

三花智控（002050）深度跟踪报告

汽零资产注入，迎来成长新篇章

2017年4月21日

投资要点

- ❖ **增发注入优质汽零资产，制冷与节能零部件业务形成统一平台。**公司拟向三花绿能（控股股东 100%持股）以 9.62 元/股发行 2.23 亿股，合计作价 21.50 亿元，收购其全资子公司三花汽零，股份锁定期为三年。此外，将以询价方式向不超过 10 名特定投资者发行股份，募资 13.22 亿元，用于新增新能源汽车零部件相关产能。不考虑募集资金，收购价格对应三花汽零 2016~17 年 PE 分别为 16/13 倍。收购完成后，公司将完成家用/商用/车用制冷及绿色节能零部件业务的统一平台，实现协同效应增强与利益一致。
- ❖ **汽零资产质量优良，在车用空调/新能源车电池热管理等领域优势显著。**三花汽零 2016 年收入/利润分别为 9.04 亿/1.34 亿元。当前 74% 收入来自于膨胀阀/贮液器，为汽车空调核心零部件，主要客户为法里奥/马勒等全球知名汽车零部件供应商，膨胀阀全球/国内市场份额 16%/37%，位列前茅。随着新能源汽车兴起，其制冷技术原理与家用空调更加接近，对节能/电池热管理等方面也提出了更高要求。公司自 2009 年即持续布局新型汽车空调和热管理领域的研发，并且依靠在电子膨胀阀及热管理系统的产品优势，成为奔驰、特斯拉等整车厂的一级供应商。后续受益新能源汽车行业的爆发增长，业绩弹性巨大。
- ❖ **随 T 龙头放量业绩弹性大，盈利预测未来三年 CAGR24% 相对保守，有望超预期。**三花汽零为国际新能源车龙头 T 龙头重要供应商，预计未来将为其各车型提供配件，在 18/19 年将会跟随龙头放量增长，业绩弹性较大。根据我们的测算，假设 T 龙头最新款车型 2017~19 产量分别为 3/30/50 万辆，则汽零相关业务收入可达到 0.5/5.1/8.5 亿元，占公司当期预测收入比重可达 3.8%/32.5%/49.1%。公司 2017/18/19 年归母净利润预估值分别为 1.69/2.08/2.45 亿元，我们认为业绩承诺相对保守，后续超预期概率较大。
- ❖ **空调阀门主业仍处爆发期，亚威科/微通道业务有望持续高增长。**公司当前主业有六成以上收入来自截止阀、四通阀、电子膨胀阀等空调零部件，17 年上半年受益空调补库存以及终端需求超预期，空调相关业务增速弹性大，根据产业在线数据，17 年前两月份截止阀/四通阀/电子膨胀阀内销增速分别为 31/29/49%。此外，亚威科集团（主要生产洗碗机零部件）未来将受益国内洗碗机市场爆发，业绩持续保持快速增长。微通道换热器业务目前全球市场替代率仍低，考虑其环保、高效、低成本等优点，未来成长空间同样广阔。公司以技术驱动为核心，持续布局、培育新型、高效节能零部件业务，具备持续的成长动力。
- ❖ **风险因素：**空调行业不景气；新能源汽车业务不达预期；原材料价格上涨。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**考虑到空调补库存力度超预期，上调公司 2017~18 年主业 EPS 预测至 0.59/0.71 元（原预测 0.56/0.65 元），新增 2019 年预测 0.82 元，若考虑注入资产（不考虑募集资金），对应备考 EPS 分别为 0.60/0.74/0.85，对应 PE 分别为 18/15/13，较可比标的显著低估，维持“买入”评级，目标价 15.14 元，对应 2017 年备考 EPS 为 25 倍 PE。

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	6161	6769	8625	9918	11325
增长率 YoY%	-6.1%	9.9%	27.4%	15%	14.2%
净利润（百万元）	605	857	1057	1285	1481
增长率 YoY%	8.0%	41.6%	23.3%	21.6%	15.2%
每股收益 EPS（全面摊薄）（元）	0.34	0.48	0.59	0.71	0.82
毛利率%	28.5%	29.8%	30.7%	31.5%	31.8%
净资产收益率 ROE%	13.0%	16.1%	18.1%	19.2%	19.3%
PE	33	23	19	16	14
PB	4.3	3.8	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	22.6	18.5	15.0	12.5	10.8

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 20 日收盘价



买入（维持）

当前价：10.81 元

目标价：15.14 元

中信证券研究部

金星

电话：021-20262128

邮件：jinxing@citics.com

执业证书编号：S1010512100002

甘骏

电话：021-20262151

邮件：ganjun@citics.com

执业证书编号：S1010516070002

联系人：姚煦阳

电话：021-20262150

邮件：yaoxuyang@citics.com

联系人：雨晨

电话：20262123

邮件：yu_chen@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3461.55 点
总股本/流通股本	1801.5/1563.8 百万股
近 12 月最高/最低价	11.4 元/7.21 元
近 1 月绝对涨幅	0%
近 6 月绝对涨幅	-2.88%
今年以来绝对涨幅	-2.09%
12 个月日均成交额	130.47 百万元

相关研究

1. 三花股份（002050）2016 年三季报点评—主业复苏实现高增长，新产业布局整装待发(2016-10-19)
2. 三花股份（002050）跟踪快报—主业强势回暖，业绩弹性可期(2016-09-28)

目录

增发注入汽零资产，实现业务协同	2
交易方案	2
汽零资产盈利能力优质，估值相对行业水平较低	2
制冷和节能零部件业务形成统一平台，充分发挥协同效应	3
汽零资产质量优良，在车用空调领域优势显著	3
产品竞争力强，核心产品市场份额领先	3
新能源汽车零件优势显著，未来受益于行业爆发增长	5
随 T 龙头放量业绩弹性大，盈利有望超预期	6
空调阀门主业高增长，亚威科/微通道业务前景广阔	6
空调阀门主业稳固，空调补库存推动主业高增长	6
亚威科未来受益于国内洗碗机市场爆发	7
微通道热交换器市场替代率低，未来空间广阔	8
盈利预测与投资建议	9
关键假设	9
盈利预测	9
投资评级	9
风险因素	9

插图目录

图 1：三花控股股权结构图.....	2
图 2：三花控股集团业务构成	3
图 3：三花汽零 2016 年分产品营收占比	4
图 4：三花汽零 2016 年国内外营收占比	4
图 5：公司预测未来五年车用电子膨胀阀营收及增速	5
图 6：公司预测未来五年油冷器、冷却板和电池冷却器等新能源部件合计营收及增速	5
图 7：过去五年全球新能源汽车销量及增速	6
图 8：过去五年我国新能源汽车销量及增速	6
图 9：空调最近六个月产量及增速.....	6
图 10：空调最近六个月销量及增速.....	6
图 11：截止阀最近六个月内销量及增速	7
图 12：四通阀最近六个月内销量及增速.....	7
图 13：电子膨胀阀最近六年内销量及增速	7
图 14：公司电子膨胀阀最近六年营收及增速	7
图 15：过去六年我国洗碗机销量及增速.....	8
图 16：主要国家洗碗机渗透率	8
图 17：我国微通道换热器 2011-2015 年销售额	8
图 18：2016 年微通道换热器应用市场分布	8

表格目录

表 1：资产注入前后公司股权变化	2
表 2：三花汽零与可比上市公司毛利率以及估值比较	3
表 3：三花汽零主要产品及用途	4
表 4：三花汽零分产品/市场营收增长率	5
表 5：三花智控主业营收预测	9
表 6：三花汽零营收及利润预测	9

增发注入汽零资产，实现业务协同

交易方案

公司拟向三花绿能（控股股东全资子公司）发行股份购买其持有的三花汽零 100% 股权，交易作价为 21.5 亿元。按照公司前 60 个交易日公司股票交易均价的 90%（9.62 元/股），公司本次将发行普通股 223,492,723 股用于购买资产。

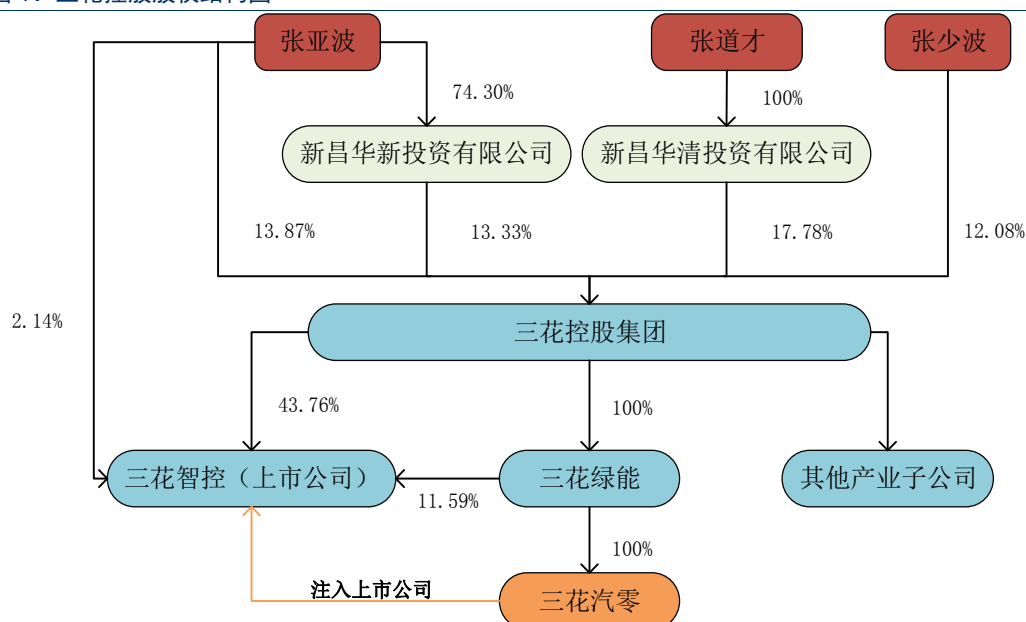
此外，公司将募集 13.22 亿元用于新能源汽车零部件产能建设。公司将通过询价的方式向符合条件的不超过 10 名（含 10 名）特定对象非公开发行股份募集配套资金不超过 132,231 万元，若按照募集资金最低价格 9.62 元/股（最终发行价格有待于确定），公司需发行普通股 137,454,261 股。募集资金将用于三花汽零“年产 1150 万套新能源汽车零部件建设项目”、“新增年产 730 万套新能源汽车热管理系统组件技术改造项目”、“新增年产 1270 万套汽车空调控制部件技术改造项目”、“扩建产品测试用房及生产辅助用房项目”。

表 1：资产注入前后公司股权变化

股东名称	本次交易前		资产注入完成后		募集资金后	
	股份数量 (股)	股份比例	股份数量 (股)	股份比例	股份数量 (股)	股份比例
三花控股	788,374,733	43.76%	788,374,733	38.93%	788,374,733	36.46%
三花绿能	208,809,136	11.59%	432,301,859	21.35%	432,301,859	19.99%
张亚波	38,480,000	2.14%	38,480,000	1.90%	38,480,000	1.78%
特定投资者					137,454,261	6.36%
社会公众股东	765,812,271	42.51%	765,812,271	37.82%	765,812,271	35.41%
合计	1,801,476,140	100.00%	2,024,968,863	100.00%	2,162,423,124	100.00%

资料来源：公司公告、中信证券研究部。注：定增募集资金的价格按照最低价即 9.62 元每股计算

图 1：三花控股股权结构图



资料来源：公司公告、中信证券研究部

汽零资产盈利能力优质，估值相对行业水平较低

三花汽零 2016 年实现营业收入 9.04 亿元（同比+15.48%），净利润 1.34 亿元（同比+10.17%）。2016 年主营业务毛利率 30.73%，成本费用率 18.31%，净利率为 14.77%，盈利能力处于较高水平。公司 2017/18/19 年归属母净利润预估值分别为 1.69/2.08/2.45 亿元

（若交易未能在 2017 年完成，则盈利预估值承诺延长至 2020 年，2020 年利润预估值为 2.64 亿元）。三花绿能承诺，若本次交易在 2017 年完成，则公司在未来三年扣除非经常性损益后归母净利润之和不低于前述预估值之和即 6.22 亿元，若低于承诺累计利润数，则采取股权补偿的方式以总价 1 元回购注销应补偿的股份。

本次收购作价对应三花汽零 2016/17 年 PE 分别为 16/13 倍，收购价格存在一定低估。三花汽零同行业汽车零部件公司 PE 都在 24 倍以上，同时三花汽零在所属领域具备品牌知名度+较强的研发能力+新能源汽车领域领先优势，本次收购价格存在一定的低估。

表 2：三花汽零与可比上市公司毛利率以及估值比较

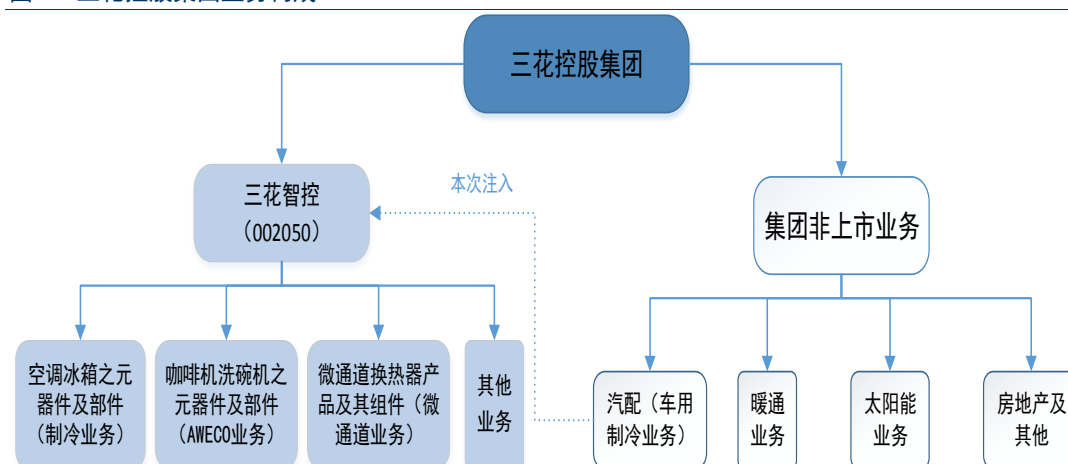
可比上市公司名称及代码	2016 年	2015 年	PE
腾龙股份（603158.SH）	35.16%	32.39%	49.18
银轮股份（002126.SZ）	26.61%	28.48%	26.35
奥联电子（300585.SZ）	41.03%	40.14%	79.26
西泵股份（002536.SZ）	24.77%	22.75%	24.12
松芝股份（002454.SZ）	25.66%	29.48%	25.33
均值	30.65%	30.65%	40.848
三花汽零	30.73%	32.03%	16.1

资料来源：公司公告、wind、中信证券研究部

制冷和节能零部件业务形成统一平台，充分发挥协同效应

本次收购完成后，公司将完成家用/商用/车用制冷及绿色节能零部件业务的统一平台，实现协同效应增强和利益一致。汽车空调和热管理系统具有高度电气化的特点，对于其零部件的功能要求趋近于家用商用空调部件，但在设计要求上又高于家用商用空调部件，两者在开发技术上高度相通又各自具备独特性。公司在家用和商用空调部件领域丰富的产品开发经验可以应用于汽车空调领域，能为三花汽零在产品开发上带来先发优势，能够帮助三花汽零做大做强，未来公司和三花汽零将在采购、生产以及研发上充分发挥协同效应。

图 2：三花控股集团业务构成



资料来源：公司公告、中信证券研究部

汽零资产质量优良，在车用空调领域优势显著

产品竞争力强，核心产品市场份额领先

三花汽零是汽车空调及热管理系统控制部件的全球主要供应商，市场前景广阔。三花汽零是一家专门从事汽车空调及热管理系统（含新能源汽车空调和热管理系统）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），主要应用于乘用车。公司产品种类丰富，主要包括为汽车空调热力膨胀阀（TXV）、汽车自动空调控制器、调温阀（TBV）、车用电子膨胀阀、电子水泵、油泵、水阀、冷媒阀、贮液器、压块、油冷器、电池冷却器、冷却板等。随着国内外乘用车需求稳定增长，特别是新能源汽车需求的急剧增加，以及对节能环保、乘车舒适性等要求的不断提高，汽车空调和热管理系统控制部件市场将持续扩大，市场前景广阔。

公司产品在全球范围内具备较强竞争力，是国内外各大知名汽车整车厂商一级供应商。公司不仅是法雷奥、马勒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、T 龙头、比亚迪、上汽等整车厂商的汽车一级供应商资质认证，成功进入了汽车整车厂商“金字塔结构”的供应配套体系的顶层，成为了少数具有全球竞争力的汽车零部件供应商。

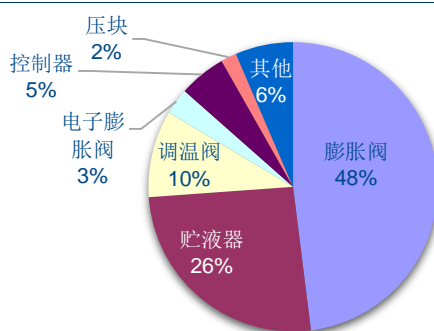
表 3：三花汽零主要产品及用途

产品	功能及用途
膨胀阀（TXV）	简称“膨胀阀”，主要产品为热力膨胀阀和带电磁阀的热力膨胀阀，热力膨胀阀在汽车热管理系统中既是控制制冷剂流量的调节阀，又是制冷系统中的节流阀，通过对制冷剂流量的控制，给换热器提供合适制冷剂流量，保证合适过热度，使换热器工作于最佳换热效率，并防止损坏压缩机。
调温阀（TBV）	主要产品为调温阀、电动调温阀和多通路油阀，应用于使用自动变速箱的汽车上，通过阀内感温元件的特性来控制变速箱油温，并达到变速箱的最佳工作温度，增强变速箱内部传动机构的润滑效果，减少摩擦损耗，达到节能与延长自动变速箱寿命的目的。
贮液器	用于汽车空调系统，安装于膨胀阀前端。具有贮存制冷剂，并进行气液分离，为系统提供液态的制冷剂，过滤系统中的杂质，吸收系统水分功能。
自动空调控制器	自动空调控制器作为自动空调的控制核心，需要采集车内温度、车内湿度、车外温度、出风温度、蒸发器温度、发动机水温、阳光辐射、发动机转速、车速等信号，并根据整车的动力管理要求和能量管理要求，按照一定的控制逻辑，控制空调的出风量、出风方向和出风温度，自动控制车内的温度在设定的范围之内，满足舒适性的要求。
压块	一般焊接于冷凝器、蒸发器、制冷剂管路，用于连接空调管路、油路以及冷却水路和阀门。
车用电子膨胀阀（EXV）	主要产品为 LIN 控制的 EXV、CAN 控制的 EXV 以及 CO2 用的 EXV，车用电子膨胀阀用于车载制冷剂侧热管理系统，通过和控制器的结合使用来实现智能调节制冷剂流量供给车载换热器，快速稳定高效地获得车用复杂工况所需的换热效果。

资料来源：公司公告、中信证券研究部

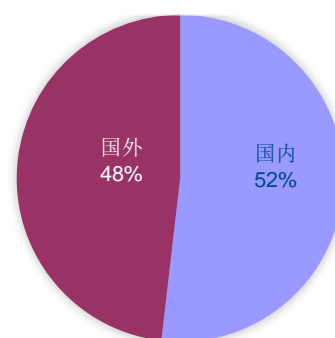
核心产品膨胀阀和贮液器的全球市场份额领先。三花汽零当前 74% 的营收来自于膨胀阀和贮液器，膨胀阀和贮液器为汽车空调核心零部件之一，分别用于空调系统冷媒流量自动调节和冷媒储存、过滤和干燥。公司通过多年研发，掌握了这两个产品的核心技术，经过十几年的发展，已经成为全球热力膨胀阀和贮液器的全球主要供应商。2016 年公司汽车空调膨胀阀销量全球市场占有率超过 16%，国内市场占有率超过 37%，市场份额位列前茅。

图 3：三花汽零 2016 年分产品营收占比



资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 4：三花汽零 2016 年国内外营收占比



资料来源：公司公告、中信证券研究部

车用电子膨胀阀和调温阀迎来爆发式增长。2016 年公司主要产品除压块外销售收入均有所增长，占营收比重较大的膨胀阀（同比+6.60%）和贮液器（同比+3.81%）小幅增长，占营收比重相对较小的调温阀（同比+161.18%）和电子膨胀阀（同比+1143.25%）迎来爆发。其中，获得 PACE AWARD 创新大奖的电子膨胀阀受到国际的广泛性认可，迎来爆发式增长，未来有望延续高速增长态势。

表 4：三花汽零分产品/市场营收增长率

分产品	2016 年度	2015 年度	增长率
膨胀阀	37,608.35	35,280.98	6.60%
贮液器	20,233.77	19,491.59	3.81%
调温阀	7,616.70	2,916.27	161.18%
电子膨胀阀	2,290.57	184.2	1143.52%
控制器	4,134.14	3,032.98	36.31%
压块	1,368.54	1,436.31	-4.72%
其他	5,062.20	4,969.94	1.86%
分市场			
国内市场	40,593.97	40,083.05	1.27%
国外市场	37,720.30	27,229.22	38.53%
主营业务收入	78,314.27	67,312.27	16.34%

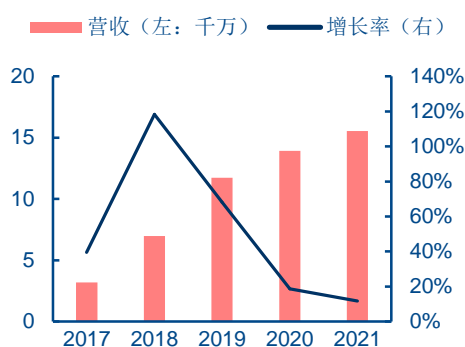
资料来源：公司公告、中信证券研究部

新能源汽车零件优势显著，未来受益于行业爆发增长

公司很早就开始新能源汽车空调和热管理系统部件的研发，相关业务优势显著。公司从 2009 年就已经开始研究新型汽车空调和热管理系统需要的零部件，集团 2012 年与中科院理化所共同成立了新能源汽车空调联合研发中心，进行新能源空调技术的研究工作。目前公司在电子膨胀阀上技术已经成熟，未来将逐步扩大产能；在油冷器、冷却板和电池冷却器等新能源汽车部件上技术已经成型，未来两年将会实现量产。新能源汽车空调由于同时承担了电池热管理功能，成为新能源汽车的关键组成部分，三花汽零依靠在电子膨胀阀及热管理系统的产品研发优势，已成为奔驰、T 龙头等整车厂商的一级供应商。

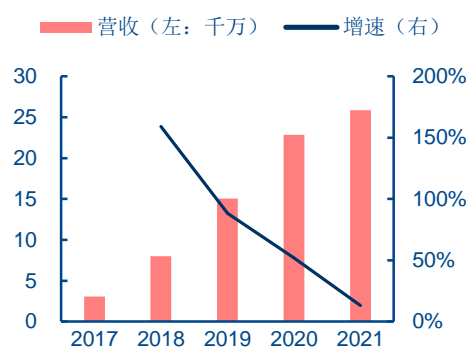
电子膨胀阀产品获得 PACE AWARD 创新大奖，预计未来三年营收 CAGR 达到 75%。电子膨胀阀在汽车空调系统的作用与热力膨胀阀相同。但对于新能源汽车，由于电池热管理、热泵空调的应用中对冷媒调节范围、精度等要求的进一步提高，传统膨胀阀难于实现对此类这些新型汽车空调及热管理系统的冷媒流量控制要求。公司的电子膨胀阀不仅可以替换传统车用空调系统中的热力膨胀阀部件，也适用于新能源车热泵系统的应用，也是目前 CO₂ 车用空调系统实现产业化的最佳冷媒控制解决方案。公司凭借电子膨胀阀产品获得 2017 年《汽车新闻》PACE AWARD 创新大奖，该产品在 2014 年开始生产，在 2016 年全年产量达到 12.99 万只，预计未来三年营收 CAGR 达到 75%。

图 5：公司预测未来五年车用电子膨胀阀营收及增速



资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 6：公司预测未来五年油冷器、冷却板和电池冷却器等新能源部件合计营收及增速

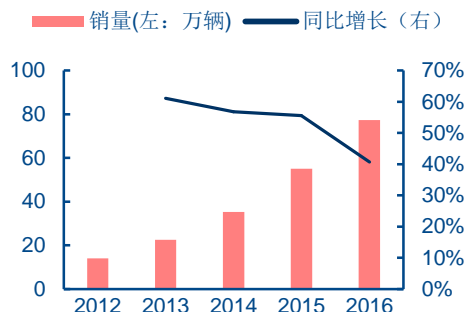


资料来源：公司公告、中信证券研究部

新能源汽车行业迎来爆发增长，公司受益明显。新能源汽车行业过去几年快速发展，全球新能源汽车过去 5 年销量增速保持在 40-60%之间，而我国在 13/14 年均出现 4 倍左右的增长，到 2016 年销量达到 77.4 万辆（同比+53%）。随着社会对环境问题的日益重视，以燃料电池汽车、混合动力汽车为代表的新能源汽车未来空间广阔。根据国务院印发的《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，到 2020 年，我国新能源汽车要实现当年产销 200 万

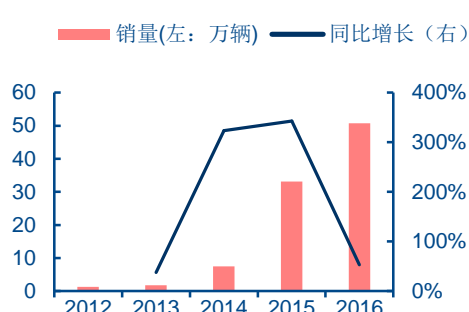
辆以上，累计产销超过 500 万辆。公司此次定增募集资金用于新能源汽车零部件的产能建设，未来随着产能的逐步释放，公司在新能源汽车业务上的收入将会快速增长。

图 7：过去五年全球新能源汽车销量及增速



资料来源：EV Sales Blogspot, 中信证券研究部

图 8：过去五年我国新能源汽车销量及增速



资料来源：中国汽车协会、中信证券研究部

随 T 龙头放量业绩弹性大，盈利有望超预期

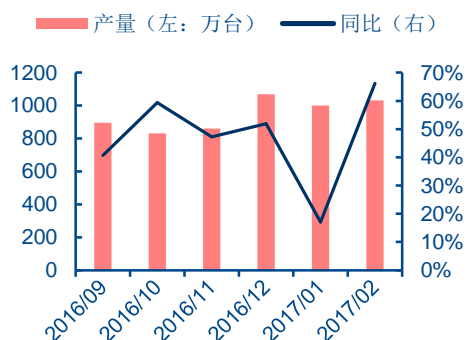
随 T 龙头放量业绩弹性大，盈利有望超预期。三花汽零为国际新能源车龙头 T 龙头重要供应商，预计未来将为其提供配件，T 龙头新车型将在 2017 年下半年实现量产，预计在 18/19 年将会放量增长，公司未来的业绩弹性较大。根据我们的测算，假设 T 龙头最新款车型 2017~19 产量分别为 3/30/50 万辆，预计其相关订单为公司贡献收入可达到 0.5/5.1/8.5 亿元，占公司当期预测收入比重可达 3.8/32.5/49.1%。因此，公司在 2018/19 年会显著受益于 T 龙头产量的快速增长，业绩承诺相对保守，后续超预期概率较大。

空调阀门主业高增长，亚威科/微通道业务前景广阔

空调阀门主业稳固，空调补库存推动主业高增长

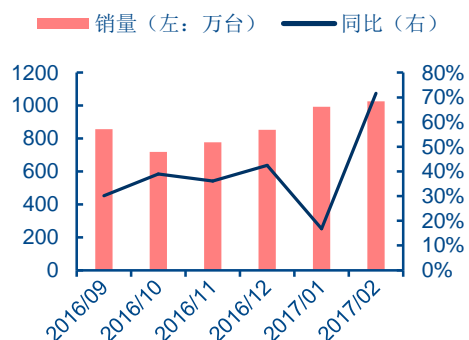
空调行业复苏带动主业反转，17 年上半年受益空调补库存，空调零部件相关业务增速弹性大。公司主业是生产销售制冷空调冰箱之元器件及部件，有六成以上的收入来自截止阀、四通阀、电子膨胀阀等空调零部件。2015 及 16Q1 受空调行业去库存影响，主业增速相对疲弱。进入 16H2，受地产滞后需求和炎夏带动，空调行业零售端显著回暖，整机企业出货因前期主动收缩，恢复弹性更大。公司 2016H1 空调冰箱之元器件及部件营收同比-6.18%，而下半年营收则同比+20.81%。2017H1 将继续受益于空调补库存行情，相关业务增速弹性大。

图 9：空调最近六个月产量及增速



资料来源：产业在线、中信证券研究部

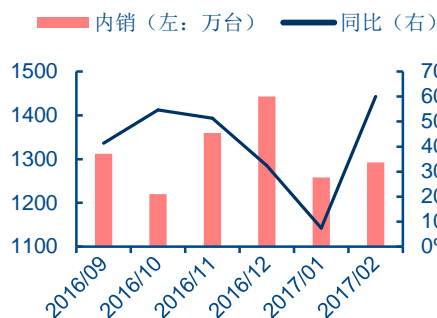
图 10：空调最近六个月销量及增速



资料来源：产业在线、中信证券研究部

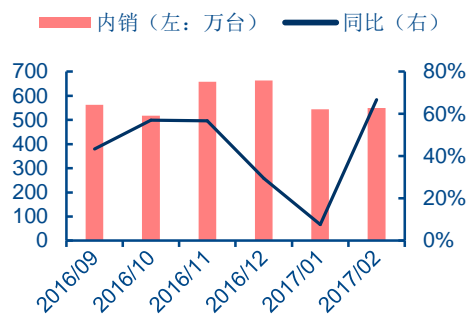
四通阀、截止阀的地位稳固，短期迎来快速增长，长期带来稳健现金流。公司主要产品四通阀的市场占有率位居全球第一，截止阀的市场份额也位居全球前二，行业地位稳固，垄断格局也确保了定价和毛利率的稳定，这两项业务目前是公司的现金牛业务。短期上受益于空调行业的复苏，从产业在线的数据来看，剔除春节扰动的因素，截止阀、四通阀的内销量最近几个月保持高速增长。长期来看，空调在我国的渗透率以及保有量仍然处于较低的水平，空调内销在未来数年内将保持稳健增长。在短期内预计公司这两项业务会有快速增长，在长期内也能够持续为公司贡献稳定的现金流。

图 11：截止阀最近六个月内销量及增速



资料来源：产业在线、中信证券研究部

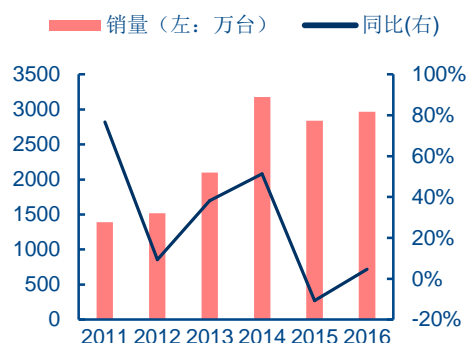
图 12：四通阀最近六个月内销量及增速



资料来源：产业在线、中信证券研究部

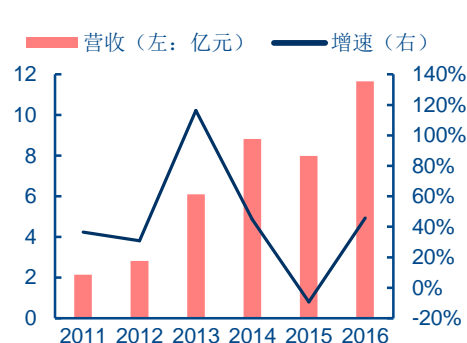
公司电子膨胀阀技术优势明显，将重回高增长轨道。电子膨胀阀为变频空调关键部件，相较四通阀、截止阀等传统阀门具有更高的技术含量，存在技术与规模壁垒，目前全球只有4-5家厂商具备量产的能力，因此产品附加值以及毛利率均高于传统阀门。电子膨胀阀在2014年之前销量保持高速增长，2015年之后随着空调行业的不景气，销量出现回落。而目前我国变频空调普及尚未完成，且变频空调中电子膨胀阀的使用比例也较低，随着空调行业的逐渐复苏、变频技术的普及以及商用空调的发展，电子膨胀阀将重新回到高速增长的轨道。根据产业在线的最新数据显示，2017年1-2月电子膨胀阀内销量同比+49%，目前正处于爆发期。公司电子膨胀阀的技术优势明显，2016营收占阀门主业收入比重达到25%，未来将持续保持高增长。

图 13：电子膨胀阀最近六年内销量及增速



资料来源：产业在线、中信证券研究部

图 14：公司电子膨胀阀最近六年营收及增速

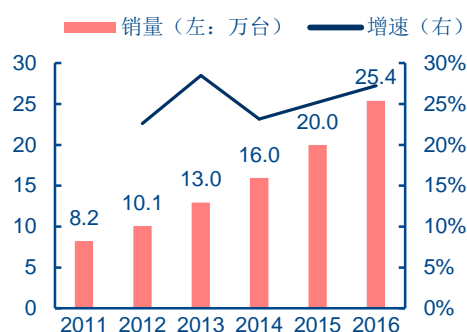


资料来源：中信证券根据财报及调研数据测算

亚威科未来受益于国内洗碗机市场爆发

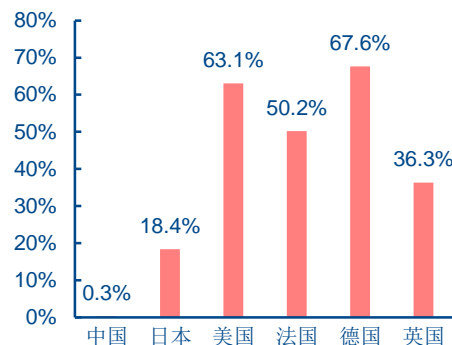
亚威科业务逐渐步入正轨，2016年营收10.43亿元（同比+21.30%）。公司于2012年底收购了德国亚威科集团（生产洗碗机、咖啡机零部件），经过连续三年的产能转移（关停欧洲工厂、转移至国内）以及客户调整，目前已经步入正轨。亚威科整体毛利率从收购初期的13.8%逐步上升，在2015达到19.7%水平，在2016年略微下降至18.47%，基本保持稳定。

图 15：过去六年我国洗碗机销量及增速



资料来源：Euromonitor、中信证券研究部

图 16：主要国家洗碗机渗透率



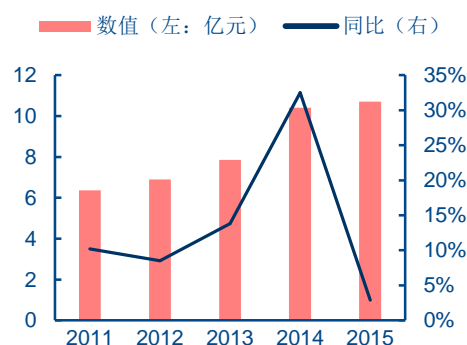
资料来源：Euromonitor、中信证券研究部

洗碗机、咖啡机等产品国内渗透率低，国内洗碗机市场将会迎来爆发。洗碗机行业在中国渗透率仍较低，参考海外其他地区，西欧家庭渗透率高达 80%，北美超过 60%，而中国尚未达到 1%。随着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爆发式增长。亚威科的大部分业务收入来自于洗碗机配件，且全球市场份额领先，未来会显著受益于国内洗碗机市场的快速发展。

微通道热交换器市场替代率低，未来空间广阔

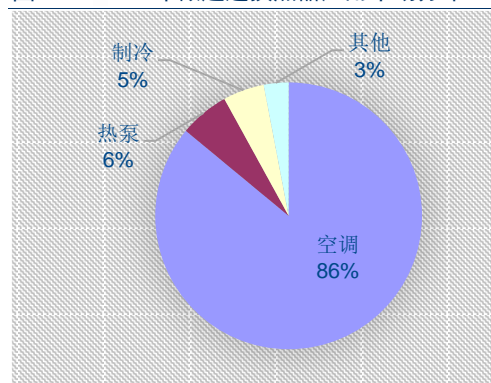
公司微通道业务营收保持高速增长且盈利能力优质，2016 年营收 10.76 亿元（同比+19.71%），毛利率达到 29.32%。公司于 2015 年注入集团微通道热交换器资产，微通道业务主要产品为微通道冷凝器、微通道蒸发器、微通道热泵换热器、微通道水箱换热器等，产品应用广泛，除应用于家用空调和商用空调外，还应用于精密空调、大巴车、冷藏冷冻等领域。

图 17：我国微通道换热器 2011-2015 年销售额



资料来源：产业在线、中信证券研究部

图 18：2016 年微通道换热器应用市场分布



资料来源：产业在线、中信证券研究部

微通道热交换器具有环保、高效、低成本、高可靠性、使用方面等优点，整体替代率还很低，未来市场空间广阔。2016 年全球微通道换热器总销售额约 27.3 亿元，同比增长 17.9%，应用领域主要涵盖有空调、制冷、热泵等市场，而全球市场潜在规模约 500 亿，目前空调市场替代率仅仅 6.4%。随着消费者对于高效节能产品的需求的不断提升，微通道换热器以其有效提升能效的特性优势，在家电的应用潜力大大增加，具有广阔的市场前景。公司在微通道热交换器市场份额全球领先，目前微通道业务有 90% 收入来自出口，未来出口受益于北美微通道热交换器替换需求以及墨西哥工厂的投产，内销随着杭州基地的投产有较大的提升空间，预计微通道业务未来能够高速增长。

盈利预测与投资建议

关键假设

- 1、公司空调零部件主业在 17 年保持高速增长，后续回归平稳增速。
- 2、公司主营业务毛利率维持当前稳定水平。
- 3、亚威科业务以及微通道业务保持目前的增长态势。

盈利预测

表 5：三花智控主业营收预测

	2016	2017E	2018E	2019E
制冷业务单元	406166	524766.5	589837.5	656489.2
yoy	3.52%	29.20%	12.40%	11.30%
咖啡机洗碗机元器件及部件	104321.4	130401.8	163002.2	203752.8
yoy	21.30%	25.00%	25.00%	25.00%
微通道换热器产品及其组件	107606.4	129127.6	152370.6	178273.6
yoy	19.71%	20.00%	18.00%	17.00%
主营业务收入合计	676920.4	862503.2	991808.3	1132543
yoy	9.88%	27.42%	14.99%	14.19%

资料来源：公司财报、中信证券研究部预测

基于以上假设，经模型测算得出，不考虑此次资产注入情况，公司主业 2017-2019 年净利润分别为 10.57/12.85/14.81 亿元，对应 EPS 为 0.59/0.71/0.82 元。

表 6：三花汽零营收及利润预测

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	90424.88	109788.5	133995.8	157046.8
yoy	15.48%	21.41%	22.05%	17.20%
营业利润	15480.63	19879.52	24532.89	28823.27
yoy	10.06%	28.42%	23.41%	17.49%
净利润	13351.46	17136.43	21115.76	24786.59
yoy	10.17%	28.35%	23.22%	17.38%

资料来源：公司公告、中信证券研究部预测

根据公告，公司估计三花汽零 2017-2019 年净利润分别为 1.69/2.08/2.45 亿元。故考虑资产注入，2017-2019 备考净利润分别为 12.26/14.93/17.26 亿元，不考虑募集资金，对应增发摊薄后备考 EPS 分别为 0.60/0.74/0.85。

投资评级

考虑到空调补库存力度超预期，上调公司 2017~18 年主业 EPS 预测至 0.59/0.71 元（原预测 0.56/0.65 元），新增 2019 年预测 0.82 元，若考虑注入资产（不考虑募集资金），对应备考 EPS 分别为 0.60/0.74/0.85，对应 PE 分别为 18/15/13，维持“买入”评级，目标价 15.14 元，对应 2017 年备考 EPS 为 25 倍。

风险因素

空调行业不景气；新能源汽车业务不达预期；原材料价格上涨

三花智控（002050）深度跟踪报告

利润表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,161	6,769	8,625	9,918	11,325
营业成本	4,404	4,754	5,975	6,791	7,727
毛利率	28.51%	29.77%	30.73%	31.53%	31.77%
营业税金及附加	38	79	86	99	113
营业费用	321	357	449	516	589
营业费用率	5.21%	5.28%	5.20%	5.20%	5.20%
管理费用	669	709	897	1,031	1,178
管理费用率	10.85%	10.48%	10.40%	10.40%	10.40%
财务费用	22	-92	-4	-4	-2
财务费用率	0.36%	-1.36%	-0.05%	-0.04%	-0.02%
投资收益	-8	34	0	0	0
营业利润	688	926	1,186	1,458	1,690
营业利润率	11.17%	13.68%	13.75%	14.70%	14.92%
营业外收入	68	99	80	80	80
营业外支出	28	6	10	10	10
利润总额	728	1,019	1,256	1,528	1,760
所得税	120	157	188	229	264
所得税率	16.48%	15.41%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	3	4	11	13	15
归属于母公司股东的净利润	605	857	1,057	1,285	1,481
净利率	9.83%	12.67%	12.25%	12.96%	13.08%
每股收益(元)(摊薄)	0.34	0.48	0.59	0.71	0.82

现金流量表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	605	857	1,057	1,285	1,481
少数股东损益	3	4	11	13	15
折旧和摊销	236	244	205	209	212
营运资金变动	-111	146	-464	-396	-427
其他	86	58	32	27	31
经营现金流	819	1,310	841	1,139	1,321
资本支出	-340	-321	-153	-153	-153
投资收益	24	36	10	10	10
资产变卖	28	451	0	0	0
其他	-44	-233	0	1	1
投资现金流	-332	-67	-153	-152	-152
发行股票	0	9	0	0	0
负债变化	-183	-633	104	-195	104
股息支出	-141	-212	-540	-423	-514
其他	407	0	3	0	0
融资现金流	83	-836	-432	-618	-410
现金净增加额	570	408	256	369	749

资料来源：中信数量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1160	1469	1725	2094	2844
存货	1,185	1,204	1,514	1,720	1,957
应收账款	1,084	1,160	1,297	1,492	1,703
其他流动资产	1,829	1,713	1,958	2,199	2,461
流动资产	5,258	5,546	6,494	7,505	8,965
固定资产	2,095	2,185	1,989	1,788	1,585
长期股权投资	4	4	4	4	4
无形资产	398	370	364	358	352
其他长期资产	285	294	465	636	807
非流动资产	2,782	2,853	2,822	2,786	2,748
资产总计	8,039	8,399	9,315	10,291	11,714
短期借款	646	299	299	0	0
应付账款	733	912	1,016	1,154	1,314
其他流动负债	1,128	1,370	1,550	1,706	1,883
流动负债	2,507	2,580	2,865	2,861	3,197
长期负债	661	273	373	473	573
其他长期负债	184	179	184	188	193
非流动性负债	845	452	557	661	766
负债合计	3,352	3,032	3,422	3,522	3,963
股本	1,801	1,801	1,801	1,801	1,801
资本公积	461	459	459	459	459
股东权益合计	4,652	5,323	5,839	6,702	7,669
少数股东权益	36	44	54	67	82
负债股东权益总计	8039	8399	9315	10291	11741

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率(%)					
营业收入	-6.1	9.9	27.4	15.0	14.2
营业利润	2.9	34.6	28.1	22.9	15.9
净利润	8.0	41.6	23.3	21.6	15.2
利润率(%)					
毛利率	28.5	29.8	30.7	31.5	31.8
EBIT Margin	11.8	12.8	14.1	14.9	15.2
EBITDA Margin	15.7	16.4	16.5	17.0	17.0
净利率	9.8	12.7	12.3	13.0	13.1
回报率(%)					
净资产收益率	13.0	17.2	18.9	20.5	20.6
总资产收益率	7.6	10.5	12.0	13.2	13.6
其他(%)					
资产负债率	41.7	36.1	36.7	34.2	33.8
所得税率	16.5	15.4	15.0	15.0	15.0
股利支付率	29.8	63.0	40.0	40.0	40.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。