# 三花智控（002050）

## 新能源拉动汽车热管理，家电板块持续复苏

买入（首次）

2017 年 11 月 6 日

| 盈利预测与估值 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 6,769 | 9,446 | 11,499 | 13,949 |
| 同比（%） | 9.9% | 39.6% | 21.7% | 21.3% |
| 归母净利润(百万元) | 857 | 1257 | 1590 | 1966 |
| 同比（%） | 41.6% | 46.6% | 26.5% | 23.7% |
| 毛利率（%） | 29.8% | 30.0% | 30.1% | 29.9% |
| ROE（%） | 16.1% | 20.0% | 21.3% | 22.0% |
| 每股收益（元） | 0.48 | 0.59 | 0.75 | 0.93 |
| P/E | 35.13 | 28.21 | 22.30 | 18.03 |
| P/B | 5.66 | 5.66 | 4.75 | 3.96 |

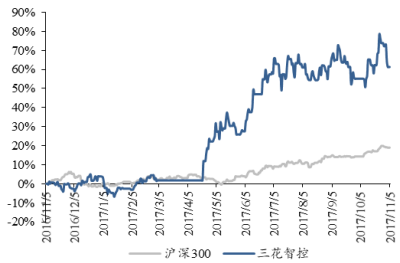
首席证券分析师 曾朵红
执业证书编号：S0600516080001
021-60199798
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 汪林森
执业证书编号：S0600517080001
010-66573527
wangls@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **收购三花汽零落地，新能源汽车热管理业务将成重要增长点。**三花汽零长期专注于汽车热管理业务，现已开拓法雷奥、马勒贝洱等知名汽车热管理系统集成商，以及奔驰、通用、特斯拉等整车厂的业务。公司技术研发实力强，车用电子膨胀阀与新能源换热器已经进入特斯拉 Model 3 车型供应链（公司公告 16 年来自特斯拉营收 0.166 亿），按照 50 万辆车，2000 元单车营收测算，特斯拉带来营收弹性 10 亿。三花汽零业绩承诺为 17-19 年净利润分别为 1.69/2.08/2.45 亿元，未来随着新能源汽车的进一步放量，新能源汽车热管理业务将成为公司重要的增长点。
- **家电主业稳健，制冷业务随空调放量，微通道和亚威科业务受益海外经济复苏。**制冷业务是公司目前的主要盈利来源，受益下游空调行业景气度提升，据国家统计局数据，2017 年 1-8 月，空调累计生产 13,300.20 万台，同比增长 18.70%，国内空调行业景气度预计维持，将有力带动公司制冷业务的增长；微通道业务主要在北美，市占率全球第一，长期收益北美空调销量复苏，短期受汇兑损益影响；亚威科业务主要在德国，同时咖啡机、洗碗机等白色家电在国内渗透率空间大。
- **三花汽零三季度并表，业绩增长稳健符合预期。**公司发布 2017 年三季报，公司实现营业收入 71.90 亿元，并表调整后同增 23.50%；归母净利润 9.79 亿元，并表调整后同增 25.76%，业绩符合市场和我们的预期。受益于三花汽零并表，公司前三季度毛利率为 30.82%，同比增加 1.36 个百分点。
- **盈利预测和投资建议：**18 年我们预计是新能源整车国内外放量的一年，国内 17 年低基数+国内外新爆款车型上市+国内双积分政策的逐步落地，三大因素带动销量的提升，其中寻找产业格局最优质的环节，我们锁定了汽车零部件的龙头，我们认为热管理板块中三花智控具有全球龙头的优势地位，随着单车用量提升和整车销量的提升，三花智控类似于宏发股份，属于经营稳健型的公司，长期看业绩平稳提升。我们预计公司 2017-2019 年归母净利润为 12.57/15.90/19.66 亿元，同增 46.6%/26.5%/23.7%，EPS 分别为 0.59/0.75/0.93 元。给予 2018 年公司 28 倍估值，对应目标市值 450 亿，目标价 21 元，首次给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；汇率波动风险；下游空调需求不及预期；新能源汽车销量不及预期。

### 股价走势




### 市场数据

| | |
|---|---|
| 收盘价（元） | 16.72 |
| 一年最低价/最高价 | 9.47/19.06 |
| 市净率（倍） | 4.64 |
| 流通 A 股市值（百万元） | 26146.54 |

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 每股净资产（元） | 3.60 |
| 资本负债率（%） | 34.76 |
| 总股本（百万股） | 2,120.32 |
| 流通 A 股（百万股） | 1,563.79 |

### 相关研究

无

# 1. 家电龙头稳步发展，新能源车热管理为新增长点

## 1.1. 围绕热管理布局，新能源汽车热管理将成为重点业务

**公司目前主要两大板块——空调等家电元器件和汽车零部件，其中家电业务覆盖制冷业务单元、微通道业务单元和 AWECO 业务单元，围绕热管理布局，汽车零部件业务主要依托 9 月并表的三花汽零开展业务，仍然以汽车空调零部件为主，在传统车的基础上开拓新能源车业务。**公司本部的制冷业务单元是公司的传统业务单元，也是公司主要的利润来源，主要客户包括松下、大金、格力等世界著名制冷、空调主机厂，其业绩释放与空调行业整体景气度相关。微通道业务单元主要依托三花微通道，其产品微通道换热器主要应用于传统空调、冷链领域的换热器替换，预计未来将保持平稳增长。AWECO 业务单元依托于德国三花亚威科电器，主要生产咖啡机洗碗机洗衣机加热器等元器件，与主要白色家电制造商有着广泛的业务往来，预计将随着国内洗碗机市场的爆发而持续增长。公司收购集团汽车热管理资产三花汽零，主要向整车企业和热管理系统集成商供应膨胀阀、贮液器等产品，近年来着力打造的新能源汽车业务直接供货特斯拉，将成为公司未来放量的重点业务。

**图表 1：三花分板块盈利预测**

| | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 主要设备 | 下游 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 制冷业务单元 | 收入（百万元） | 4,883.0 | 4,401.9 | 4,061.7 | 4,955.2 | 5,995.8 | 7,195.0 | 四通阀、电子膨胀阀。全球市占率第一 | 家用空调、冰箱，商用空调 |
| | 增长率 | 14.5% | -9.9% | -7.7% | 22.0% | 21.0% | 20.0% | | |
| | 毛利率 | 30.1% | 29.6% | 34.2% | 33.0% | 33.0% | 33.0% | | |
| 微通道之换热器及部件 | 收入（百万元） | - | 898.9 | 1,076.1 | 1,291.3 | 1,549.5 | 1,828.4 | 换热器，80%市场在北美，国内刚起步，全球市占率第一 | 家用空调和商用空调 |
| | 增长率 | | 0.0% | 19.7% | 20.0% | 20.0% | 18.0% | | |
| | 毛利率 | | 31.4% | 29.3% | 30.0% | 30.0% | 30.0% | | |
| 咖啡机、洗衣机等其他电器控制系统及元器件 | 收入（百万元） | 804.9 | 860.0 | 1,043.2 | 1,147.5 | 1,262.3 | 1,426.4 | 白色家电电控，地处德国，增速比较慢，汇兑损益比较多 | 咖啡机、洗碗机、洗衣机 |
| | 增长率 | 20.9% | 6.8% | 21.3% | 10.0% | 10.0% | 13.0% | | |
| | 毛利率 | 17.5% | 19.7% | 18.5% | 18.0% | 18.0% | 19.0% | | |
| 汽车空调及热管理系统控制部件 | 收入（百万元） | - | - | 备考9个亿营收 | 1,170.0 | 1,544.4 | 2,007.7 | 热膨胀阀、贮液器。16年汽车空调膨胀阀全球16%，国内17% | 一级供应商、整车 |
| | 增长率 | | | | 32.0% | 32.0% | 30.0% | | |
| | 毛利率 | | | | 33.0% | 33.0% | 32.0% | | |
| 其他（智能控制） | 收入（百万元） | 136.0 | - | 588.3 | 882.4 | 1,147.1 | 1,491.3 | 智能控制占比一半，今年翻倍以上增速 | 小型中央空调或热泵热水器（煤改电），家用空调 |
| | 增长率 | | | 0.0% | 50.0% | 30.0% | 30.0% | | |
| | 毛利率 | | | 20.3% | 25.0% | 24.0% | 22.0% | | |
| 合计 | 收入（百万元） | 5,823.91 | 6,160.82 | 6,769.21 | 9,446.44 | 11,499.17 | 13,948.80 | | |
| | 毛利率 | 27.6% | 28.5% | 29.8% | 30.0% | 30.1% | 29.9% | | |
| | 毛利 | 1608.45 | 1756.39 | 2015.30 | 2835.86 | 3455.65 | 4164.44 | | |
| | 净利率 | 8.37% | 9.83% | 12.67% | 13.30% | 13.83% | 14.10% | | |
| | 归母净利 | 487.72 | 605.41 | 857.46 | 1256.75 | 1590.07 | 1966.20 | | |

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

## 1.2. 切入新能源汽车领域，打造汽车热管理龙头

**收购集团优质汽零资产，募投破除产能瓶颈。**2017 年公司发行股份作价 21.5 亿元，收购集团汽零业务，并募集资金 13.22 亿元，用于三花汽零扩产项目。三花汽零业绩承诺为 2017-2019 年净利润分别为 1.69、2.08、2.45 亿元。三花汽零专门从事膨胀阀和贮液器等汽车空调及热管理系统控制部件的研发、生产和销售，主要定位于乘用车配套市场（OEM 市场）。经过多年的发展，三花汽零已经成为全球热力膨胀阀和贮液器的主要供应商。目前公司拥有杭州、墨西哥和印度三个生产基地， 2016 年公司主要产品的平均产能利用率达到 72.42%，其中膨胀阀和贮液器产能利用率高达 95%以上，产能问题成为制约公司进一步发展的瓶颈。此次公司募集 13.22 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”和“新增年产 1270 万套汽车空调控制部件技术改造项目”，预计会在未来 2 年内极大提升公司产能，进一步提升公司业绩。

**图表 2：三花汽零配套融资募投项目**

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，东吴证券研究所

**图表 3：三花汽零产能成为发展瓶颈**

| | 销量（万只） | | 产能利用率 | | 销售收入（万元） | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 |
| 膨胀阀 | 1,321.47 | 1,444.07 | 97.24% | 101.18% | 35,280.98 | 37,608.35 |
| 贮液器 | 892.98 | 937.54 | 92.47% | 95.82% | 19,491.59 | 20,233.77 |
| 控制器 | 27.44 | 36.73 | 94.33% | 88.42% | 3,032.98 | 4,134.14 |
| 调温阀 | 48.49 | 137.42 | 85.35% | 79.91% | 2,916.27 | 7,616.70 |
| 电子膨胀阀 | 0.72 | 10.48 | 33.40% | 43.30% | 184.2 | 2,290.57 |
| 压块 | 310.13 | 388.19 | 109.48% | 27.18% | 1,436.31 | 1,368.54 |
| 合计 | 2,601.23 | 2,954 | 96.42% | 72.42% | 62,342.33 | 73,252.07 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**领先的产品技术带来稳定的客户结构。**公司注重技术研发，公司目前共有研发人员 275 人，占员工总数 21.59%。截至三花汽零并表，三花汽零及其子公司共拥有已获授权的境内专利 122 项、境外专利 13 项。2017 年 3 月，三花研究院将 227 个专利无偿转让给三花汽零。明星产品车用电子膨胀阀荣获《汽车新闻》PACE 大奖（全球汽车供应商杰出创新贡献奖），三花汽零成为第一个也是至今为止唯一获得 PACE 大奖的中国企业。强大的技术研发能力形成先发优势，因为在汽车零部件行业只有具备研发、生产、装配能力的供应商才能成为整车厂的一级配套供应商，否则只能成为二级或更低级别的供应商。因此公司可以从客户整车设计前期就介入开发，一款新车型的生命周期大约 6-7 年，这期间更换供应商的可能性很低，因此公司具有稳定长期的客户基础。目前公司已经开拓法雷奥、马勒贝洱等汽车热管理集成商以及奔驰、通用、特斯拉、比亚迪、上汽、一汽等整车厂商，同时在日本车系市场也取得突破。2016 年公司的主要产品汽车空调膨胀阀销量 1444.07 万只，国内市场占有率超过 37%，全球市场占有率超过 16%，公司已经成为全球主要的车用膨胀阀供应商。

**图表 4：三花汽零部分在手合同**

| 客户名称 | | 产品类别 | 合同起止期限 | 销售主体 |
|---|---|---|---|---|
| 一汽 | 一汽大众 | 电池冷却器 | 合同无具体期限约定 | 三花汽零 |
| | 一汽新能源汽车 | 冷却板 | 2016.1.1-2016.12.31 | 三花汽零 |
| | 一汽轿车 | 电池冷却器 | 合同无具体期限约定 | 三花汽零 |
| | 天津一汽 | 电池冷却器 | 2016.6.6-2018.6.6 | 三花汽零 |
| 长城 | 长城汽车 | 膨胀阀、贮液器、贮液器类散件 | 2017.1.1-2017.12.31 | 三花汽零、苏州新智 |
| 比亚迪 | 深圳比亚迪供应链 | 膨胀阀、电磁阀、电子膨胀阀 | 2016.12.1-2017.5.31 | 三花汽零 |
| | | 电磁冷却器 | 合同无具体期限约定 | 三花汽零 |
| 江铃 | 江铃股份 | 电池冷却器 | 2016.8.8-2017.8.7 | 三花汽零 |
| | 江铃控股 | 控制器 | 2017.1.1-2017.12.31 | 三花汽零 |
| | 江铃轻汽 | 控制器 | 2017.1.1-2017.12.31 | 三花汽零 |
| 吉利 | 吉利汽车 | 电池冷却器、集成模块 | 合同无具体期限约定 | 三花汽零 |
| | | 水泵 | 合同无具体期限约定 | 三花汽零 |
| | | 水阀 | 合同无具体期限约定 | |
| 上汽 | 上汽集团 | 电池冷却器 | 2017.1.1-2018.6.30 | 三花汽零 |
| | 上汽大众 | 电池冷却器 | 合同无具体期限约定 | 三花汽零 |
| 广汽 | 广汽乘用车 | 电磁阀、水阀 | 合同无具体期限约定 | 三花汽零 |
| 蔚来汽车 | 蔚来汽车 | 水泵、水阀 | 合同无具体期限约定 | 三花汽零 |
| 奔驰 | 德国戴姆勒 | 电子膨胀阀 | 2017.1.3-2018.12.31 | 三花汽零 |
| | 德国戴姆勒 | 贮液器 | 2016.11.14-2017.12.31 | 苏州新智 |
| | 巴西戴姆勒 | 贮液器 | 2016.11.9-2017.12.31 | |
| 特斯拉 | TESLA | 膨胀阀 | 2016.11.18-2017.05.31 | 美国三花 |
| | | 水冷版 | 2016.11.1-2017.12.31 | |
| | | 油冷器 | 2017.1.9-2017.7.31 | |
| | | 油泵 | 2017.1.9-2017.7.31 | 美国三花 |
| 通用 | 通用 | 水阀 | 2017.4.19-2023.12.31 | 三花汽零 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**图表 5：主流下游厂商的营收占比**

单位：万元

| 客户 | 2015年 | 2016年 | 2017年1-5月 |
|---|---|---|---|
| 一汽 | 714.74 | 864.14 | 599.93 |
| 长城汽车 | 1,808.60 | 2,062.48 | 1,505.55 |
| 比亚迪 | 1,378.96 | 1,412.65 | 1,346.92 |
| 江铃 | 1,521.90 | 2,372.59 | 1,822.99 |
| 吉利 | 652 | 842.39 | 677.31 |
| 上汽 | 436.71 | 581.65 | 996.46 |
| 广汽 | 18.67 | 35.53 | 29.86 |
| 奔驰 | 2,101.53 | 3,242.96 | 1,653.00 |
| 特斯拉 | 107.44 | 1,660.87 | 876.74 |
| 通用 | 12,273.10 | 16,948.26 | 7,305.86 |
| 蔚来汽车 | - | - | 24.09 |
| 合计 | 21,013.64 | 30,023.53 | 16,838.71 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**配套特斯拉，打造新能源汽车热管理龙头。**据中汽协统计数据，2017 年 1-9 月累计产销分别为 42.4 万辆和 39.8 万辆，同比增长分别为 40.2%和 37.7%。新能源汽车热管理的效果将直接影响到续航里程和使用寿命，因此新能源汽车对热管理的需求也高于传统汽车，除了包含传统汽车空调热管理外，还包含电池、电机、电控等系统热管理，整车价值量将达到整车的 8-10%，相对传统汽车 5%-6%的价值量有较大明显的提升。目前，公司已经成为特斯拉的一级供应商，主要向特斯拉供应膨胀阀、水冷板、油冷器、油泵等产品，并已取得 M3 车型新能源换热器、电子膨胀阀等产品的供货权，同时国外与通用、奔驰、沃尔沃等签订了合同，国内已成为比亚迪、吉利、上汽、长安、众泰、蔚来等新能源汽车厂家建立了战略合作关系。特斯拉作为电动汽车领域的全球领导企业，具有极强的标杆效应，公司成为其供应商将显著提升公司全球市场影响力。通用、雷诺、大众、沃尔沃、戴姆勒等车企巨头纷纷发布电动汽车战略，2018 年-2019 年将是各车企电动汽车落地大年，公司电子膨胀阀、新能源换热器等新能源车热管理系统业务将得到快速发展，成为三花汽零新重要的业务增长点。

假设特斯拉 Model 3 在 2017-2020 年产能释放分别为 3/15/30/50 万辆，预计公司产品单车价值量在 2000 元左右，且逐渐增加。由此可以计算得 2017-2019 年公司在 M3 车型上的营收分别为 0.60/3.00/6.30 亿元，增速明显。基于新能源汽车快速发展的判断，假设公司其他汽车热管理业务按照 22%/18%/15%的增速增长，则 2017-2019 年三花汽零主营收入分别为 11.60/16.00/21.30 亿元。

**图表 6：Model3 对于三花汽零弹性测算**

| | | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Model3 | 销量(万台) | 0 | 0 | 3 | 15 | 30 |
| | 单车价值量(元) | - | - | 2000 | 2000 | 2100 |
| | 营业收入(亿元) | - | - | 0.60 | 3.00 | 6.30 |
| | 增速 | - | - | - | 500% | 66.70% |
| | 毛利率 | - | - | 40% | 38% | 38% |
| 其他汽零 | 营业收入(亿元) | 7.83 | 9.04 | 11.00 | 13.00 | 15.00 |
| | 增速 | - | 15.45% | 22% | 18% | 15% |
| | 毛利率 | 32.03% | 30.73% | 32% | 32% | 31% |
| 合计 | 营业收入(亿元) | 7.83 | 9.04 | 11.60 | 16.00 | 21.30 |
| | 增速 | - | 15.45% | 28.32% | 37.93% | 33.13% |
| | 毛利率 | 32.03% | 30.73% | 32.41% | 33.13% | 33.07% |

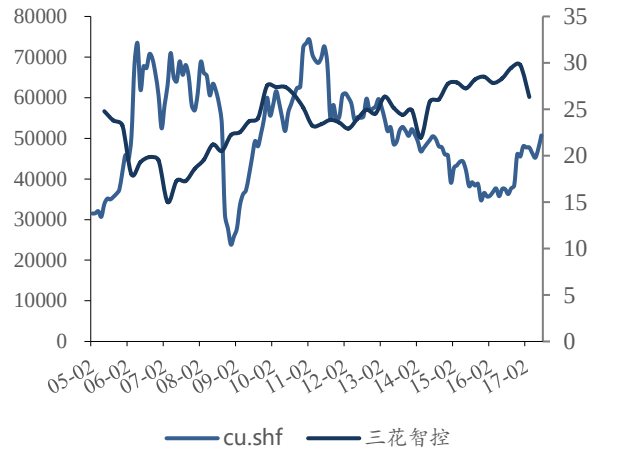
资料来源：公司公告、东吴证券研究所

## 1.3. 下游空调景气度回升，制冷业务支撑业绩

**制冷业务是公司目前的主要盈利来源，受益下游空调行业景气度提升。**2016 年制冷业务实现营业收入 40.62 亿元，占公司总营业收入的 60%，是公司目前的主要盈利来源。公司制冷业务产品主要为空调元器件， 2016 年下半年，空调行业去库存结束，带动空调产量不断增长。据国家统计局数据，2017 年 1-8 月,空调累计生产 13,300.20 万台，同比增长 18.70%。国内空调行业景气度预计维持，将有力带动公司制冷业务的增长。

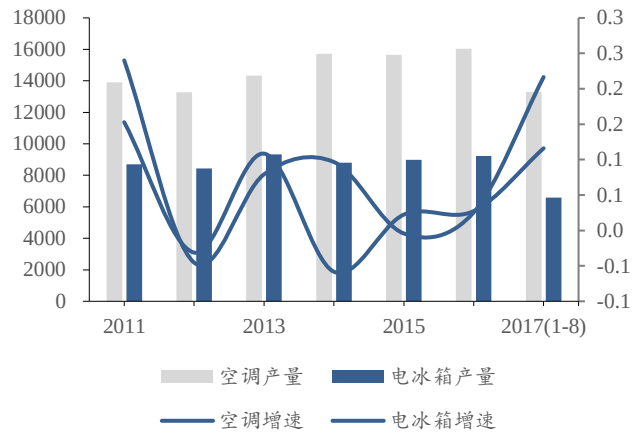
**坚挺的毛利率源于技术领先。**公司经营成本占比最大的是铜棒、铜件及铜管等原材料，2016 年大宗商品牛市下，公司毛利仍稳定在 25%以上的高位，核心原因在于公司注重研发投入带来的技术领先优势。公司目前研发出电子膨胀阀、四通换向阀、微通道换热器等高毛利率的新产品，高品质产品带来稳定的客户结构，目前三花已成为松下、大金、格力等著名制冷、空调主机厂的战略供方和合作伙伴，电子膨胀阀、四通换向阀、微通道换热器等主要产品市场占有率位居全球第一，规模优势明显，具备较强的议价能力。

**图表 7：三花智控毛利率维持高位**




资料来源：wind，东吴证券研究所

**图表 8：国内家电行业产量（万台）**

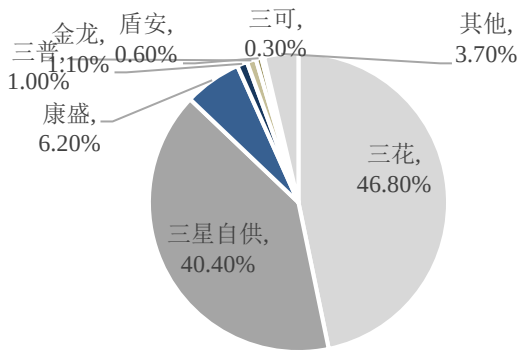



资料来源：wind，东吴证券研究所

## 1.4. 微通道和亚威科从海外向国内渗透，受益欧洲和北美经济复苏

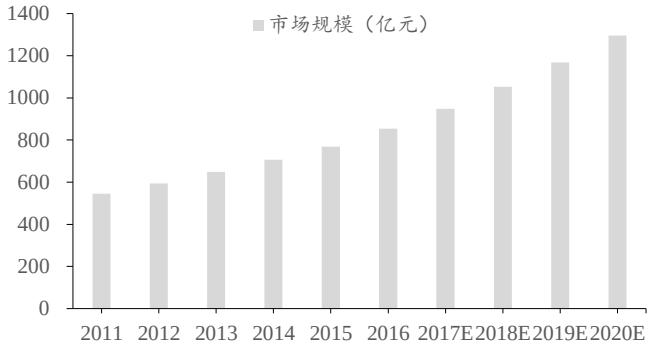
**微通道业务行业领先，募投产能年内释放。**微通道换热器具有明显的节能、环保优势,应用领域主要涵盖有空调、制冷、热泵等市场。三花预计全球每年将有 500 亿以上的换热器市场规模，而目前微通道换热器整体替代率仅有 5%左右，市场空间大。2015 年公司发收购集团微通道业务以来，业务板块持续增长，微通道换热器市场份额领先全球。据产业在线数据，2014 年公司在全球空调微通道换热器的市场占有率为 31%，在国内市场占有率为 46.8%，占据主导地位。公司目前有三个生产基地：杭州基地、美国基地和墨西哥基地，依据公司募投项目进展，杭州基地新增 80 万台/年项目于今年 6 月投产，墨西哥基地项目将于年底投产，因此我们预计公司年内将实现新产能的落地，将大力提升公司业绩。

图表 9：三花微通道市场份额（2014 年）




资料来源：产业在线，东吴证券研究所

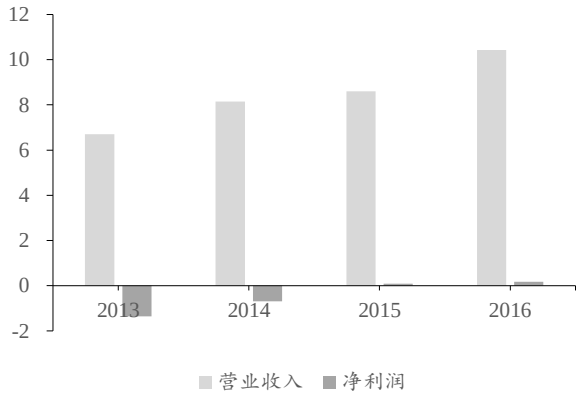
图表 10：国内换热器市场规模




资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

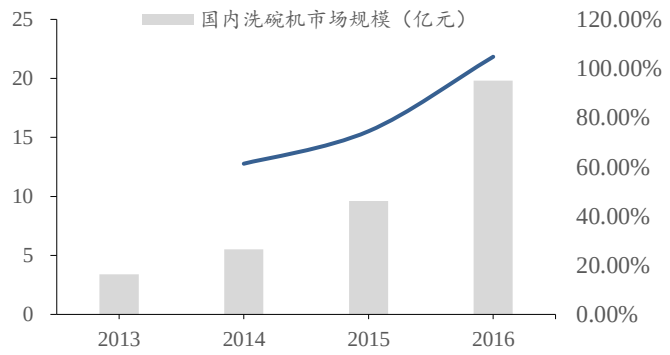
**亚威科盈利能力持续改善，国内洗碗机市场有望爆发。**亚威科集团长期被家电客户视为洗碗机系统部件开发的第一供应商，主要客户包括 BSH、米勒、惠而浦、飞利浦、伊莱克斯、Helbling 等。公司于 2012 年收购亚威科集团后，在公司的重组下，亚威科的盈利能力持续改善，并于 2015 年实现扭亏转盈，2016 年实现营收 10.43 亿元，同比增长 21.28%，实现净利润 1757 万元，同比增长 104.30%。洗碗机行业在中国饱和度极低，普及率不足 1%。随着人口老龄化、人工成本不断提高及年轻一代对生活品质要求的提高，国内市场有望爆发，根据中怡康的数据，2016 年国内洗碗机市场规模达到 19.8 亿元，同比增长 104.8%；预计 2017 年市场规模达到 36.3 亿，同比增长 83.7%。依靠主导产品 Omega 系统，亚威科有望在国内洗碗机市场爆发中继续改善盈利能力，成为公司重要的盈利增长点。

图表 11：亚威科盈利能力持续改善（亿元）




资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 12：国内洗碗机市场有望爆发（亿元）



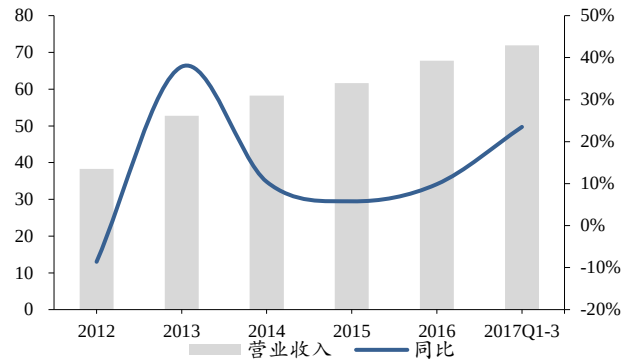

资料来源：中怡康，东吴证券研究所

## 2. 三花汽零并表，前三季度实现快速增长

**前三季度归母净利润增长 25.76%符合预期。**公司发布 2017 年三季报，报告期内公司实现营业收入 71.90 亿元，并表调整后同比增长 23.50%；实现归属母公司净利润 9.79 亿元，并表调整后同比增长 25.76%。公司在中报中预计 1-9 月实现归母净利润 9.34 亿-11.68 亿元，变动幅度 20 %-50%，业绩符合预期。对应 EPS 为 0.48 元。其中 3 季度，实现营业收入 23.35 亿元，并表调整后同比增长 19.35%，环比下降 3.43%；实现归

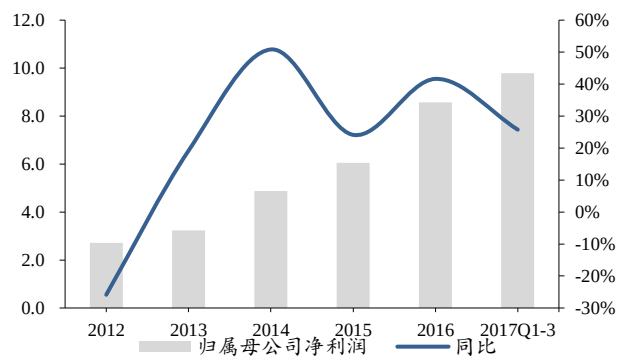
属母公司净利润 3.69 亿元，并表调整后同比增长 20.00%，环比增长 7.89%。3 季度对应 EPS 为 0.17 元。

**图表 13：公司营业收入及增速（亿元）**




资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**图表 14：公司归母净利润及增速（亿元）**




资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**盈利能力提升，龙头议价优势明显。**公司前三季度毛利率为 30.82%，同比增加 1.36 个百分点；净利率为 13.82%，同比提升 0.66 个百分点。其中第三季度毛利率为 34.55%，同比提升 2.85 个百分点，环比大幅提升 4.18 个百分点；净利率为 16.06%，同比提升 0.22 个百分点，环比提升 1.7 个百分点。盈利能力提升明显，我们认为主要有以下原因：1）盈利能力强的三花汽零并表，提升公司盈利能力，三花汽零 2015-2016 年毛利率分别为 32.03%和 30.73%，高于三花智控主营业务水平；2）电子膨胀阀等毛利率较高的产品占比逐渐提升，带动公司毛利水平提高；3）公司作为行业龙头，多项产品市占率保持第一，具备较高的议价能力，考虑到公司主要原材料铜的价格相对去年同期一直处于高位，公司作为龙头的议价优势明显。

**成本控制能力优秀，短期受汇兑损益拖累。**公司 2017 年前 3 季度期间费用同比增长 44.27%至 10.23 亿元，期间费用率上升 0.46 个百分点至 14.22%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升 33.09%、上升 16.39%、下降 280.97%至 3.18 亿元、6.09 亿元、0.96 亿元；费用率分别下降 0.22、下降 1.69、上升 2.37 个百分点至 4.42%、8.47%、1.34%。财务费用大幅增长主要系人民币升值引起的汇兑损失。

**三花汽零实现并表将提供增量。**公司预计 2017 年全年将实现净利润 11.89 亿-14.86 亿元，同比增长 20%-50%。三花汽零的并表将成为重要增量之一。据公司公告《关于使用募集资金对全资子公司及全资孙公司增资的公告》，三花汽零 2017 年上半年实现营业收入 5.81 亿元，实现归母净利润 9,763.75 万元，16 年三花汽零实现营收 9.04 亿元，实现归母净利润 1.34 亿元，上半年既完成了去年的 73%，汽车行业经营情况下半年一般高于上半年，全年完成业绩对赌比较确定。随着以特斯拉 Model3 为代表的电动汽车量产的推进，三花汽零有望实现高速增长，成为公司重要的增长极。

## 3. 盈利预测和投资建议

### 3.1. 盈利预测

三花汽零长期专注于汽车热管理业务，现已绑定法雷奥、马勒贝洱等热管理系统

集成商以及奔驰、通用、特斯拉等整车厂客户。三花汽零业绩承诺为 17-19 年净利润分别为 1.69/2.08/2.45 亿元，考虑到未来新能源汽车进一步放量我们预测 17-19 的营收为 11.7/15.5/20.10 亿元，我们按照年中 16%的净利润率，三花汽零预计 17-19 年实现净利润 1.87/2.48/3.22 亿元。

公司传统制冷业务全球领先，受益于下游空调行业需求回暖，预计空调行业高景气程度将维持全年；微通道和亚威科业务受益欧美经济的复苏，同时国内市场空间广阔，未来有望进一步放量。由于三花汽零并表，公司 2017-2019 年预计实现归母净利润 12.57/15.90/19.66 亿元，同比增长 46.6%/26.5%/23.7%，EPS 分别为 0.59/0.75/0.93 元。

## 3.2. 估值和投资建议

18 年我们预计是新能源整车国内外放量的一年，国内 17 年的低基数+国内外新爆款车型上市+国内双积分政策的逐步落地，三大因素带动销量的提升，行业逐步从百花齐放向龙头收缩，其中寻找产业格局最优质的环节，我们锁定了汽车零部件的龙头，我们认为热管理板块中三花智控具有全球龙头的优势地位，随着单车用量的提升和整车销量的提升，三花智控类似于宏发股份，都是经营稳健，平稳赚取业绩提升的优质标的，同时在明年的市场中享受龙头溢价。

我们预计公司 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 12.57/15.90/19.66 亿元。考虑到目前两个主要的下游空调家电和汽车零部件都在持续受益于国内外的经济复苏、新能源车 18 年的确定性增长、以及龙头公司的估值切换和估值溢价，给予 2018 年公司 28 倍估值，对应目标市值 450 亿，目标价 21 元，首次给予买入评级。

## 3.3. 风险提示

原材料价格波动风险；汇率波动风险；下游空调需求不及预期；新能源汽车销量不及预期。

**图表 15：公司三大财务报表**

| 资产负债表（百万元） | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | **5546.1** | **6314.6** | **7521.8** | **9121.7** |
| 现金 | 1469.1 | 700.0 | 770.0 | 1023.1 |
| 应收款项 | 2485.7 | 3434.0 | 4138.5 | 4969.9 |
| 存货 | 1204.3 | 1641.1 | 1956.9 | 2332.8 |
| 其他 | 387.0 | 539.5 | 656.4 | 795.9 |
| **非流动资产** | **2852.5** | **3184.7** | **3632.6** | **4070.7** |
| 长期股权投资 | 4.3 | 4.1 | 3.9 | 3.8 |
| 固定资产 | 2367.9 | 2712.7 | 3173.1 | 3623.7 |
| 无形资产 | 369.7 | 357.3 | 345.0 | 332.7 |
| 其他 | 110.6 | 110.6 | 110.6 | 110.6 |
| **资产总计** | **8398.6** | **9499.4** | **11154.4** | **13192.4** |
| **流动负债** | **2580.2** | **2735.8** | **3192.9** | **3748.6** |
| 短期借款 | 658.3 | 110.7 | 55.5 | 0.0 |
| 应付账款 | 1576.7 | 2148.5 | 2561.9 | 3054.1 |
| 其他 | 345.3 | 476.6 | 575.5 | 694.5 |
| **非流动负债** | **452.0** | **447.1** | **442.3** | **437.4** |
| 长期借款 | 272.9 | 272.9 | 272.9 | 272.9 |
| 其他 | 179.1 | 174.2 | 169.3 | 164.5 |
| **负债总计** | **3032.2** | **3182.9** | **3635.2** | **4186.0** |
| 少数股东权益 | 43.8 | 47.6 | 53.2 | 60.0 |
| 归属母公司股东权益 | 5322.6 | 6268.9 | 7466.0 | 8946.4 |
| **负债和股东权益总计** | **8398.6** | **9499.4** | **11154.4** | **13192.4** |

| 现金流量表（百万元） | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金流 | 1310.2 | 501.7 | 1146.3 | 1443.2 |
| 投资活动现金流 | -66.8 | -412.7 | -628.2 | -648.8 |
| 筹资活动现金流 | -835.8 | -858.1 | -448.1 | -541.3 |
| 现金净增加额 | 402.5 | -769.1 | 70.0 | 253.1 |
| 折旧和摊销 | 244.4 | 136.5 | 162.3 | 192.7 |
| 资本开支 | -287.4 | -412.9 | -628.4 | -649.0 |
| 营运资本变动 | 283.2 | -913.4 | -629.6 | -740.5 |
| 企业自由现金流 | 1177.4 | 4.4 | 424.3 | 697.3 |

| 利润表（百万元） | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **6769.2** | **9446.4** | **11499.2** | **13948.8** |
| 营业成本 | 4754.1 | 6610.6 | 8043.5 | 9784.4 |
| 营业税金及附加 | 79.3 | 110.7 | 134.7 | 163.4 |
| 营业费用 | 357.3 | 483.7 | 571.2 | 672.0 |
| 管理费用 | 738.9 | 952.8 | 1099.9 | 1265.6 |
| 财务费用 | -92.3 | 22.0 | 10.5 | 6.1 |
| 投资净收益 | 33.8 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 其他 | -40.0 | 135.0 | 159.0 | 187.7 |
| **营业利润** | **925.7** | **1431.7** | **1828.5** | **2275.0** |
| 营业外净收支 | 93.1 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| **利润总额** | **1018.8** | **1491.7** | **1888.5** | **2335.0** |
| 所得税费用 | 157.0 | 229.8 | 291.0 | 359.8 |
| 少数股东损益 | 4.4 | 5.1 | 7.4 | 9.0 |
| **归属母公司净利润** | **857.5** | **1256.8** | **1590.1** | **1966.2** |
| EBIT | 948.4 | 1411.7 | 1796.9 | 2239.1 |
| EBITDA | 1192.8 | 1548.2 | 1959.2 | 2431.7 |

| 重要财务与估值指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| 每股收益(元) | 0.48 | 0.59 | 0.75 | 0.93 |
| 每股净资产(元) | 2.95 | 2.96 | 3.52 | 4.22 |
| 发行在外股份(百万股) | 1801.5 | 2120.3 | 2120.3 | 2120.3 |
| ROIC(%) | 11.8% | 16.9% | 19.3% | 20.7% |
| ROE(%) | 16.1% | 20.0% | 21.3% | 22.0% |
| 毛利率(%) | 29.8% | 30.0% | 30.1% | 29.9% |
| EBIT Margin(%) | 14.0% | 14.9% | 15.6% | 16.1% |
| 销售净利率(%) | 12.7% | 13.3% | 13.8% | 14.1% |
| 资产负债率(%) | 36.1% | 33.5% | 32.6% | 31.7% |
| 收入增长率(%) | 9.9% | 39.6% | 21.7% | 21.3% |
| 净利润增长率(%) | 41.6% | 46.6% | 26.5% | 23.7% |
| P/E | 35.13 | 28.21 | 22.30 | 18.03 |
| P/B | 5.66 | 5.66 | 4.75 | 3.96 |
| EV/EBITDA | 27.79 | 21.51 | 17.23 | 14.11 |

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

备　　注：2016 年数据为原始数据，未按照并表调整

**免责声明**

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn