



三花智控(002050.SZ)

【联讯汽车深度研究】三花智控：汽零注入，从高端再出发

2018年02月06日

投资要点

买入(维持评级)

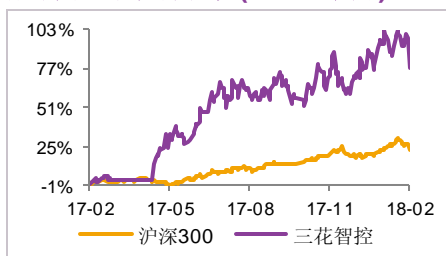
当前价：18.18 元
目标价：23.43 元

汽车及零部件行业研究组

分析师：王风华
执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：徐昊
电话：010-66235635
邮箱：xuhao@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	6769	9170	11193	13417
(+/-)	10%	35%	22%	20%
归母净利润	857	1225	1496	1731
(+/-)	42%	43%	22%	16%
EPS(元)	0.48	0.58	0.71	0.82
P/E	23	31	26	22

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

- 《【联讯汽车公司点评】三花智控：三花汽零加入，强势进军汽车零部件领域》
2017-04-21
- 《【联讯汽车中报点评】三花智控：中报业绩优秀，新能源汽车业务可以期待》
2017-09-01
- 《【联讯汽车季报点评】三花智控：公司传统业务业绩稳定，汽零业务空间巨大》
2017-10-25

◇ 三点核心驱动因素推动汽零业绩增长

2017 年 4 月，三花智控向浙江三花绿能实业集团有限公司发行股份购买其持有的浙江三花汽车零部件有限公司 100% 股权，将业务板块延伸至汽车零部件领域。我们认为三大核心驱动因素推动三花汽零未来业绩增长：(1) 我们认为国内新能源汽车的销量在 2020 年之前将保持 40% 以上的同比增速，销量将实现隔年翻番，叠加新能源汽车热管理系统单车价值量相比传统汽车提升巨大，公司汽零业务行业空间未来有望大幅提升。(2) 目前 Model 3 受产能瓶颈出货量仍不及预期，但是订单数量仍然巨大，考虑到未来特斯拉排产大概率逐步正常化以及 Model 3 销量远超此前两款车型，我们认为 Model 3 未来放量将推动公司业绩持续增长。(3) 三花汽零目前主要客户为法雷奥，马勒等国际龙头企业，有特斯拉，通用汽车，奔驰等主机厂商背书，将推动公司产品在国内主流自主品牌渗透率的提升。

◇ 微通道换热器与汽零业务协同发展

微通道的作用类似于汽车里的热交换器，对于三花而言，微通道业务和汽零业务有协同作用。近年来微通道技术因其具有的优良传热特性触发了传统工业制冷、汽车空调、家用空调等领域提高效率、节能减排的技术革新。据实验数据显示，与常规换热器相比，同等制冷效率下，微通道换热器能效平均调高可达 30% 以上，体积减少 30% 以上，材料重量减少约 50%，制冷剂使用量可以减少 30% 以上。

◇ 家电业务现金流良好，龙头地位稳固，业绩增长稳定

公司是全球制冷控制元器件的领军企业，“三花”牌制冷自控元器件已成为世界知名品牌之一，并获得国内外知名龙头企业的高度评价，是世界及国内的众多知名空调厂家的战略合作伙伴。阀类产品市场占有率均保持全球第一，毛利稳定，现金流表现良好。在全球制冷空调自控元器件市场中确立了行业领先地位，将继续向“行业引领者”推进。中短期内，电子膨胀阀替代仍具有较大的提升空间，具有一定的成长性；微通道业务将成为公司利润的新增长点，较同行业其他企业具有核心竞争力。

◇ 盈利预测和估值

我们预计 2017，2018，2019 年营业收入分别为 91.70 亿元，111.93 亿元，134.17 亿元，归母净利润为 12.25 亿元，14.96 亿元，17.31 亿元，EPS 分别为 0.58 元、0.71 元、0.82 元，当前公司股价 18.18 元，对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 31 倍、26 倍、22 倍，综合考虑，我们维持 33 倍 PE，2018 年“目标价”为 23.43 元，维持“买入”评级。

◇ 风险提示



原材料价格波动。
汽车销量增速大幅下滑。
新能源汽车销量不及预期。
特斯拉排产不及预期。
家电市场景气度下滑。



投资案件

投资评级与估值

我们预计的 2017, 2018, 2019 年营业收入分别为 91.70 亿元, 111.93 亿元, 134.17 亿元, 归母净利润为 12.25 亿元, 14.96 亿元, 17.31 亿元, EPS 分别为 0.58 元、0.71 元、0.82 元, 当前公司股价 18.18 元, 对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 31 倍、26 倍、22 倍, 综合考虑, 我们维持 33 倍 PE, 2018 年“目标价”为 23.43 元, 维持“买入”评级。

关键假设点

- 1、未来三年销售费用营收占比 5%, 管理费用 9%, 财务费用 1%。
- 2、特斯拉 2018 和 2019 年销量分别为 25 万辆和 40 万辆。
- 3、新能源汽车销量未来三年每年增长在 40%以上, 到 2020 年国内销量超过 200 万辆。
- 4、国内电子膨胀阀的替代仍具有一定的提升空间。

有别于大众的认识

- 1、市场普遍认为公司是特斯拉纯正的受益标的, 特斯拉业务在汽零中占比很高, 但是公司目前汽零业务中特斯拉贡献的营收占比不到 18%。我们认为, 2018 年起 Model 3 逐步放量以及未来特斯拉有望在华建厂扩张产能将驱动公司业绩持续增长。
- 2、市场普遍认为公司与其余国内外热管理系统生产企业一样, 站在新能源汽车热管理系统的起跑线上。但是我们认为主流热管理系统生产企业无法生产三花所具备的阀类制造能力, 但是三花在拓展微通道换热器业务之后证明其具有汽车热管理系统的技术储备, 行业比较优势显著。
- 3、市场普遍认为汽零目前主要客户为国际龙头企业, 我们认为, 公司目前产品配套特斯拉, 奔驰, 通用汽车等国际大型主机厂商, 符合公司一贯的从高端起步的战略方针, 拥有国际大客户背书, 对于公司未来切入国内主流自主品牌供应链将具有较大优势。

股价表现的催化剂

- 1、Model 3 排产逐步正常化, 销量以及单车价值量提升双轮驱动公司业绩增长。
- 2、新能源汽车销量超预期。
- 3、未来特斯拉有望在华建厂。
- 4、国际大客户背书, 产品在国内自主品牌渗透率快速提升。
- 5、微通道业务将形成公司利润的新增长点, 未来助力公司汽零业务突破。
- 6、基本阀类产品毛利稳定, 现金流表现良好。

核心风险提示

- 1、原材料价格波动。
- 2、汽车销量增速大幅下滑。
- 3、新能源汽车销量不及预期。
- 4、特斯拉排产不及预期。
- 5、家电市场景气度下滑。



目 录

一、	三花收购汽零业务，热管理系统未来可期	6
(一)	热管理系统运作原理及其行业现状	9
1、	传统燃油车热管理系统原理	9
2、	新能源热管理系统原理	10
3、	热管理系统行业现状.....	11
(二)	并表三花汽零，延伸热管理业务板块.....	13
1、	新能源汽车长期趋势向好，带动公司业绩增长	15
2、	公司客户延续从高端到低端的模式，可快速切入国内自主品牌供应链	17
3、	特斯拉未来有望在华建厂，产能释放带动公司特斯拉营收占比提升.....	19
二、	家电业务现金流良好，龙头地位稳固，业绩增长稳定.....	21
(一)	保持制冷行业领导者地位	21
1、	制冷元器件毛利稳定，现金流表现良好.....	21
2、	电子膨胀阀替代空间大，中短期具有成长性.....	24
3、	微通道业务效率高，形成核心竞争力	24
三、	亚威科盈利能力改善，白色家电成长空间巨大	26
1、	洗碗机市场国内起步，成长空间广阔	26
四、	盈利预测及投资建议.....	27
五、	风险提示	28

图表目录

图表 1:	三花发展历史	6
图表 2:	三花近五年营业总收入（单位：亿元）	7
图表 3:	三花近五年归属母净利润（单位：亿元）	7
图表 4:	三花销售净利率和销售毛利率（单位：%）	7
图表 5:	三花近五年研发费用支出（单位：亿元）	7
图表 6:	三花近几年产品营收占比（单位：万元）	8
图表 7:	三花近几年产品内外销占比（%）	8
图表 8:	传统燃油车热管理系统组成	9
图表 9:	传统热管理制冷工作原理图	10
图表 10:	新能源车热管理系统组成.....	11
图表 11:	传统乘用车热管理组件价值量在 2225-2425 元左右.....	11
图表 12:	新能源汽车热管理组件价值量在 6925 元左右	12
图表 13:	三花汽零收购前后股权结构图.....	13
图表 14:	三花汽零最近两年经营成果	13
图表 15:	三花汽零募集资金投放（单位：万元）	14
图表 16:	三花主要产品具体应用	15
图表 17:	新能源月度销量（单位：万辆）	15



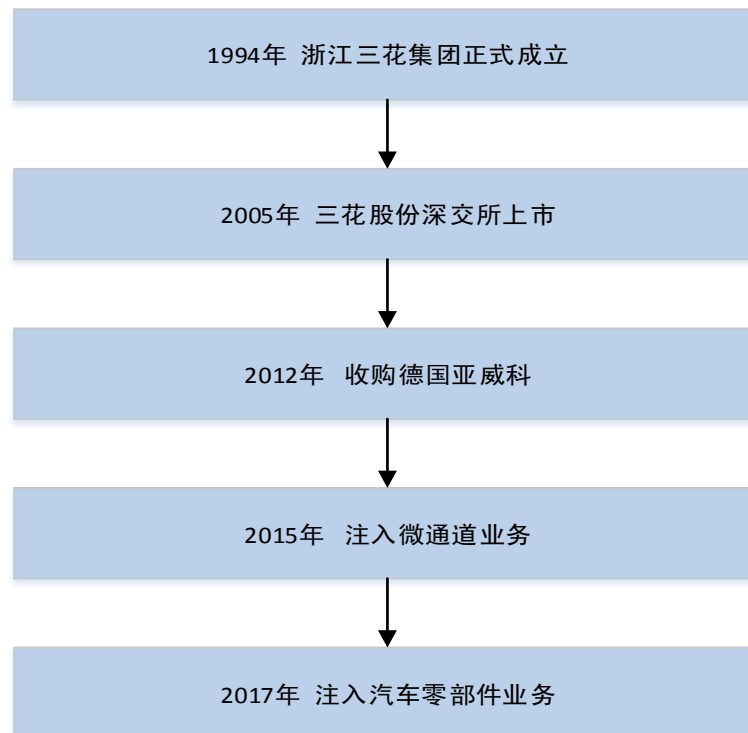
图表 18: 新能源累计销量 (单位: 万辆)	15
图表 19: 近五年新能源乘用车月销量走势 (单位: 万元)	16
图表 20: 公司与主要客户业务量情况 (单位: 万元)	17
图表 21: 公司 2015 年与主要客户销售金额 (单位: 万元)	17
图表 22: 公司 2016 年与主要客户销售金额 (单位: 万元)	18
图表 23: 三花汽零与主要客户业务量情况 (单位: 万元)	18
图表 24: 特斯拉发展历史.....	20
图表 25: 三花为特斯拉每款车型配套产品	20
图表 26: 特斯拉 Model S 销量.....	21
图表 27: 特斯拉近几年总营业收入.....	21
图表 28: 2016 年三花合作厂商业量占比.....	21
图表 29: 2016 年三花智控产品营收占比.....	22
图表 30: 2016 年三花智控三种阀门市占率.....	23
图表 31: 2016 年三花智控主要产品产销量 (单位: 万只)	23
图表 32: 三花主要产品销售收入占比	23
图表 33: 三花主要产品两年增幅	23
图表 34: 三花微通道展示图	25
图表 35: 三花微通道展示图	25
图表 36: 微通道业务营业收入及同比 (单位: 万元)	25
图表 37: 微通道业务净利润及同比 (单位: 万元)	25
图表 38: 亚威科业务营业收入及同比 (单位: 万元)	26
图表 39: 亚威科业务净利润及同比 (单位: 万元)	26
图表 40: 主要国家洗碗机渗透率	26
图表 41: 近几年洗碗机市场零售量 (单位: 万)	27
图表 42: 近几年洗碗机市场零售额 (单位: 亿元)	27
图表 43: 三花汽零盈利预测	27
图表 44: 公司 PE-Band	28
图表 45: 公司 PB-Band	28
附录: 公司财务预测表 (单位: 百万元)	30



一、 三花收购汽零业务，热管理系统未来可期

公司于 1994 年正式成立，前身是新昌制冷配件厂与三花不二工机组建的合资公司三花不二工机有限公司，主要发展空调制冷零部件业务。2004 年，三花控股集团通过审议，进入资本市场。2005 年，三花股份在深圳交易所正式上市，2016 年，证券简称更改为“三花智控”。2015 年，微通道业务注入公司，2017 年，汽车零部件业务注入公司。

图表1： 三花发展历史

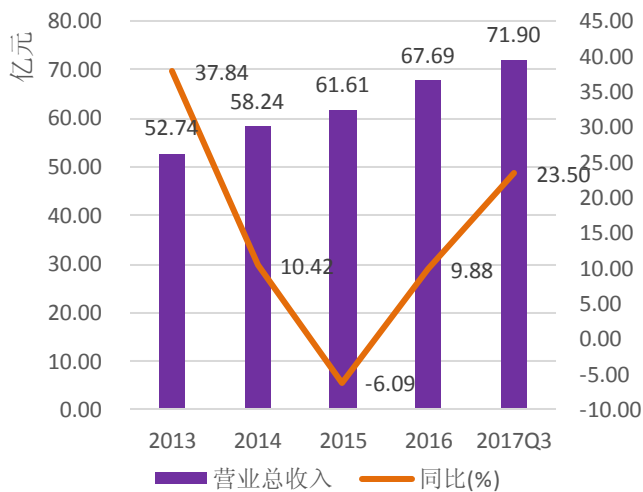


资料来源：Wind 资讯，联讯证券

据三季报显示，公司今年累计收入 71.90 亿元，同比增长 23.50%；营业利润 11.65 亿元，同比增长 30.75%，归母净利润 9.79 亿元，同比增长 25.76%，略超市场预期。公司收入保持高速增长主要受益于制冷元器件的稳定增长，以及汽零业务并表带来的利润增长，，与特斯拉、等保持稳定供货关系。预计公司 17 年全年归母净利润 12.8-13.4 亿元，同比增长 49-56%。

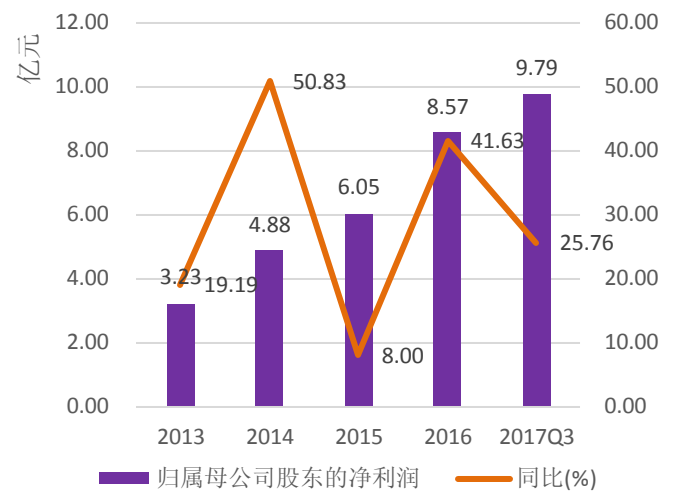


图表2: 三花近五年营业总收入(单位: 亿元)



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

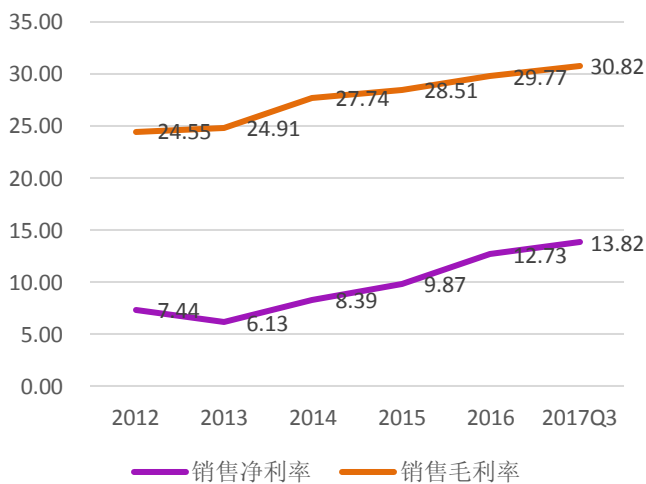
图表3: 三花近五年归属母净利润(单位: 亿元)



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

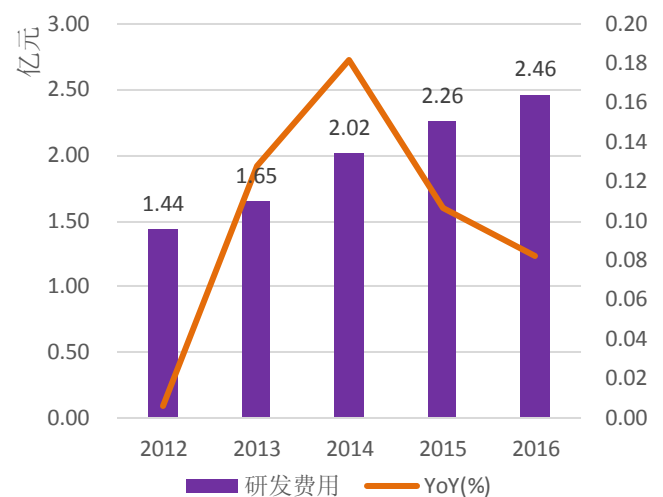
三花的近五年销售净利率和销售毛利率呈上升趋势, 表明公司的盈利能力逐年变好, 主要由于三个主要原因: (1) 微通道换热器的营收稳步上升, 毛利水平相对公司其他产品较高, 拉动公司整体盈利能力; (2) 电子膨胀阀等毛利率较高的产品占比逐渐提升, 带动公司毛利水平提高; (3) 公司目前全球阀类龙头企业, 议价能力较高, 我们预测公司接下来的盈利能力将进一步提升。

图表4: 三花销售净利率和销售毛利率(单位: %)



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表5: 三花近五年研发费用支出(单位: 亿元)



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

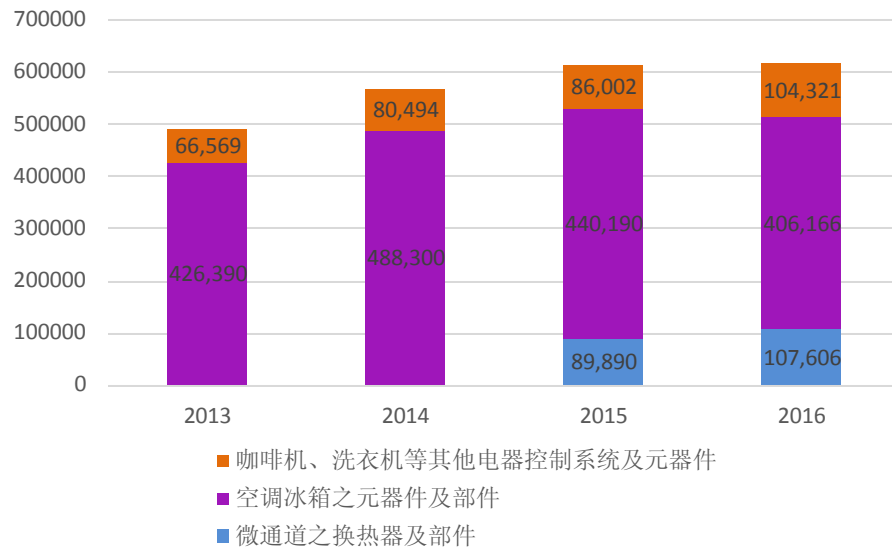
近五年来, 公司的研发费用持续攀升, 2016 年的研发费用支出是 2012 年的 1.8 倍, 公司注重产品研发投入逐年增加, 立志以高品质的产品积极拓展市场, 为客户提供优质的技术服务和解决方案, 以技术领先创造客户价值。大量的研发投入使得公司率或技术奖彰。2014 年, 在中国制冷展创新产品发布会上, 大型单体四通阀荣获“创新产品奖”。2015 年, 三花 XSF 大型旋转四通换向阀, 热泵换热器两项产品同时荣获“创新产品奖”。2015 年, 热泵换热器在中国制冷上展获得“创新产品奖”。2016 年, 洗干一体机热泵系统获“关键技术或系统集成上有所创新奖”。另外, 集团下设三花中央研究院, 多年来苦心钻研新能源车零部件, 此次三花汽零注入上市公司内, 包括自有专利 232 项和



无偿从三花研究院获得的专利 227 项。

在三花汽零业务并入之前，空调冰箱元配件业务一直占到 60%及以上，是公司主要的盈利业务，2015 年收购德国亚威科之后，咖啡机、洗衣机和其他电器控制系统元器件的业务也稳定占比 15%左右。预测 2017 年汽零业务的注入，各大业务模块占比结构有较大改动。

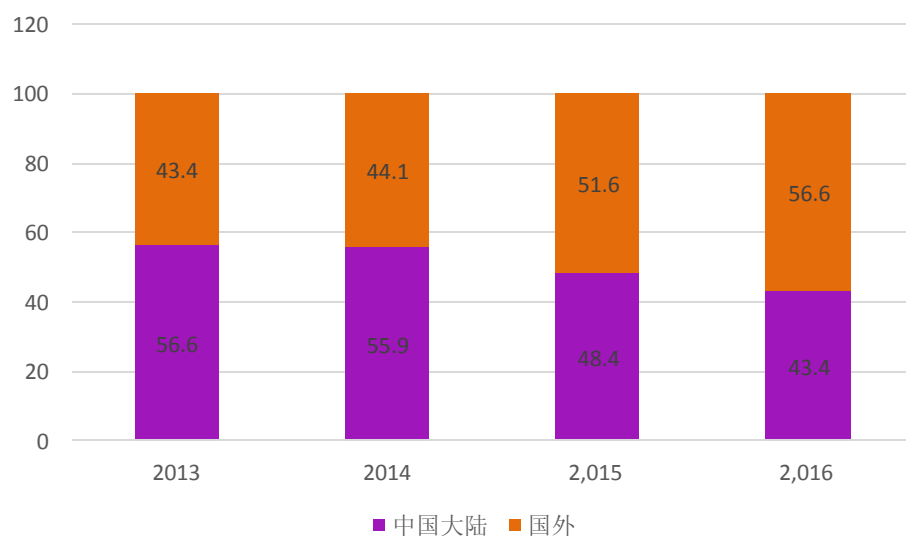
图6：三花近几年产品营收占比（单位：万元）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

公司近年来外销占比不断提升，国外客户订单量大，2016 年外销占到 56.6%，这主要是受到 2015 年至 2016 年国内空调去库存的影响，公司的制冷元配件产品内销受阻，从长期来看，随着去库存步入尾声，内销状况将会有所好转，预期 2017 年及以后内销收入占比超过外销。

图7：三花近几年产品内外销占比（%）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

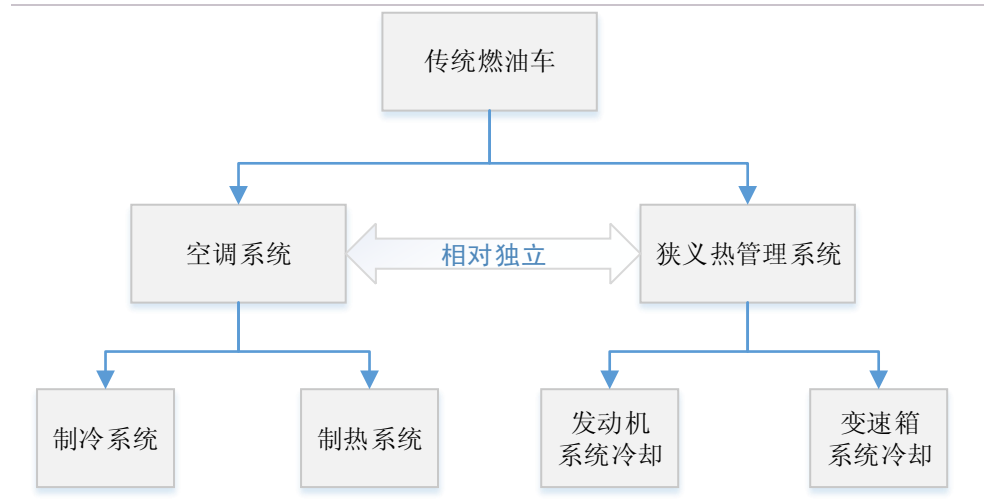


（一）热管理系统运作原理及其行业现状

1、传统燃油车热管理系统原理

汽车热管理主要作用是驾驶舱乘客提供适宜的温度环境，并使汽车各部件在适合的温度范围工作。传统燃油车的广义热管理系统包括空调系统和狭义热管理系统，即对汽车上其它发热设备的管理。热管理在传统燃油车上的应用已非常成熟，传统燃油车的狭义热管理系统主要指对发动机、变速箱的冷却。

图表8：传统燃油车热管理系统组成

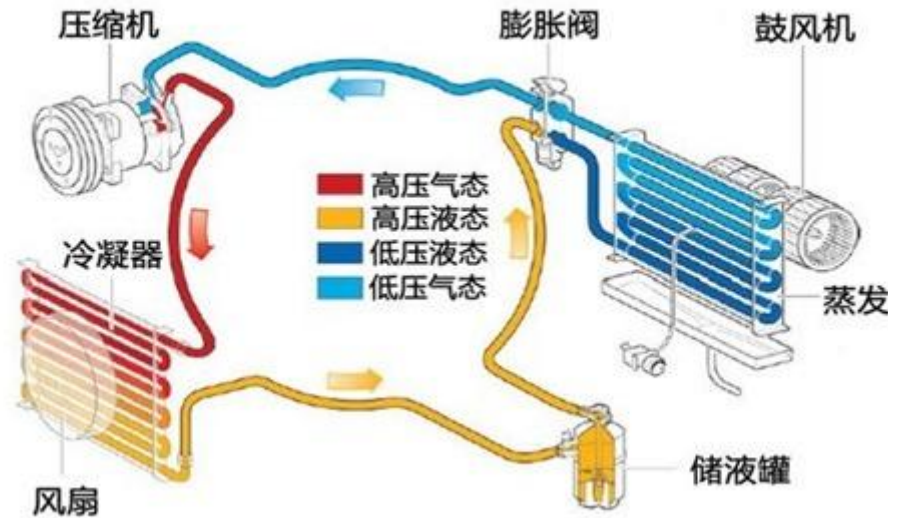


资料来源：网络资料，联讯证券

在传统汽车空调制冷系统中，压缩机在发动机带动下开始工作，驱使制冷剂（R134a，一种环保型制冷剂，不会破坏臭氧层、无毒性、无刺激、不燃烧、无腐蚀性）在密封的空调系统中循环流动，压缩机将气态制冷剂压缩成高温高压的制冷剂气体后排出压缩机。高温高压制冷剂气体通过管路流入冷凝器后，在冷凝器内散热、降温，冷凝成高温高压的液态制冷剂流出。高温高压液态制冷剂经管路进入干燥储液罐中，经过干燥、过滤后流进膨胀阀。高温高压液态制冷剂流经膨胀阀，状态发生急剧变化，变成低温低压的液态制冷剂。低温低压液态制冷剂立即进入蒸发器内，在蒸发器内吸收流经蒸发器的空气热量，使空气温度降低，吹出冷风，产生制冷效果，制冷剂本身因吸收了热量而蒸发成低温低压的气态制冷剂。低温低压的气态制冷剂经管路被压缩机吸入，进行压缩，进入下一个循环。只要压缩机连续工作，制冷剂就在空调系统中连续循环，产生制冷效果。



图表9：传统热管理制冷工作原理图



资料来源：网络资料，联讯证券

在空调制热系统中，不同于制冷系统，与压缩机没有关系，汽车发动后，发动机运转产生热量，汽车的散热水箱将这部分能量回收利用并通过鼓风机以及风道将其吹至车厢内，利用运转过程中汽车的余热完成制热，从而达到为车舱升温的效果，基本没有能量消耗，同时也带走了发动机的部分热量，降低了发动机的温度。大部分内燃机热效率低于 30%，运转过程中的废热足以对车内进行供热。

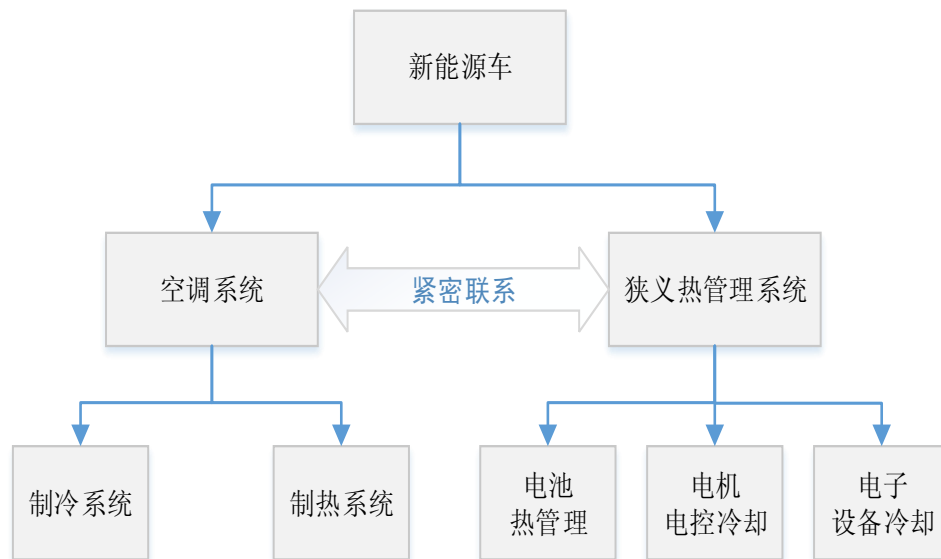
2、新能源热管理系统原理

新能源汽车已经进入快速增长状态，根据中汽协数据显示，2017 年 12 月份，我国新能源汽车销量分别为 16.3 万辆，同比增长 55%，2017 年我国新能源汽车全年累计总销量 77.7 万辆，同比增长 53%。其中。纯电动销量 14.4 万辆，全年累计销量 65.2 万辆，插电式混动完成销量 1.9 万辆，全年累计 12.5 万辆。2017 年 9 月 27 日，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局五部委发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，油耗积分考核将于明年施行，新能源积分比例考核于 19 年实施。双积分政策反映了国家对于发展新能源汽车的决心，是未来新能源汽车销量的有力保障。随着新能源汽车的逐步推广，并且在政策的支持下，汽车热管理行业将迎来新的发展机遇。新能源汽车的主要热源有电池、控制器、电动机等，对电池的有效冷却散热是热管理系统的核心之一。

新能源汽车按照能源类型分为纯电动汽车、插电式混合动力汽车、燃料电池汽车三大类：纯电动汽车的热管理系统主要包括汽车空调系统及狭义的热管理系统，其中狭义的热管理系统包括动力电池热管理、电机电控冷却以及电子设备的冷却；插电式混合动力汽车热管理还包括发动机、变速箱冷却；对于燃料电池来说，涉及到燃料电池的热管理。在新能源汽车的热管理系统中，最需要关注的是空调系统与电池热管理系统。



图表10： 新能源车热管理系统组成



资料来源：网络资料，联讯证券

3、热管理系统行业现状

在传统汽车行业，汽车销量的增加相应带来汽车空调和热管理系统市场需求的增加。根据 IHS 对全球主要汽车市场的统计及预测，2015 年全球主要汽车一级供应商及整车厂共生产汽车空调总成系统 8,607.22 万套，预计未来平均每年保持 2-3%左右增速，2021 年将达到 9,993.60 万套。而热力膨胀阀、贮液器和控制器作为汽车空调系统必须的部件，会随着汽车销量的增加而增加，这为三花以后的销量提供了有力保障。另外，随着对汽车高效节能要求的提高，在汽车热管理系统中，越来越多的汽车系统会采用调温阀（TBV）、水冷式油冷器、电子水泵和电子水阀等新产品，从而会带来此类新产品新的市场需求。

热管理系统同行业现状剧变将至，单车价值量随电动化显著提升。对于传统燃油车而言，汽车空调系统和热管理系统两个部分相对独立。而对于新能源汽车，空调和热管理系统紧密结合。在新能源汽车行业，由于其空调及热管理系统比较复杂，对部件需求也进一步增加，形成新的电子膨胀阀、带电磁阀的膨胀阀和电池冷却器、冷却板、电子水泵和电子水阀等部件的需求，此类产品的需求随电动汽车市场需求的增加而增加。传统车热管理系统主要包括压缩机，蒸发器，膨胀阀，散热器，控制器，冷凝器和水泵等部件，单车组件价值量在 2225-2425 元之间。随着新能源车的逐步推广，新能源汽车的热管理系统使用电动压缩机，电动压缩机单价比传统车压缩机大约高 1000 元，在 1500 元左右，电子膨胀阀比传统车贵超过 300 元，此外，新能源车使用的蒸发器和水泵数量均为 3 个，比传统车多出 2 个，新能源汽车热管理系统单车组件价值量达到 6925 元。随着新能源汽车覆盖率的提升，市场空间将得到显著提升，符合未来行业发展方向。

图表11： 传统乘用车热管理组件价值量在 2225-2425 元左右

传统乘用车的热管理组件（发动机冷却及空调系统）	价格（元）
压缩机	400-600



散热器（水箱）	500
控制器	100
膨胀阀（普通）	75
蒸发器	150
冷凝器	100
水泵（普通）	100
其他热交换器（油冷器、中冷器等）	500
空调管路、空调风道等	300
小计	2225- 425

资料来源：联讯证券

图表12： 新能源汽车热管理组件价值量在 6925 元左右

新能源乘用车空调系统的热管理组件	价格（元）
电动压缩机	1500
膨胀阀	75
冷凝器	100
蒸发器	200
其他	250
小计	2125

新能源电池的热管理组件	价格（元）
电动压缩机	1500
电子膨胀阀、多通路阀等	400
冷凝器	100
蒸发器*3	700
电子水泵*3	900
热泵系统（如 PTC 加热系统）	1500
低温散热器	300
电池冷却板（chiller）	650



其他	250
小计	4800

资料来源：联讯证券

（二）并表三花汽零，延伸热管理业务板块

2017年4月，三花智控向浙江三花绿能实业集团有限公司发行股份购买其持有的浙江三花汽车零部件有限公司100%股权，将主营业务拓展至汽车零部件领域。

图表13：三花汽零收购前后股权结构图



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

公司自2004年设立以来，三花汽零一直专注于汽车空调和热管理系统控制部件的研发、生产及销售，是全球汽车空调控制及热管理系统部件的主要或重要供应商，致力于为传统汽车提供节能减排的高性能产品，为新能源汽车提供增加续航里程的解决方案，主要产品应用于乘用车，主要定位于整车配套市场。公司的主要产品有热力膨胀阀、贮液器、控制器、调温阀、膨胀阀等。2016年公司汽车空调膨胀阀销量全球市场占有率超过16%，国内市场占有率超过37%。在新能源汽车空调和热管理系统控制部件产品方面，三花汽零生产的电子水泵和电子水阀在中国市场得到了广泛应用。未来，三花汽零将在稳固发展传统汽车领域相关产品的基础上，紧密围绕汽车未来发展方向，积极拓展新能源汽车空调及热管理系统等业务领域。

图表14：三花汽零最近两年经营成果

项目	2015 年度	2016 年度	2016 年同比增长
主营业务收入	67,312.27	78,314.27	16.34%
其他业务收入	10,992.41	12,110.61	10.17%
营业收入	78,304.68	90,424.88	15.48%
利润总额	14,064.99	15,480.63	10.06%



净利润	12,119.34	13,351.46	10.17%
-----	-----------	-----------	--------

资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

本次收购三花汽零的交易募集配套资金主要用于传统汽车和新能源汽车空调及热管理系统控制部件的技改、建设项目投入, 该等投资项目均围绕三花汽零现有主营业务开展。募集配套资金投资项目的实施, 有利于三花汽零扩大现有业务产能, 提高生产工艺水平, 增强产品测试能力, 三花汽零未来将成为上市公司新的利润增长点。

图表15: 三花汽零募集资金投放(单位: 万元)

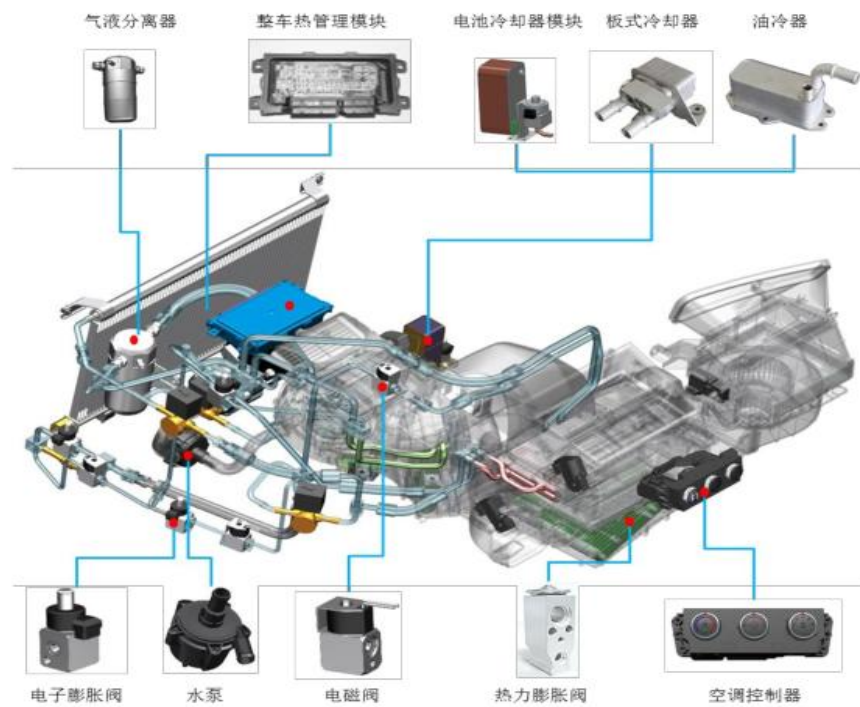
序号	项目	投资总额	拟用募集资金投入金额
1	年产 1,150 万套新能源汽车零部件建设项目	55,498.00	50,362.00
2	新增年产 730 万套新能源汽车热管理系统组件技术改造项目	50,377.00	5,495.00
3	新增年产 1,270 万套汽车空调控制部件技术改造项目	22,865.00	20,874.00
4	扩建产品测试用房及生产辅助用房项目	13,600.00	13,400.00
5	支付本次交易中介机构费用	2,100.00	2,100.00
	总计	144,440.00	132,231.00

资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

三花汽零产品线丰富, 在汽车空调和热管理系统控制部件领域均有储备, 产品部件从应用角度包括制冷剂冷媒回路、冷却液回路、冷却油路和空气回路, 从功能角度具备机械、电气控制等多种灵活产品线, 客户在选择零部件产品时, 有较多的选择空间, 相比于其他产品线单一的竞争对手更具竞争力。此外, 这些产品部件还可以形成组件, 为客户提供性能和结构上匹配组合件, 减少了客户匹配工作并降低了客户成本。



图表16: 三花主要产品具体应用

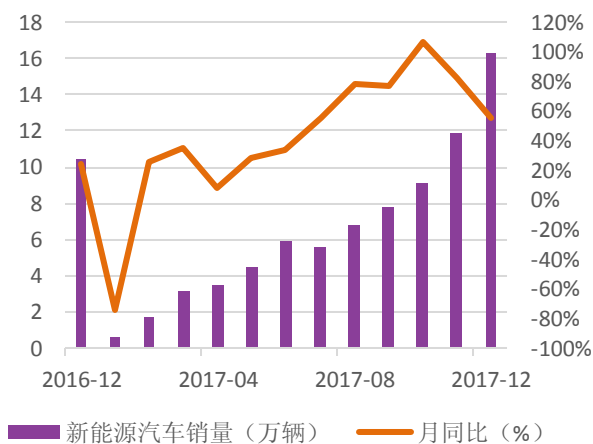


资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

1、新能源汽车长期趋势向好，带动公司业绩增长

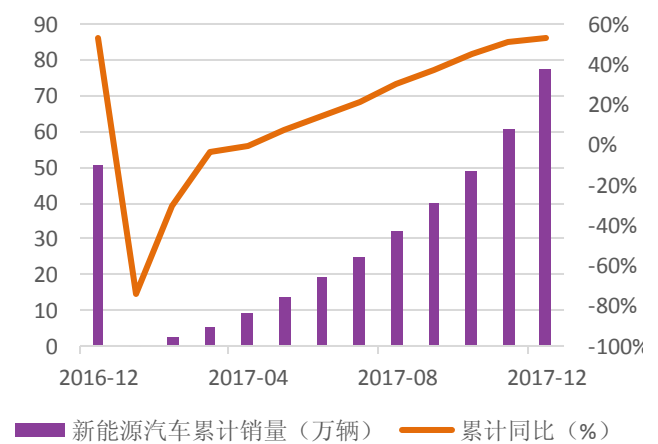
新能源汽车已经进入快速增长状态，根据中汽协数据显示，2017年12月份，我国新能源汽车销量为16.3万辆，同比增长55%，2017年我国新能源汽车全年累计总销量77.7万辆，同比增长53%。其中，纯电动销量14.4万辆，全年累计销量65.2万辆，插电式混动完成销量1.9万辆，全年累计12.5万辆。

图表17: 新能源月度销量 (单位: 万辆)



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表18: 新能源累计销量 (单位: 万辆)



资料来源: 公司公告, 联讯证券

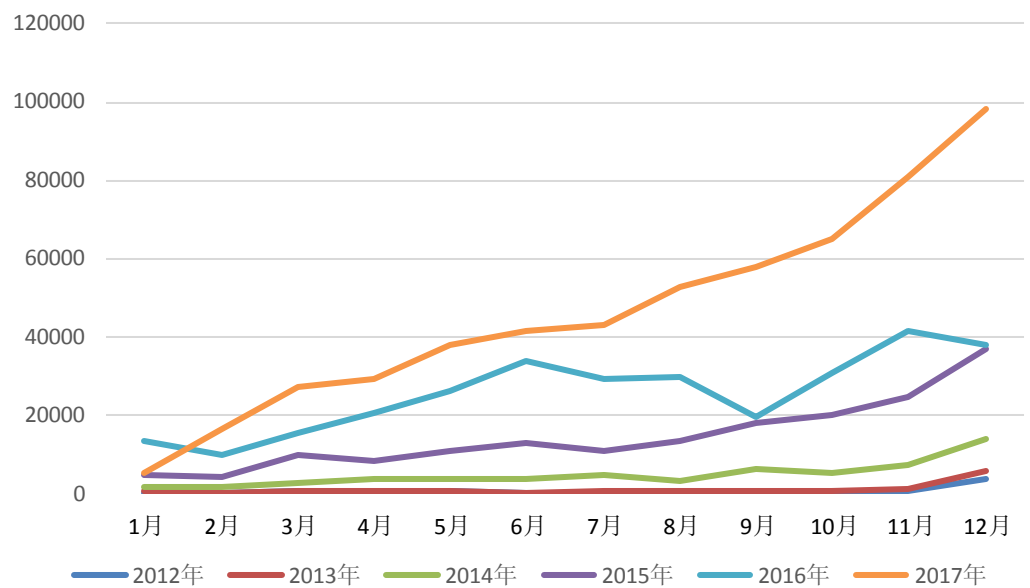
2012年到2017年的新能源乘用车销量基本保持逐年提高的态势，在经历2016年9月以及2017年1-2月销量的回落，新能源乘用车环比和同比均保持快速增长。2015年和



2016 年是新能源汽车产生量变的阶段，在相关扶持政策的刺激下，新能源汽车销量大幅增长。2016 年新能源汽车行业出现骗补等一系列问题之后，相关企业积极进行整改，政策面积极征求专家意见作出调整，目前部分问题企业整改问题已基本完成，新能源汽车扶持政策逐渐完善，有助于行业长期的良性发展。

2017 年初新能源汽车销量出现断崖式下跌之后，推广目录出台提速，双积分制进一步完善以及新能源汽车问题企业整改基本到位等推动新能源汽车行业从政策到企业实现共同完善。新能源汽车销量及同比增速在 2017 年二季度迅速上升，并一直持续到 2017 年 12 月。全年新能源汽车全年销量完成 77.7 万辆，随着新能源汽车行业前景日趋明朗，行业即将迎来质变。

图表19：近五年新能源乘用车月销量走势（单位：万元）



资料来源：联讯证券

2017 年 6 月，发布的《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法（征求意见稿）》，明确了新能源汽车的发展方向，预计将于 2018 年落地实施。新版双积分制意见稿对去年版本进行部分修改，其中燃料电池的积分方式保持基本不变，新能源纯电动乘用车的积分函数改为（纯电动续航里程*0.012+0.8*计算积分）。这将更有效改善新能源汽车电动化的演变方向。

新的双积分制政策仍规定 2018-2020 年整车制造企业新能源乘用车占传统乘用车的积分比例分别为 8%，10%和 12%，从 2018 年开始实施，燃油消耗积分可以在公开市场交易或转让，新能源汽车积分不能转结，但是可以进行交易。2018-2020 年燃油消耗的目标为 6L，5.5L 和 5L，油耗要求逐年降低，由于传统汽车的油耗下降空间有限，主要还是依靠推出新能源汽车来实现企业平均油耗的下降。

对于燃油消耗不达标企业，将暂停受理达不到上述燃油消耗目标的车型生产申报，并暂停部分高油耗车型的生产，直至企业的平均油耗达到标准。新能源汽车积分不达标企业，也将暂停部分高油耗的车型生产，直至下一年度传统乘用车数量较核算年度减少的数量不低于未抵偿的负积分数量。在积分昂贵的假设下，企业将尽力避免出现负积分



而减少自身盈利水平，双积分制度也将大力推动整车制造企业开展新能源汽车的研发和生产。对于此前依靠自主品牌的传统乘用车崛起，而销量庞大的企业，发展新能源汽车已经成为确定性方向。此外，在燃油消耗积分的实现方面，汽车轻量化成为一个重要的发展方向，目前主要是通过采用更多采用铝制车身及其他零部件来实现轻量化，降低汽车耗电和耗油。

2、公司客户延续从高端到低端的模式，可快速切入国内自主品牌供应链

公司在汽零上的发展战略和此前家电业务类似，从高端向中低端走的模式，目前公司拥有特斯拉等诸多国际大客户背书，长期利好公司进一步提升国内自主品牌厂商的渗透率。三花汽零目前拥有稳定优质的客户群体，公司不仅是法雷奥、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，并且已通过奔驰、通用、特斯拉、比亚迪、吉利、长城、江铃、上汽、一汽、广汽等整车厂商的汽车一级供应商资质认证，成为国内外各大知名汽车整车厂商的一级供应商，进入了汽车整车厂商“金字塔结构”的供应配套体系的顶层，行业影响力进一步提升。

图表20： 公司与主要客户业务量情况（单位：万元）

客户	2017年 1-5月	2016年	2015年
一汽	599.93	864.14	714.74
长城汽车	1505.55	2062.48	1808.6
比亚迪	1346.92	1412.65	1378.96
江铃	1822.99	2372.59	1521.9
吉利	677.31	842.39	652
上汽	996.46	581.65	436.71
广汽	29.86	35.53	18.67
奔驰	1653.00	3242.96	2101.53
特斯拉	876.74	1660.87	107.44
通用	7305.86	16948.26	12273.1
蔚来汽车	24.09	-	-
合计	16838.71	30023.52	21013.65

资料来源：公司公告，联讯证券

图表21： 公司 2015 年与主要客户销售金额（单位：万元）

排名	单位名称	销售金额（2015 年度）	占比
1	法雷奥集团	15,900.46	20.31%



2	马勒集团	9,333.70	11.92%
3	爱斯达克集团	5,144.36	6.57%
4	空调国际集团	4,005.66	5.12%
5	三电集团	3,421.07	4.37%
6	豫新集团	2,971.60	3.79%
7	重庆超力高科技股份有限公司	2,669.02	3.41%
8	松芝集团	2,527.96	3.23%
9	英特集团	2,028.00	2.59%
10	京滨集团	1,940.59	2.48%
	合计	49,942.42	63.78%

资料来源：公司公告，联讯证券

图表22： 公司 2016 年与主要客户销售金额（单位：万元）

排名	单位名称	销售金额（2016 年度）	占比
1	法雷奥集团	17,575.94	19.44%
2	马勒集团	10,086.14	11.15%
3	空调国际集团	4,688.34	5.18%
4	爱斯达克集团	3,826.51	4.23%
5	韩国 ERAE	3,782.67	4.18%
	合计	39,959.60	44.18%

资料来源：公司公告，联讯证券

公司市场份额的提升以及汽车销量的增加将成为汽车空调和热管理系统业绩持续提升的核心驱动因素。热力膨胀阀、贮液器和控制器作为汽车空调系统必须的部件，会随着汽车销量的增加而增加。在汽车热管理系统中，高效节能汽车技术的革新使越来越多的汽车系统会采用调温阀（TBV）、水冷式油冷器、电子水泵和电子水阀等新产品，从而会带来此类新产品新的市场需求。

图表23： 三花汽零与主要客户业务量情况（单位：万元）

	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	三花汽零
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
	德国戴姆勒	电子膨胀阀	2017. 1. 3-2018. 12. 31	三花汽零
奔驰	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	
		膨胀阀	2016. 11. 18-2017. 05. 31	
特斯拉	TESLA	水冷版	2016. 11. 1-2017. 12. 31	美国三花
		油冷器	2017. 1. 9-2017. 7. 31	
		油泵	2017. 1. 9-2017. 7. 31	
通用	通用	水阀	2017. 4. 19-2023. 12. 31	三花汽零

资料来源：公司公告，联讯证券

公司将立足现有客户，继续开发新的客户资源，进一步发挥自身产品的优势和定位，不断深入与现有汽车一级供应商客户的合作。在维护现有客户的同时，积极通过开拓新产品来开拓整车厂商新客户资源。三花汽零目前以新能源产品为切入点已经成功开拓特斯拉、比亚迪、吉利、一汽等汽车整车厂商客户，带来新产品收入，在开发新客户方面作出积极的尝试，从而降低客户集中度。

3、特斯拉未来有望在华建厂，产能释放带动公司特斯拉营收占比提升

特斯拉作为全球新能源汽车领先者，其市场份额和发展潜力巨大，公司从 2010 年开



始成为特斯拉的供应商，主要为其供应热管理零部件和空调零部件，对特斯拉旗下三款车型 Model X 和 Model S、Model 3 均有供应。其中，对 Model 3 属于独家供应，拿到了特斯拉 model3 车型全部 7 个项目：分别是电子膨胀阀，电子油泵，油冷器，水冷板，电池冷却器等 7 个项目。Model 3 作为特斯拉推出的首款低价电动汽车，售价 3.5 万美元，自推出以来就备受关注，其订单量已突破 50 万辆，我们估计目前公司给 Model 3 的单车搭配件价值约 200 美元，这也将带动公司产品销量进一步提升，为三花的利润提供坚实的保障，未来公司有望获得特斯拉电动卡车等新品的订单。

图表24： 特斯拉发展历史



资料来源：网络资料，联讯证券

图表25： 三花为特斯拉每款车型配套产品

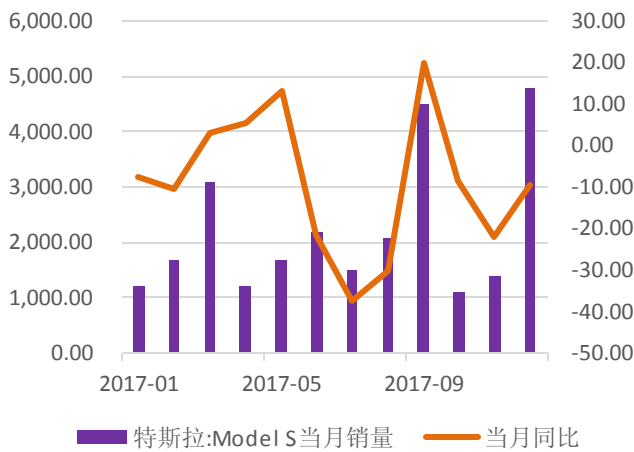
车型	配套产品
Model X	电子膨胀阀、控制器
Model S	电子膨胀阀、控制器
Model 3	电子膨胀阀，电子油泵，油冷器，水冷板，电池冷却器等 7 个项目

资料来源：Wind 资讯，联讯证券

从目前三花与各大汽车厂商合作业务量来看，与特斯拉贡献的营收占汽零的比例大约在 10%左右，未来 Model 3 放量之后有望带动特斯拉贡献的营收占比大幅提升，是公司未来业绩增长的核心驱动因素之一。2014-2016 年间，特斯拉的营业收入以每年超过 50%的增速持续上升，相应的零配件需求与之同步上升。根据目前已有的订单及产能规划预测，2017-2018 年特斯拉仍将大概率保持 50%-100%的增速，本次拿下 Model 3 七个部件的配套将推动三花汽零新能源汽车领域业绩增长以及新客户的拓展。

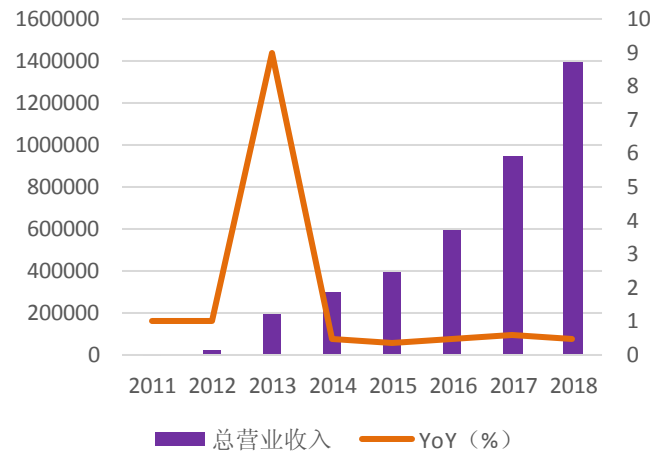


图表26: 特斯拉 Model S 销量



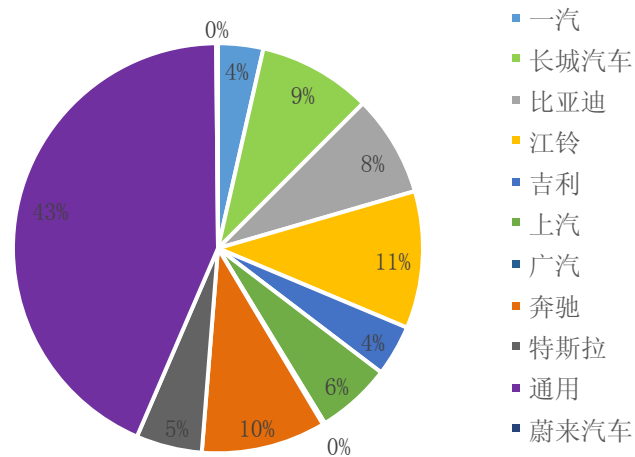
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表27: 特斯拉近几年总营业收入



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表28: 2016 年三花合作厂商业务量占比



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

二、家电业务现金流良好，龙头地位稳固，业绩增长稳定

(一) 保持制冷行业领导者地位

1、制冷元器件毛利稳定，现金流表现良好

公司是全球制冷控制元器件的龙头企业，多款阀类产品全球市占率超过 60%。“三花”牌制冷自控元器件已成为世界知名品牌之一，是世界及国内的众多知名空调厂家的战略合作伙伴。经过二十多年的发展，公司已在全球制冷空调自控元器件市场中确立了行业领先地位，将继续向“行业引领者”推进。公司参与并在某些领域主导制冷空调类产品有关的技术标准的讨论和制定，利用市场规模和技术领先的优势推向全世界，使三花“产

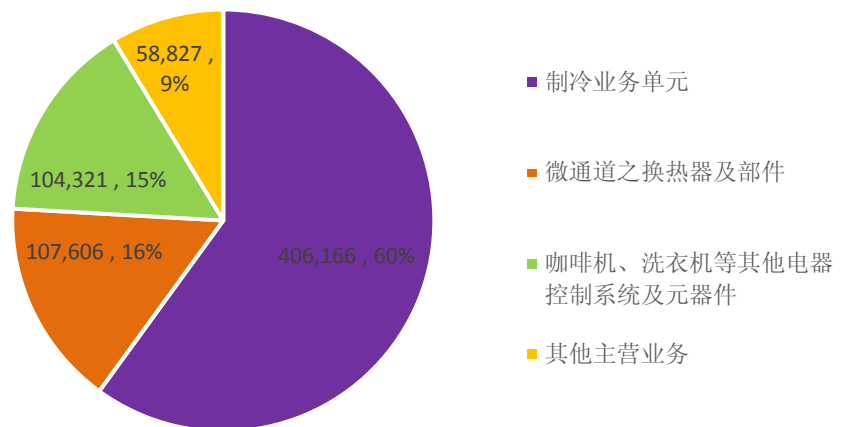


品技术化、技术专利化、专利标准化、标准全球化”，以高标准构建制冷空调自控元器件产业发展新平台。作为制冷控制元器件行业的龙头企业，公司覆盖了除压缩机以外的主要制冷、空调控制元器件产品，制冷业务的营收占公司总营收的约 60%。随着空调、冰箱行业的不断发展，公司的制冷空调冰箱控制元器件发展基本与其发展同步。今后，公司在巩固原有家用空调、冰箱部件行业地位的基础上，将加快向商用空调、商业制冷等领域拓展，并不断向变频控制技术与系统集成升级方向延伸发展。

我国是全球空调的制造基地，产销量居世界首位。随着我国制冷空调行业市场规模扩大，商用空调的快速发展为空调控制元器件行业的发展注入了新的活力。同时，全球对空调节能环保型的要求不断提高，以及我国政府对节能环保政策的推动和消费升级，促进了变频空调的发展，也对空调控制元器件市场提出了一系列新的要求，同时带来了新的发展机遇。

与空调行业相比，冰箱行业受气候变化影响较小，需求相对稳定。随着经济的发展和人民生活水平的提高，电冰箱、冷柜的市场需求量越来越大，特别是大容量、多温区控制的高档冰箱所占比重越来越高，节能、环保、低噪音冰箱、冷柜代表未来的发展方向，冷冻冷藏冷链业务也将得到快速发展。

图表29: 2016年三花智控产品营收占比

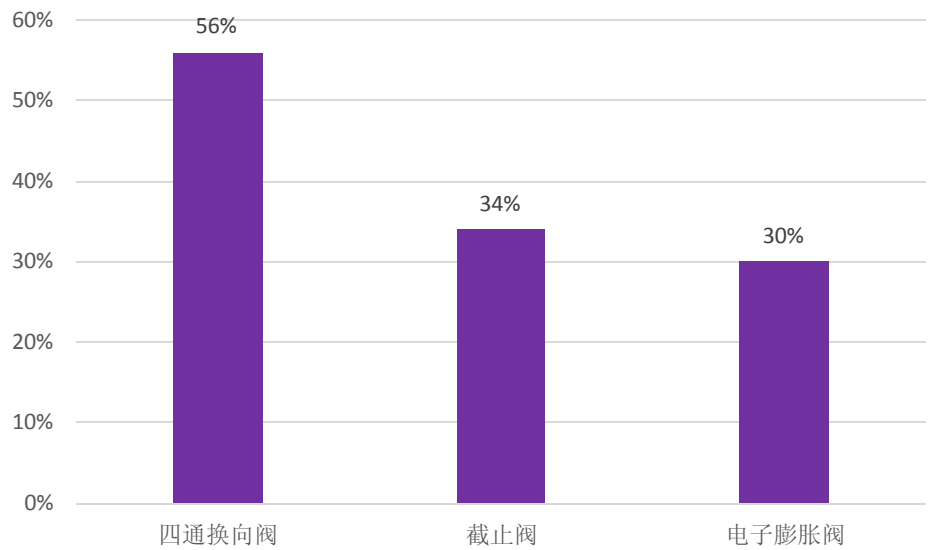


资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

目前,公司电子膨胀阀、四通换向阀、微通道换热器等产品市场占有率位居全球第一,毛利趋于稳定,给公司带来稳定的现金流,可以提供稳定的利润。此外,公司**现已形成热泵热水器的系统解决方案,能为整机厂商提高能效并降低整体成本**。公司始终坚持自主开发创新的技术路线,不断培育节能减排、绿色环保的新产品。



图表30: 2016年三花智控三种阀门市占率



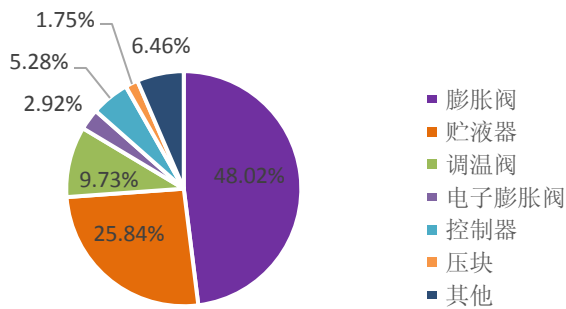
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表31: 2016年三花智控主要产品产销量(单位:万只)

产品	产能	产量	销量	产能利用率	产销率	销售收入(万元)
膨胀阀	1500	1517.71	1444.07	101.18%	95.15%	37608.35
贮液器	1000	958.15	937.54	95.82%	97.85%	20233.77
控制器	45	39.79	36.73	88.42%	92.31%	4134.14
调温阀(TBV)	200	159.81	137.42	79.91%	85.99%	7616.70
电子膨胀阀	30	12.99	10.48	43.30%	80.68%	2290.57
压块	1500	407.74	388.19	27.18%	95.21%	1368.54
合计	4275	3096	2954	72.42%	95.41%	73252.07

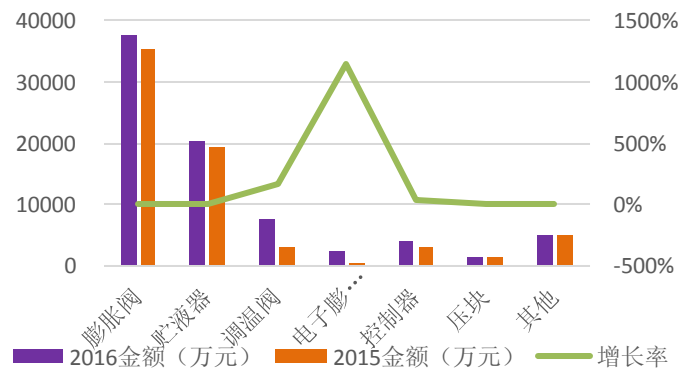
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表32: 三花主要产品销售收入占比



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表33: 三花主要产品两年增幅



资料来源: 公司公告, 联讯证券



2、电子膨胀阀替代空间大，中短期具有成长性

三花汽零的膨胀阀销量全球市场占有率超过 16%。公司正是凭借电子膨胀阀产品获得 2017 年《汽车新闻》PACE AWARD 创新大奖。空调中使用电子膨胀阀可以起到节能的作用，日系空调中电子膨胀阀的渗透率比例接近 100%，国内空调电子膨胀阀渗透率仍有提升空间，公司这块业务中短期内仍具较好的成长性。

电子膨胀阀作为公司主导产品，将进一步进行产品升级，持续降低成本，以获取较大的竞争优势。今年公司新获取了大众 MQB 项目平台、PSA（标致雪铁龙）的 CMP 项目平台、GM 的 GEM 项目平台等，并且在日本车系也取得市场突破，获取了本田的 Civic 项目平台，新获取的项目平台预计未来能新增 635 万只/年的膨胀阀销量及新增 200 万只/年贮液器销量。

另外电子膨胀阀新产品带电磁阀的膨胀阀已获得了特斯拉等新能源车厂的认可和供货权，新能源车的销售增长也将对公司的膨胀阀的增长有带动作用。公司调温阀也新获取了通用的 T1XX 项目、福特 C519, C520, CD539 等项目，新获取的项目预计未来能新增 375 万只/年的销售，为今后销售的快速增长提供了保证。热力膨胀阀是根据系统的压力、温度来自动调节流量的元件，而电子膨胀阀是通过步进电机主动控制系统流量，相对精准度更高，系统更稳定，同时电子膨胀阀节能效果明显。

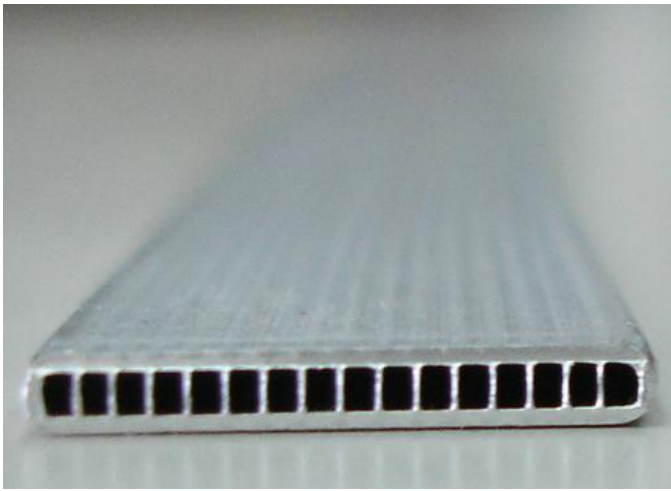
3、微通道业务效率高，形成核心竞争力

微通道换热器，就是通道当量直径在 10-1000 μm 的换热器，主要由集流管、多通道扁管和百叶窗翅片三部分组成。这种换热器的扁平管内有数十条细微流道，在扁平管的两端与圆形集管相联，集管内设置隔板，将换热器流道分隔成数个流程，因为其尺度微细，面积体积比增大，表面作用增强，从而带来传递效果的明显增强，比常规尺度提高了 2~3 个数量级，并且当流道尺寸小于 3mm 时，气液两相流动与相变传热规律将不同于常规较大尺寸，通道越小，尺寸效应越发明显，当管内径小到 0.5~1mm 时，对流换热系数可增大 50%~100%。

微通道的作用类似于汽车里的热交换器，对于三花而言，**微通道业务和汽零业务有协同作用**。近年来微通道技术因其具有的优良传热特性触发了传统工业制冷、汽车空调、家用空调等领域提高效率、节能减排的技术革新。据实验数据显示，与常规换热器相比，同等制冷效率下，微通道换热器能效平均调高可达 30%以上，体积减少 30%以上，材料重量减少约 50%，制冷剂使用量可以减少 30%以上。

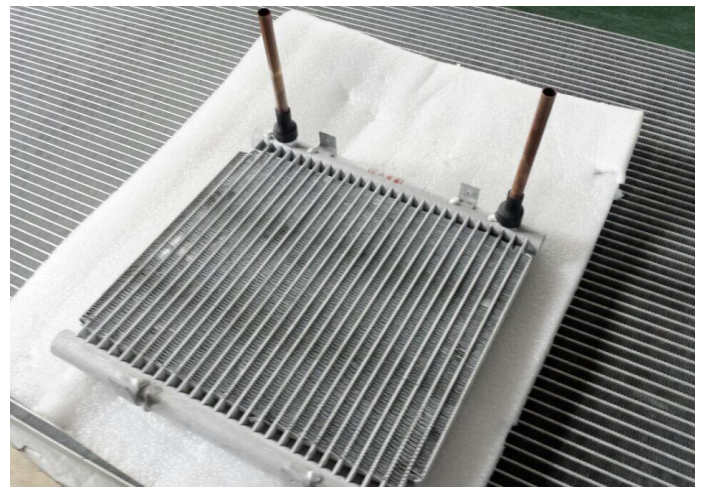


图表34: 三花微通道展示图



资料来源: 百度图片, 联讯证券

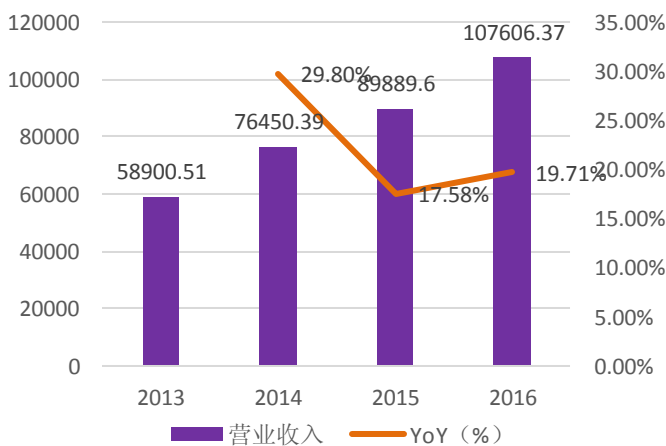
图表35: 三花微通道展示图



资料来源: 百度图片, 联讯证券

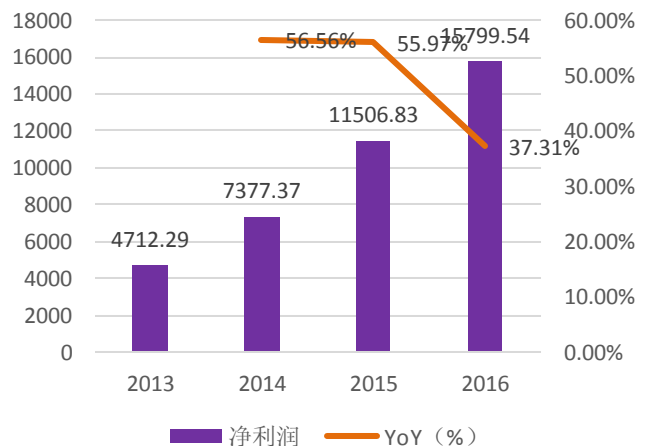
替换传统换热器存量规模, 微通道前景广阔。目前空调的换热器主要是采用铜管铝翅片式换热器, 据中国产业信息网, 全球换热器产业的总市场规模约为 500 亿美元, 其中 2014 年, 中国换热器市场规模达 706 亿元。在换热器领域, 公司已拥有传统铜管翅片式换热器升级替代产品微通道换热器, 与传统的铜管翅片换热器相比, 微通道换热器体积、重量以及冷媒充注量减少一半的同时 (在同等制冷效率下, 微通道换热器与传统的铜管翅片换热器相比, 其体积减少 30%, 重量减轻 50%, 制冷剂充注量可以减少 30%。), 换热效率提高 30%, 且尺寸紧凑, 更加节能环保, 目前全球市占率已达到 45%。截至 2016 年微通道换热器对传统产品的替代比例为 6.4%, 仍还有广阔的替代空间。三花微通道市占率领先, 13/14/15/16 年在全球空调微通道换热器的市场占有率分别为 25% /31%/31%/43%; 而国内, 2016 年其市占率已达约 46.8%, 是微通道换热器领域的绝对龙头企业。

图表36: 微通道业务营业收入及同比 (单位: 万元)



资料来源: 百度图片, 联讯证券

图表37: 微通道业务净利润及同比 (单位: 万元)



资料来源: 百度图片, 联讯证券

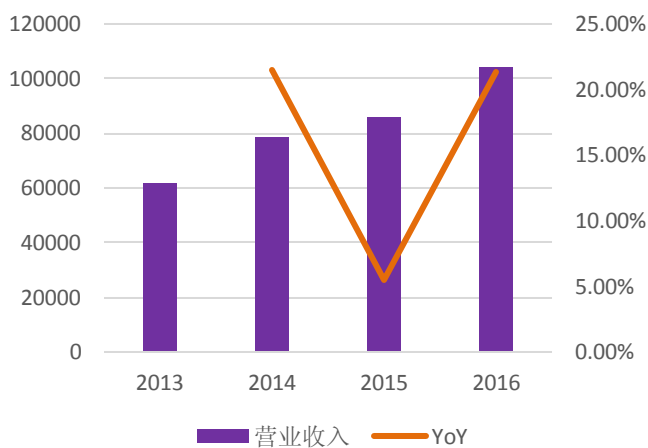
公司微通道业务 2017 年以做大业务、做强基础、确保高增长为主线, 不断巩固和扩大市场份额, 突出“保增长、抓商机、提效益、扩布局、防风险”的经营方针, 加快推进新产品开发, 进一步丰富公司产品线, 不断寻求微通道在特种空调、食品冷链等新领域的应用机会, 争取新的业务增长点, 形成核心竞争力, 继续优化微通道业务全球化生产和经营布局。



三、亚威科盈利能力改善，白色家电成长空间巨大

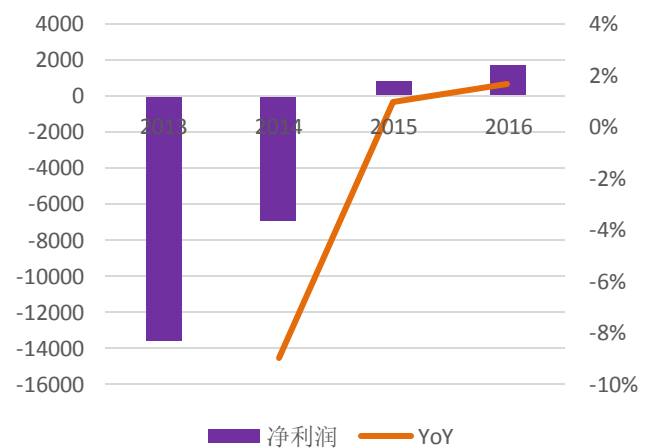
公司于 2012 年底收购了德国亚威科集团，对洗碗机、洗衣机、咖啡机等白色家电配件行业领域横向拓展。经过资产的整合重组，亚威科的盈利能力持续改善，并于 2015 年实现扭亏转盈，2016 年保持良好的增长势头，收入稳定增长，利润实现大幅增长，市场拓展取得显著突破，公司运营效率进一步提高，波兰和芜湖两地工厂的欧米茄生产线精益项目推进取得明显成效，研发中心布局相关新产品开发，为企业持续发展储备后劲。2016 年实现营收 10.43 亿元，同比增长 21.28%，实现净利润 1757.35 万元，同比增长 104.30%。

图表38： 亚威科业务营业收入及同比（单位：万元）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表39： 亚威科业务净利润及同比（单位：万元）

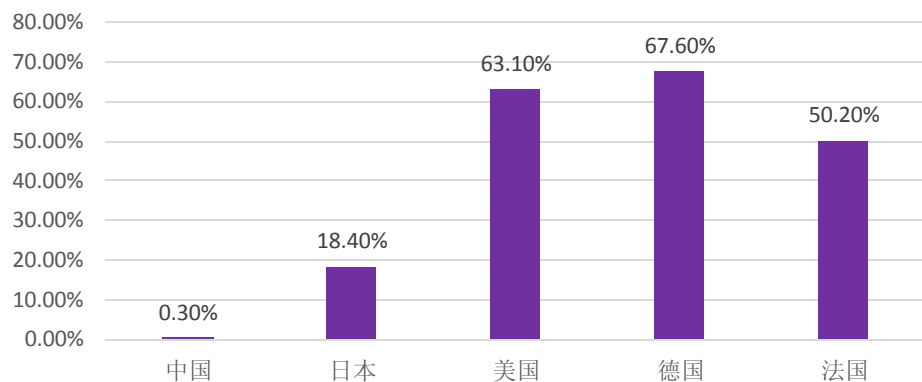


资料来源：Wind 资讯，联讯证券

1、洗碗机市场国内起步，成长空间广阔

随着我国经济的发展和人们生活水平的提高，家电行业逐步由传统产品过渡到智能化、自动化、环保和高效能的产品，进一步改善生活环境，提升物质生活水平。洗碗机行业跟其他家电品类比较起来，属于低饱和度的家电，西欧家庭占有率不足 80%，北美不足 50%，东欧不足 30%，中国不到 1%，是一个巨大的未开发市场。随着消费意识的转变，以及人口老龄化、人工成本不断提高及年轻一代对生活品质要求的提高，洗碗机在中国的销售预计将呈井喷式增长。中国未来洗碗机市场销量将快速上升，带动公司洗碗机业务快速发展。

图表40： 主要国家洗碗机渗透率

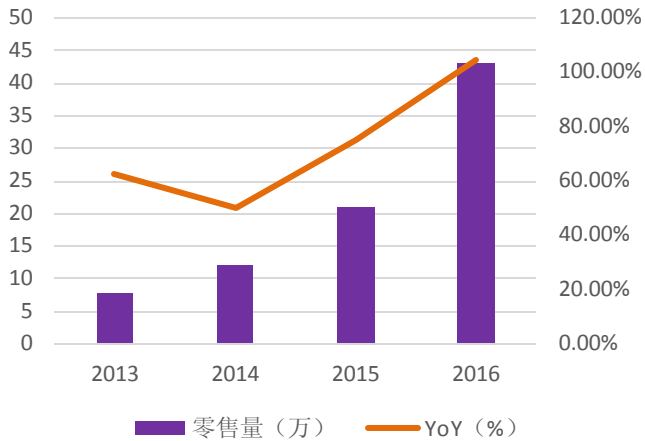


资料来源：Wind 资讯，联讯证券



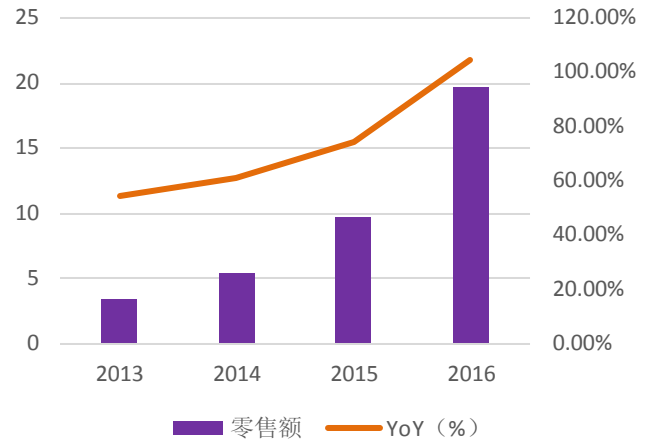
三花亚威科的主导产品 Omega 系统、水软化系统、分配器等产品是洗碗机的核心部件，主要客户为米诺、博世西门子、伊莱克斯等国际核心白电品牌。随着美的、海尔、方太等国内知名家电品牌在洗碗机消费理念上的引导逐步被消费者接受，洗碗机业务在中国市场的发展前景将非常广阔。2016 年国内洗碗机市场规模达到 19.8 亿元，同比增长 104.8%；预计 2017 年市场规模达到 36.3 亿，同比增长 83.7%。依靠主导产品 Omega 系统，亚威科有望成为公司另一重要的增长点。

图表41： 近几年洗碗机市场零售量（单位：万）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表42： 近几年洗碗机市场零售额（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

四、盈利预测及投资建议

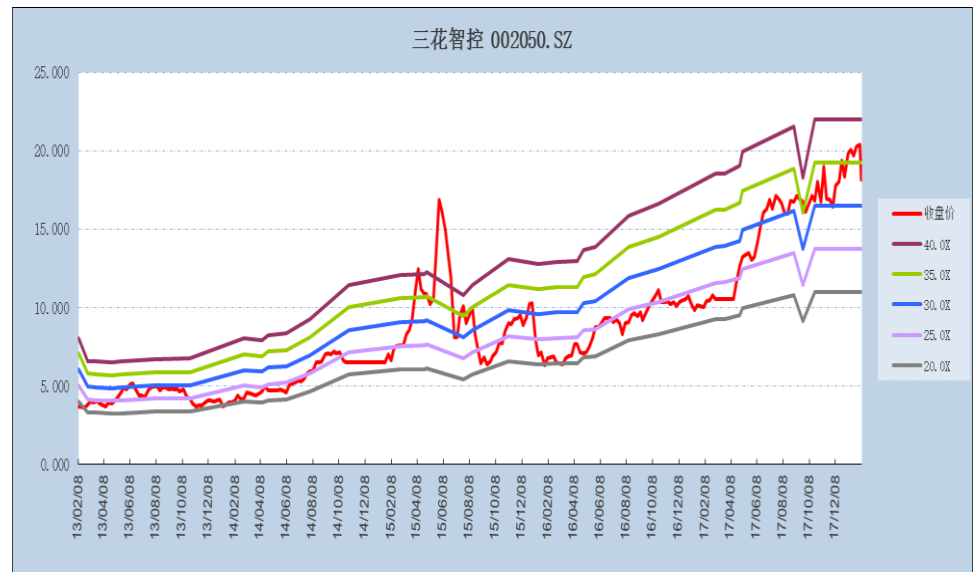
图表43： 三花汽零盈利预测

	2016A	2017A	2018E	2019E
特斯拉零部件业务				
特斯拉销量(万辆)	7.63	11	25	40
单车价值量(万元)	0.068	0.2	0.27	0.27
贡献营收(百万元)	52	220	675	1080
增速 (%)		424%	307%	160%
其他汽车零部件收入				
其他业务营收(百万元)	836	1003	1304	1825
增速 (%)		20%	30%	40%
合计(百万元)	888	1223	1979	2905
毛利率 (%)	30%	30%	30%	30%

资料来源：联讯证券

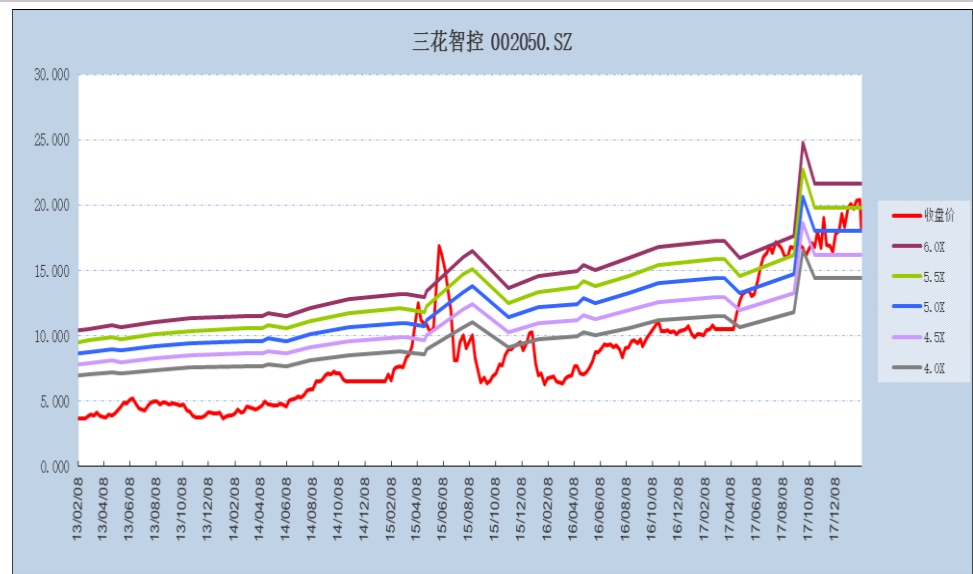


图表44: 公司 PE-Band



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表45: 公司 PB-Band



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

我们预计的 2017, 2018, 2019 年营业收入分别为 91.70 亿元, 111.93 亿元, 134.17 亿元, 归母净利润为 12.25 亿元, 14.96 亿元, 17.31 亿元, EPS 分别为 0.58 元、0.71 元、0.82 元, 当前公司股价 18.18 元, 对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 31 倍、26 倍、22 倍, 综合考虑, 我们维持 33 倍 PE, 2018 年“目标价”为 23.43 元, 维持“买入”评级。

五、风险提示

- 1、原材料价格波动。
- 2、汽车销量增速大幅下滑。
- 3、新能源汽车销量不及预期。



- 4、特斯拉排产不及预期。
- 5、家电市场景气度下滑。



附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,546	8,375	10,050	11,657	经营活动现金流	1,310	943	1,141	1,336
现金	1,469	2,976	3,826	4,531	净利润	862	1,231	1,500	1,736
应收账款	1,160	1,624	1,754	1,894	折旧摊销	248	310	341	375
其它应收款	75	90	107	129	财务费用	-92	102	110	123
预付账款	38	33	36	40	投资损失	-34	-51	-57	-60
存货	1,204	1,626	1,788	1,967	营运资金变动	215	2,158	1,252	1,204
其他	1,600	2,026	2,537	3,096	其它	111	-2,806	-2,004	-2,042
非流动资产	2,853	3,452	3,831	4,329	投资活动现金流	-67	-367	-477	-668
长期投资	4	9	11	13	资本支出	321	385	462	508
固定资产	2,185	2,425	2,570	2,776	长期投资	4	9	11	13
无形资产	370	414	464	510	其他	-392	-761	-950	-1,190
其他	294	604	786	1,030	筹资活动现金流	-836	931	186	37
资产总计	8,399	11,826	13,881	15,987	短期借款	299	538	591	651
流动负债	2,580	3,251	3,674	4,078	长期借款	273	696	800	880
短期借款	299	538	591	651	其他	-1,407	-303	-1,206	-1,494
应付账款	912	1,276	1,468	1,615	现金净增加额	408	1,507	850	704
其他	1,370	1,437	1,614	1,813					
非流动负债	452	881	1,014	1,145	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	273	696	800	880	成长能力				
其他	179	185	213	265	营业收入	10%	35%	22%	20%
负债合计	3,032	4,132	4,687	5,223	营业利润	35%	47%	22%	15%
少数股东权益	44	63	76	85	归属母公司净利润	42%	43%	22%	16%
归属母公司股东权益	5,323	7,630	9,117	10,678	获利能力				
负债和股东权益	8,399	11,826	13,881	15,987	毛利率	30%	30%	30%	30%
					净利率	13%	13%	13%	13%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	17%	19%	18%	17%
营业收入	6,769	9,170	11,193	13,417	ROIC				
营业成本	4,754	6,388	7,863	9,457	偿债能力				
营业税金及附加	79	75	85	96	资产负债率	36%	35%	34%	33%
营业费用	357	459	537	671	净负债比率				
管理费用	709	825	985	1,207	流动比率	215%	258%	274%	286%
财务费用	-92	102	110	123	速动比率	168%	208%	225%	238%
资产减值损失	74	15	16	17	营运能力				
公允价值变动收益	4	0	0	0	总资产周转率	0.82	0.91	0.87	0.90
投资净收益	34	51	57	60	应收账款周转率	6.03	6.59	6.63	7.35
营业利润	926	1,358	1,654	1,906	应付账款周转率	5.78	5.84	5.73	6.14
营业外收入	99	109	131	157	每股指标(元)				
营业外支出	6	12	12	12	每股收益	0.48	0.58	0.71	0.82
利润总额	1,019	1,455	1,773	2,052	每股经营现金	0.73	0.44	0.54	0.63
所得税	157	224	273	316	每股净资产	2.98	3.63	4.34	5.08
净利润	862	1,231	1,500	1,736	估值比率				
少数股东损益	4	6	4	5	P/E	23.00	31.47	25.77	22.27
归属母公司净利润	857	1,225	1,496	1,731	P/B	3.71	5.01	4.19	3.58
EBITDA	1,049	1,668	1,995	2,281	EV/EBITDA	20.46	23.81	19.76	17.20
EPS（元）	0.48	0.58	0.71	0.82					

资料来源：公司财务报告、联讯证券



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com