

全球制冷元器件龙头，新能源热管理成长可期

——三花智控（002050）深度报告

增持（首次）

日期：2020年02月04日

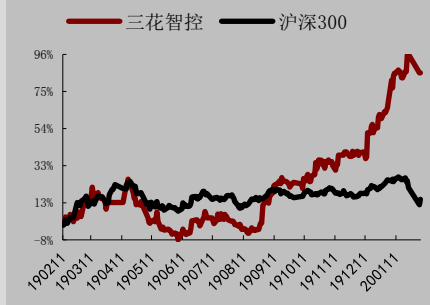
投资要点：

- **传统制冷业务市场地位突出，行业增长空间仍在：**公司是全球制冷空调电器零部件领军企业，传统制冷元器件如电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵等多产品市场占有率位居全球第一，短期根据空调、冰箱与地产周期的相关性判断，我们认为公司制冷空调元器件业务有望于 2020 年下半年开始跟随主机逐步回暖，另外在空调保有量稳步提升、存量更新及节能升级趋势下，电子膨胀阀、微通道热换等传统制冷业务长期成长空间依然较为广阔。公司有望凭借其先进的研发实力、业务全球化布局及优质的客户资源，进一步巩固及提高其制冷业务全球市场的领先地位。
- **新能源热管理前景广阔，汽零业务有望高速增长：**补贴政策退坡导致 2019 年国内新能源汽车销量同比下降 4.0% 至 120.6 万辆，2020 年国内新能源补贴政策有望适当宽松叠加海外新能源车在严格的碳排放法规驱动下全球新能源市场有望迎来爆发式增长的拐点，而新能源车热管理是仅次于“三电”的核心零部件之一，单车配套价值量能够达到 6,000-8,000 元，市场前景较为广阔，我们预计 2020 年全球新能源车热管理市场规模有望达到 266 亿元，未来 5 年平均复合增速高达 29%。公司是国内较早布局新能源热管理领域的企业之一，子公司三花汽零专注于新能源汽车空调及热管理产品的研发近十年，是全球少有的同时具备电子膨胀阀、电子水泵、水冷板和冷却器零部件供应商，产品已进入欧美一线汽车厂商新能源汽车平台，先后拿到大众、戴姆勒、特斯拉、宝马、通用、沃尔沃、奥迪、PSA、捷豹、路虎等新能源车平台订单，尤其是作为特斯拉重要供应商，为特斯拉 Model 3 供应电子膨胀阀、电子油泵、油冷器、水冷板、电池冷却器等，随着特斯拉 Model 3 国产销量的进一步提升有望进一步增厚汽零业务规模。不仅仅是特斯拉，海外众多新能源车平台订单也将于 2020 年开始集中放量，因此中长期来看，新能源车热管理有望成为公司未来业绩的重要增长点。

基础数据

行业	家用电器
公司网址	
大股东/持股	三花控股集团有限公司/37.18%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	2,765.66
流通A股(百万股)	2,418.57
收盘价(元)	21.15
总市值(亿元)	585.01
流通A股市值(亿元)	511.62

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年02月04日

相关研究

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhouchl@wlzq.com.cn

研究助理：卢大炜

电话：021-60883481

邮箱：ludw@wlzq.com.cn

	2018年	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	108.36	114.54	132.22	157.49
增长比率(%)	13.10	5.71	15.43	19.11
净利润(亿元)	12.92	13.86	17.85	23.21
增长比率(%)	4.56	7.27	28.79	29.99
每股收益(元)	0.61	0.50	0.65	0.84
市盈率(倍)	20.92	42.20	32.76	25.20

数据来源：WIND，万联证券研究所

- **亚威科业务盈利能力有望提升，长期将持续受益于国内洗碗机普及率的提升：**自 2012 年完成亚威科集团的收购后，实际上亚威科业务盈利并不理想，毛利率方面仅维持在 15%-20%之间，与三花其他主业 30%左右的毛利率相比明显落后，为了改善亚威科的盈利状况，公司将产能及供应链重心逐步调整，短期随着波兰、土耳其工厂运营效率的提升及中国芜湖产能的逐步释放，亚威科业务盈利能力有望提升；长期，由于国内洗碗机渗透仅 2%明显偏低，随着洗碗机普及率的提升，亚威科业务将直接受益。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2019-2021 年营业总收入分别为 114.5、132.2 和 157.5 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 13.9、17.9 和 23.2 亿元，EPS 分别为 0.50、0.65 和 0.84 元/股，对应的 PE 分别为 42.2、32.8 和 25.2 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

万联证券

目录

1、全球制冷部件龙头企业	5
1.1 多产品市占率全球第一	5
1.2 坚持专注领先经营之道，采取兼并收购与自主研发双轨发展战略	5
1.3 股权结构稳定，蓝筹属性获外资认可	6
2、业务多元经营，兼具稳健与成长特性	7
2.1 以制冷+汽车热管理零部件为核心，业务横跨三大行业	7
2.2 业绩增长稳健，兼具稳健与成长特性	8
3、传统制冷业务市场地位突出，行业增长空间仍在	11
3.1 制冷空调元器件有望稳健上行	11
3.2 存量更新叠加消费升级，电子膨胀阀成长可期	12
3.3 微通道换热器替代空间较广	13
3.4 制冷业务市场地位领先，多项产品全球市占率第一	14
4、新能源热管理前景广阔，汽零业务有望高速增长	15
4.1 海内外新能源汽车迎来成长共振，新能源热管理市场前景广阔	15
4.2 国内热管理领先企业，新能源热管理产品种类较为齐全	18
4.3 热管理订单充裕，特斯拉 Model 3 国产将进一步受益	19
5、亚威科业务盈利能力有望提升，长期将持续受益于国内洗碗机普及率的提升	19
6、盈利预测	21
7、风险提示	23
图表 1：公司发展历程	5
图表 2：十大股东明细（截止 2019/12/20）	6
图表 3：三花智控现金分红情况	7
图表 4：三花智控沪深港通持股情况	7
图表 5：制冷空调电器零部件业务	8
图表 6：汽车零部件业务	8
图表 7：营收和规模净利润增速	9
图表 8：2018 年收入构成	9
图表 9：盈利能力保持稳健	10
图表 10：各业务毛利率情况	10
图表 11：海外业务占比提升	10
图表 12：2009-2018 年家用空调销量	11
图表 13：2009-2018 年冰箱销量	11
图表 14：空调、冰箱销量增速滞后商品房销售面积增速 1 年左右（单位：%）	12
图表 15：地产竣工、销售数据边际回暖（单位：%）	12
图表 16：空调能效新标对标情况的	13
图表 17：冰箱均价上涨	13
图表 18：三花微通道业务主要产品	13
图表 19：全球微通道换热器销售规模（亿元）	14
图表 20：中国市场四种换热器销售规模（亿元）	14
图表 21：电子膨胀阀全球市占率	15
图表 22：四通换向阀市占率	15
图表 23：国内新能源汽车销量预测	16
图表 24：海外新能源乘用车销量预测	16

图表 25: 汽车热管理.....	17
图表 26: 汽车热管理系统价值量对比.....	17
图表 27: 新能源热管理市场规模预测.....	18
图表 28: 新能源汽车热管理企业布局情况.....	18
图表 29: 2017 年-2019 年部分新能源热管理项目定点情况.....	19
图表 30: 亚威科营收和净利润.....	20
图表 31: 亚威科毛利率偏低.....	20
图表 32: 营业收入预测.....	21

万联证券

1、全球制冷部件龙头企业

1.1 多产品市占率全球第一

三花智控为全球制冷部件的龙头企业，三十年来专注于热冷转换、智能控制的环境热管理核心零部件开发，产品涉及建筑暖通、电器设备和汽车热管理领域。目前，公司以“经营多元化、生产专业化”的战略为导向，形成以制冷业务（冰箱、空调制冷部件及微通道热换）、汽零业务（汽车空调及新能源车热管理）为核心的双主业布局，此外子公司亚威科涉及洗碗机、咖啡机、洗衣机的加热部件的生产与销售。主营产品电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、Omega泵等产品市场占有率位居全球第一，截止阀、车用热力膨胀阀、储液器市场份额居全球前列，业务逐步覆盖全球，在日本、韩国、新加坡、美国、墨西哥、德国等地建立了海外子公司，并在在美国、波兰、墨西哥等地建立了海外生产基地，初步具备全球化生产应对能力，与松下、大金、三菱、东芝、日立、富士通、LG、三星、开利、特灵、约克、格力、美的、海尔等世界著名制冷、空调主机厂形成稳定良好的合作关系，并成为法雷奥、马勒、大众、奔驰、宝马、沃尔沃、特斯拉、通用、吉利、比亚迪、上汽等客户的供应商。

1.2 坚持专注领先经营之道，采取兼并收购与自主研发双轨发展战略

图表1：公司发展历程

年份	发展简介
1984年	“新昌制冷配件厂”（浙江三花集团前身）成立，推出第一代拳头产品二位三通电磁阀。
1994年	组建三花不二工机中日合资企业，发展制冷空调零部件
2001年	三花不二工机整体变更为浙江三花股份有限公司
2004年	控股集团成立三花汽零有限公司
2005年	三花股份在深圳证券交易所成功上市
2006年	控股集团成立杭州三花微通道换热器有限公司
2007年	向控股集团发行股份促使控股集团制冷业务整体上市，并购英维斯集团旗下兰柯公司的四通换向阀全球业务
2009年	整合控股集团三大产业，创建三花中央研究院
2011年	收购德国家电企业亚威科集团，新增新增咖啡机洗碗机洗衣机零部件产品
2012年	创始人张道才先生辞去董事长职务，其子张亚波先生继任
2015年	发行股份购买控股集团旗下微通道业务并募集配套资金
2017年	发行股份购买浙江三花绿能实业集团有限公司持有的浙江三花汽零有限公司并募集配套资金

资料来源：公司官网，万联证券

公司一直坚持“专注领先”经营之道，1994年公司前身“三花不二工机有限公司”由中国浙江省新昌制冷配件总厂（三花智控前身）与日本株式会社不二工机制作所、日本国三菱商事株式会社和日本国东方贸易株式会社等三家日本企业共同出资设立，从事空调制冷零部件，产品由截止阀向单向阀、电子膨胀阀、电磁阀、排水泵、球阀、北美截止阀等系列多样扩张；控股集团分别于2004年和2006年先后成立三花汽零有限公司与杭州三花微通道热换器有限公司，将制冷业务进一步延伸至电器热交换、汽车

热管理等领域。上市公司在坚持制冷业务内生发展的同时，适时采取兼并收购、资产注入的方式以吸收海外先进技术、整合优质资产进一步扩大业务领域，主要包括：2007年，收购英维斯集团旗下兰柯公司的四通换向阀全球业务；2009年，收购德国亚威科集团及其下属的10家企业全部股权，进入洗碗机、洗衣机、咖啡机等家电零配件生产领域；2015年，控股集团向上市公司注入微通道业务，扩大家电制冷部件；2017年，注入三花汽零优质资产，上市公司新增汽车热管理零部件业务。可以看出，三十年来公司一直专注于“冷热转换、智能控制的环境热管理”领域，通过兼并收购与自主研发双轨发展达到技术领先、多元经营及规模扩张的效果，从而提升公司的综合实力。

1.3 股权结构稳定，蓝筹属性获外资认可

图表2：十大股东明细（截止2019/12/20）

排名	股东名称	持股数量(股)	持股比例	股本性质
1	三花控股集团有限公司	913,456,184	33.03%	A股流通股
2	浙江三花绿能实业集团有限公司	571,344,580	20.66%	限售流通A股, A股流通股
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	269,596,508	9.75%	A股流通股
4	张亚波	50,024,000	1.81%	限售流通A股, A股流通股
5	富达基金(香港)有限公司-客户资金	22,784,184	0.82%	A股流通股
6	全国社保基金一一二组合	22,288,077	0.81%	A股流通股
7	中央汇金资产管理有限责任公司	17,833,400	0.64%	A股流通股
8	全国社保基金一一一组合	16,064,994	0.58%	A股流通股
9	新和成控股集团有限公司	14,317,000	0.52%	A股流通股
10	交通银行股份有限公司-国泰金鹰增长灵活配置混合型证券投资基金	12,088,878	0.44%	A股流通股
	合计	1,909,797,805	69.06%	

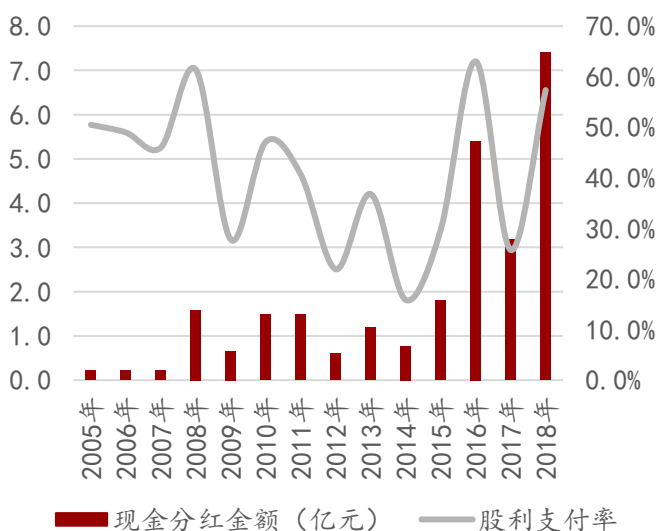
资料来源：WIND，万联证券

公司股权结构相对稳定，父子集中持股控制公司。三花智控的控股股东为三花控股集团有限公司，持股比例达到33.03%，实际控制人为张道才、张亚波、张少波父子三人，分别通过三花控股集团有限公司、浙江三花绿能实业集团有限公司间接及直接持股控制公司50%以上股份，其中张亚波同时担任三花控股集团和上市公司董事长、首

首席执行官。公司旗下有5大重要子公司，其中子公司浙江三花制冷集团有限公司、杭州三花微通道换热器有限公司分别从事空调冰箱制冷控制元器件、微通道之换热器的生产与销售，按2019年上半年的盈利情况对上市公司净利润贡献约占9%和8%，而子公司浙江三花汽车零部件有限公司主要从事汽车零部件制造与销售，对上市公司净利润贡献高达15%，另外子公司德国三花亚威科电器设备有限公司主要从事咖啡机、洗碗机、洗衣机等白家电类元器件生产与销售，2019年上半年仍亏损1,590.9万元

坚持高分红，蓝筹属性获外资认可。公司经营稳健，蓝筹股属性较为明显，每年坚持高分红，自2005年上市以来，共实施现金分红15次，累计现金分红26.25亿元，年平均股利支付率超过40%，其中2018年公司现金分红44.8亿元，股利支付率高达57.35%，同时以资本公积向全体股东每10股转增3股。蓝筹属性也获得外资机构的认可，截止2020年1月31日，沪深港通的持股量已达2.14亿股，占自由流通股本的比例已达到16.63%。

图表3：三花智控现金分红情况



图表4：三花智控沪深港通持股情况



资料来源：WIND，万联证券

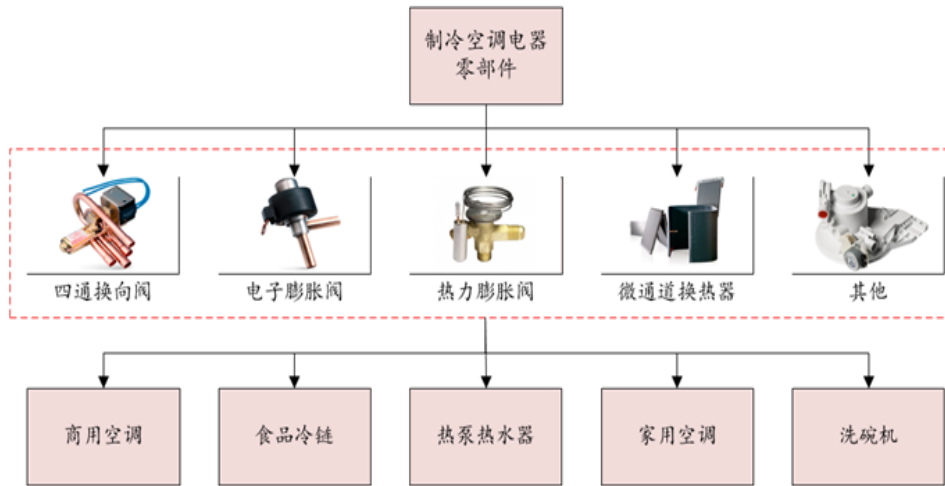
资料来源：WIND，万联证券

2、业务多元经营，兼具稳健与成长特性

2.1 以制冷+汽车热管理零部件为核心，业务横跨三大行业

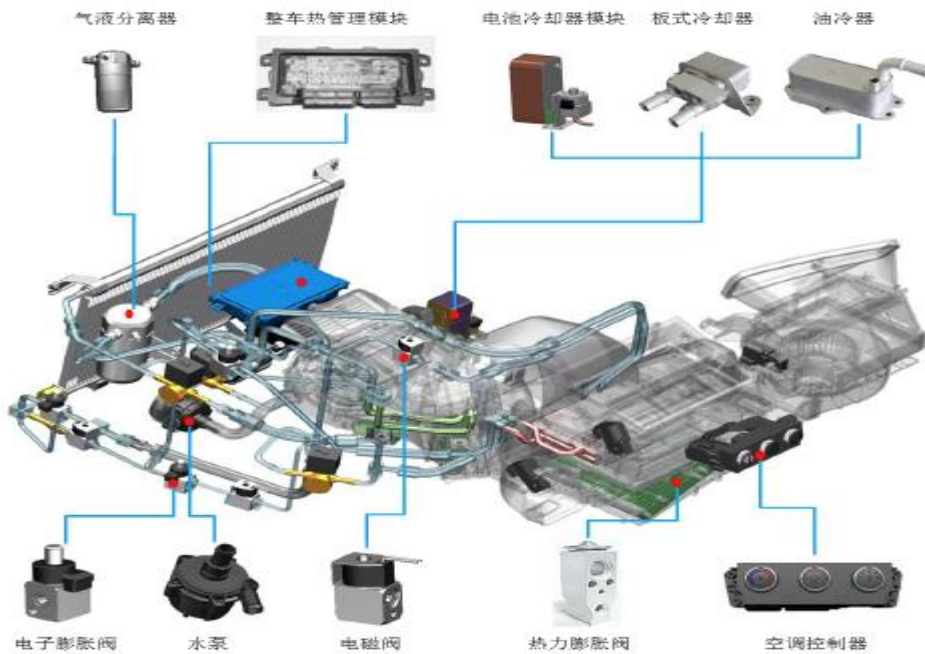
公司主营业务主要为制冷空调电器零部件业务和汽车零部件业务，按应用领域可分属于制冷、汽车及小家电三大行业，其中制冷业务主要包括制冷控制元器件（空调、冰箱控制器及控制阀等）及微通道换热器（冷凝器、蒸发器等）；汽车零部件业务主要是汽车空调及热管理系统控制部件，产品涉及燃油车空调热力膨胀阀、贮液器、油冷器，新能源车热管理（电子膨胀阀、电池冷却器、水冷板）及电子水泵、电子油泵等；小家电主要是子公司威亚科从事洗碗机、洗衣机及咖啡机等加热部件的生产与销售。

图表5：制冷空调电器零部件业务



资料来源：公司官网，万联证券

图表6：汽车零部件业务



资料来源：公司官网，万联证券

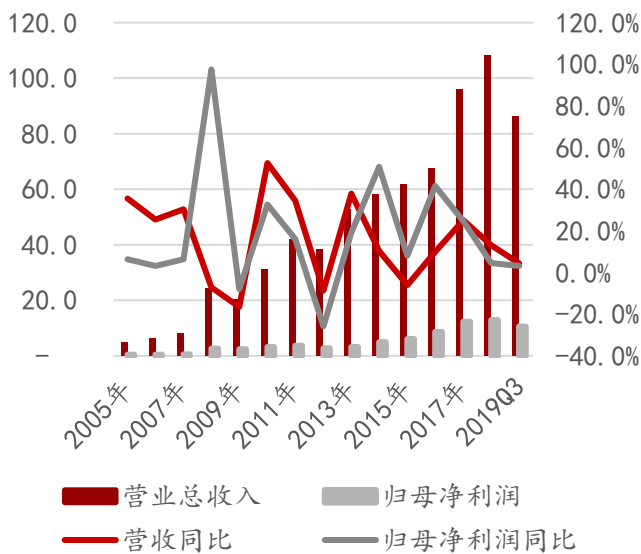
2.2 业绩增长稳健，兼具稳健与成长特性

(1) 长期业绩增长稳定，攻守兼备兼具稳健与成长特性

自2005年上市以来，公司业绩增长良好，营业总收入由2005年的4.9亿元增长至2018年的108.4亿元，13年间营收年均复合增速高达26.8%，归母净利润由2005年的0.5亿

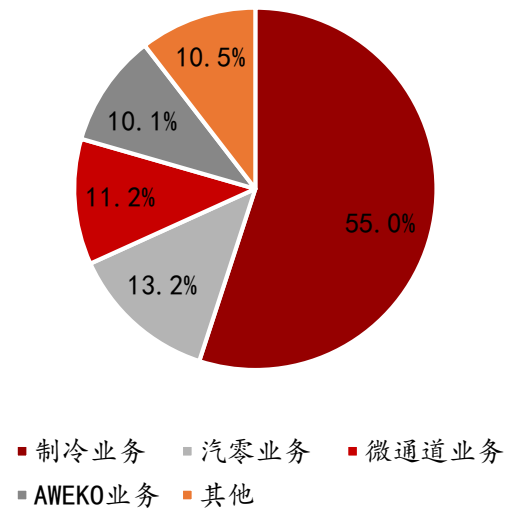
元增长至2018年的12.9亿元，年均复合增速高达29.5%。从收入构成来看，当前制冷控制元器件为公司的主要收入来源，2018年营收达到59.6亿元，占比高达55.0%，能够为公司贡献长期稳定的现金流；新业务微通道、亚威科及汽零三者业务营收合计37.4亿元，合计占比高达34.5%，其中汽零业务营收突破14亿元，占比提升至13.2%，而微通道、亚威科2018年业绩暂时有所乏力。从行业成长周期来看，由于家电、传统汽车行业发展较为成熟，后期的主要增长点在于全球市场竞争格局变动带来的市占率的提升，而新能源车热管理、亚威科洗碗机处于产品导入或成长期，行业规模扩张可期，因此公司在牢牢把控传统制冷业务全球较高市场份额的同时，积极拓展新能源汽车、小家电等新业务领域，具备稳健与成长特性。

图表7：营收和规模净利润增速



资料来源：WIND，万联证券

图表8：2018年收入构成

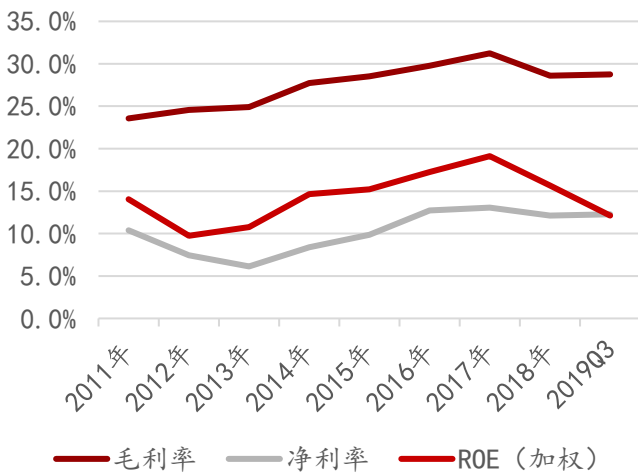


资料来源：WIND，万联证券

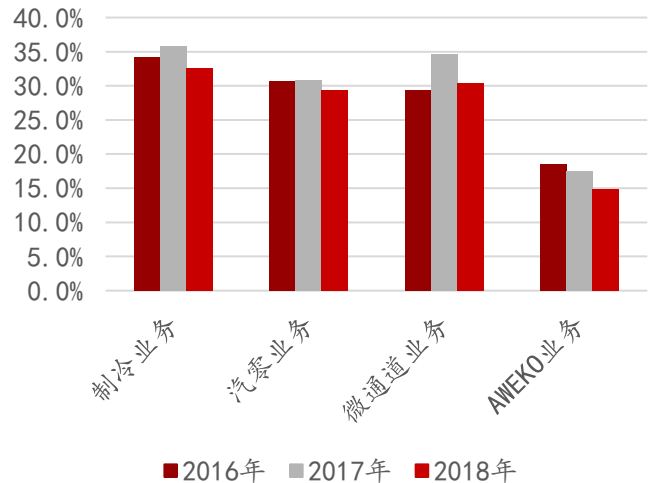
(2) 毛利率维持高位，盈利能力保持稳健

公司盈利能力较强，毛利率处于上升通道，2017年达到31.2%的高点，2018年降至28.6%，主要是受国内经济下行压力较大，空调、汽车销量放缓及原材料、人工成本上升的影响导致毛利率略有下降，从各项业务毛利率情况来看，制冷业务、汽零业务及微通道业务毛利保持30%左右的较高水平，而亚威科因洗碗机市场处于导入期，毛利率暂时保持15%左右的较低水平。净利率、ROE（加权）于2011-2012有所下降，而2013年后因并购的亚威科发挥资产整合效应及集团注入的微通道、汽零业务盈利较好，净利率及ROE保持稳步上升态势，2017年分别达到13.1%和19.1%的高位，2018年受下游国内空调、汽车销量增速放缓的影响，净利率和ROE（加权）略有下降至12.1%和15.7%，整体来看，公司盈利能力较为稳健，且未来随着空调、传统汽车销量的缓慢复苏及新能源汽车、洗碗机需求的快速上行，公司盈利能力依然有提升空间。

图表9：盈利能力保持稳健



图表10：各业务毛利率情况



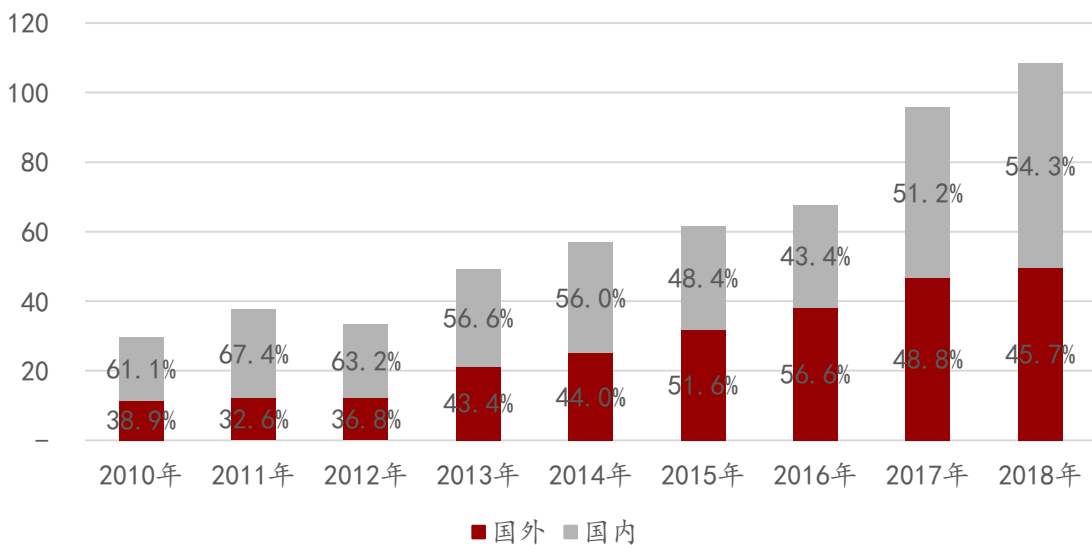
资料来源：WIND，万联证券

资料来源：WIND，万联证券

(3) 海外业务占比提升，全球化布局效果显著

自上世纪九十年代，公司就注重开拓国际市场，分别在日本、韩国、泰国、新加坡、美国、墨西哥、欧洲等地建立了海外子公司，以此搭建全球营销网点，同时分别在美国、波兰、墨西哥、泰国等地建立海外生产基地，初步具备全球化生产能力，各项业务产品基本覆盖全球主要市场，包括美国、欧洲、日本、韩国、东南亚、非洲及我国香港、台湾等十几个国家和地区。公司全球化布局效果显著，海外营收及占比稳步提升，2018年海外营收高达49.5亿元，占总营业收入比高达45.7%，毛利率为29.5%，比国内高1.6pct，全球市场的良好拓展能够有效平抑单一市场的周期波动，尤其对于北美、欧洲等重要市场良好拓展，能够有效抵制国内家电、传统汽车销量放缓的影响。

图表11：海外业务占比提升



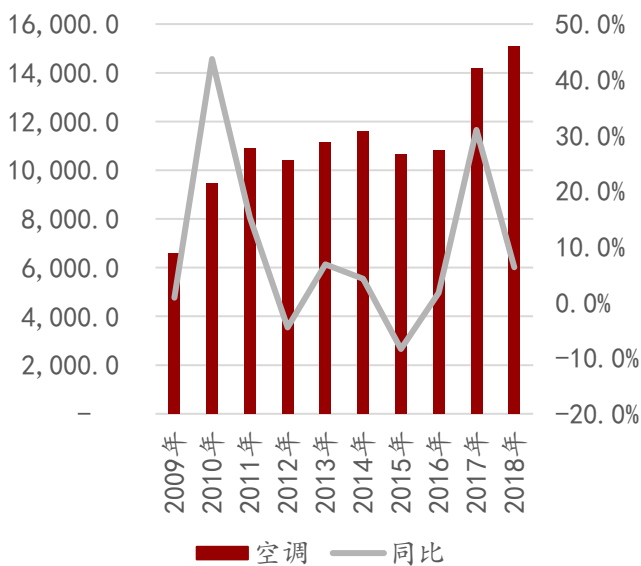
资料来源：WIND，万联证券

3、传统制冷业务市场地位突出，行业增长空间仍在

3.1 制冷空调元器件有望稳健上行

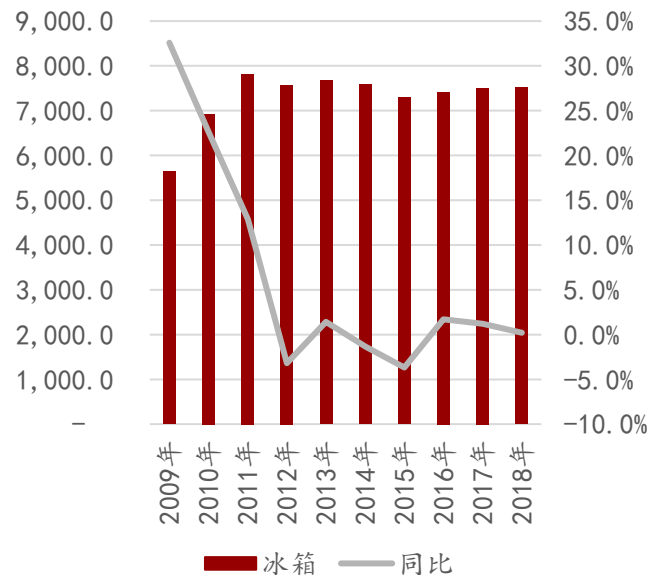
长期，国内空调、冰箱仍有较大成长空间。阀门是流体系统中的控制部件，用来控制流体的方向、压力、流量的装置，是空调、冰箱、冷链设备等制冷系统中必不可少的部件。阀门件的销量主要受下游空调、冰箱、冷链等市场需求的影响，从下游家电行业发展趋势来看，国内空调、冰箱等市场发展较为成熟，行业竞争格局较为稳定且集中，在经历2009-2012年家电下乡政策的刺激销量增速创新高后，总体增速虽然趋于放缓，2018年家用空调销量15,069.1万台，同比增速6.3%，冰箱销量7,518万台，同比增速仅0.2%，但长期来看依然有较大的增长空间，一方面，国内城镇化率60%左右与发达国家相比依然偏低，伴随着人口城镇化趋势，每年新增空调、冰箱需求依然较大；另一方面，国内城镇及农村的空调保有量依然有较大的提升空间，当前国内城镇及农村的空调每百户保有量分别为142.2台和65.3台，与发达国家如日本空调每百户保有量292台相比仍有翻倍增长的可能。

图表12：2009-2018年家用空调销量



资料来源：WIND，万联证券

图表13：2009-2018年冰箱销量

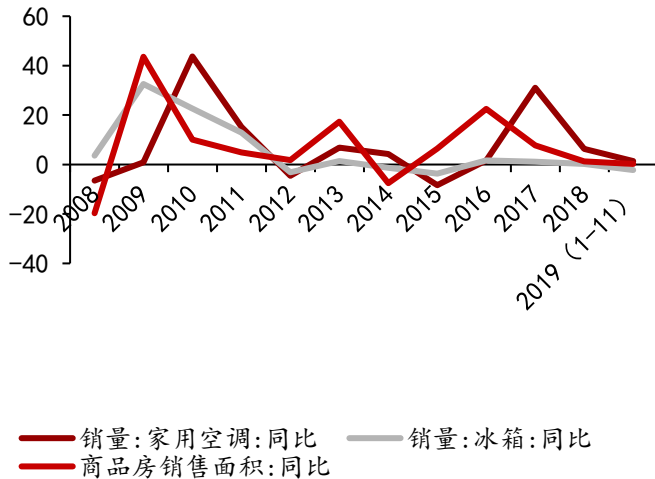


资料来源：WIND，万联证券

短期，受地产周期的回暖，制冷空调冰箱元器件销量有望提升。由于国内空调、冰箱的市场需求与房地产的周期有较强的相关性，从历史数据上来看，空调的销量增速基本上滞后商品房销售面积1年左右，具有明显的房地产后周期属性；冰箱的销量增速与空调相似，但弹性明显较小。2017年以来，商品房销售面积增速下行，受地产后周期因素影响，空调、冰箱的销量增速也在2018年出现了明显的回落，冰箱销量同比增速在2019年1-11月转负。2018年以来，房屋的竣工和商品房销售数据持续低迷，另一方面房屋的新开工面积稳定增长，房屋开竣工“剪刀差”明显，大量存量工地待竣工。随着交付周期的临近，2019年下半年以来单月的竣工和销售数据开始回升，新开工及竣工面积“剪刀差”开始收窄。在大量存量工地的竣工需求推动下，预计2020年房屋竣工增速将持续回升，拉动空调、冰箱等后周期家电产品的需求，根据空调、冰箱与地产周期的相关性判断，我们认为空调、冰箱有望于2020年下半年开始逐步回

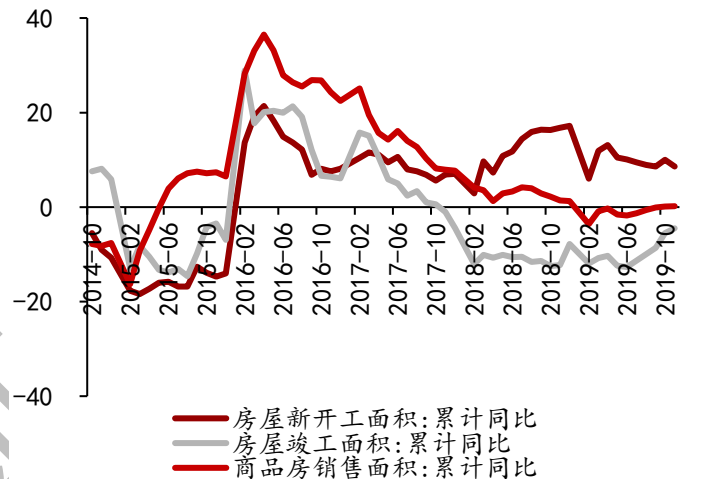
暖。而应用于空调、冰箱的阀门元器件周期性基本趋同于空调、冰箱销量，因此短期，公司传统制冷元器件将受益于地产周期的回暖有望出现销量及业绩的回升。

图表14：空调、冰箱销量增速滞后商品房销售面积增速1年左右（单位：%）



资料来源：WIND，万联证券

图表15：地产竣工、销售数据边际回暖（单位：%）



资料来源：WIND，万联证券

3.2 存量更新叠加消费升级，电子膨胀阀成长可期

存量更新需求旺盛，消费升级带动产品均价的提升。空调的寿命期一般为10年，冰箱的寿命期一般为12年。2010年因国内出台了一系列有关“家电下乡”的政策，同年空调销量同比大涨43.7%，2020年正是“家电下乡”的政策10年后，空调10年寿命周期将至；冰箱的销量增速在2009年达到32.6%的高点，2020年同样临近更换周期，因此旧机更新需求有望在近年逐步释放。另外，国内家电能效标准更新不断，2019年12月31日，国家发布“史上最严”的空调能效指标，该标准将定频和变频的评价方法统一，只按照季节能效定级，并于2020年7月1日正式执行。在新标准中，原定频空调一级能效标准将降为4级，定频空调二级能效标准将降为5级，均属于非节能产品，将逐步退出历史舞台，2022年1月1日完全淘汰定频空调。此外，原变频三级能效空调也将面临淘汰，总体来看，定频空调向变频空调结构升级的趋势有望加速。在冰箱方面，2016年10月国家强制实施了新的冰箱能效标准，根据新标准1级能效要求冰箱耗电量较原来1级耗电量降低约40%左右，新能效标准的出台，大力地推动了变频冰箱销量及市占率的提升，2016-2018年国内变频冰箱销量增速分别高达41.9%、76.6%和31.1%，截止2018年底，变频冰箱市占率已达到22.2%，相比2012年4.8%的水平具有大幅度的提升。而根据《中国家用冰箱产业技术路线图》（2019年）规划，2025年冰箱能效水平较2019年提高25%，变频压缩机使用占比达到50%；2030年冰箱能效水平较2025年再提升25%，变频压缩机使用占比达到60%，因此冰箱能效标准的提升将极大地促进变频冰箱渗透率的提升。另外，冰箱变频节能、智能等发展趋势相应带动冰箱产品均价的提升，根据奥维云网数据，2018年冰箱产品均价达到2,930元/台，相比去年提升5.4pct，未来预计在消费升级趋势下，冰箱均价依然有望维持2%左右的年复合平均增速。

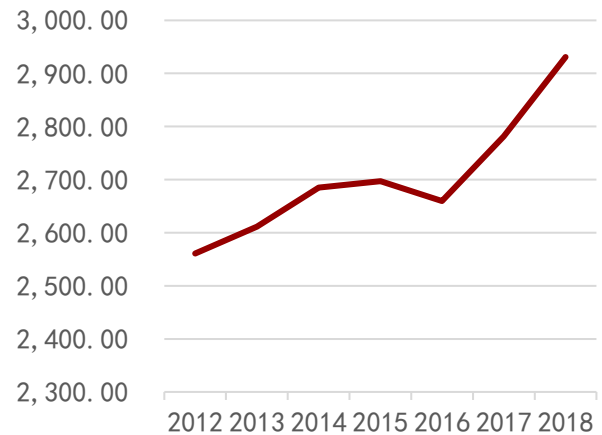
电子膨胀阀节能效果明显，渗透率逐步走高。与热力膨胀阀相比，电子膨胀阀能有更加精确的控制效果，节能效果明显。由于电子膨胀阀技术含量较高，价格相对较昂

贵，因此在空调中电子膨胀阀的使用率一直不高，全球空调仅有不到30%的比例使用了电子膨胀阀。但在变频空调中，电子膨胀阀的渗透率正逐步走高，2018年全国变频空调销量为6434.1万台，空调电子膨胀阀内销量为5464.9万只，变频空调电子膨胀阀渗透率约85%。考虑到多联机中央空调中使用的膨胀阀不仅一只，实际的变频空调电子膨胀阀渗透率应低于85%，但定性来看，电子膨胀阀的渗透率正逐步走高的结论不变。新能效标准实施后，高能效变频空调渗透率的提升将刺激电子膨胀阀的市场需求，促进电子膨胀阀需求的释放。

图表16：空调能效新标对标情况的

新标准	对标情况	淘汰情况
GB21455-2019		
1级能效	国际领先水平	
2级能效		
3级能效	原变频2级能效标准，变频空调能效准入门槛	
4级能效	原定频1级能效标准	逐步淘汰
5级能效	原定频2级能效标准	逐步淘汰

图表17：冰箱均价上涨







资料来源：制冷快报，家电消费网，万联证券研究所

资料来源：奥维云网，万联证券

3.3微通道热交换器替代空间较广

三花微通道自2006年成立以来，一直从事制冷空调系统微通道热交换器的设计、生产与销售，产品主要包括微通道冷凝器、微通道蒸发器、微通道热泵换热器、微通道水箱换热器等，应用领域除家用及商用空调外，还包括精密空调、制冷运输空调、食品冷链等领域。

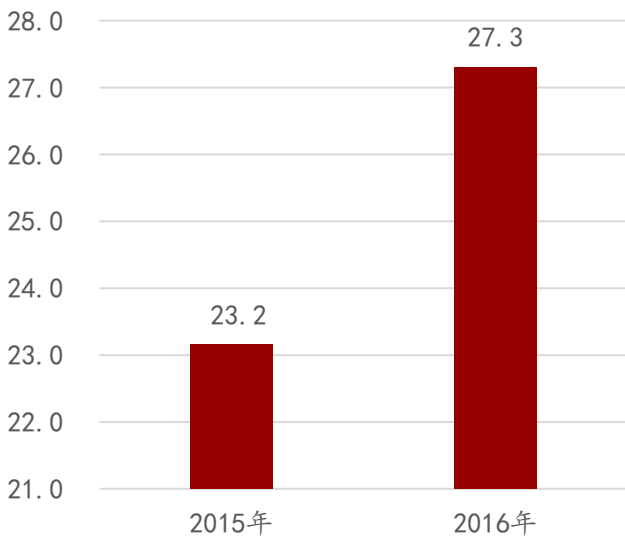
图表18：三花微通道业务主要产品

微通道冷凝器	微通道蒸发器	微通道热泵换热器	微通道水箱换热器
			

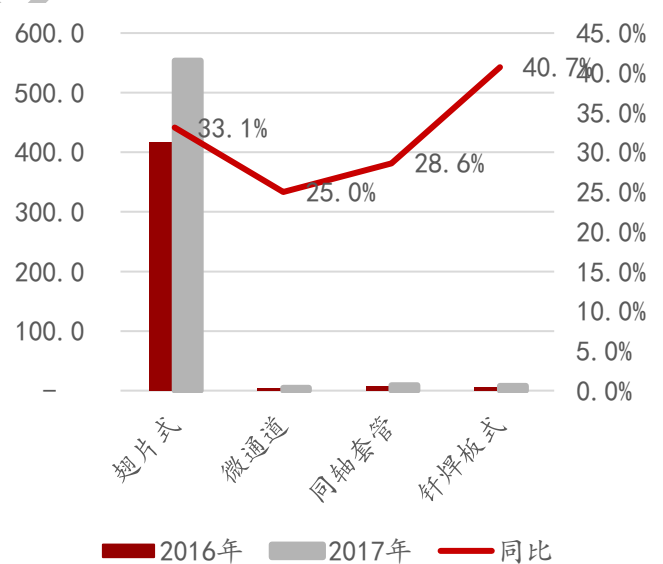
资料来源：公司公告，万联证券

由于目前的热管器主要是采用钢管铝翅片式换热器，即以钢管为主干管路，外部连接铝箔翅片，而微通道热换热器因其采用具备更高换热效率的多通路铝扁管，波纹形翅片（开若干百叶窗）组合整体焊接，相较于钢管铝翅片式换热器具备节省空间、节约冷媒、耐压等优势，因此在节能、环保等政策鼓励下，微通道热换热器有望在商用及家用制冷空调、冷藏冷冻等领域得到优先应用，其替代传统翅片式换热器。根据产业在线的相关数据，经合理估算，全球换热器用于制冷空调、食品冷链等领域的风冷式换热器总规模至少在500亿元以上，其中2016年微通道换热器销售规模约27.3亿元，现有实际比例不到6%。全球用于制冷空调、食品冷链等领域的风冷式换热器市场，将成为微通道换热器现阶段的主要替代空间，随着消费者对于高效能产品的需求的不断提升，微通道换热器以其有效提升能效的特性优势，在白色家电领域的应用潜力大大增加，具有广阔的市场前景。

图表19：全球微通道换热器销售规模（亿元）



图表20：中国市场四种换热器销售规模（亿元）



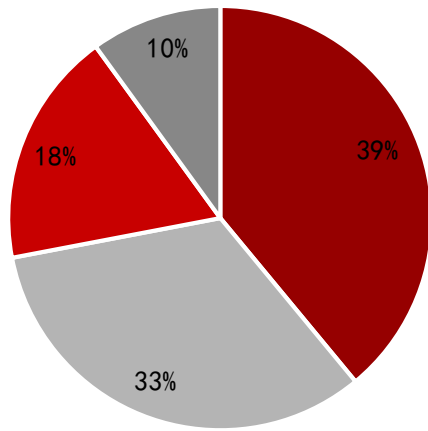
资料来源：产业在线，万联证券

资料来源：产业在线，万联证券

3.4 制冷业务市场地位领先，多项产品全球市占率第一

公司是全球制冷空调电器零部件领军企业，传统阀产品主要以电子膨胀阀、四通换向阀、截止阀为主，在电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵等产品市场占有率位居全球第一，其中电子膨胀阀全球市占率39%、四通换向阀全球市占率49%，截止阀全球市占率超过35%，微通道热换热器全球市场占有率超过30%。我们认为在地产周期回暖、存量更新驱动及节能升级趋势下，公司制冷业务有望企稳回升，凭借其制造基地全球化布局、覆盖全球的营销网络体系以及突出的研发技术实力，公司将继续巩固并不断提升其制冷业务全球市场的领先地位。

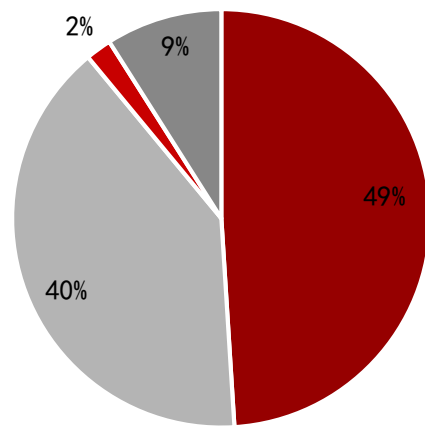
图表21：电子膨胀阀全球市占率



■ 三花智控 ■ 不二工机 ■ 盾安环境 ■ 其他

资料来源：产业在线，万联证券

图表22：四通换向阀市占率



■ 三花智控 ■ 盾安环境 ■ 春晖 ■ 其他

资料来源：产业在线，万联证券

4、新能源热管理前景广阔，汽零业务有望高速增长

4.1 海内外新能源汽车迎来成长共振，新能源热管理市场前景广阔

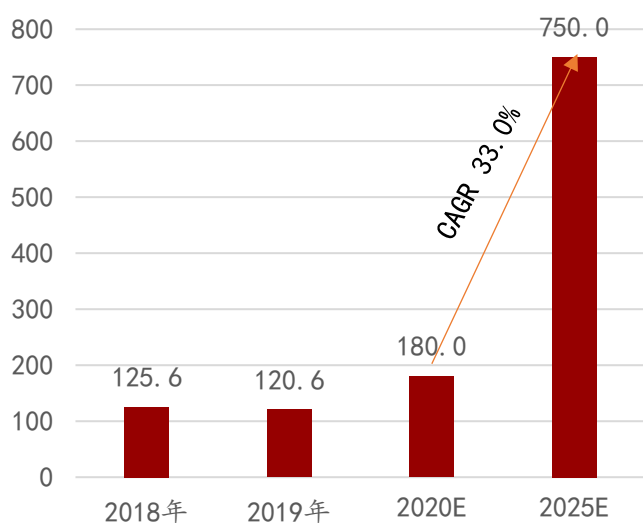
2019年，国内新能源汽车销量120.6万辆，同比下降4.0%，主要由于政策端补贴严重退坡导致，尤其是下半年在补贴正式期后，新能源汽车月销量出现连续6月连降趋势。但是，新能源汽车短期销量的下降并不能改变行业长期确定性高增长趋势，尤其对于2020年在政策边际宽松、技术进步带来的成本压力改善及消费者对新能源汽车认可度提升的良好趋势带动下，新能源汽车有望迎来高增长的起点。

国内方面，2020年国内新能源补贴政策有望迎来宽松。在电动车百人论坛（2020）上，全国政协副主席万钢提出“建议在2020年底前，稳定现有的新能源汽车财政补贴政策，不再对补贴产品的技术指标作做新的调整”，工信部部长苗圩表示“2020年7月1日补贴政策不会再进一步的退坡”，虽然2020年补贴政策虽未正式公布，但2019年较低基数及之前官方规划“2020年新能源汽车产销规模达到200万辆”的目标，预计新能源补贴政策会迎来宽松，叠加“双积分”考核托底，特斯拉、大众等发挥的鲶鱼效应，总体预计2020年国内新能源汽车规模有望达到180万辆。长期来看，在《新能源汽车产业发展规划（2020-2025年）》（征求意见稿）中明确，2025年新能源汽车新车销量占比25%，按3,000万辆基数计算则2025年新能源汽车销量规模有望达到750万辆，5年年平均复合增速在30%以上。

海外方面，严格的碳排放法规倒逼车企加速布局新能源汽车。欧盟碳排放法规要求2020年起，欧盟境内95%的新登记乘用车平均二氧化碳排放量降至95g/km(相当于4.1L

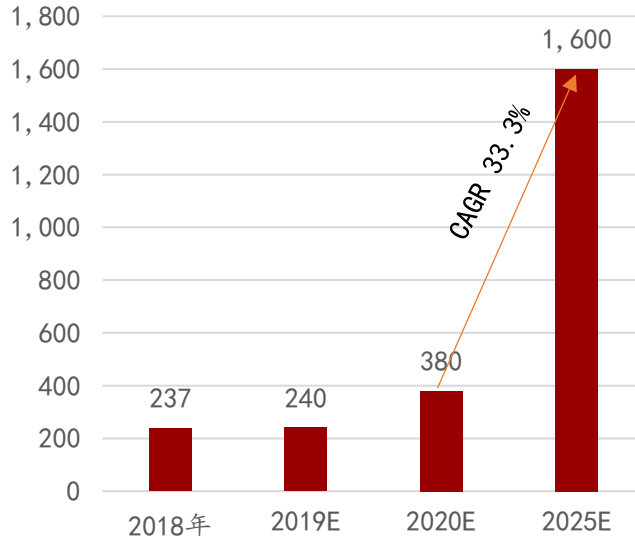
汽油/100km)，2021年所有新车须达到此标准，若车制造商无法满足上述标准，超出碳排放标准1g/km的车辆将受到欧盟每辆车95欧元罚款，按此标准车企若不推出新能源车，则几乎难以满足此要求。严格的碳排放法规倒逼车企加速布局新能源汽车，实际上欧洲早已达成“电动化是欧洲汽车企业通往未来之路唯一选择”的共识，德国于2019年11月宣布提高新能源补贴方案，提倡车企全面转向电动化战略，大众、宝马、戴姆勒等车企纷纷上调新能源车销量目标，不仅仅在欧洲，通用、福特等美系在特斯拉压力刺激下加大布局新能源车市场，丰田、本田、日产等日系也不再固守混动及氢燃料电池战略，开始转向布局电动汽车，预计从2020年起，海外新能源车市场有望迎来拐点向上的全面发展。

图表23：国内新能源汽车销量预测



资料来源：GGII，万联证券

图表24：海外新能源乘用车销量预测



资料来源：GGII，万联证券

海内外新能源车爆发式增长有望带动新能源热管理系统市场规模的快速提升

热管理系统是新能源车中仅次于“三电”的核心零部件之一，几乎涵盖了新能源车重要组成部分，如动力电池、驱动电机、整车电控、汽车空调等，其性能直接影响电动车安全性及舒适性，如消费者最为关心的新能源车“失火”问题即与新能源热管理具有较大干系，良好的热管理系统能够不仅有能够效避免电池包起火、也能在低温情况下为电池预热，从而避免电池容量的衰减及低温下充电、放电安全性，尤其是对于电气化程度较高的新能源汽车而言，热管理能够减少零部件系统因温度失控造成的故障，其重要程度不言而喻。由于驱动力来源的不同，传统汽车与新能源汽车的热管理具有明显的差异，如传统汽车的空调系统是利用发动机带动空调压缩机制冷，用发动机余热制热，而新能源汽车采用电动压缩机制冷，电加热设备或热泵空调实现制热等，且新能源车核心三电系统对温度更为敏感，因此新能源车对热管理技术提出了更高的要求。

图表25：汽车热管理

类别		传统车热管理	新能源车热管理
空调系统	制冷	发动机带动空调压缩机制冷	电动空调压缩机制冷
	制热	发动机余热制热	电加热设备(PTC)或热泵空调制热
动力系统	制冷	发动机系统冷却	电池系统冷却
	制热	-	电池系统制热

资料来源：万联证券

新能源热管理技术复杂且较燃油车额外配置更多的控制阀、泵及新增加热模块，因此新能源车热管理相对传统热管理配套价值量更高，据测算，传统汽车热管理单车价值量约2,000-3,000元左右，而新能源车热管理单车价值量能够达到6,000-8,000元，几乎是传统汽车价值量的3倍。据此，我们简单测算新能源热管理市场空间：

我们假设：(1) 2020年、2025年国内新能源汽车销量分别为180万辆、750万辆；全球新能源汽车销量分别为400万辆、1,600万辆。(2) 随着技术的进步，新能源车热管理成本逐步递减，2020年成本为7,000元/辆，2025年为6,000元/辆。由此可测：(1) 国内新能源热管理市场规模，2020年有望达到126亿元，2025年有望达到450亿元，2020-2025年平均复合增速高达29.0%。(3) 全球新能源热管理市场规模2020年有望达到266亿元，2025年有望达到960亿元，2020-2025年平均复合增速高达29.3%。考虑到2025年新能源车销量占比也仅仅在25%左右，未来新能源车渗透率的进一步提升甚至燃油车的禁售，其市场规模仍将持续扩大。

图表26：汽车热管理系统价值量对比

传统汽车		价格(元)	新能源汽车	价格(元)
空调系统	普通压缩机	500	电动空调压缩机	1500
	控制器	100	控制器	110
	冷凝器	150	冷凝器	150
	蒸发器	150	蒸发器	150
	储液罐	20	储液罐	20
	膨胀阀	25	电子膨胀阀	200
	其他	150	其他	150
	合计	1,095	合计	2,280
发动机		价格(元)	电池系统	价格(元)
动力系统	散热器(水箱)	250	电池冷却板	600
	冷却风扇	150	电子膨胀阀	200
	水泵	100	电子水泵*3	900
	节温器	50	冷凝器	150
	油冷器	200	蒸发器	150
	中冷器	200	散热器	200
	管路	150	PTC加热\热泵	1500
	其他	200	其他	200
	合计	1300	合计	3900
	综合	2,000-3,000	综合	6,000-8,000

资料来源：万联证券

图表27：新能源热管理市场规模预测

类别	地区	2020年	2025年	CAGR
新能源汽车销量（万辆）	国内	180	750	33.0%
	全球	380	1,600	33.3%
新能源热管理市场规模（亿元）	国内	126	450	29.0%
	全球	266	960	29.3%

资料来源：万联证券

4.2国内热管理领先企业，新能源热管理产品种类较为齐全

目前，全球热管理供应商市场竞争较为分散，并未形成绝对的龙头企业，但由于新能源汽车正处于发展阶段，依靠传统热管理的技术优势、并沿承严谨扎实的技术开发较早进入新能源车热管理领域的供应商获得了一定的先发优势，如日本电装、法国法雷奥、韩国翰昂和德国马勒等四大巨头合计占据了汽车热管理55%的全球市场份额。国内热管理供应商大多数处于二级零部件供应商的地位，但随着国内新能源汽车的快速发展及自主车企对热管理系统供应链的重视，本土供应商在模块化及系统集成方面也相应取得了一定的进步，如三花智控、银轮股份、奥特佳、松芝股份等纷纷在新能源热管理领域积累了较多的技术开发与系统配套的经验。

图表28：新能源汽车热管理企业布局情况

类型	企业	系统			部件				
		电池热管理系统	空调系统	热泵空调系统	水冷板	电池冷却器	电子水泵	电子膨胀阀	电动空调压缩机
国际	电装		●	●					●
	法雷奥	●	●	●					●
	翰昂	●	●	●					●
	马勒	●	●						●
国内	三花智控			○	●	●	●	●	
	银轮股份	○			●	●			
	中鼎股份	●							
	奥特佳	○	●	●					●
	松芝股份	○	●	○		●			○
	航天机电		●						
	西泵股份						●		

资料来源：万联证券 注意：实心圆代表已批量生产的技术，空心圆代表正在研发或者小批量生产的技术

公司是国内较早布局新能源热管理领域的企业之一，子公司三花汽零专注于新能源汽车空调及热管理产品的研发近十年，是全球少有的同时具备电子膨胀阀、电子水泵、水冷板和冷却器零部件供应商。由于全球新能源热管理方案复杂多样，公司为不同车企配套的热管理零部件种类及价值量存在一定的差异，当前来看海外车企多数项目单车货值超过1,000元，最大单车货值近5000元，国内可能偏低，若同时配套电子膨胀阀、电子水泵、水冷板和冷却器零部件价值量可高达2,000元以上，且未来随着新能源热泵空调的普及，配套货值有望进一步提升。

4.3 热管理订单充裕，特斯拉Model 3国产将进一步受益

公司新能源热管理产品已进入欧美一线汽车厂商新能源汽车平台，先后拿到大众、戴姆勒、特斯拉、宝马、通用、沃尔沃、奥迪、PSA、捷豹、路虎等新能源车平台订单，国内方面，主要客户包括吉利、比亚迪、上汽、蔚来等，在手订单预估超过百亿元。尤其是公司作为特斯拉重要供应商，为特斯拉Model 3 供应电子膨胀阀、电子油泵、油冷器、水冷板、电池冷却器等，按2019年特斯拉Model 3产量30万辆预计对特斯拉的销售收入约4亿元，2020年随着特斯拉Model 3国产销量的进一步提升，对其销售收入有望提升至6亿元左右，贡献汽零业务10%以上的营收增幅。不仅仅是特斯拉，海外众多新能源平台订单也将于2020年开始集中放量，中长期来看，新能源热管理业务有望持平甚至超过制冷业务规模，成为公司未来业绩的重要增长点。

图表29：2017年-2019年部分新能源热管理项目定点情况

日期	配套车企	供应产品	订单量
2019年12月	德国宝马	电子膨胀阀、冷却器	6亿元
2019年11月	通用汽车	BEV3 电池冷却组件、多个热管理阀类	20亿元
2019年9月	通用汽车	电子水泵	10亿元
2019年3月	上汽大众	水冷板	9亿元
2018年11月	德国宝马	热管理部件	3000万欧元
2018年1月	沃尔沃	水冷板	6亿元
2018年1月	蔚来	热管理部件	11亿元
2017年11月	蔚来	热管理部件	3亿元
2017年10月	沃尔沃	热管理部件	6亿元
2017年10月	戴姆勒	电子水泵	359万台

资料来源：公司公告、万联证券

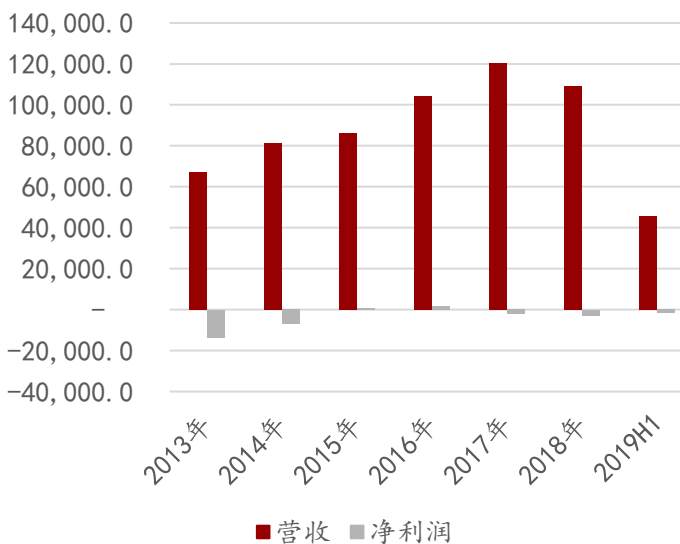
5、亚威科业务盈利能力有望提升，长期将持续受益于国内洗碗机普及率的提升

并购横向拓展至洗碗机等白色家电核心部件领域。2012年底，公司整体收购了德国家电巨头亚威科集团，横向拓展洗碗机、洗衣机、咖啡机等白色家电配件领域。亚威

科集团拥有50多年的经营历史,长期被家电客户视为洗碗机系统核心部件开发的第一供应商,其子公司Bleckmann(亚威科集团子公司Bleckmann GmbH & Co. KG的品牌)在水加热器领域一直处于行业领先地位,并引领洗碗机、洗衣机及咖啡机的加热器技术的发展,主要产品包括Omega系统、水软化系统、分配器等。亚威科集团与全球主要白色家电制造商有着广泛的业务往来,主要客户包括BSH、米勒、惠而浦、飞利浦、伊莱克斯、Helbling等,其中前10大客户约占亚威科集团销售的90%。通过此次收购亚威科集团,公司将横向延伸至洗碗机、洗衣机、咖啡机零部件领域,进一步丰富公司的产品线,从而提高在家电系统领域的综合竞争优势。

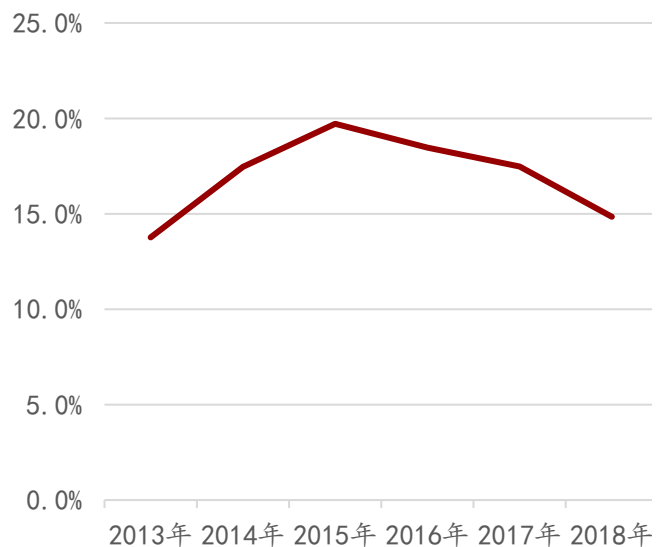
亚威科业务盈利能力有望提升。自2012年完成亚威科集团的收购后,实际上亚威科业务盈利并不理想,除2015年、2016年分别实现859.8亿元、1,757.4亿元的净利润外,其他年份均属于亏损状态,毛利率方面仅维持在15%-20%之间,与三花其他主业30%左右的毛利率相比明显落后,究其原因,一方面,亚威科业务的重心在于欧洲市场,生产上较多的依赖于欧洲供应链,生产成本偏高,再加上部分原材料价格的上涨,导致公司盈利较为薄弱;另一方面,欧洲人力成本也相对较高。为了改善亚威科的盈利状况,公司将产能及供应链重心逐步调整,如将欧洲订单逐步转移至人力成本相对较低的波兰工厂,且在土耳其新建部分产能就近服务客户,中国及东南亚市场生产线逐步至芜湖工厂,供应链体系重心逐步转向至生产成本较低的发展中国家。短期,随着波兰、土耳其工厂运营效率的提升及中国芜湖产能的逐步释放,亚威科业务盈利能力有望提升。

图表30: 亚威科营收和净利润



资料来源: 产业在线, 万联证券

图表31: 亚威科毛利率偏低



资料来源: 产业在线, 万联证券

国内洗碗机渗透率明显偏低, 亚威科将长期受益于洗碗机普及率的提升。洗碗机行业跟其他家电品类相比,属于低饱和度的家电,目前西欧家庭占有率不足80%,北美不足50%,东欧不足30%,中国不到2%,从渗透率角度来看,国内洗碗机市场依然有较大的提升空间。一方面,消费者对洗碗机的认可度有望得到提高,导致国内洗碗机普及率偏低的主要原因在于国内洗碗机产品创新不足,消费者存在“洗不干净、使用不

方便、太费时间”的负面心理，但随着美的、老板、海尔等本土品牌的洗碗机产品创新实力的提升及用户与市场形成的良好反馈，国内洗碗机销量有望实现快速增长。另一方面，消费升级带动洗碗机产品的热销，人口老龄化、人工成本不断提高及年轻一代对生活品质要求的提高，作为“懒人经济”与“健康经济”的代表，洗碗机对老人、年轻人等均有较大的吸引力。因此，国内洗碗机市场增长潜力依然较大，而亚威科将直接受益。

6、盈利预测

关键假设

汽零业务：受益于全球新能源汽车爆发式增长，新能源车热管理订单有望于2020年开始集中放量，合理假设2019-2021年汽零业务收入同比增长分别为15.0%、50.0%和60.0%，毛利率企稳回升分别为32.6%、32.8%和32.8%。

制冷业务：根据空调、冰箱与地产周期的相关性判断，我们认为公司制冷空调元器件业务有望于2020年下半年开始跟随主机逐步回暖，另外随着空调保有量的提升，存量替换周期的来临及节能升级趋势驱动，制冷业务有望稳步增长，合理假设2019-2021年制冷业务收入同比增长分别为5.0%、10.0%和10.0%，毛利率分别为32.3%、34.3%和36.3%。

微通道业务：微通道热交换器逐步替换铝翅片式换热器，合理假设微通道业务收入同比分别为5.0%、10.0%和10.0%，毛利率分别为28.3%、29.3%和29.8%。

亚威科业务：短期随着波兰、土耳其工厂运营效率的提升及中国芜湖产能的逐步释放，亚威科业务盈利能力有望提升；长期，随着洗碗机普及率的提升，亚威科业务将直接受益，合理假设2019-2021年亚威科业务收入同比分别为2.0%、15.0%和15.0%，毛利率企稳回升分别为14.8%、16.8%和18.8%。

其他业务：假设2019-2021年其他业务收入保持2.0%的增长，毛利率维持18.0%。

图表32：营业收入预测

分类	销售预测	2018年	2019年	2020年	2021年
汽零业务	收入	143,223.19	164,706.67	247,060.00	395,296.00
	yoy	18.3%	15.0%	50.0%	60.0%
	成本	101,143.41	111,044.31	166,072.34	265,715.75
	yoy	20.8%	9.8%	49.6%	60.0%
	毛利	42,079.78	53,662.36	80,987.66	129,580.26
	毛利率	29.4%	32.6%	32.8%	32.8%
制冷业务	收入	596,093.77	625,898.46	688,488.30	757,337.13
	yoy	21.0%	5.0%	10.0%	10.0%
	成本	401,989.18	423,966.33	452,593.20	482,705.78

	YOY	27.3%	5.5%	6.8%	6.7%
	毛利	194,104.59	201,932.12	235,895.10	274,631.36
	毛利率	32.6%	32.3%	34.3%	36.3%
微通道业务	收入	121,620.02	127,701.02	140,471.12	154,518.24
	YOY	-2.9%	5.0%	10.0%	10.0%
	成本	84,710.98	91,500.55	99,245.89	108,397.89
	YOY	3.5%	8.0%	8.5%	9.2%
	毛利	36,909.04	36,200.47	41,225.23	46,120.34
	毛利率	30.3%	28.3%	29.3%	29.8%
AWEKO 业务	收入	109,295.38	111,481.29	128,203.48	147,434.00
	YOY	-9.3%	2.0%	15.0%	15.0%
	成本	93,066.70	94,928.03	106,603.17	119,644.96
	YOY	-6.4%	2.0%	12.3%	12.2%
	毛利	16,228.68	16,553.25	21,600.31	27,789.04
	毛利率	14.8%	14.8%	16.8%	18.8%
其他业务	收入	113,366.71	115,634.04	117,946.73	120,305.66
	YOY	14.7%	2.0%	2.0%	2.0%
	成本	92,930.62	94,789.23	96,685.02	98,618.72
	YOY	19.1%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利	20,436.09	20,844.81	21,261.71	21,686.94
	毛利率	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
合计	营业收入	1,083,599.07	1,145,421.48	1,322,169.64	1,574,891.04
	YOY	13.1%	5.7%	15.4%	19.1%
	营业成本	773,840.89	816,228.46	921,199.62	1,075,083.10
	YOY	17.5%	5.5%	12.9%	16.7%
	毛利	309,758.18	329,193.02	400,970.01	499,807.94
	毛利率	28.6%	28.7%	30.3%	31.7%

资料来源：万联证券

投资逻辑

1、传统制冷业务市场地位突出，行业增长空间仍在：公司是全球制冷空调电器零部件领军企业，传统制冷元器件如电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵等多产品市场占有率位居全球第一，短期根据空调、冰箱与地产周期的相关性判断，我们认为公司制冷空调元器件业务有望于2020年下半年开始跟随主机逐步回暖，另外在空调保有量稳步提升、存量更新及节能升级趋势下，电子膨胀阀、微通道热换等传统制冷业务长期成长空间依然较为广阔。公司有望凭借其先进的研发实力、业务全球化布局及优质的客户资源，进一步巩固及提高其制冷业务全球市场的领先地位。

2、新能源热管理前景广阔，汽零业务有望高速增长：补贴政策退坡导致2019年国内新能源汽车销量同比下降4.0%至120.6万辆，2020年国内新能源补贴政策有望适当宽

松叠加海外新能源车在严格的碳排放法规驱动下全球新能源市场有望迎来爆发式增长的拐点，而新能源车热管理是仅次于“三电”的核心零部件之一，单车配套价值量能够达到6,000-8,000元，市场前景较为广阔，我们预计2020年全球新能源车热管理市场规模有望达到266亿元，未来5年平均复合增速高达29%。公司是国内较早布局新能源车热管理领域的企业之一，子公司三花汽零专注于新能源汽车空调及热管理产品的研发近十年，是全球少有的同时具备电子膨胀阀、电子水泵、水冷板和冷却器零部件供应商，产品已进入欧美一线汽车厂商新能源汽车平台，先后拿到大众、戴姆勒、特斯拉、宝马、通用、沃尔沃、奥迪、PSA、捷豹、路虎等新能源车平台订单，尤其是作为特斯拉重要供应商，为特斯拉Model 3 供应电子膨胀阀、电子油泵、油冷器、水冷板、电池冷却器等，随着特斯拉Model 3 国产销量的进一步提升有望进一步增厚汽零业务规模。不仅仅是特斯拉，海外众多新能源平台订单也将于2020年开始集中放量，因此中长期来看，新能源车热管理有望成为公司未来业绩的重要增长点。

3、亚威科业务盈利能力有望提升，长期将持续受益于国内洗碗机普及率的提升：自2012年完成亚威科集团的收购后，实际上亚威科业务盈利并不理想，毛利率方面仅维持在15%-20%之间，与三花其他主业30%左右的毛利率相比明显落后，为了改善亚威科的盈利状况，公司将产能及供应链重心逐步调整，短期随着波兰、土耳其工厂运营效率的提升及中国芜湖产能的逐步释放，亚威科业务盈利能力有望提升；长期，由于国内洗碗机渗透率仅2%明显偏低，随着洗碗机普及率的提升，亚威科业务将直接受益。

4、盈利预测及投资建议：我们预计公司2019-2021年营业总收入分别为114.5、132.2和157.5亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为13.9、17.9和23.2亿元，EPS分别为0.50、0.65和0.84元/股，对应的PE分别为42.2、32.8和25.2倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

7、风险提示

空调行业回暖不及预期，微通道热交换器替代管翅式换热器进程不及预期，新能源车热管理业务发展不及预期

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,687	10,451	11,680	13,459
货币资金	1,349	2,189	2,482	2,977
应收及预付	4,124	4,037	4,689	5,572
存货	2,027	2,026	2,295	2,675
其他流动资产	2,187	2,199	2,213	2,235
非流动资产	4,245	4,251	4,235	4,197
长期股权投资	13	13	13	13
固定资产	2,942	2,844	2,726	2,590
在建工程	611	641	671	701
无形资产	535	609	681	749
其他长期资产	145	145	145	145
资产总计	13,932	14,702	15,915	17,656
流动负债	4,793	4,238	4,660	5,275
短期借款	1,105	500	500	500
应付及预收	2,734	2,764	3,120	3,642
其他流动负债	954	974	1,040	1,133
非流动负债	439	444	449	454
长期借款	222	227	232	237
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	217	217	217	217
负债合计	5,232	4,682	5,109	5,729
股本	2,131	2,766	2,766	2,766
资本公积	1,702	1,702	1,702	1,702
留存收益	4,938	5,583	6,368	7,489
归属母公司股东权益	8,615	9,934	10,720	11,841
少数股东权益	85	86	86	86
负债和股东权益	13,932	14,702	15,915	17,656

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,288	1,856	1,625	2,025
净利润	1,292	1,386	1,785	2,321
折旧摊销	311	324	346	368
营运资金变动	-439	65	-577	-735
其它	124	81	71	71
投资活动现金流	-1,279	-297	-297	-297
资本支出	-907	-328	-327	-327
投资变动	34	0	0	0
其他	-406	31	30	30
筹资活动现金流	-203	-720	-1,034	-1,234
银行借款	497	-605	0	0
债券融资	345	-600	5	5
股权融资	107	635	0	0
其他	-1,152	-151	-1,039	-1,239
现金净增加额	-195	840	294	494
期初现金余额	1,358	1,349	2,189	2,482
期末现金余额	1,165	2,189	2,482	2,977

资料来源：万联证券

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,836	11,454	13,222	15,749
营业成本	7,738	8,162	9,212	10,751
营业税金及附加	86	82	95	113
销售费用	532	515	595	709
管理费用	582	596	701	835
研发费用	437	515	595	709
财务费用	-52	-7	-44	-59
资产减值损失	55	60	64	65
公允价值变动收益	-21	0	0	0
投资净收益	49	31	30	30
营业利润	1,546	1,658	2,146	2,790
营业外收入	2	6	7	8
营业外支出	9	3	4	5
利润总额	1,539	1,661	2,149	2,793
所得税	228	274	363	472
净利润	1,311	1,387	1,786	2,321
少数股东损益	19	0	0	0
归属母公司净利润	1,292	1,386	1,785	2,321
EBITDA	1,771	1,907	2,370	3,001
EPS (元)	0.61	0.50	0.65	0.84

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	13.1%	5.7%	15.4%	19.1%
营业利润	5.0%	7.2%	29.4%	30.0%
归属于母公司净利润	4.6%	7.3%	28.8%	30.0%
获利能力				
毛利率	28.6%	28.7%	30.3%	31.7%
净利率	12.1%	12.1%	13.5%	14.7%
ROE	15.0%	14.0%	16.7%	19.6%
ROIC	13.6%	14.6%	17.6%	21.5%
偿债能力				
资产负债率	37.6%	31.8%	32.1%	32.4%
净负债比率	5.3%	-9.8%	-11.7%	-14.7%
流动比率	2.02	2.47	2.51	2.55
速动比率	1.59	1.97	2.00	2.03
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.80	0.86	0.94
应收账款周转率	2.82	2.88	2.86	2.86
存货周转率	4.03	4.03	4.01	4.02
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.50	0.65	0.84
每股经营现金流	0.60	0.67	0.59	0.73
每股净资产	4.04	3.59	3.88	4.28
估值比率				
P/E	20.9	42.2	32.8	25.2
P/B	4.1	5.9	5.5	4.9
EV/EBITDA	15.5	30.2	24.1	18.9

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场