

# 三花智控 (002050)

## 汽零业务加速发力，新能源热管理部件放量在即

近期我们对公司进行了数次调研，对目前经营情况进行了跟踪了解，目前空调零部件主业基本面良好，空调产业链高景气度仍然在持续。此外，拟收购的汽车零部件业务客户拓展在加速，随着特斯拉 Model 3 即将量产，下半年将步入高速增长期。

### 新能源汽车产能建设有条不紊，市占率稳居行业龙头

公司拟收购集团旗下的汽车零部件业务订单充足，正在进行产能建设与改造，我们预计公司年底将实现 Model 3 系列零部件供应 20 万套产能。根据特斯拉公开发布的 Model 3 生产计划周期，我们预计 17 年下半年将是 Model 3 正式量产的时点，公司配套产能的逐渐建设完善将足以满足特斯拉的需求。从市场份额看，公司目前的热力膨胀阀产品在空调、汽车领域占据全球第二，市占率约达到 1/3；快速增长的汽车电子膨胀阀产品全球市占率超过 16%，稳居行业龙头地位。

### 国产新能源车客户拓展加速，热管理部件放量在即

公司为新能源车热管理零部件领域标杆性企业，除了特斯拉以外的客户拓展正在加快。三花汽零目前已通过特斯拉、比亚迪、吉利、蔚来汽车等新能源汽车厂商一级供应商认证。公司电子膨胀阀、冷却板、油冷器等新能源车热管理领域关键零部件产品随着产能建设逐渐完善正处于放量前夕。

### 家用制冷业务增长稳健，空调产业链高景气延续

公司为制冷关键零部件领域龙头企业，具备多年的技术积累和生产制造优势，多个阀类产品市占率位居全球第一。2016 年下半年以来，空调行业去库存结束，厂商补库存需求开始显现。从产业在线及中怡康数据看，下游空调行业增长趋势仍在延续，高景气度持续将带动家用制冷主业明显增长。

### 新业务步入上升轨道，有望打开长期增长点

冰箱新国家能效标准实施后，公司微通道换热器步入高速成长期；17 年以来各大家电企业纷纷布局洗碗机、咖啡机等业务，三花作为关键零部件供应商，与相关企业合作成效显著。商用空调、物流冷链等业务也在快速增长，基于较低基数考虑，我们预计公司商用业务速超将越家用。亚威科已成为公司海外市场及商用业务的重要基地，在经过 3 年整合后已步入快速上升轨道，经营上实现扭亏为盈，产品也已获得欧洲主流客户的认可，经营改善持续性强。从盈利能力看，亚威科未来净利润率仍有较大提升空间。

### 投资建议

基于近期良好经营状况，我们上调盈利预测，预计公司 17 年传统业务净利润 10.99 亿元，汽零 1.96 亿元；18 年传统业务净利润 12.26 亿元，汽零净利润 2.82 亿元。并表后，公司 17-19 年净利润增速为 50.3%、16.6%、15.0%，不考虑定增增加股本的 EPS 为 0.72、0.83、0.96 元，维持买入评级。

**风险提示：**空调改善不及预期；宏观经济波动风险；新业务拓展不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,160.82	6,769.21	8,698.63	10,395.02	12,058.51
增长率(%)	5.78	9.88	28.50	19.50	16.00
EBITDA(百万元)	946.36	1,077.75	2,235.46	2,916.54	3,453.13
净利润(百万元)	605.41	857.46	1,288.50	1,502.35	1,727.74
增长率(%)	24.13	41.63	50.27	16.60	15.00
EPS(元/股)	0.34	0.48	0.72	0.83	0.96
市盈率(P/E)	42.28	29.85	19.87	17.04	14.82
市净率(P/B)	5.50	4.81	4.01	3.38	2.86
市销率(P/S)	4.16	3.78	2.94	2.46	2.12
EV/EBITDA	20.57	17.92	11.65	8.24	7.08

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.85 元
目标价格	19.4 元
上次目标价	19.4 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,801.48
流通 A 股股本(百万股)	1,563.79
A 股总市值(百万元)	24,950.44
流通 A 股市值(百万元)	21,658.47
每股净资产(元)	3.06
资产负债率(%)	35.86
一年内最高/最低(元)	14.49/8.46

### 作者

蔡雯娟 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516100008  
caiwenjuan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《三花智控-季报点评:业绩增速再超市场预期，汽零业务打开新成长空间》2017-05-02
- 《三花智控-公司深度研究:强势进军新能源汽车，打造热管理领域龙头》2017-04-21
- 《三花智控-公司点评:业绩快报增速超 4 成，持续性值得长期看好》2017-02-28

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,159.80	1,469.13	1,637.95	1,957.38	2,270.62
应收账款	1,159.16	1,234.73	1,858.12	1,837.89	2,449.58
预付账款	23.23	37.81	8.01	45.33	16.36
存货	1,184.57	1,204.31	1,239.61	1,605.55	1,684.60
其他	1,730.78	1,600.13	2,839.53	2,492.05	3,516.86
<b>流动资产合计</b>	<b>5,257.54</b>	<b>5,546.11</b>	<b>7,583.22</b>	<b>7,938.20</b>	<b>9,938.02</b>
长期股权投资	4.50	4.34	2.34	0.34	(1.66)
固定资产	2,094.63	2,184.66	2,159.90	2,090.67	1,975.91
在建工程	191.86	183.29	191.30	196.91	200.84
无形资产	397.60	369.67	368.94	365.90	360.56
其他	93.35	110.58	88.75	85.68	82.76
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,781.94</b>	<b>2,852.53</b>	<b>2,811.23</b>	<b>2,739.50</b>	<b>2,618.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,039.48</b>	<b>8,398.64</b>	<b>10,394.46</b>	<b>10,677.71</b>	<b>12,556.43</b>
短期借款	646.05	298.73	1,018.30	113.97	613.24
应付账款	803.34	982.98	755.30	1,277.76	1,072.22
其他	1,057.67	1,298.49	1,251.83	1,466.11	1,502.10
<b>流动负债合计</b>	<b>2,507.06</b>	<b>2,580.20</b>	<b>3,025.43</b>	<b>2,857.84</b>	<b>3,187.57</b>
长期借款	660.86	272.94	756.50	0.00	159.71
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	183.93	179.06	185.00	185.00	185.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>844.79</b>	<b>452.00</b>	<b>941.50</b>	<b>185.00</b>	<b>344.71</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,351.86</b>	<b>3,032.20</b>	<b>3,966.93</b>	<b>3,042.84</b>	<b>3,532.27</b>
少数股东权益	35.64	43.79	49.92	55.38	62.48
股本	1,801.48	1,801.48	1,801.48	1,801.48	1,801.48
资本公积	460.63	459.08	459.08	459.08	459.08
留存收益	2,869.57	3,545.33	4,576.13	5,778.01	7,160.20
其他	(479.69)	(483.24)	(459.08)	(459.08)	(459.08)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,687.63</b>	<b>5,366.44</b>	<b>6,427.53</b>	<b>7,634.87</b>	<b>9,024.15</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>8,039.48</b>	<b>8,398.64</b>	<b>10,394.46</b>	<b>10,677.71</b>	<b>12,556.43</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	608.35	861.82	1,288.50	1,502.35	1,727.74
折旧摊销	240.45	248.00	287.47	336.66	386.18
财务费用	72.18	35.19	(52.76)	(18.37)	31.87
投资损失	7.58	(33.81)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(452.54)	234.29	(2,062.33)	734.64	(1,890.92)
其它	343.11	(35.26)	6.92	4.70	7.34
<b>经营活动现金流</b>	<b>819.13</b>	<b>1,310.23</b>	<b>(562.20)</b>	<b>2,529.99</b>	<b>232.20</b>
资本支出	533.53	302.58	264.06	270.00	270.00
长期投资	(0.25)	(0.16)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
其他	(865.07)	(369.20)	(498.16)	(506.40)	(506.37)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(331.79)</b>	<b>(66.78)</b>	<b>(236.09)</b>	<b>(238.40)</b>	<b>(238.37)</b>
债权融资	1,468.61	931.23	2,079.27	389.22	1,086.04
股权融资	518.73	85.81	76.91	18.37	(31.87)
其他	(1,904.50)	(1,852.87)	(1,189.07)	(2,379.75)	(734.76)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>82.84</b>	<b>(835.83)</b>	<b>967.12</b>	<b>(1,972.16)</b>	<b>319.41</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>570.18</b>	<b>407.63</b>	<b>168.82</b>	<b>319.43</b>	<b>313.24</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>6,160.82</b>	<b>6,769.21</b>	<b>8,698.63</b>	<b>10,395.02</b>	<b>12,058.51</b>
营业成本	4,404.48	4,754.06	5,498.84	6,401.61	7,402.84
营业税金及附加	38.24	79.29	59.09	68.70	42.49
营业费用	321.10	357.34	394.93	413.23	478.00
管理费用	668.73	709.40	813.57	945.84	1,083.47
财务费用	22.07	(92.32)	(52.76)	(18.37)	31.87
资产减值损失	13.36	74.02	15.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	2.69	4.48	0.78	(0.75)	0.24
投资净收益	(7.58)	33.81	30.00	30.00	30.00
其他	9.77	(76.58)	738.37	1,153.61	1,375.75
<b>营业利润</b>	<b>687.95</b>	<b>925.70</b>	<b>1,200.81</b>	<b>1,386.15</b>	<b>1,598.85</b>
营业外收入	68.35	99.34	69.16	73.67	77.63
营业外支出	27.93	6.25	22.25	22.25	19.67
<b>利润总额</b>	<b>728.37</b>	<b>1,018.79</b>	<b>1,247.72</b>	<b>1,437.56</b>	<b>1,656.81</b>
所得税	120.02	156.97	187.16	215.63	248.52
<b>净利润</b>	<b>608.35</b>	<b>861.82</b>	<b>1,060.56</b>	<b>1,221.93</b>	<b>1,408.28</b>
少数股东损益	2.95	4.37	6.13	5.46	7.10
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>605.41</b>	<b>857.46</b>	<b>1,288.50</b>	<b>1,502.35</b>	<b>1,727.74</b>
每股收益(元)	0.34	0.48	0.72	0.83	0.96

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.78%	9.88%	28.50%	19.50%	16.00%
营业利润	17.50%	34.56%	29.72%	15.43%	15.34%
归属于母公司净利润	24.13%	41.63%	50.27%	16.60%	15.00%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.51%	29.77%	36.79%	38.42%	38.61%
净利率	9.83%	12.67%	14.81%	14.45%	14.33%
ROE	13.01%	16.11%	20.20%	19.82%	19.28%
ROIC	13.89%	14.29%	25.48%	21.26%	28.47%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.69%	36.10%	38.16%	28.50%	28.13%
净负债率	30.02%	13.48%	9.83%	3.27%	7.72%
流动比率	2.10	2.15	2.51	2.78	3.12
速动比率	1.62	1.68	2.10	2.22	2.59
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.64	5.66	5.63	5.63	5.63
存货周转率	5.28	5.67	7.12	7.31	7.33
总资产周转率	0.82	0.82	0.93	0.99	1.04
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.34	0.48	0.72	0.83	0.96
每股经营现金流	0.45	0.73	-0.31	1.40	0.13
每股净资产	2.58	2.95	3.54	4.21	4.97
<b>估值比率</b>					
市盈率	42.28	29.85	19.87	17.04	14.82
市净率	5.50	4.81	4.01	3.38	2.86
EV/EBITDA	20.57	17.92	11.65	8.24	7.08
EV/EBIT	27.42	23.18	13.37	9.32	7.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com