



002050.SZ

买入

市场价格：人民币 13.94

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(28.1)	(13.3)	(21.6)	(13.8)
相对深证成指	(4.2)	(8.6)	(0.9)	5.3

发行股数(百万)	2,120
流通股(%)	84
流通股市值(人民币 百万)	24,710
3个月日均交易额(人民币 百万)	221
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
三花控股集团有限公司	37

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年8月8日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

*魏敏为本报告重要贡献者

三花智控

技术实力出众，品类扩张推动业绩快速增长

公司是全球制冷控制元器件的领军企业，是世界及国内的众多知名空调厂家的战略合作伙伴，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。2017年9月公司完成增发收购三花汽零，新增汽车零部件业务板块。三花汽零是一家专门从事汽车空调及热管理系统控制部件的汽车零部件公司，是全球热力膨胀阀和贮液器的全球主要供应商。国内外新能源汽车产销量高速增长，公司电子膨胀阀等产品的单车价值量较原有产品大幅提升，有望持续受益。此外公司积极拓展电子水泵、电池冷却器等新产品，并获得特斯拉、奔驰沃尔沃、蔚来等诸多订单，品类扩张有望推动公司业绩快速增长。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为0.70元、0.86元和1.00元，首次给予买入评级。

支撑评级的要点

- **增发收购三花汽零，新能源热管理大有可为。**2017年9月公司完成增发收购三花汽零，业务拼图新增重点板块。新能源汽车热管理多与空调系统等结合，相关阀类产品用量大幅增加，且电子膨胀阀等产品的单车价值量较原有产品大幅提升。国内外新能源汽车产销量高速增长，公司有望持续受益。
- **品类逐步扩张，单车价值量提升推动公司业绩增长。**除膨胀阀和贮液器等原有产品外，公司积极拓展电子水泵、电池冷却器等新产品，并获得特斯拉、奔驰沃尔沃、蔚来等诸多车企订单。品类扩张带来单车价值量大幅提升，相关订单交付有望推动公司业绩快速增长。
- **制冷控制元器件领军地位稳固，洗碗机等业务有望快速增长。**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，领军地位稳固，有望跟随制冷行业同步成长。国内洗碗机等业务有望爆发，AWECO等相关元器件业务有望受益。

评级面临的主要风险

- 1) 新能源汽车销量不及预期；2) 空调等下游需求不及预期。

估值

- 我们预计公司2018-2020年每股收益分别为0.70元、0.86元和1.00元，考虑到公司在新能源汽车热管理领域的技术优势和品类扩张，首次给予买入评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	6,769	9,581	11,306	13,002	14,952
变动(%)	10	42	18	15	15
净利润(人民币 百万)	857	1,236	1,493	1,813	2,125
全面摊薄每股收益(人民币)	0.404	0.583	0.704	0.855	1.002
变动(%)	41.6	44.1	20.8	21.4	17.2
全面摊薄市盈率(倍)	34.5	23.9	19.8	16.3	13.9
价格/每股现金流量(倍)	22.6	45.6	19.0	16.1	18.7
每股现金流量(人民币)	0.62	0.31	0.73	0.86	0.74
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.6	16.3	14.0	11.2	9.4
每股股息(人民币)	0.255	0.150	0.176	0.214	0.251
股息率(%)	1.8	1.1	1.3	1.5	1.8

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	6,769	9,581	11,306	13,002	14,952
销售成本	(4,833)	(6,670)	(7,948)	(9,075)	(10,437)
经营费用	(896)	(1,119)	(1,351)	(1,543)	(1,760)
息税折旧前利润	1,039	1,792	2,007	2,383	2,756
折旧及摊销	(244)	(291)	(282)	(288)	(294)
经营利润 (息税前利润)	795	1,502	1,725	2,095	2,462
净利息收入/(费用)	92	(125)	3	3	3
其他收益/(损失)	131	100	44	57	61
税前利润	1,019	1,477	1,771	2,155	2,526
所得税	(157)	(226)	(266)	(323)	(379)
少数股东权益	4	15	15	18	21
净利润	857	1,236	1,493	1,813	2,125
核心净利润	857	1,236	1,493	1,813	2,125
每股收益 (人民币)	0.404	0.583	0.704	0.855	1.002
核心每股收益 (人民币)	0.404	0.583	0.704	0.855	1.002
每股股息 (人民币)	0.255	0.150	0.176	0.214	0.251
收入增长(%)	10	42	18	15	15
息税前利润增长(%)	11	89	15	21	17
息税折旧前利润增长(%)	9	72	12	19	16
每股收益增长(%)	42	44	21	21	17
核心每股收益增长(%)	42	44	20	22	17

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,019	1,477	1,771	2,155	2,526
折旧与摊销	244	291	282	288	294
净利息费用	(92)	125	(3)	(3)	(3)
运营资本变动	242	(377)	(342)	(29)	(435)
税金	(153)	(211)	(263)	(324)	(379)
其他经营现金流	50	(655)	109	(255)	(425)
经营活动产生的现金流	1,310	649	1,554	1,833	1,578
购买固定资产净值	(28)	49	200	200	200
投资减少/增加	34	(17)	45	50	55
其他投资现金流	(73)	(1,788)	(393)	(402)	(401)
投资活动产生的现金流	(67)	(1,756)	(148)	(152)	(146)
净增/减权益	1,493	1,813	(542)	1,253	(318)
净增债务	(537)	405	(1,081)	31	(25)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	242	795	(9)	(100)	(218)
融资活动产生的现金流	(836)	909	(1,411)	(419)	(553)
现金变动	408	(198)	(6)	1,262	879
期初现金	1,160	1,469	1,501	1,495	2,757
公司自由现金流	1,243	(1,108)	1,405	1,681	1,432
权益自由现金流	614	(578)	321	1,710	1,404

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,469	1,501	1,495	2,757	3,636
应收帐款	2,486	3,711	3,826	4,841	5,127
库存	1,204	1,857	1,854	2,382	2,489
其他流动资产	387	1,715	1,543	1,246	1,503
流动资产总计	5,546	8,784	8,719	11,228	12,755
固定资产	2,368	2,948	2,898	2,843	2,781
无形资产	370	419	386	354	321
其他长期资产	81	159	150	155	154
长期资产总计	2,819	3,525	3,434	3,351	3,257
总资产	8,399	12,348	12,188	14,611	16,044
应付帐款	1,577	2,497	2,201	3,247	3,024
短期债务	299	607	0	0	0
其他流动负债	705	650	704	704	744
流动负债总计	2,580	3,755	2,905	3,951	3,768
长期借款	273	485	0	0	0
其他长期负债	179	182	182	181	182
股本	1,801	2,120	2,120	2,120	2,120
储备	3,545	5,796	6,915	8,275	9,869
股东权益	5,347	7,916	9,036	10,395	11,989
少数股东权益	44	50	65	83	105
总负债及权益	8,399	12,348	12,188	14,611	16,044
每股帐面价值 (人民币)	2.52	3.73	4.26	4.90	5.65
每股有形资产 (人民币)	2.76	3.54	4.08	4.74	5.50
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.50)	(0.19)	(0.71)	(1.30)	(1.71)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.4	18.7	17.8	18.3	18.4
息税前利润率(%)	11.7	15.7	15.3	16.1	16.5
税前利润率(%)	15.1	15.4	15.7	16.6	16.9
净利率(%)	12.8	13.2	13.4	14.2	14.5
流动性					
流动比率(倍)	2.1	2.3	3.0	2.8	3.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	12.0	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.7	1.8	2.4	2.2	2.7
估值					
市盈率(倍)	34.5	23.9	19.8	16.3	13.9
核心业务市盈率(倍)	33.6	23.3	19.4	16.0	13.6
市净率(倍)	5.5	3.7	3.3	2.8	2.5
价格/现金流(倍)	22.6	45.6	19.0	16.1	18.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.6	16.3	14.0	11.2	9.4
周转率					
存货周转天数	90.2	83.8	85.2	85.2	85.2
应收帐款周转天数	131.6	118.0	121.7	121.7	121.7
应付帐款周转天数	77.6	77.6	75.8	76.5	76.5
回报率					
股息支付率(%)	62.4	25.1	24.5	24.5	24.5
净资产收益率(%)	17.3	19.1	17.9	19.0	19.4
资产收益率(%)	8.2	12.3	11.9	13.3	13.7
已运用资本收益率(%)	3.6	4.1	4.1	4.6	4.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测