

## 装入汽车零部件资产，注入增长新动能

**■定增装入汽零资产，募投完善生产能力：**公司发布公告，拟以9.62元/股价格向三花绿能发行股份购买三花汽零100%股权，交易价格为21.5亿元；并向不超过10名特定对象发行股份募集配套资金13.2亿元，用于“年产1150万套新能源汽车零部件建设项目”、“新增年产730万套新能源汽车热管理系统组件技术改造项目”、“新增年产1270万套汽车空调控制部件技术改造项目”、“扩建产品测试用房及生产辅助用房项目”及支付本次交易中介机构费用。

**■汽车空调部件领先企业，盈利能力强：**三花汽零是汽车空调及热管理系统控制部件领域领先企业，17年公司获得拥有汽车零部件行业“奥斯卡”之称的PACE AWARD创新大奖。据公司公告，其16年汽车空调膨胀阀全球市占率超过16%，国内市占率超过37%。公司凭借领先的技术优势和市场能力，成为法雷奥、马勒贝洱等国际著名汽车空调及热管理系统制造商全球采购的认证供应商和长期合作伙伴，并拥有奔驰、通用、特斯拉、比亚迪、吉利、蔚来汽车、长城、江铃、上汽、一汽、广汽等整车厂的一级供应商资格。三花汽零15、16年营业收入分别为7.8、9亿元，扣非后净利润分别为1.2、1.3亿元，17、18、19、20年业绩承诺分别为1.69、2.08、2.45、2.64亿元，分别占上市公司16年扣非后归母净利润的21.7%、26.7%、31.5%、33.9%，显著增厚公司业绩。

**■乘新能源汽车东风，车用空调部件迎来发展机遇：**根据中汽协数据，2016年世界汽车产销量分别达到9498、9386万辆，均创出历史新高。我国汽车产销量达2812、2803万辆，预计未来几年仍将以10%左右增速持续增长。在我国政府政策支持下，新能源汽车产销两旺。根据国务院《节能与新能源汽车产业发展规划（新能源汽车产业发展规划（2012~2020年））》，2020年，我国纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力计划达到200万辆，累计产销量超过500万辆。新能源汽车的空调及热管理系统与传统燃油汽车不同，对电子膨胀阀、带电磁阀的膨胀阀和电池冷却器、电池冷水板、电子水阀、电子水泵需求更加旺盛，公司业务增长动力充足。

**■投资建议：**不考虑三花汽零并表对业绩影响，我们预计公司2017年-2019年的收入分别为81.23、95.04、106.44亿元，净利润分别为9.71、12.25、14.90亿元，成长性突出；首次给予买入-A的投资评级，6个月目标价为16.5元。

**■风险提示：**定增审批风险，业绩表现不达预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	6,160.8	6,769.2	8,123.0	9,504.0	10,644.4
净利润	605.4	857.5	971.1	1,225.7	1,490.4
每股收益(元)	0.34	0.48	0.54	0.68	0.83
每股净资产(元)	2.58	2.95	3.31	3.70	4.13

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	38.8	27.4	24.2	19.2	15.8
市净率(倍)	5.0	4.4	3.9	3.5	3.2
净利润率	9.8%	12.7%	12.0%	12.9%	14.0%
净资产收益率	13.0%	16.1%	16.3%	18.4%	20.0%
股息收益率	0.8%	2.3%	1.5%	2.2%	3.0%
ROIC	13.9%	14.3%	19.1%	26.0%	34.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

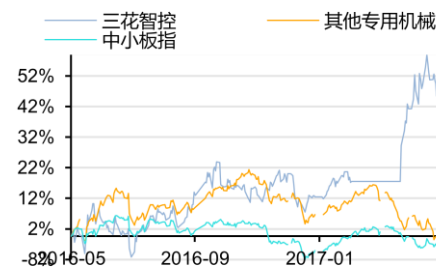
首次评级

6个月目标价：**16.50元**  
 股价(2017-05-26) **13.04元**

### 交易数据

总市值(百万元)	23,491.25
流通市值(百万元)	20,391.80
总股本(百万股)	1,801.48
流通股本(百万股)	1,563.79
12个月价格区间	8.55/14.24元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.98	22.91	51.79
绝对收益	3.0	20.52	52.71

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004  
 wangsw@essence.com.cn  
 021-35082037

李哲

报告联系人

lizhe3@essence.com.cn

李倩倩

报告联系人

liqq@essence.com.cn

### 相关报告

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	6,160.8	6,769.2	8,123.0	9,504.0	10,644.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	4,404.5	4,754.1	5,706.2	6,562.1	7,218.3	营业收入增长率	5.8%	9.9%	20.0%	17.0%	12.0%
营业税费	38.2	79.3	60.8	80.5	98.1	营业利润增长率	17.5%	34.6%	13.7%	28.2%	22.8%
销售费用	321.1	357.3	406.4	490.8	548.1	净利润增长率	24.1%	41.6%	13.3%	26.2%	21.6%
管理费用	668.7	709.4	859.8	1,011.2	1,124.9	EBITDA 增长率	2.4%	13.9%	21.3%	20.1%	18.8%
财务费用	22.1	-92.3	16.1	-18.1	-31.4	EBIT 增长率	0.9%	17.4%	28.2%	24.6%	22.1%
资产减值损失	13.4	74.0	36.3	41.2	50.5	NOPLAT 增长率	5.3%	18.9%	28.8%	24.6%	22.1%
加:公允价值变动收益	2.7	4.5	0.8	-0.8	0.2	投资资本增长率	15.6%	-3.8%	-8.5%	-6.5%	-1.1%
投资和汇兑收益	-7.6	33.8	13.7	13.3	20.3	净资产增长率	32.0%	14.5%	12.1%	11.7%	11.8%
<b>营业利润</b>	688.0	925.7	1,052.1	1,348.8	1,656.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	40.4	93.1	95.0	100.0	105.0	毛利率	28.5%	29.8%	29.8%	31.0%	32.2%
<b>利润总额</b>	728.4	1,018.8	1,147.1	1,448.8	1,761.5	营业利润率	11.2%	13.7%	13.0%	14.2%	15.6%
减:所得税	120.0	157.0	172.1	217.3	264.2	净利润率	9.8%	12.7%	12.0%	12.9%	14.0%
<b>净利润</b>	605.4	857.5	971.1	1,225.7	1,490.4	EBITDA/营业收入	15.4%	15.9%	16.1%	16.5%	17.5%
						EBIT/营业收入	11.5%	12.3%	13.2%	14.0%	15.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	118	114	92	71	56
货币资金	1,159.8	1,469.1	1,914.5	2,865.7	3,737.1	流动营业资本周转天数	129	121	92	75	69
交易性金融资产	0.2	1.5	0.6	0.8	1.0	流动资产周转天数	286	287	261	256	269
应收账款	1,159.2	1,234.7	1,021.7	1,090.3	1,393.4	应收帐款周转天数	64	64	50	40	42
应收票据	1,235.1	1,250.9	1,991.6	1,722.1	2,383.7	存货周转天数	68	64	46	38	31
预付帐款	23.2	37.8	32.5	42.8	45.3	总资产周转天数	440	437	382	350	345
存货	1,184.6	1,204.3	856.2	1,148.8	655.7	投资资本周转天数	269	257	201	159	137
其他流动资产	495.5	347.7	427.0	423.4	399.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.0%	16.1%	16.3%	18.4%	20.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.6%	10.3%	11.0%	12.8%	13.9%
长期股权投资	4.5	4.3	4.3	4.3	4.3	ROIC	13.9%	14.3%	19.1%	26.0%	34.0%
投资性房地产	12.1	11.8	11.8	11.8	11.8	<b>费用率</b>					
固定资产	2,094.6	2,184.7	1,974.3	1,764.0	1,553.6	销售费用率	5.2%	5.3%	5.0%	5.2%	5.1%
在建工程	191.9	183.3	183.3	183.3	183.3	管理费用率	10.9%	10.5%	10.6%	10.6%	10.6%
无形资产	397.6	369.7	341.2	312.8	284.4	财务费用率	0.4%	-1.4%	0.2%	-0.2%	-0.3%
其他非流动资产	81.2	98.8	80.0	84.1	86.9	三费/营业收入	16.4%	14.4%	15.8%	15.6%	15.4%
<b>资产总额</b>	8,039.5	8,398.6	8,838.9	9,654.2	10,739.9	<b>偿债能力</b>					
短期债务	646.1	298.7	-	-	-	资产负债率	41.7%	36.1%	32.0%	30.4%	30.1%
应付帐款	803.3	983.0	1,194.7	1,250.8	1,468.2	负债权益比	71.5%	56.5%	47.0%	43.7%	43.0%
应付票据	568.6	664.9	730.4	893.7	914.4	流动比率	2.10	2.15	2.36	2.65	2.82
其他流动负债	489.0	633.6	717.2	609.6	667.4	速动比率	1.62	1.68	2.04	2.23	2.61
长期借款	660.9	272.9	-	-	-	利息保障倍数	32.18	-9.03	66.43	-73.69	-51.70
其他非流动负债	183.9	179.1	182.9	182.0	181.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	3,351.9	3,032.2	2,825.2	2,936.1	3,231.4	DPS(元)	0.10	0.30	0.20	0.29	0.39
少数股东权益	35.6	43.8	47.5	53.1	59.9	分红比率	29.8%	63.0%	36.2%	43.0%	47.4%
股本	1,801.5	1,801.5	1,801.5	1,801.5	1,801.5	股息收益率	0.8%	2.3%	1.5%	2.2%	3.0%
留存收益	2,869.6	3,545.3	4,164.8	4,863.5	5,647.2						
<b>股东权益</b>	4,687.6	5,366.4	6,013.8	6,718.1	7,508.5						

## 现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
净利润	608.4	861.8	971.1	1,225.7	1,490.4	EPS(元)	0.34	0.48	0.54	0.68	0.83
加:折旧和摊销	240.4	248.0	238.8	238.8	238.8	BVPS(元)	2.58	2.95	3.31	3.70	4.13
资产减值准备	13.4	74.0	-	-	-	PE(X)	38.8	27.4	24.2	19.2	15.8
公允价值变动损失	-2.7	-4.5	0.8	-0.8	0.2	PB(X)	5.0	4.4	3.9	3.5	3.2
财务费用	72.2	35.2	16.1	-18.1	-31.4	P/FCF	-2,242.9	46.4	31.3	15.9	14.9
投资损失	7.6	-33.8	-13.7	-13.3	-20.3	P/S	3.8	3.5	2.9	2.5	2.2
少数股东损益	2.9	4.4	3.9	5.7	6.9	EV/EBITDA	20.6	17.9	16.7	13.3	10.8
营运资金的变动	-452.5	234.3	183.4	38.5	-195.6	CAGR(%)	26.5%	20.2%	25.9%	26.5%	20.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	819.1	1,310.2	1,400.3	1,476.6	1,489.0	PEG	1.5	1.4	0.9	0.7	0.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	-331.8	-66.8	15.6	12.9	19.9	ROIC/WACC	1.3	1.4	1.8	2.5	3.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	82.8	-835.8	-970.6	-538.3	-637.5	REP	3.0	3.0	2.7	2.1	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

王伟伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034