

**中國：家用耐久財**
**2018年02月13日**
**投資建議：**
**買入 (初次報告)**
**目標價隱含漲/跌幅：23.9%**
**日期 2018/02/13**
**收盤價 RMB18.48**  
**十二個月目標價 RMB22.90**  
**深圳 A 股指數 1,802.3**
**資訊更新：**

- ▶ 2018/1月，三花汽零成為蔚來新能源電動汽車第二代量產車熱管理部件和沃爾沃新能源電動汽車平台水冷板項目的全球供貨商。
- ▶ 三花募投建設年產 1150 萬套、2000 萬套的新能源汽車熱管理零部件新增及技術改造項目預計將在 2019-2020 年達產。

**本中心觀點：**

- ▶ 預計於 2019 年實現 300 萬台/年微通道業務新增產能，支撐 30 億元以上的微通道銷售規模。
- ▶ 三花戰略性發展汽零和商用製冷板塊，未來三年營收 CAGR 或分別為 66.7% 和 30%，預計 2017-2019 年三花將實現淨利潤 12.02 億元、16.03 億元、21.15 億元。

**公司簡介：**三花智控是全球製冷控制元器件的領軍企業，公司主要生產銷售製冷空調冰箱之元器件及部件、咖啡機洗碗機洗衣機之元器件及部件。2017 年公司收購集團子公司三花汽零，進軍汽車零部件熱管理產業。

**股價相對深圳 A 股指數表現**


市值	RMB40,286.0 百萬元
六個月平均日成交量	RMB359.9 百萬元
流通在外股數(百萬股)	2,120.3
自由流通股數比例	73.8%
大股東：持股比例	三花控股集團有限公司, 37.2%
淨負債比率 (2018F)	(82.0%)
每股淨值 (2018F)	RMB3.65
市淨率 (2018F)	5.21 倍

**簡明損益表(RMB 百萬元)**

年初至 12 月	2016A	2017F	2018F	2019F
營業收入	6,769	9,460	11,413	13,600
營業利潤	869	1,534	2,101	2,595
稅後淨利潤*	857	1,202	1,603	2,115
每股收益(元)	0.48	0.61	0.76	1.00
每股收益年增率 (%)	15.5	28.7	23.4	31.9
市盈率 (倍)	32.18	25.00	20.26	15.36
淨資產收益率 (%)	15.9	18.8	20.7	22.3
股利收益率(%)	0.6	0.8	1.0	1.3
每股股利(元)	0.12	0.15	0.18	0.24

\* 歸屬股東稅後淨利潤

**報告分析師：**
**元大研究部**
**+86 21 6187 3832**
**research@yuanta.com**

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

吳小佳

**+2 1 6187 3828**
**Taniawu@yuanta.com**

## 三花智控 (002050 CH)

### 新能源汽車熱管理成新增長點，家電主業穩步發展

**切入新能源車熱管理，特斯拉、蔚來等多家車企業核心供應商：**熱管理系統是新能源車的重要部件之一，其組件價值量達 6500 元/輛是傳統乘用車熱管理組件的近 3 倍。三花是特斯拉、蔚來、沃爾沃、奔馳等車廠的核心熱管理供應商，隨著簽訂訂單爆款車型的量產，三花汽車熱管理板塊 2017-2020 年 CAGR 或達 66.7%，2018 年營收預期達

14.63 億元，同比增長 27%。三花汽零 2016 年產能利用率達 72.42%，募投的年產 1150 萬套新能源汽車零部件項目和 2000 套熱管理技術改進項目產能將於近 3 年逐步釋放，突破產能瓶頸，打開發展空間。

**多項家電零部件市佔全球第一，商用製冷有望實現進口替代：**三花主要產品四通閥、電子膨脹閥、微通道換熱器市場份額均為全球第一，達 56%、30% 及 50%。三花製冷業務單元營收貢獻率達 59%，其傳統家用領域穩步發展疊加商用家電領域快速進軍，或於 3 年內突破 70 億銷售規模。其次，營收佔比 16% 的微通道業務存在 431 億的替代空間，預計於 2019 年實現 300 萬台/年新增產能，支撐 30 億元以上的銷售規模，2018 年微通道業務營收增速或超 20%。另外，營收佔比 14% 的亞威科的洗碗機業務所在行業在中國滲透率僅為 1%，隨著消費升級，2017-2021 年內銷洗碗機市場 CAGR 或達 77.07%，2021 年內銷市場規模預計超 300 億元。預計 2017-2019 年，亞威科營收和淨利率或維持在 10% 和 5%。

**首次納入研究範圍，給予買入評級：**三花收購三花汽零完成後，板塊協同效應增強。三花汽零資本結構或得到優化，突破產能瓶頸；集團整體綜合毛利提升，形成新的增長極，估值重塑未完全反應，仍有向上突破空間。三花是特斯拉、蔚來等新能源車和智能汽車的唯一核心部分熱管理零部件供應商，規模效應強，行業准入門檻高，先發優勢明顯，2017-2019 年三花將實現淨利潤 12.02 億元、16.03 億元、21.15 億元，同比增長 40.11%、33.42%、31.92%。本中心首次將三花納入研究範圍給予人民幣 22.9 元目標價，係基於 30.3 倍的 PE 計算得。

**分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。**

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

## 汽零、家電雙輪驅動，2020 年淨利潤或翻 2 番

家電零部件多產品全球市佔第一，積極發展汽零業務：三花目前主要有空調等家電元器件和汽車零部件兩大板塊。家電元器件板塊包括製冷業務單元、微通道業務單元和亞威科業務單元；汽車零部件板塊主要圍繞汽車熱管理，積極佈局傳統車及新能源車領域。家電元器件板塊是三花的傳統業務單元，汽車熱管理板塊自 2017 年 3Q 始併表，形成新增長點。三花細分領域規模效應明顯。三花主要產品四通閥、電子膨脹閥、微通道換熱器的市場份額均為全球第一，份額分別達 56%、30%及 50%。汽零業務中 2016 年三花汽零汽車空調膨脹閥銷量全球市佔率亦超過 16%，在國內市場市佔率達 37%。

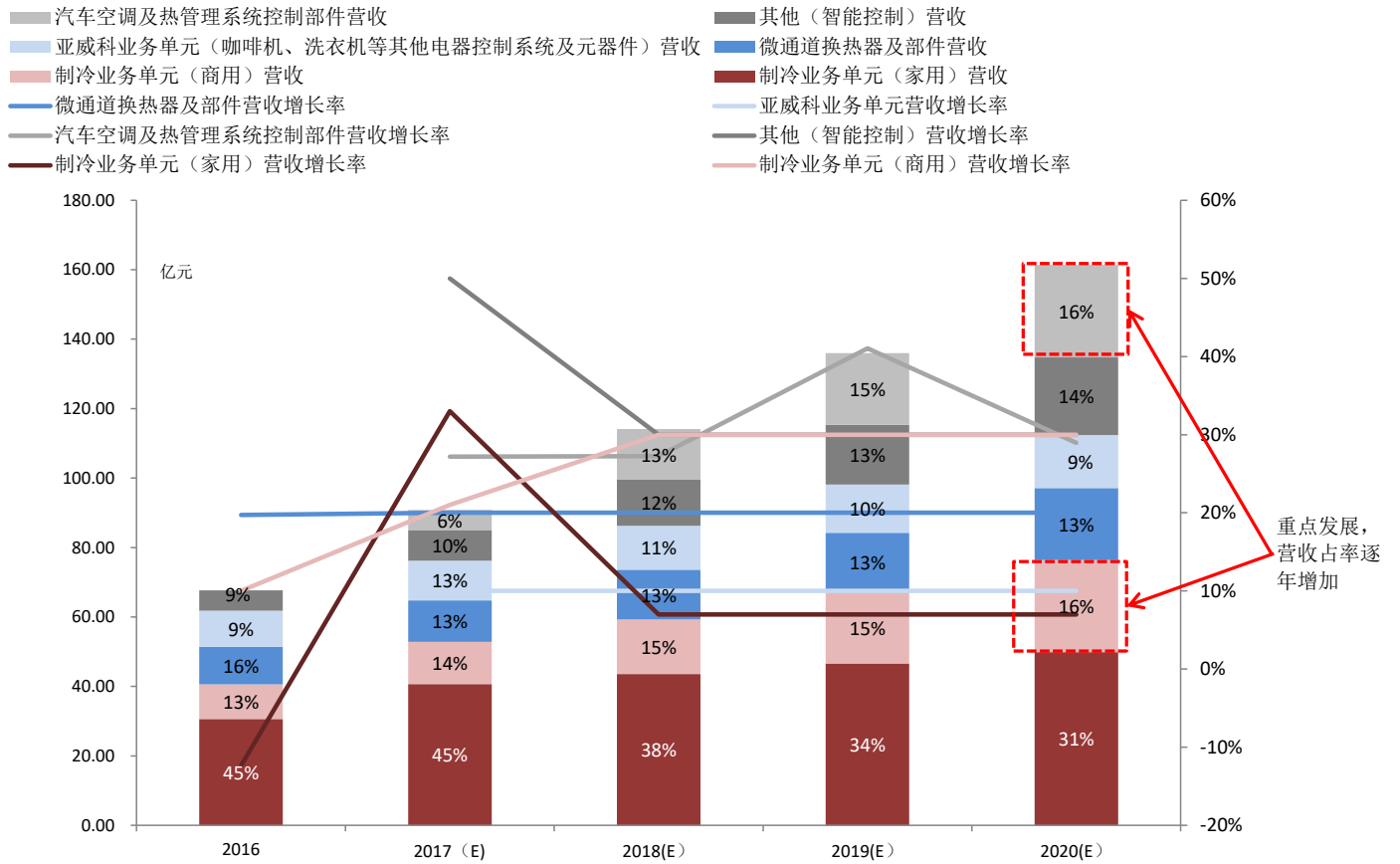
圖 1：三花智控主要產品

板塊	業務類別	主導產品及作用		市場規模	預計三花細分板塊 2017-2020 年 營收增速
家電 零部件 板塊	空調製冷控制 元器件	電子膨脹閥	 用來調節製冷劑流量，控制溫度；變頻空調的關鍵部件	2018 年內銷空調市場或 1800 億元-1865 億元,維 持 5%-10%增速	整體：13.13%， (商用家電零配件 業務：30%， 家用家電零配件業 務：7%)
		四通換向閥	 切換製冷劑流通路徑，轉換製冷/制熱循環		
		截止閥	 連接分體式空調的室內機和室外機		
	洗碗機等零部 件 (亞威科)	集成 加熱循環泵	 完成水的加熱和循環洗滌	2021 年洗碗機內銷市場 空間 323.8 億元 2017- 2021CAGR 16.67%	10%
	微通道換熱器 (微通道)	冷凝器、 蒸發器	 完成熱量交換	微通道潛在替代空間或 431 億元	20%
汽車 零部 件 板塊	汽車空調及熱 管理系統控制 部件	車用 電子膨脹閥	 用來調節製冷劑流量，控制溫度； 變頻空調的關鍵部件	汽車熱管理潛在市場規模 約 138 億元	66.67%
		車用冷凝器	 完成熱量交換		

資料來源：公司資料、元大

優化產品結構發展高毛利產品，2016-2020 年淨利潤 CAGR 或超 24%：家電 元器件板塊中的製冷業務單元是三花的主要利潤來源，其 2016 年營收貢獻率達 到 5 成以上，傳統家用領域的穩步發展疊加商用家電領域的快速進軍，三花製 冷業務單元有望於 3 年內突破 70 億銷售規模。亞威科單元主要生產咖啡機、洗 碗機、洗衣機的加熱元器件，依托德國的三花亞威科電器，佔 2016 年營收 14%，外銷佔比 90%，受匯兌影響較大，或隨著廚電消費升級迎來爆發。2016 年營收佔比 16%的微通道單元產品主要應用於傳統空調和冷鏈領域的換熱器替 換，供給側改革、環保訴求提高以及消費升級都為其提供了難得的發展契機，或 維持 20%左右的增長速度。汽車熱管理板塊適逢新能源車和智能汽車噴發浪 潮，隨著核心客戶的爆款車型量產，汽零板塊業績或將在 2019 年爆發，4 年銷 售規模或翻 5 番，大幅拉升三花綜合毛利，營收貢獻率逐年上升。三花在多元 發展格局下，戰略性發展商用製冷和汽車熱管理板塊，營收結構中高毛利產品貢 獻率逐漸增加，2020 年淨利潤或達 25.75 億元，是 2017 年預測淨利潤的 2.14 倍，是 2016 年淨利潤近 3 倍。

圖 2：三花智控戰略性發展商用製冷和汽車熱管理板塊



資料來源：公司資料、元大

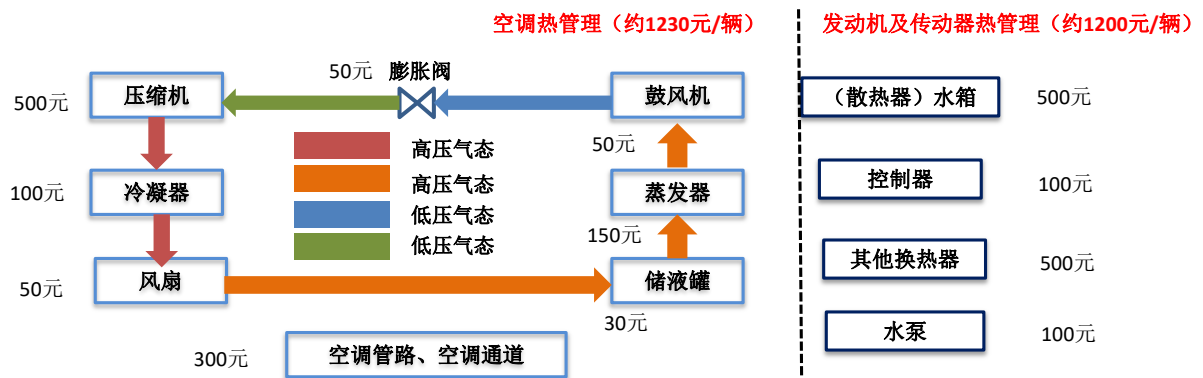
## 切入新能源車熱管理，特斯拉、蔚來等多家車企核心供應商

熱管理行業空間廣闊，2020 年新能源車新增需求或達百億

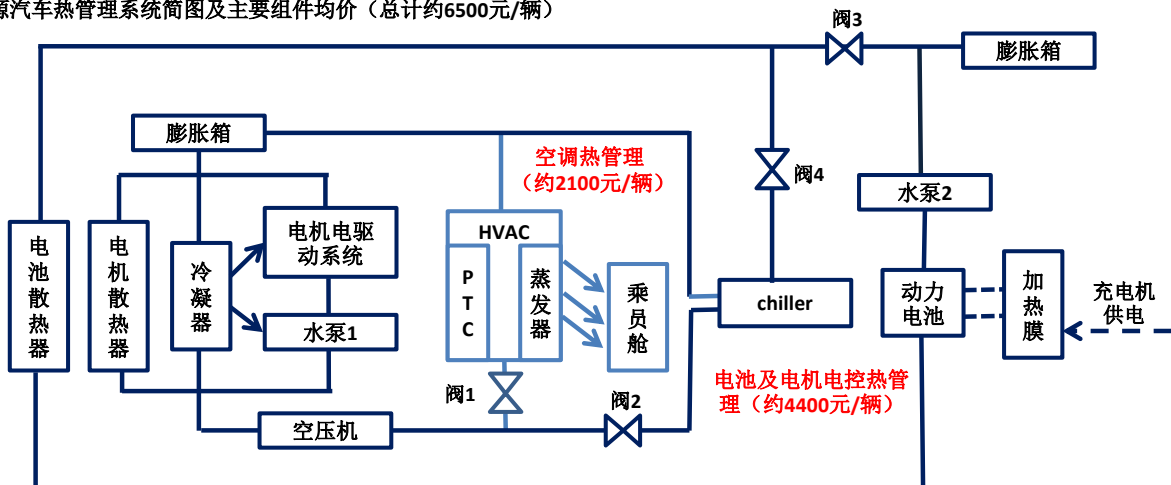
**新能源車熱管理功能豐富，組件價值高：**新能源車熱管理系統是決定整車續航里程和電池壽命的關鍵因素，相比於傳統汽車的熱管理，新能源汽車熱管理系統將管理對象從座艙延伸到電機電控，並在製冷的基礎上添加了保溫和制熱的需求。由於技術難度的增加和熱管理細分模塊需求的增加，新能源車熱管理組件價值量達 6500 元/輛是傳統乘用車熱管理組件價值量的 267.41%。

圖 3：三花智控戰略性發展商用製冷和汽車熱管理板塊

● 传统汽车热管理系统及主要组件均价（总计约2430元/辆）



● 新能源汽车热管理系统简图及主要组件均价（总计约6500元/辆）



資料來源：公司資料、元大

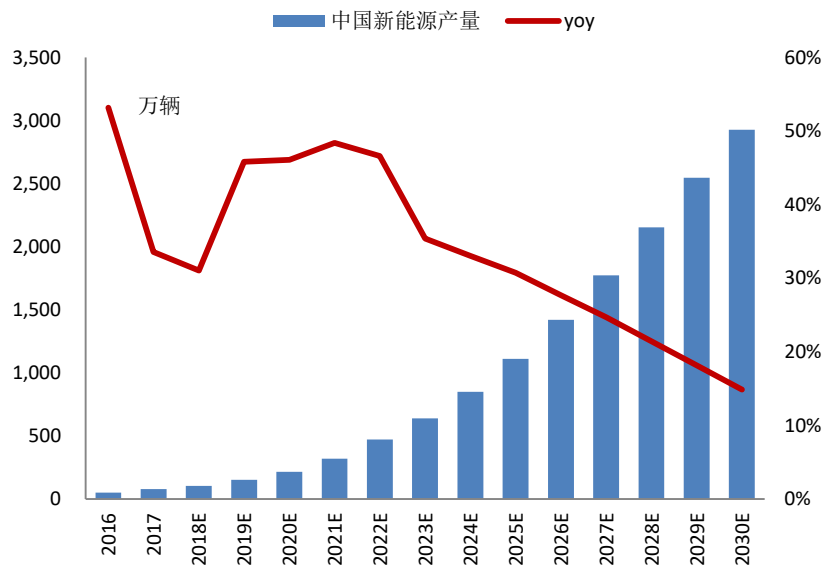
**政策驅動新能源車高速發展，2020 年新能源車熱管理新增需求或破百億：**

2017/9/27 日，工信部、財政部、商務部、海關總署、質檢總數五部委發佈《乘用車企業平均燃料消耗量與新能源汽車積分並行管理辦法》，表明雙積分將於 2018 年施行，新能源積分比例考核將於 2019 年實施，雙積分政策有力推動中國新能源汽車產業的發展，中國新能源汽車發展已步入快車道。此外，發改委規劃到 2020 年中國智能汽車新車佔比將達到 50%，且中國的智能汽車或在

2018年上半年完成制定，提高電動汽車發展預期，熱管理系統市場或成為下一個風口。

中汽協數據顯示，2017年，我國新能源車銷量達77.7萬輛，同比增長53%。若到2020年，我國實現212萬量新能源乘用車產量，新能源車熱管理零部件年新增需求將達138億，2030年潛在市場規模或達1882億元。三花汽零現已覆蓋幾乎除壓縮機外所有的汽車熱管理零組件，以現有的組件種類計算，三花汽零到2020年新能源車市場相關熱管理潛在市場零部件空間或達74億元，2030年潛在市場規模或達1013.85億元，未來12年CAGR預計為32%，市場空間廣闊。

圖 4：中國新能源車產量指數型增長

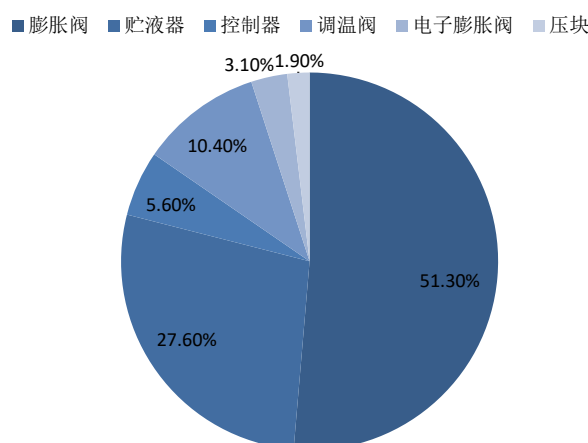


資料來源：元大

## 新能源汽車熱管理成新增長點，2018 年汽零業務業績或超預期

資產注入打開成長空間，募投突破產能瓶頸：2017 年三花收購集團汽零資產，業績承諾為 2017-2019 年淨利潤分別為 1.69、2.08、2.45 億元。其核心產品包括熱力膨脹閥、貯液器、調溫閥、電子膨脹閥、控制器、壓塊等。其中熱力膨脹閥年銷量 1444 萬只，貯液器年銷量 938 萬只，全球市佔率分別達 16%與 14%，均處於世界第二、中國第一的位置。四通閥年產能 6500 萬套，電子膨脹閥年產能 3600 萬套。2016 年三花汽零主要產品的平均產能利用率達到 72.42%，其中膨脹閥和貯液器產能利用率高達 95%以上，產能限制業績增長。三花募投建設年產 1150 萬套新能源汽車零部件項目、年產 730 萬套新能源汽車熱管理系統組件技術改造項目及年產 1270 萬套汽車空調控制部件改造項目預計將在 2019 年底至 2020 年初全部投產，提升公司業績。

圖 5：三花汽零核心產品



資料來源：公司公告、元大

圖 6：2016 年三花汽零產能成為發展瓶頸

	銷量（萬輛）	產能利用率	銷售收入（萬元）
膨脹閥	1,444	101%	37,608
貯液器	938	96%	20,234
控制器	37	88%	4,134
調溫閥	137	80%	7,617
電子膨脹閥	10	43%	2,291
壓塊	388	27%	1,369
合計	2,954	72%	73,252

資料來源：公司公告、元大

技術研發優勢明顯，客戶結構穩定：三花目前擁有研發人員 275 人，佔員工總數 21.59%，截止 2017/6 月，三花汽零及其子公司共擁有已獲授權的境內專利 122 項、境外專利 13 項，三花研究院無償轉讓的 227 項專利。三花首創車用電子膨脹閥，成為全球範圍內的典型應用。其是國內唯一一家能夠在全球中高檔車型上同時批量配套膨脹閥與儲液器的企業，三花明星產品車用電子膨脹閥使其成為迄今為止唯一或達 PACE 大獎的中國企業，行業龍頭地位穩固。憑藉技術研發能力形成的先發優勢，三花現已成為多家全球知名配套集成商（如法雷奧、馬勒等服務），多家知名整車企業（如奔馳、通用、上汽、一汽）的一級供應商。

汽車零部件進入門檻高，國內整車廠的認證週期約為 2-3 年，國外整車廠的認證週期約為 3-5 年，且一款新車型的生命週期約為 6-7 年，疊加三花的成本優勢，生命週期內換供應商的機率極低，三花優質客戶穩定。

圖 7：三花汽零部分在手合同

客戶名稱	具體品牌	產品類別	合同起止期限	銷售主體	生命週期內預計銷售額累計
一汽	一汽大眾	電池冷卻器	合同無具體期限約定	三花汽零	沒有明確表述
	一汽轎車	電池冷卻器	合同無具體期限約定	三花汽零	沒有明確表述
	天津一汽	電池冷卻器	2016.6.6-2018.6.6	三花汽零、蘇州新智	沒有明確表述
江鈴	江鈴股份	電磁冷卻器	合同無具體期限約定	三花汽零	沒有明確表述
吉利	沃爾沃	熱管理平台部件	合同無具體期限約定	三花汽零	6 億元
		電池冷卻器、集成模塊	合同無具體期限約定		
	吉利汽車	水泵	合同無具體期限約定		
		水閥	合同無具體期限約定		
上汽	上汽集團	電池冷卻器	2017.1.1-2018.6.30	三花汽零	沒有明確表述
	上汽大眾	電池冷卻器	合同無具體期限約定		
廣汽	廣汽乘用車	電磁閥、水閥	合同無具體期限約定	三花汽零	沒有明確表述
蔚來汽車	蔚來汽車 (ES6, ES8)	水泵、水閥	合同無具體期限約定	三花汽零	11 億 (ES6)+3 億 (ES8)=14 億
奔馳	德國戴姆勒	電子膨脹閥	2017.1.3-2018.12.31	蘇州新智	沒有明確表述
	德國戴姆勒	電子水泵	合同無具體期限約定	三花汽零	預估 1.05 億元
特斯拉	TESLA (Model3)	膨脹閥, 水冷板, 油泵, 油冷器	合同無具體期限約定	美國三花	沒有明確表述
				三花汽零	沒有明確表述
通用	通用	水閥	2017.4.19-2023.12.31	三花汽零	沒有明確表述
大眾	大眾	MEB 熱管理產品	合同無具體期限約定	三花汽零	沒有明確表述

資料來源：公司公告、公司官網、元大

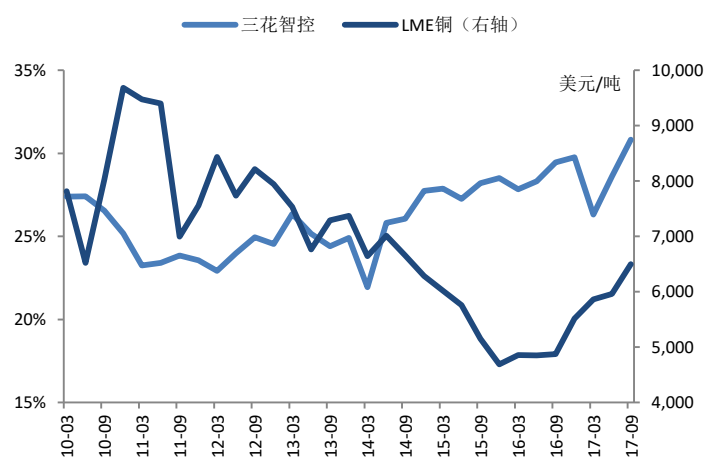
**特斯拉、蔚來等車企核心商，2018 年三花汽零有望業績超預期：**特斯拉和蔚來作為電動汽車和智能汽車領域的帶動者具有極強的標杆效應，三花成為其供應商將顯著提升三花全球市場的影響力，後續隨著特斯拉在國內建廠，逐步實現量產疊加蔚來汽車的放量銷售，2018 年三花汽零營收或達 14.63 億元，同比增長 27%，有望實現業績超預期。日前，三花已被蔚來確認為第一代和第二代量產車，特斯拉 Model3 的熱管理供應商，以及沃爾沃、大眾、戴姆勒新能源平台熱管理部分零組件獨家供應商。其中特斯拉單車價值約為 200 美元，蔚來汽車兩代車型生命週期內預計銷售額累計逾人民幣 3 億元和 11 億元，單車價值約為 220 美元，假設三花其他汽車熱管理業務按照 22%、18%、17% 的增速增長，各類車型生命週期為 5 年，則 2017-2020 年三花汽零主營業收入分別為 11.49 億元、14.63 億元、20.63 億元及 26.61 億元。

## 多項家電零部件全球市佔第一，商用製冷有望實現進口替代

### 核心製冷業務支撐業績，嚴控風險提高毛利

合理定價模式轉移風險，規模效應凸顯成本優勢：2016年三花59%的收入來自於空調冰箱製冷元器件。主要產品四通換向閥、截止閥和電子膨脹閥在全球市場的市佔率高達60%、35%和40%左右，市場領導地位穩固。其產品成本的60%-70%是銅，2015年-2017年，銅價波動30%，但三花毛利率僅浮動5%，近三年均保持在25%-30%左右，這是由於三花進行了合理的成本風險管理。一方面，約有80%的訂單採取以原材料月度均價作為變量來影響最終產品銷售價格的定價模式；另一方面，對須協定銷售價格的產品，進行套期保值。預期2018年供給側改革的大背景下，銅價浮動對三花毛利將不造成重大影響。

圖 8：三花毛利高，與銅價相關性弱



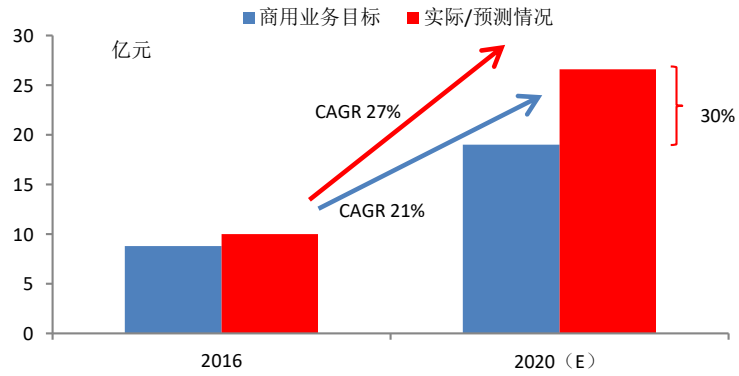
資料來源：公司資料、元大

三花規模效應明顯，成本顯著低於行業平均水平。雖然傳統閥類產品例如截止閥、四通轉向閥等工藝較為簡單，技術壁壘低，但由於三花的規模效應強，質量保障高，銷售價格或比部分小廠自己生產的成本還低，增厚了行業進入壁壘，提高了客戶的穩定性。整體上，三花毛利高於競爭對手盾安環境10%左右。此外，公司將在輕量化、小型化、標準化和系列化的道路上持續努力，從材料切割等方面控制成本，增強與下游公司的溝通，在產品設計環節追求產品系列化、標準化。

商用製冷有望實現進口替代，提高整體綜合毛利：重點發展商用製冷領域配套產品是公司近年的主要發展方向之一。2016年三花家用空調佈局營收約10億元，佔總營收不及17%，商用製冷產品售價較高，且毛利率高達40%左右，顯著高於家用製冷設備零部件30%左右的毛利率，提高商用製冷產品比重將提高公司整體綜合毛利。相比家用製冷領域的龍頭地位，商用製冷領域三花全球市場佔有率僅為5%左右，大部分供應還掌握在跨國企業中，未來市場份額具有非常大的提升空間。根據近些年商用製冷領域的發展速度，預期2017-2020年CAGR約為30%，到2020年三花商業製冷銷售額或達到26.6億元，超三花商用製冷業務發展規劃40%，帶動製冷元器件業務整體實現年均6%左右的增長。



圖 9：商用製冷業務發展目標



資料來源：公司資料、元大

**聚焦製冷主業，龍頭受益空調行業高景氣：**受益於同期低基數，天氣炎熱帶來的補庫存效應以及地產滯後效應，2017年空調行業銷售14170.16萬台，同比增長31%。三花核心客戶美的、格力、海爾2017年累計空調銷量9215萬台，同比增長36.18%。空調截止閥2017年累計內銷量為2.35億只，同比增長48%，四通閥、電子膨脹閥2017年1-11月累計內銷量9447萬只及4037.3萬只，同比增長49.41%及51.02%。冰箱行業全年總銷量7507.2萬台，同比增長1.2%。核心客戶海爾、美的係銷量4.75%，三花2017年傳統製冷產品產能利用率接近飽和，業績充分釋放，家電製冷板塊營收或同比增長33%。

**2018年空調銷量預期持續走高，三花傳統製冷訂單充足：**一方面，我國人均空調擁有量僅為1.2台，相比日本等較為成熟的家電市場2.6台的人均擁有量仍有較大的空間，預期2018年，家用空調行業整體銷量仍將維持在5%-10%左右，三花核心客戶格力、美的龍頭優勢將持續保持，冰箱銷量預期保持平穩。另一方面，商用製冷業務伴隨冷鏈的發展，國產替代的推進，三花近3年或保持30%以上的營收增速。整體上，三花2018年傳統製冷業務下游需求充足，2017-2018年營收CAGR將維持在13%左右。

## 微通道替代空間達 431 億，龍頭產能釋放推升業績

微通道全球市佔率達 43%，產品替代優勢明顯：微通道又稱微通道換熱器，主要應用於製冷空調、食品冷鏈等領域。三花是微通道領域的絕對龍頭，市佔率全球第一，達 43%，國內市場市佔率為 50%。作為國內第一家專業研發和生產家用商用空調用微通道換熱器廠家，三花微通道已獲得專利授權證書 180 項，是製冷空調用微通道換熱器領域國內申報專利最多的企業，產品研發和技術工藝處於世界領先位置。微通道換熱器具有顯著的節能環保優勢，廣泛應用於空調、製冷及熱泵等市場。相比於傳統的管翅式換熱器，微通道換熱器以鋁代銅做原料，能效高出 30%以上，而成本只有傳統換熱器的 75%左右。

圖 10：微通道產品替代優勢明顯

產品參數	微通道換熱器性能（相比傳統換熱器）
能效	比傳統換熱器高出 30%以上
成本	是傳統換熱器的 3/4
環保	所用鋁材 100%可收回，比傳統換熱器所用鋼材更環保
重量	比傳統換熱器輕 50%
體積	比傳統換熱器小 30%

資料來源：元大

環保訴求疊加消費升級，百億級藍海搶佔先機：截止至 2016 年底，微通道全球潛在市場 460 億，微通道換熱器市場佔比僅為 6.4%，傳統換熱器仍佔比 93.6%，替代空間有 430 億，十分廣闊。其中公司佈局的空調領域潛在替換空間佔整體替換空間的 86%，預計潛在替換空間達 352.87 億元。現今三花微通道產品的出口比例達 90%，已在美國批量應用。隨著消費升級、環保訴求的逐步提高，疊加國內產線的投產，內銷市場有望進一步擴大。

圖 11：微通道市場潛在替換空間大

領域	應用市場分佈	微通道市場潛在規模（億元）	細分領域	微通道市場潛在規模（億元）
空調	86%	377	家用空調	267.67
			商用空調	101.79
			精密空調	7.54
製冷	5%	59.5	冷凝機組&商用櫃	40.34
			冰箱	14.22
			冷藏運輸	1.96
			製冷機及其他	2.98
熱泵	6%	10.3	家用熱泵	2.86
			商用熱泵	7.44
其他	3%	13.82	-	13.8
<b>總計</b>	<b>100%</b>	<b>460.62</b>	<b>0.00</b>	<b>460.62</b>
<b>傳統換熱器替換空間</b>		<b>93.60%</b>	-	-
<b>微通道市場潛在替換空間</b>		<b>431.14</b>	-	-

資料來源：製冷快報、元大

230 萬台/年新增產能，支撐 25 億元以上的銷售規模：2013-2015 年三花微通道業務產能利用率逐漸上升，2015 年達到 100%，產能飽和，發展遇到瓶頸。隨著 2015 年定增募投項目的開展，微通道業務產能擴大，為持續上升的產

銷率提供了保障。現今三花微通道業務擁有三大基地，分別為杭州基地、美國 R-Suared 公司、墨西哥生產基地（全資子公司）。截止至今，杭州基地的 80 萬台/年的項目已於 2017 年 12 月投產，墨西哥基地項目預期已完成 67% 左右，並暫停墨西哥項目，挪用後續資金支持杭州基地新增 70 萬台換熱器自動化技術改造項目，順應市場發展需要。現今三花微通道業務產能約為 332 萬台/年，預期杭州新增項目將於 2019 年完成，屆時三大基地合計總產能超過 380 萬台/年，支撐近 30 億元的銷售規模。

圖 12：微通道產能擴張

	覆蓋市場	原有產能 (萬台/年)	募投項目新增 (萬台/年)	新增投產量	合計 (萬台/年)
杭州基地	亞太和歐洲	120	80+70(新增)	80	270
美國 R 公司	北美	32	0	0	32
墨西哥基地	北美	0	150	100	150
<b>合計</b>	<b>-</b>	<b>152</b>	<b>300</b>	<b>180</b>	<b>452</b>

資料來源：公司公告、元大

產能擴張疊加空調行業高景氣，微通道業務或超預期：三花微通道最低業績承諾為 2015-2017 年淨利潤分別為 1.1 億、1.4 億、1.75 億，合計預測淨利潤 4.25 億元，並承諾三年累計淨利潤不低於該預測數。由於 2017 年空調行業高景氣，疊加杭州、墨西哥基地微通道產能的逐步擴張，2017 年微通道業務淨利潤或超預期，同比增速或超 20%，比預期高 1497 萬元。

圖 13：三花微通道業績預測與承諾

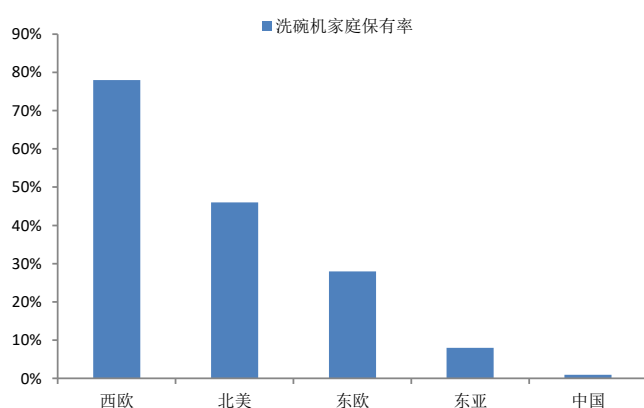
	2015 年	2016 年	2017 年
業績承諾(萬元)	11003	14060	17463
YOY%	-	27.78%	24.20%
實際/預測淨利潤(萬元)	11500	15800	18,960 (E)
YOY%		37.39%	20.00% (E)
超預期(萬元)	497	1740	1,497 (E)

資料來源：公司公告、元大

## 洗碗機行業近 4 年 CAGR 或達 77.07%，亞威科盈利能力持續改善

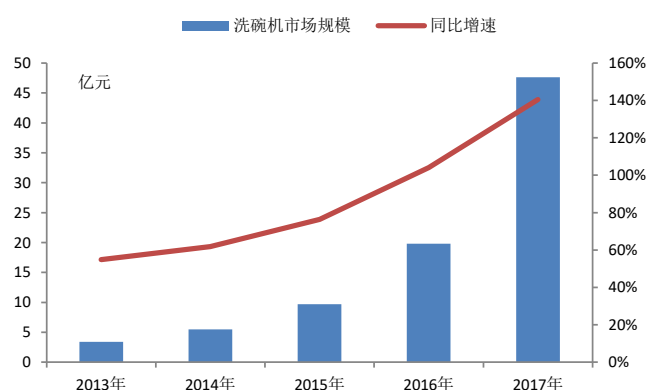
洗碗機內銷市場強力激活，百億零售規模可期：洗碗機行業在中國滲透率僅為 1%，隨著中國居民人均可支配收入的持續上漲，“新中產”階級的崛起，以及老齡化、人工成本的進一步提升以及新一代消費群體追求舒適的消費理念，洗碗機或成為下一個消費升級的風口。2017 年中國洗碗機整體市場的零售額達到 48 億元，同比增長率在 140.8%，成長性領跑家電行業，成為所有家電品類中成長最好的產品。到 2021 年，洗碗機內銷市場的銷售額有望達到 323.8 億元，2017-2021 年 CAGR 將達 77.07%。

圖 14：洗碗機在中國滲透率極低



資料來源：公司資料、元大

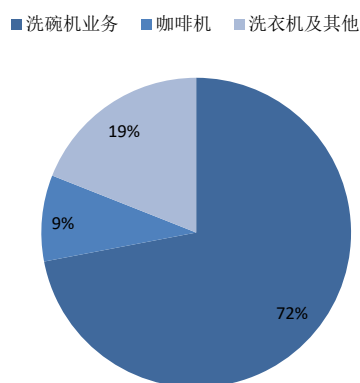
圖 15：洗碗機市場進入黃金爆發期



資料來源：中商產業研究院、元大

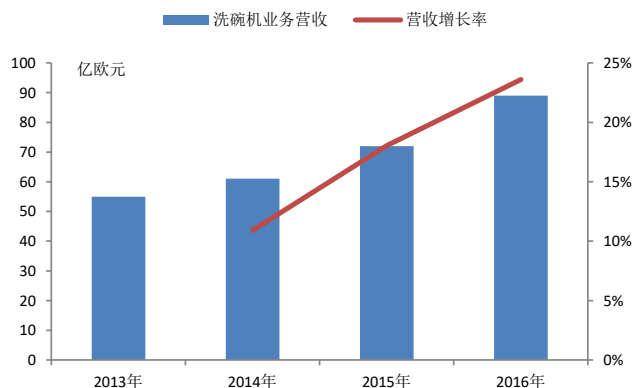
洗碗機部件核心供應商，盈利能力持續改善：亞威科長期被家電客戶視為洗碗機系統部件開發的第一供應商，洗碗機營收佔其總營收的 72%，且增速逐年提高，發展勢頭強勁。主導產品 Omega 泵、水軟化系統、分配器等產品是洗碗機的核心部件，主要客戶包括米勒、飛利浦、BSH、惠而浦、伊萊克斯、Helbling 等一線國際品牌。

圖 16：2016 年亞威科主營收入結構



資料來源：公司資料、元大

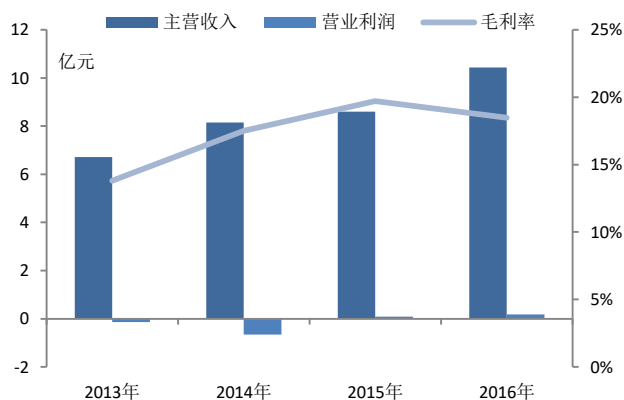
圖 17：Aweco 洗碗機業務增長趨勢



資料來源：公司公告、元大

2013 年三花收購亞威科後，亞威科營收持續增長，盈利能力逐步改善，從 2013 的虧損 1.35 億元到 2015 年基本實現營收平衡，再到 2016 年實現 10.43 億元的盈利。這不僅歸因於行業紅利的釋放提高洗碗機銷量，也在於三花逐步將亞威科生產基地從德國、奧地利向波蘭、中國這些人工成本相對較低的地方轉移，並不斷發掘國內的供應商進行採購控制成本。此外，三花對亞威科業務進行持續的投入和扶持，解決收購前資金面斷裂對訂單產能影響問題，吸引原先客戶回流。總體上，在未來 1-2 年內，亞威科淨利率將保持在 5%左右，並隨著國內洗碗機市場逐步起步，淨利率有望持續提高。

**圖 18：亞威科淨利潤逐年提高**



資料來源：Wind、元大

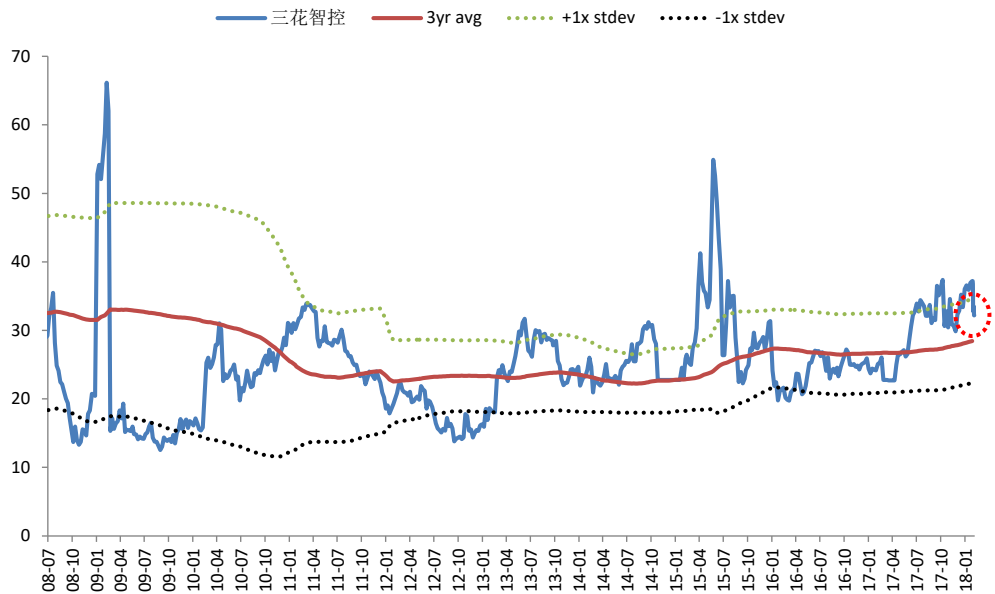
## 協同效應刺激增長，稀缺熱管理標的重塑估值

收購汽零業務拓寬發展方向，稀缺新能源車熱管理標的重塑估值：行業景氣度高，2017年業績無憂：2017年3Q汽零業務併表後，在人民幣匯率升值財務費用同比增長33.09%達0.96億元的基礎上，三花2017年Q1-Q3毛利率同比增加1.36%達30.82%，淨利潤同比增長20%，達3.69億元。2017年上半年三花汽零實現淨利潤9.7億元，同比增長73%，一般下半年汽車行業景氣度優於上半年，預期下半年汽零業務將再度快速發展，2017年三花業績無憂。

優質客戶資源豐富，行業進入門檻高。三花是特斯拉、蔚來等新能源車和智能汽車的唯一核心部分熱管理零部件供應商，是電子膨脹閥在全球的典型示範企業，先發優勢明顯。汽車電子產業鏈認證週期長，門檻高，國內 OME 車廠認證週期約 2-3 年，外資認證週期或達 3-5 年，由於三花成本優勢明顯，生命週期內由於成本壓力車廠換供應商的概率極小。疊加特斯拉和蔚來是電動車和智能車的標杆，三花熱管理技術與兩者共成長，將帶動其他車廠的熱管理需求，三花 2018-2020 年汽車熱管理板塊訂單充足。

汽零業務形成新增長極，三花估值仍有上漲空間。三花汽車熱管理業務新增後，估值重塑並未進行完全，現今估值水平仍處於原先家電零配件業務的合理區間，有望實現估值重塑，向上突破原先單一家電零配件業務估值區間。

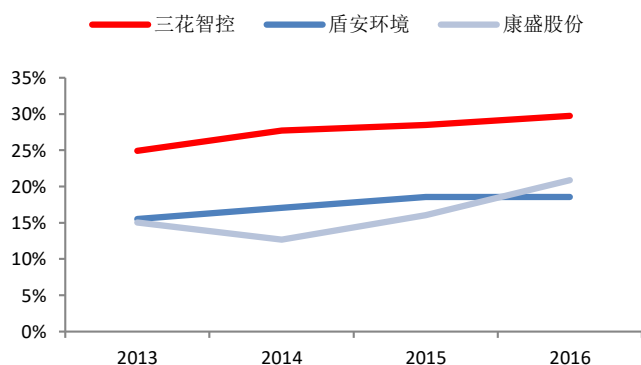
圖 19：汽零業務估值重塑尚未完全反應



資料來源：Wind、元大

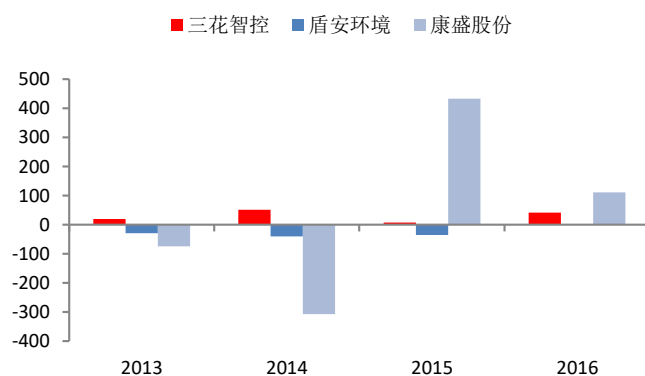
家電業務毛利高於同比公司，規模優勢明顯：由於三花注重研發，控制成本，策略化發展高毛利產品，2013年以來三花的製冷零配件產品毛利率呈上升趨勢，且於2016年達到34.2%，業績增長穩定，是近三年同比公司中唯一一個沒有出現負增長的標的。核心產品電子膨脹閥、截止閥和四通閥的全球市場佔有率分別達30%、30%和56%，議價能力強，規模效應大。三花客戶資源優質，佔據世界一線空調、冰箱的行業龍頭客戶如松下、美的、格力等，隨著家電市場的集中度提高，三花客戶業務量將有望持續增長，家電業務訂單量充足。

圖 20：三花家電業務板塊毛利率明顯高於同業公司



資料來源：公司公告、元大

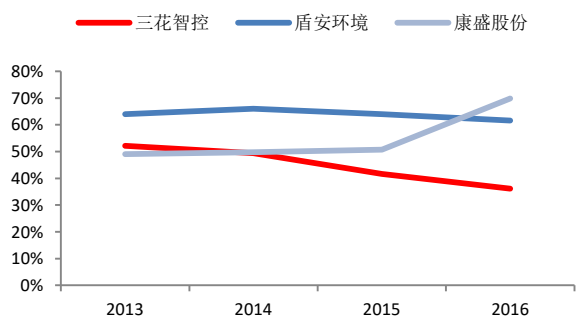
圖 21：三花家電業務板塊盈利能力強



資料來源：公司公告、元大

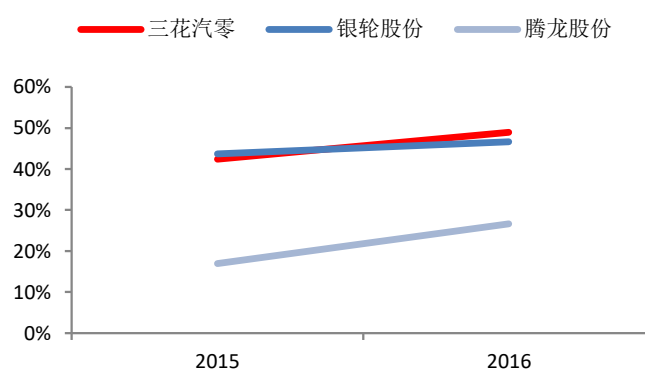
協同優化汽零資本結構，募投擴產釋放業績增速。三花在資本結構和償債能力方面佔據優勢，同業比較中，三花資產負債率最低，償債能力強，流動性高；而三花汽零由於 2016 年預收款項與應付職工薪酬增速達 130.1%與 129.8%，資產負債率在同業中處於較高水平。

圖 22：三花家電業務板塊資產負債率低於同業企業



資料來源：公司公告、元大

圖 23：三花汽零資產負債率高於同業企業



資料來源：公司公告、元大

2016 年三花汽零產能利用率接近飽和，資金短缺限制產能擴張。三花汽零被三花智控收購後，其償債能力和負債結構將得到優化，疊加募投項目擴建汽零產能，汽零業務業績有望突破產能瓶頸，打開發展空間。2016 年三花汽零的營收增速僅為 10.2%與同比熱管理汽零公司存在較大差距，提升空間還很大。預計 2017-2019 年三花將實現淨利潤 12.02 億元、16.03 億元、21.15 億元，同比增長 40.11%、33.42%、31.92%。本中心首次將三花納入研究範圍以及 22.9 元目標價，係基於 30.3 倍的 PE 計算得。

圖 24：汽零業務同業評價比較表

Company	Ticker	Price	Mkt Cap	EPS			PER (x)			EPS growth (%)		
				2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019 F
三花智控	002050.SZ	18.48	39,178	0.48	0.61	0.75	39.92	30.96	25.49	15.49	28.95	21.45
<b>Global peers</b>		(US\$ mn)	(US\$ mn)									
法雷奧集團	FR FP equity	72.12	17,042	4.25	4.85	5.41	14.28	12.51	11.22	0.09	0.14	0.11
<b>Global Average</b>		<b>72.12</b>	<b>17,042</b>	<b>4.25</b>	<b>4.85</b>	<b>5.41</b>	<b>14.28</b>	<b>12.51</b>	<b>11.22</b>	<b>0.09</b>	<b>0.14</b>	<b>0.11</b>
<b>Local peers</b>		(RMB mn)	(RMB mn)									
騰龍股份	603158.SH	17.85	3,903	0.67	0.82	0.96	26.48	21.75	18.68	22.58	21.71	16.45
銀輪股份	002126.SZ	8.68	6,953	0.42	0.55	0.70	20.80	15.91	12.38	15.92	30.75	28.46
西泵股份	002536.SZ	12.89	4,303	0.66	0.91	1.13	19.48	14.22	11.37	106.75	36.99	25.08
<b>Local Average</b>		<b>13.14</b>	<b>5,053</b>	<b>0.58</b>	<b>0.76</b>	<b>0.93</b>	<b>22.25</b>	<b>17.29</b>	<b>14.14</b>	<b>48.42</b>	<b>29.82</b>	<b>23.33</b>

資料來源：公司資料、元大、Bloomberg

圖 25：汽零業務同業評價比較表 (續)

Company	Ticker	Price	Mkt Cap	ROE (%)			BVPS			PBR (x)		
				2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F
三花智控	002050.SZ	18.48	39,178	17.07	20.39	22.38	3.01	3.29	3.66	6.30	5.78	5.20
<b>Global peers</b>		(US\$ mn)	(US\$ mn)									
法雷奧集團	FR FP equity	72.12	17,042	22.02	22.57	21.44	6.61	5.78	14.36	3.13	2.63	2.26
<b>Global Average</b>		<b>72.12</b>	<b>17,042</b>	<b>22.02</b>	<b>22.57</b>	<b>21.44</b>	<b>6.61</b>	<b>5.78</b>	<b>14.36</b>	<b>3.13</b>	<b>2.63</b>	<b>2.26</b>
<b>Local peers</b>		(RMB mn)	(RMB mn)									
騰龍股份	603158.SH	17.85	3,903	14.00	14.00	14.00	4.88	5.70	6.66	3.66	3.13	2.68
銀輪股份	002126.SZ	8.68	6,953	11.72	13.12	14.48	3.68	4.23	4.91	2.36	2.05	1.77
西泵股份	002536.SZ	12.89	4,303	11.02	13.54	14.82	6.07	6.80	7.68	2.12	1.90	1.68
<b>Local Average</b>		<b>13.14</b>	<b>5,053.05</b>	<b>12.25</b>	<b>13.55</b>	<b>14.44</b>	<b>4.88</b>	<b>5.58</b>	<b>6.42</b>	<b>2.71</b>	<b>2.36</b>	<b>2.04</b>

資料來源：公司資料、元大、Bloomberg

圖 26：家電零部件業務同業評價比較表

Company	Ticker	Price	Mkt Cap	EPS			PER (x)			EPS growth (%)		
				2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019 F
三花智控	002050.SZ	18.48	39,178	0.48	0.61	0.75	39.92	30.96	25.49	15.49	28.95	21.45
<b>Global peers</b>		(US\$ mn)	(US\$ mn)									
偉爾水製品有限公司	MWA us equity	10.87	1,726	0.44	0.54	0.66	20.37	16.89	16.89	0.10	0.23	0.21
克瑞公司	CR us equity	89.45	5,309	4.53	5.46	6.18	17.15	15.16	15.16	1.16	0.21	0.13
<b>Global Average</b>		<b>50.16</b>	<b>3,517</b>	<b>2.48</b>	<b>3.00</b>	<b>3.42</b>	<b>18.76</b>	<b>16.02</b>	<b>16.02</b>	<b>0.63</b>	<b>0.22</b>	<b>0.17</b>
<b>Local peers</b>		(RMB mn)	(RMB mn)									
盾安環境	002011.SZ	6.24	5,723	0.11	0.16	0.20	58.70	40.23	31.11	18.11	45.91	29.34
康盛股份	002418.SZ	8.88	10,091	0.21	0.28	0.38	42.21	31.85	23.46	23.76	32.51	35.76
天銀機電	300342.SZ	13.10	5,659	0.50	0.64	0.84	26.40	20.36	15.53	(4.56)	29.64	31.08
<b>Local Average</b>		<b>10.99</b>	<b>7,875</b>	<b>0.35</b>	<b>0.46</b>	<b>0.61</b>	<b>34.30</b>	<b>26.11</b>	<b>19.50</b>	<b>9.60</b>	<b>31.07</b>	<b>33.42</b>

資料來源：公司資料、元大、Bloomberg



圖 27：家電零部件同業評價比較表 (續)

Company	Ticker	Price	Mkt Cap	ROE (%)			BVPS			PBR (x)		
				2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F
三花智控	002050.SZ	18.48	39,178	17.07	20.39	22.38	3.01	3.29	3.66	6.70	6.15	5.53
<b>Global peers</b>		(US\$ mn)	(US\$ mn)									
偉爾水製品有限公司	MWA us equity	10.87	1726	14.30	18.85	0.20	10.22	9.16	11.34	-	2.99	2.56
克瑞公司	LHN sw equity	89.45	5309	5.88	6.92	7.81	9.06	8.46	13.78	1.07	1.03	0.99
<b>Global Average</b>		<b>50.16</b>	<b>3,517</b>	<b>10.09</b>	<b>12.88</b>	<b>4.00</b>	<b>9.64</b>	<b>8.81</b>	<b>12.56</b>	<b>1.07</b>	<b>2.01</b>	<b>1.78</b>
<b>Local peers</b>		(RMB mn)	(RMB mn)									
盾安環境	002011.SZ	6.24	5,723	2.15	3.09	3.88	4.85	4.96	5.09	1.29	1.26	1.22
康盛股份	002418.SZ	8.88	10,091	10.36	12.41	14.80	1.99	2.21	2.55	4.46	4.02	3.48
天銀機電	300342.SZ	13.10	5,659	15.21	17.00	18.94	3.25	3.76	4.44	4.03	3.49	2.95
<b>Local Average</b>		<b>9.41</b>	<b>7,157.86</b>	<b>9.24</b>	<b>10.83</b>	<b>12.54</b>	<b>3.36</b>	<b>3.64</b>	<b>4.03</b>	<b>3.26</b>	<b>2.92</b>	<b>2.55</b>

資料來源：公司資料、元大、Bloomberg

圖 28：12 個月預期市盈率區間圖



資料來源：公司資料、元大

## 資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
現金與短期投資	1,160	4,270	5,089	8,039	8,876
存貨	1,185	509	1,579	841	2,067
應收帳款及票據	2,319	648	3,240	1,450	4,213
其他流動資產	594	594	50	50	50
<b>流動資產</b>	<b>5,258</b>	<b>6,020</b>	<b>9,958</b>	<b>10,381</b>	<b>15,207</b>
長期投資	17	(7)	(31)	(55)	(78)
固定資產	2,286	2,406	2,103	1,672	1,317
什項資產	479	534	585	633	677
<b>其他資產</b>	<b>2,782</b>	<b>2,933</b>	<b>2,658</b>	<b>2,250</b>	<b>1,916</b>
<b>資產總額</b>	<b>8,039</b>	<b>8,953</b>	<b>12,615</b>	<b>12,631</b>	<b>17,122</b>
應付帳款及票據	1,302	1,408	3,990	2,609	5,181
短期借款	809	874	939	1,004	1,069
什項負債	396	396	400	400	500
<b>流動負債</b>	<b>2,507</b>	<b>2,678</b>	<b>5,329</b>	<b>4,013</b>	<b>6,749</b>
長期借款	661	661	661	661	662
其他負債及準備	184	184	184	184	184
<b>長期負債</b>	<b>845</b>	<b>845</b>	<b>845</b>	<b>845</b>	<b>846</b>
<b>負債總額</b>	<b>3,352</b>	<b>3,523</b>	<b>6,174</b>	<b>4,857</b>	<b>7,595</b>
股本	1,801	325	325	325	325
資本公積	461	1,946	1,946	1,946	1,946
保留盈餘	2,409	3,124	4,135	5,466	7,218
換算調整數	(19)	0	0	1	2
<b>股東權益</b>	<b>4,652</b>	<b>5,395</b>	<b>6,406</b>	<b>7,738</b>	<b>9,491</b>

資料來源：公司資料、元大

## 現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
本期淨利潤	608	862	1,219	1,623	2,141
折舊及攤提	236	251	279	278	278
本期營運資金變動	(365)	2,453	(532)	1,146	(1,317)
其他營業資產	339	0	0	0	0
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>819</b>	<b>3,567</b>	<b>966</b>	<b>3,047</b>	<b>1,101</b>
資本支出	(340)	(340)	60	60	60
本期長期投資變動	24	24	24	24	24
其他資產變動	(16)	(87)	(87)	45	(27)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(332)</b>	<b>(403)</b>	<b>(3)</b>	<b>129</b>	<b>57</b>
股本變動	407	9	0	0	0
本期負債變動	46	65	65	65	66
其他調整數	(370)	(128)	(208)	(291)	(388)
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>83</b>	<b>(54)</b>	<b>(143)</b>	<b>(226)</b>	<b>(322)</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>585</b>	<b>3,110</b>	<b>819</b>	<b>2,950</b>	<b>837</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>487</b>	<b>3,164</b>	<b>963</b>	<b>3,176</b>	<b>1,158</b>

資料來源：公司資料、元大

## 損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>營業收入</b>	<b>6,161</b>	<b>6,769</b>	<b>9,460</b>	<b>11,413</b>	<b>13,600</b>
銷貨成本	(4,404)	(4,754)	(6,568)	(8,029)	(9,477)
<b>營業毛利</b>	<b>1,756</b>	<b>2,015</b>	<b>2,892</b>	<b>3,384</b>	<b>4,123</b>
營業費用	(1,028)	(1,146)	(1,358)	(1,283)	(1,528)
<b>營業利潤</b>	<b>728</b>	<b>869</b>	<b>1,534</b>	<b>2,101</b>	<b>2,595</b>
利息收入	0	100	0	0	0
利息費用	(22)	(8)	(148)	(207)	(207)
利息收入淨額	(22)	92	(148)	(207)	(207)
投資利益(損失)淨額	(8)	34	43	26	58
其他業外收入(支出)淨額	30	24	27	17	17
非常項目淨額	0	0	0	0	10
稅前淨利潤	728	1,019	1,456	1,938	2,473
所得稅費用	(120)	(157)	(238)	(315)	(333)
<b>稅後淨利潤*</b>	<b>605</b>	<b>857</b>	<b>1,202</b>	<b>1,603</b>	<b>2,115</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	965	1,120	1,813	2,380	2,872
每股收益 (RMB)	0.41	0.48	0.61	0.76	1.00
每股收益 - 調整員工分紅 (RMB)	0.41	0.48	0.61	0.76	1.00

資料來源：公司資料、元大

\*歸屬於股東淨利潤

## 主要財務報表分析

年初至 12 月	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	5.8	9.9	39.8	20.6	19.2
營業利潤	1.2	19.3	76.5	36.9	23.5
稅前息前折舊攤銷前淨	2.7	16.2	61.8	31.2	20.7
稅後淨利潤	24.1	41.6	40.1	33.4	31.9
每股收益	(34.67)	15.49	28.75	23.39	31.92
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	28.5	29.8	30.6	29.6	30.3
營業利潤率	11.8	12.8	16.2	18.4	19.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	15.7	16.6	19.2	20.9	21.1
稅後淨利潤率	9.8	12.7	12.7	14.0	15.6
資產報酬率	8.1	10.1	11.3	12.9	14.4
淨資產收益率	13.0	15.9	18.8	20.7	22.3
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	31.4	28.3	24.8	21.4	18.2
淨現金(負債)權益比 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利息保障倍數 (倍)	34.0	131.5	10.9	10.4	13.0
利息及短期債	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1
現金流量對利息保障倍數 (倍)	37.1	456.7	6.5	14.7	5.3
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	1.0	4.0	0.9	2.5	0.9
流動比率 (倍)	2.1	2.2	1.9	2.6	2.3
速動比率 (倍)	1.6	2.1	1.6	2.4	1.9
淨負債 (RMB 百萬元)	310	(2,735)	(3,489)	(6,375)	(7,146)
每股淨值 (RMB)	3.17	3.17	3.17	3.17	3.17
<b>評價指標 (倍)</b>					
市盈率	46.1	39.9	31.0	25.1	19.0
股價自由現金流量比	57.3	10.8	38.7	12.7	34.8
市淨率	6.0	6.3	5.8	5.2	4.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	28.9	30.5	20.5	16.9	14.0
股價營收比	4.5	5.1	3.9	3.5	3.0

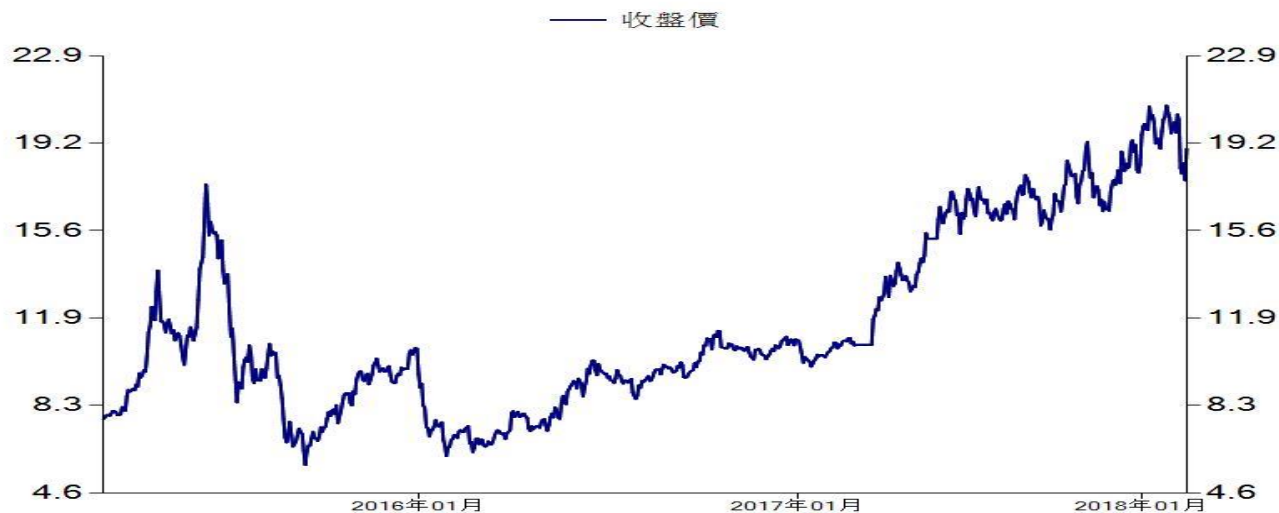
資料來源：公司資料、元大

## 附錄 A：重要披露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 三花智控 (002050 CH) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：Bloomberg，元大

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於A、B或C。

### 目前元大研究分析個股評級分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	154	34%
持有-超越同業	105	23%
持有-落後同業	19	4%
賣出	4	1%
評估中	169	37%
限制評等	3	1%
總計：	454	100%

資料來源：元大

### 投資評級說明

買入：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評級、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評級：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評級及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

### 總聲明

© 2018 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來

源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名  
元大證券投資顧問股份有限公司  
台灣台北市 104 南京東路三段  
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大證券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 號  
海富中心 1 座 23 樓