



家电与汽零双轮驱动，新能源汽车热管理专家

2019年06月14日

刘伟浩 (分析师)

电话: 020-88832824
邮箱: liuweihao@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517040001

- **家电与汽车零部件行业双轮驱动，家电业务稳增长，新能源汽车业务高增长。**公司拥有制冷业务、微通道业务、亚威科业务、汽车零部件业务四大业务板块。公司在家电零部件行业具有稳固的市场地位和领先的市场份额。公司在新能源汽车热管理领域具有技术领先、客户优质、全球配套的特点，占领市场先机。
- **公司作为新能源汽车热管理专家，获得全球知名车企订单，价量齐升推动收入快速增长。**公司从传统汽车的热管理系统延伸至新能源汽车的热管理系统，不但扩产了产品线，而且显著提升了单车配套价值。公司在传统汽车热管理配套价值 200-400 元，而新能源汽车热管理配套价值达到 1500 元。公司新能源汽车热管理系统受到国际豪华汽车客户的认可，先后获得特斯拉、戴姆勒、宝马、沃尔沃、上汽大众、蔚来等整车厂商的订单，生命周期内预计销售额合计约 45 亿元，年化销售额超过 6 亿元。公司是特斯拉 model S/X/3 热管理部件供应商，18 年来自特斯拉的收入约 2 亿元。随着 model 3 于 19 年扩产，model Y 于 20 年量产，来自特斯拉的配套收入翻倍增长。戴姆勒、宝马、沃尔沃等客户订单预计于 19/20 年量产，驱动公司汽零业务中长期持续增长，成为公司增长最快的板块。
- **制冷业务总体稳健增长，产品结构变化带来细分产品机遇。得益于变频空调渗透率提升，电子膨胀阀较快速度增长。**制冷业务，截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀等主要产品在全球具有较高市占率，四通阀 (60%+)、电子膨胀阀 (50%+)；截止阀 (30%+)。变频空调中，电子膨胀阀的渗透率仅为 30%，随着变频空调和电子膨胀阀的渗透率双双提升，电子膨胀阀有望保持 20% 以上增速。18 年下半年以来，制冷行业增速放缓，公司通过全球化的客户覆盖以及灵活的价格策略，使得制冷业务营收高于下游行业增速。我们预计 19 年国内空调行业延续 18 年态势，在消化库存之后，20 年逐步回升。
- **盈利预测与估值：**预计 2019-2021 年，公司收入分别为 116.64、130.88、147.14 亿元，归母净利润分别为 13.63、15.45、17.98 亿元，同比分别增长 5.54%、13.32%、16.39%，EPS 分别为 0.49、0.56、0.65 元，对应 PE 分别为 21、19、16 倍。考虑到公司的市场地位以及未来的增长预期，给予公司 2020 年 20 倍估值，对应目标价 11.2 元，首次覆盖，给与“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**房地产行业影响导致制冷行业需求下滑；新能源汽车补贴退坡影响过大，导致新能源汽车零部件业务不及预期；公司产品价格下滑风险，原材料上涨风险。

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10835.99	11664.29	13088.06	14714.47
同比(%)	13.10%	7.64%	12.21%	12.43%
归母净利润(百万元)	1292.35	1363.96	1545.66	1798.92
同比(%)	4.56%	5.54%	13.32%	16.39%
毛利率(%)	28.59%	27.34%	27.62%	28.05%
ROE(%)	15.55%	15.00%	15.54%	16.33%
每股收益(元)	0.47	0.49	0.56	0.65
P/E	17.10	21.06	18.58	15.97
P/B	2.55	3.06	2.79	2.50
EV/EBITDA	7.78	13.70	12.10	10.08

谨慎推荐 (首次)

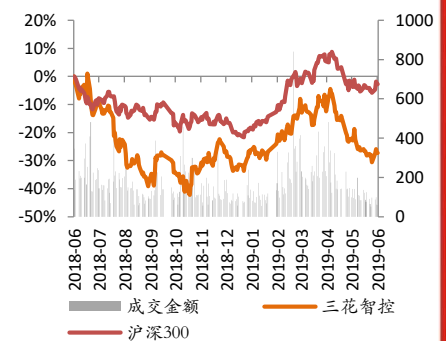
现价: 10.03

目标价: 11.2

股价空间: 11.66%

汽车行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
三花智控	-7.13%	-18.93%	0.42%
汽车	-4.40%	-10.59%	6.45%
沪深 300	0.27%	-2.41%	15.44%

基本资料

总市值 (亿元)	277.395
总股本 (亿股)	27.657
流通股比例	87%
资产负债率	40%
大股东	三花控股集团有 限公司
大股东持股比例	37%



目录

目录	2
图表目录	3
1. 公司介绍	5
1.1 发展历程和股权结构	5
1.2 过往业绩分析	6
2. 公司四大主营业务分析、预测	9
2.1 汽零业务：新能源汽车热管理打开盈利新空间	9
2.1.1 关联并购三花汽零，汽车热管理业务注入增长新动力	9
2.1.2 传统叠加新能源下汽车热管理空间广阔，三花汽零业务增长可期	13
2.1.3 获得多个 OEM 客户订单，新能源汽零业务高速增长	16
2.1.4 汽零业务收入测算	17
2.2 制冷业务：传统主业，多种阀类全球市占率第一	19
2.2.1 传统业务精益求精，空调零部件行业龙头	19
2.2.2 变频空调部件成为制冷业务增长持续动力，营收毛利齐增长	21
2.2.3 制冷业务收入测算	22
2.3 微通道业务：换热器市场稳定增长，微通道为未来蓝海市场	27
2.3.1 微通道为未来蓝海市场	27
2.3.2 公司微通道换热器市场稳定增长	28
2.3.3 微通道业务收入测算	29
2.4 亚威科业务：盈利能力较低，但成长市场空间巨大	30
2.4.1 亚威科转移产能降低成本，未来重点开拓中国市场	31
2.4.2 亚威科业务收入测算	31
3. 公司盈利预测	32
4. 风险提示	36



图表目录

图表 1.	三花智控股权结构图.....	5
图表 2.	三花智控发展历程.....	6
图表 3.	公司 2018 年营收增速 13.1%.....	6
图表 4.	公司 2018 年净利润增速 4.8%.....	6
图表 5.	2018 年公司各业务营收占比.....	7
图表 6.	2018 年公司各业务毛利占比.....	7
图表 7.	2018 年 5 月以来人民币汇率持续提高.....	7
图表 8.	制冷业务单元毛利率影响公司整体毛利率.....	8
图表 9.	公司毛利率季度走势图.....	8
图表 10.	公司近 5 年期间费用率稳中有降.....	8
图表 11.	公司近两年销售费用率呈下降趋势.....	8
图表 12.	公司近两年管理费用率保持低位.....	9
图表 13.	近年公司财务费用较少.....	9
图表 14.	2018 年 ROA、ROE 出现下滑.....	9
图表 15.	公司近 5 年总资产周转率维持稳定.....	9
图表 16.	2015-2018 年三花汽零营业收入情况.....	10
图表 17.	2015-2018 年三花汽零毛利率情况.....	10
图表 18.	三花汽零主要产品.....	11
图表 19.	2015-2016 三花汽零分产品营收情况.....	11
图表 20.	2016 年三花汽零产品营收结构占比.....	12
图表 21.	2015-2016 主要产品毛利率情况.....	12
图表 22.	2016 年三花汽零前十大客户销售占比.....	12
图表 23.	三花汽零对整车厂商的业务收入情况（单位：万元）.....	13
图表 24.	三花汽零对整车厂商的部分供货产品（截至 2017 年 8 月）.....	13
图表 25.	传统汽车热管理零部件 2020 年市场规模预测.....	14
图表 26.	新能源车热管理零部件 2020 年及 2025 年市场规模预测.....	15
图表 27.	上市公司汽零业务募投项目新增产能情况.....	16
图表 28.	三花汽零新能源汽车平台热管理部件订单.....	16
图表 29.	公司来自特斯拉收入测算.....	17
图表 30.	特斯拉配套业务迎来爬坡增长.....	17
图表 31.	三花汽零新能源汽零业务营收预测.....	17
图表 32.	未来三年新能源汽车部件营收详细测算.....	18
图表 33.	三花智控收入增速与空调产销量密切相关.....	19
图表 34.	制冷业务产品介绍.....	20
图表 35.	2018 年空调截止阀内销量同比增长 2.6%.....	20
图表 36.	2018 年空调四通阀内销量同比增长 12.1%.....	20
图表 37.	2018 年空调电子膨胀阀内销量同比增长 22%.....	21
图表 38.	三种阀内销量增速与家用空调产销量增速趋势一致.....	21
图表 39.	2018 年截止阀三花市占率 31%.....	21
图表 40.	2018 年四通阀三花占率 49%.....	21
图表 41.	2018 年电子膨胀阀三花市占率 50%.....	21
图表 42.	电子膨胀阀销量和变频空调销量密切相关.....	22



图表 43.	公司近 4 年电子膨胀阀收入增速明显.....	22
图表 44.	公司近 4 年电子膨胀阀收入占比持续提升.....	22
图表 45.	空调零售量和工程量呈现此消彼长态势.....	23
图表 46.	空调工程量占比.....	23
图表 47.	空调零售量分类测算.....	23
图表 48.	空调零售量和工程量走势图.....	24
图表 49.	空调零售量和工程量增速互补.....	24
图表 50.	空调内销量和零售量预测.....	24
图表 51.	定、变频空调和三花阀类产品销量增速测算.....	25
图表 52.	未来三年制冷业务收入测算.....	26
图表 53.	2019-2021 年制冷业务单元收入增速预测.....	26
图表 54.	2019-2021 年制冷业务单元毛利率缓慢恢复.....	26
图表 55.	中国换热器市场规模稳定增长.....	27
图表 56.	微通道换热器的特点（相比于传统铜管铝翅片）.....	28
图表 57.	微通道业务产品.....	28
图表 58.	公司微通道换热器竞争对手.....	28
图表 59.	2018 年微通道换热器收入负增长.....	29
图表 60.	2018 年微通道换热器毛利率下降.....	29
图表 61.	未来三年微通道业务收入测算.....	29
图表 62.	亚威科业务主要产品.....	30
图表 63.	亚威科业务收入和盈利能力降低.....	30
图表 64.	亚威科业务单元主营为洗碗机业务.....	30
图表 65.	我国洗碗机普及率较日本有较大增长空间.....	31
图表 66.	近五年洗碗机市场规模增长迅速.....	31
图表 67.	洗碗机主要用于出口.....	32
图表 68.	洗碗机主要出口欧美等发达国家.....	32
图表 69.	洗碗机出口数量以及增速.....	32
图表 70.	2019-2021 年公司收入测算.....	33

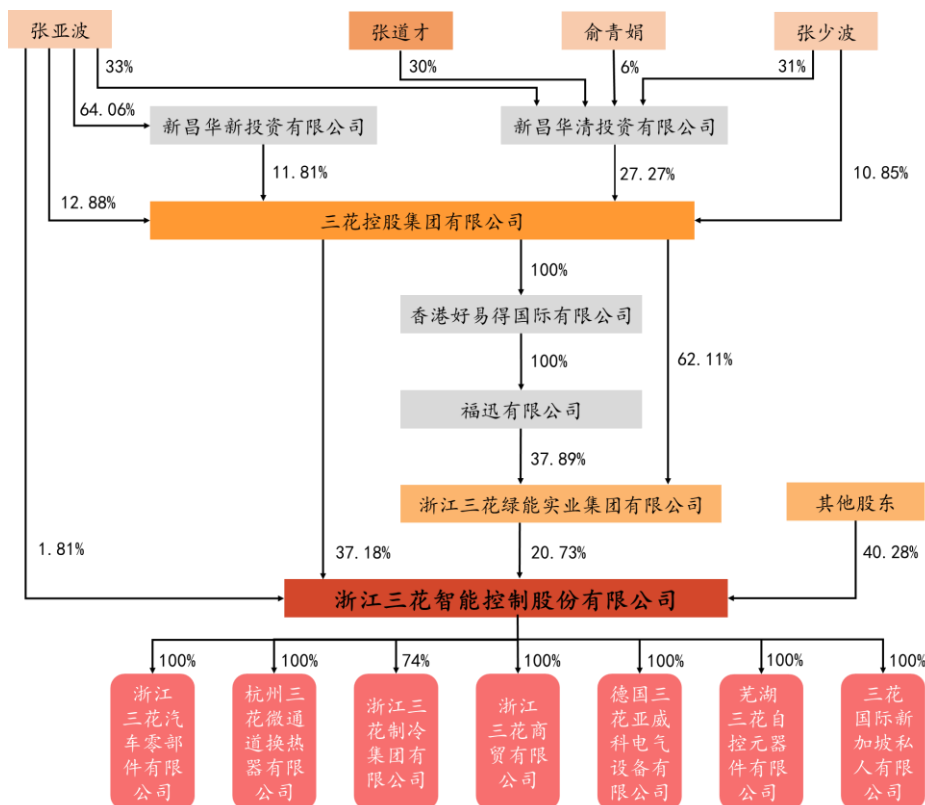
1. 公司介绍

1.1 发展历程和股权结构

浙江三花智能控制股份有限公司是中国家电零部件行业龙头企业，公司主营业务为生产销售制冷空调冰箱之元器件及部件、汽车空调及新能源车热管理之元器件及部件、咖啡机洗碗机洗衣机之元器件及部件。**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、微通道换热器、变频控制器、家电热泵系统控制部品等，广泛应用于家用空调、商用空调、冷链业务和热泵系统等领域；**汽车空调及新能源车热管理业务主要产品**包括热力膨胀阀、储液器、电子膨胀阀、电子水泵、电子油泵、冷却板、热管理组件等，广泛应用在传统燃油气、混合动力车及纯电动车等乘用车热管理领域；**咖啡机洗碗机洗衣机业务主要产品**包括 Omega 泵、加热管、水软化系统、分配器等，广泛应用于咖啡机、洗碗机、洗衣机、洗干一体机等白色家电领域。

公司根据战略性业务和成熟性业务发展所处的不同阶段、需要和特点，将公司业务主要分为**家用制冷业务、商用制冷业务、汽车零部件业务、亚威科业务、微通道业务**等业务单元，进一步明确客户导向，实现业务精耕细作，快速应对市场。

图表1. 三花智控股权结构图



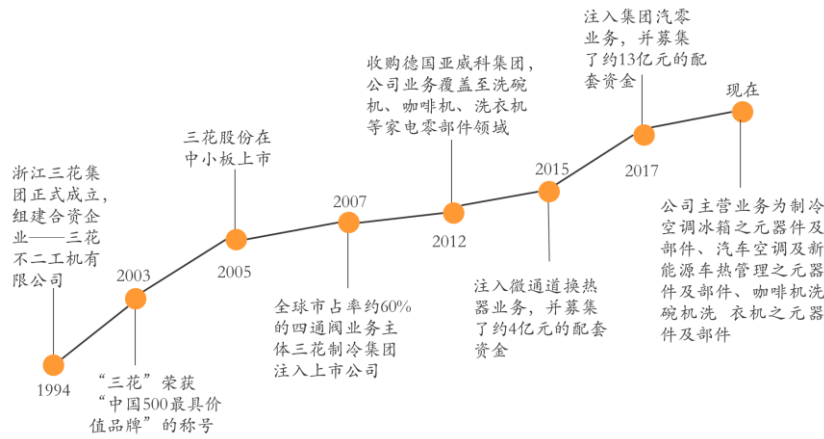
资料来源：公司年报，广证恒生整理

2012年及之前，公司主要业务为生产销售空调配件、冰箱配件，包括截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀、电磁阀、变频控制器等产品。2012年，公司收购德国亚威科集团，公司业务覆盖至洗碗机、咖啡机、洗衣机等家电零部件领域，主要产品包括 Omega 泵、加热管、水软化系统、分配器等。2015年，三花集团微通道换热器业务注入上市公司，目前三花智控已在杭州、美国及墨西哥三地建有微通道换热器生产基地，销售以北美市场为主，全球市场占有率第一；公司产品由原先单一的冷凝器逐步拓展到蒸发器、热泵换热



器。2017年，三花集团将汽车零部件业务注入上市公司，目前公司汽车空调及新能源车热管理业务主要产品包括热力膨胀阀、储液器、电子膨胀阀、电子水泵、电子油泵、冷却板、热管理组件等，广泛应用于传统燃油气、混合动力车及纯电动车等乘用车热管理领域。

图表2. 三花智控发展历程

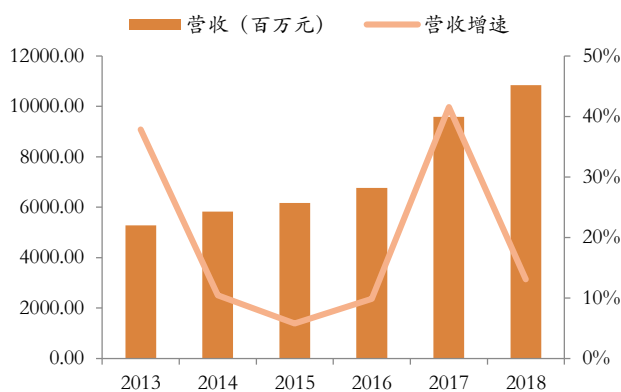


资料来源：公司官网，广证恒生整理

1.2 过往业绩分析

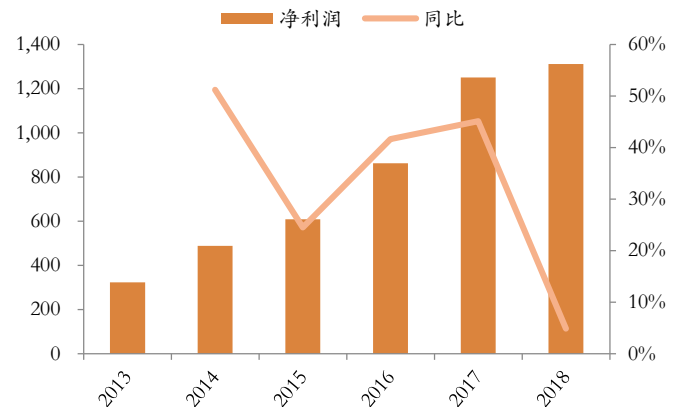
公司2018年营收增速为13.1%，2013、2015、2017年分别收购亚威科业务、微通道业务、汽车零部件，带来了外生性的收入增长。若剔除并购业务收入，2013、2015、2017当年收入增速分别由37.9%、5.8%、41.5%调整至20.5%、-9.7%、23.6%。公司2018年净利润增速为4.8%，营收增速和毛利率下降导致净利润增速放缓。

图表3. 公司2018年营收增速13.1%



资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表4. 公司2018年净利润增速4.8%

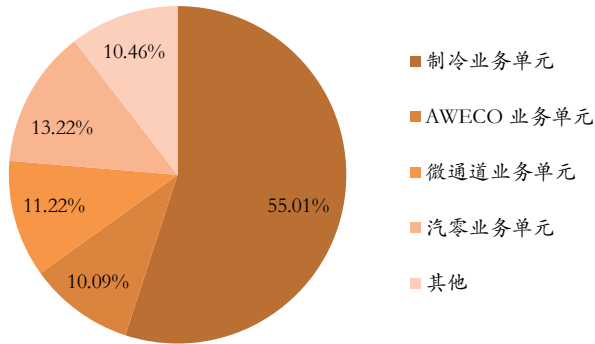


资料来源：公司年报，广证恒生整理

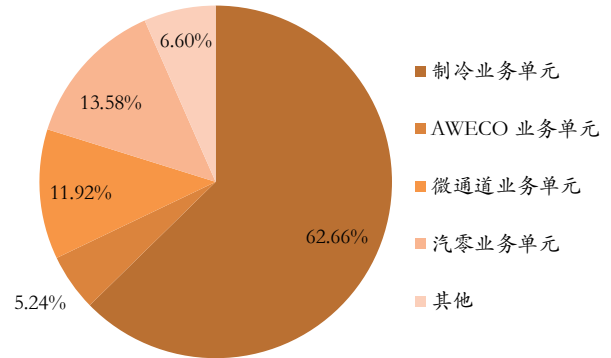
三花智控主营的制冷业务、AWECO业务、微通道业务、汽车零部件和其他业务2018年营收占比分别为55.0%、10.1%、11.2%、13.2%、10.5%，毛利贡献占比分别为62.7%、5.2%、11.9%、13.6%、6.6%，毛利率分别为32.56%、14.85%、30.35%、29.38%、18.03%。营收占比有绝对优势的制冷业务单元毛利率高于公司整体毛利率，对公司毛利有带动作用；AWECO业务盈利能力较弱，毛利率低于15%，其他业务毛利率18%，远低于28.6%的公司整体毛利率，拉低了公司整体盈利能力；微通道业务和汽车零部件盈利能力和公司整体

水平基本一致。

图表5. 2018 年公司各业务营收占比



图表6. 2018 年公司各业务毛利占比

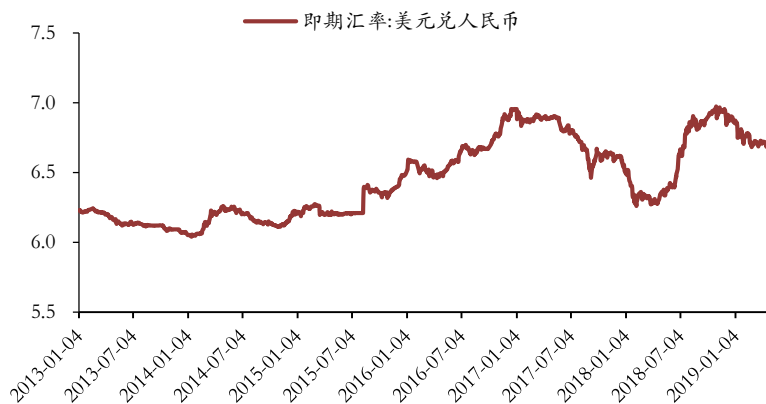


资料来源：公司年报，广证恒生整理

资料来源：公司年报，广证恒生整理

收入占比 50%以上的制冷业务单元毛利率影响公司整体毛利率走势。2013-2017 年制冷业务毛利率持续提高带动公司整体毛利率持续上升，整体毛利率由 2013 年的 24.9% 上升至 2017 年的最高点 31.2%，2018 年制冷业务单元受行业下行周期影响，制冷业务采取让利促销策略，毛利率下降导致公司整体毛利率下降。制冷行业和制冷业务单元毛利率走势成为公司全年整体毛利率走势晴雨表。另外，高毛利率的微通道业务和汽零业务分别于 2015 年和 2017 年注入上市公司，这也对公司整体毛利率的提高有所贡献。根据公司调研纪要，毛利率稳定提高的原因包括：1. 产品结构调整，高毛利产品销售量增加，如电子膨胀阀、商用制冷部件等；2. 公司每年都对生产线做自动化改造，提高生产效率；3. 公司采用联动的定价机制，很好地原材料价格波动的风险。2018 年公司毛利率同比下滑 2.65pct，主要原因有三点：1) 占比最大的制冷业务处于行业下行周期；2) 公司采取让利促销策略开拓市场；3) 三花出口业务占总营收的 50% 左右，2018 年上半年人民币汇率较去年同期处于高位也影响到了出口毛利率，5 月以来美元兑人民币汇率持续提高，汇率对出口的影响逐渐降低。

图表7. 2018 年 5 月以来人民币汇率持续提高



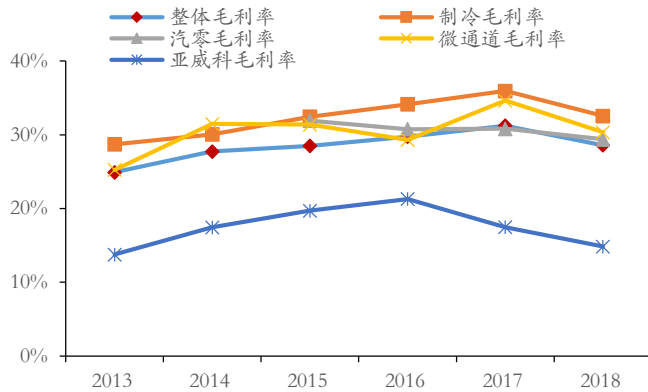
资料来源：公司年报，广证恒生整理

近两年，三花智控 Q1 毛利率低于其他季度毛利率。主要原因是零部件厂商面临年降压力，而三花智控年初未开始对供应商进行产品压价，历年初毛利率环比都出现不同程度的下滑。Q2 开始，三花智控对供



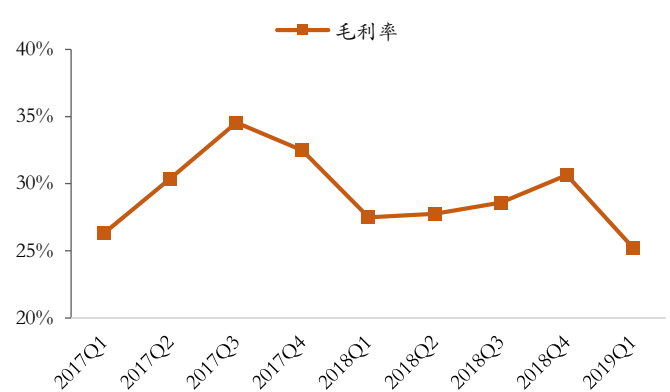
应商进行压价，客户年降压力得到改善，盈利能力逐渐恢复正常，Q3、Q4 毛利率不断提升。2019 年 Q1 毛利率同比下降 2.27pct，环比下降 5.41pct，主要原因是下游空调产业需求低迷，零部件厂商面临年降压力，未来随下游需求改善，年降压力减小，毛利率有望同往年一样出现回升。Q1 制冷行业下游景气度下降，1-3 月份空调内销量当月同比增长 1.9%、0.1%、4.8%，增速放缓；Q1 制冷业务继续采取让利促销手段降低库存，制冷业务毛利单元率下滑，预测 2019 年整体毛利率前低后高。

图表8. 制冷业务单元毛利率影响公司整体毛利率



资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表9. 公司毛利率季度走势图

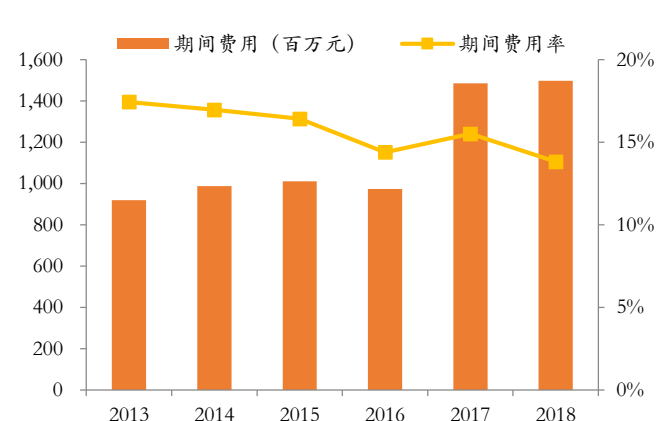


资料来源：公司公告，广证恒生整理

公司期间费用率从 2013 年的 17.4% 下降至 2018 年的 13.8%，毛利率的稳定上升和期间费用率的下降带动公司净利率由 2013 年的 6.1% 持续上升至 2018 年的 12.1%。

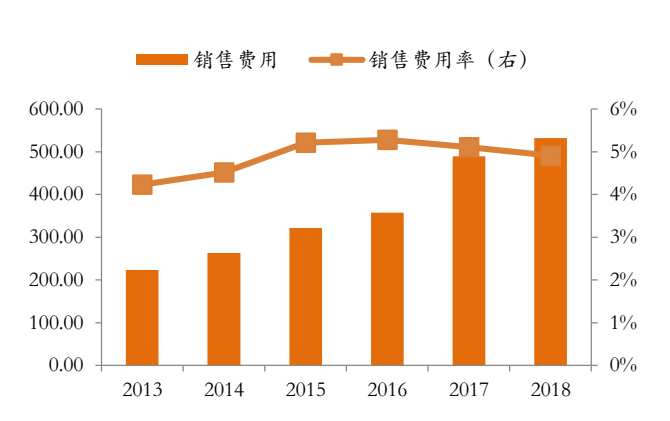
销售费用方面，职工薪酬和仓储运杂费是销售费用的主体。管理和研发费用方面，2013-2018 年公司管理和研发费用率持续降低，由 2013 年的 11.1% 下降至 9.4%，职工薪酬增速较为稳定，研发费用增长较快，2018 年研发费用 4.37 亿，占销售额的 4%。财务费用方面，主要包括利息收支与汇兑损益，2018 年公司财务费用为 -0.52 亿元。

图表10. 公司近 5 年期间费用率稳中有降

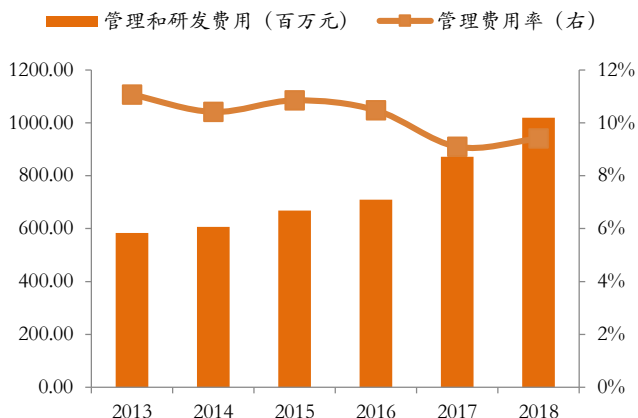


资料来源：公司年报，广证恒生整理

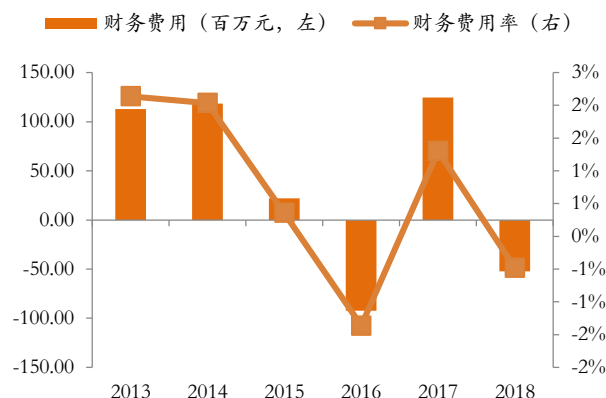
图表11. 公司近两年销售费用率呈下降趋势



资料来源：公司年报，广证恒生整理

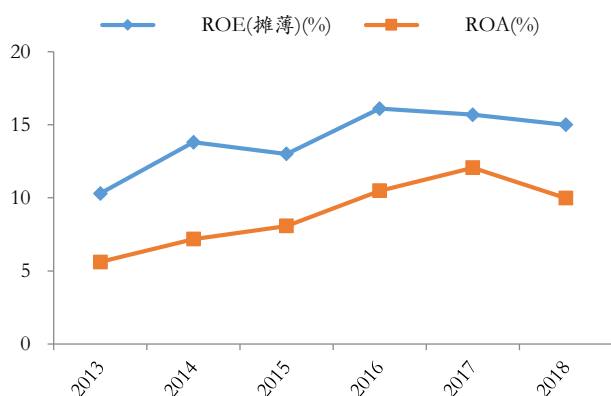
图表12. 公司近两年管理费用率保持低位


资料来源：公司年报，广证恒生整理

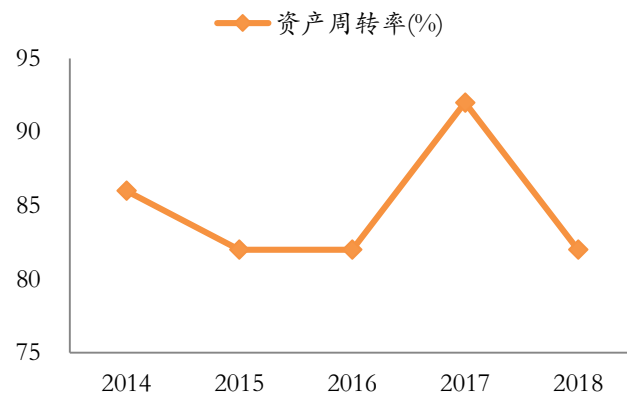
图表13. 近年公司财务费用较少


资料来源：公司年报，广证恒生整理

近5年公司的总资产周转率维持稳定，2018年净利率出现下滑，公司总资产收益率（ROA）同比下降2.08pct。ROA由2013年的5.61%增长至2018年的9.98%，而ROE由2013年的10.7%增长至2018年的15%，主要由于公司的资产负债率由2013年的52.1%下降至2018年的37.6%，公司权益乘数由2.1下降至1.6，杠杆系数下降，引致净资产收益率（ROE）提高幅度小于总资产收益率（ROA）。

图表14. 2018年ROA、ROE出现下滑


资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表15. 公司近5年总资产周转率维持稳定


资料来源：公司年报，广证恒生整理

2. 公司四大主营业务分析、预测

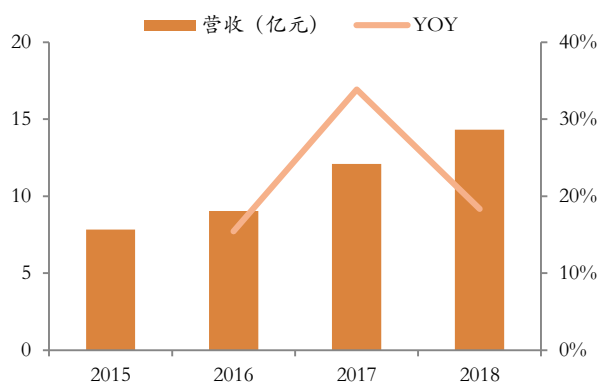
2.1 汽零业务：新能源汽车热管理打开盈利新空间

2.1.1 关联并购三花汽零，汽车热管理业务注入增长新动力

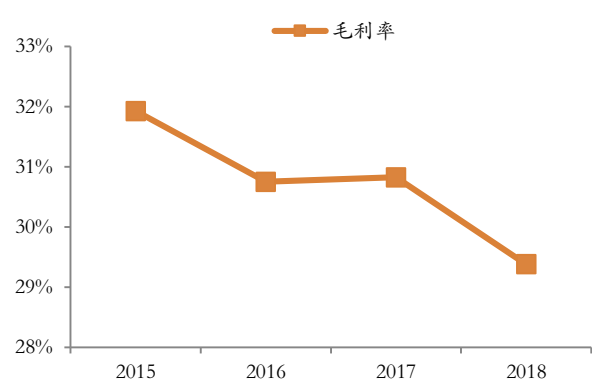
2017年三花智控通过向三花绿能发行股份购买其持有的三花汽零100%股权，将汽零业务资产注入上

市公司，由此切入汽车热管理系统领域。三花汽零成立于2004年，与上市公司为同一控制下企业，截至关联并购前，三花控股直接或间接控股三花绿能100%股权，并通过三花绿能100%控股三花汽零。

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研发、生产和销售汽车零部件公司，主要定位于整车配套市场（OEM市场），公司产品主要应用于乘用车（包括传统汽车和新能源汽车），2016年实现营业收入9.04亿元，同比增长15.48%，2017年并入上市公司后实现全年营收12.1亿元，毛利率连续三年均保持在30%左右的高水平。

图表16. 2015-2018年三花汽零营业收入情况


资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表17. 2015-2018年三花汽零毛利率情况


资料来源：公司年报，广证恒生整理

产品线种类丰富，配套优势明显。三花汽零自成立以来，不断进行汽车空调和热管理系统领域的产品研发，技术水平走在行业前列，目前公司产品线已覆盖汽车空调系统部件、电池冷却系统部件、发动机和传动系统冷却部件三大主要领域，产品类别包含阀、泵、热交换等，品类齐全使得公司拥有强大的配套优势，吸引优质客户的同时提升对客户供货的单车价值量。对公司主要产品梳理如下：

(1) 公司成立之初主要生产汽车空调热力膨胀阀（用于冷媒流量自动调节）和贮液器（用于冷媒储存、过滤和干燥），二者均为汽车空调核心零部件，至今两种产品仍为公司主要产品，2015年营收合计占比81.37%，2016年有所下降，为73.86%。经过多年发展，目前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，在热力膨胀阀领域国内市场占有率达37%以上，产销第一，全球市占率16%以上，位居第二，主要竞争对手国内有宁波松鹰，国际有日本不二工机、日本TGK、德国埃格霍夫Egelhof等。

(2) 汽车节能和新能源汽车技术革新带来汽车热管理领域新需求，三花汽零根据市场需求相继开发出了一批新产品，包括调温阀（TBV，用于变速箱冷却）、电子膨胀阀（相比热力膨胀阀对冷媒调节范围更广精度更高）等。其中调温阀主要为降低汽车油耗研发的新产品，自2014年量产以来，已成功配套进入美国三大车厂，目前该产品已逐步拓展到中国 and 韩国市场；电子膨胀阀产品主要应用于新能源汽车，2016年全年产量达到12.99万只，获得全球多家品牌车厂认可，凭借该产品，三花汽零获得了2017年《汽车新闻》PACE AWARD 创新大奖（全球汽车零部件行业的“奥斯卡金奖”，中国零部件企业首次获奖）。

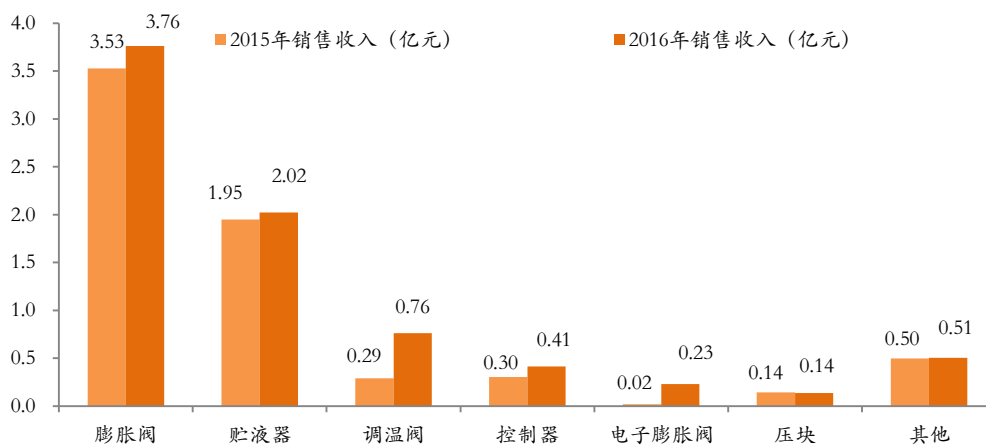
(3) 随着汽车节能和新能源汽车市场需求进一步提升，三花汽零又进一步拓展开发了汽车空调和热管理领域的新产品，如用于电池冷却的电池冷却器、冷却板，用于动力系统冷却的油冷器、电子油泵，广泛应用于空调及热管理系统的电子水泵、电子水阀，以及应用于新能源车空调系统的冷媒阀、分离器等，并逐步进入批量生产阶段。

图表18. 三花汽零主要产品

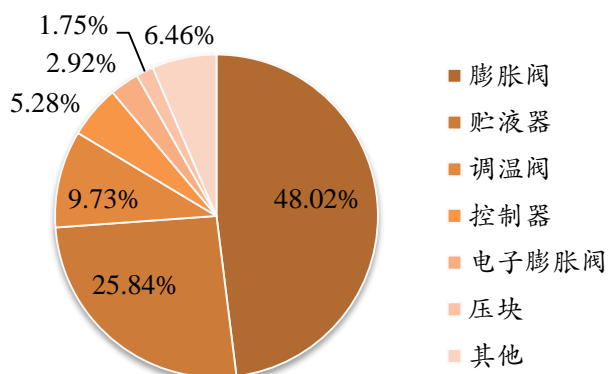
空调系统部件	<p>热力膨胀阀</p>	<p>贮液器</p>	<p>自动空调控制器</p>	<p>压块</p>
	<p>电子膨胀阀</p>	<p>冷媒阀</p>	<p>分离器</p>	
	<p>调温阀 (TBV)</p>	<p>冷却板</p>	<p>电子水泵</p>	<p>电子水阀</p>
发动机和传动系统冷却部件				
电池冷却系统部件	<p>电池冷却器</p>	<p>冷却板</p>	<p>电子水泵</p>	<p>电子水阀</p>

数据来源：公司公告，公司官网，广证恒生整理

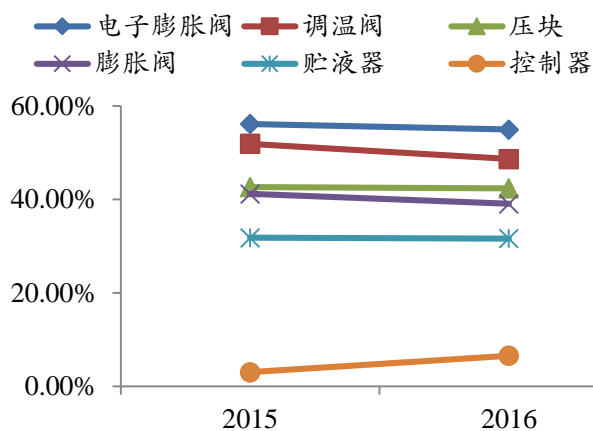
图表19. 2015-2016 三花汽零分产品营收情况



数据来源：公司公告，广证恒生整理

图表20. 2016年三花汽零产品营收结构占比


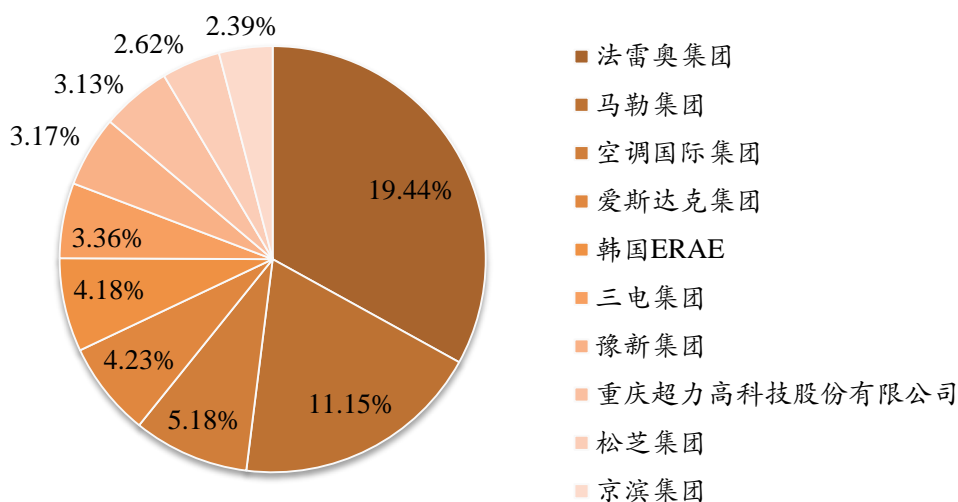
资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表21. 2015-2016主要产品毛利率情况


资料来源：公司公告，广证恒生整理

客户群体优质稳定，极具全球竞争力。三花汽零产品的销售模式以直销为主，境内外销售额各占比50%左右，主要客户为整车厂及其一级供应商，通过招标或者谈判的形式签订长期供货协议。公司供货关系较为稳定：就整车厂而言，新车型的生命周期大约为6-7年，在产品生命周期内不易发生零部件供应商撤换现象；就一级供应商而言，公司多年来技术水平、研发实力及产品质量已获大型客户认可。

目前三花汽零已经成为法雷奥、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，2015年前五大客户销售额占比达48.29%，2016年为44.18%。此外，公司已通过奔驰、宝马、通用、特斯拉、蔚来、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，成功进入了汽车整车厂商“金字塔结构”供应配套体系的顶层。

图表22. 2016年三花汽零前十大客户销售占比


数据来源：公司公告，广证恒生

图表23. 三花汽零对整车厂商的业务收入情况（单位：万元）

客户	2015 年	2016 年	2017 年 1-5 月
通用	12, 273.10	16, 948.26	7, 305.86
奔驰	2, 101.53	3, 242.96	1, 653.00
特斯拉	107.44	1, 660.87	876.74
江铃	1, 521.90	2, 372.59	1, 822.99
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
上汽	436.71	581.65	996.46
吉利	652	842.39	677.31
一汽	714.74	864.14	599.93
广汽	18.67	35.53	29.86
蔚来汽车	-	-	24.09
合计	21, 013.64	30, 023.53	16, 838.71
占当期收入比重	26.84%	33.20%	34.26%

数据来源：公司公告，广证恒生

图表24. 三花汽零对整车厂商的部分供货产品（截至 2017 年 8 月）

整车厂商客户	产品类别
通用	水阀
奔驰	电子膨胀阀
特斯拉	膨胀阀、水冷板、油冷器、油泵
江铃	电池冷却器、控制器
长城汽车	膨胀阀、贮液器、贮液器类散件
比亚迪	膨胀阀、电磁阀、电子膨胀阀、电磁冷却器
上汽	电池冷却器
吉利	电池冷却器、集成模块、水泵、水阀
一汽	电池冷却器、冷却板
广汽	电磁阀、水阀
蔚来汽车	水泵、水阀

数据来源：公司公告，广证恒生

2.1.2 传统叠加新能源下汽车热管理空间广阔，三花汽零业务增长可期

汽车销量增长及高效节能要求，带来传统汽车热管理系统部件需求提升。根据 IHS 对全球主要汽车市



场的统计及预测，2015 年全球汽车一级供应商及整车厂共生产汽车空调总成系统 8607.22 万套，2021 年将达到 9993.60 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，同样会随着汽车销量的增加而增加，三花作为国内唯一能配齐高端车空调中这三大核心部件的企业，竞争优势明显，为公司未来业绩提供了有力保障。此外，随着对汽车高效节能要求的提高，在传统汽车热管理系统中，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。

根据测算，传统汽车热管理单车价值量在 3000 元左右，预计 2020 年国内市场空间近 900 亿元，全球市场空间接近 3000 亿。三花汽零在传统汽车空调和热管理系统中能够供应的产品包括热膨胀阀、贮液器、水泵、调温阀、油冷器等，单车价值约在 200-400 元，预计 2020 年全球市场空间将近 300 亿。

图表25. 传统汽车热管理零部件 2020 年市场规模预测

零部件	单车价值量（元）	中国市场（亿元）	全球市场（亿元）
压缩机	300-600	116	375
冷凝器	100	29	94
贮液器	30	9	28
热力膨胀阀	30	9	28
蒸发器	150	43	141
水泵	100	29	94
调温阀	60	18	56
油冷器	80	24	75
热交换器	600-1500	231	751
控制器传感器	300	87	281
箱体支架	300-1000	116	375
管路风道	300-600	116	375
风扇鼓风机	100-300	58	188
合计	2500-3500	885	2861
三花汽零供应	200-400	89	281

数据来源：互联网公开资料，广证恒生

复杂的热系统及高精度要求，带来新能源汽车热管理系统部件升级及单车价值量提升。在新能源汽车行业，复杂的热系统要求使得每辆汽车搭载的空调用零部件需求量远高于传统汽车，对热管理系统的部件需求也进一步增加，技术要求进一步提升，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，此类产品的需求随新能源市场需求的增加而增加。

新能源汽车过去 3 年销量直线上升，成为未来汽车行业发展的**重要趋势**，2017 年全球新能源汽车销售总量达到 121.8 万辆，同比增长 57%；2017 年中国新能源汽车共销售 77.7 万辆，同比增长 53%，2018 年销量将达到 125.6 万辆，同比增长 62%；根据国务院“十三五”国家战略性新兴产业发展规划，到 2020 年电动车实现产销 200 万辆。**新能源汽车的快速发展为汽车空调和热管理系统控制部件带来了巨大的新市场空间。**

根据测算，新能源汽车热管理单车价值量在 6000 元左右，预计 2025 年国内市场空间近 500 亿元，全球市场空间接近 1000 亿。三花汽零在新能源车热管理系统中能够供应的产品包括贮液器、热膨胀阀、电子



膨胀阀、电子水泵、电池冷却器、冷却板、压块等，单车价值约为 1500-2200 元，预计 2025 年国内市场空间约 150 亿，全球市场空间超过 300 亿。

图表26. 新能源车热管理零部件 2020 年及 2025 年市场规模预测

零部件	单车价值量 (元)	2020 年中国市 场 (亿元)	2020 年全球市 场 (亿元)	2025 年中国 市场 (亿 元)	2025 年全球 市场 (亿 元)
电动压缩机	1500	34	75	110	251
冷凝器	100	2	5	7	17
贮液器	30	1	2	2	5
热力膨胀阀	100	2	5	7	17
蒸发器	150	3	8	11	25
PTC 加热器	200	5	10	15	33
电子水泵 X3	750	17	38	55	125
电池冷却器	250	6	13	19	41
冷却板	600	14	30	44	100
电子膨胀阀	300	7	15	22	50
阀门	100	2	5	7	17
油冷器	80	2	4	6	13
低温散热器	300	7	15	22	50
压块	300	7	15	22	50
导热材料	350	8	18	24	52
控制器传感器	300	7	15	22	50
管路	450	10	23	30	65
合计	5860	134	296	425	961
三花汽零供应	1500-2200	45	100	147	334

数据来源：互联网公开资料，广证恒生

募投项目用于扩产及技改，缓解三花汽零产能瓶颈。在传统叠加新能源，带来汽车热管理广阔市场前景的同时，随着近几年公司销售收入较快增长，公司传统产品膨胀阀、贮液器、控制器等产能利用率均已接近甚至超过 100%，为满足客户及市场需求，在将三花汽零注入上市公司的同时，三花向投资者募集了 13.2 亿的配套资金，募投项目均围绕三花汽零的主营业务和发展战略开展，全部用于新建产能及通过技术改造方式新增产能，缓解三花汽零现有的产能瓶颈，扩大并巩固三花汽零进入新能源汽车等新兴市场优势。扩产及技改项目均预计于 2019 年陆续投产，随着新产能逐渐释放贡献业绩，三花在汽零业务上有望实现较快增长。传统叠加新能源，汽车热管理部件的原材料以铜、铝为主，传统叠加新能源，依靠母公司规模带来的优势，将部件原材料采购成本降到最低，规模化生产带来价格竞争优势。



图表27. 上市公司汽零业务募投项目新增产能情况

募投项目	产品	2016年产能（万套）	新增产能（万套）
年产1150万套新能源汽车零部件建设项目	贮液器	1000	350
	汽液分离器	-	500
	冷却板	-	100
	油冷器	-	100
	电池冷却器	-	100
新增年产730万套新能源汽车热管理系统组件技术改造	电子水泵	-	200
	电子水阀	-	200
	电子油泵	-	150
	电子膨胀阀	30	100
	冷媒阀	-	80
新增年产1270万套汽车空调控制部件技术改造	TXV 热力膨胀阀	1500	900
	TBV 调温阀	200	300
	ATC 控制器	45	70

数据来源：公司公告，广证恒生

2.1.3 获得多个OEM客户订单，新能源汽零业务高速增长

三花汽零连续获得新能源汽车热管理订单。近三年，公司新能源汽车零部件产品受到国际豪华汽车客户的认可，先后获得包括戴姆勒、宝马、沃尔沃等国际知名整车厂商的订单，也有特斯拉、蔚来这样的新造车势力的订单。标杆客户的示范效应帮助公司进一步开拓新的客户资源。2017年10月至今，公司公布了6笔订单。根据我们的测算，生命周期内销售规模合计约45亿元，假设车型生命周期平均为7年，则年化销售额超过6亿元。未来几年，这些新增订单为保持业绩增速带来保障。

图表28. 三花汽零新能源汽车平台热管理部件订单

公告日期	客户	项目内容	预计销售额
2017年10月12日	戴姆勒	新能源电动汽车平台和传统汽车平台电子水泵供货商，相关车型预计于2019年批量上市	生命周期内全球销量预计359万台
2017年10月19日	沃尔沃	新能源电动汽车平台水冷板项目的全球供应商	生命周期内预计全球销售额累计达人民币6亿元
2017年11月10日	蔚来	新能源电动汽车平台热管理部件供应商，相关车型ES8于2018年批量上市	生命周期内预计销售额累计逾人民币3亿元
2018年1月9日	蔚来	新能源电动汽车第二代量产车热管理部件供应商，相关车型ES6于2019年批量上市	生命周期内预计销售额累计逾人民币11亿元



2018年11月22日	宝马	新能源汽车平台热管理部件供应商	生命周期内预计全球销售额累计约3000万欧元
2019年3月28日	上汽大众	新能源汽车平台水冷板项目	9亿元

数据来源：公司公告，广证恒生

2.1.4 汽零业务收入测算

由于公司汽零业务产品品类较多，且不同产品所处的成长阶段不同，我们将公司汽零业务主要产品及业务拆分为如下几类情形，分别进行业绩预测：

(1) **特斯拉业务。**三花汽零给特斯拉供应的的零部件主要有：阀类，泵类，换热器。由于三花汽零给 model s/x 配置电子膨胀阀得到认可，公司为特斯拉新车型 model3 单车配置价值 200 美元，2018 年 model 3 产能 15.3 万台，公司来自特斯拉的业务大幅增长。根据我们的测算，2018 年给特斯拉配套收入超过 2 亿元。根据特斯拉公司公布的交付目标和产能预测，2019 年特斯拉的交付目标是 36-40 万辆，其中 model 3 预估 26-30 万台。

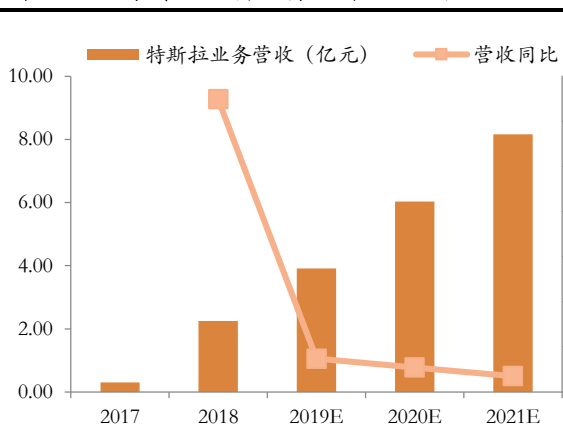
此外 model Y 已于 2019 年 4 月发布，预计于 2020 年秋季上市，model Y 和 model 3 的零部件有 70% 是通用的，三花智控作为 model s/x 和 model 3 的一级供货商，极有可能拿下 model Y 订单。未来几年内，这些新增订单为保持业绩增速带来保障。

图表29. 公司来自特斯拉收入测算

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
特斯拉业务	model S/X (万辆)	11	10	8	7	6
	单车配套价值 (元)	200	200	200	200	200
	model S/X 营收 (亿元)	0.22	0.2	0.16	0.14	0.12
	model 3/Y (万辆)	0.6	15.3	28	44	60
	单车配套价值 (元)	1340	1340	1340	1340	1340
	model 3/Y 营收 (亿元)	0.08	2.05	3.75	5.90	8.04
	特斯拉业务营收 (亿元)	0.30	2.25	3.91	6.04	8.16
	营收同比		649.07%	73.85%	54.29%	35.19%

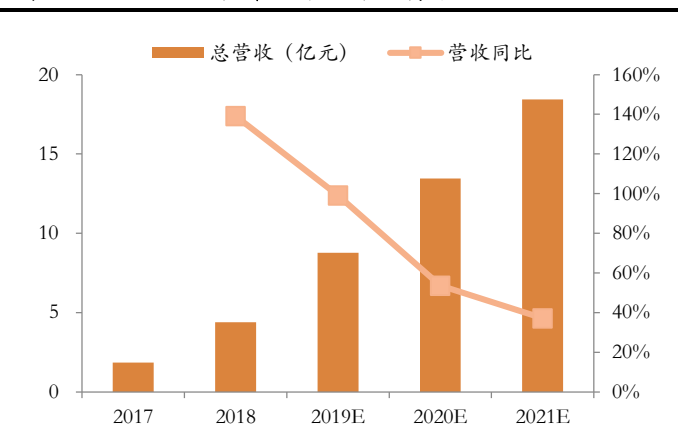
数据来源：公司公告，广证恒生测算

图表30. 特斯拉配套业务迎来爬坡增长



资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表31. 三花汽零新能源汽零业务营收预测



资料来源：公司公告，广证恒生整理



(2) **戴姆勒业务。**三花汽零开拓海外汽车名企戴姆勒，继为戴姆勒公司豪华车型迈巴赫提供电子膨胀阀后，为戴姆勒公司旗下的多款梅赛德斯-奔驰新能源汽车提供电子水泵，单车配置产品 400 元左右，预计配套车型生命周期销量达 359 万辆，预期配套车型生命周期销售总额可达 18 亿。梅赛德斯-奔驰作为整车企业标杆客户，三花成为其一级供货商，说明三花汽零产品已经得到德系豪华车企认可，示范效应显著，帮助公司进一步开拓新的客户资源。

(3) **宝马业务。**三花汽零被确定为德国宝马新能源电动汽车平台热管理部件的供应商，生命周期内全球销售额预计约 3000 万欧元，公司自 2017 年 10 月被德国戴姆勒确认为新能源汽车平台和传统汽车平台电子水泵供应商以来，陆续获得沃尔沃、宝马等整车厂订单，三花汽零的新能源汽车热管理部件已进入所有欧洲大型汽车厂商的新能源汽车平台，并将对公司进一步拓展全球新能源汽车市场空间产生积极影响。

(4) **沃尔沃业务。**三花被确定为沃尔沃新能源电动汽车平台热管理部件的供货商，生命周期内预计全球销售额累计达 6 亿元。沃尔沃作为欧洲大型汽车厂商生产新能源汽车的代表，三花成为其热管理部件供应商，将为公司进一步拓展全球新能源汽车市场树立良好的标杆并带来积极示范效应。沃尔沃新能源电动汽车目前市占率不高，未来依靠品牌效应有很大的发展空间，预测三花沃尔沃汽车部件业务年增长率将不低于 40%。

(4) **蔚来业务。**三花汽零继被确定为蔚来新能源电动汽车第一代量产车 (ES8) 热管理部件的供货商后，再次被确定为蔚来第二代量产车(ES6)热管理部件的供货商，相关车型预计于 2019 年批量上市，两款车型生命周期内预计销售额累计逾人民币分别为 3 亿元和 11 亿元。蔚来 ES8 2018 年上市，上市第一年产量 1.1 万辆，2019 年随着 ES8 全年交付以及 ES6 新车上市，蔚来产销量有望扩大，公司配套蔚来的业务营收也将成倍增长。

(5) **新能源汽车其他业务。**三花汽零新能源汽车部件业务客户还包括比亚迪、北汽、长城这样的国内主流车企，这些车企的新能源汽车以中端为主，三花汽零为其单车配置价值不高，但车型款式多，销量大，营收增长随着国内新能源汽车发展稳定上升，截止去年 12 月，国内新能源汽车产量累计同比增长 40.1% 达 129.6 万辆，今年一季度产量同比增长 48.2%。

基于以上分析，我们预计新能源汽零业务营收如下表：

图表32. 未来三年新能源汽车部件营收详细测算

(营收单位：亿元)			2017	2018	2019E	2020E	2021E
新能源汽车配件	特斯拉业务	model S/X (万辆)	11	10	8	7	6
		单车配套价值 (元)	200	200	200	200	200
		model S/X 营收	0.22	0.2	0.16	0.14	0.12
		model 3/Y (万辆)	0.6	15.3	28	44	60
		单车配套价值 (元)	1340	1340	1340	1340	1340
		model 3/Y 营收	0.08	2.05	3.75	5.90	8.04
		特斯拉业务营收	0.30	2.25	3.91	6.04	8.16
		营收同比		649.07%	73.85%	54.29%	35.19%
	戴姆勒业务	戴姆勒汽车 (万辆)			30	50	60
		单车电子水泵 (元)			400	400	400
		戴姆勒业务营收			1.20	2.00	2.40
		营收同比				66.67%	20.00%
	宝马业务	宝马业务营收			0.20	0.30	0.40
		营收同比				50.00%	33.33%
	蔚来业务	ES8 营收		0.15	0.25	0.40	0.50
ES6/ET7 营收				0.40	0.80	1.20	



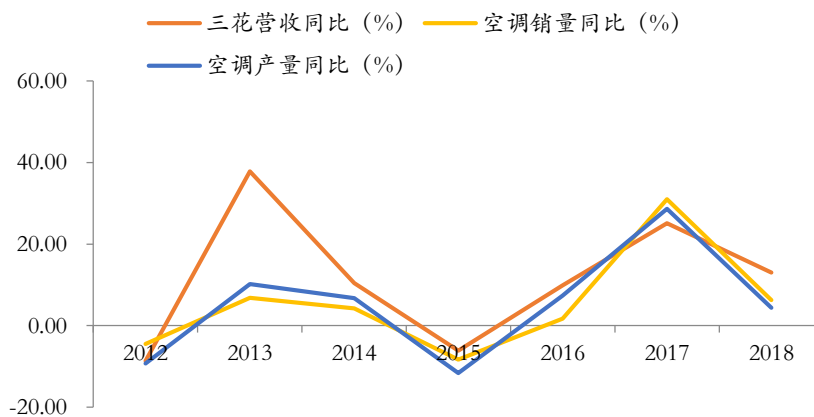
		蔚来业务总营收		0.15	0.65	1.20	2.00
		营收同比			333.33%	84.62%	66.67%
	其他	营收	1.54	2.00	2.80	3.92	5.49
		营收同比		29.89%	40%	40%	40%
		总营收	1.84	4.40	8.76	13.46	18.45
		营收同比		139.13%	99.13%	53.57%	37.10%

数据来源：公司公告，WIND，广证恒生测算

2.2 制冷业务：传统主业，多种阀类全球市占率第一

由于公司制冷业务单元产品带来的收入占比 50% 以上，过去公司的收入增速与家用空调的产销量增速相关性极高，其走势基本一致（2013 年公司并表亚威科业务导致收入增速较大）。公司预计未来随着产品线越来越丰富，亚威科、微通道、汽零业务等的不断壮大，优化国内外客户结构，将能逐步降低周期性波动风险。

图表33. 三花智控收入增速与空调产销量密切相关



资料来源：公司年报，Wind，广证恒生整理

2.2.1 传统业务精益求精，空调零部件行业龙头

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、家电热泵系统控制部品等，广泛应用于家用空调、商用空调、冷链业务和热泵系统等领域。其中截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀为最主要的产品，2018 年四通换向阀、电子膨胀阀内销量市占率均为第一，截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀市占率分别为 31%、49%、50%。

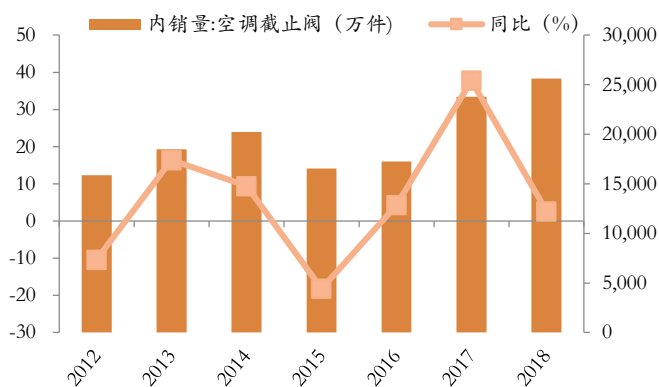
三花制冷业务位于产业链上游，空调零部件的需求由下游空调的产销量决定，我们可以看到三种阀内销量增速与家用空调产销量增速趋势一致。2018 年空调截止阀、四通阀、电子膨胀阀内销量累计同比增速分别为 2.6%、12.1%、22%。

图表34. 制冷业务产品介绍

产品	产品展示	主要用途	竞争格局
截止阀		分体式空调的主要连接件 : 室外机的气管和液管的连接口上, 通常各连接一个截止阀。	主要竞争对手有国外的日本太平洋、韩国 Unix 和国内的盾安环境、万盾、冈山等, 公司
四通换向阀		冷暖空调的核心部件 : 对制冷剂的流通路径进行切换, 改变室内机和室外机的功用从而实现制冷制热转换。单冷空调一般不用四通换向阀。	公司与盾安精工形成双寡头格局, 占据全球绝大多数市场。国内还有春辉, 华鹭等, 市场份额较小。
电子膨胀阀		变频空调的重要部件 : 通过电流控制调节制冷系统的流量, 从而实现制冷制热的速度调节以及温度的精准控制, 比毛细管更节能。	目前全球仅有 6 家公司实现量产, 主要竞争对手是日本鹭宫, 盾安和日本不二工机。
电磁阀		带不降温除湿功能空调的重要部件 : 除湿功能时通电关闭, 其他工能时电磁阀常开, 整体使用率比较小	在国内厂商中基本无竞争对手, 国际市场上主要竞争对手是株式会社鹭宫制作所及其在大陆设立的独资公司。
变频控制器		变频空调的核心部件 : 通过改变电机的工作频率来控制压缩机的转速, 实现变频控制。	主要竞争对手有艾默生、丹佛斯、LG 等。

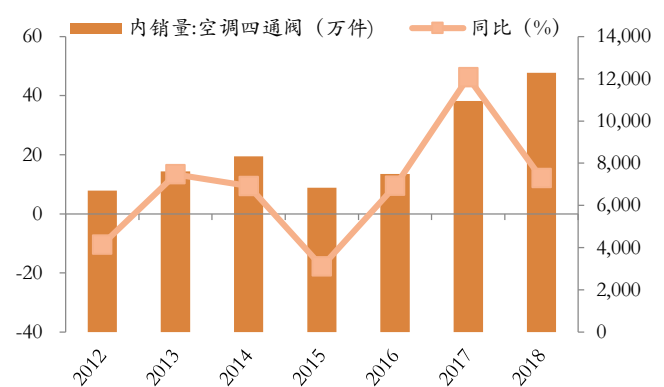
资料来源: 公司官网, 广证恒生整理

图表35. 2018 年空调截止阀内销量同比增长 2.6%



资料来源: 产业在线, 广证恒生整理

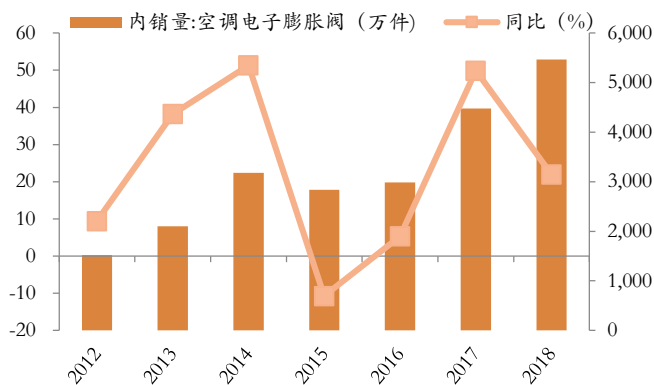
图表36. 2018 年空调四通阀内销量同比增长 12.1%



资料来源: 产业在线, 广证恒生整理

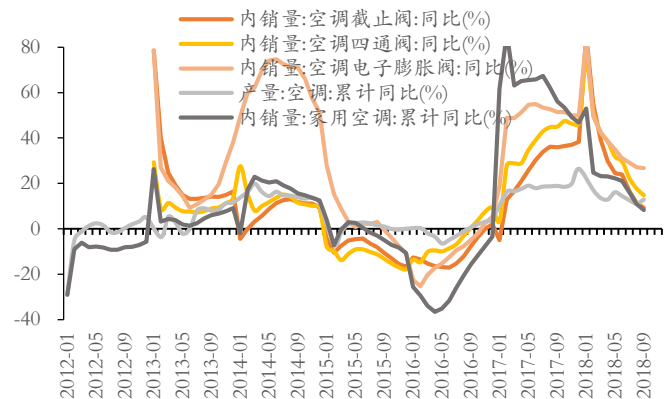


图表37. 2018年空调电子膨胀阀内销量同比增长22%



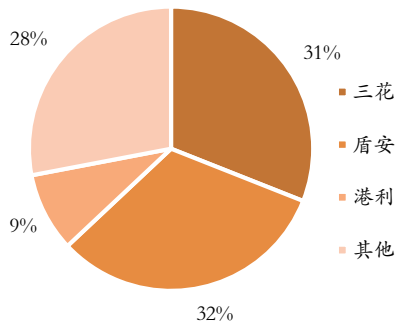
资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表38. 三种阀内销量增速与家用空调产销量增速趋势一致



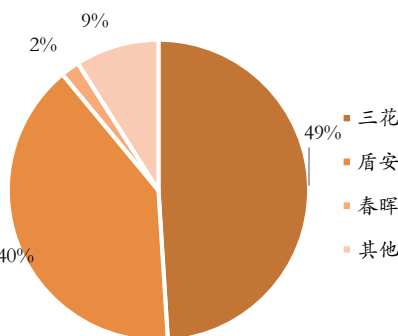
资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表39. 2018年截止阀三花市占率31%



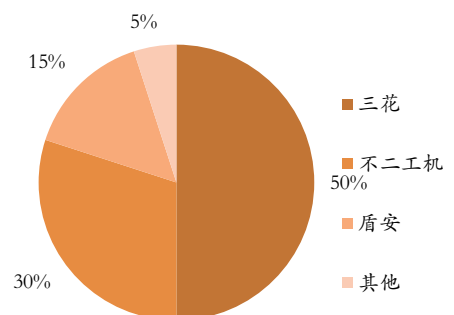
资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表40. 2018年四通阀三花占率49%



资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表41. 2018年电子膨胀阀三花市占率50%

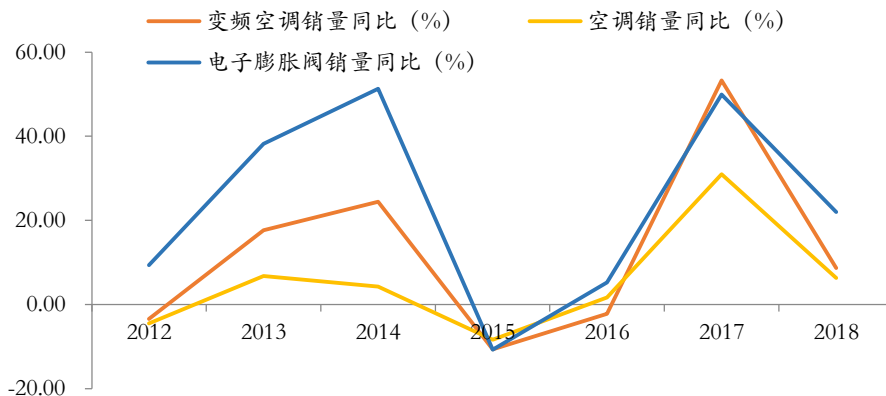


资料来源：产业在线，广证恒生整理

2.2.2 变频空调部件成为制冷业务增长持续动力，营收毛利齐增长

电子膨胀阀和毛细管是变频空调系统节流降压的两种主要解决方案。电子膨胀阀具有流量调节范围大，控制精度高，适用于智能控制，能适用于高效率的制冷剂流量的快速变化的优点。在偏离常用频率带工作时，电子膨胀阀系统的性能要比毛细管系统的性能好，采用电子膨胀阀空调系统的制冷量和能效比要比采用毛细管的变频空调系统高20%以上，平均要比采用毛细管的系统高10%。

图表42. 电子膨胀阀销量和变频空调销量密切相关

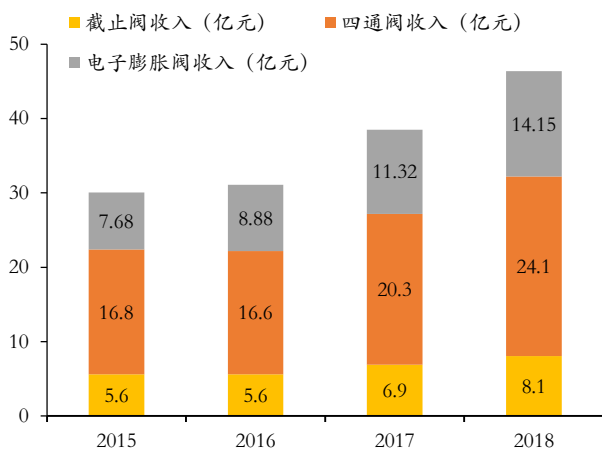


资料来源：Wind，广证恒生整理

电子膨胀阀销量和变频空调销量密切相关，目前空调内销中，变频空调渗透率在60%左右，未来随着国家节能环保政策的推进和变频空调的占比持续提高，电子膨胀阀有望得到持续较快的发展。目前全球仅有6家公司实现量产，主要竞争对手是日本鹭宫，盾安环境和日本不二工机。公司重点关注产品力的创新，加强产品对标分析，关注竞争对手及市场变化，保证电子膨胀阀等战略性新主导产品能继续迅速扩大市场占有率。

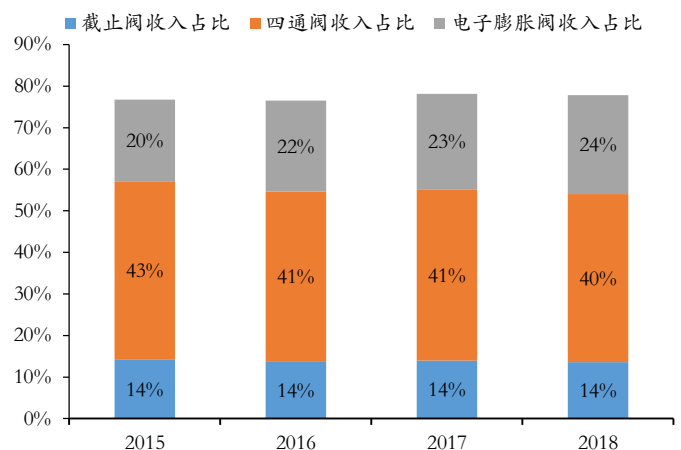
三花智控制冷业务电子膨胀阀收入持续增长促使制冷业务营收毛利齐增长。受益于国家节能环保政策的推进和变频空调的占比持续提高，电子膨胀阀近年复合增长率显著高于整个制冷行业阀类增长率。高毛利新产品的电子膨胀阀的收入占比不断提高，促使公司制冷业务毛利率由2014年的28.72%提升至2017年的35.94%，2018由于降价导致毛利率回落至32.56%。未来空调产品优化加速，公司高毛利战略性新主导产品电子膨胀阀的收入占比将继续提升，营收和毛利也将随之增长。

图表43. 公司近4年电子膨胀阀收入增速明显



资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表44. 公司近4年电子膨胀阀收入占比持续提升

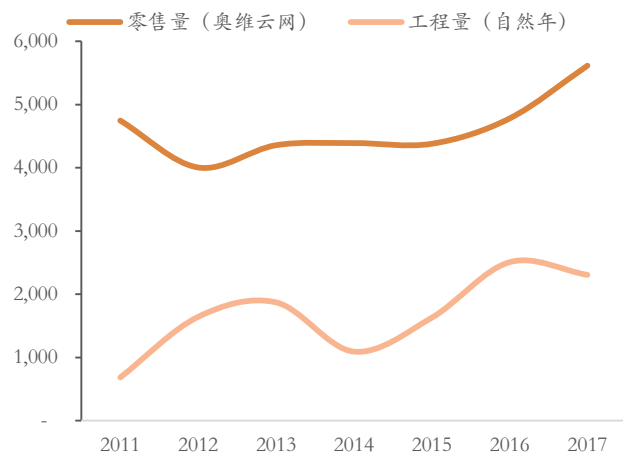


资料来源：公司公告，广证恒生整理

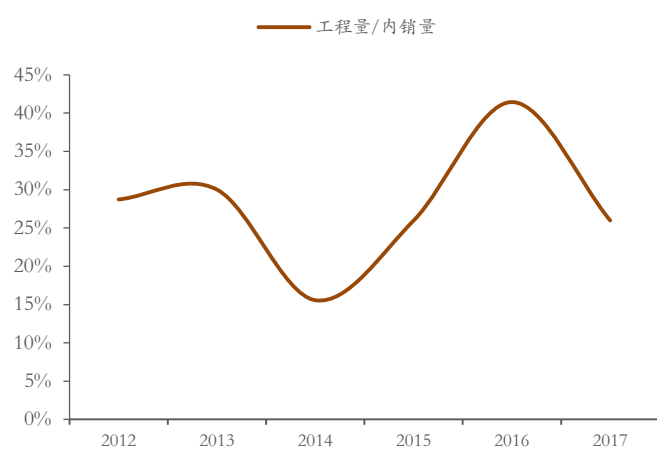
2.2.3 制冷业务收入测算

空调内销量中奥维云网零售量和工程量呈现此消彼长的态势，经销商库存呈现一定的库存规律，我们从零售量、工程量、经销商库存三个维度测算空调内销量。零售量和工程量的互补，主要是因为零售端

销售不利的情况下，空调厂家会选择在工程端（主要是房地产商）采取促销策略，用工程端的销量增长弥补零售端当年增速的下滑。经销商库存方面，受格力、美的等空调厂商的压力，经销商两年补库存，在库存压力下，一年降库存，形成经销商库存周期。

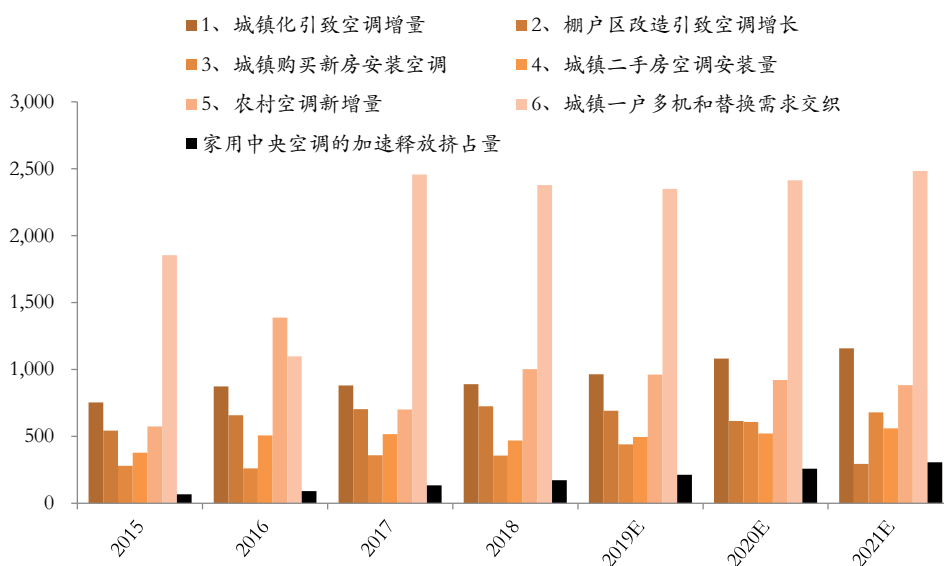
图表45. 空调零售量和工程量呈现此消彼长态势


资料来源：Wind，奥维云网，广证恒生整理

图表46. 空调工程量占比


资料来源：Wind，广证恒生整理

我们从1) 城镇化引致空调增量、2) 棚户区改造引致空调增长、3) 城镇购买新房安装空调、4) 城镇二手房空调安装量、5) 农村空调新增量、6) 城镇一户多机和替换需求交织六个方面测算空调零售量，并考虑家用中央空调的加速释放挤占量。通过对农民工进城、农村登记结婚、举家进城和拆迁三个维度测算城镇化引致空调增量，在测算时考虑到递延因素，当年空调需求 50%在当年购买，50%递延到下一年，符合实际情况。在棚户区改造、城镇购买新房、城镇二手房方面的空调销量，我们还考虑了装修入住率，给予 90%的装修入住率。此外，考虑到中央空调对空调内销的挤占作用，我在测算零售量时减去了中央空调的加速释放挤占量。最终，我们预测 2019-2021 年空调零售量分别为 5684 万台、5902 万台、5749 万台，同比分别增长 0.68%、3.84%、-2.59%。

图表47. 空调零售量分类测算


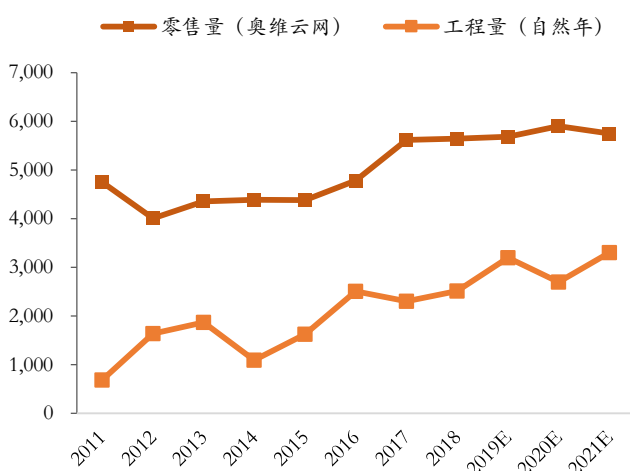
资料来源：Wind，奥维云网，广证恒生测算



基于空调零售量的预测，以及零售量和工程量之间的互补关系，我们预测 2019-2021 年空调工程端销量分别为 3200 万、2700 万、3300 万台，同比分别增长 27.3%、-15.6%、22.2%，同期零售量增速分别为 0.68%、3.84%、-2.59%。

经过 17、18 年的补库存，我们预测 2019 年经销商库存保持不变。受格力、美的等空调厂商的压力，2018 年经销商库存达到 4236 万台，面对库存压力，预测 19 年库存小幅上升 40 万台，2020 年、2021 年进入补库存周期，库存增量分别为 630 万和 490 万台。最后，我们得到 2019-2021 年空调内销量分别为 8924 万、9232 万、9539 万台，同比分别增长-4.7%、3.5%、3.3%。

图表48. 空调零售量和工程量走势图



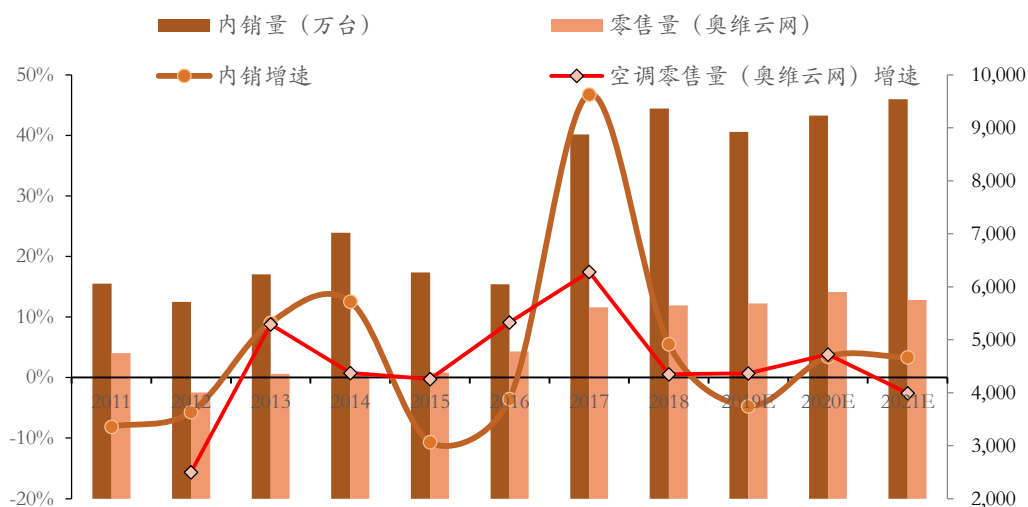
资料来源：Wind，奥维云网，广证恒生整理

图表49. 空调零售量和工程量增速互补



资料来源：Wind，奥维云网，广证恒生整理

图表50. 空调内销量和零售量预测



资料来源：Wind，奥维云网，广证恒生测算

空调出口近三年增速保持平稳，CAGR 在 10%左右，预测未来三年也保持在 10%的增长水平。最终，



我们测算出 2019-2021 年空调销量分别为 15290 万、16235 万、17242 万台，增速分别为 1.47%、6.18%、6.21%。2018 年变频空调销量占总销量的 43%，随着变频空调渗透率的提高，2019-2021 年占比分别达到 44%、46%、47%，变频空调销量分别为 6758 万、7419 万、8138 万台，同比分别增长 5.0%、9.8%、9.7%，定频空调销量分别为 8532 万、8816 万、9104 万台，增速分别为 -1.19%、3.32%、3.27%。

三花制冷业务单元的三种主要产品截止阀、四通阀、电子膨胀阀在市占率方面拥有绝对优势。2018 年三花通过让利促销手段成功扩大了市场份额，在空调行业增速下滑的情况下，制冷业务收入仍稳定增长，增速达 20.9%，明显好于下游行业 6.3% 的增速，市占率将进一步提高，截止阀和四通阀的销量主要和定频空调的销量相关，电子膨胀阀主要和变频空调销量相关，得益于变频空调渗透率和变频空调中电子膨胀阀使用率的双重提高，三花电子膨胀阀保持年均 20% 的高速增长。通过对行业增速和市占率的预测，我们测算出截止阀未来三年的销量增速分别为 0.40%、4.96%、4.89%，四通阀未来三年的销量增速分别为 1.84%、6.39%、6.25%，电子膨胀阀未来三年的销量增速分别为 14.27%、18.93%、18.38%。

图表 51. 定、变频空调和三花阀类产品销量增速测算

单位：（万台）	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销量:家用空调	11, 606	10, 635	10, 817	14, 170	15, 069	15,290	16,234	17,242
空调销量同比	4.3%	-8.4%	1.7%	31.0%	6.3%	1.47%	6.18%	6.21%
家用空调内销量	7, 016	6, 268	6, 048	8, 876	9, 281	8,923	9,231	9,538
内销量同比	12.5%	-10.7%	-3.5%	46.8%	4.6%	-4.7%	3.5%	3.3%
家用空调出口量	4, 590	4, 367	4, 768	5, 293	5, 787	6,366	7,003	7,703
出口同比	-6.3%	-4.9%	9.2%	11.0%	9.3%	10.0%	10.0%	10.0%
销量:变频空调	4, 417	3, 947	3, 858	5, 915	6, 434	6,757	7,418	8,137
变频空调销量同比	24.4%	-10.7%	-2.2%	53.3%	8.7%	5.0%	9.8%	9.7%
变频空调占比	38%	37%	36%	42%	43%	44.2%	45.7%	47.2%
销量:定频空调	7, 189	6, 688	6, 958	8, 254	8, 635	8,532	8,815	9,104
定频空调销量同比	-5.17%	-6.96%	4.03%	18.62%	4.61%	-1.19%	3.32%	3.27%
定频空调占比	62%	63%	64%	58%	57%	56%	54%	53%
三花截止阀市占率					31.00%	31.50%	32.00%	32.50%
截止阀销量同比	9.00%	-4.80%	3.70%	20.80%	17.40%	0.40%	4.96%	4.89%
三花四通阀市占率				48.00%	49.00%	50.50%	52.00%	53.50%
四通阀销量同比	17.00%	-4.60%	2.80%	15.70%	20.80%	1.84%	6.39%	6.25%
变频电子膨胀阀渗透率			26.00%	28.00%	30.00%	32.00%	34.00%	36.00%
三花电子膨胀阀市占率					50.00%	51.00%	52.00%	53.00%
电子膨胀阀销量同比	30.00%	-9.90%	15.60%	29.30%	29.60%	14.27%	18.93%	18.38%

资料来源：Wind，奥维云网，广证恒生测算

我们从制冷业务主要产品截止阀、四通阀、电子膨胀阀和其他四个方面测算制冷业务单元收入。其他产品收入增速稳定，冷年好于行业增速，预测 2019-2021 年其他收入同比分别增长 5%、10%、10%。未来三年制冷业务单元总收入分别为 61.6 亿、67.8 亿、74.8 亿元，增速分别为 3.29%、10.19%、10.24%。三花智控 2019 年 Q1 毛利率 25.24%，较上年同期下降 2.26pct，我们预测 2019 年全年毛利率将在 2018 年的基础上小幅下滑，未来三年毛利率分别为 30.50%、30.50%、31.00%。

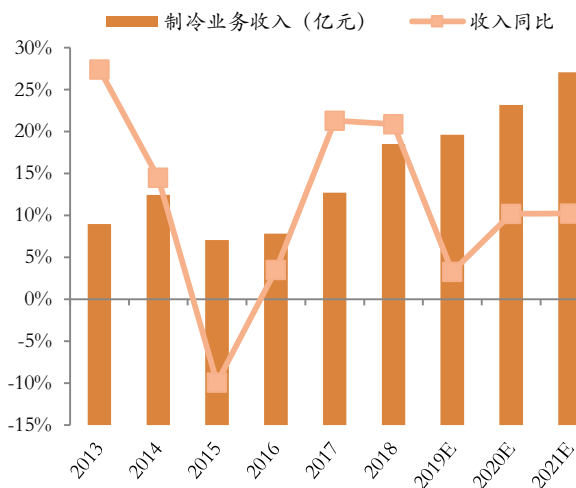


图表52. 未来三年制冷业务收入测算

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
截止阀销量(万个)	7500	7, 139	7, 403	8, 940	10496	10538	11061	11601
截止阀销量增速	9.00%	-4.80%	3.70%	20.80%	17.40%	0.40%	4.96%	4.89%
截止阀价格(元/个)		7.8	7.8	7.7	7.7	7.5	7.5	7.5
截止阀收入(亿元)		5.6	5.6	6.9	8.1	7.9	8.3	8.7
截止阀收入占比		14%	14%	14%	14%	13%	12%	12%
截止阀收入增速			0.00%	24.30%	17.12%	-2.20%	4.96%	4.89%
四通阀销量(万个)	5500	5, 249	5, 398	6, 244	7543	7681	8172	8683
四通阀销量增速	17.00%	-4.60%	2.80%	15.70%	20.80%	1.84%	6.39%	6.25%
四通阀价格(元/个)		32	30.8	32.5	32	31.5	31.5	31.5
四通阀收入(亿元)		16.8	16.6	20.3	24.1	24.2	25.7	27.4
四通阀收入占比		43%	41%	41%	40%	39%	38%	37%
四通阀收入增速			-0.90%	22.00%	18.90%	0.24%	6.39%	6.25%
电子膨胀阀销量(万个)	2000	1, 803	2, 085	2, 696	3494	3993	4749	5621
电子膨胀阀销量增速	30.00%	-9.90%	15.60%	29.30%	29.60%	14.27%	18.93%	18.38%
电子膨胀阀价格(元/个)		42.6	42.6	42	40.5	39	39	39
电子膨胀阀收入(亿元)		7.68	8.88	11.32	14.15	15.57	18.52	21.92
电子膨胀阀收入占比		20%	22%	23%	24%	25%	27%	29%
电子膨胀阀收入增速			12.50%	27.00%	24.97%	10.04%	18.93%	18.38%
其他收入(亿元)		9.12	9.52	10.78	13.23	13.89	15.28	16.81
其他收入增速			4.37%	13.23%	22.77%	5.00%	10.00%	10.00%
制冷业务收入(亿元)	48.8	39.2	40.6	49.3	59.6	61.6	67.8	74.8
收入同比	14.50%	-9.90%	3.50%	21.30%	20.89%	3.29%	10.19%	10.24%
营业成本(亿元)		26.48	26.74	31.58	40.20	42.79	47.15	51.60
毛利率		32.46%	34.14%	35.94%	32.56%	30.50%	30.50%	31.00%

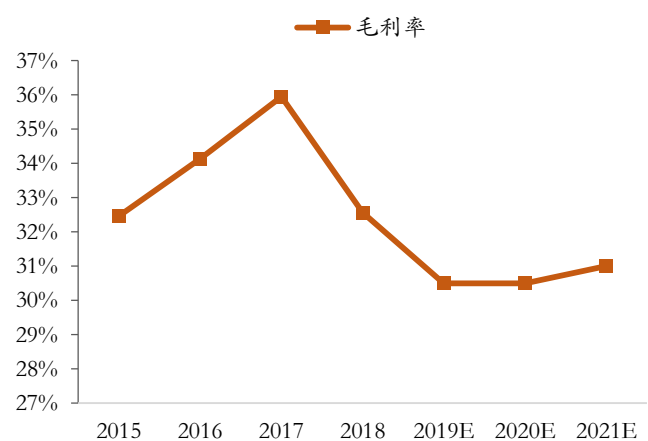
资料来源：广证恒生测算

图表53. 2019-2021年制冷业务单元收入增速预测



资料来源：公司年报，广证恒生测算

图表54. 2019-2021年制冷业务单元毛利率缓慢恢复

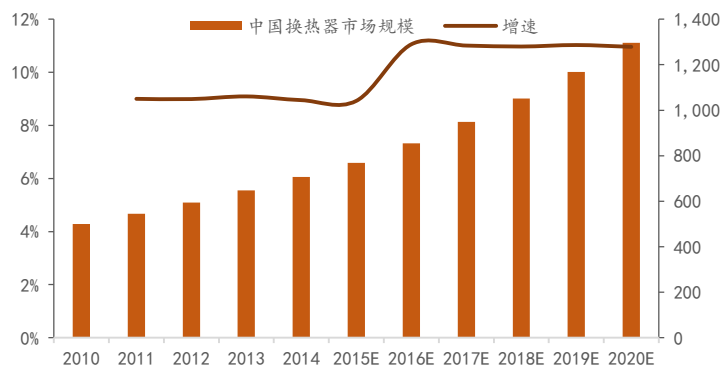


资料来源：公司年报，广证恒生预测

2.3 微通道业务：换热器市场稳定增长，微通道为未来蓝海市场

三花微通道是一家专业从事微通道换热器产品及其组件的研发、生产和销售的国家重点扶持高新技术企业。公司创立前期为中外合资性质，2015年注入浙江三花智能控制股份有限公司。公司研发生产的微通道换热器是一种采用铝合金材料制成的高效、环保的新型产品，主要应用于家用空调、商用空调、冷冻冷藏、机房空调、热泵热水器、洗衣干衣机等热交换应用领域，相比传统管翅式换热器具有更高的能效和可靠性，更加节省产品用材，更加绿色环保，并可降低客户的综合成本。

图表55. 中国换热器市场规模稳定增长



资料来源：Wind，产业在线，广证恒生整理

换热器是将热流体的部分热量传递给冷流体的设备，又称热交换器。中国产业信息网数据显示，全球换热器产业的总市场规模约为500亿美元。其中，欧盟和美国这两大市场的规模约占200亿美元，占全球换热器市场40%的份额。2010年中国换热器市场规模约为500亿元。其中，石油化工是换热器产业最大市场，市场规模约150亿元；电力冶金领域换热器市场规模约80亿元；船舶工业换热器市场规模约40亿元；机械工业换热器市场规模约为40亿元；集中供暖行业换热器市场规模约30亿元，食品工业市场规模约30亿元。此外，航天飞行器、半导体器件、核电常规岛核岛、风力发电机组、太阳能光伏发电多晶硅生产等领域，都需要大量的专业换热器，这些市场共计约有130亿元的规模。2014年中国换热器市场规模已达到706亿元。

2.3.1 微通道为未来蓝海市场

微通道换热器是一种用于冷暖空调中实现制冷、制热的热交换元器件，以实现制冷模式和制热模式下热量的交换，是制冷及冷暖空调的关键部件，适用于中央、单元式和房间空调器等空调系统，主要由微通道换热扁管、波浪形翅片、集流管以及隔板等其他附件组成。微通道换热器对比传统铜管铝翅片换热器有以下优点：

图表56. 微通道换热器的特点（相比于传统铜管铝翅片）

微通道换热器优势	具体内容
高效紧凑	1、翅片与扁管间采用钎焊技术，消除由换热管到翅片间的接触热阻，提高了导热性能；2、铜管铝翅片换热器，通常有圆柱绕流现象发生，其换热性能会受到一定的制约，而微通道换热器由于应用了扁管，其产生的热边界层有益于强化空气侧的传热；3、换热系数提高；
整体性能提升	冷凝换热系数的提高和高面积/体积比，以及波纹翅片形成的压降减少，可使冷凝器的体积大大缩小。
百叶窗翅片侧流体换热与流动性能匹配	当百叶窗翅片的百叶窗角度较小时，将翅片厚度与翅片间距从0.05增大到0.15，流动效率降低达35~40%。
微孔管内部流体换热与流动匹配	对于R134a冷媒，在挤压成型的多孔扁管（带翅片和不带翅片）中，当水力直径为 $0.44 << 1.564hD$ mm时的冷凝效果，发现传热系数和压力梯度随着水力直径的减小而增大。

资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表57. 微通道业务产品


微通道换热器

资料来源：公司官网，广证恒生整理

微通道换热器目前的全球覆盖率尚不足5%，在全球范围内节能环保政策驱动下，微通道产品将发挥其节能、高效的优点，将保持快速增长。

2.3.2 公司微通道换热器市场稳定增长

微通道换热器领域，三花微通道换热器的市场份额目前已全球领先（截至2016年在空调微通道换热器领域的全球市场份额为43%），尤其是在能效比要求较高的美国及欧洲国家，三花微通道的市场领先优势更加明显。公司在微通道换热器领域主要竞争对手有美国德尔福（Delphi）、丹麦丹佛斯（Danfoss）、康盛股份、浙江金宸三普四家企业。

图表58. 公司微通道换热器竞争对手

竞争对手	具体内容
德尔福（Delphi）	德尔福派克电气公司（Delphi）成立于1890年，总部设在美国俄亥俄州沃伦，是全球最大的汽车线束系统制造厂商，世界500强企业。德尔福公司原为通用汽车公司的零部件子公司。目前，德尔福生产和销售40多个系列产品，包括电子与安全系统、动力总成系统、电子/电气系统和热交换系统，其中微通道换热器属于热交换系统零部件之一。
丹佛斯（Danfoss）	丹佛斯（Danfoss）1933年在丹麦建立，是一家总部设在丹麦的全球性跨国公司，提

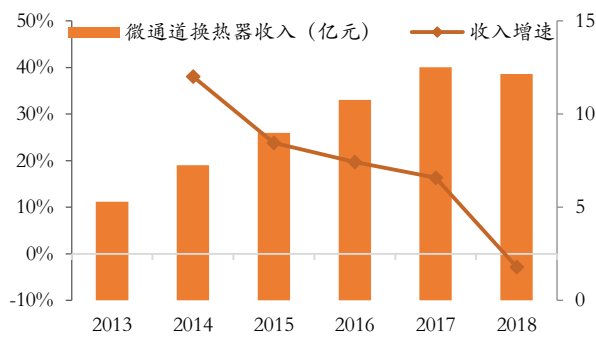


	供机械和电子产品解决方案和服务，其在国内换热器板块主要由丹佛斯微通道换热器（嘉兴）有限公司、丹佛斯（杭州）板式换热器有限公司组成。
康盛股份	公司主要生产冰箱、冷柜、空调金属管路配件。该公司的微通道换热器在国内市场主要以汽车空调市场为主，出口市场以普通空调为主。
浙江金宸三普换热器	浙江金宸三普换热器有限公司成立于2010年，主要从事微通道换热器、空调设备的生产和销售，是国内微通道换热器出口企业之一。

资料来源：公司公告，广证恒生整理

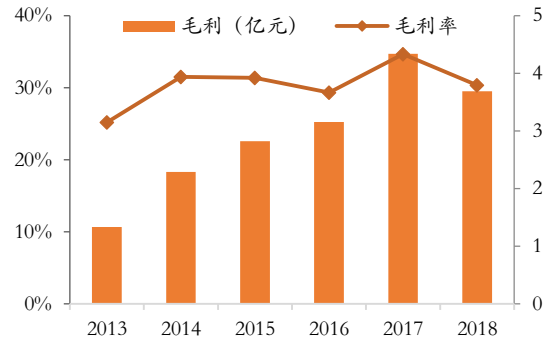
2014-2017年三花微通道换热器收入和净利润保持快速增长，2018年上半年公司收入增速和净利润增速放缓，主要原因是由于公司微通道业务上半年受到美元汇率及大客户去库存的影响，收入有所下滑但盈利能力保持稳定。2018年下半年客户去库存情况已结束，2019年排产正常。

图表59. 2018年微通道换热器收入负增长



资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表60. 2018年微通道换热器毛利率下降



资料来源：公司公告，广证恒生整理

2.3.3 微通道业务收入测算

三花微通道换热器主要客户在能效比要求较高的美国及欧洲国家，市场已经成熟，未来销量长期来看也将稳定增长。2018年上半年由于受到美元汇率及大客户（江森自控）去库存的影响，营收出现小幅下滑，利润维持稳定，下半年客户去库存情况已结束，汇率回升，现排产正常。据产业在线统计，2017年中国暖通制冷行业用微通道换热器内销额约5.34亿元，同比增长26.9%。从微通道换热器应用细分来看，家用空调使用规模约1.18亿元，商用空调使用规模约1.30亿元，热泵热水器使用规模约0.94亿元，冰箱冷柜等冷藏设备使用规模约1.16亿元，其他领域约0.76亿元，使用微通道换热器的产品也主要是出口欧美发达国家。我们分家用空调、商用空调、热泵热水器、冰箱冷柜和其他领域五个部分测算2019-2021年微通道换热器的收入，分别为12.46亿、13.26亿、14.24亿元，营收增速分别为2.44%、6.44%、7.37%。

图表61. 未来三年微通道业务收入测算

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
微通道收入 (亿元)	7.26	8.99	10.76	12.52	12.16	12.46	13.26	14.24
收入增速	38.10%	23.83%	19.69%	16.36%	-2.86%	2.44%	6.44%	7.37%
营业成本 (亿元)	4.97	6.07	7.61	8.19	8.47	8.72	9.28	9.97
毛利率	31.50%	31.38%	29.32%	34.65%	30.35%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利 (亿元)	2.29	2.82	3.15	4.34	3.69	3.74	3.98	4.27

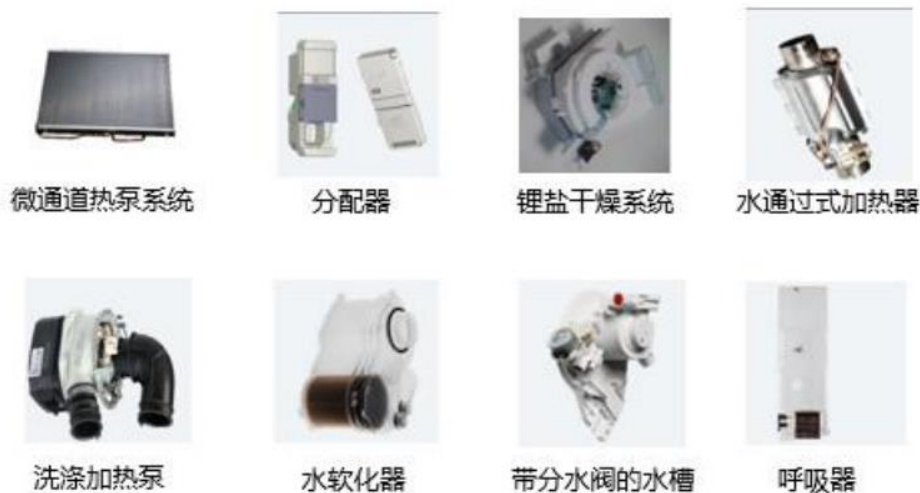
资料来源：公司公告，广证恒生测算

2.4 亚威科业务：盈利能力较低，但成长市场空间巨大

2012 年公司完成收购，亚威科是一家位于德国的家电核心系统部件研发生产公司，主要从事洗碗机，洗衣机和咖啡机等零部件的研发、制造和销售；洗碗机业务占比约七成。亚威科具有较强的研发实力，尤其在水加热领域处于行业领先地位，核心优势是洗碗机系统部件的开发制造，主要产品包括分配器、加热器、水软化器、Omega 加热泵系统等，核心技术是 Omega 加热泵系统，水循环泵、水加热管集成在一个产品上，相当于一个集成组件，主要应用于高端洗碗机市场，31-32%的洗碗机以泵作为终端解决方案。随着近年来的推广和技术升级，全球主流洗碗机厂商中采用“Omega 系统”的比例越来越高。集成洗涤加热泵在全球洗碗机市场占有率第一的 BSH 中使用比例达到 100%。

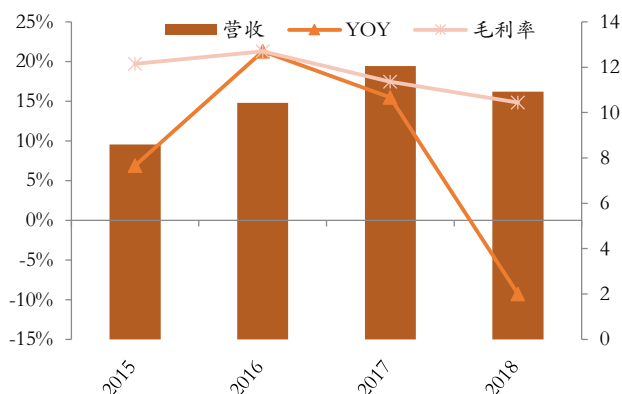
亚威科的盈利能力不及三花的其他主业。毛利率方面，亚威科近五年来在 15%~20% 之间，远低于其他主业 30% 以上的毛利水平；净利率方面，在有盈利的 2015 和 2016 年，净利率也仅为 1%~2%。主要原因：一是目前客户仍然主要集中在欧洲区域，在生产方面很多供应链也更依赖欧洲，导致成本较高；二是欧洲地区较高的人力成本也是压低盈利能力的重要原因。

图表62. 亚威科业务主要产品



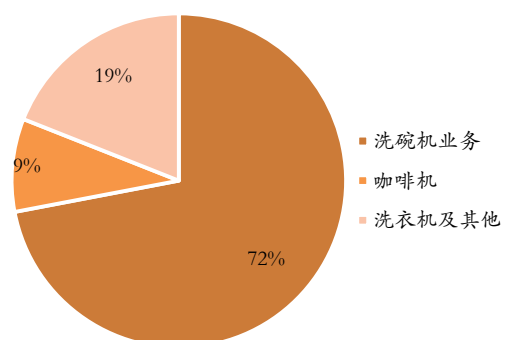
资料来源：公司官网，广证恒生整理

图表63. 亚威科业务收入和盈利能力降低



资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表64. 亚威科业务单元主营为洗碗机业务



资料来源：公司年报，广证恒生整理

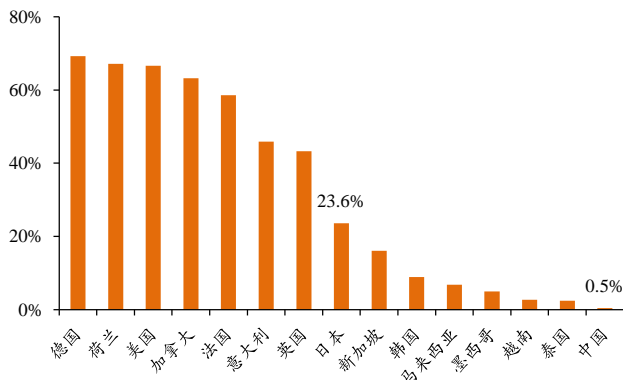


2.4.1 亚威科转移产能降低成本，未来重点开拓中国市场

公司收购亚威科后，将亚威科的生产基地由德国、上海转移至波兰、芜湖，原材料也多从国内采购，降低了生产成本；此外 GE、伊莱克斯、米勒等优质客户的回流，也提供了新的订单。亚威科 80% 的收入产生于洗碗机业务，占据欧洲洗碗机市场 50% 的份额，全球市占率 30% 以上，以 omega 泵为代表的配件销售将显著受益于国内洗碗机市场的快速增长。未来，中国将成为亚威科的重点开拓市场。

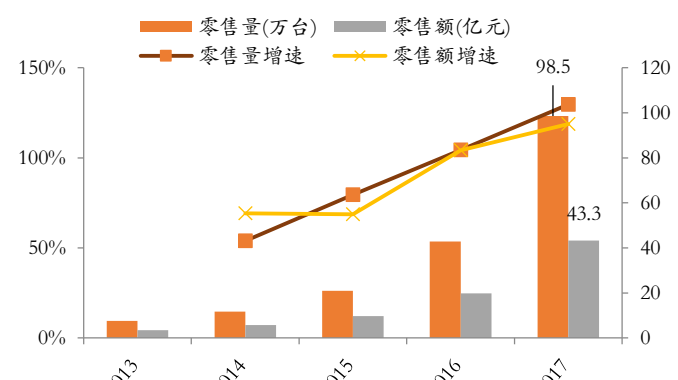
目前，我国洗碗机市场呈现快速增长趋势，2016 年我国洗碗机的普及率目前我国与日本洗碗机的普及率相比还有很大增长空间。洗碗机在我国渗透率不足 3%，相比之下，德国、美国、加拿大等国的洗碗机渗透率为 60% 以上，邻近的日本渗透率也达 20-30%，主要原因是（1）洗碗机价格较高；（2）中国厨房特点以及洗碗机独特的安装属性；（3）中西方饮食差异。目前，在我国销售的洗碗机品牌有 50 多种，主要有三类，第一类是以西门子、博世为代表的外资高端品牌，第二类是以海尔、美的为代表的国产中低端品牌，第三类是以方太为代表的国产创新品牌。随着我国居民收入水平的不断提高以及精装修房屋占比逐渐增多，我国洗碗机数量将持续高速增长。根据中怡康数据，2016 年洗碗机零售量为 42.9 万台，同比增长 104%，2017 年零售量为 98.5 万台，同比增长 130%，保持快速增长，未来洗碗机有很大的市场空间。

图表65. 我国洗碗机普及率较日本有较大增长空间



资料来源：欧睿国际，广证恒生整理

图表66. 近五年洗碗机市场规模增长迅速



资料来源：中怡康，广证恒生整理

亚威科凭借在海外市场多年的品牌、渠道优势以及技术创新积累，公司以亚威科为据点，一方面加快业务整合，在欧洲进行生产线重新布局和整合，改善自有业务经营；另一方面，坚持技术创新，努力拓展其他全新品类。随着洗碗机内销市场的快速增长，亚威科有望实现销售规模的扩大和盈利能力的改善。

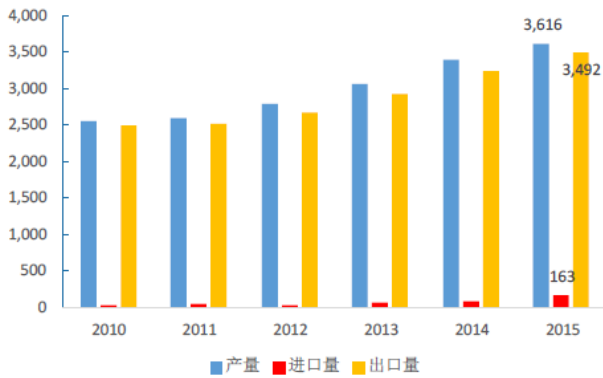
2.4.2 亚威科业务收入测算

据中怡康数据显示，2018 年国内洗碗机市场整体零售额为 59.2 亿元，同比增长 36.5%。其中，线上零售额达到 29 亿元，增速为 47.2%；线下零售额为 30.2 亿元，增速为 27.7%。从中长期来看，我们认为洗碗机年销量有望对标油烟机，成为重要的厨房电器品类。目前我国城镇家庭油烟机保有量为 68%，农村家庭油烟机保有量为 14%，对应我国油烟机年销量可达 2500 万台以上。假设我国城镇家庭洗碗机保有量达到 40%（低于油烟机保有量，高于日本保有量），农村家庭保有量为零，对应我国洗碗机存量可达 1.03 亿台。如果假设 20 年可实现该保有量，则对应 20 年复合增速为 26.2%，第 20 年销量可达 2095 万台，考虑到更新需求，年销量有望更高。国内洗碗机市场将是一个蓝海市场，三花亚威科依靠几十年的技术沉淀，以 omega 泵为代表的配件技术成熟，行业护城河深，伴随洗碗机在国内的普及洗碗机部件业务也将高速增长。

据中国产业信息显示，我国洗碗机主要用于出口西方国家，内销规模尚小。2015 年全国洗碗机产量达

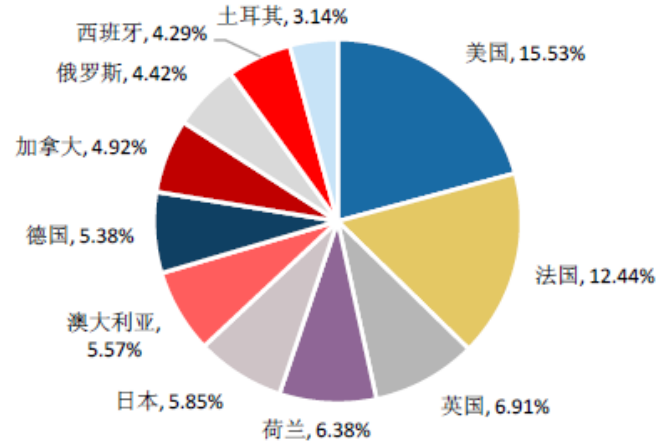
到 361.57 万套，其中出口量达 349.2 万套，占比高达 96.58%。从贸易对象来看，我国洗碗机的主要贸易国为美国、法国、英国等欧美国家，出口量分别达到总出口规模的 15.53%、12.44%、6.91%，另外荷兰、日本、澳大利亚和德国贸易份额也均超过 5%。

图表67. 洗碗机主要用于出口



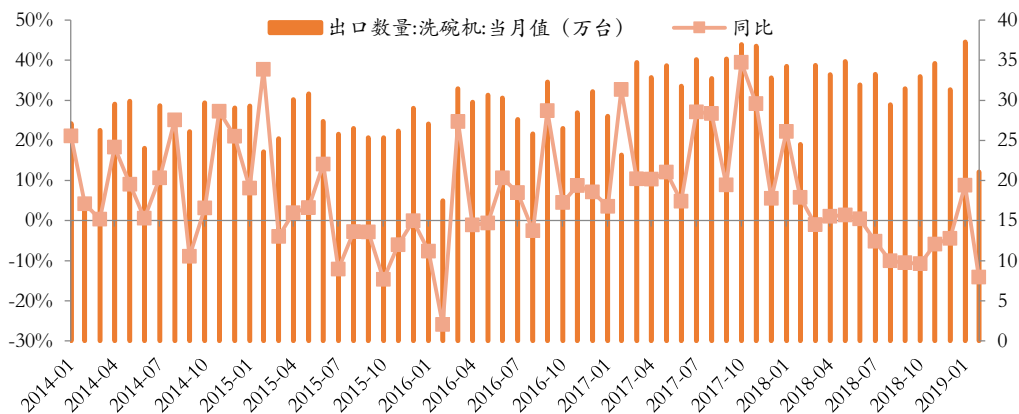
资料来源：中国产业信息，广证恒生整理

图表68. 洗碗机主要出口欧美等发达国家



资料来源：中国产业信息，广证恒生整理

图表69. 洗碗机出口数量以及增速



资料来源：Wind，广证恒生整理

2012-2017 年我国洗碗机出口保持 8% 年复合增长率，2018 年出口量下滑，主要原因是欧美洗碗机市场遇冷。三花亚威科 80% 的收入产生于洗碗机业务，2018 年洗碗机市场淡季也影响了亚威科业务，营收小幅下降。2019-2020 年，随着欧美洗碗机市场恢复正常，亚威科营收增速也将恢复。由于亚威科业务（洗碗机、咖啡机零部件）的主要客户在市场成熟的欧美地区，亚威科业务增速也比较稳定，2015-2017 年亚威科业务年复合增长率 13% 左右，我们预计欧洲洗碗机市场将在 2019 年二季度恢复正常，预测未来三年亚威科业务营收分别为 10.93 亿、11.48 亿、12.62 亿元，增长率 0%、5%、10%。

3. 公司盈利预测

我们结合四大板块（汽零业务、制冷业务、微通道业务、亚威科业务）的发展趋势进行了分析，把公司的四大板块业务进行了单独测算，并做汇总。我们预计 2019-2021 年，公司收入分别为 116.64 亿、130.88 亿、147.14 亿元，同比分别增长 7.64%、12.21%、12.43%，毛利率分别为 27.34%、27.62%、28.05%。



图表70. 2019-2021 年公司收入测算

(单位: 亿元)		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
制冷业务	营收	39.2	40.6	49.30	59.60	61.56	67.84	74.79	
	YOY	-9.90%	3.50%	21.30%	20.89%	3.29%	10.19%	10.24%	
	营业成本	26.48	26.74	31.58	40.20	42.79	47.15	51.60	
	毛利率	32.46%	34.14%	35.94%	32.56%	30.50%	30.50%	31.00%	
汽零业务	新能源 汽车部件	营收			1.84	4.40	8.76	13.46	18.45
		YOY				139.13%	99.13%	53.57%	37.10%
		营业成本			1.07	2.76	5.52	8.48	11.62
		毛利率			42.00%	37.18%	37.00%	37.00%	37.00%
	燃油 汽车部件	营收			10.26	9.92	9.92	9.92	9.92
		YOY				-3.29%	0.00%	0.00%	0.00%
		营业成本			7.30	7.35	7.34	7.34	7.34
		毛利率			28.82%	25.92%	26.00%	26.00%	26.00%
	总计	营收	7.83	9.04	12.10	14.32	18.68	23.38	28.37
		YOY		15.45%	33.85%	18.36%	30.44%	25.13%	21.35%
		营业成本	5.33	6.26	8.37	10.11	12.86	15.82	18.96
		毛利率	31.93%	30.75%	30.83%	29.38%	31.16%	32.33%	33.15%
微通道业务	营收	8.99	10.76	12.52	12.16	12.46	13.26	14.24	
	YOY	23.83%	19.69%	16.36%	-2.86%	2.44%	6.44%	7.37%	
	营业成本	6.07	7.61	8.19	8.47	8.72	9.28	9.97	
	毛利率	31.38%	29.32%	34.65%	30.35%	30.00%	30.00%	30.00%	
亚威科业务	营收	8.6	10.43	12.05	10.93	10.93	11.48	12.62	
	YOY	6.90%	21.30%	15.50%	-9.30%	0.00%	5.00%	10.00%	
	营业成本	6.9	8.51	9.94	9.31	9.29	9.75	10.73	
	毛利率	19.72%	21.30%	17.47%	14.85%	15.00%	15.00%	15.00%	
其他业务	营收		5.88	9.88	11.34	13.01	14.93	17.13	
	YOY		22.96%	68.01%	14.75%	14.75%	14.75%	14.75%	
	营业成本		4.69	7.80	9.29	11.09	12.73	14.60	
	毛利率		20.27%	21.05%	18.03%	18.00%	18.50%	18.50%	
三花业务汇总	营收	61.61	67.69	95.81	108.36	116.64	130.88	147.14	
	YOY	5.78%	9.88%	25.14%	13.10%	7.64%	12.21%	12.43%	
	营业成本	44.04	47.54	65.89	77.38	84.75	94.73	105.86	
	毛利率	28.51%	29.77%	31.23%	28.59%	27.34%	27.62%	28.05%	

资料来源: 广证恒生测算

首次覆盖, 给与“谨慎推荐”评级。预计 2019-2021 年, 公司收入分别为 116.64、130.88、147.14 亿元, 同比分别增长 7.64%、12.21%、12.43%, 归母净利润分别为 13.63、15.45、17.98 亿元, 同比分别增长 5.54%、13.32%、16.39%, EPS 分别为 0.49、0.56、0.65 元, 对应 PE 分别为 21、19、16 倍。考虑到公司的市场地位以及未来的增长预期, 给予公司 2020 年 20 倍估值, 对应目标价 11.2 元, 首次覆盖, 给与“谨慎推荐”评级。



主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10835.99	11664.29	13088.06	14714.47
同比(%)	13.10%	7.64%	12.21%	12.43%
归母净利润(百万元)	1292.35	1363.96	1545.66	1798.92
同比(%)	4.56%	5.54%	13.32%	16.39%
毛利率(%)	28.59%	27.34%	27.62%	28.05%
ROE(%)	15.55%	15.00%	15.54%	16.33%
每股收益(元)	0.47	0.49	0.56	0.65
P/E	17.10	21.06	18.58	15.97
P/B	2.55	3.06	2.79	2.50
EV/EBITDA	7.78	13.70	12.10	10.08



附录：公司财务预测表

资产负债表		单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
流动资产	9687	9100	10122	11189	
现金	1349	2534	2727	3756	
应收账款	1846	1546	1674	1689	
其它应收款	87	85	89	87	
预付账款	50	47	50	49	
存货	2027	1696	1860	1861	
其他	4329	3192	3722	3748	
非流动资产	4245	4366	4574	4693	
长期投资	13	26	33	24	
固定资产	2942	3280	3526	3666	
无形资产	535	554	598	651	
其他	755	507	418	353	
资产总计	13932	13466	14696	15883	
流动负债	4793	3709	4086	4196	
短期借款	1105	670	794	856	
应付账款	0	797	759	519	
其他	3688	2242	2532	2821	
非流动负债	439	269	208	54	
长期借款	222	76	10	-149	
其他	217	193	198	203	
负债合计	5232	3978	4293	4250	
少数股东权益	85	98	114	129	
股本	2131	2770	2770	2770	
资本公积	1702	1063	1063	1063	
留存收益	4938	5557	6456	7671	
归属母公司股东权益	8654	9390	10289	11503	
负债和股东权益	13932	13466	14696	15883	

现金流量表		单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	1289	2987	1371	2224	
净利润	1311	1364	1546	1799	
折旧摊销	311	351	413	472	
财务费用	-52	40	18	9	
投资损失	-49	-49	-49	-49	
营运资金变动	-445	1247	-578	-26	
其它	212	33	20	19	
投资活动现金流	-1279	-431	-573	-544	
资本支出	-915	-422	-536	-521	
长期投资	-48	-8	-11	10	
其他	-316	-1	-26	-33	
筹资活动现金流	-203	-1370	-605	-650	
短期借款	497	-434	124	62	
长期借款	-263	-146	-66	-158	
普通股增加	10	639	0	0	
资本公积金增加	82	-639	0	0	
其他	-529	-790	-664	-554	
现金净增加额	-193	1185	192	1029	

数据截至 2019-6-13

利润表		单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
营业收入	10836	11664	13088	14714	
营业成本	7738	8475	9473	10586	
营业税金及附加	86	92	104	116	
营业费用	532	490	589	662	
管理费用	582	933	1047	1177	
财务费用	-52	40	18	9	
资产减值损失	55	59	66	74	
公允价值变动收益	-21	0	0	0	
投资净收益	49	49	49	49	
营业利润	1546	1623	1840	2137	
营业外收入	2	2	2	2	
营业外支出	9	9	9	9	
利润总额	1539	1616	1833	2130	
所得税	228	239	271	316	
净利润	1311	1377	1561	1815	
少数股东损益	19	13	16	16	
归属母公司净利润	1292	1364	1546	1799	
EBITDA	1894	2008	2264	2611	
EPS (摊薄)	0.47	0.49	0.56	0.65	

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	13.1%	7.6%	12.2%	12.4%
营业利润增长率	5.0%	5.0%	13.3%	16.2%
归属于母公司净利润增	4.6%	5.5%	13.3%	16.4%
获利能力				
毛利率	23.7%	23.2%	23.5%	23.8%
净利率	8.1%	7.2%	7.4%	12.1%
ROE	15.5%	15.0%	15.5%	16.3%
ROIC	12.7%	13.3%	13.6%	14.3%
偿债能力				
资产负债率	37.6%	29.5%	29.2%	26.8%
净负债比率	34.57%	27.84%	27.17%	26.11%
流动比率	2.02	2.45	2.48	2.67
速动比率	1.60	2.00	2.02	2.22
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.85	0.93	0.96
应收账款周转率	6.23	6.88	8.13	8.75
应付账款周转率	10.45	21.25	12.17	16.56
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.49	0.56	0.65
每股经营现金流(最新摊)	0.61	1.08	0.49	0.80
每股净资产(最新摊薄)	4.06	3.39	3.71	4.15
估值比率				
P/E	17.10	21.06	18.58	15.97
P/B	2.55	3.06	2.79	2.50
EV/EBITDA	7.78	13.70	12.10	10.08



4. 风险提示

- 制冷行业寒冬房地产行业影响导致制冷行业需求下滑；
- 新能源汽车补贴退坡影响过大，导致新能源汽车零部件业务不及预期；
- 公司产品价格下滑风险，原材料上涨风险。



分析师：刘伟浩，中山大学工商管理硕士，浙江大学工业设计、计算机双学士。具有 A 股和港股跨市场的研究经验，对汽车整车、零部件、经销商有丰富的研究经验。2016 年加入广证恒生高端装备团队。

数据支持：刘伊霞、胡明龙

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。