

研究所

证券分析师：

021-50873259

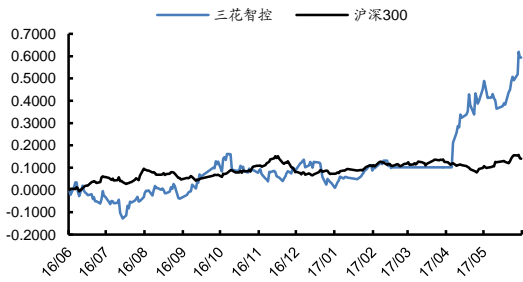
周绍倩 S0350516070001

zhousq01@ghzq.com.cn

汽零资产拟注入，静待再造一个三花

——三花智控（002050）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|-----|------|------|
| 三花智控 | 9.7 | 44.6 | 68.7 |
| 沪深 300 | 2.9 | 1.4 | 14.0 |

市场数据

| 市场数据 | 2017-06-14 |
|-------------|--------------|
| 当前价格（元） | 15.24 |
| 52 周价格区间（元） | 8.25 - 15.98 |
| 总市值（百万） | 27454.50 |
| 流通市值（百万） | 23832.14 |
| 总股本（万股） | 180147.61 |
| 流通股（万股） | 156378.85 |
| 日均成交额（百万） | 140.54 |
| 近一月换手（%） | 21.51 |

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

公司拟以 21.5 亿元对价，向三花绿能发行股份购买其持有的三花汽零 100% 股权。同时拟向不超过 10 名特定对象发行股份募集配套资金 13.2 亿元，将用于三花汽零“年产 1,150 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 1,270 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”及支付中介机构费用。

投资要点：

- 全球制冷控制元器件领军企业** 公司热力膨胀阀产品市占率全球第二，主要竞争对手为日本的不二工机；电子膨胀阀、四通换向阀、微通道热换热器等产品的市场占有率位居全球第一，是众多知名空调厂家的战略合作伙伴。空调行业在 2016 年经历了去库存，2017 年进入补库存周期，下游客户产品供不应求，带动公司业绩增长。
- 拟收购三花汽零 100% 股权，同时募投提升产能** 公司拟以 21.5 亿元对价，向三花绿能发行股份购买其持有的三花汽零 100% 股权。同时拟向不超过 10 名特定对象发行股份募集配套资金 13.2 亿元，用于新能源汽车零部件项目的产能扩建项目，三花汽零 2017-2019 合计业绩承诺不低于 6.2 亿元，其中预测 2017/2018/2019 年度合并报表归属母公司股东的净利润预测数分别为 1.69/2.08/2.45 亿元。
- 特斯拉热管理系统零部件独家供应商，技术壁垒构筑长期成长空间** 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的一级供应商认证，取得了相应产品的供货资质，其中主要产品已与特斯拉签订了战略合作协议。公司从 2013 年开始给特斯拉 Model S 供货，以及后来的 Model X，目前已成为 Model 3 相关热管理系统部件的独家供应商。除了享受特斯拉 Model 3 量产带来的增量贡献，三花汽零已开始给国内几大新能源汽车龙头公司供货，且正处于逐步爬坡阶段，逐步贡献增量。同时新能源汽车整个热管理系统单车价值量是现供产品的 10 倍，三花汽零技术储备扎实，未来产品线持续扩充潜力大。
- 盈利预测和投资评级：** 基于审慎性原则，在非公开发行未最终完成时，暂不考虑增发对股本的摊薄及对业绩的影响因素，预估公司 2016/2017/2018 年每股收益分别为 0.55/0.60/0.70，对应的 PE 分别

为 28/25/22 倍，若本次非公开发行在 2017 年完成，则预估公司 2016/2017/2018 年 EPS 将增厚至 0.60/0.71/0.84 元，由于公司的核心技术在全球市场具备竞争优势，增发拟募投项目订单明确，且符合汽车产业结构升级带来的需求变动趋势，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示：**非公开发行不能顺利完成的 风险；原材料价格上涨的 风险；空调行业销售不达预期的 风险；新业务拓展不达预期的 风险。

| 预测指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 6769 | 8123 | 9341 | 10743 |
| 增长率(%) | 10% | 20% | 15% | 15% |
| 净利润（百万元） | 857 | 993 | 1082 | 1269 |
| 增长率(%) | 42% | 16% | 9% | 17% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.48 | 0.55 | 0.60 | 0.70 |
| ROE(%) | 15.98% | 16.23% | 15.59% | 16.06% |

资料来源：公司数据、国海证券研究所

事件:

公司拟以 21.5 亿元对价，向三花绿能发行股份购买其持有的三花汽零 100% 股权。同时拟向不超过 10 名特定对象发行股份募集配套资金 13.2 亿元，将用于三花汽零“年产 1,150 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 1,270 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”及支付中介机构费用。

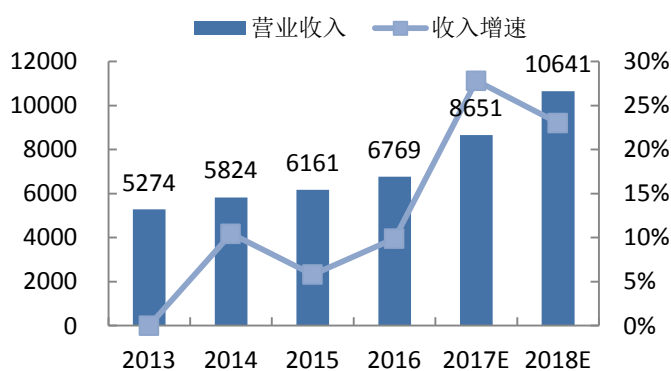
评论:

1、全球制冷控制元器件领军企业

三花的主营业务为生产销售制冷空调冰箱元器件及部件、白色家电元器件及部件。制冷业务主要产品包括截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀、电磁阀、变频控制器、微通道换热器、家电热泵系统控制部品等；白色家电业务主要产品包括 Omega 泵、加热管、水软化系统、分配器等。主要客户有格力，海尔、美的、韩国 LG、韩国三星、日本松下、日本三菱、日本夏普、日本日立、日本富士通、日本三洋等。目前公司的热力膨胀阀市占率全球第二；电子膨胀阀、四通换向阀、微通道换热器等产品的市场占有率位居全球第一，是众多知名空调厂家的战略合作伙伴。

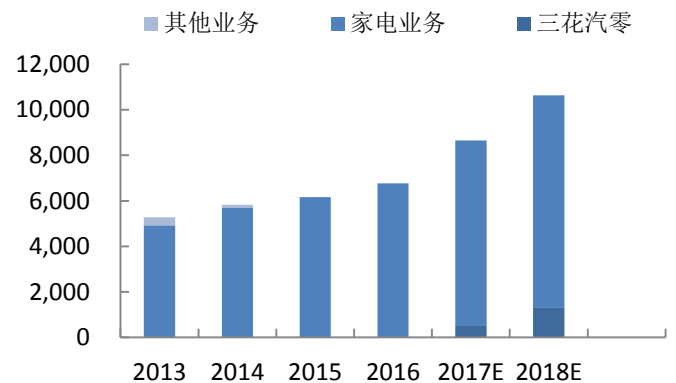
公司于 2012 年底收购了德国亚科威集团，横向拓展洗碗机、洗衣机、咖啡机等白色家电配件行业领域。亚科威业务在 2016 年保持良好的增长势头，营业收入同期增长 21.3%，占营业收入比重从 13.96% 上升到 15.41%，白色家电业务持续推进与发展。

图 1: 公司历史营收及未来增速预测 (百万元/%)



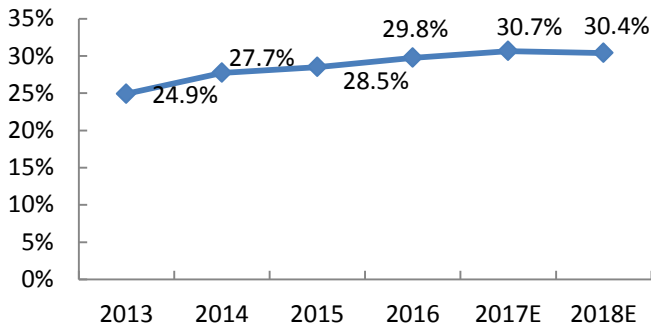
资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

图 2: 公司主要业务历史收入贡献及预测 (百万元)



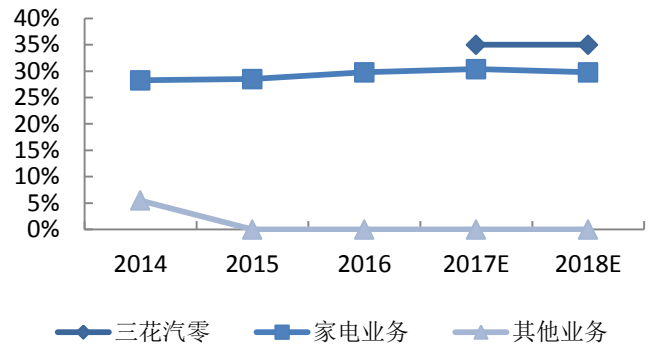
资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

图 3: 公司历史综合毛利率及预测



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

图 4: 公司主要业务历史毛利率及预测



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

表 1: 前十大股东 (截止 2017 年一季报)

| 排名 | 股东名称 | 持股数量(股) | 占总股本比例(%) | 股本性质 |
|----|------------------------------|---------------|-----------|------------------|
| 1 | 三花控股集团有限公司 | 788,374,733 | 43.76 | A 股流通股 |
| 2 | 浙江三花绿能实业集团有限公司 | 208,809,136 | 11.59 | 限售流通 A 股, A 股流通股 |
| 3 | 张亚波 | 38,480,000 | 2.14 | 限售流通 A 股, A 股流通股 |
| 4 | 全国社保基金一一三组合 | 32,180,985 | 1.79 | A 股流通股 |
| 5 | 中国农业银行-大成创新成长混合型证券投资基金(LOF) | 18,227,188 | 1.01 | A 股流通股 |
| 6 | 中央汇金资产管理有限责任公司 | 13,718,000 | 0.76 | A 股流通股 |
| 7 | 中国农业银行股份有限公司-大成景阳领先混合型证券投资基金 | 13,713,513 | 0.76 | A 股流通股 |
| 8 | 舟山金铭投资管理有限公司 | 11,587,485 | 0.64 | A 股流通股 |
| 9 | 东方贸易株式会社 | 10,245,222 | 0.64 | A 股流通股 |
| 10 | 全国社保基金四一一组合 | 10,157,415 | 0.56 | A 股流通股 |
| | 合计 | 1,145,493,677 | 63.65 | |

资料来源: 国海证券研究所

2、拟收购三花汽零 100%股权, 同时募投提升产能

募投项目中, 年产 1,150 万套新能源汽车零部件建设项目建设期为 2 年, 项目达产后, 预计新增销售收入约 74,351.17 万元, 新增利润约 13,356.74 万元; 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建设期为 1.5 年, 项目达产后, 预计年新增销售收入约 98,767.10 万元, 新增利润约 18,293.19 万元; 新增年产 1,270 万套汽车空调控制部件技术改造项目建设期为 1.5 年, 项目达产后, 预计年新增销售收入约 38,309.47 万元, 新增利润约 7,357.58 万元。

其中新能源汽车零部件建设项目产品涵盖贮液器、汽液分离器、板式换热器(包括冷却板、油冷器、电池冷却器)等,共计约 1150 万套生产能力。板式换热器是新能源汽车电池温控系统的关键零部件,该产品控制电池温度始终保持在最佳工况所需温度环境中,从而保证汽车电池始终处于最佳工作状态,提高能源利用率,从而提高整车性能。本项目的实施将使企业在轻量化材料运用领域的高技术产业化,顺应了市场对高档汽车尤其是新能源汽车温控产品的需求。

图 5: 非公开发行计划募投项目

单位: 万元

| 序号 | 项目 | 投资总额 | 拟用募集资金投入金额 |
|----|-------------------------------|-------------------|-------------------|
| 1 | 年产 1,150 万套新能源汽车零部件建设项目 | 55,498.00 | 50,362.00 |
| 2 | 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 | 50,377.00 | 45,495.00 |
| 3 | 新增年产 1,270 万套汽车空调控制部件技术改造项目 | 22,865.00 | 20,874.00 |
| 4 | 扩建产品测试用房及生产辅助用房项目 | 13,600.00 | 13,400.00 |
| 5 | 支付本次交易中中介机构费用 | 2,100.00 | 2,100.00 |
| | 总计 | 144,440.00 | 132,231.00 |

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

本次非公开发行尚需获得中国证监会和核准。实际控制人张亚波不参与本次非公开发行股票的认购。

3、 特斯拉热管理系统零部件独家供应商, 技术壁垒构筑长期成长空间

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的一级供应商认证, 取得了相应产品的供货资质, 其中主要产品已与特斯拉签订了战略合作协议。公司从 2013 年开始给特斯拉 Model S 供货, 以及后来的 Model X, 目前已成为 Model 3 相关热管理系统部件的独家供应商。

除了享受特斯拉 Model 3 量产带来的增量贡献, 三花汽零已开始给国内几大新能源汽车龙头公司供货, 且正处于逐步爬坡阶段, 逐步贡献增量。同时新能源汽车整个热管理系统单车价值量是现供产品的 10 倍, 三花汽零技术储备扎实, 未来产品线持续扩充潜力大。

4、 盈利预测与评级

基于审慎性原则, 在非公开发行未最终完成时, 暂不考虑增发对股本的摊薄及对业绩的影响因素, 预估公司 2016/2017/2018 年每股收益分别为 0.55/0.60/0.70, 对应的 PE 分别为 28/25/22 倍, 若本次非公开发行在 2017 年完成, 则预估公司

2016/2017/2018 年 EPS 将增厚至 0.60/0.71/0.84 元, 由于公司的核心技术在全球市场具备竞争优势, 增发拟募投项目订单明确, 且符合汽车产业结构升级带来的需求变动趋势, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 2: 盈利预测指标 (暂不考虑增发完成情况)

| 预测指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入 (百万元) | 6769 | 8123 | 9341 | 10743 |
| 增长率 (%) | 10% | 20% | 15% | 15% |
| 净利润 (百万元) | 857 | 993 | 1082 | 1269 |
| 增长率 (%) | 42% | 16% | 9% | 17% |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.48 | 0.55 | 0.60 | 0.70 |
| ROE (%) | 15.98% | 16.23% | 15.59% | 16.06% |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 3: 盈利预测指标 (考虑增发完成情况)

| 预测指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入 (百万元) | 6769 | 8651 | 10641 | 12274 |
| 增长率 (%) | 10% | 28% | 23% | 15% |
| 净利润 (百万元) | 857 | 1075 | 1287 | 1511 |
| 增长率 (%) | 42% | 25% | 20% | 17% |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.48 | 0.60 | 0.71 | 0.84 |
| ROE (%) | 15.98% | 17.39% | 17.99% | 18.20% |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 非公开发行不能顺利完成的风险;
- 2) 原材料价格上涨的风险;
- 3) 空调行业销售不达预期的风险;
- 4) 新业务拓展不达预期的风险

表 4: 三花智控盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

| 证券代码: | 002050.SZ | | | | 股价: | 15.24 | 投资评级: | 增持 | 日期: | 2017-06-14 |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 每股指标与估值 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | |
| ROE | 16% | 16% | 16% | 16% | EPS | 0.48 | 0.55 | 0.60 | 0.70 | |
| 毛利率 | 30% | 30% | 30% | 30% | BVPS | 2.95 | 3.37 | 3.82 | 4.35 | |
| 期间费率 | 17% | 17% | 16% | 16% | 估值 | | | | | |
| 销售净利率 | 13% | 12% | 12% | 12% | P/E | 32.02 | 27.65 | 25.38 | 21.63 | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 5.16 | 4.52 | 3.99 | 3.50 | |
| 收入增长率 | 10% | 20% | 15% | 15% | P/S | 4.06 | 3.38 | 2.94 | 2.56 | |
| 利润增长率 | 42% | 16% | 9% | 17% | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 总资产周转率 | 0.81 | 0.86 | 0.88 | 0.90 | 营业收入 | 6769 | 8123 | 9341 | 10743 | |
| 应收账款周转率 | 2.72 | 2.72 | 2.72 | 2.72 | 营业成本 | 4754 | 5655 | 6561 | 7545 | |
| 存货周转率 | 3.95 | 3.95 | 3.95 | 3.95 | 营业税金及附加 | 79 | 95 | 109 | 126 | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 357 | 429 | 467 | 537 | |
| 资产负债率 | 36% | 35% | 35% | 34% | 管理费用 | 709 | 812 | 934 | 1074 | |
| 流动比 | 2.15 | 2.34 | 2.52 | 2.69 | 财务费用 | 34 | 11 | 10 | 8 | |
| 速动比 | 1.68 | 1.84 | 1.99 | 2.14 | 其他费用/(-收入) | (36) | 5 | (30) | 0 | |
| | | | | | 营业利润 | 926 | 1125 | 1230 | 1453 | |
| 资产负债表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 营业外净收支 | 93 | 55 | 55 | 55 | |
| 现金及现金等价物 | 1469 | 1912 | 2459 | 3065 | 利润总额 | 1019 | 1180 | 1285 | 1508 | |
| 应收款项 | 2486 | 2983 | 3430 | 3945 | 所得税费用 | 157 | 182 | 198 | 232 | |
| 存货净额 | 1204 | 1457 | 1690 | 1943 | 净利润 | 862 | 998 | 1087 | 1276 | |
| 其他流动资产 | 387 | 464 | 533 | 613 | 少数股东损益 | 4 | 5 | 6 | 6 | |
| 流动资产合计 | 5546 | 6815 | 8111 | 9565 | 归属于母公司净利润 | 857 | 993 | 1082 | 1269 | |
| 固定资产 | 2185 | 2039 | 1903 | 1776 | | | | | | |
| 在建工程 | 183 | 183 | 183 | 183 | 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 无形资产及其他 | 370 | 333 | 299 | 269 | 经营活动现金流 | 1310 | 31 | 205 | 256 | |
| 长期股权投资 | 4 | 4 | 4 | 4 | 净利润 | 862 | 998 | 1087 | 1276 | |
| 资产总计 | 8399 | 9485 | 10612 | 11908 | 少数股东权益 | 4 | 5 | 6 | 6 | |
| 短期借款 | 299 | 299 | 299 | 299 | 折旧摊销 | 244 | 183 | 169 | 157 | |
| 应付款项 | 1577 | 1907 | 2212 | 2544 | 公允价值变动 | 4 | 5 | 0 | 0 | |
| 预收帐款 | 13 | 16 | 18 | 21 | 营运资金变动 | 195 | (1160) | (1057) | (1182) | |
| 其他流动负债 | 692 | 692 | 692 | 692 | 投资活动现金流 | (67) | 146 | 136 | 127 | |
| 流动负债合计 | 2580 | 2913 | 3221 | 3555 | 资本支出 | (81) | 146 | 136 | 127 | |
| 长期借款及应付债券 | 273 | 273 | 273 | 273 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他长期负债 | 179 | 179 | 179 | 179 | 其他 | 15 | 0 | 0 | 0 | |
| 长期负债合计 | 452 | 452 | 452 | 452 | 筹资活动现金流 | (800) | (245) | (267) | (314) | |
| 负债合计 | 3032 | 3365 | 3673 | 4007 | 债务融资 | (735) | 0 | 0 | 0 | |
| 股本 | 1801 | 1801 | 1801 | 1801 | 权益融资 | 9 | 0 | 0 | 0 | |
| 股东权益 | 5366 | 6119 | 6939 | 7901 | 其它 | (74) | (245) | (267) | (314) | |
| 负债和股东权益总计 | 8399 | 9485 | 10612 | 11908 | 现金净增加额 | 443 | (69) | 74 | 70 | |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【汽车组介绍】

周绍倩，毕业于同济大学汽车专业，汽车行业 OEM 四年工作经验，证券行业 A+H 股两年研究经验，2016 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

周绍倩，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，以勤勉的职业态度，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。单击此处输入文字。