

家电行业

三花智控 (002050)

推荐(首次)

市场数据 (2019-11-15)

收盘价(元) 14.83

52周最高/最低(元) 15.12/9.16

基础数据

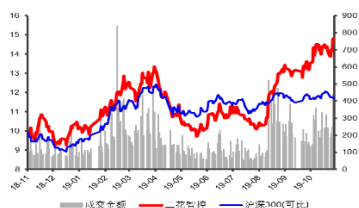
总股本(百万股) 2766

流通A股(百万股) 2419

流通A股市值(亿元) 359

每股净资产(元) 3.25

股价走势图



数据来源: Wind, 研究与战略发展部

研究员

贾俊超

执业证书编号: S0070517080001

电话: 010-83991736

邮箱: jjajc@grzq.com

相关报告

传统业务升级促增长, 新能源业务乘风起

——三花智控深度报告

盈利预测

单位: 百万元; 每股单位: 元

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9581.24	10835.99	11601.32	12827.56	14200.69
增长率 (%)	41.54%	13.10%	7.06%	10.57%	10.70%
归母净利润	1203.19	1249.08	1414.68	1639.08	1849.76
增长率 (%)	40.32%	3.81%	13.26%	15.86%	12.85%
每股收益	0.435	0.452	0.512	0.593	0.669
市盈率(倍)	34.09	32.84	28.99	25.02	22.17

数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

投资要点

- 传统制冷业务: 销量增长逻辑变弱, 消费升级逻辑正变强。**公司制冷业务收入随下游空调销量变化周期性波动, 考虑到未来空调内销稳态更新量相比18年仍有40%的空间, 公司传统制冷业务仍没有到天花板。不过, 考虑到空调行业的较大的基数水平, 未来公司的销量增长的逻辑影响变弱, 消费升级逻辑在变强, 主要体现在电子膨胀阀渗透率提升(1级能效空调), 目前国内空调渗透率是30%, 对比日本是90%仍有较大空间。盈利能力方面, 公司整体业务毛利率稳定, 一方面是规模效应下的成本下降, 另一方面是产品结构优化。
- 新能源汽车业务: 新增电池热管理系统, 零部件单车价值量提升。**汽车电动化的进程应用了大量电子化元件, 因而热管理系统零部件的单车价值量大幅度提升。主流的新能源乘用车电热管理系统的总价值量在5400元以上, 如果配备加热系统, 则总价值量为7400元, 而燃油车热管理系统价值仅为3200元, 单车增幅最高可达130%。随着新能源汽车渗透率的提升, 热管理系统的市场空间将持续扩大。我们预计到2025年新能源乘用车热管理系统市场空间将达354亿元, CAGR超过50%。
- 中高端电动车放量, EV专用平台陆续建成, 热管理系统需求增加。**由于微型车对成本控制有较强的诉求, 自主品牌装配电池热管理系统的需求并不强烈。2018年新的补贴政策重点退坡低端车型补贴, 大力扶持长续航电动汽车发展, 这会带来强烈装

配需求。此外，从国际主流车厂的进度表来看，基于纯电平台设计车型的推出基本都在 19 年以后，因此 19 年将是如大众、奔驰等国际一线品牌新能源车型销量爆发的元年，这也将带来电池热管理系统更大的升级需求。

- **获得国际一流车厂定点，有较强渠道壁垒。**公司产品获得国际一线厂商认可，覆盖了包括戴勒姆、Tesla、通用、上汽等一线车企，客户资源优质。海外业务主要是特斯拉，全年独家供应的趋势没有改变，公司可以参与到整车诊断环节，已经建立非常强的渠道壁垒。从业绩贡献上来看，2019 年主要增量仍特斯拉 Model3 车型，保守计算全年销量有望突破 30 万台，收入贡献将同比大幅提升。大众将是下一个业绩增长点，MEB 平台项目属于全平台项目，很多产品已经处于发包阶段，2020 年电动汽车逐渐量产后公司业绩将大幅提升。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 14.14 亿元、13.69 亿元、18.49 亿元，对应 EPS 分别为 0.51 元、0.59 元、0.67 元。对应前日收盘价 PE 分别为 29X、25X、22X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险因素：**空调能效政策落地风险，新能源汽车销量不及预期。

与市场不同的认识

1) 市场担忧公司传统业务盈利能力下滑风险

对于空调产业链来讲，中游制造端在整个产业链具有较强的议价力，很容易直接得出上游零部件厂商盈利能力低的结论。然而，实际情况却不是如此。从制冷业务毛利率来看，三花近年来制冷业务毛利率均维持在 30%左右，而对标企业盾安环境，其制冷业务长期维持在 15%左右。对比之下，我们发现三花的盈利能力并不低，我们认为三花的高盈利能力主要来自于：1) 双寡头格局下，规模优势为三花最大的竞争力。以内销数据来测算，公司 2018 年生产截止阀 1.04 亿个，四通阀 0.67 亿个，电子膨胀阀 0.34 亿个，所对应的市占率分别为 41%、55%、63%，较大的生产规模已经实现了公司较强的竞争壁垒。通过规模带来的成本优势，不仅使得竞争对手疲于应对，更使得厂商更加依赖零部件龙头企业。2) 规模化投入所带来的稳健盈利水平也会反补技术创新，进而实现正向循环。我们预计 2018 年公司传统制冷业务的净利润约为 10 亿元，这种利润水平相比于竞争对手绝对是碾压级别，公司可以通过传统业务稳健的现金流，来持续支持传统业务以及新业务的研发与创新，进而保障未来盈利能力的持续稳步提升，这也是我们看好公司的重要逻辑。

2) 市场担忧补贴退坡影响公司新能源零部件销量

我们看到，2019 年以来，我国新能源汽车销量受补贴退坡影响，销量出现一定程度的下滑，这直接导致了消费者对于公司新能源业务的担心。不过，我们认为无需过度担忧：1) 公司目前新能源汽车订单贡献里面，特斯拉等海外企业贡献占比超过 50%，市场的多元化能有效分散国内车市的风险。此外，从国际主流车厂的进度表来看，基于纯电平台设计车型的推出基本都在 19 年以后，因此 19 年将是如大众、奔驰等国际一线品牌新能源车型销量爆发的元年，这也将带来电池热管理系统更大的升级需求。2) 2019 年补贴退坡的重点在于取消低端车型补贴，转而大力扶持长续航电动汽车发展，虽然短期会带来销量下滑的阵痛，但长期来看，政策也有望提升 A 级及以上车型的占比，这也将给公司带来强烈装配市场需求。所以，考虑到公司的市场结构以及未来国内新能源汽车的升级逻辑，短期所面临行业小幅下行，并不改公司未来的增长。

目录

1. 公司是家电制冷及汽车零部件全球供应商	6
1.1 公司业务兼具稳健的传统制冷业务以及高成长的新能源等业务	6
1.2 公司近年来的收入增长主要来自于外延并购	6
2. 传统制冷业务：规模优势明显，仍有增长空间	8
2.1 空调行业空间犹在，产品升级带动高端阀件需求	8
2.2 基于规模优势和良好竞争格局，未来盈利能力有望维持稳定增长	10
3. 新能源车热管理业务开辟公司新的成长赛道	11
3.1 新能源车高增长有望驱动热管理市场快速爆发	11
3.1.1 目前新能源车处于快速增长阶段，未来空间可期	11
3.1.2 补贴引导中高端电动车放量，热管理系统需求增加	13
3.1.3 新能源单车价值高于传统汽车，有望大幅提升热管理市场空间	14
3.2 以电子膨胀阀为主的汽车热管理业务将成为公司未来增长的主要动力	15
4. 盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测	16
4.2 估值与投资建议	17
5. 风险提示	18
5.1 空调能效升级政策进度不及预期	18
5.2 新能源车销量不及预期	18

插图目录

图 1: 2018 年公司主营业务结构占比	6
图 2: 公司归母净利润规模及增速	6
图 3: 公司收入规模及增速	7
图 4: 公司归母净利润规模及增速	7
图 5: 公司历年毛利率和净利率水平	7
图 6: 公司各个季度的毛利率和净利率水平	7
图 7: 截止阀、四通阀、电子膨胀阀销量 (单位: 万个)	8
图 8: 阀件销量增速与空调内销增速对比	8
图 9: 我国内销变频空调占比逐年提升	9
图 10: 一级能效变频空调占比情况	9
图 11: 制冷业务毛利率近几年维持提升趋势	10
图 12: 电子膨胀阀等高端产品占比持续提升	10
图 13: 三花相关阀件的市占率情况	11
图 14: 公司制冷零配件毛利率显著高于盾安环境	11
图 15: 公司汽零业务主要产品	11
图 16: 国内新能源汽车产量及预测 (万辆)	12
图 17: 海外车企新能源销量的占比情况	13
图 18: 全球新能源汽车销量及预测	13
图 19: A 级车型占比在 2018 年将大幅提高	14
图 20: 未来 A 级以上车型销量比例将持续提升	14
图 21: 电动汽车电池热管理系统	14
图 22: 传统燃油车与新能源汽车热管理系统价值量对比	14
图 23: 特斯拉全球分区域销量预计 (单位: 万辆)	15
图 24: PE-BAND	17

表格目录

表 1: 根据更新周期测算空调饱和时期年均更新量 (单位: 万台/万户)	9
表 2: 海外车企正向开发的电动平台正在加速释放	12
表 3: 三花汽零电动车热管理业务公告的部分定点项目情况	15
表 4: 分业务预测收入	16
表 5: 估值情况对比 (选取 2019 年 11 月 15 日数据)	17

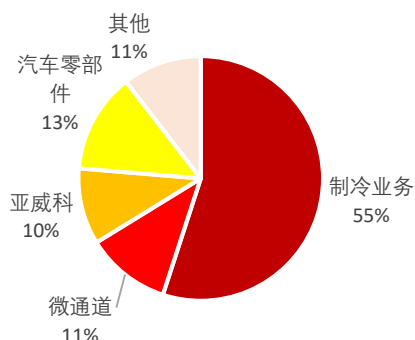
1. 公司是家电制冷及汽车零部件全球供应商

1.1 公司业务兼具稳健的传统制冷业务以及高成长的新能源等业务

公司是全球制冷零部件的龙头企业，市场地位稳固、具有明显的议价权，公司电子膨胀阀、四通换向阀等产品全球市场占有率第一。依托制冷业务的深厚积累，公司近年来不断通过产品升级和外延并购，开始涉足汽车热管理、微通道换热器和洗碗机咖啡机等家电领域。

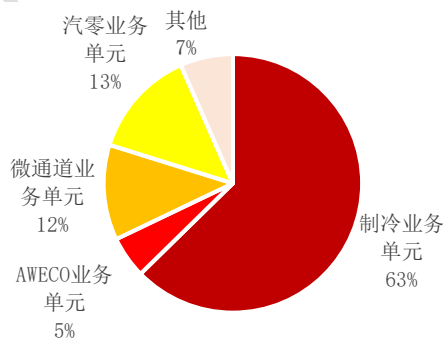
公司业务主要涵盖大家电制冷（空调、冰箱）、汽车热管理、小家电（洗碗机等）三大领域，并且分别处于不同的生命周期。其中制冷领域处于成熟期；汽车热管理业务中，新能源业务处于高速成长期，传统汽车业务已处于成熟期；而国内洗碗机市场尚处于引入期。2018年，公司制冷业务营收占比约55%，是公司的主要收入来源，微通道、汽零、亚威科业务占比均在10%左右，其他业务（变频控制器等）约7%。

图 1：2018 年公司主营业务结构占比



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 2：公司归母净利润规模及增速



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

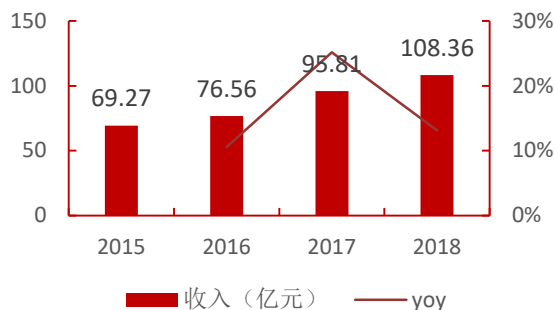
1.2 公司近年来的收入增长主要来自于外延并购

由于上市公司在 2013、2015、2017 年分别收购亚威科业务、微通道业务、汽零业务，带来了外生性的收入增长。为了保持财务口径的统一，我们选取 15-18 年的收入和利润口径，并将全部的并购业务进行回溯。统一口径以后，我们发现，2017 年公司的收入增速较高，我们认为主要在于 2017 年空调产销增速都非常高，进而带动公司的收入增长，同样，在 2018 年空调增速回落之际，公司的收入增速也有明显的下降。可见，公司的收入受下游空调的需求影响较大。

利润方面，我们发现，公司的利润增速从 2016 年的高位逐年下滑，2018 年达到了较低水平，我们认为主要是制冷业务的毛利率影响所致。在下游空调需求快速增长的时期，公司产品毛利率整体处于上行态势，在 2017 年达到了 31.2% 的高点。但是，2018 年受空调业务的下行周期影响，公司的空调制冷业

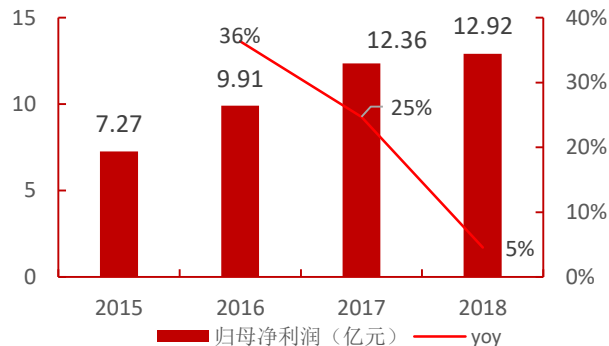
务采取让利促销策略，导致公司的毛利率有所下行，进而影响了公司的整体的业绩水平。

图 3：公司收入规模及增速



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

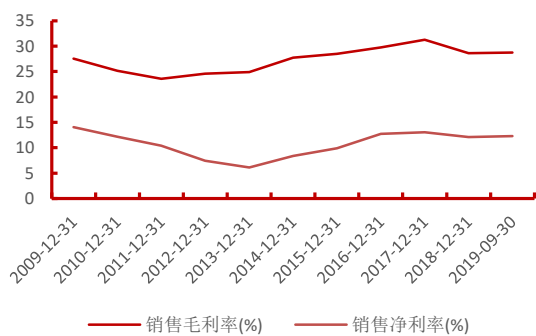
图 4：公司归母净利润规模及增速



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

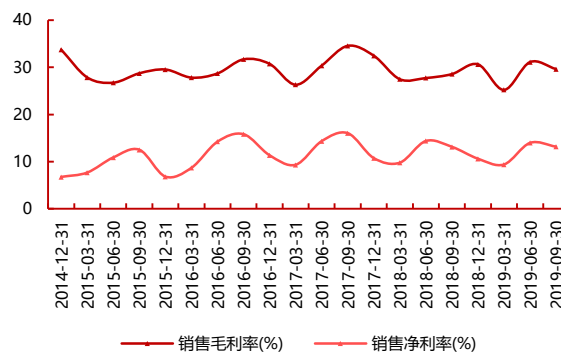
同时，我们也发现了一个规律：近几年，公司的 Q1 毛利率和净利率水平均低于其他季度。我们认为主要在于零部件厂商面临较大的年降压力，而每年 1 季度就是年降开始的季度，下游会对零部件厂商的产品进行压价。而从 Q2 开始，三花通过零部件的更新以及对供应商进行提价，进而使得盈利能力开始在剩下几个季度开始改善。而 19 年 Q1 公司毛利率下降幅度较大，一方面在于上面提到的年降压力，另一方面则是空调需求大幅下滑，零部件行业竞争加剧导致公司价格端下降。而后续随着行业需求回暖，以及公司产品逐步向组件和子系统发展，叠加成本控制良好，公司的毛利率水平在 Q2、Q3 得以回升。

图 5：公司历年毛利率和净利率水平



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 6：公司各个季度的毛利率和净利率水平



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2. 传统制冷业务：规模优势明显，仍有增长空间

公司的制冷业务主要产品包括截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀等产品，广泛应用于家用空调、商用空调、冷链业务和热泵系统等领域。其中截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀为最主要的产品，2018年四通换向阀、电子膨胀阀内销量市占率均为第一，截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀市占率分别为31%、49%、50%。

截止阀：是技术含量比较低的品类，一般一台室内机需要配备两个产品。产品壁垒较低，价格也比较便宜（均价约8元/个），对公司盈利贡献一般。目前全球截止阀主要被三花和盾安垄断，两家合计份额占比超过80%，呈双寡头格局。

四通阀：技术含量较高，有较强的技术壁垒。价格大幅高于截止阀（均价约32元/个），一般一台空调机需要配备1个产品。公司通过自研和并购（包括07年收购美国兰柯公司），快速拓展四通阀市场版图。目前三花四通阀全球份额占比超过50%，国内份额占比在40%以上。

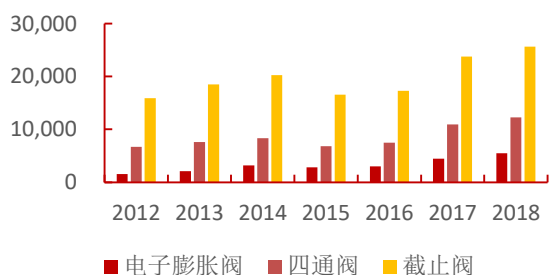
电子膨胀阀：技术含量很高，主要用于变频空调（1级能效），具有很好的节能效果。一般一台空调用一个电子膨胀阀，均价稍高于四通阀（约33元/个），目前全球仅有六家企业可以实现量产。竞争格局方面，三花为绝对的行业龙头，占据约50%的市场份额，日本鹭宫、不二工机和和盾安的占比不足四成。

2.1 空调行业空间犹在，产品升级带动高端阀件需求

由于公司的阀件主要用于空调和冰箱产品，其中空调业务占绝对的比重。因此空调行业的未来发展空间成为公司业务增长的主要天花板。截至2018年底，我国家用空调产量占全球超过80%，因此，研究三花的制冷业务，只需要研究国内的空调产业即可。

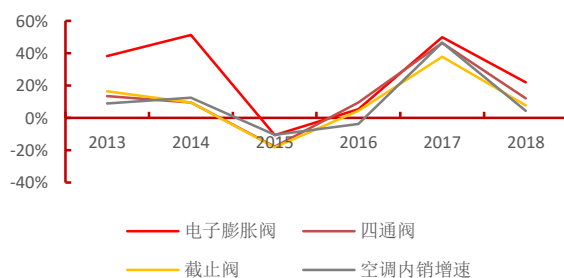
我们可以看到三种阀内销量增速与家用空调产销量增速趋势一致。从2012年-2018年，空调内销量CAGR为8%，所对应的空调阀件销量增速方面，四通阀内销量CAGR为11%，截止阀内销量CAGR为8%，基本与空调内销量的增速一致；而电子膨胀阀则受益于变频空调占比的持续提升，2012-2018复合增速达24%。不过我们看到，整体的增速趋势的变化是一致的。

图 7：截止阀、四通阀、电子膨胀阀销量（单位：万个）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 8：阀件销量增速与空调内销增速对比



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

家用空调行业空间有多大? 从保有量来看,截至 2018 年,我国城镇、农村的空调保有量分别为 142/65 万台,相比于台湾、日本的 230/284 万台,这基本已经成为共识。我们假设未来空调达到饱和时,城镇和农村的空调保有量分别为 250 万台和 220 万台,以空调设备 10 年为更新周期,测算得到未来稳态的更新量约为 1.12 亿台,相比于 18 年内销量应有约 21%的提升空间。值得注意的是,这仅仅是家庭用户更新量,我们并没有考虑到学校、医院等大型空调需求的用户,如果算上这部分客户,更新量预计约为 1.3 亿台,相比于 18 年的内销量约有 40%的空间。

表 1: 根据更新周期测算空调饱和时期年均更新量(单位:万台/万户)

	城镇饱和保有量	农村饱和保有量	城镇户数	农村户数	城镇更新周期	农村更新周期	饱和更新量(亿台)	18年内销量(亿台)	增长空间
空调	250	220	31033	15794	10	10	1.12	0.93	21%
冰箱	100	100	31033	15794	9	10	0.50	0.43	17%

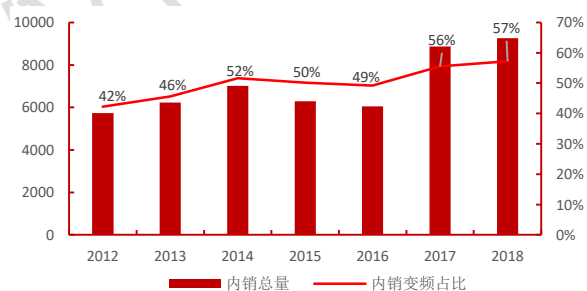
数据来源: Wind, 国家统计局, 国融证券研究与战略发展部(我们假设远期人口规模维持在 15 亿)

空调内部的结构升级所带来的公司业务增长弹性不可忽视。前面我们提到,目前三花的高端产品电子膨胀阀主要用于 1 级能效的变频空调。截至 2018 年,我国变频空调占比约为 57%,从趋势上看,处于逐年增长的趋势。但是我们也需要注意,目前我国的空调 1 级能效的变频空调占比仅为 34%,相比于日本、美国等发达国家的 90%以上的 1 级能效空调占比,未来仍有很大的发展空间。

值得注意的是,政策的推出也将全面提升高能效空调的比重。2019 年 6 月,发改委联合七部门印发了《绿色高效制冷行动方案》,方案要求我国制冷能效要在 2022/2030 年两个时间节点内实现大幅提升,第一个阶段,截至 2022 年我国家用空调、多联机等制冷产品能效将提升 30%以上、绿色高效制冷产品市占率提高 20%;第二个阶段,截至 2030 年我国制冷总体能效要提升 25%以上,绿色高能效产品市占率提升 40%以上,可见未来 10 年我国空调行业将进入能效快速提升阶。

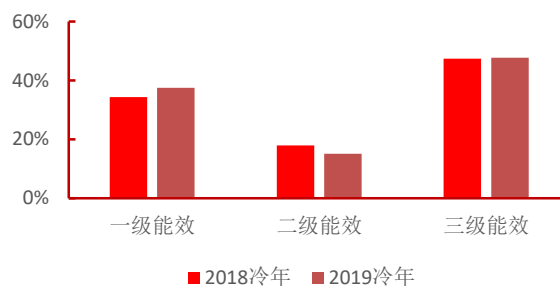
我们测算,假设未来国内所有的空调都是一级能效产品,那所对应的电子膨胀阀需求约为 2 亿个,是 18 年的销量的 4 倍,将为公司传统制冷业务带来较大的业务增长弹性。

图 9: 我国内销变频空调占比逐年提升



数据来源: 公司调研, 国融证券研究与战略发展部

图 10: 一级能效变频空调占比情况

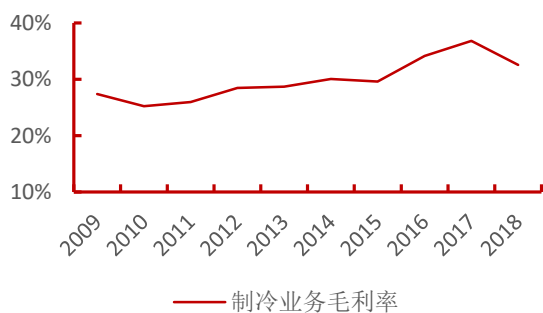


数据来源: 公司公告, 国融证券研究与战略发展部

2.2 基于规模优势和良好竞争格局，未来盈利能力有望维持稳定增长

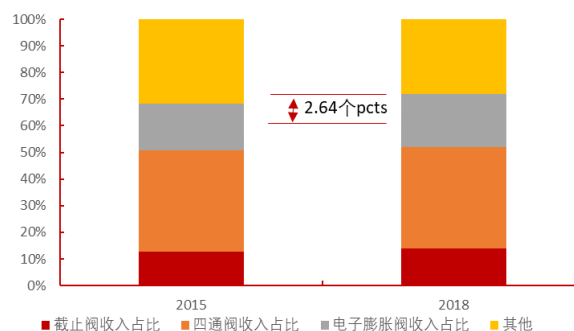
高端产品结构占比提升带动公司盈利能力提升。近十年，公司制冷业务毛利率整体呈上升趋势，这主要源于盈利能力更强的电子膨胀阀、四通阀等产品收入占比结构的提升。不过我们也看到，2018 年公司制冷业务有一定的回落，我们认为，主要的原因在于下游空调需求景气下行，空调企业有意压缩成本端，导致盈利能力出现下滑；不过，我们也看到，2019 年上半年，在下游需求并未复苏的背景下，公司毛利率仍逆势提升约 2 个 pct，说明公司本身仍具有较强的竞争力。

图 11：制冷业务毛利率近几年维持提升趋势



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 12：电子膨胀阀等高端产品占比持续提升



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

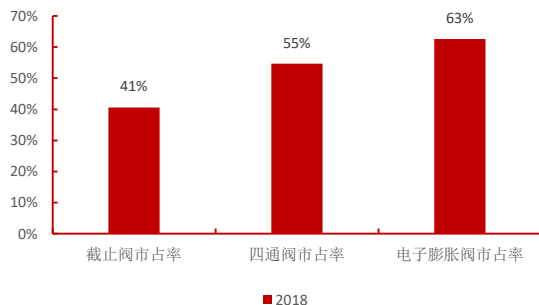
除了自身产品结构升级等提升盈利能力的因素，我们更看重三花的产业链议价能力。对于空调产业链来讲，中游制造端 CR4 占比高达 80%以上，可以说在中游制造在整个产业链具有较强的议价力，很显然，上游零部件厂商长期被压制将是很明显的现象。然而，实际情况却不是如此。但从制冷业务毛利率来看，三花的近年来制冷业务毛利率均维持在 30%左右，而对标企业盾安环境，其制冷业务长期维持在 15%左右。都是做空调阀件的企业，为何盈利能力差异如此明显？

双寡头格局下，规模优势为三花最大的竞争力。对于中游的制造厂商来讲，他们全产业链的整合能力非常强，对于实现自产阀件来说，并不是什么难事，但通过调研得知，厂商的外购成本远低于自产成本，考虑到自身运营效率问题，厂商会更加依赖零部件龙头企业，从这个角度来看，三花规模占尽优势。以内销数据来测算，三花三大阀件的市占率分别为 41%、55%、63%，产品优势显著，我们可以认为，在现有的寡头竞争格局下，强者恒强的马太效应会更加明显。

其次，规模化投入所带来的稳健盈利水平也会反补技术创新，进而实现正向循环。公司 2018 年生产截止阀 1.04 亿个，四通阀 0.67 亿个，电子膨胀阀 0.34 亿个，较大的生产规模已经实现了公司较强的竞争壁垒。截至 2018 年，传统制冷业务为公司带来约 10 亿元的净利润，这种利润水平相比于竞争对手绝对是碾压级别的，公司可以依据传统业务稳健的增长的现金流，来持续支持

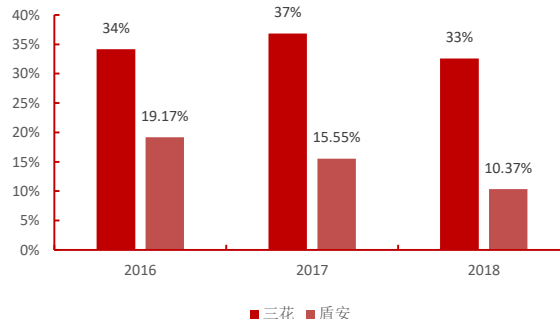
传统业务以及新业务的研发与创新，进而保障未来盈利能力的持续稳步提升，这也是我们看好公司的重要逻辑。

图 13：三花相关阀件的市占率情况



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 14：公司制冷零配件毛利率显著高于盾安环境



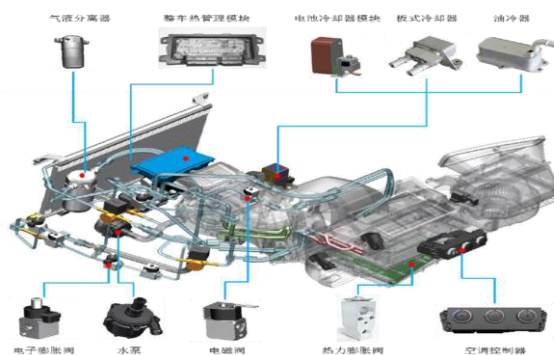
数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

3. 新能源车热管理业务开辟公司新的成长赛道

2017 年，公司非公开发行 2.3 亿股完成了对三花绿能旗下三花汽零 100% 股权的收购。三花汽零主要定位于乘用车空调和热管理系统部件的 OEM 市场，主要产品包括热力膨胀阀、电子膨胀阀、贮液器、调温阀、水冷板、chiller 等，涵盖了传统燃油车和新能源车的主要热管理部件。

对于三花的汽零业务来讲，目前应该说是公司提升价值的核心业务。一方面，公司的汽零业务与传统业务具有高度的协同性，未来有望在技术、研发上实现共同进步。另一方面，则是依托汽零业务，顺利的切入了新能源这个超级朝阳的赛道，凭借着公司领先的技术优势，未来发展空间极为广阔。

图 15：公司汽零业务主要产品



数据来源：公司官网，调研材料，国融证券研究与战略发展部

3.1 新能源车高增长有望驱动热管理市场快速爆发

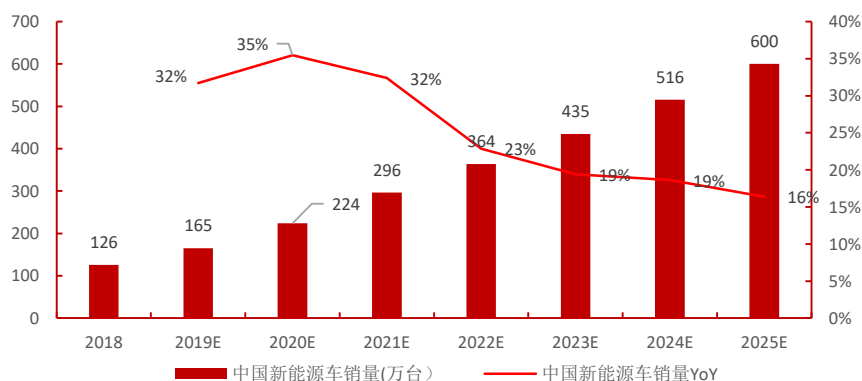
3.1.1 目前新能源车处于快速增长阶段，未来空间可期

国内新能源市场：短期增长承压，中长期成长趋势不变。新能源汽车是国家坚定支持的战略性新兴产业，中长期成长趋势明确。短期行业受到补贴政策

退坡的短期影响，销量增速有所下滑。但我们认为，国家对于新能源的长期扶持的政策导向不变，未来空间无需担忧。目前关注的问题，主要在于新能源汽车释放的节点。

目前国内新能源汽车仍处于起步阶段，未来增长可期。根据中汽协的数据显示，2018年新能源乘用车产量为107万辆，同比增长80%，占汽车总产量的4.5%，目前仍处于低占比、高速增长阶段。据工信部、发改委、科技部联合印发的《汽车产业中长期发展规划》，到2020年、2025年新能源汽车的产销量分别为200万辆和700万辆。参考政策的时间规划表，其大致的描述了我国新能源汽车未来的发展规模方向，虽然实际情况可能跟政策目标存在不同，但是可以肯定的是，未来5年甚至更长的时间周期内，我国新能源汽车的渗透率将会快速的提升，未来发展空间广阔。

图 16：国内新能源汽车产量及预测（万辆）



数据来源：中汽协&盖世汽车，公司调研，国融证券研究与战略发展部

海外新能源汽车市场：目前海外车企新研发的电动车型开始在 2019 年密集释放，我们认为 2020 年将是海外新能源销量爆发的节点：

1) 海外车企正向开发的电动平台正加速投放，将为电动车型推出奠定基础。例如大众 MEB 平台的第一款电动车型 ID.3 现已发布、戴姆勒 eQ 系列车型上市、宝马全新电动平台 iNext 将于 2021 年上市等。

表 2：海外车企正向开发的电动平台正在加速释放

品牌	车型	级别	续航里程	车型平台	开始量产时间
大众	ID.3	两厢掀背车	330/450/550	MEB	2019 年
大众	ID. Crozz II	A 级 SUV	500	MEB	2020 年
奥迪	Q4 e-tron	A 级 SUV	450	MEB	2020 年
保时捷	Taycan	D	483	PPE	2019 年
戴姆勒	EAQ	A	400	MEA	2020 年
沃尔沃	Polestar 2	C 级 CAR	500	CMA 平台	2020 年
特斯拉	Model Y	A 级 SUV	370-451	Model3 平台	2020 年
本台	Honda e	A	200		2020 年

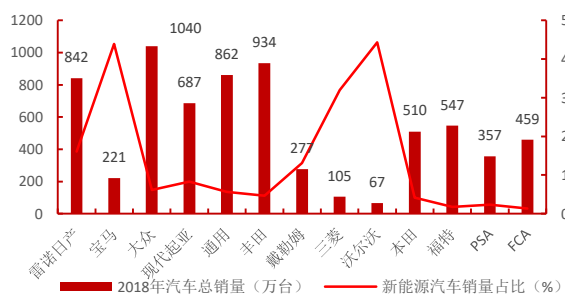
数据来源：Marklines，公司公告，国融证券研究与战略发展部

2) 欧洲汽车碳排放考核时点临近，传统汽车巨头纷纷加码电动化。2021 年是欧洲汽车排放考核关键时点，主要考核指标为：政策要求再 2021 年欧洲乘用车 CO2 排放目标将达到 95g/km，而 2018 年这一值为 120.4g/km。而 2025/2030 年这一指标要求再 2021 年的基础上再降 37.5，排放量的下降会对新能源汽车销量有巨大的促进作用。

3) 德国对于新能源补贴开始升级，将加速海外电动车释放。近期，德国计划在 2021-2025 年将插电式混动车型补贴金额由 0.3 万欧元提升至 0.45 万欧元，针对价格高于 4 万欧元的电动车，补贴增加至 0.5 万欧元，并计划在 2030 年前建成 100 万个电动汽车充电站。可以预测，德国新能源汽车市在政策扶持下，将开始加速。

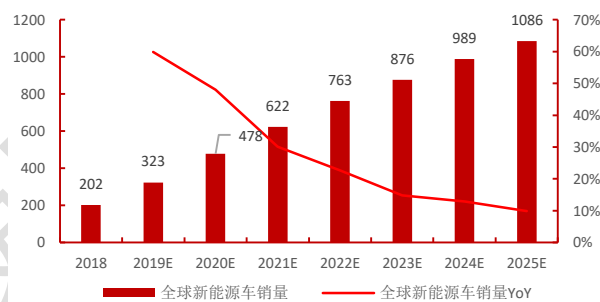
综上，我们认为，目前海外新能源车市场目前尚处于特斯拉“单点驱动”阶段，但考虑到欧洲汽车碳排放考核时点临近，德国等欧洲国家补贴加码，大众等传统车企电动化持续加大力度，2020 年海外市场产销增速有望爆发。

图 17：海外车企新能源销量的占比情况



数据来源：中汽协&盖世汽车，国融证券研究与战略发展部

图 18：全球新能源汽车销量及预测



数据来源：中汽协&盖世汽车，国融证券研究与战略发展部

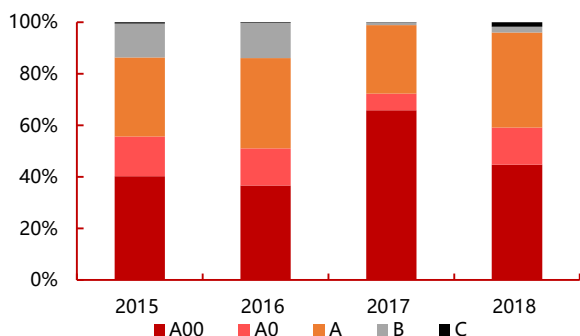
3.1.2 补贴引导中高端电动车放量，热管理系统需求增加

从产品结构来看，近年来主导销量上行的一直是小微车型，造成这一现象的原因包括三方面：第一，限牌城市的占号需求；第二，补贴下降的绝对值较小，成本优势决定其受到运营公司的青睐，尤其是我国每年向西亚和东南亚等地区的出口达 10 万台，这里面大部分都是 A00 级运营车辆；第三，主机厂能以较低的成本获得补贴与积分。

由于 A0、A00 产品对成本控制有较强的诉求，导致自主品牌装配电池热管理系统的需求并不强烈，这也是电池热管理系统的发展受限的主因。2018 年新的补贴政策反映出国家已经对这一问题有了新的考量，在政策上重点退坡低端车型补贴，大力扶持长续航电动汽车发展，这会带来强烈的消费升级潜力。

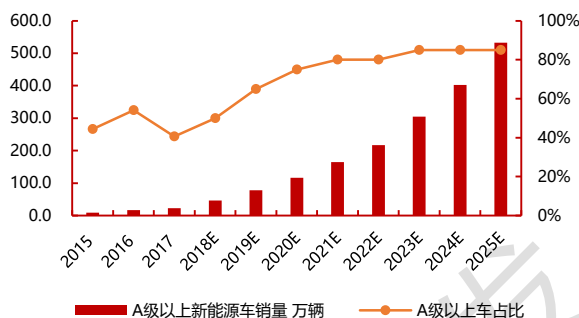
从目前传统燃油车销量结构来看，A 级以上车型占比已达 84%，而电动汽车 A 级以上车型销量占比仅为 40%左右，这与正常的消费需求是严重不匹配的。所以我们认为 2018 年将是一个中高端车型逐渐完善的长周期的开始，销量占比快速提升的过程，我们预计在 2025 年新能源汽车的销量结构将会与现在的燃油车结构基本相同，电池热管理系统的装配需求将大幅增加。

图 19: A 级车型占比在 2018 年将大幅提高



数据来源: 乘联会, 国融证券研究与战略发展部

图 20: 未来 A 级以上车型销量比例将持续提升



数据来源: 乘联会, 国融证券研究与战略发展部

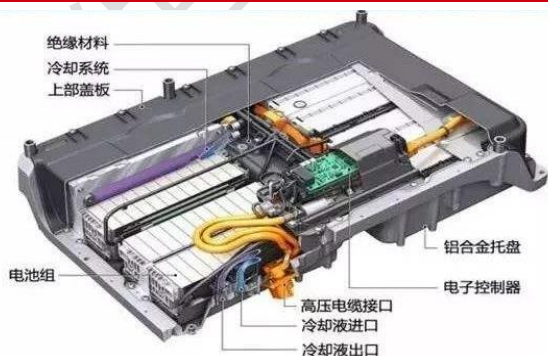
3.1.3 新能源单车价值高于传统汽车, 有望大幅提升热管理市场空间

传统燃油车热管理系统主要包括车内空调系统和发动机热管理系统两部分, 电动汽车由于动力系统变为电能供应, 因此热管理系统包括车内空调系统、电机电控热管理系统和电池热管理系统三部分。其中重要的变化包括: 发动机热管理系统电子化变为电机电控热管理系统, 车内空调系统中的压缩机升级为电动压缩机, 新增动力电池热管理系统。

汽车电动化的进程应用了大量电子化元件, 因而单车价值量也有较大幅度的提升。例如传统燃油车空调系统压缩机价值约在 500 元左右, 而新能源汽车的电动压缩机价值在 1500-1800 元区间, 单一零部件价值量增幅超过 3 倍以上。实际上主流的新能源乘用车电热管理系统的总价值量在 5400 元以上, 如果配备加热系统, 则总价值量为 7400 元, 而燃油车热管理系统价值仅为 3200 元, 单车增幅最高可达 130%。因此, 随着新能源汽车渗透率的提升, 热管理系统的市场空间将持续扩大。

假设未来 A 级以上新能源车型占比在 2025 年达到的 85% 水平, 主流电池冷却系统在 A 级以上车型的渗透率维持 80% 以上, 热泵系统在 2025 年渗透率达到 60%, 以此测算到国内电动乘用车的热管理系统空间将达 350 亿元, CAGR 超过 50%。

图 21: 电动汽车电池热管理系统



数据来源: 公司公告, 国融证券研究与战略发展部

图 22: 传统燃油车与新能源汽车热管理系统价值量对比

分类	热管理系统	装配数量 (套)	单车价值 (元)
传统燃油车	动力冷却系统	1	1500
	车内空调系统	1	1700
	合计	2	3200
新能源汽车	空调系统	1	800
	电池液冷系统 (电动压缩机共用)	1	3300
	电机电控液冷系统	1	800
	减速器油冷系统	1	500
	电池加热系统	1	1000-2000
合计	5	7400	

数据来源: 公司公告, 国融证券研究与战略发展部

3.2 以电子膨胀阀为主的汽车热管理业务将成为公司未来增长的主要动力

公司在车用电子膨胀阀领域具有明显的竞争优势。目前在全球汽车热管理竞争格局中，电装、法雷奥、翰昂、马勒四家巨头企业占据 50%以上的市场份额，不过，法雷奥、电装等企业主要从事系统集成相关业务，而且此类系统集成商在部分重要的零部件方面，也需要向三花采购，可见三花在核心产品方面具有明显的竞争优势。

目前公司产品已经获得国际一线厂商认可，覆盖了包括戴勒姆、特斯拉、通用、大众、沃尔沃等一线车企，客户资源非常优质。2019 年以来，公司公告新能源订单金额总计已经达到 160 亿元，这些订单有望在未来 5 年内集中释放，保障公司的业绩增长。

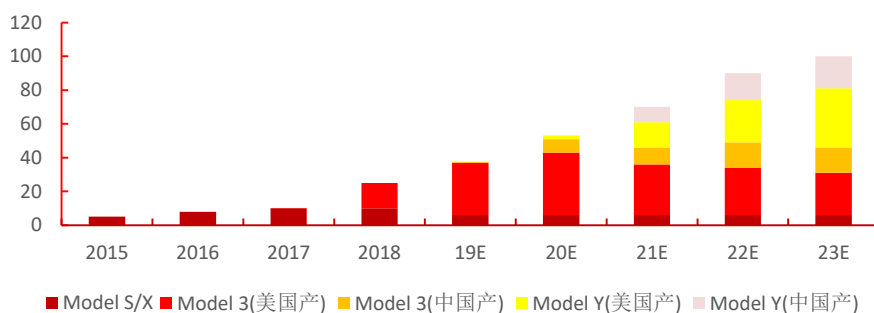
表 3：三花汽零电动车热管理业务公告的部分定点项目情况

公告日期	定点车企	供应产品	车型上市时间	订单金额或销量
2017 年	戴勒姆	电子水泵	2019 年	359 万台
2018 年	蔚来		2019 年	11 亿元
2018 年	沃尔沃	水冷板	2019 年	6 亿元
2018 年	宝马		2020 年	0.3 亿欧元
2019 年	上汽大众	水冷板	2020 年	9 亿元
2019 年	通用	电子水泵	2022 年	10 亿元
2019 年	通用	电池冷却组件		20 亿元

数据来源：Marklines，公司公告，国融证券研究与战略发展部

这里面，我们重点说一下特斯拉。特斯拉是公司新能源业务核心客户，受益于特斯拉较高的单车价值量及产销量，公司近两年新能源车热管理业务实现接近翻番增长，预计 2019 年公司对特斯拉销售收入约 3.3 亿元（对应 Model 3 全年约 29 万辆产量），占新能源业务比例约 36%，我们预计随着特斯拉国产化的加速，未来特斯拉的贡献占比将会逐年提升。

图 23：特斯拉全球分区域销量预计（单位：万辆）



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

核心假设：

1、**新能源业务将成为公司未来业绩的主要增长点。**考虑到新能源车的高成长性和公司充足的订单规模，我们预计未来公司新能源业务将实现快速增长，预计 2020/2021 年新能源车业务营收分别约 13、19 亿元，并且营收规模将逐步超过传统的汽零业务；

2、**传统制冷业务是公司业务的盈利基础，未来有望维持平稳增长。**考虑到公司的空调行业仍有发展空间，且受政策影响下，高效产品将实现低效替代，后续公司高端阀件面临较高的需求，进而有望保障公司传统业务的平稳增长。

3、**亚威科（洗碗机）业务，目前受国内洗碗机推广不及预期影响，收入增速不及预期，未来需要关注洗碗机行业的拓展情况。**

4、**微通道业务，目前主要客户为海外客户，国内尚未普及。后续随着国内空调的能效升级，微通道业务也有望实现平稳增长。**

综上，我们预计公司 2019-2021 年营业总收入分别为 1160、1283、1420 百万元，对应的增速分别为 7.1%、10.6%、10.7%。

表 4：分业务预测收入

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,274	5,824	6,161	6,769	9,902	10,836	11,601	12,828	14,201
制冷业务	4,264	4,883	4,402	4,062	4,925	5,961	6,036	6,433	6,770
微通道	0	805	899	1,076	1,253	1,216	1,366	1,533	1,720
亚威科	671	815	860	1,043	1,205	1,093	1,093	1,148	1,205
其他				588	1,309	1,134	1,360	1,564	1,799
汽车零部件		939	783	904	1,210	1,432	1,745	2,149	2,707
收入增速		10.4%	5.8%	9.9%	46.3%	9.4%	7.1%	10.6%	10.7%
制冷业务		14.5%	-9.9%	-7.7%	21.2%	21.0%	1.3%	6.6%	5.2%
微通道			11.7%	19.7%	16.4%	-2.9%	12.3%	12.2%	12.2%
亚威科		21.5%	5.5%	21.3%	15.5%	-9.3%	0.0%	5.0%	5.0%
其他					122.6%	-13.4%	20.0%	15.0%	15.0%
汽车零部件			-16.6%	15.5%	33.9%	18.3%	21.9%	23.1%	26.0%
毛利率		31.9%	28.5%	29.8%	30.7%	28.6%	28.9%	29.1%	29.0%
制冷业务		30.1%	29.6%	34.2%	35.9%	32.6%	32.9%	33.4%	33.2%
微通道		34.9%	31.4%	29.3%	34.7%	30.4%	31.0%	31.0%	31.0%
亚威科		17.5%	19.7%	18.5%	17.5%	14.8%	14.9%	14.9%	14.9%
其他				20.2%	21.1%	18.1%	18.5%	19.0%	19.0%
汽车零部件		26.7%	32.0%	30.7%	30.8%	29.4%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

4.2 估值与投资建议

考虑到新能源业务放量以及传统业务的平稳增长，我们预计公司2019-2021年EPS为0.512、0.593、0.669，对应的PE分别为29/25/22倍。

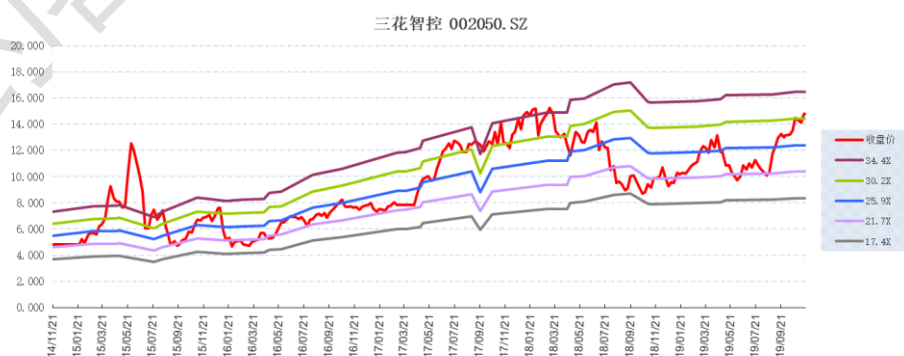
从估值角度来看，由于公司的业务利润主要来自于传统的制冷业务和汽车零部件，我们分业务大致估算了下公司各业务的估值水平：我们测算，2019年公司传统业务（制冷、亚威科、微通道）所贡献的业绩约为11亿，我们乐观给予其20的估值，相乘得到220亿的市值。目前公司市值为410亿，减去传统业务所贡献的市值，则汽车零部件市值为190亿，我们测算汽车零部件贡献3亿利润，那么目前公司的汽车零部件估值水平高达63倍，相当于已经透支了明年的业绩增速。不过，考虑到未来新能源业务的增长空间，虽然短期估值不便宜，但长期仍旧看好。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 5：估值情况对比（选取2019年11月15日数据）

证券代码	证券简称	总市值	收盘价	市盈率
002050.SZ	三花智控	410.15	14.83	31.74
002011.SZ	盾安环境	42.19	4.60	
002126.SZ	银轮股份	55.68	7.03	15.95
300750.SZ	宁德时代	1603.30	72.60	47.34
300073.SZ	当升科技	80.88	18.52	25.58
002812.SZ	恩捷股份	283.09	35.15	54.60

数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

图 24：PE-BAND



数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

5. 风险提示

5.1 空调能效升级政策进度不及预期

公司的传统业务与空调销量息息相关，未来能效升级能否顺利推进，将会是影响公司高端阀门销量的关键因素，而能效升级最关键的因素在于政策是否如期推动，如果没有如期落地或者力度不及预期，会对公司传统业务增长带来一定的压力。

5.2 新能源车销量不及预期

新能源汽零业务是公司未来的主要看点，如果新能源汽车销量持续不及预期，其定点车企的客户也将会收到影响，进而影响到公司新能源业务的拓展。如果新能源汽车销量不及预期，会对其汽零业务带来较大的影响。

表 6：盈利预测表

报表预测						
利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6769.21	9581.24	10835.99	11601.32	12827.56	14200.69
减:营业成本	4754.06	6588.66	7738.41	8254.34	9093.93	10084.06
营业税金及附加	79.29	81.04	85.75	81.21	89.79	99.40
营业费用	357.34	489.32	532.07	498.86	564.41	639.03
管理费用	709.40	872.02	582.49	614.87	667.03	724.24
财务费用	-92.32	124.80	-52.21	-34.70	-47.37	-62.43
资产减值损失	74.02	48.56	54.78	60.00	65.00	70.00
加:投资收益	33.81	37.98	48.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	4.48	10.28	-21.20	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-437.17	-437.17	-437.17	-437.17
营业利润	925.70	1425.10	1484.84	1689.59	1957.60	2209.22
加:其他非经营损益	93.09	4.32	-7.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	1018.79	1429.42	1477.82	1689.59	1957.60	2209.22
减:所得税	156.97	211.31	209.78	253.44	293.64	331.38
净利润	861.82	1218.12	1268.04	1436.15	1663.96	1877.83
减:少数股东损益	4.37	14.93	18.96	21.47	24.88	28.07
归属母公司股东净利润	857.46	1203.19	1249.08	1414.68	1639.08	1849.76
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1204.91	1192.77	1031.49	2304.83	3507.94	4810.75
应收和预付款项	2523.46	3764.79	4210.90	4513.30	4990.34	5524.54
存货	1204.31	1856.57	2026.87	2170.03	2399.39	2656.24
其他流动资产	346.42	1652.50	2097.86	2097.86	2097.86	2097.86
长期股权投资	4.34	59.69	12.55	12.55	12.55	12.55
投资性房地产	11.80	31.04	29.08	24.41	19.75	15.08
固定资产和在建工程	2367.95	2947.75	3553.15	3151.14	2724.12	2272.11
无形资产和开发支出	401.63	450.50	566.71	491.44	416.16	340.89
其他非流动资产	7.86	9.72	11.43	15.42	9.92	8.92
资产总计	8072.68	11965.34	13540.04	14780.98	16178.04	17738.95
短期借款	298.73	607.41	1104.57	1204.57	1304.57	1404.57
应付和预收款项	1661.22	2596.36	2904.56	3109.70	3438.39	3806.45
长期借款	272.94	485.43	222.00	322.00	322.00	322.00
其他负债	476.14	359.19	601.64	601.64	601.64	601.64
负债合计	2709.03	4048.38	4832.76	5237.91	5666.60	6134.66
股本	1801.48	2120.32	2130.65	2130.65	2130.65	2130.65
资本公积	459.08	1620.35	1585.78	1585.78	1585.78	1585.78
留存收益	3062.09	4134.70	4898.42	5712.74	6656.24	7721.01
归属母公司股东权益	5322.65	7875.37	8614.84	9429.17	10372.66	11437.43
少数股东权益	43.79	49.88	85.23	106.70	131.58	159.65
股东权益合计	5366.44	7925.25	8700.08	9535.87	10504.24	11597.08
负债和股东权益合计	8075.47	11973.63	13532.84	14773.78	16170.84	17731.74
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E

经营性现金净流量	1191.93	751.16	1201.99	1914.00	2030.46	2209.39
投资性现金净流量	-66.78	-1756.26	-1279.39	-217.00	-215.00	-213.00
筹资性现金净流量	-835.83	909.15	-202.76	-423.66	-612.36	-693.57
现金流量净额	284.24	-112.73	-278.71	1273.34	1203.10	1302.82

数据来源: Wind, 研究与战略发展部

表 7: 估值指标汇总表

财务分析和估值指标汇总						
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率						
毛利率	29.77%	31.23%	28.59%	28.85%	29.11%	28.99%
三费/销售收入	14.39%	15.51%	9.80%	9.30%	9.23%	9.16%
EBIT/销售收入	15.43%	15.15%	13.95%	14.76%	15.39%	15.62%
EBITDA/销售收入	19.10%	18.21%	16.82%	20.24%	20.56%	20.38%
销售净利率	12.73%	12.71%	11.70%	12.38%	12.97%	13.22%
资产获利率						
ROE	16.11%	15.28%	14.50%	15.00%	15.80%	16.17%
ROA	12.94%	12.13%	11.16%	11.59%	12.20%	12.50%
ROIC	13.35%	21.03%	14.69%	14.52%	15.81%	17.66%
增长率						
销售收入增长率	9.88%	41.54%	13.10%	7.06%	10.57%	10.70%
EBIT 增长率	33.87%	38.96%	4.09%	13.35%	15.27%	12.33%
EBITDA 增长率	26.63%	34.98%	4.43%	28.85%	12.31%	9.74%
净利润增长率	41.67%	41.34%	4.10%	13.26%	15.86%	12.85%
总资产增长率	3.91%	48.22%	13.16%	9.16%	9.45%	9.65%
股东权益增长率	14.42%	47.96%	9.39%	9.45%	10.01%	10.27%
经营营运资本增长率	-8.58%	90.16%	12.10%	5.43%	8.15%	8.43%
资本结构						
资产负债率	33.56%	33.83%	35.69%	35.44%	35.03%	34.58%
投资资本/总资产	72.04%	75.32%	74.05%	71.81%	65.99%	60.80%
带息债务/总负债	21.10%	26.99%	27.45%	29.14%	28.70%	28.14%
流动比率	2.28	2.46	2.09	2.31	2.49	2.65
速动比率	1.61	1.44	1.17	1.42	1.63	1.82
股利支付率	21.01%	44.92%	42.44%	42.44%	42.44%	42.44%
收益留存率	78.99%	55.08%	57.56%	57.56%	57.56%	57.56%
资产管理效率						
总资产周转率	0.84	0.80	0.80	0.78	0.79	0.80
固定资产周转率	3.10	3.86	3.68	3.93	5.08	6.85
应收账款周转率	2.81	2.65	2.66	2.66	2.66	2.66
存货周转率	3.95	3.55	3.82	3.80	3.79	3.80
业绩和估值指标						
EBIT	1044.77	1451.79	1511.21	1712.89	1974.37	2217.79
EBITDA	1292.76	1744.93	1822.22	2347.85	2636.82	2893.74
NOPLAT	800.30	1223.17	1323.59	1455.96	1678.21	1885.12

净利润	857.46	1203.19	1249.08	1414.68	1639.08	1849.76
EPS	0.310	0.435	0.452	0.512	0.593	0.669
BPS	1.925	2.848	3.115	3.409	3.751	4.136
PE	47.83	34.09	32.84	28.99	25.02	22.17
PB	7.71	5.21	4.76	4.35	3.95	3.59
EV/EBIT	26.04	22.44	21.84	19.14	16.16	13.95
EV/EBITDA	21.05	18.67	18.11	13.96	12.10	10.69
EV/NOPLAT	34.00	26.64	24.94	22.52	19.01	16.42
EV/IC	4.68	3.62	3.29	3.09	2.99	2.87
ROIC-WACC	13.35%	21.03%	14.69%	13.85%	15.10%	16.88%

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

投资评级说明

<p>证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准</p>	<p>行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准</p>
<p>强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20% 以上； 推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%； 中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； 谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。</p>	<p>看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现； 中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平； 看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。</p>

免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。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。