

三花智控 (002050.SZ)

三花汽零资产拟注入带来新活力

核心观点:

● 受益于下游行业市场趋稳, 传统业务未来将稳定发展

公司业绩与下游的洗碗机和白电市场息息相关。具体来看, 白电市场随着空调补库存行情的持续, 以及三四线房地产持续去库存, 未来3年, 空调和冰箱将继续保持相对平稳的状况; 洗碗机在国内的渗透率低, 随着消费观念的转变, 未来销量有望快速上升, 带动公司洗碗机业务快速发展。

● 公司三大核心竞争力为新业务的成功开展保驾护航

公司具备领先的技术、良好的客户基础, 并善于将技术和客户优势转化为未来业绩的增长力, 具备将新业务迅速发展至行业领先地位的丰富经验, 产品延伸能力突出。

● 拟收购三花汽零, 新业务有望成为公司新的增长点

公司拟收购三花汽零, 两者的协同效应明显, 未来新业务发展前景广阔。主要原因: 1) 新能源汽车未来前景广阔, 发展潜力巨大; 2) 三花汽零业务基础深厚, 技术领先, 盈利能力强, 客户基础佳; 3) 公司领先的技术、良好的客户基础和强大的产品延伸能力能够确保将新业务做大做强, 成为公司新的利润增长点。

● 盈利预测

我们预计公司2017-19年收入为78、87、96亿元, 同比增速为15%、12%、10%; 净利润为10.6、12.7、14.0亿元, 同比增速为23.5%、19.4%、10.9%, EPS为0.59、0.70、0.78元, 对应2017年PE为23倍, 给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨; 新业务发展不利。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6161	6769	7785	8719	9591
增长率(%)	5.8%	9.9%	15.0%	12.0%	10.0%
EBITDA(百万元)	965	1113	1440	1696	1855
净利润(百万元)	605	857	1059	1265	1402
增长率(%)	24.1%	41.6%	23.5%	19.4%	10.9%
EPS(元/股)	0.34	0.48	0.59	0.70	0.78
市盈率(P/E)	40.2	28.4	23.0	19.2	17.3
市净率(P/B)	5.2	4.6	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	28.7	24.6	19.2	16.4	15.1

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 13.50 元

前次评级

报告日期 2017-05-16

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,801/1,564
流通A股市值(百万元)	24,320
每股净资产(元)	2.95
资产负债率(%)	36.10
一年内最高/最低(元)	13.70/7.47

相对市场表现



分析师: 曾 焯 S0260517050002

0755-82771936

zengchan@gf.com.cn

分析师: 许兴军 S0260514050002

021-60750532

xxj3@gf.com.cn

相关研究:

三花智控(002050.SZ): 主 2017-03-21
业稳健, 新业务增长良好

三花股份(002050.sz): 拟 2012-01-04
参股格力电器, 加强上下游战
略合作

三花股份(002050.sz): 收入持 2011-08-02
续高增长, 盈利能力承压

联系人: 袁雨辰 021-60750604

yuanyuchen@gf.com.cn

目录索引

1. 投资建议	5
2. 三花智控：老牌业务将稳定增长	6
2.1 下游白电板块——销量平稳	7
2.2 下游洗碗机行业——市场前景巨大	7
3. 核心竞争力：技术领先、客户基础好、产品延伸力强	9
3.1 核心竞争力之一：技术领先	9
3.1.1 自主研发能力强	9
3.1.2 通过并购获取国外先进技术	10
3.1.3 注重技术交流	11
3.2 核心竞争力之二：良好的客户基础	11
3.2.1 下游空调冰箱行业客户：几乎覆盖全球所有大客户	12
3.2.2 洗碗机行业客户：覆盖欧美主流洗碗机客户	13
3.3 核心竞争力之三：产品延伸能力突出	13
3.3.1 成功将各类传统阀业务提升到龙头地位	14
3.3.2 成功维持微通道换热器业务龙头地位	16
4. 收购三花汽零，新业务潜力大	17
4.1 公司进军汽配领域	18
4.2 三花汽零业务前景良好	19
4.2.1 新能源汽车行业市场前景广阔	19
4.2.2 三花汽零业务技术领先，市场地位稳固	20
4.2.3 三花智控发展新业务能力强	23
5. 盈利预测	23
6. 风险提示	23
6.1 原材料价格上涨	23
6.2 新业务发展不利	23

图表索引

图 1: 以冰箱、空调、洗碗机业务为主	6
图 2: 中国空调行业产销量快速增长 (万套)	7
图 3: 中国电冰箱行业产销量快速增长 (万套)	7
图 4: 中国洗碗机市场渗透率极低	7
图 5: 2010-2015 年中国洗碗机销售量 (单位: 千套)	8
图 6: 2010-2015 年中国洗碗机销售额 (单位: 百万元)	8
图 7: 预计 2017-2020 年洗碗机市场将快速增长	8
图 8: 公司研发费用持续上升 (万元)	9
图 9: 公司研发费用占比持续上升	9
图 10: 公司研发人员比重高	10
图 11: 公司高学历人才占比相对较高	10
图 12: 三花智控屡获技术大奖	10
图 13: 三花智控通过并购获取新技术	11
图 14: 三花为诸多知名空调品牌提供配件	12
图 16: 中国洗碗机主要以外销为主	13
图 15: 2016 年三花三种阀门的市场占有率皆为全球第一	14
图 17: 公司截止阀发展历程	14
图 18: 截止阀产量 2002-2004 年飞速增长 (万只)	14
图 19: 公司四通换向阀发展历程	15
图 20: 近年来变频空调销售份额逐渐上升	15
图 21: 空调电子膨胀阀内销量整体呈上升趋势 (万套)	15
图 19: 公司微通道发展历程	16
图 24: 本次收购构成关联交易	17
图 25: 汽车零部件增幅始终与汽车产量同步	19
图 26: 2013-2016 年我国汽车产销量回升 (万辆)	19
图 27: 2013-2015 年我国新能源汽车产量快速上升 (辆)	20
图 28: 空调膨胀阀主营占比最大	21
图 29: 三花汽零汽车空调膨胀阀市场占有率较高	21
图 30: 2016 年毛利同比提升	21
图 31: 三花汽零已于多家新能源车企业展开合作	22
图 32: 特斯拉具有巨大的增长潜力	22
表 1: 三花智控的主要产品分类	6
表 2: 三花智控通过业内交流机制和产学研合作进行技术交流	11
表 3: 三花智控屡获供应商大奖	12
表 4: 洗碗机业务的主要客户为米勒、西门子、伊莱克斯、惠而浦	13
表 5: 三花微通道布局于中、美、墨西哥三国	16
表 6: 本次发行股份用来购买资产和募集配套资金	18
表 7: 汽车零部件业务募集资金投放	18

表 8：三花汽零海内外的主要客户	22
------------------------	----

1. 投资建议

2017年4月21日，三花智控拟收购三花汽零，公司未来将进军新能源汽车配件业务。通过三个角度的研究，我们有充分的理由认为并购后公司前景向好。

- 1) 公司老牌业务未来将稳定发展。
- 2) 三大核心竞争力使三花智控有能力做大做强新业务。
- 3) 拟并购的新能源汽配业务前景光明。

首先，公司作为配件制造商，其业绩与下游白电和洗碗机行业的发展情况息息相关。而通过对其下游企业未来发展趋势的判断，我们认为公司老牌的白电与洗碗机配件业务未来将稳定发展。具体来看：

- **白电市场相对稳定。**随着空调补库存行情的持续，以及三四线房地产持续去库存，未来的3年，空调和冰箱将继续保持相对平稳的状况。
- **洗碗机市场前景巨大。**目前我国洗碗机渗透率仅有1%，是一个巨大的未开发市场。随着消费意识的转变，中国未来洗碗机市场销量将快速上升，带动公司洗碗机业务快速发展。

其次，公司具备技术领先、客户基础良好、品牌延伸能力突出这三大核心竞争力，为公司发展新业务保驾护航。具体来看：

- **技术领先。**公司通过增加研发投入、收购核心技术和技术交流合作三个途径保持技术领先。
- **客户基础良好。**公司已经与格力、海尔等十余家行业领先的空调与电冰箱品牌和伊莱克斯、惠而浦等欧美高端洗碗机客户建立了长期合作关系。
- **产品延伸力强。**公司具有充分的经验，利用现有的技术和客户基础的优势，将良好的市场前景，转化为未来的业绩增长。公司成功将截止阀、四通转向阀、电子膨胀阀和微通道业务相继发展为行业龙头地位，其产品延伸能力可见一斑。

最后，由于新能源汽车市场良好的前景与公司良好的业绩基础，公司的新业务前景十分广阔。

- **新能源汽车前景巨大。**近年来中国新能源汽车产量始终保持50%-300%的市场增速。随着新能源汽车产销量的不断提升，相应配件的需求也将不断上升，这将给公司新能源汽零的新业务提供迅速发展的窗口期。
- **三花汽零业绩突出。**
 - ◆ 三花汽零具备较好的盈利能力和较大的市场份额。
 - ◆ 三花汽零技术能力出色，其创新产品—电子膨胀阀帮助其成为历史上

第一家也是唯一一家获得PACE创新大奖的中国企业。

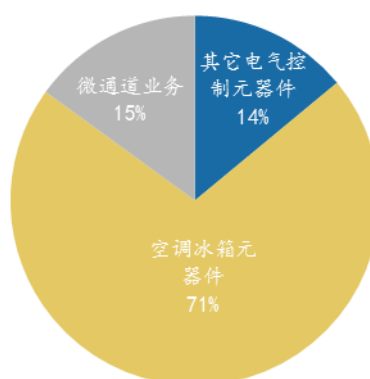
- ◆ 与特斯拉的合作将为新业务带来重大发展机遇。随着特斯拉产销量的攀升，特斯拉对配件的需求将拉动新业务业绩的迅速增长。
- ◆ 公司具备将新业务做大做强的能力。

综上，我们有理由认为，随着公司老牌业务的稳定发展和新业务的快速崛起，未来公司业绩将迎来新的增长期。

2. 三花智控：老牌业务将稳定增长

三花智控是全球制冷控制元器件的龙头企业，公司主营：制冷空调冰箱元器件及部件、咖啡机洗碗机洗衣机元器件及部件和微通道业务。

图1：以冰箱、空调、洗碗机业务为主



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司作为空调、冰箱、洗碗机行业上游零部件供应商，受下游空调、冰箱、洗碗机行业市场情况影响较大。公司的空调冰箱配件业务和微通道业务主要应用于空调、冰箱等制冷设备。而Omega泵、加热管、水软化系统、分配器等其它电器控制元器件主要面向洗碗机市场。由于公司业务类型为配件制造，配件的销量受下游行业销量的直接影响，因此公司业绩很大程度上取决于下游的市场情况。

我们认为，下游白电板块销量平稳，洗碗机市场空间大，公司的传统业务有望稳定增长。

表 1：三花智控的主要产品分类

产品名称

应用领域

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

Omega泵、加热管、水软化系统、分配器

咖啡机、洗碗机、洗衣机业务

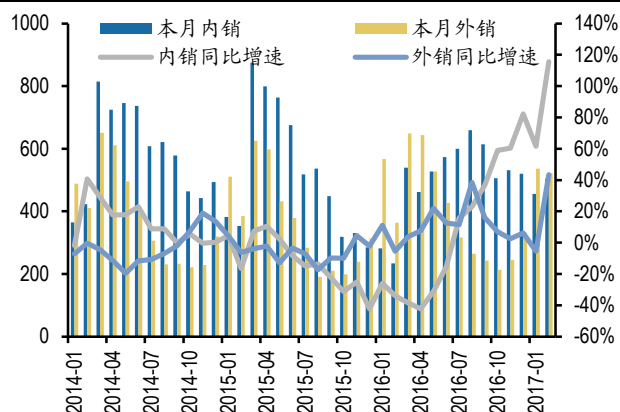
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2.1 下游白电板块——销量平稳

目前，冰箱、空调行业需求相对稳定。2016Q2空调进入补库存周期，目前补库存行情持续。根据产业在线的数据，2017年1-3月，中国空调内销累计1714万台，同比增长62%，外销累计1789万台，同比增长13%。2017年1-3月，中国家用冰箱总销量为1766万台，同比增长1%。

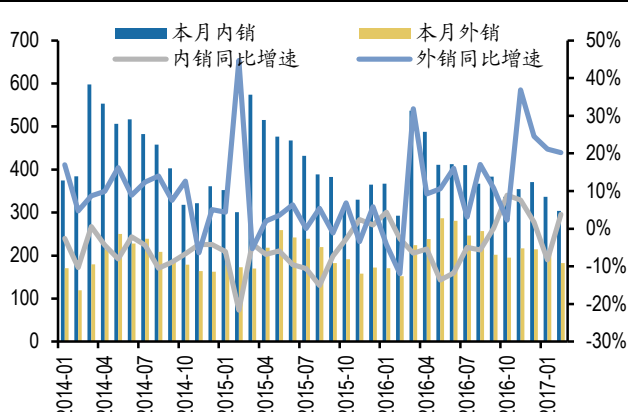
我们认为，短期来看，随着空调补库存行情的持续，以及三四线房地产持续去库存，空调行业在2017年将保持较高增长；中长期来看，未来的3-5年，空调和冰箱将保持相对平稳的增长。

图2：中国空调行业产销量快速增长（万套）



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图3：中国电冰箱行业产销量快速增长（万套）

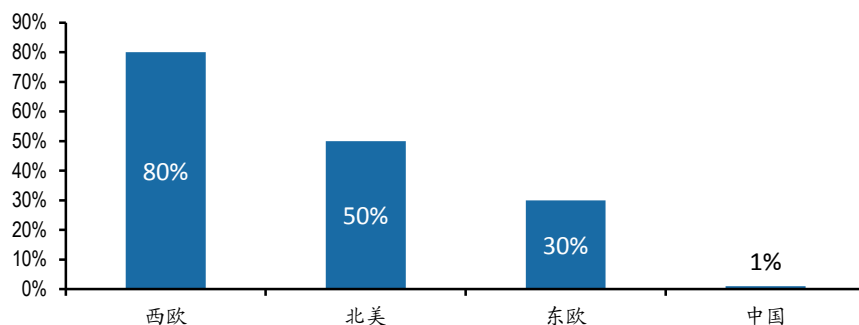


数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

2.2 下游洗碗机行业——市场前景巨大

中国洗碗机市场渗透率仅1%。我国洗碗机市场缓慢发展了20多年，洗碗机普及率仍远低于西方发达国家。根据公司年报，西欧洗碗机渗透率接近80%，北美渗透率约为50%，东欧渗透率约为30%，相比之下洗碗机在中国的渗透率远低于欧美，仅为1%左右。由此可见，目前中国的洗碗机市场是一个亟待开发的市场，蕴含无限潜力。

图4：中国洗碗机市场渗透率极低

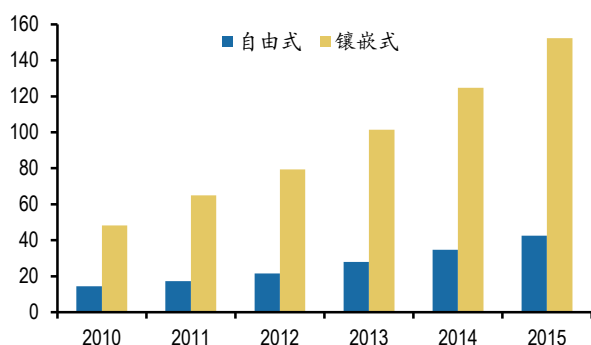


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2010年以来,我国洗碗机内销市场发展加快。随着人口老龄化、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不断上升。

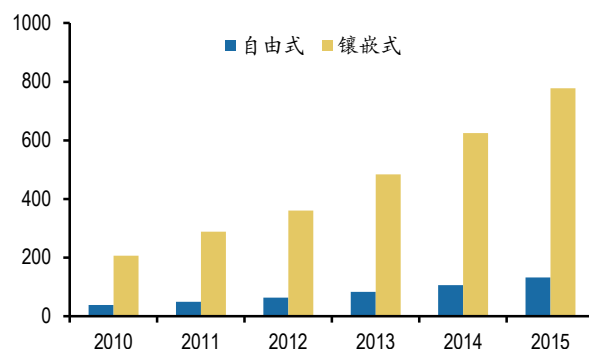
Euromonitor数据显示,2012年我国洗碗机销量为10万套,而2016年洗碗机预计销售37万套,复合增长率达38.7%。2010年我国洗碗机的销售额达到4亿元,2016年预计增至15亿元,复合增长率达39.2%。

图5: 2010-2015年中国洗碗机销售量 (单位: 千套)



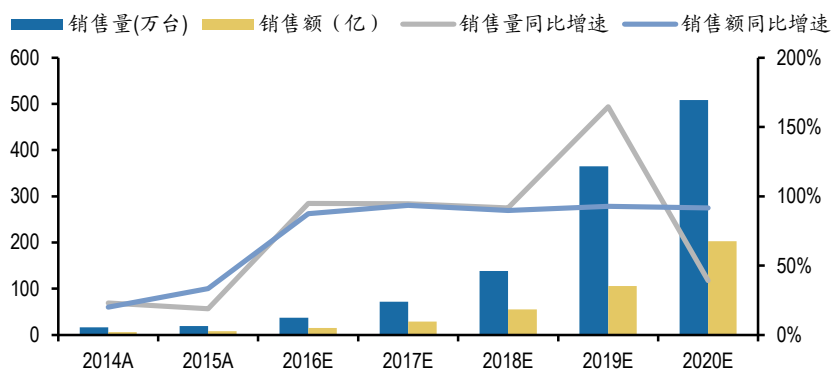
数据来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

图6: 2010-2015年中国洗碗机销售额 (单位: 百万元)



数据来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

图7: 预计2017-2020年洗碗机市场将快速增长



数据来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

综上所述，由于公司的业务主要集中于空调、冰箱和洗碗机配件的生产，其配件销量受下游行业直接影响，所以公司业绩与洗碗机和白电市场息息相关。而未来稳定的白电市场和潜力较大的洗碗机市场将良好地支撑公司主业。

3. 核心竞争力：技术领先、客户基础好、产品延伸力强

公司近年来的成功，从根本上来源于其三大核心优势：先进的技术、良好的客户基础和强大的产品延伸能力。这三大核心竞争力可以有效保证新业务的成功开展。

3.1 核心竞争力之一：技术领先

三花智控在业务上的成功，离不开三花行业领先的技术水平，而技术领先也成为三花智控的第一大核心竞争力。其中，公司通过自主研发、收购技术、技术交流三大途径达到行业技术领先。

3.1.1 自主研发能力强

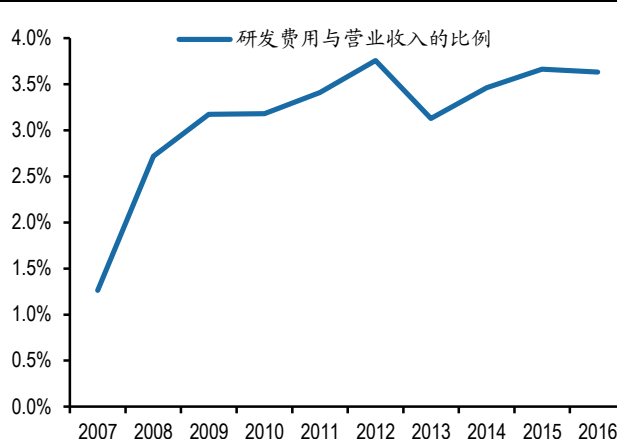
近年来，三花智控的研发投入持续快速上升，2016年的研发投入约为2007年的24倍，公司研发费用与营业总收入的比例也持续上升，从2007年的1%左右提升到2016年的3.5%左右。

图8：公司研发费用持续上升（万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

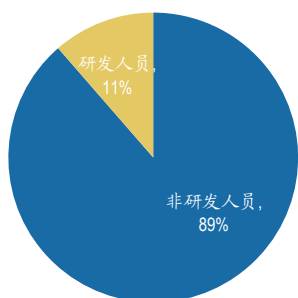
图9：公司研发费用占比持续上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

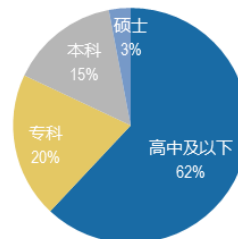
高学历人才比重相对较高。2016年，公司现有研发人员873名，占比约为11.4%。同时，作为一家配件生产企业，员工人数中占比较高的理应为对学历要求不高的技术工人，但是公司依然具有较高的高学历人才比例。2016年，公司本科以上学历的员工占比达18%。

图10：公司研发人员比重高



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11：公司高学历人才占比相对较高

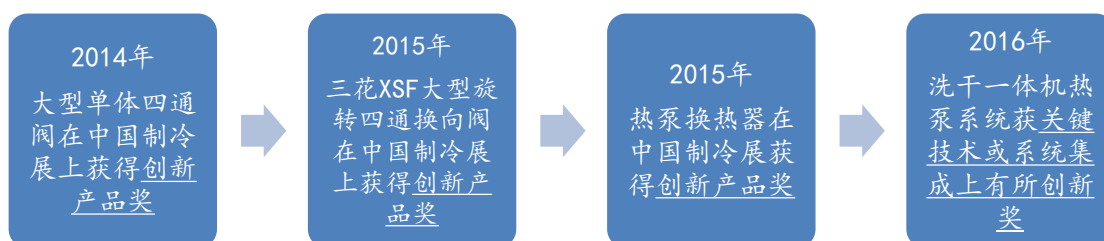


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

大量的研发投入，使公司在技术方面始终处于行业领先地位，屡获技术大奖。

- 2014年，大型单体四通阀在中国制冷展创新产品发布会上，荣获“创新产品奖”。
- 2015年，三花 XSF 大型旋转四通换向阀，热泵换热器两项产品同时荣获“创新产品奖”。
- 2015年，热泵换热器在中国制冷展获得“创新产品奖”。
- 2016年，洗干一体机热泵系统获“关键技术或系统集成上有所创新奖”。

图 12：三花智控屡获技术大奖



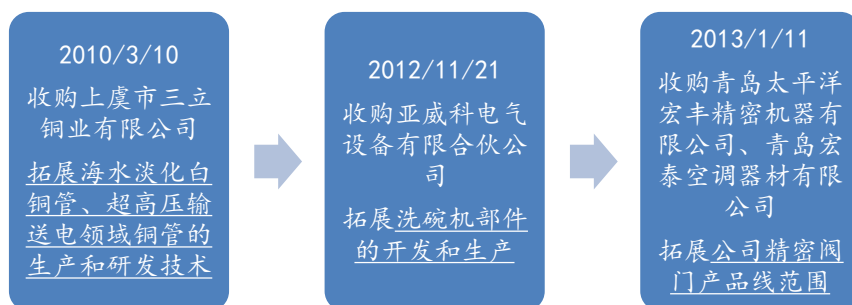
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

3.1.2 通过并购获取国外先进技术

三花始终坚持“自主研发”与“兼并收购国内外先进技术”并行的双轨发展战略。近年来，三花智控通过一系列的兼并收购来获取先进技术。

- 2010年3月10日，公司收购上虞市三立铜业有限公司，以拓展海水淡化白铜管、超高压输电领域铜管的生产和研发技术。
- 2012年11月21日，公司收购亚威科电气设备有限公司，以拓展洗碗机部件的开发和生产。
- 2013年1月11日，公司收购青岛太平洋宏丰精密机器有限公司、青岛宏泰空调器材有限公司，以拓展公司精密阀门产品线范围

图 13：三花智控通过并购获取新技术



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3.1.3 注重技术交流

公司近年来积极通过外部技术交流革新技术：

- **业内交流。**三花与世界及国内的知名空调厂家建立了开发制冷空调控制元器件和控制系统的互动交流机制，引进全球行业内领先的专家人才，使公司在控制元器件和系统方面的技术开发与全球制冷、空调行业的发展前沿保持同步。
- **学研合作。**公司产品拥有自主知识产权和核心技术，利用公司的国家级技术中心、博士后国家科研工作站等平台，加强对外产学研合作，为产品研发提供深层次学科知识支持。

表 2：三花智控通过业内交流机制和学研合作进行技术交流

机制	措施
业内交流机制	与世界及国内的知名空调厂家建立了开发制冷空调控制元器件和控制系统的互动交流机制
学研合作	利用公司的国家级技术中心、博士后国家科研工作站等平台，加强对外产学研合作，获得深层次理论支持

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

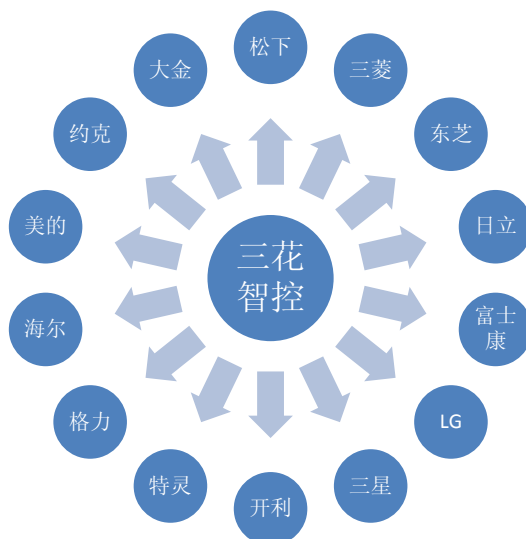
3.2 核心竞争力之二：良好的客户基础

领先的技术能力确保公司产品的高质量，而高质量的产品又帮助公司建立起良好的客户基础，客户的高认可度使公司与客户建立起持续稳定的业务关系。

3.2.1 下游空调冰箱行业客户：几乎覆盖全球所有大客户

经过多年的发展，目前公司已成为松下、大金、三菱、东芝、日立、富士通、LG、三星、开利、特灵、约克、格力、美的、海尔等世界著名制冷、空调主机厂的战略供方和合作伙伴。

图 14：三花为诸多知名空调品牌提供配件



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

屡获供应商奖项彰显出客户对公司的高认可度。近年来，公司先进的技术水平和高质量水准使公司与客户建立了长期稳定的合作关系。也正是客户的认可让公司获得了诸多下游客户授予的奖项。

表3：三花智控屡获供应商大奖

时间	客户	所获奖项
2016 年	武汉麦克维尔	战略供应商
	江森自控	季度质量表现优秀奖
	海尔	优秀供应商
	麦克维尔	战略合作奖
	马尼托瓦克	优秀供应商
2015 年	夏普	优秀供应商
	LG 电子	优秀供应商
	GE Zoneline	项目成功奖
	江森自控	年度优秀供应商
	海信空调	2015 年战略合作供应商

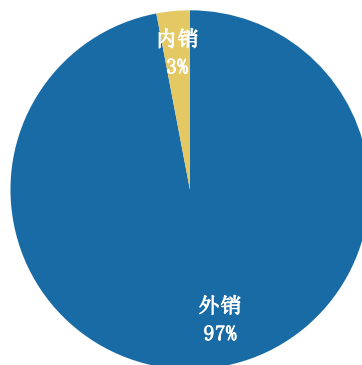
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

3.2.2 洗碗机行业客户：覆盖欧美主流洗碗机客户

在国内，海尔、格力等本土品牌的洗碗机业务规模较小，公司的洗碗机客户主要集中于欧美的高端客户，主要是因为欧美是洗碗机的主要市场。

欧美市场作为主流市场，大量的生产基地布局欧洲。所以，公司在收购亚威科并接手洗碗机业务后，保留了波兰的生产基地，以服务欧洲高端客户，而位于中国的生产基地，也更多是为代工厂提供服务。

图15：中国洗碗机主要以外销为主



数据来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

公司洗碗机业务的客户群为米勒、西门子、伊莱克斯、惠而浦等欧美高端客户，而这些高端客户基础为未来公司开拓中国洗碗机市场做好充分铺垫。

表 4：洗碗机业务的主要客户为米勒、西门子、伊莱克斯、惠而浦

业务	主要产品	主要客户	生产基地
洗碗机	1. 分配器	  伊莱克斯  <small>Global network of innovation</small>  惠而浦	中国
	2. 加热器		
	3. 水软化器		波兰
	4. Omega 系统		

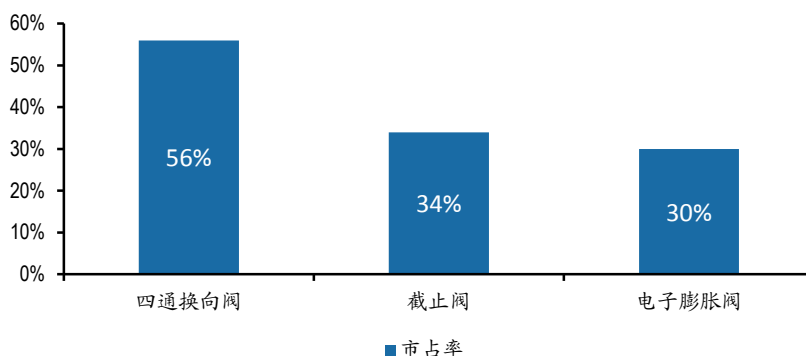
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

3.3 核心竞争力之三：产品延伸能力突出

公司无疑是传统阀产品业务上的领军者。在该业务上，公司每进军一个领域，都将其逐步发展为全球份额第一。公司所具备的突出技术能力和良好的白电客户基础，是公司以较快速度将白电的各类配件业务做到行业领先地位的主要原因。

2016年，公司截止阀、四通换向阀的销售，约占公司收入50%，其中截止阀全球市场占有率超过30%，四通换向阀全球市场占有率超过50%。目前，公司的截止阀，四通换向阀、电子膨胀阀、微通道换热器市场份额皆为世界第一。

图16：2016年三花三种阀门的市场占有率皆为全球第一



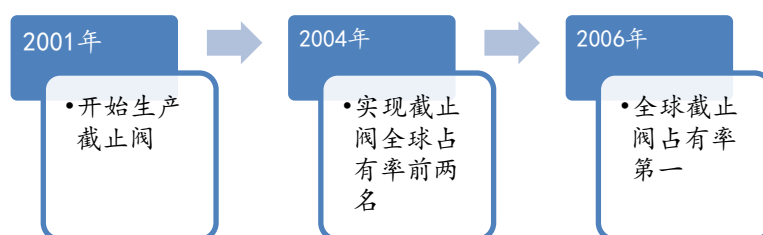
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

3.3.1 成功将各类传统阀业务提升到龙头地位

公司的截止阀业务市场份额全球第一，根据年报：

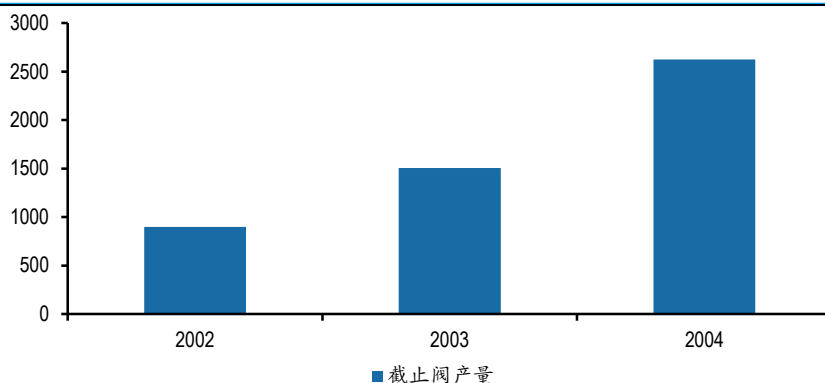
- 2001年成立，截止阀的生产便已启动。
- 2002年，公司的主导产品截止阀就已实现899万只的销售，根据中国制冷空调工业协会的统计，2002年公司截止阀的国内市场占有率为32.1%，居国内第一位，国际市场占有率为13.6%。
- 2003年，截止阀实现销售1505万只，较2002年增长67%。
- 2004年，截止阀实现销售2624万只，较2003年增长74%，且全球占有率已达世界前两位。
- 2006年，截止阀全球市占率第一。
- 2016年，截止阀的市场占有率保持世界第一。

图 17：公司截止阀发展历程



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

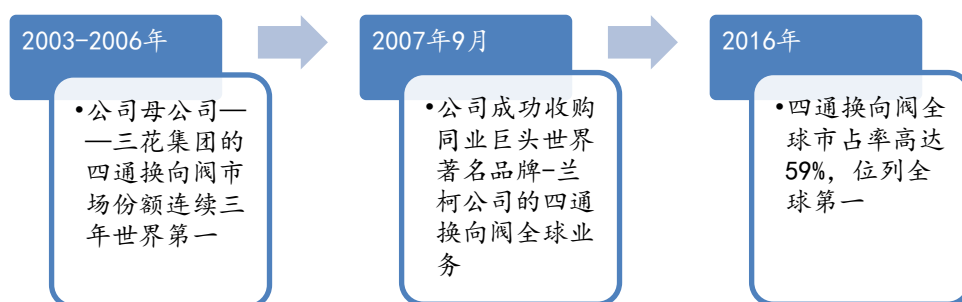
图18：截止阀产量2002-2004年飞速增长（万只）



数据来源：中国制冷空调工业协会，广发证券发展研究中心

四通换向阀市场份额全球第一。公司自从母公司处接手四通阀业务，便不断提升其市场份额，2016年四通换向阀的市场占有率处于全球第一，市占率高达59%。

图 19：公司四通换向阀发展历程

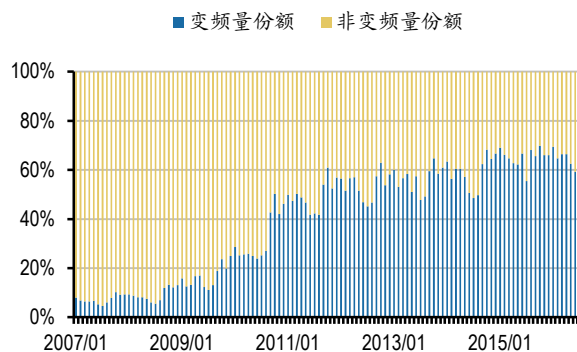


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

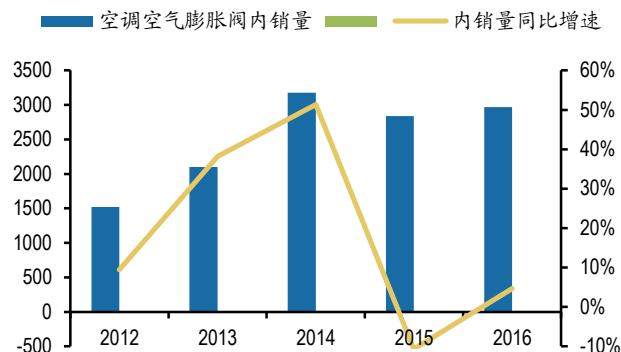
电子膨胀阀市场份额全球第一。电子膨胀阀属于变频空调的专属配件，随着我国政府对节能环保政策的推动和消费升级，变频空调市场具有良好前景。据公司年报，公司的电子膨胀阀全球市场份额第一。

图20：近年来变频空调销售份额逐渐上升

图21：空调电子膨胀阀内销量整体呈上升趋势(万套)



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3.3.2 成功维持微通道换热器业务龙头地位

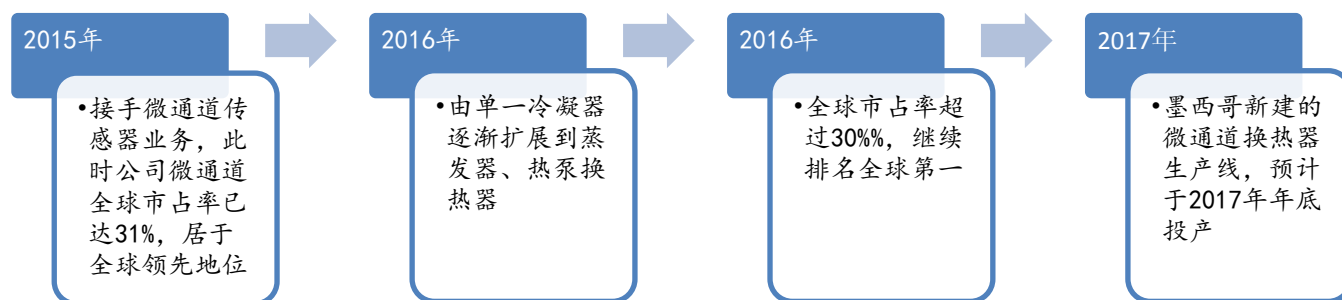
- 2015年，公司从三花钱江并入微通道换热器业务，2015年全球市场占有率为31%。
- 目前公司的微通道换热器以美国市场为主，全球市场占有率仍超过30%，排名全球第一。
- 公司产品由原先单一的冷凝器逐步拓展到蒸发器、热泵换热器。
- 公司现已布局中国、美国及墨西哥。墨西哥正在建设微通道换热器新生产线，预计2017年年底投产。

表 5：三花微通道布局于中、美、墨西哥三国

项目基地	覆盖市场	扩建前产能（万台）	募资新增产能（万台）	扩建后产能（万台）
杭州生产基地	亚太及欧洲	120	80	200
R-Squared公司	北美	32	0	32
墨西哥生产基地	美洲	0	150	150
合计		152	230	382

数据来源：公司公告，公司公告，广发证券发展研究中心

图 22：公司微通道发展历程



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

综上所述，公司近年来所取得的成就，离不开其三大核心竞争力：技术领先、良好的客户基础、突出的产品延伸力，这三大核心竞争力，可以确保公司有能力，将富有前景的新业务做大做强。

技术领先方面，公司通过增加研发投入、收购核心技术和技术交流合作三个途径保持技术领先。

良好的客户基础方面，公司已经与格力、海尔、海信、三星等十余家行业领先的空调与电冰箱品牌展开行业合作。而由于洗碗机的主要市场集中于欧洲，公司已与米勒、西门子、伊莱克斯、惠而浦等欧美高端客户建立了长期合作关系。由于公司良好的供应表现，仅2015-2016年两年，公司就获得十余项下游客户所颁发的最佳供应商大奖，足可见公司良好的客户基础与被认可程度。

产品延伸力方面，由于具有领先的技术和良好的客户基础这两大优势，公司善于将新业务迅速发展至行业领先的地位。公司从截止阀开始，后将四通转向阀、电子膨胀阀、微通道业务均发展成全球龙头。

我们认为，这种能力有希望延续到公司刚刚收购的新能源汽车配件业务中，公司有能力发展汽车配件这个新业务，新业务有望成为继四通转向阀、电子膨胀阀、微通道业务后，又一个在行业内处于领先的业务。

4. 拟收购三花汽零，新业务潜力大

集团的三花汽零业务拟注入上市公司。2017年4月21日，公司发布公告拟以9.62元/股向三花绿能发行2.23亿股股份购买其持有的浙江三花汽车零部件有限公司100%股权，交易价格为21.5亿元，三花绿能系上市公司控股股东三花控股全资控制下的公司。

图23：本次收购方案构成关联交易



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 6: 本次发行股份用来购买资产和募集配套资金

产品名称	应用领域
发行股份购买资产	本次交易中, 标的资产为三花汽零100%的股权。根据标的资产100%股权交易价格 21.5亿元, 上市公司发行股份购买资产的股份发行数量为 2.23亿股。
发行股份募集配套资金	本次交易拟募集配套资金总额不超过13.2亿元, 本次非公开发行股票数量不超过本次交易前上市公司总股本的20%, 且本次募集配套资金总额不超过以发行股份方式购买资产交易价格的100%。最终发行数量将根据最终发行价格确定。

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

如果收购顺利完成, 公司将成功从控股公司的子公司手中获取汽配业务, 成功切入新能源汽车零部件领域, 汽配业务有望成为新的增长点。

4.1 公司将进军汽配领域

近几年来, 三花汽零迎来了新能源汽车行业的发展契机, 制定了以乘用车空调为基础、新能源车温控为重点的发展思路。公司也秉持同一思路, 在收购后, 大力发展新能源汽配业务。公司在进行收购三花汽零的同时, 通过非公开发行股份募集不超过13.22亿元的配套资金, 主要投入新能源汽车项目。

表 7: 汽车零部件业务募集资金投放

项目	投资总额 (万元)	拟用募集资金投入金额 (万元)
年产 1150 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改造项目	50,377	45,495
新增年产 1270 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
支付本次交易中中介机构费用	2,100	2,100
总计	144,440	132,231

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

4.2 三花汽零业务前景良好

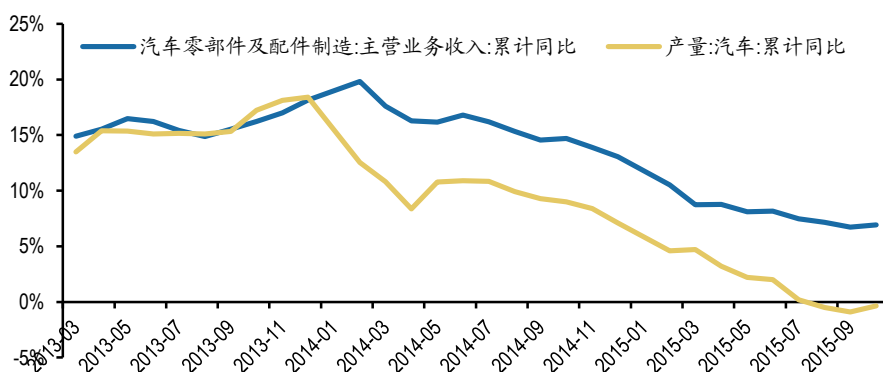
三花汽零业务和上市公司业务协同效应明显，未来发展潜力大，原因：

- 1) 新能源汽车领域具有良好的未来发展前景和巨大的市场潜力。
- 2) 三花汽零核心技术，都处于行业领先地位，同时在市场上地位稳固。
- 3) 三花智控的出色技术能力、良好的客户基础和强大的产品延伸能力。

4.2.1 新能源汽车行业市场前景广阔

汽车零部件市场受下游汽车市场影响。汽车空调和热管理系统是汽车系统的重要组成部分，其中，汽车空调系统用于车舱的温度控制；汽车的热管理系统用于动力系统中的发动机系统和传动系统的设备温度控制。汽车空调和热管理系统控制部件行业的产销量与整车制造行业的产销量密切相关。

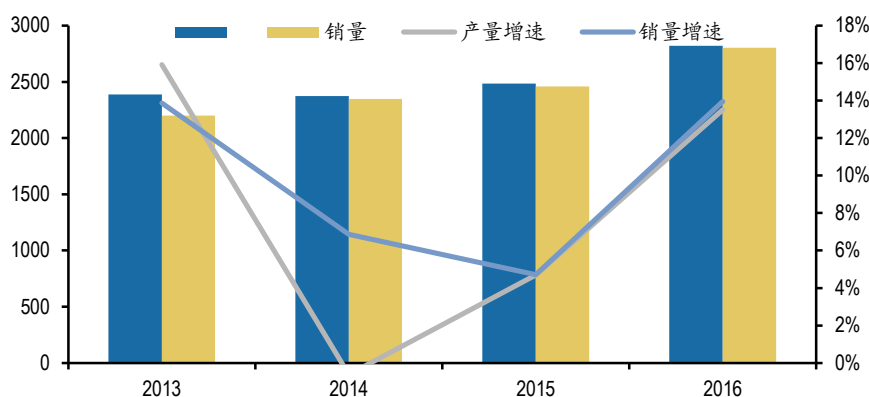
图24：汽车零部件增幅始终与汽车产量同步



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

自2009年以来，全球汽车产销量基本呈现稳步增长的态势。2016年我国汽车产销量分别增长至2812万辆和2803万辆，年增长率分别为16.0%和13.9%。随着城镇化进程的持续推进及居民生活水平的不断提升，我国汽车产品仍具有广阔的市场前景。汽车需求的持续增长，将会带动我国包括汽车空调及热管理系统控制部件在内的汽车零部件产业的持续发展。

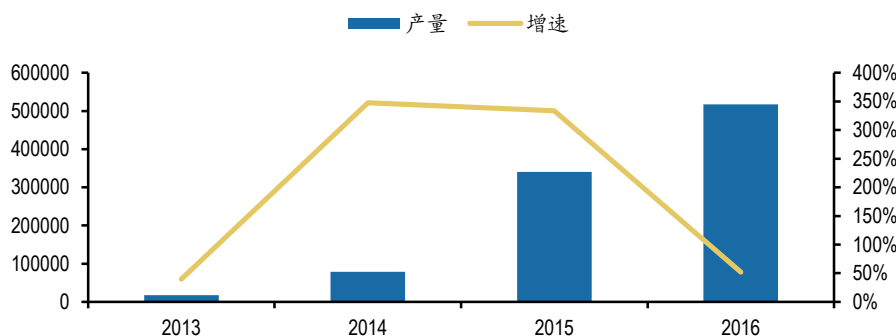
图25：2013-2016年我国汽车产销量回升（万辆）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

新能源汽车具有良好的市场前景。近年来,国家高度重视新能源汽车产业发展,已将新能源汽车确定为战略性新兴产业。2012年6月,国务院出台《节能与新能源汽车产业发展规划(新能源汽车产业发展规划(2012-2020年))》,提出到2020年,纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达到200万辆、累计产销量超过500万辆。受国家政策影响,2016年中国新能源乘用车共销售51.7万辆,同比增长76.8%。未来随着政策支持的不加加码、电池技术的发展创新以及充电设施的加大覆盖,新能源汽车的发展前景十分广阔,必将带动新能源汽车零部件领域的发展。

图26: 2013-2015年我国新能源汽车产量快速上升(辆)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

4.2.2 三花汽零业务技术领先, 市场地位稳固

三花汽零成立于2004年,是一家国家高新技术企业。公司主要经营汽车贮液器、膨胀阀和控制器等汽车零部件的制造、销售及技术开发,产品销往世界各地。目前在美国、印度、墨西哥、日本和德国等地设有海外子公司。

三花汽零技术领先。三花汽零拥有已授权自有专利132项(其中发明专利53项,实用新型专利25项,外观设计专利54项),已提交申请但尚未取得授权的专利100

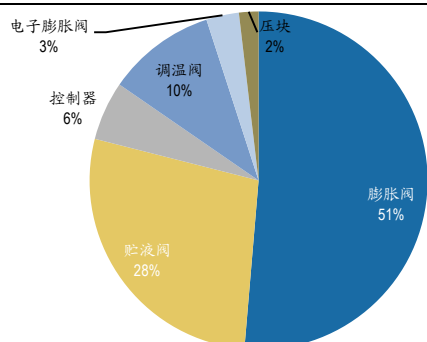
项（其中发明专利89项，实用新型专利7项，外观设计专利4项）。

从三花研究院无偿获得的已授权专利53项（其中发明专利17项，实用新型专利21项，外观设计专利15项），已提交申请但尚未取得授权的专利174项（其中发明专利146项，实用新型专利8项，外观设计专利20项）。

2017年4月6日，三花汽零凭借其创新产品电子膨胀阀成功获得2017年《汽车新闻》PACE创新大奖，成为历史上第一家也是唯一一家获得此奖项的中国企业。

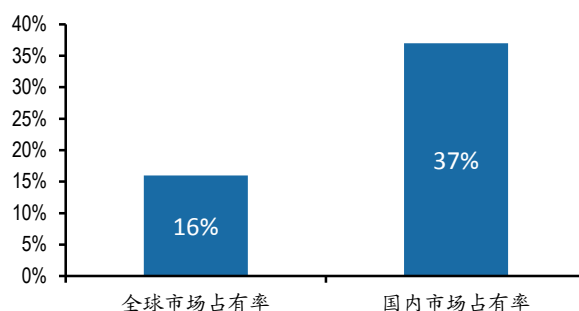
三花汽零业务市场地位稳固。目前，膨胀阀是三花汽零主营业务中占比最大的业务，占公司总比重的51%。而膨胀阀作为公司最为重要的业务，具有很高的市场份额。根据公告，在全球市场，2016年公司汽车空调膨胀阀销量占有率超过16%，在国内市场，市占率达37%。

图27：空调膨胀阀主营占比最大



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

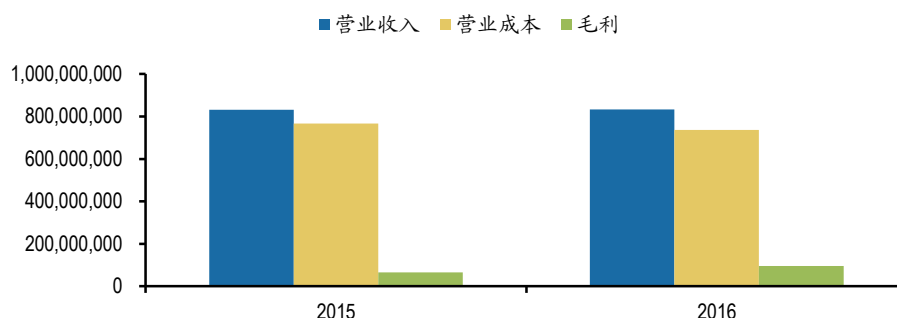
图28：三花汽零汽车空调膨胀阀市场占有率较高



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

三花汽零盈利能力强。根据公司公告，三花汽零2016年营业收入约为8.3亿元，营业成本7.3亿元，毛利润约为9558万元，同比增长47%。由此可见，三花汽零盈利能力较强。

图29：2016年毛利同比提升



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

三花汽零拥有一批优质客户。汽车客户方面，根据公告，公司与世界500强的通

用汽车、德尔福、法雷奥等知名公司建立了长期友好合作关系，产品配套在法拉利、奔驰、宝马、标致、欧宝、铃木和大众等知名品牌汽车上。在国内为大众、通用、东风汽车、福特、马自达等众多厂家提供配套零部件。

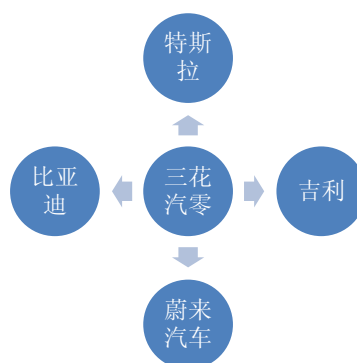
表 8：三花汽零海内外的主要客户

地区	客户名称	产品汽车品牌
国内	大众、通用、东风汽车、福特、马自达等	大众、福特、马自达等
国外	通用汽车、德尔福、法雷奥等	法拉利、奔驰、宝马、标致、欧宝、铃木和大众等

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

新能源汽车客户方面，三花汽零目前已通过特斯拉、比亚迪、吉利、蔚来汽车等新能源汽车厂商的一级供应商认证，取得了相应产品的供货资质。

图30：三花汽零已于多家新能源车企展开合作

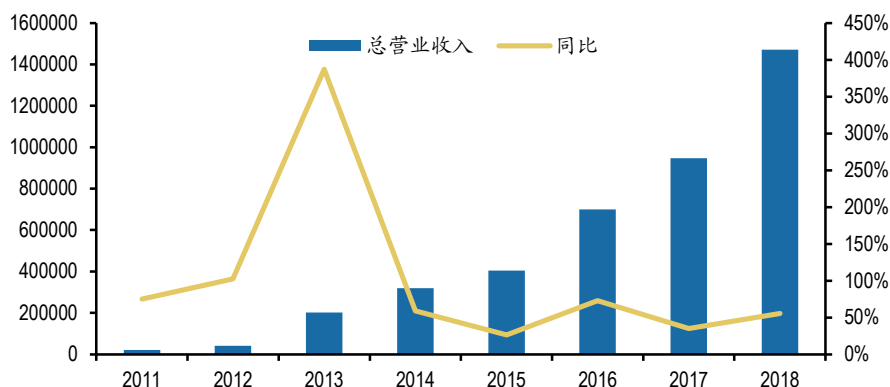


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2015年三花汽零与特斯拉展开合作，本次合作令人瞩目。特斯拉是全球最著名的高端新能源汽车品牌，其市场份额和发展潜力巨大。

2014-2016年间，特斯拉的营业收入以约为每年50%左右的增速持续扩张，相应的零配件需求与之同步上升。根据三花智控预测，2017-2018年特斯拉仍将保持50%-100%的增速，本次与特斯拉合作将给三花汽零新能源汽车领域的业务发展带来好机会。在2015年，三花已为3万辆特斯拉提供油冷器和水冷板等汽车空调零部件，未来有望展开进一步合作。

图31：特斯拉具有巨大的增长潜力



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

4.2.3 三花智控发展新业务能力强

三花智控作为制冷、空调行业控制元器件领域全球排名第一的巨头,具有良好的技术水平与客户基础。同时,三花智控出色的产品延伸能力强。我们认为,公司有望良好发展三花汽零业务。同时,新能源汽车配件业务,将有很好的市场前景,未来有望成为公司新的增长点。

5. 盈利预测

我们预计公司2017-19年收入为78、87、96亿元,同比增速为15%、12%、10%;净利润为10.6、12.7、14.0亿元,同比增速为23.5%、19.4%、10.9%,EPS为0.59、0.70、0.78元,对应2017年PE为23倍,给予“买入”评级。

6. 风险提示

6.1 原材料价格上涨

原材料价格上涨将提升制造成本,公司盈利能力会下降,从而影响公司业绩。

6.2 新业务发展不利

汽车零部件业务公司之前并未接触过,未来发展是否顺利存在不确定性。

资产负债表					
单位: 百万元					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,258	5,546	6,471	7,593	8,993
货币资金	1,160	1,469	1,803	2,389	3,265
应收及预付	2,394	2,486	2,986	3,344	3,679
存货	1,185	1,204	1,447	1,597	1,760
其他流动资产	519	385	234	262	288
非流动资产	2,782	2,853	2,910	2,909	2,745
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	2,286	2,368	2,440	2,454	2,305
在建工程	192	183	62	72	30
无形资产	398	370	355	340	325
其他长期资产	93	111	111	111	111
资产总计	8,039	8,399	9,380	10,502	11,738
流动负债	2,507	2,580	2,817	3,049	3,298
短期借款	808	658	600	600	600
应付及预收	1,302	1,577	1,773	1,957	2,156
其他流动负债	397	345	444	492	541
非流动负债	845	452	452	452	452
长期借款	661	273	273	273	273
应付债券	661	273	273	273	273
其他非流动负债	184	179	179	179	179
负债合计	3,352	3,032	3,269	3,501	3,750
股本	1,801	1,801	1,801	1,801	1,801
资本公积	461	459	459	459	459
留存收益	2,390	3,062	3,803	4,689	5,670
归属母公司股东权益	4,652	5,323	6,064	6,949	7,931
少数股东权益	36	44	48	52	57
负债和股东权益	8,039	8,399	9,380	10,502	11,738

利润表					
单位: 百万元					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6161	6769	7785	8719	9591
营业成本	4404	4754	5371	5929	6522
营业税金及附加	38	79	47	52	58
销售费用	321	357	389	436	480
管理费用	669	709	793	887	974
财务费用	22	-92	-3	-18	-40
资产减值损失	-11	-70	-20	-20	-20
公允价值变动收益	0	1	2	3	4
投资净收益	-29	-106	-12	-13	-14
营业利润	688	926	1197	1443	1608
营业外收入	68	99	42518	2821	9
营业外支出	28	6	42519	2821	9
利润总额	728	1019	1267	1513	1678
所得税	120	157	203	242	269
净利润	605	857	1059	1265	1402
少数股东损益	3	4	5	6	7
归属母公司净利润	605	857	1059	1265	1402
EBITDA	965	1113	1440	1696	1855
EPS (元)	0.34	0.48	0.59	0.70	0.78

现金流量表					
单位: 百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	443	1,458	1,050	1,265	1,447
净利润	605	857	1,059	1,265	1,402
折旧摊销	236	244	256	281	297
营运资金变动	-412	283	-289	-305	-278
其它	13	73	24	25	25
投资活动现金流	0	-289	-340	-300	-150
资本支出	0	-287	-340	-300	-150
投资变动	0	-289	-340	-300	-150
其他	0	287	340	300	150
筹资活动现金流	74	-860	-376	-379	-421
银行借款	624	-388	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	15	9	0	0	0
其他	-565	-481	-376	-379	-421
现金净增加额	516	309	334	586	876
期初现金余额	643	1,160	1,469	1,803	2,389
期末现金余额	1,160	1,469	1,803	2,389	3,265

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	5.8%	9.9%	15.0%	12.0%	10.0%
营业利润增长	24.1%	41.6%	23.5%	19.4%	10.9%
归属母公司净利润增长	24.1%	41.6%	23.5%	19.4%	10.9%
获利能力(%)					
毛利率	28.5%	29.8%	31.0%	32.0%	32.0%
净利率	9.8%	12.7%	13.6%	14.5%	14.6%
ROE	13.0%	16.1%	17.5%	18.2%	17.7%
ROIC	11.4%	12.2%	15.9%	18.4%	19.6%
偿债能力					
资产负债率(%)	41.7%	36.1%	34.8%	33.3%	31.9%
净负债比率	-27.3%	-18.6%	-15.6%	-10.6%	-4.1%
流动比率	2.10	2.15	2.30	2.49	2.73
速动比率	1.62	1.68	1.78	1.97	2.19
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.81	0.83	0.83	0.82
应收账款周转率	2.57	2.72	2.61	2.61	2.61
存货周转率	3.72	3.95	3.71	3.71	3.71
每股指标(元)					
每股收益	0.34	0.48	0.59	0.70	0.78
每股经营现金流	0.25	0.81	0.58	0.70	0.80
每股净资产	2.58	2.95	3.37	3.86	4.40
估值比率					
P/E	40.2	28.4	23.0	19.2	17.3
P/B	5.2	4.6	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	28.7	24.6	19.2	16.4	15.1

广发家电行业研究小组

蔡益润： 分析师，复旦大学数学科学学院学士，复旦大学国际金融学硕士，2014 年金牛分析师家用电器行业第五名，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
 本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
 广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
 本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。