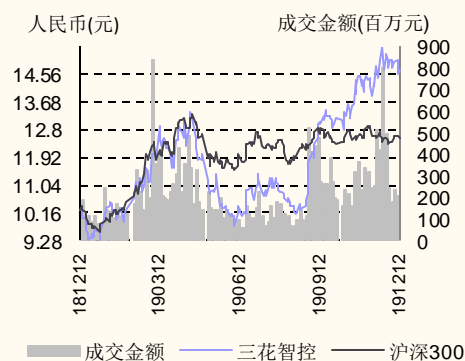


市场价格 (人民币): 14.66 元

目标价格 (人民币): 15.75 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	27.66
已上市流通 A 股(亿股)	24.19
总市值(亿元)	405.45
年内股价最高最低(元)	15.43/14.20
沪深 300 指数	3891
中小板综	9162



相关报告

1. 《业绩稳健，期待汽零业务遍地开花-三花智控 Q3 点评》，2019.10.25
2. 《业绩稳增，家电业务现金奶牛，汽零增长主力-三花智控 2019H...》，2019.8.29
3. 《单季度毛利率承压，经营性现金流改善-三花智控 Q1 点评》，2019.4.22
4. 《营收首破百亿，有望受益于 Model 3 上量-三花智控年报》，2019.4.3

陈晓 联系人
chenxiao@gjzq.com.cn

周俊宏 联系人
zhoujunhong@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009

进入宝马供应链，汽零业务遍地开花

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.583	0.607	0.512	0.525	0.541
每股净资产(元)	3.71	4.04	4.56	5.04	5.55
每股经营性现金流(元)	0.31	0.60	0.76	0.83	0.71
市盈率(倍)	31.46	20.92	27.61	26.97	26.17
净利润增长率(%)	44.14%	4.56%	9.66%	2.39%	3.04%
净资产收益率(%)	15.69%	15.00%	14.58%	13.50%	12.65%
总股本(百万股)	2,120.32	2,130.65	2,765.66	2,765.66	2,765.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 12月12日，公司发布公告被确定为德国宝马 CLAR/FAAR-WE 两大平台的供货商，其中 ETXV 项目为全球独家供货，Chiller+EXV 项目为中国独家供货，生命周期内销售额约 6 亿元人民币，相关车型预计于 2022 年量产。

经营分析

- 家电业务是业绩“压舱石”，汽零业务引领未来增长。**公司系全球制冷控制元器件龙头，目前营收占比 87% 的家电业务稳健增长，不断加深与大客户绑定，电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、Omega 泵等产品市占率全球领先。营收占比 13% 的汽零业务订单全面开花，为未来 5 年业绩增长引擎。
- 有望分享特斯拉 Model 3 放量红利。**独家供应 Model 3 热管理零部件，包含热力膨胀阀、电子膨胀阀、电子油泵、油冷器、水冷板、电池冷却器、压块等产品，单车价值约 2000 元；并且独家供应 Model S/X 电子膨胀阀。Model 3 国产化加速增厚公司业绩，且特斯拉产业链产生的示范效应有利于公司扩张产品种类（单件向总成拓展）和进一步开拓优质客户。
- 汽零业务遍地开花，手握近 160 亿订单。**公司凭借绝对领先的汽车膨胀阀产品，打入欧美主流电动车企供应体系：**攻入最难准入之一的宝马供应链**，独家供应 CLAR/FAAR-WE 平台，生命周期内销售额合计约 6 亿，相关车型预计于 2022 年量产；拿下通用汽车电子水泵（预计至 2027 年销售额近 10 亿）、电动车平台 BEV3 电池冷却组件和多个热管理阀类产品订单（独家，6 年生命周期销售额近 20 亿）。公司目前手握近 160 亿订单，业绩有保障。

盈利预测与投资建议

- 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 14.17/14.51/14.95 亿元，对应 EPS 为 0.51/0.53/0.54 元。给予公司目标价 15.75 元，对应 2020 年 30x 估值，维持买入评级。

风险提示

- 车市低迷；家电行业增速下滑；新能源汽车发展不及预期；商用制冷开拓客户不达预期；制冷产品市占率下降；汇率波动；Model 3 销量不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	6,769	9,581	10,836	11,896	12,828	13,774	货币资金	1,469	1,501	1,349	2,015	2,194	2,589
增长率		41.5%	13.1%	9.8%	7.8%	7.4%	应收账款	2,486	3,711	4,161	4,928	5,130	5,534
主营业务成本	-4,754	-6,589	-7,738	-8,381	-9,132	-9,825	存货	1,204	1,857	2,027	2,139	2,351	2,543
%销售收入	70.2%	68.8%	71.4%	70.5%	71.2%	71.3%	其他流动资产	387	1,715	2,150	2,072	2,077	2,080
毛利	2,015	2,993	3,098	3,515	3,696	3,948	流动资产	5,546	8,784	9,687	11,154	11,752	12,745
%销售收入	29.8%	31.2%	28.6%	29.5%	28.8%	28.7%	%总资产	66.0%	71.1%	69.5%	71.2%	70.9%	71.1%
营业税金及附加	-79	-81	-86	-94	-103	-117	长期投资	19	93	44	48	48	48
%销售收入	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	固定资产	2,368	2,948	3,553	3,804	4,126	4,503
销售费用	-357	-489	-532	-535	-635	-689	%总资产	28.2%	23.9%	25.5%	24.3%	24.9%	25.1%
%销售收入	5.3%	5.1%	4.9%	4.5%	5.0%	5.0%	无形资产	404	458	576	660	644	628
管理费用	-709	-872	-582	-630	-693	-758	非流动资产	2,853	3,564	4,245	4,512	4,817	5,179
%销售收入	10.5%	9.1%	5.4%	5.3%	5.4%	5.5%	%总资产	34.0%	28.9%	30.5%	28.8%	29.1%	28.9%
研发费用	0	0	-437	-523	-552	-620	资产总计	8,399	12,348	13,932	15,666	16,569	17,924
%销售收入	0.0%	0.0%	4.0%	4.4%	4.3%	4.5%	短期借款	658	851	1,587	1,370	710	720
息税前利润 (EBIT)	869	1,550	1,460	1,732	1,714	1,765	应付款项	1,663	2,599	2,907	3,174	3,472	3,579
%销售收入	12.8%	16.2%	13.5%	14.6%	13.4%	12.8%	其他流动负债	259	305	299	621	650	704
财务费用	92	-125	52	-70	-38	-25	流动负债	2,580	3,755	4,793	5,165	4,831	5,003
%销售收入	-1.4%	1.3%	-0.5%	0.6%	0.3%	0.2%	长期贷款	273	485	222	512	712	812
资产减值损失	-74	-49	-55	-42	-31	-15	其他长期负债	179	182	217	173	181	190
公允价值变动收益	4	10	-21	1	0	0	负债	3,032	4,423	5,232	5,850	5,724	6,005
投资收益	34	38	49	29	28	15	普通股股东权益	5,323	7,875	8,615	9,722	10,747	11,816
%税前利润	3.3%	2.6%	3.2%	1.7%	1.6%	0.8%	其中：股本	1,801	2,120	2,131	2,131	2,131	2,131
营业利润	926	1,472	1,546	1,649	1,673	1,741	未分配利润	2,831	3,787	4,489	5,480	6,505	7,574
营业利润率	13.7%	15.4%	14.3%	13.9%	13.0%	12.6%	少数股东权益	44	50	85	93	98	103
营业外收支	93	4	-7	40	55	35	负债股东权益合计	8,399	12,348	13,932	15,666	16,569	17,924
税前利润	1,019	1,477	1,539	1,689	1,728	1,776	比率分析						
利润率	15.1%	15.4%	14.2%	14.2%	13.5%	12.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-157	-226	-228	-263	-273	-275	每股指标						
所得税率	15.4%	15.3%	14.8%	15.6%	15.8%	15.5%	每股收益	0.476	0.583	0.607	0.512	0.525	0.541
净利润	862	1,251	1,311	1,425	1,455	1,501	每股净资产	2.955	3.714	4.043	4.563	5.044	5.546
少数股东损益	4	15	19	8	4	6	每股经营现金净流	0.727	0.306	0.604	0.765	0.828	0.711
归属于母公司的净利润	857	1,236	1,292	1,417	1,451	1,495	每股股利	0.100	0.300	0.250	0.200	0.200	0.200
净利率	12.7%	12.9%	11.9%	11.9%	11.3%	10.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	16.11%	15.69%	15.00%	14.58%	13.50%	12.65%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	10.21%	10.01%	9.28%	9.05%	8.76%	8.34%
净利润	862	1,251	1,311	1,425	1,455	1,501	投入资本收益率	11.67%	14.18%	11.80%	12.50%	11.76%	11.09%
少数股东损益	4	15	19	8	4	6	增长率						
非现金支出	322	342	366	397	446	463	主营业务收入增长率	9.88%	41.54%	13.10%	9.78%	7.83%	7.37%
非经营收益	-28	-4	50	57	-16	4	EBIT增长率	19.34%	78.37%	-5.81%	18.61%	-1.03%	3.00%
营运资金变动	154	-940	-439	-250	-121	-452	净利润增长率	41.63%	44.14%	4.56%	9.66%	2.39%	3.04%
经营活动现金净流	1,310	649	1,288	1,629	1,764	1,516	总资产增长率	4.47%	47.02%	12.83%	12.45%	5.77%	8.18%
资本开支	-283	-594	-907	-650	-665	-775	资产管理能力						
投资	0	-52	34	-7	-2	-1	应收账款周转天数	60.5	53.2	58.6	73.3	70.7	72.5
其他	216	-1,111	-406	29	28	15	存货周转天数	91.7	84.8	91.6	94.5	95.9	96.2
投资活动现金净流	-67	-1,756	-1,279	-628	-639	-761	应付账款周转天数	63.1	66.3	72.2	75.0	77.0	73.0
股权募资	9	1,312	107	116	0	0	固定资产周转天数	117.8	94.5	99.1	93.7	90.1	86.5
债权募资	-537	325	345	60	-452	119	偿债能力						
其他	-313	-745	-653	-511	-493	-480	净负债/股东权益	-10.10%	-2.26%	5.25%	-1.42%	-7.21%	-8.95%
筹资活动现金净流	-841	892	-201	-335	-945	-361	EBIT利息保障倍数	-9.4	12.4	-28.0	24.7	44.6	71.7
现金净流量	403	-215	-193	666	180	394	资产负债率	36.10%	35.82%	37.55%	37.34%	34.55%	33.50%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	17	18	38
增持	2	5	15	16	31
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.71	1.47	1.47	1.49

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

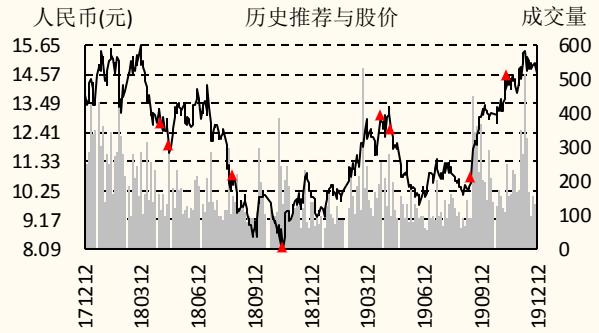
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-04-16	买入	17.87	22.51~22.51
2	2018-04-26	买入	16.93	22.51~22.51
3	2018-08-10	买入	14.23	20.51~20.51
4	2018-10-29	买入	11.62	16.83~16.83
5	2019-04-03	买入	16.47	17.75~17.75
6	2019-04-22	买入	17.37	17.75~17.75
7	2019-08-29	买入	10.73	13.97~13.97
8	2019-10-25	买入	14.15	15.75~15.75

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH