通道业务不断超预期，募投项目投产在即缓解产能压力.....	14
3.3 亚威科业绩稳步好转.....	15
4、盈利预测与投资建议.....	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 投资建议.....	17
5、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：三花智控专注于制冷控制元器件领域.....	4
图表 2：制冷业务单元为公司主要营收来源.....	4
图表 3：营收保持平稳增长.....	5
图表 4：利润保持平稳增长.....	5
图表 5：盈利能力逐步增强.....	5
图表 6：费用率保持稳定.....	5
图表 7：并购三花汽零具体进程.....	6
图表 8：三花汽零专注于汽车空调及热管理系统控制部件.....	6
图表 9：2016 年三花汽零营收占比情况.....	7
图表 10：2016 年三花汽零前五大客户营收占比情况.....	7
图表 11：2016 年三花汽零海外营收占比为 48.17%.....	8
图表 12：三花汽零子公司众多，实现全球化布局.....	8
图表 13：膨胀阀市占率全球领先.....	8
图表 14：公司部分主要产品产能利用率处于高位.....	9
图表 15：募集资金缓解产能压力.....	9
图表 16：业绩有望保持稳健增长.....	9
图表 17：特斯拉一季度交付量同比增长 69%.....	10
图表 18：特斯拉销量结构.....	10
图表 19：特斯拉成为美国第一大市值整车厂.....	10
图表 20：通用、福特和特斯拉 2016 年净利润对比.....	10
图表 21：model3 有望成为特斯拉爆款车型.....	11
图表 22：部分产品已经为特斯拉小批量供货.....	11
图表 23：有望充分受益 Model3 量产，业绩弹性大.....	12

图表 24: 主要产品市占率处于市场前列.....	13
图表 25: 空调去库存步入尾声, 产销逐步回暖.....	13
图表 26: 冰箱产销总体保持稳定.....	13
图表 27: 2016 年微通道换热器应用市场分布(按销售额).....	14
图表 28: 微通道换热器替换潜力巨大.....	14
图表 29: 微通道业务业绩不断超预期.....	14
图表 30: 缓解产能压力, 业绩有望进一步提升.....	15
图表 31: 国内洗碗机市占率较低, 有较大渗透空间.....	15
图表 32: 亚威科业绩稳步好转.....	16
图表 33: 公司主营业务收入结构预测(百万元).....	17

1、制冷控制元器件全球领军者

- **三花智控专注于制冷控制元器件领域。**公司是全球领先的制冷控制元器件制造商，主要业务为制冷空调冰箱元器件及部件、咖啡机洗碗机洗衣机元器件及部件。主要产品涵盖了截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀、电磁阀、微通道换热器、洗碗机咖啡机洗衣机元器件等产品，其中电子膨胀阀、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。

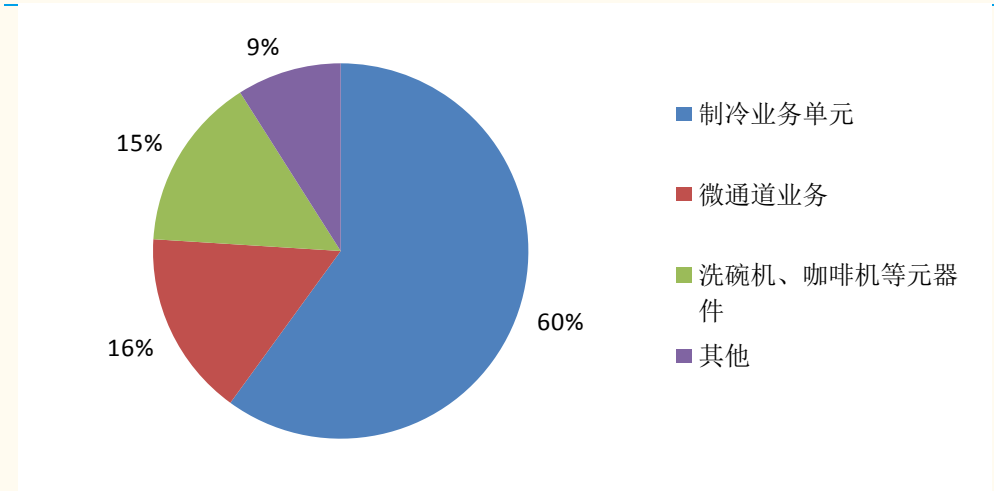
图表 1：三花智控专注于制冷控制元器件领域



来源：公司官网，国金证券研究所

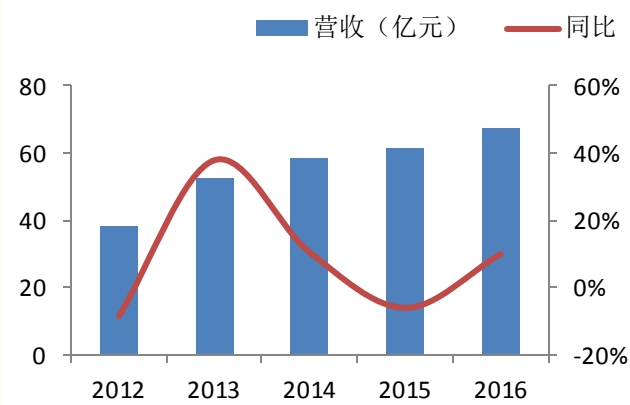
- **业绩稳定增长，制冷控制元器件业务为主要营收来源。**分业务看，2016 年制冷业务单元、微通道转换器业务、咖啡机、洗碗机等元器件营收占比分别为 60%、16%和 15%，其中制冷业务单元为公司主要营收来源。公司业绩总体保持稳定增长，其中 2016 年受益于国内空调销量的高速增长，2016 年实现营收 67.69 亿元，同比增长 9.9%，实现归母净利润 8.6 亿元，同比增长 41.6%。

图表 2：制冷业务单元为公司主要营收来源



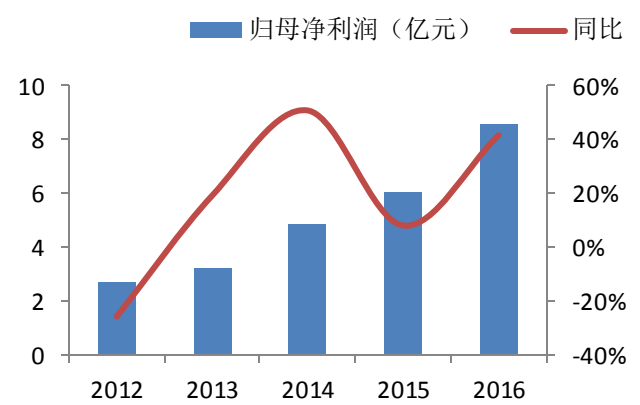
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：营收保持平稳增长



来源：wind，国金证券研究所

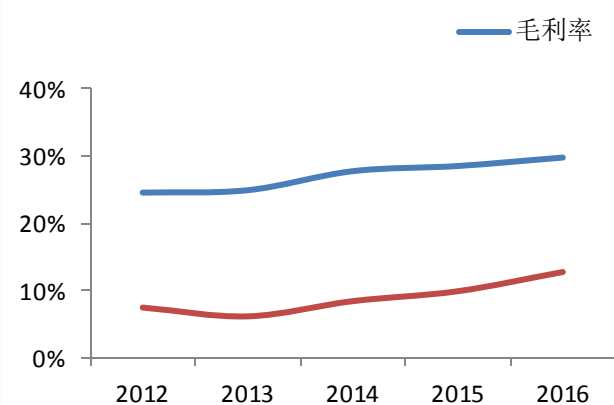
图表 4：利润保持平稳增长



来源：wind，国金证券研究所

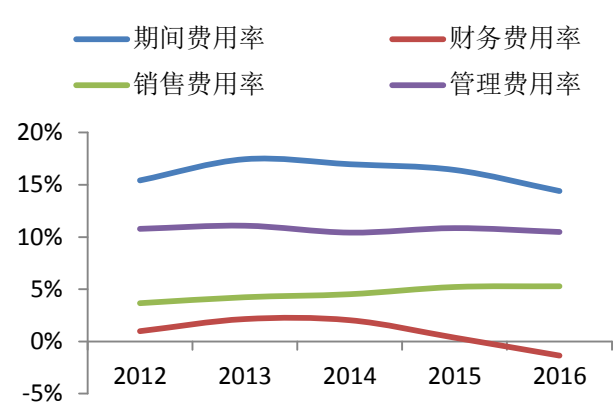
- 盈利能力稳步提升，期间费用率稳中有降。**2016 年公司实现毛利率 29.77%，并自 2012 年开始稳步提升，净利率为 12.73%，与毛利率同步提升。期间费用率稳中有降，2016 年实现期间费用率 10.48%，较 2012 年下降 0.3 个百分点，其中销售费用率随着营收规模的扩大逐步提升，管理费用率基本保持稳定，财务费用率逐步下降。

图表 5：盈利能力逐步增强



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：费用率保持稳定



来源：wind，国金证券研究所

- 股权较为集中，大股东控股权稳定。**截止 2017 年一季度，公司前十大股东累计持有公司股份 63.58%，股权较为集中，控股股东三花集团持有公司股份 43.76%，二股东三花绿能持有公司股份 11.59%，而三花集团持有三花绿能 62.11 的股权，大股东控股权稳定。

2、注入优质资产三花汽零，有望充分受益 Model3 量产

2.1 注入优质资产三花汽零，募集资金缓解产能压力

- **拟注入集团优质汽配资产。**公司拟以 9.62 元/股的价格向三花绿能发行股份 2.23 亿股，收购旗下资产三花汽零 100%股权，交易价格 21.5 亿元，对应 2016 年 PE 约为 16 倍。

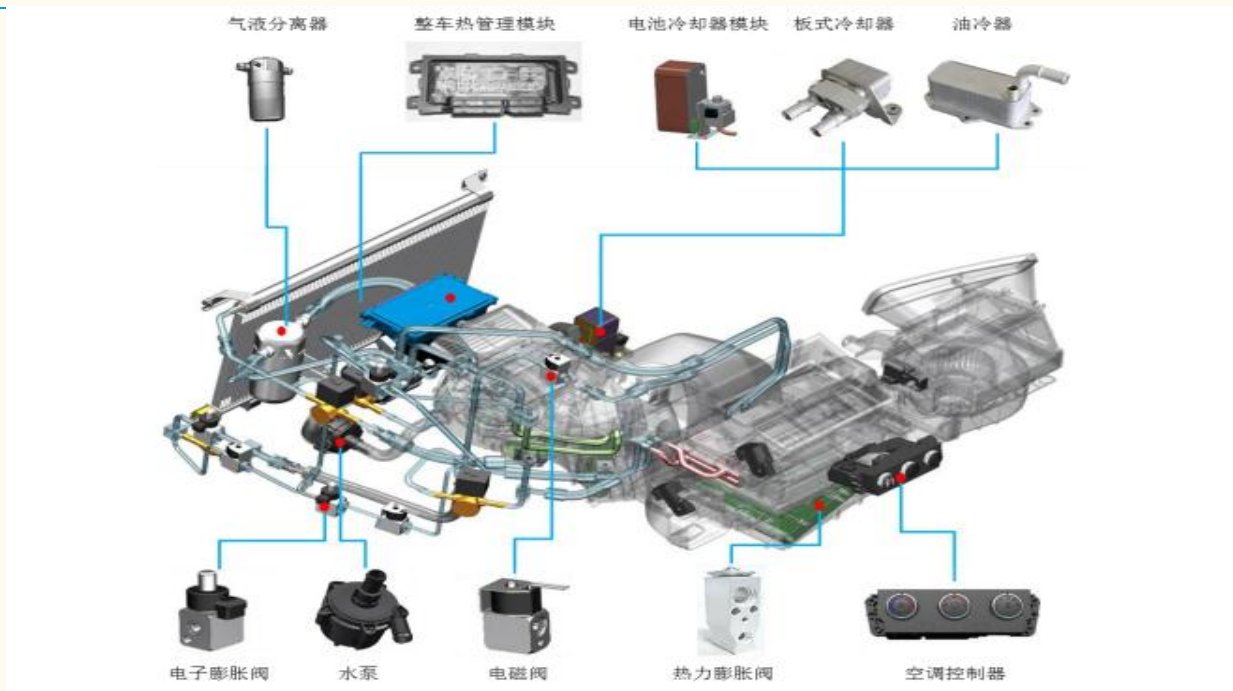
图表 7：并购三花汽零具体进程

时间	事件
2017.3.6	停牌
2017.4.12	公布并购草案
2017.4.21	复牌并公布草案修订稿
2017.4.28	股东大会通过
2017.5.6	收到《中国证监会行政许可申请受理通知书》
2017.5.26	收到《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》

来源：公司公告，国金证券研究所

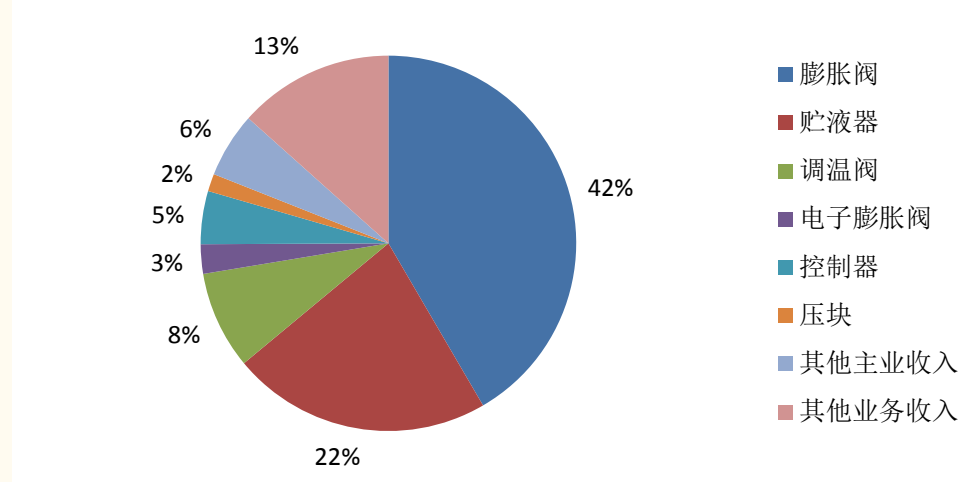
- **三花汽零是优质的空调和热管理系统控制部件生产商。**三花汽零成立于 2004 年，专注于汽车空调及热管理系统控制部件的研发、生产和销售，主要定位于整车配套市场。目前三花汽零产品包括膨胀阀、贮液器、电子膨胀阀、调温阀等，主要产品应用于乘用车市场。2016 年，膨胀阀和贮液器的营收占比分别为 42%和 22%，为三花汽零主要的营收来源。

图表 8：三花汽零专注于汽车空调及热管理系统控制部件



来源：，公司公告，国金证券研究所

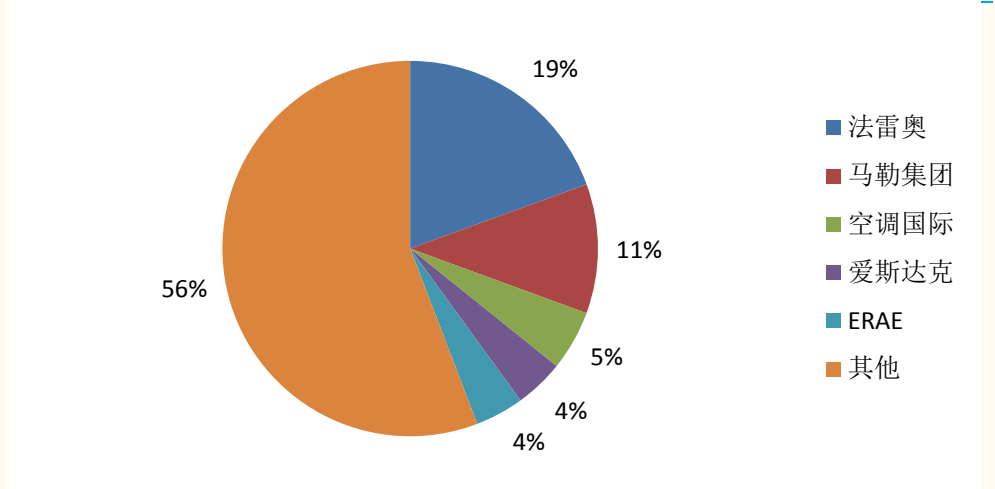
图表 9：2016 年三花汽零营收占比情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 主要客户为全球热管理系统顶级厂商。**三花汽零深耕汽车空调和热管理系统控制部件多年，培育了法雷奥、马勒集团、空调国际、爱斯达克等全球汽车空调和热管理系统顶级厂商。2016 年，三花汽零前五大客户营收占比为 44.18%，其中法雷奥、马勒集团、空调国际、爱斯达克和韩国 ERAE 分别占比为 19.44%、11.15%、5.18%、4.23%和 4.18%。

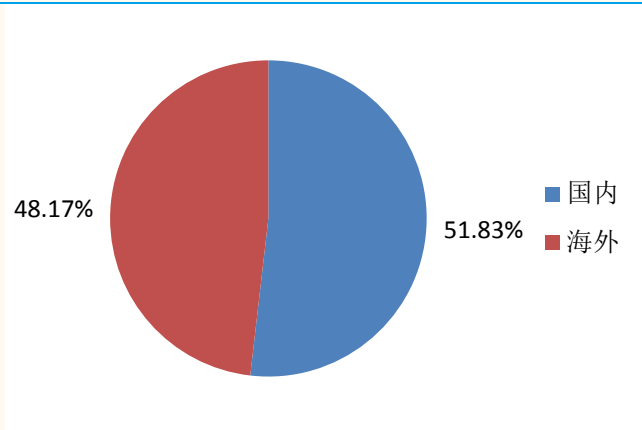
图表 10：2016 年三花汽零前五大客户营收占比情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 子公司较多，实现全球化布局。**三花汽零下游客户为全球化零部件厂商，为实现全球化供应，拥有众多子公司，基本实现了全球化布局。2016 年三花汽零海外收入与国内收入相近，营收占比为 48.17%，较 2015 年同比提升了 7.72 个百分点。

图表 11: 2016 年三花汽零海外营收占比为 48.17%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

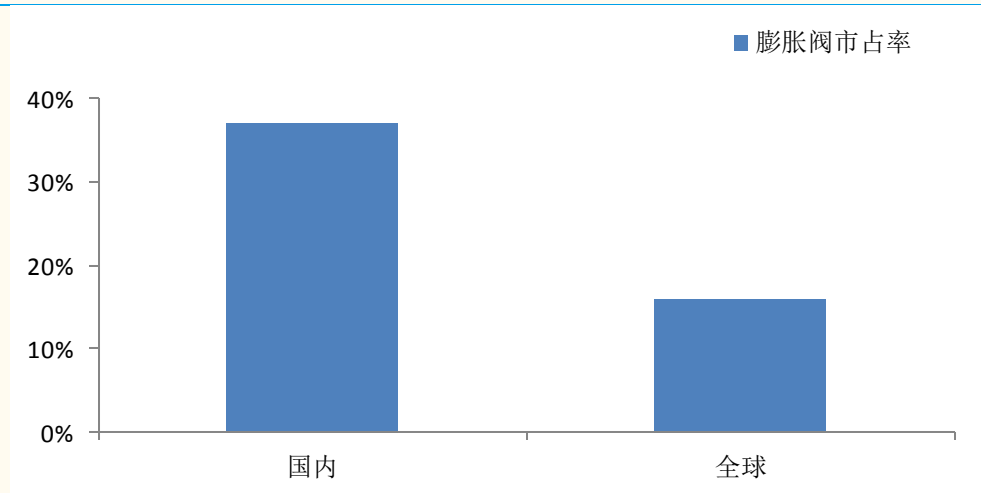
图表 12: 三花汽零子公司众多, 实现全球化布局

子公司	所处地区
苏州新智汽车部件有限公司	中国苏州
日本三花汽车部品株式会社	日本
三花汽车零部件美国有限公司	美国
三花印度私人有限公司	印度
三花欧洲汽车零部件有限责任公司	德国
三花汽车零部件北美制造公司	美国
三花汽车零部件墨西哥有限公司	墨西哥

来源: 公司公告, 国金证券研究所

膨胀阀和贮液器全球领先, 开拓客户市占率有望稳步提升。膨胀阀和贮液器为汽车空调重要组成部分, 亦是三花汽零目前主要的营收来源。其中膨胀阀国内市占率超过 37%, 全球市占率超过 16%, 位列第二 (第一为不二工机)。出口方面, 三花汽零主要的出口市场为北美和欧洲市场, 日韩市场相对较少。目前, 三花汽零膨胀阀产品已经通过本田的认证, 并成功拓展了 NISSAN、HONDA、TOYOTA、MAZDA、现代起亚等客户, 后续有望切入到日系车型的配套体系, 市占率有望进一步提升。

图表 13: 膨胀阀市占率全球领先



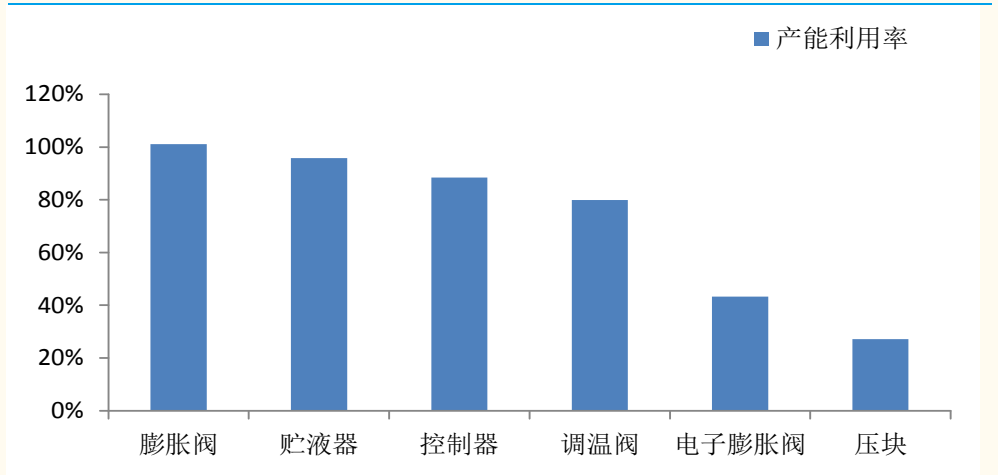
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **顺应节能减排趋势, 调温阀有望快速成长。**调温阀是一种用于汽车变速箱油温度控制的阀门, 能够增强变速箱内部传动机构的润滑效果, 减少摩擦损耗, 达到节能与延长自动变速箱寿命的目的, 后续有望成为燃油汽车标配。目前三花汽零调温阀产品主要应用于自动挡车型, 并已经通过美国通用、福特认证, 2016 年调温阀产品实现营收 7616 万元, 同比增长 161%, 随着节能减排趋势的加速推进, 调温阀业务有望快速成长。
- **电子膨胀阀引领全球。**电子膨胀阀主要应用在新能源汽车上, 相较于传统热力膨胀阀, 热力膨胀阀能够更好地满足新能源汽车对电池热管理、热泵空调冷媒调节范围、精度的要求。公司电子膨胀阀产品于 2014 年开始小批量生产, 并于 2016 年实现批量生产, 该产品获得了被誉为全球汽车零部件行业创新的标杆的 PACE AWARD 大奖, 标志着三花汽零电子膨胀阀产品走在了世界的最前列, 后续随着新能源汽车的高速发展, 电子膨胀阀

业务有望加速发展。

- **主要产品的产能利用率高企，募集资金投资扩产保障业绩稳健增长。**三花汽零产品热销，主要产品的产能利用率处于高企状态。为缓解产能压力，保证后续业绩的增长，公司拟通过非公开发行的形式募集资金 13.22 亿元，用于产能提升以及技改。

图表 14：公司部分主要产品产能利用率处于高位



来源：公司公告，国金证券研究所

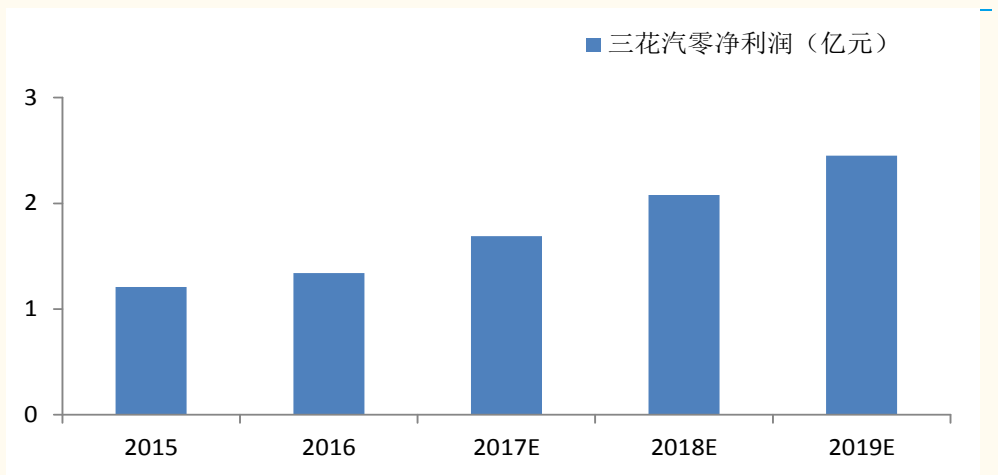
图表 15：募集资金缓解产能压力

项目	总投资 (万元)	募集资金 (万元)	年均营收 (万元)	年均净利润 (万元)	回报率
年产 1,150 万套新能源汽车零部件建设项目	55498	50362	74351	13356	6.59
年产 730 万套新能源汽车热管理系统组件技术改造项目	50337	45495	98767	18293	5.32
新增年产 1,270 万套汽车空调控制部件技术改造项目	22865	20874	38309	7357	5.77

来源：公司公告，国金证券研究所

- **业绩有望保持稳定增长。**2016 年三花汽零实现营业收入 9.04 亿元，同比增长 15.5%，实现净利润 1.34 元，同比增长 10%，并承诺 2017-2019 年归母净利润为 1.69 亿元、2.08 亿元和 2.45 亿元，保持稳定增长。

图表 16：业绩有望保持稳定增长

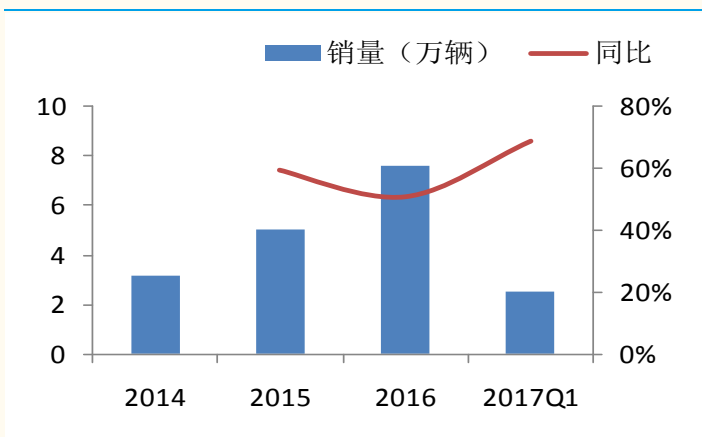


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 配套特斯拉，打造优质特斯拉厂商

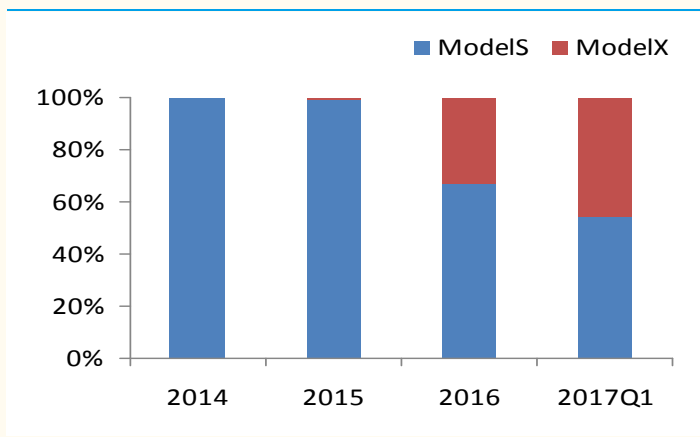
- **特斯拉一季度交付量同增 69%，引领美国电动车市场。** 一季度特斯拉共交付电动汽车 2.5 万辆，同比增长 69%，表现靓丽。其中 ModelS 共交付 1.35 万辆，占比为 54%，新车型 ModelX 共交付 1.15 万辆，占比为 46%。同期，美国 1 季度共销售电动车约 4 万辆，同比增长 46%，特斯拉在美国市场共交付约 1.04 万辆，市占率达 26%，引领美国电动车市场，其中 ModelS 以约 0.61 万辆的销量，占据着美国电动车市场的销量榜首。

图表 17：特斯拉一季度交付量同比增长 69%



来源：wind，国金证券研究所

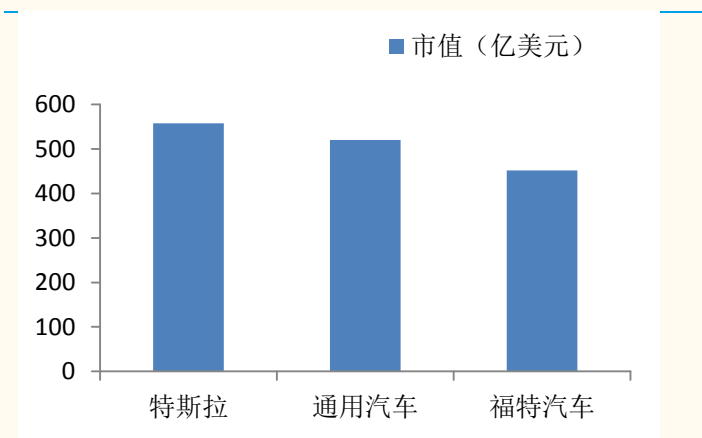
图表 18：特斯拉销量结构



来源：wind，国金证券研究所

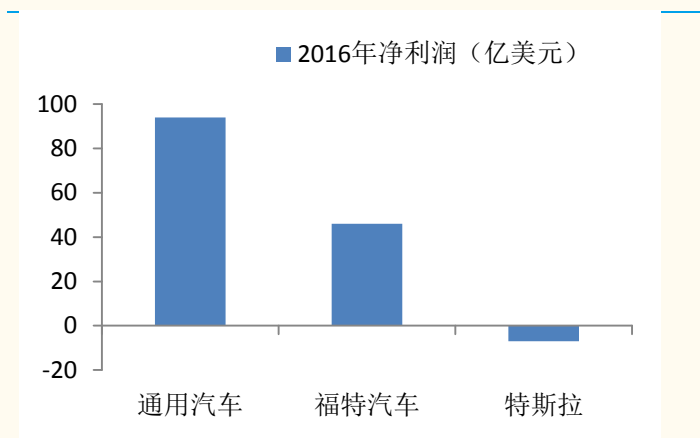
- **市值超过福特、通用，彰显投资者对特斯拉未来发展前景的看好。** 目前特斯拉总市值已经超过通用汽车和福特汽车，成为美国第一大市值的汽车整车厂商。而相比而言，2016 年特斯拉、福特汽车和通用汽车的净利润分别为 -7 亿美元、46 亿美元，94 亿美元，显示投资者对特斯拉作为电动化、自动化龙头厂商未来成长潜力的高度认可。

图表 19：特斯拉成为美国第一大市值整车厂



来源：wind，国金证券研究所

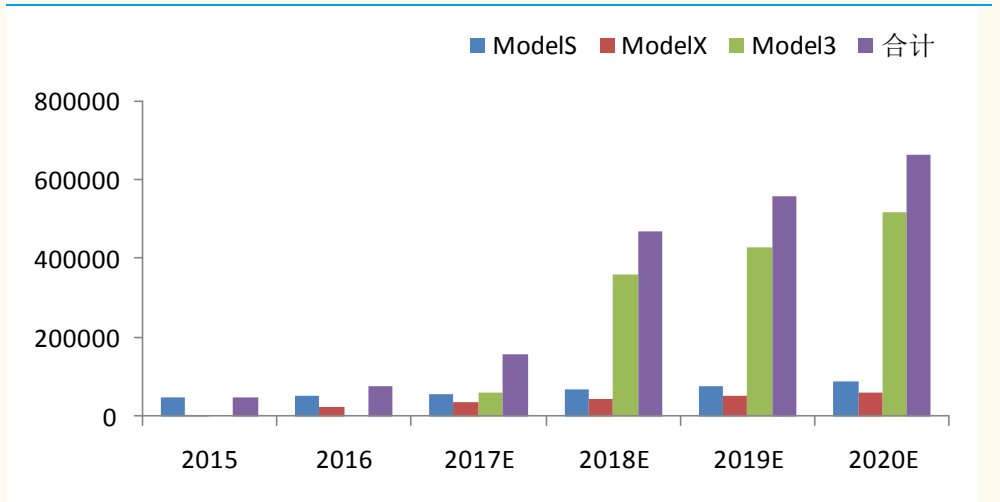
图表 20：通用、福特和特斯拉 2016 年净利润对比



来源：wind，国金证券研究所

- **Model3 量产在即，打造特斯拉的爆款车型。** 凭借高性价比的吸引力，目前 Model3 的全球订单约 50 万辆，并且今年 2 月份 Model3 的原型车已经开始试生产。根据特斯拉规划，在 7 月正式量产后，Model3 将在 9 月进行“大批量生产”，第四季度的某个节点将产能提升至 5000 辆/周，并在 2018 年继续提升至 10000 辆/周。

图表 21: model3 有望成为特斯拉爆款车型



来源: wind, 国金证券研究所

- **成为特斯拉一级供应商，充分受益特斯拉销量高增长。**目前三花汽零已通过特斯拉一级供应商认证，取得相应产品的供货资质，并与其签订了战略合作协议。根据公司公告，4-5 月份已经收到特斯拉的部分订单，后续随着 model3 的量产，公司有望充分受益。

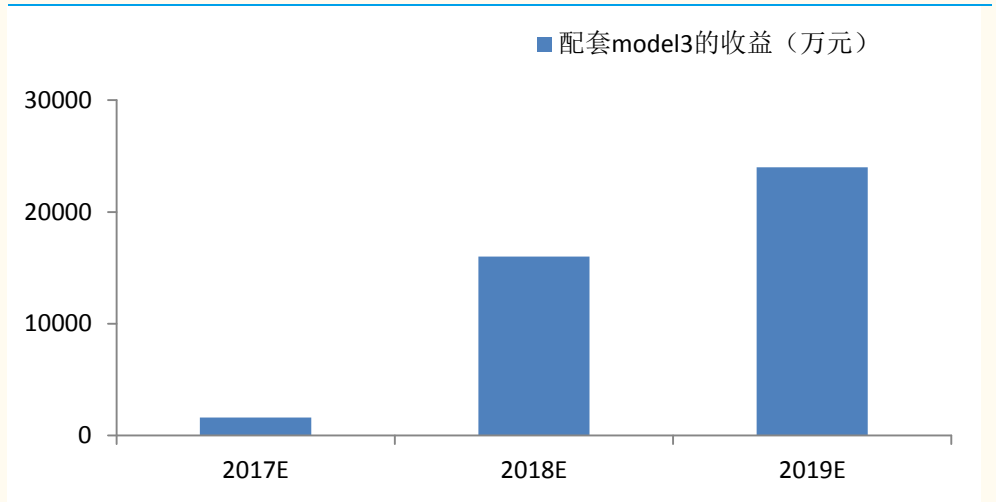
图表 22: 部分产品已经为特斯拉小批量供货

产品	区域	4 月份订单产品数量 (只)	5 月份订单产品数量 (只)	4 月份订单金额 (万元)	5 月份订单金额 (万元)	主要客户
水冷板	国际业务部	-	-	-	-	新美亚、特斯拉
	海外一部	-	-	-	-	
	海外二部	4340	6872	80.48	127.43	
	小计	4340	6872	80.48	127.43	
油冷板	国际业务部	-	-	-	-	特斯拉
	海外一部	-	-	-	-	
	海外二部	1596	8830	10.15	56.15	
	小计	1596	8830	10.15	56.15	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **有望充分受益 Model3 量产，业绩弹性大。**我们假设：
 - 2017-2019 年特斯拉 model3 交付量分别为 5 万辆、40 万辆，60 万辆。
 - 三花汽零产品的单车价值为 2000 元。
 - 目前三花汽零传统业务净利率约 15%，假设 2017-2019 年三花汽零供应 model3 产品的净利率分别为 16%、20%、20%。
- 则我们预计 2017-2019 年配套特斯拉 model3 分别为公司贡献净利润 0.16 亿元、1.6 亿元和 2.4 亿元。

图表 23: 有望充分受益 Model3 量产, 业绩弹性大



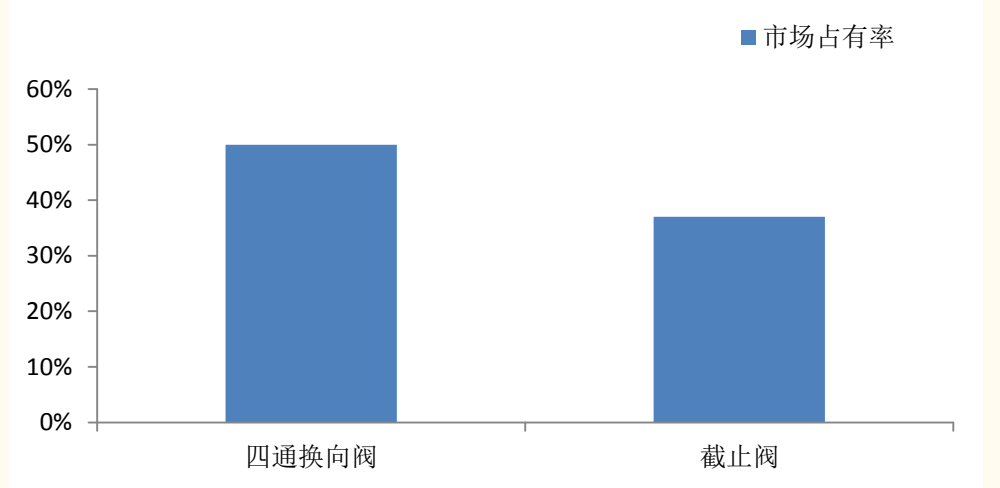
来源: wind, 国金证券研究所

3、传统主业预期向好，稳增长可期

3.1 空调产销持续回暖，制冷业务单元有望保持稳定增长

- **制冷业务单元全球领先。**公司制冷业务元器件主要产品为截止阀、四通换向阀、电磁阀、电子膨胀阀等。公司主要产品处于市场前列，其中四通换向阀市场份额超 50%、截止阀超 30%，其中电子膨胀阀、四通换向阀等产品全球市占率第一，是全球范围内制冷业务领先企业。

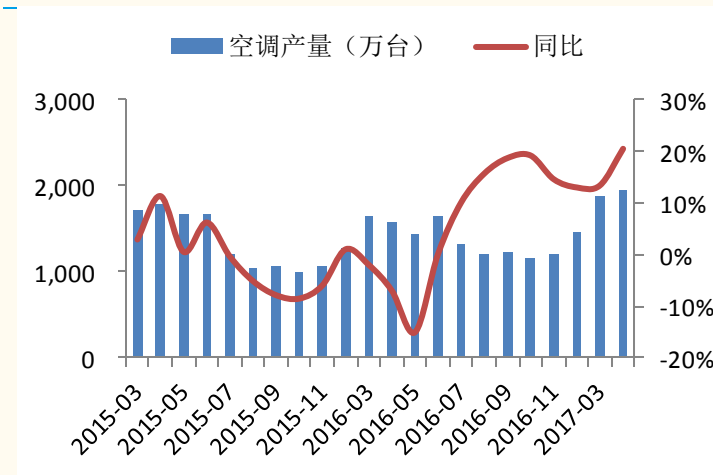
图表 24：主要产品市占率处于市场前列



来源：公司公告，国金证券研究所

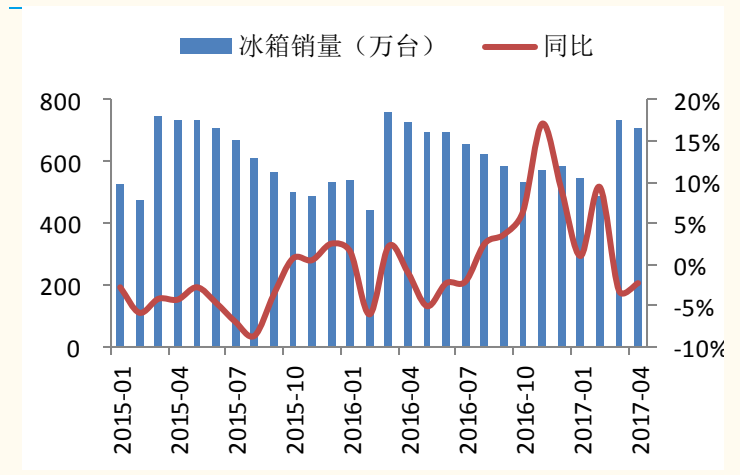
- **空调、冰箱产销稳定，保证制冷业务单元平稳增长。**公司制冷业务单元产品主要配套空调和冰箱领域。空调方面，2015 年空调行业进入去库存阶段，产销同比下滑，但随着空调行业去库存步入尾声，行业开始回暖，对上游元器件需求开始上升，公司空调产品有望充分受益。而冰箱销量总体保持平稳。

图表 25：空调去库存步入尾声，产销逐步回暖



来源：wind，国金证券研究所

图表 26：冰箱产销总体保持稳定

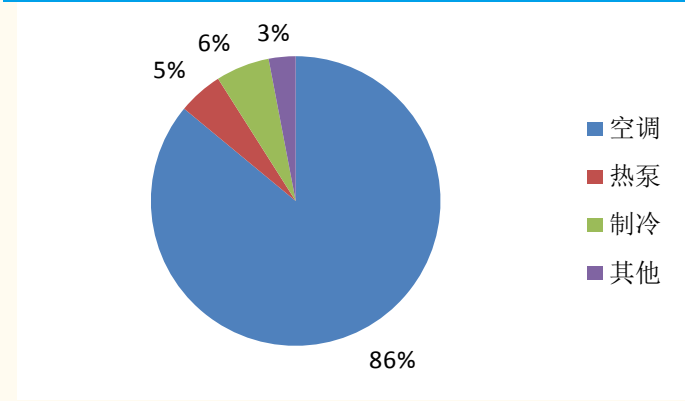


来源：wind，国金证券研究所

3.2 微通道业务不断超预期，募投项目投产在即缓解产能压力

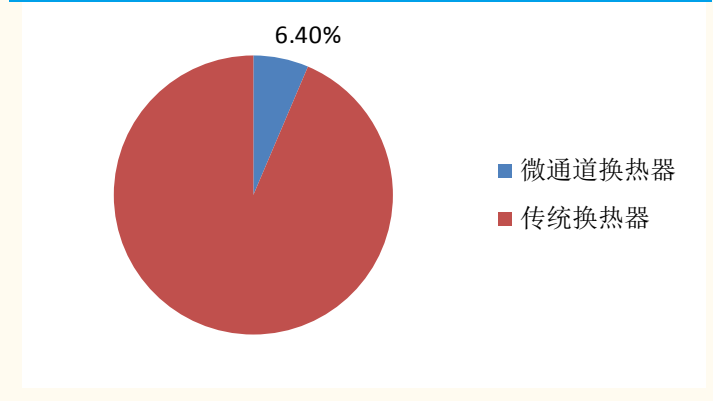
- **微通道的优势明显，替换潜力大。**微通道换热器是传统铜管翅片式换热器的升级替代产品，目前主要应用于空调、热泵、制冷领域。相较于传统换热器，微通道换热器体积减少 30%，重量减轻 50%，制冷剂充注量减少 30%，且所用铝材百分之百可回收，具有换热效率高、节省空间、节约冷媒、耐压等优势。根据产业在线统计，目前微通道换热器在空调换热器领域的渗透率仅为 6.4%，替换潜力大。

图表 27：2016 年微通道换热器应用市场分布(按销售额)



来源：产业在线，国金证券研究所

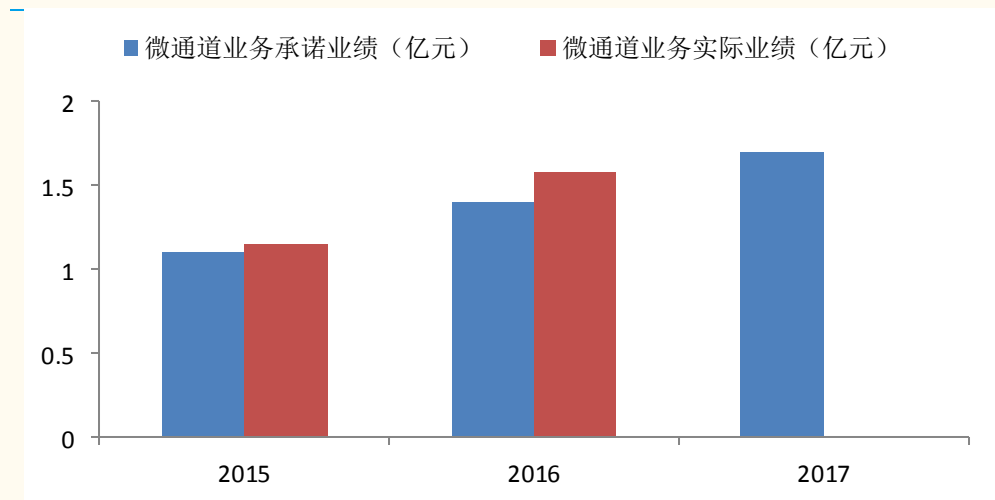
图表 28：微通道换热器替换潜力巨大



来源：产业在线，国金证券研究所

- **切入微通道领域，业务不断超预期。**2015 年公司注入三花绿能旗下三花微通道换热器资产，切入到微通道换热器领域。目前公司微通道业务已经在中国、美国以及墨西哥布局，并以美国市场为主，全球市占率超过 30%，排名第一。与此同时，微通道业务 2015-2017 年的承诺进利润为 1.1 亿元、1.4 亿元和 1.7 亿元。2015 年和 2016 年公司微通道业务分别实现净利润 1.15 亿元和 1.58 亿元，超出预期。

图表 29：微通道业务业绩不断超预期



来源：公司公告，国金证券研究所

- **突破产能瓶颈，业绩有望进一步提升。**公司微通道业务近几年发展较快，产能利用率快速提升（2013 年 52.61%、2014 年为 86.97%，2015 年接近 100%）。为缓解产能压力，公司定增募集资金 4 亿元，用于三花微通道“在墨西哥建设微通道换热器生产线项目”、“新增年产 80 万台换热器技术

改造项目”，以及向三花微通道补充营运资金。截止目前，募投项目稳步推进，有望推动微通道业务的进一步发展。

图表 30：缓解产能压力，业绩有望进一步提升

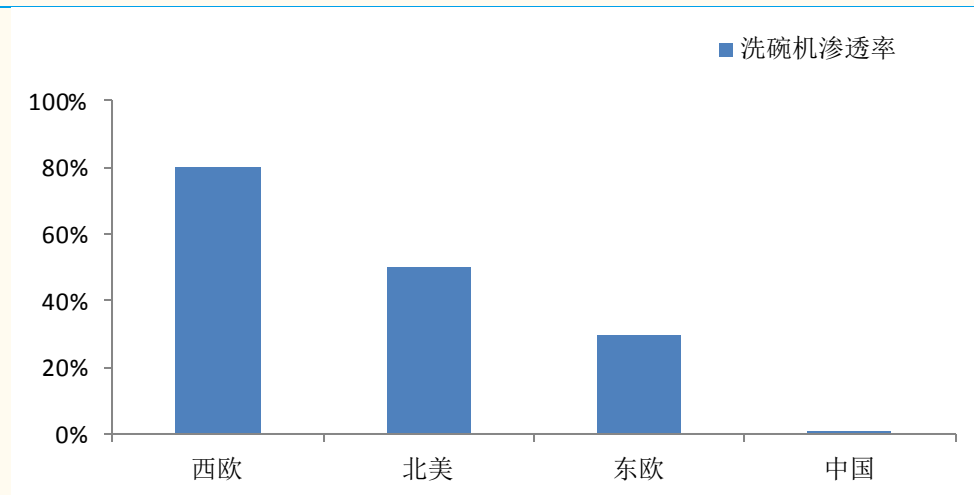
项目名称	投资额（万元）	2016 年完成进度	预计可使用状态日期	新增产能
在墨西哥建设微通道换热器生产线项目	22755	44.47%	2017 年 12 月 31 日	150 万
新增年产 80 万台换热器技术改造项目	7996	82.81%	2017 年 6 月 30 日	80 万

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 亚威科业绩稳步好转

- **国内洗碗机渗透率较低，有较大提升空间。**随着国内人口老龄化、人工成本提升以及年轻一代对生活质量要求的提升，洗碗机有望成为下一个蓝海市场。目前国内洗碗机渗透率不足 1%，对比发达国家有较大渗透空间。

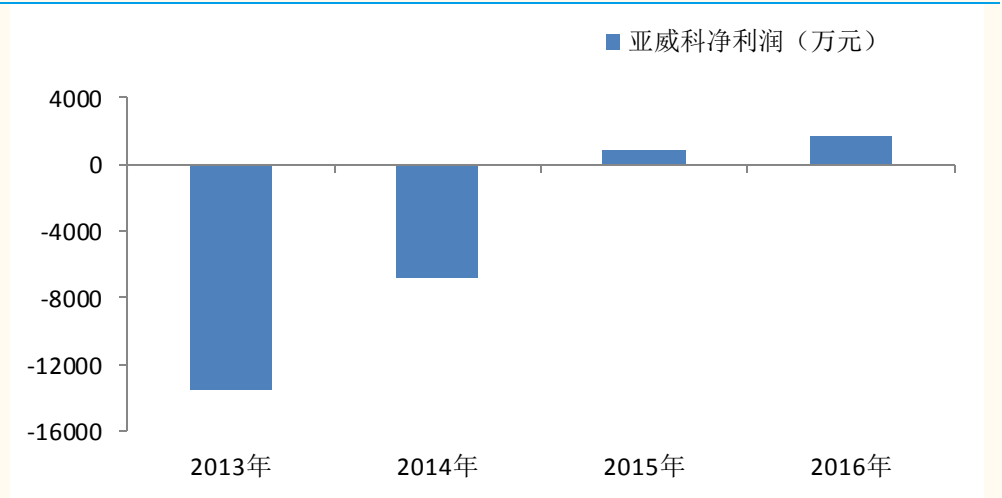
图表 31：国内洗碗机市占率较低，有较大渗透空间



来源：公司公告，国金证券研究所

- **收购亚威科，切入洗碗机零部件领域。**公司于 2012 年收购了亚威科，亚威科主要业务为洗碗机、洗衣机和咖啡机零部件，其中洗碗机零部件占营收总收入约 70%。主要产品包括分配器、加热器、水软化器、omega 系统等。客户覆盖了米勒、西门子、伊莱克斯、惠而浦等高端厂商。
- **整合初见成效，业绩稳步好转。**公司在收购完亚威科后，对亚威科进行了一系列的重组整合，欧洲方面公司关闭了德国工厂，保留了奥地利和波兰工厂，并且德国工厂的业务转移到了波兰工厂。国内市场方面，将上海工厂转移到了芜湖。经过多年的整合，目前亚威科已经实现扭亏，2016 年实现较大幅度的增长，看好其后续的稳定增长。

图表 32：亚威科业绩稳步好转



来源：公司公告，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

盈利预测假设：

- **制冷业务单元：**空调去库存完成，行业开始回暖，对上游元器件需求开始上升，公司空调产品有望充分受益。预计制冷业务单元 2017-2019 年营收增长率分别为 20%/8%/5%，毛利率基本保持稳定。
- **微通道业务：**募投项目逐步投产，缓解微通道换热器产能压力，并受益于微通道换热器的渗透率提升。预计微通道业务 2017-2019 年营收增长率分别为 8%/9%/8%，毛利率稳中有升。
- **咖啡机、洗衣机等其他电器控制器系统及元器件：**整合初见成效，亚威科业绩逐步好转。预计亚威科 2017-2019 年营收增长率为 10%/10%/10%，毛利率基本保持稳定。
- **三花汽零：**受益特斯拉 model3 的量产以及国内客户的开拓。预计 2017-2019 年营收增长率为 30%/80%/60%，毛利率稳中有升。

图表 33：公司主营业务收入结构预测（百万元）

制冷业务单元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,923.88	4,062.00	4,874.40	5,264.35	5,527.57
收入增速	-	3.52%	20.00%	8.00%	5.00%
毛利率	-	34.17%	34.10%	34.20%	34.30%
微通道业务					
营业收入	898.84	1,076.00	1,157.67	1,259.77	1,361.94
收入增速	-	19.71%	7.59%	8.82%	8.11%
毛利率	31.38%	29.32%	29.40%	29.42%	29.45%
咖啡机、洗衣机等其他电器控制器系统及元器件					
营业收入	859.85	1,043.00	1,147.30	1,262.03	1,388.23
收入增速	6.84%	21.30%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	19.72%	18.47%	18.50%	18.48%	18.50%
三花汽零					
营业收入	783.00	904.00	1,175.20	2,115.36	3,384.58
收入增速	-	15.45%	30.00%	80.00%	60.00%
毛利率	32.03%	30.73%	31.00%	32.30%	33.00%

来源：wind，国金证券研究所

注：由于公司 2016 年变更了业务拆分结构，所以部分业务 15 年毛利率与收入增速数据为空

- 预计 2017-2019 年公司归母净利润为 11.55 亿元、14.01 亿元和 16.70 亿元。

4.2 投资建议

- 传统制冷单元业务稳健增长，资产注入铸就特斯拉优质标的，打造利润新的增长点。考虑三花汽零全年并表，预计 2017 年-2019 年 EPS 为 0.57 元、0.69 元和 0.82 元，首次覆盖给予买入评级，6 个月目标价 20 元，对应 2018 年 29 倍 PE。

5、风险提示

- 空调销售不及预期；特斯拉销量不及预期；并购进度不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	5,824	6,161	6,769	9,001	10,613	12,445	货币资金	643	1,160	1,469	2,708	3,042	3,578
增长率		5.8%	9.9%	33.0%	17.9%	17.3%	应收账款	2,289	2,394	2,486	3,199	3,771	4,422
主营业务成本	-4,208	-4,404	-4,754	-6,291	-7,381	-8,614	存货	1,150	1,185	1,204	1,568	1,840	2,148
%销售收入	72.3%	71.5%	70.2%	69.9%	69.5%	69.2%	其他流动资产	451	517	384	153	162	171
毛利	1,616	1,756	2,015	2,710	3,232	3,831	流动资产	4,534	5,256	5,543	7,628	8,815	10,319
%销售收入	27.7%	28.5%	29.8%	30.1%	30.5%	30.8%	%总资产	64.6%	65.4%	66.0%	66.8%	69.7%	72.4%
营业税金及附加	-26	-38	-79	-108	-128	-152	长期投资	18	19	19	20	19	19
%销售收入	0.5%	0.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	2,048	2,286	2,368	2,439	2,496	2,638
营业费用	-263	-321	-357	-495	-573	-647	%总资产	29.2%	28.4%	28.2%	21.4%	19.7%	18.5%
%销售收入	4.5%	5.2%	5.3%	5.5%	5.4%	5.2%	无形资产	381	435	404	1,271	1,229	1,194
管理费用	-607	-669	-709	-945	-1,114	-1,307	非流动资产	2,483	2,782	2,853	3,793	3,825	3,931
%销售收入	10.4%	10.9%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	%总资产	35.4%	34.6%	34.0%	33.2%	30.3%	27.6%
息税前利润 (EBIT)	720	728	869	1,162	1,416	1,726	资产总计	7,016	8,038	8,396	11,421	12,640	14,250
%销售收入	12.4%	11.8%	12.8%	12.9%	13.3%	13.9%	短期借款	1,377	808	658	400	400	400
财务费用	-118	-22	92	85	121	130	应付款项	1,275	1,385	1,661	2,095	2,458	2,868
%销售收入	2.0%	0.4%	-1.4%	-0.9%	-1.1%	-1.0%	其他流动负债	590	313	261	342	401	547
资产减值损失	-21	-13	-74	0	0	0	流动负债	3,241	2,506	2,580	2,836	3,259	3,815
公允价值变动收益	-9	3	4	0	0	0	长期贷款	37	661	273	273	273	274
投资收益	15	-8	34	33	33	33	其他长期负债	186	184	179	153	154	141
%税前利润	2.4%	n.a	3.3%	2.4%	2.0%	1.7%	负债	3,464	3,351	3,032	3,262	3,685	4,230
营业利润	586	688	926	1,280	1,570	1,888	普通股股东权益	3,533	4,652	5,323	8,113	8,904	9,964
营业利润率	10.1%	11.2%	13.7%	14.2%	14.8%	15.2%	少数股东权益	19	36	44	49	54	59
营业外收支	25	40	93	90	90	90	负债股东权益合计	7,016	8,038	8,396	11,421	12,640	14,250
税前利润	611	728	1,019	1,370	1,660	1,978	比率分析						
利润率	10.5%	11.8%	15.1%	15.2%	15.6%	15.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-122	-120	-157	-210	-254	-303	每股指标						
所得税率	20.0%	16.5%	15.4%	15.3%	15.3%	15.3%	每股收益	0.631	0.336	0.476	0.568	0.688	0.821
净利润	489	608	862	1,160	1,406	1,675	每股净资产	4.569	2.582	2.955	3.987	4.375	4.896
少数股东损益	1	3	4	5	5	5	每股经营现金净流	0.743	0.452	0.725	0.509	0.565	0.713
归属于母公司的净利润	488	605	857	1,155	1,401	1,670	每股股利	0.400	0.400	0.300	0.300	0.300	0.300
净利率	8.4%	9.8%	12.7%	12.8%	13.2%	13.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.81%	13.01%	16.11%	14.24%	15.73%	16.77%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	6.95%	7.53%	10.21%	10.11%	11.08%	11.72%
净利润	489	608	862	1,160	1,406	1,675	投入资本收益率	11.59%	9.88%	11.67%	11.14%	12.45%	13.66%
少数股东损益	1	3	4	5	5	5	增长率						
非现金支出	241	250	318	288	295	304	主营业务收入增长率	10.42%	5.78%	9.88%	32.98%	17.90%	17.26%
非经营收益	61	87	-28	-96	-122	-104	EBIT增长率	48.12%	1.20%	19.34%	33.72%	21.85%	21.85%
营运资金变动	-217	-130	154	-317	-429	-425	净利润增长率	50.83%	24.13%	41.63%	34.71%	21.27%	19.26%
经营活动现金净流	574	815	1,307	1,035	1,150	1,450	总资产增长率	6.56%	14.49%	4.48%	36.03%	10.67%	12.73%
资本开支	-398	-275	-283	-1,138	-219	-320	资产管理能力						
投资	120	-9	0	-1	0	0	应收账款周转天数	58.8	59.7	60.5	60.0	60.0	60.0
其他	-410	-48	216	33	33	33	存货周转天数	95.7	96.7	91.7	91.0	91.0	91.0
投资活动现金净流	-687	-332	-67	-1,106	-186	-287	应付账款周转天数	70.4	60.5	63.1	64.0	64.0	64.0
股权募资	0	407	9	2,246	0	0	固定资产周转天数	122.1	124.1	117.8	87.4	69.2	57.3
债权募资	-105	-66	-537	-297	0	1	偿债能力						
其他	32	-243	-313	-639	-629	-629	净负债/股东权益	21.83%	6.58%	-10.05%	-24.95%	-26.47%	-28.99%
筹资活动现金净流	-73	98	-841	1,309	-629	-628	EBIT利息保障倍数	6.1	33.0	-9.4	-13.8	-11.7	-13.3
现金净流量	-186	581	399	1,239	335	535	资产负债率	49.42%	41.68%	36.10%	28.55%	29.15%	29.68%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	12
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD