天风证券 TF SECURITIES

# 三花智控（002050）

证券研究报告
2017 年 09 月 18 日

## 配套融资正式落地，为热管理业务长期发展打下基石

**事件**：公司发行股份购买资产及配套募集资金新增股份将于9月20日上市，其中发行股份购买资产新增股份的发行价格为 9.32 元/股， 发行数量 2.3 亿股；募集配套资金非公开发行股份发行价格为 15.00 元/股，新增股份 8815.4 万股。其中，配套募集资金发行对象为深圳安鹏资本、新和成控股、财通基金、博时基金等 5 家基金公司、2 家一般法人和 1 家合伙企业。

**配套融资对象正式确定，较底价溢价发行彰显信心**：从配套融资发行价格看，最终价格 15.00 元/股为发行底价（14.92 元/股）上溢价发行，为发行底价的 100.54%和发行日（2017 年 8 月 24 日）前 20 个交易日均价的 90.47%。从增发对象看，公募基金以及新昌本地资本均参与配套融资，发行后新和成控股及深圳安鹏资本将成为上市公司前 10 大股东。购买资产所发行股份锁定期为 36 个月，配套募集资金锁定期 12 个月，发行后公司总股本将达到 21.2 亿股。机构投资者以较高价格参与并锁定 12 个月，体现了对于公司长期发展的信心。

**募资投入热管理产能建设，奠定长期成长基石**：配套募集资金完成后，将加快公司新能源汽车热管理零部件业务产能建设。其中“年产 1150 万套新能源汽车零部件建设项目”建设期为 2 年；“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，募投项目均已在前期以自有资金提前投入建设。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。2018 年为合资车型落地大年，加快产能建设将奠定公司未来长期发展基石。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正处于放量前夕。

**三花汽零 Q3 将实现并表，制冷零部件主业景气度延续**：8 月 2 日公司收购三花汽零资产过户手续已经全部办理完成，汽零业务将于三季报中实现并表，后续配套融资实施进展顺利。我们预计三花汽零业务全年约实现净利润 2 亿元，其中 Q1-Q3 季度可贡献并表净利润大约 1.5 亿元。传统制冷主业方面，下公司目前在手订单饱满，下游空调行业景气度延续。公司为制冷核心零部件供应商，具备较高的技术门槛优势，在未来节能标准升级过程中有望充分受益。

**投资建议**：配套融资事项落地后，将加快公司新能源车热管理业务产能建设进度。公司已进入特斯拉等行业主流车企供应商体系，随着新车型不断落地，未来有望充分释放业绩弹性。我们预计下半年下游空调景气程度有望延续，公司目前主业订单饱满，全年业绩将有充足保障。我们预计公司 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 51.0%、18.4%、16.5%，定增摊薄后 EPS 为 0.61、0.72、0.84 元，当前股价对应 17-19 年 27.8x、23.6x、20.2xPE，维持买入评级。

**风险提示**：新能源车热管理需求不及预期；空调需求不及预期。

| 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 | 9,476.42 | 11,096.10 | 12,676.60 |
| 增长率(%) | 5.78 | 9.88 | 39.99 | 17.09 | 14.24 |
| EBITDA(百万元) | 946.36 | 1,077.75 | 3,013.25 | 3,617.61 | 4,071.22 |
| 净利润(百万元) | 605.41 | 857.46 | 1,294.54 | 1,532.04 | 1,784.69 |
| 增长率(%) | 24.13 | 41.63 | 50.98 | 18.35 | 16.49 |
| EPS(元/股) | 0.34 | 0.48 | 0.61 | 0.72 | 0.84 |
| 市盈率(P/E) | 50.50 | 35.65 | 27.79 | 23.49 | 20.16 |
| 市净率(P/B) | 6.57 | 5.74 | 5.48 | 4.71 | 4.05 |
| 市销率(P/S) | 4.96 | 4.52 | 3.80 | 3.24 | 2.84 |
| EV/EBITDA | 20.57 | 17.92 | 12.22 | 9.48 | 8.70 |

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 | 16.97 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) | 30,571.05 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 26,537.49 |
| 每股净资产(元) | 2.95 |
| 资产负债率(%) | 39.42 |
| 一年内最高/最低(元) | 18.67/9.47 |

### 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

1 《三花智控-半年报点评:毛利率提升表现优秀，汽零 Q3 并表将贡献业绩弹性》 2017-08-31
2 《三花智控-公司点评:汽零业务加速发力，新能源热管理部件放量在即》 2017-06-08
3 《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

## 1. 事件

公司发布公告发行股份购买资产及配套募集资金新增股份将于 9 月 20 日上市，其中发行股份购买资产新增股份的发行价格为 9.32 元/股， 发行数量 2.3 亿股；募集配套资金非公开发行股份发行价格为 15.00 元/股，新增股份 8815.4 万股，募集资金总额为 13.22 亿元，募集资金净额为 13.09 亿元。

其中，配套募集资金发行对象为深圳安鹏资本、新和成控股、财通基金、博时基金等 5 家基金公司、 2 家一般法人和 1 家合伙企业。

## 2. 配套融资对象正式确定，较底价溢价发行彰显信心

从配套融资发行价格看，最终价格 15.00 元/股为发行底价（14.92 元/股）上溢价发行，为发行底价的 100.54%和发行日（2017 年 8 月 24 日）前 20 个交易日均价的 90.47%。从增发对象看，公募基金以及新昌本地资本均参与配套融资，发行后新和成控股及深圳安鹏资本将成为上市公司前 10 大股东。购买资产所发行股份锁定期为 36 个月，配套募集资金锁定期 12 个月，发行后公司总股本将达到 21.2 亿股。机构投资者以较高价格参与并锁定 12 个月，体现了对于公司长期发展的信心。

## 3. 募资投入热管理产能建设，奠定长期成长基石

配套募集资金完成后，将加快公司新能源汽车热管理零部件业务产能建设。其中“年产 1150 万套新能源汽车零部件建设项目”建设期为 2 年；“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，募投项目均已在前期以自有资金提前投入建设。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。2018 年为合资车型落地大年，加快产能建设将奠定公司未来长期发展基石。从目前在手客户订单来看，公司新能源汽零领域的电池冷却器、电子膨胀阀、水冷板等多个产品与一汽、长城、比亚迪、吉利、特斯拉等厂商签订了 2 年左右的合同且大概率将在产品生命周期内续签。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正处于放量前夕。

## 4. 三花汽零 Q3 将实现并表，制冷零部件主业景气度延续

8 月 2 日公司收购三花汽零资产过户手续已经全部办理完成，汽零业务将于三季报中实现并表，后续配套融资实施进展顺利。我们预计三花汽零业务全年约实现净利润 2 亿元，其中 Q1-Q3 季度可贡献并表净利润大约 1.5 亿元。传统制冷主业方面，下公司目前在手订单饱满，下游空调行业景气度延续。公司为制冷核心零部件供应商，具备较高的技术门槛优势，在未来节能标准升级过程中有望充分受益。

## 5. 投资建议

配套融资事项落地后，将加快公司新能源车热管理业务产能建设进度。公司已进入特斯拉等行业主流车企供应商体系，随着新车型不断落地，未来有望充分释放业绩弹性。我们预计下半年下游空调景气程度有望延续，公司目前主业订单饱满，全年业绩将有充足保障。我们预计公司 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 51.0%、18.4%、16.5%，定增摊薄后 EPS 为 0.61、0.72、0.84 元，当前股价对应 17-19 年 27.8x、23.6x、20.2xPE，维持买入评级。

# 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 | 1,784.41 | 2,089.40 | 2,387.00 |
| 应收账款 | 1,159.16 | 1,234.73 | 2,134.67 | 1,810.61 | 2,696.62 |
| 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 | 3,156.04 | 2,460.83 | 3,799.61 |
| **流动资产合计** | **5,257.54** | **5,546.11** | **8,322.75** | **8,011.72** | **10,584.19** |
| 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 |
| **非流动资产合计** | **2,781.94** | **2,852.53** | **2,811.23** | **2,739.50** | **2,618.41** |
| **资产总计** | **8,039.48** | **8,398.64** | **11,133.98** | **10,751.22** | **13,202.60** |
| 短期借款 | 646.05 | 298.73 | 1,195.06 | 123.56 | 1,068.42 |
| 应付账款 | 803.34 | 982.98 | 755.30 | 1,277.76 | 1,072.22 |
| 其他 | 1,057.67 | 1,298.49 | 1,255.43 | 1,465.26 | 1,505.50 |
| **流动负债合计** | **2,507.06** | **2,580.20** | **3,205.79** | **2,866.59** | **3,646.14** |
| 长期借款 | 660.86 | 272.94 | 1,121.44 | 0.00 | 415.44 |
| 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 |
| **非流动负债合计** | **844.79** | **452.00** | **1,306.44** | **185.00** | **600.44** |
| **负债合计** | **3,351.86** | **3,032.20** | **4,512.23** | **3,051.59** | **4,246.58** |
| 少数股东权益 | 35.64 | 43.79 | 49.92 | 55.38 | 62.48 |
| 股本 | 1,801.48 | 1,801.48 | 2,120.32 | 2,120.32 | 2,120.32 |
| 资本公积 | 460.63 | 459.08 | 459.08 | 459.08 | 459.08 |
| 留存收益 | 2,869.57 | 3,545.33 | 4,451.51 | 5,523.94 | 6,773.22 |
| 其他 | (479.69) | (483.24) | (459.08) | (459.08) | (459.08) |
| **股东权益合计** | **4,687.63** | **5,366.44** | **6,621.75** | **7,699.64** | **8,956.02** |
| **负债和股东权益总** | **8,039.48** | **8,398.64** | **11,133.98** | **10,751.22** | **13,202.60** |

| 现金流量表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 608.35 | 861.82 | 1,294.54 | 1,532.04 | 1,784.69 |
| 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 | (2,651.81) | 1,381.76 | (2,474.97) |
| 其它 | 343.11 | (35.26) | 6.92 | 4.70 | 7.34 |
| **经营活动现金流** | **819.13** | **1,310.23** | **(1,145.63)** | **3,206.80** | **(294.90)** |
| 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) |
| **投资活动现金流** | **(331.79)** | **(66.78)** | **(236.09)** | **(238.40)** | **(238.37)** |
| 债权融资 | 1,468.61 | 931.23 | 2,620.99 | 398.81 | 1,796.96 |
| 股权融资 | 518.73 | 85.81 | 395.75 | 18.37 | (31.87) |
| 其他 | (1,904.50) | (1,852.87) | (1,319.73) | (3,080.60) | (934.22) |
| **筹资活动现金流** | **82.84** | **(835.83)** | **1,697.01** | **(2,663.42)** | **830.88** |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **现金净增加额** | **570.18** | **407.63** | **315.28** | **304.98** | **297.61** |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **6,160.82** | **6,769.21** | **9,476.42** | **11,096.10** | **12,676.60** |
| 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) | 1,516.16 | 1,854.69 | 1,993.84 |
| **营业利润** | **687.95** | **925.70** | **1,200.81** | **1,386.15** | **1,598.85** |
| 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 |
| **利润总额** | **728.37** | **1,018.79** | **1,247.72** | **1,437.56** | **1,656.81** |
| 所得税 | 120.02 | 156.97 | 187.16 | 215.63 | 248.52 |
| **净利润** | **608.35** | **861.82** | **1,060.56** | **1,221.93** | **1,408.28** |
| 少数股东损益 | 2.95 | 4.37 | 6.13 | 5.46 | 7.10 |
| **归属于母公司净利润** | **605.41** | **857.46** | **1,294.54** | **1,532.04** | **1,784.69** |
| 每股收益（元） | 0.34 | 0.48 | 0.61 | 0.72 | 0.84 |

| 主要财务比率 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入 | 5.78% | 9.88% | 39.99% | 17.09% | 14.24% |
| 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% | 50.98% | 18.35% | 16.49% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 28.51% | 29.77% | 41.97% | 42.31% | 41.60% |
| 净利率 | 9.83% | 12.67% | 13.66% | 13.81% | 14.08% |
| ROE | 13.01% | 16.11% | 19.70% | 20.04% | 20.07% |
| ROIC | 13.89% | 14.29% | 25.64% | 19.97% | 29.70% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 41.69% | 36.10% | 40.53% | 28.38% | 32.16% |
| 净负债率 | 30.02% | 13.48% | 9.54% | 1.39% | 6.29% |
| 流动比率 | 2.10 | 2.15 | 2.60 | 2.79 | 2.90 |
| 速动比率 | 1.62 | 1.68 | 2.21 | 2.23 | 2.44 |
| **营运能力** | | | | | |
| 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 | 7.76 | 7.80 | 7.71 |
| 总资产周转率 | 0.82 | 0.82 | 0.97 | 1.01 | 1.06 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 0.34 | 0.48 | 0.61 | 0.72 | 0.84 |
| 每股经营现金流 | 0.45 | 0.73 | -0.64 | 1.78 | -0.16 |
| 每股净资产 | 2.58 | 2.95 | 3.10 | 3.61 | 4.19 |
| **估值比率** | | | | | |
| 市盈率 | 50.50 | 35.65 | 27.79 | 23.49 | 20.16 |
| 市净率 | 6.57 | 5.74 | 5.48 | 4.71 | 4.05 |
| EV/EBITDA | 20.57 | 17.92 | 12.22 | 9.48 | 8.70 |
| EV/EBIT | 27.42 | 23.18 | 13.51 | 10.45 | 9.61 |

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