

家用电器业/可选消费品

三花智控 (002050)

2017H1 业绩弹性大，三花汽零价值待重估

——2016 年年报&发行股份购买资产草案点评

	范杨 (分析师)	王奇琪 (研究助理)
	021-38675923	021-38032028
	fanyang@gtjas.com	wangqiqi@gtjas.com
证书编号	S0880513070007	S0880116080374

本报告导读:

三花汽零大概率超额完成业绩承诺，收购完成后价值重估空间大。同时传统主业在 2017H1 将出现收入和盈利能力的双升，维持目标价 14.5 元，建议“增持”。

投资要点:

下调 2018 年盈利预测，维持目标价 14.5 元，建议“增持”

公司拟定增收购三花汽零 100% 股权，对价 21.5 亿元，同时配套融资 13.2 亿元。根据测算，三花汽零大概率超额完成业绩承诺，合理估值在 70 亿元以上，价值重估空间大。同时传统主业在 2017H1 将出现收入和盈利能力的双升，维持 17 年 EPS 预测 0.61 元，因传统阀件盈利能力下降，下调 18 年 EPS 为 0.66 元（原 0.73 元，-10%），维持目标价 14.5 元，“增持”。

空调补库存，价格剪刀差，2017H1 业绩弹性大

各大空调整机厂商年后基本满产运行，空调行业补库存进入高潮，对四通阀、截止阀和电子膨胀阀等零部件的需求水涨船高，根据空调龙头 6 月前的排产情况，我们预计公司 2017H1 的收入增速快。由于产品定价机制为每月根据原材料成本调整，产品价格和公司储备的原材料价格存在剪刀差，公司在涨价周期中盈利能力不降反升，因此 2017H1 业绩弹性大。

三花汽零厚积薄发，资产注入带来新动能

公司是传统汽零产品细分领域全球龙头，调温阀从 16 年开始迅速放量，有望成为新增长点。新能源汽零产品获得特斯拉一级供应商资格和 PACE AWARD（中国首家），是公司厚积薄发、实力出众的体现，Model 3 有望在 2017H2 量产并快速放量，将给三花汽零的业绩带来极大弹性，若特斯拉订单按计划交付，三花汽零大概率超额完成业绩承诺，参照可比公司合理估值在 70 亿元以上，收购完成后有较大的价值重估空间。

核心风险：空调需求不及预期，Model 3 交付节奏慢于预期。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,161	6,769	8,018	8,739	9,537
(+/-)%	6%	10%	18%	9%	9%
经营利润 (EBIT)	728	869	1,128	1,206	1,305
(+/-)%	1%	19%	30%	7%	8%
净利润	605	857	1,094	1,184	1,287
(+/-)%	24%	42%	28%	8%	9%
每股净收益 (元)	0.34	0.48	0.61	0.66	0.71
每股股利 (元)	0.00	0.30	0.35	0.40	0.45

利润率和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营利润率 (%)	11.8%	12.8%	14.1%	13.8%	13.7%
净资产收益率 (%)	13.0%	16.1%	18.9%	18.9%	19.1%
投入资本回报率 (%)	12.2%	15.3%	22.1%	24.8%	28.2%
EV/EBITDA	20.4	17.0	13.0	11.8	10.6
市盈率	32.2	22.7	17.8	16.4	15.1
股息率 (%)	0.0%	2.8%	3.2%	3.7%	4.2%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 14.50

上次预测: 14.50

当前价格: 10.81

2017.04.16

交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.11-11.77
总市值 (百万元)	19,474
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,801/1,564
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	87%
日均成交量 (百万股)	340.36
日均成交值 (百万元)	36.47

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,323
每股净资产	2.95
市净率	3.7
净负债率	-10.13%

EPS (元)	2016A	2017E
Q1	0.07	0.10
Q2	0.15	0.21
Q3	0.15	0.19
Q4	0.10	0.11
全年	0.48	0.61

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	6%	38%
相对指数	0%	1%	40%

相关报告

《Q4 业绩同比翻番，新增长极逐渐显现》
2017.02.27

《空调补库存逻辑强化，Q4 弹性或超预期》
2016.12.20

《业绩复苏势不可挡，新发展方向确定》
2016.10.19

《传统业务有望复苏，新兴业务多点开花》
2016.09.06

模型更新时间: 2017.04.16

股票研究

可选消费品

家用电器业

三花智控 (002050)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **14.50**

上次预测: 14.50

当前价格: 10.81

公司网址

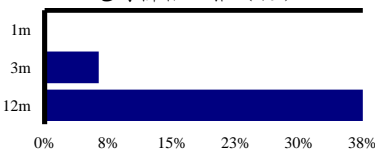
www.zjshc.com

公司简介

公司是全球制冷控制元器件的领军企业,公司主要生产销售制冷空调冰箱之元器件及部件、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、变频控制器、微通道换热器、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;咖啡机洗碗机洗衣机业务主要产品包括Omega系、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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

7.11-11.77

市值 (百万)

19,474

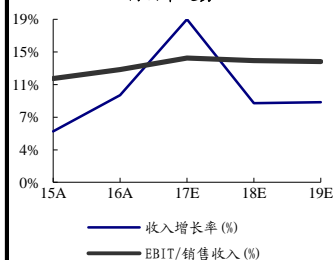
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,161	6,769	8,018	8,739	9,537
营业成本	4,404	4,754	5,588	6,122	6,714
税金及附加	38	79	60	74	88
销售费用	321	357	409	446	477
管理费用	669	709	834	891	954
EBIT	728	869	1,128	1,206	1,305
公允价值变动收益	3	4	0	0	0
投资收益	-8	34	30	30	30
财务费用	22	-92	-35	-64	-87
营业利润	688	926	1,193	1,299	1,422
所得税	120	157	197	213	232
少数股东损益	3	4	6	7	7
净利润	605	857	1,094	1,184	1,287
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,160	1,471	2,122	2,793	3,483
其他流动资产	495	348	348	348	348
长期投资	19	19	19	19	19
固定资产合计	2,286	2,368	2,302	2,187	2,080
无形资产及其他资产	439	407	361	327	286
资产合计	8,039	8,399	9,539	10,377	11,242
流动负债	2,507	2,580	3,251	3,618	3,999
非流动负债	845	452	45	452	452
股东权益	4,652	5,323	5,786	6,249	6,726
投入资本(IC)	4,977	4,809	4,329	4,128	3,923
现金流量表					
NOPLAT	608	735	957	1,023	1,106
折旧与摊销	240	248	256	262	270
流动资金增量	-44	205	-26	-39	-32
资本支出	-275	-283	-39	-7	-17
自由现金流	530	905	1,147	1,238	1,327
经营现金流	819	1,310	978	1,291	1,409
投资现金流	-332	-67	-9	23	13
融资现金流	83	-836	-317	-643	-733
现金流净增加额	570	408	651	671	690
财务指标					
成长性					
收入增长率	5.8%	9.9%	18.5%	9.0%	9.1%
EBIT 增长率	1.2%	19.3%	29.8%	6.9%	8.2%
净利润增长率	24.1%	41.6%	27.6%	8.2%	8.7%
利润率					
毛利率	28.5%	29.8%	30.3%	29.9%	29.6%
EBIT 率	11.8%	12.8%	14.1%	13.8%	13.7%
净利润率	9.8%	12.7%	13.6%	13.5%	13.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	13.0%	16.1%	18.9%	18.9%	19.1%
总资产收益率(ROA)	7.5%	10.2%	11.5%	11.4%	11.4%
投入资本回报率(ROIC)	12.2%	15.3%	22.1%	24.8%	28.2%
运营能力					
存货周转天数	97	97	95	94	94
应收账款周转天数	60	61	60	60	60
总资产周转天数	446	443	408	416	414
净利润现金含量	1.35	1.53	0.89	1.09	1.09
资本支出/收入	4%	4%	0%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	41.7%	36.1%	38.8%	39.2%	39.6%
净负债率	6.7%	-10.1%	-25.7%	-34.6%	-42.4%
估值比率					
PE	32.2	22.7	17.8	16.4	15.1
PB	4.2	3.7	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	20.4	17.0	13.0	11.8	10.6
P/S	3.2	2.9	2.4	2.2	2.0
股息率	0.0%	2.8%	3.2%	3.7%	4.2%

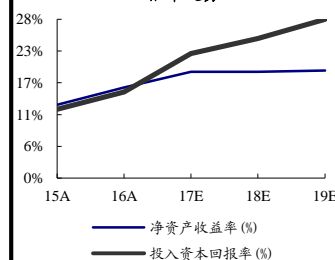
股票绝对涨幅和相对涨幅



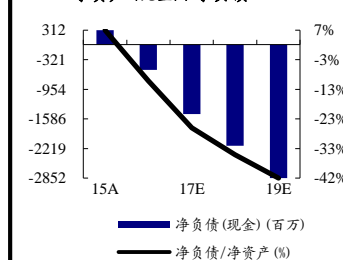
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 下调 2018 年盈利预测，维持目标价 14.5 元，建议“增持”	4
2. 2016 年业绩优异，符合预期	5
2.1. 全年业绩高增长，外销贡献大	5
2.2. 制冷业务微增，新兴业务保持较快增长	7
2.3. 内外销均衡发展，外销盈利能力快速提升	8
3. 空调补库存，价格剪刀差，2017H1 业绩弹性大	9
3.1. 制冷阀件产品出货量大增，6 月前排产无忧	9
3.2. 受益于成本联动定价机制，盈利能力或不降反升	10
4. 三花汽零厚积薄发，资产注入带来新动能	11
4.1. 传统汽零细分龙头地位稳固，调温阀成新亮点	12
4.2. 新能源车零件主要为龙头 T 供货，2017 年有望放量	13
4.3. 大概率完成业绩承诺，价值重估空间大	16
5. 核心风险	17
5.1. 空调需求不及预期	17
5.2. Model 3 交付节奏慢于预期	17
6. 附录	17

1. 下调 2018 年盈利预测，维持目标价 14.5 元，建议“增持”

公司拟定增收购三花汽零 100% 股权，对价 21.5 亿元（对应 2017 年承诺业绩 1.69 亿元不到 12.7 倍 PE 估值），同时配套融资 13.2 亿元，用于“年产 1150 万套新能源汽车零部件建设项目”等 3 项新产能建设项目和其他 2 项相关项目。我们预计三花汽零大概率超额完成业绩承诺，三花汽零业务合理估值在 70 亿左右，价值重估空间大。公司传统主业在 2017H1 将出现收入和盈利能力的双升，维持 17 年 EPS 预测 0.61 元，因传统阀件盈利能力趋势性下降，下调 18 年 EPS 为 0.66 元（原 0.73 元，-10%），维持目标价 14.5 元，对应 2017 年 23.8 倍 PE，建议“增持”。

我们当前盈利预测不包含三花汽零业务的收入和利润，三花汽零若 2017 年完成本次交易，则 2017 年、2018 年和 2019 年各年度扣非归母的承诺净利润数分别为 1.69 亿、2.08 亿和 2.45 亿，分别增厚利润 15.4%/17.6%/19%，收购增发将增厚股本 12.4%，考虑收购摊薄后 EPS 仍有所增厚，因配套融资发行价格未确定，暂不考虑配套融资的影响。

我们通过分部估值法测算公司完成收购后的合理市值，在乐观/中性/悲观的估值情景假设下，家电业务的市值分别为 219 亿/197 亿/175 亿，汽零业务的市值分别为 76 亿/69 亿/61 亿，公司的合理市值分别为 295 亿/266 亿/236 亿。

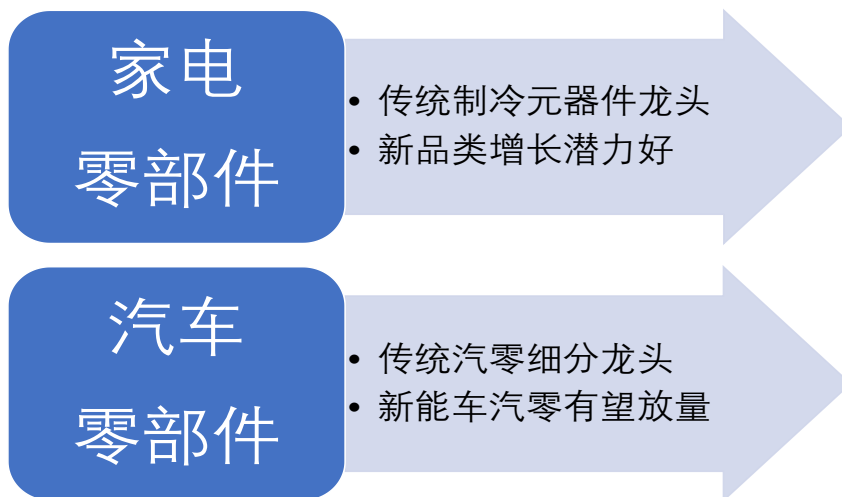
表 1. 采用分部估值法估算收购完成后公司合理市值

分部估值	2017 年净利润 E (亿元)	估值情景假设	市盈率	市值 (亿元)
家电业务	10.94	乐观	20	218.8
	10.94	中性	18	196.9
	10.94	悲观	16	175.0
汽零业务	1.69	乐观	45	76.1
	1.69	中性	41	69.3
	1.69	悲观	36	60.8
两项业务加总	12.63	乐观	23	294.9
	12.63	中性	21	266.2
	12.63	悲观	19	235.9

数据来源：国泰君安证券研究

重视研发，技术壁垒高，产品储备充分，看好长期增长潜力。若本次收购资产顺利完成，公司将形成家电和汽车两大业务支柱，由于公司管理层对研发的重视，公司产品均为细分领域标杆，技术壁垒高，而且产品储备充分，在老产品进入成熟期后，公司储备的新品能够很好地接过成长的接力棒，长期来看，强大的研发能力是驱动公司长期健康成长的发动机。

图 1 公司新品储备充分，长期增长潜力好



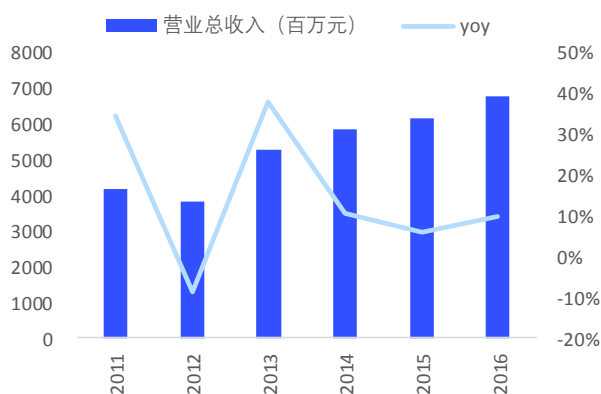
数据来源：国泰君安证券研究

2. 2016 年业绩优异，符合预期

2.1. 全年业绩高增长，外销贡献大

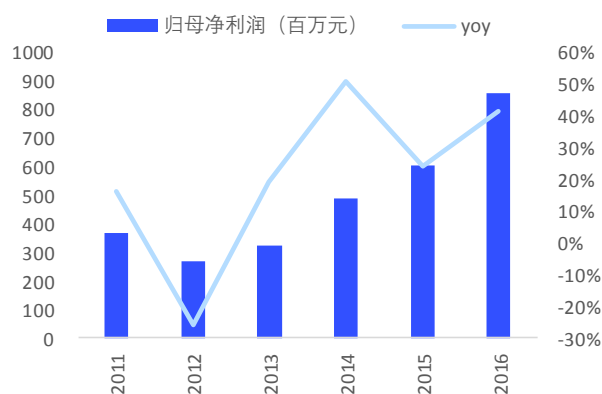
2016 年收入和利润保持较高增速。三花智控 2016 年收入 67.7 亿 (+10%)，归母净利 8.6 亿 (+42%)，EPS 0.48 元/股，计划每股派现 0.3 元。全年收入和利润增速保持较高水平，势头良好。

图 2 公司收入增速平稳



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

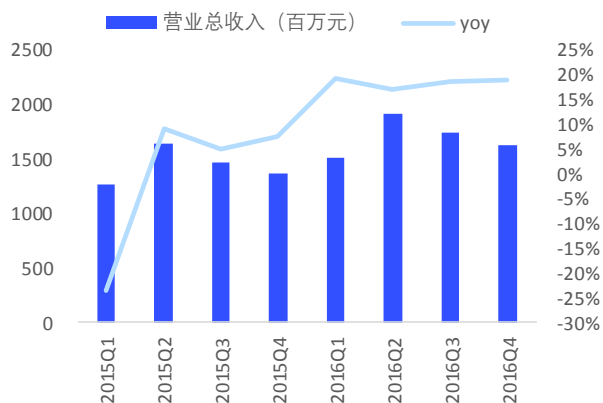
图 3 公司利润继续快速增长



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

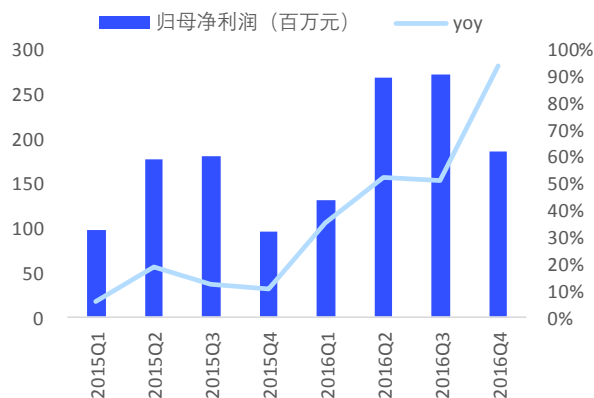
2016Q2 起受益空调补库存周期和汇兑收益，利润增速大幅上升。作为空调零部件龙头，公司领先空调整机进入补库存周期，且人民币持续贬值，2016Q2-Q4 利润同比增速达到 52.3%/50.8%/94.1%，呈持续加速趋势。

图 4 2016Q4 收入增速平稳



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

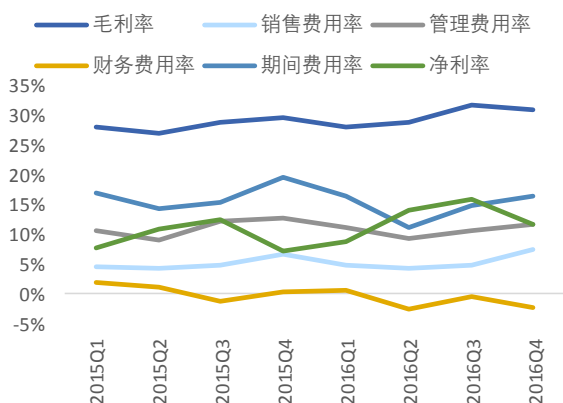
图 5 2016Q4 利润增速大幅上升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

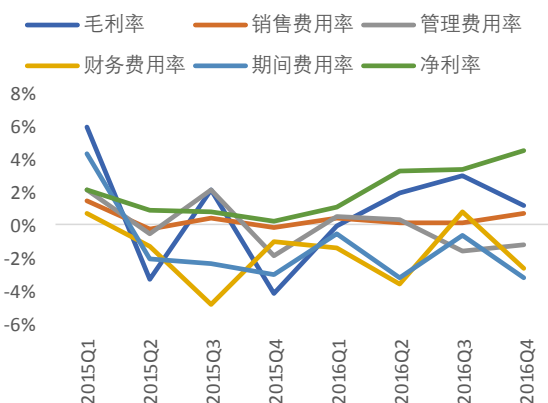
期间费用率大幅下降, 盈利能力再提升。2016 年下半年原材料涨价对公司的总体影响不明显, 2016Q4 公司毛利率同比增长 1.2pct, 同时费用控制良好, 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别+0.7pct/-1.3pct/-2.6pct, 单季期间费用率下降 3.2pct, 净利率大幅提升 4.4pct。

图 6 公司毛利率平稳向上, 期间费用率同比下降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

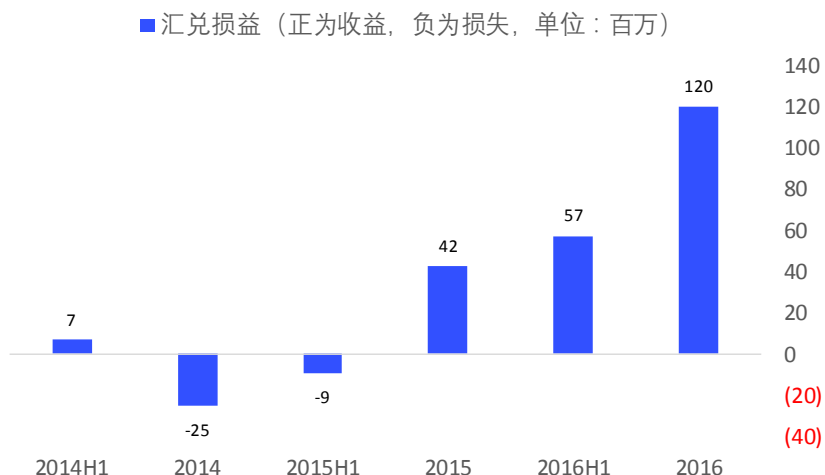
图 7 财务费用率下降带动期间费用率持续下降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2015 年以来汇兑收益贡献明显。从 2015 年“811”汇改以来, 人民币进入贬值通道, 公司 5 成以上收入来自国外客户, 因此汇兑收益大幅增加, 2015 年汇兑收益为 4226 万元, 2016 年上升到 1.2 亿元。

图 8 2015 年下半年以来汇兑收益大幅上升

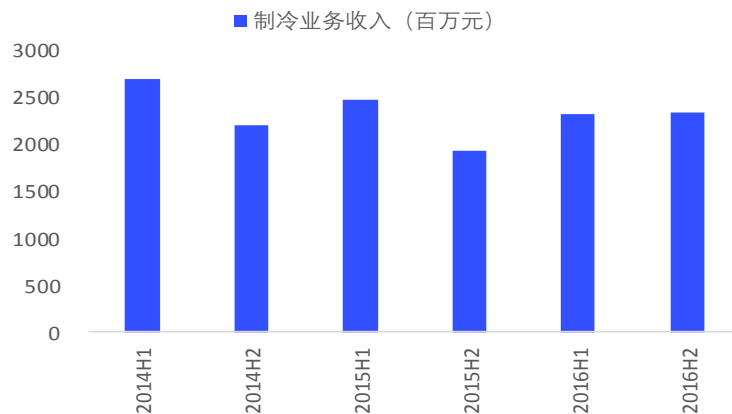


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.2. 制冷业务微增，新兴业务保持较快增长

制冷业务前低后高，全年微增。由于去库存的缘故，空调行业 2016 年上半年表现低迷，但经过夏天旺销之后，行业进入补库存阶段，景气度重新恢复，因此公司作为零部件龙头，制冷业务也呈现前低后高的态势，2016H1 收入下滑 6%，但 2016H2 增长 21%，全年增长 5.6%。

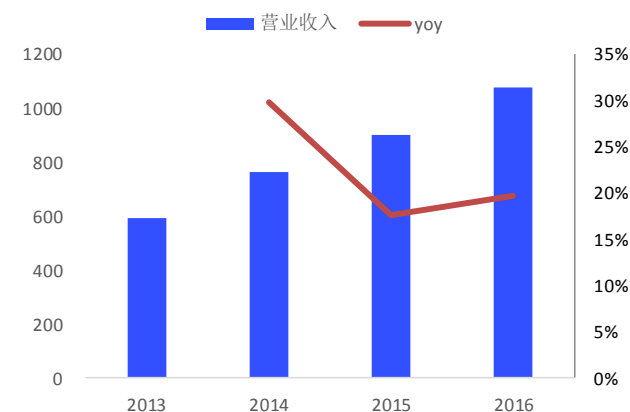
图 9 2016 年制冷业务收入增长前低后高



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

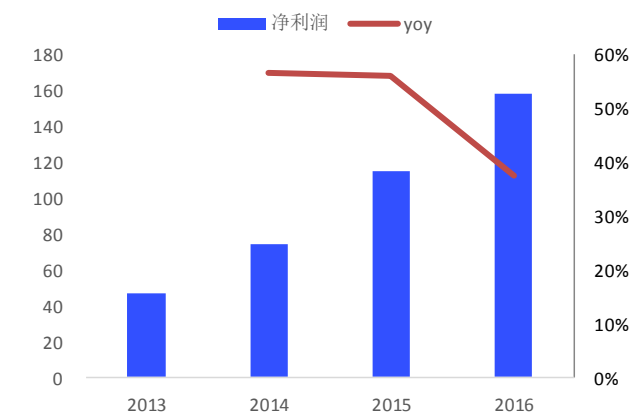
微通道增长稳健，价格竞争有所加剧。公司墨西哥微通道工厂产能从 2016 年开始投放，产能逐步增加，收入和利润稳健增长，但因为竞争对手大幅降价争夺份额，公司价格亦受到一定冲击，毛利率从 31% 下滑 2pct 至 29%。

图 10 微通道收入保持快速增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

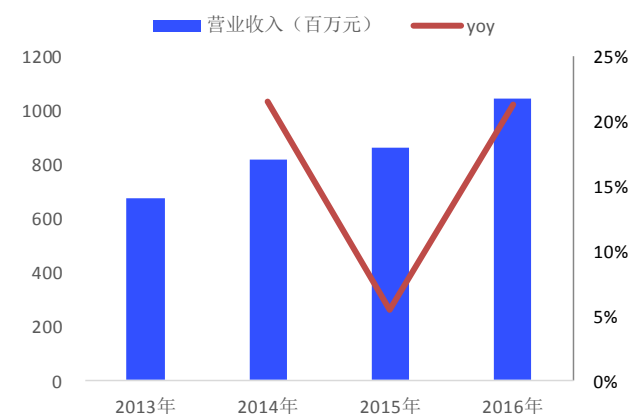
图 11 微通道利润保持快速增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

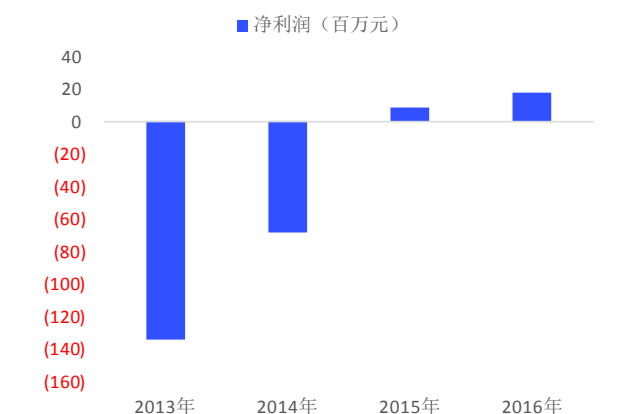
亚威科客户回流明显，盈利能力逐步好转。随着公司经营重新步入正轨，欧洲客户回流明显，亚威科收入在 2016H1 增长 38%，下半年需求略弱，全年收入 10.4 亿（+21%），利润 1760 万，净利率 1.68%（+0.68pct），盈利能力有明显提升。

图 12 亚威科客户逐步回流



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 13 亚威科盈利能力逐步好转

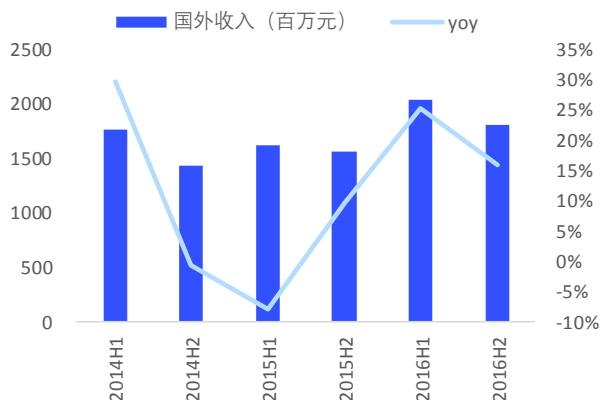


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.3. 内外销均衡发展，外销盈利能力快速提升

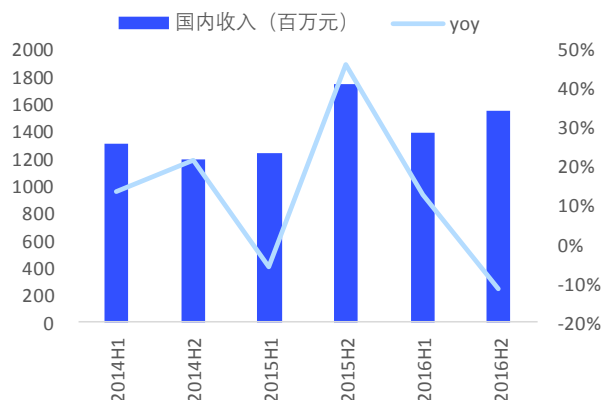
外销增速快，内销有所下滑。三花智控 2016 年收入中外销 38 亿元（+21%），内销 29 亿元（-1.5%），其中内外销增速都是前高后低：2016H1 内销增速达到 13%，2016H2 增速放缓到-12%，外销 2016H1 外销增速达到 25%，2016H2 增速放缓到 16%。

图 14 2016 年外销增长较快



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

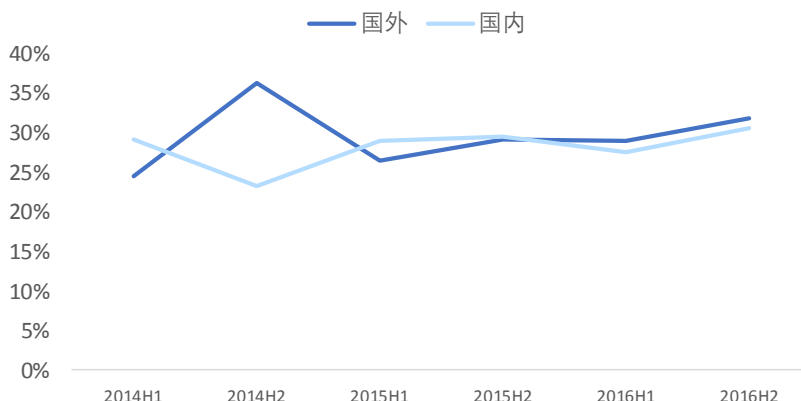
图 15 2016 年下半年内销增速有所回落



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

内外销毛利率趋近，稳中有升。三花智控作为全球制冷零部件龙头，具备全球竞争力，内外销毛利率基本趋同，因人民币汇率在 2016 年继续贬值，外销毛利率仍有 2pct 的提升，内销毛利率基本持平。

图 16 2016 年毛利率稳中有升



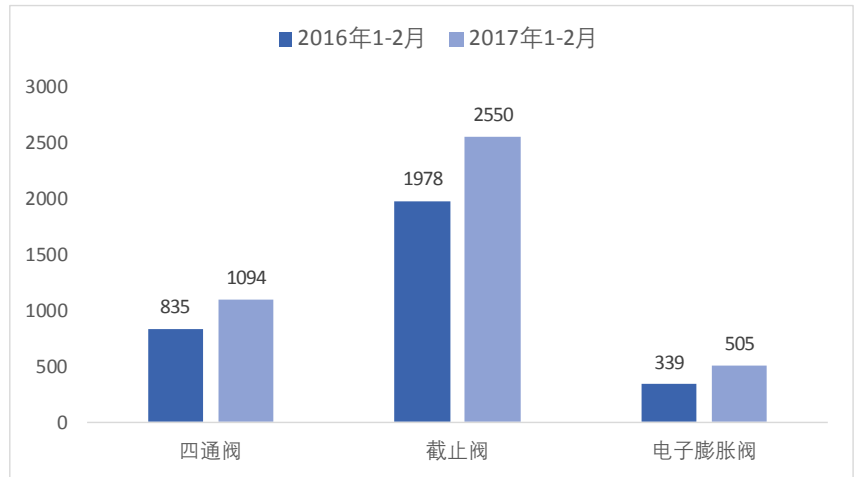
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 空调补库存，价格剪刀差，2017H1 业绩弹性大

3.1. 制冷阀件产品出货量大增，6 月前排产无忧

由于地产后周期的拉动，空调零售表现持续超预期，此外，原材料涨价让渠道补库存的意愿非常强烈，各大整机厂商开年后基本都是满产运行，空调行业补库存进入高潮，对四通阀、截止阀和电子膨胀阀等零部件的需求自然水涨船高，产业在线数据显示：2017 年 1-2 月，四通阀、截止阀和电子膨胀阀内销量分别同比上升 31%、29%和 49%，根据空调龙头 6 月前的排产情况，我们预计公司 2017H1 的收入增速很快。

图 17 2017 年 1-2 月制冷阀件产品增长很快

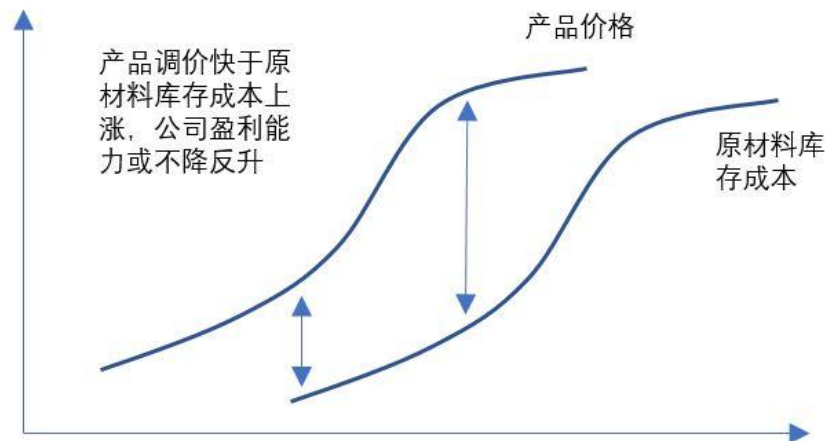


数据来源：产业在线，国泰君安证券研究

3.2. 受益于成本联动定价机制，盈利能力或不降反升

公司在零部件行业耕耘多年，已经形成了一套应对原材料成本（铜、铝等）涨价的定价机制，简单地说就是每月进行调价，保证不受太大的成本冲击。且由于在原材料价格低位时，公司原材料采购储备较为充足，公司在涨价周期中盈利能力不降反升。

图 18 在成本上升周期公司可享受价格剪刀差，盈利能力上升



数据来源：国泰君安证券研究

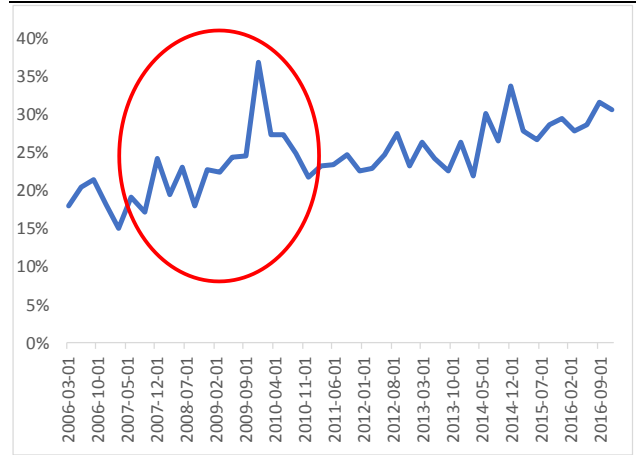
从历史上来看，2016 年大宗原材料多年低位后的上涨和 2009 年的原材料涨价周期类似，公司在 2009 年的涨价周期中，受益于上文所述的价格剪刀差，毛利率出现大幅提升，预计 2017H1 会出现类似的盈利能力上升，为业绩带来更大弹性。

图 19 2016 年底开始的涨价周期和 2009 年类似



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 20 公司毛利率在 2009 年的涨价周期中明显提高



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4. 三花汽零厚积薄发，资产注入带来新动能

公司 2017 年 4 月 11 日发布公告，拟以 9.63 元/股的价格发行 2.23 亿股购买三花汽零 100% 的股权，对价为 21.5 亿元，三花汽零若 2017 年完成本次交易，则 2017 年、2018 年和 2019 年各年度扣非归母的承诺净利润数分别为 1.69 亿、2.08 亿和 2.45 亿，承诺累计净利润为 6.22 亿元。对应 2017-19 年 PE 分别为 12.7X、10.3X 和 7.8X。

表 2. 发行股份购买资产概况

标的资产	三花汽零 100% 的股权
收购方式	发行股份购买资产
对价	21.5 亿元
发行价格	9.63 元/股
发行股份数	2.23 亿股
业绩承诺	2017/2018/2019 年扣非归母净利分别为 1.69 亿、2.08 亿和 2.45 亿
锁定期	36 个月
募集配套资金	13.22 亿元

数据来源：国泰君安证券研究

拟募集配套资金总额不超过 13.2 亿元，用于 3 项新产能建设项目和其他 2 项相关项目。其中，“年产 1,150 万套新能源汽车零部件建设项目”和“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”主要新建新能源汽车零部件产能，“新增年产 1,270 万套汽车空调控制部件技术改造项目”为新建传统汽车零部件产能。

表 3. 公司拟募集不超过 13.2 亿元用于新建产能

项目	投资总额 (万元)	拟用募集资金投入金额 (万元)
年产 1,150 万套新能源汽车零部件建设项目	55,498	50,362
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	45,495
新增年产 1,270 万套汽车空调控制部件技术改造项目	22,865	20,874
扩建产品测试用房及生产辅助用房项目	13,600	13,400
支付本次交易中介机构费用	2,100	2,100
总计	144,440	132,231

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.1. 传统汽零细分龙头地位稳固，调温阀成新亮点

公司为传统汽零产品细分龙头。公司传统汽零产品以膨胀阀、贮液器、调温阀为主，热力膨胀阀国内市占率第一，国际第二（不二工机第一）。国内市场膨胀阀竞争对手主要是不二工机；贮液器公司占据绝对主导地位，无强劲竞争对手。主要客户包括法雷奥等系统集成商和通用等整车厂商。

表 4. 公司客户分为系统集成商和整车厂商

客户分类	主要客户
汽车空调及热管理系统制造商	法雷奥、马勒贝洱
整车厂商及高端市场客户	奔驰、通用、特斯拉、比亚迪、吉利、蔚来汽车、长城、江铃、上汽、一汽、广汽等

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

出口占比 5 成，欧美市场优势明显。目前三花汽零约 50% 的销售为出口，出口市场主要包括北美、欧洲和亚洲，其中欧美市场优势较大，日韩市场稍弱。

表 5. 汽零公司在全球主要汽车市场都有布局

覆盖地域	各地区营销网络	设置地点
美洲	三花零部件美国有限公司	美国密歇根
欧洲	三花欧洲汽车零部件有限责任公司	德国斯图加特
日本、东南亚	日本三花汽车部品株式会社	日本熊谷
印度	三花印度私人有限公司	印度普纳

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

三花汽零在市场开拓上也有所突破，膨胀阀产品已通过本田认证，调温阀产品业已通过美国通用、福特认证。

表 6. 公司汽零客户比较稳定（收入占比前 5 的客户列表）

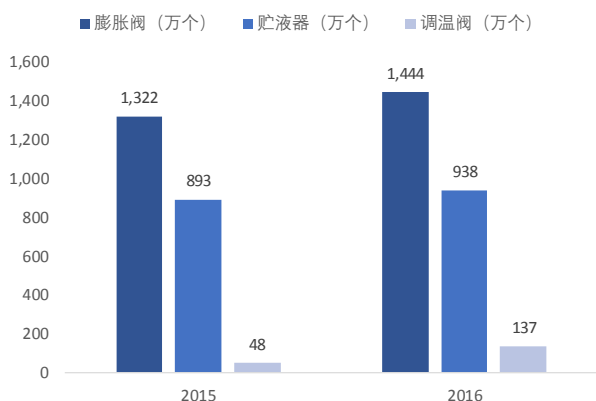
排序	客户	2015 年收入占比	排序	客户	2016 年收入占比
1	法雷奥	20.31%	1	法雷奥	19.44%
2	马勒	11.92%	2	马勒	11.15%
3	爱斯达克	6.57%	3	爱斯达克	4.23%

4	空调国际	5.12%	4	空调国际	5.18%
5	三电	4.37%	5	韩国 ERAE	4.18%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

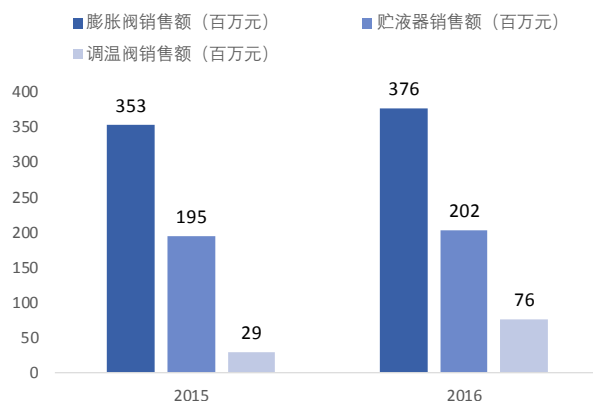
膨胀阀和贮液器稳健增长，调温阀增速快。公司 2016 年分别售出热力膨胀阀和贮液器 1444 万个（同比+9.3%）和 938 万个（同比+5%），调温阀销量从 2015 年的 48 万个增长到 2016 年的 137 万个，销售额从 2900 万上升到 7600 万，增长迅猛。

图 21 2016 年传统汽车零部件销量增长明显



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 22 2016 年传统汽车零部件销售额增长明显



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

配套率高，调温阀有望成为新的增长点。调温阀（TBV）是一种用于汽车变速箱冷却的阀门，产品基本原理与热力膨胀阀类似，主要用在高端乘用车上，可以提高变速箱的安全性和使用寿命。公司自主研发的调温阀产品获得了美国通用等客户认可，迅速实现了产品量产，目前该产品已逐步拓展到中国和韩国市场，产品产销量迅速上升，国际客户认可度很高，订单有望在短期内大幅增长。

➤ 以某客户 F 为例，该客户去年在中国乘用车销量 90+万辆，调温阀需求达到 30+万个，调温阀配套率在 30%左右，若得到客户认可，随着公司产能的投放，订单数量有望快速转移。

4.2. 新能源车零件主要为龙头 T 供货，2017 年有望放量

研发实力出众，首个获 PACE AWARD 的中国企业。公司依托优势产品电子膨胀阀开发的电子膨胀阀+控制器的电池热管理产品获得 2017 年 PACE AWARD（全球汽车供应商杰出创新贡献奖），该奖素有汽车奥斯卡之称，三花汽零为第一个获得该荣誉的中国企业，彰显其研发实力。

图 23 公司电子膨胀阀获得 2016 年 PACE AWARD



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

获得龙头 T 认可，拿下一级供应商资格。集团下设三花中央研究院，苦心钻研新能源车零部件多年，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。也正是这种出众的实力让公司获得龙头 T 的一级供应商资格，一举拿下新车型 7 个项目。

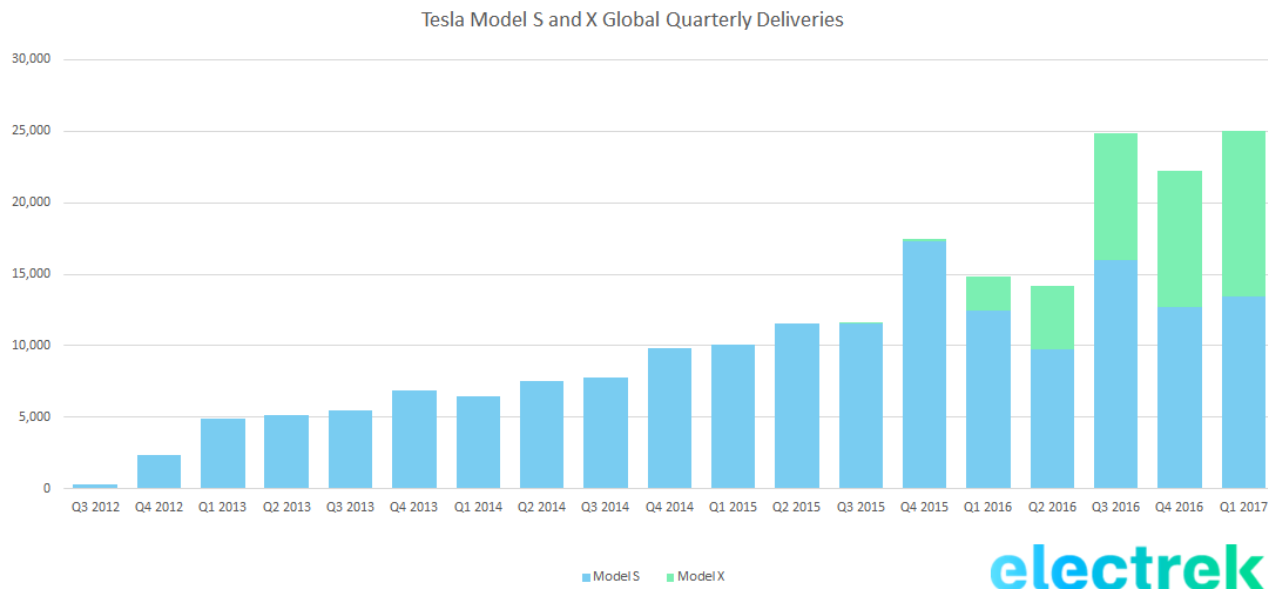
表 7. 公司为龙头 T 供货情况

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	膨胀阀，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

数据来源：国泰君安证券研究

Model S/Model X 的每季产能已从 1.5 万台提升到 2.5 万台。2017Q1，特斯拉出货 2.5 万台（Model S 和 Model X 合计），出货量超市场预期，Model X 出货量 11550 台，Model S 出货量为 13450 万台。

图 24 特斯拉 Model S/Model X 产能成功大幅提升



数据来源: electrek, 国泰君安证券研究

龙头 T 的 Model 3 有望在 2017H2 实现量产, 逐步放量。根据龙头 T 官方口径, 2017Q4 的某一时间, Model 3 有望实现周产量 5000 台, 2018 年, Model 3 周产量 1 万台。保守估计, Model 3 在 2017 年能够出货 5 万辆, 但 2018 年开始出货量将大幅上升, Model 3 销量可能达 30 万辆以上。

表 8. 龙头 T 的出货量有望从 2017 年起大幅上升

	2015	2016	2017E	2018E
Model X/Model S (万辆)	5.06	7.62	8-10	10-12
Model 3 (万辆)			5	30
合计 (万辆)	5.06	7.62	13-15	38-40

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

若 Model 3 订单按计划交付, 收入贡献将大幅上升。我们假设 2017 年 Model 3 能交付 5 万台, 2018 年交付 30 万台。加上对单车货值的合理估计, 我们预计, 仅仅龙头 T 的订单 2017 年能贡献收入 1-1.3 亿元, 2018 年收入贡献将大幅上升至 5 亿元以上。

表 9. 公司龙头 T 订单业绩贡献将随 Model 3 放量大幅上升

	2017E	2018E
Model X/Model S (万辆)	8-10	10-12
假设单车货值 (人民币)	200-300	200-300
Model X/Model S 零部件收入 (万元)	1600-3000	2000-3600
Model 3 (万辆)	5	30
假设单车货值 (人民币)	1700-2000	1700-2000
Model 3 零部件收入 (万元)	8500-10000	51000-60000
龙头 T 零部件收入 (万元)	10100-13000	53000-63600

数据来源: 国泰君安证券研究

4.3. 大概率完成业绩承诺，价值重估空间大

按照龙头 T 规划，三花汽零大概率完成业绩承诺。根据我们的测算，传统汽零产品在调温阀等新品的带动下仍能保持 10% 左右的收入增长，叠加新能源汽零收入的快速增加，2017-18 年三花汽零收入将分别增长 20% 和 49%，若净利率在新能源订单的带动下略有上升，2017 年实现业绩承诺问题不大，而 2018 年利润将大幅超过业绩承诺金额。

表 10. 龙头 T 订单业绩贡献将随 Model 3 放量大幅上升

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
传统汽零收入 (百万元)	912	939	783	889	978	1076
yoy				14%	10%	10%
新能源汽零收入 (百万元)				15	110	550
yoy					633%	400%
营业收入 (百万元)	912	939	783	904	1088	1626
yoy		3%	-17%	15%	20%	49%
毛利率 (%)	27%	27%	32%	29%	29%	29%
营业成本 (百万元)	670	689	532	626	772	1154
净利率 (%)			15%	15%	16%	16%
净利润 (百万元)			120	132	174	260

数据来源：国泰君安证券研究（注：2015 年收入下降为主动剥离盈利能力较差业务所致）

参考 A 股具备特斯拉供应商概念的相关个股的估值，2017/18 年平均 PE 为 40 倍和 33 倍左右，三花汽零作为一级供应商，是最纯正的特斯拉供应商概念标的，应该享受相关个股平均以上估值。

表 11. 特斯拉供应商概念股的 PE 估值较高

2017/4/13				EPS		PE	
证券代码	证券简称	收盘价	总市值	2017E	2018E	2017E	2018E
300134.SZ	大富科技	23.36	179.29	0.25	0.31	93.93	76.29
600699.SH	均胜电子	32.51	308.61	1.32	1.63	24.60	19.97
002101.SZ	广东鸿图	23.69	58.76	0.92	1.14	25.82	20.86
002664.SZ	信质电机	25.39	101.57	0.72	0.88	35.17	28.87
300450.SZ	先导智能	44.60	181.97	1.17	1.66	38.28	26.88
600114.SH	东睦股份	18.67	79.41	0.56	0.72	33.07	25.79
特斯拉供应商概念股						41.81	33.11

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：收盘价/总市值为 2017/04/14 收盘后数据，EPS 为 Wind 一致预测）

以三花汽零承诺业绩作为中性假设，以特斯拉官方交货计划对应的业绩作为乐观假设，采用特斯拉供应商概念股的平均 PE 估值，中性假设下，三花汽零合理估值在 70 亿元左右，乐观假设下，对应 2018 年的业绩，三花汽零合理估值达到 86 亿元左右，相较收购对价 21.5 亿元有较大的价值重估空间。

表 12. 三花汽零合理估值在 70 亿以上

PE	业绩情景	EPS	合理市值
----	------	-----	------

2017E	2018E		2017E	2018E	2017E	2018E
41.81	33.11	业绩中性假设	1.69	2.08	70.66	68.87
41.81	33.11	业绩乐观假设	1.74	2.60	72.75	86.09

数据来源：国泰君安证券研究

5. 核心风险

5.1. 空调需求不及预期

空调行业 2017H1 的增长较为确定，但夏季温度等因素对行业增速有重大影响，且不可预测，若天气因素导致空调行业增长低于预期，则公司家用空调零部件业务有低于预期的可能性。

5.2. Model 3 交付节奏慢于预期

Model 3 的预定订单交付计划需要产能实现大幅增长，若产能增长慢于预期，则公司新能源车零部件订单增长速度也将低于预期。

6. 附录

表 13. 年产 1150 万套新能源汽车零部件建设项目

产品名称	内容概要	单位: 万套
贮液器	年产贮液器	350
汽液分离器	年产汽液分离器	500
冷却板	年产冷却板	100
油冷器	年产油冷器	100
电池冷却器	年产冷却器	100
年产		1,150

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 14. 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

产品名称	内容概要	单位: 万套
电子水泵	新增水泵产能	200
电子水阀	新增水阀产能	200
电子油泵	新增油泵产能	150
电子膨胀阀 (EXV)	新增电子膨胀阀产能	100
冷媒阀	新增冷媒阀产能	80
年产		730

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 15. 新增年产 1270 万套汽车空调控制部件技术改造项目

产品名称	内容概要	单位: 万套
热力膨胀阀	新增膨胀阀产能	900
调温阀	新增调温阀产能	300
控制器	新增控制器产能	70
年产		1,270

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 16. 报告书中三花汽零分产品收入预测

项目\年份	2017	2018	2019	2020	2021
膨胀阀	45,594.46	53,887.76	60,325.43	61,978.57	65,580.00
贮液器	20,129.72	21,310.37	21,711.54	22,171.17	22,080.49
调温阀	14,145.65	15,957.64	18,423.24	21,357.60	22,622.68
电子膨胀阀	3,193.65	6,972.62	11,723.83	13,913.69	15,533.33
控制器	5,552.92	6,980.96	7,194.72	7,356.63	7,441.63
油冷器	476.93	1,850.40	3,859.04	4,613.39	4,947.83
冷却板	1,131.17	3,302.95	6,397.66	11,050.30	11,899.42
电池冷却器	1,472.48	2,826.45	4,780.69	7,192.12	9,022.69
压块	3,815.32	4,907.52	5,453.90	5,336.26	5,193.88
其他	1,249.36	839.29	1,200.93	1,686.29	1,823.57
合计	96,761.66	118,835.96	141,070.98	156,656.02	166,145.52

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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并进行证券或期权交易，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		