

三花智控 (002050)

证券研究报告

2017 年 04 月 21 日

强势进军新能源汽车，打造热管理领域龙头

收购新能源汽零优质资产，强势打造热管理领域龙头

以 17 年预测净利润 1.69 亿元估算，本次收购价格对应约 12.7xPE，估值较为合理。三花汽零专注于汽车空调和热管理系统控制部件，成为法雷奥、马勒等制造商的认证供应商及长期合作伙伴。在国际市场方面，三花汽零在墨西哥及印度建设了海外生产基地，面向欧洲和北美地区的墨西哥产线即将规模投产。公司是空调制冷关键零部件供应商，具备多年的技术积累和生产制造优势，多个阀类产品市占率位居全球第一。三花汽零在国际市场开拓上也取得突破，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。汽车空调和热管理系统与家用、商用空调部件具备高度关联，双方在技术研发、原材料采购、生产制造、客户资源合作等方面可以实现充分协同，增长上市公司在国际和国内市场的综合竞争力。

制冷关键零部件龙头，空调景气度仍在持续

2016 年下半年以来，空调行业去库存结束，厂商补库存需求开始显现。空调保有量在三四线及农村市场仍有较大成长空间，地产后周期效应对行业需求端带来一定利好。事实上，家电已逐渐脱离周期股，消费属性加大的同时，抗周期性也愈强，我们预计行业景气度有望维持到下半年。在空调基本面改善修复过程中，公司制冷业务市占率高，具备技术研发、产品品质及生产制造等方面的核心竞争优势，收入业绩弹性有望充分释放。

亚威科盈利能力将有改善，或受益于洗碗机内销爆发

凭借亚威科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。从盈利能力上看，亚威科利润率正在逐年改善且仍有较大提升空间。随着洗碗机内销市场的快速增长，亚威科有望成为未来长期重要利润增长点。

投资建议

以 17 年预测净利润 1.69 亿元估算，本次收购价格对应约 12.7xPE，估值较为合理。三花汽零公司在新能源车热管理领域研发优势明显、布局超前，目前已进入特斯拉等高端客户供应商体系，有望充分享受新能源车市场高速成长的红利。三花汽零收购完成后，将与现有业务在多方面形成协同优势，在国内、国外市场开拓和生产制造等方面强强联合。三花绿能为三花控股 100%持股公司，大股东全部以股份定增方式参与收购，体现了对公司的认可和长期发展的信心。暂不考虑配套融资，此次收购若并表预计将对上市公司 EPS 有所增厚。暂不考虑并表，公司 17-19 年净利润增速为 23.0%、15.4%、15.2%，EPS 为 0.59、0.68、0.78，当前股价对应 17 年-19 年分别 18.5xPE、16.0xPE、13.9xPE。维持买入评级，目标市值 350 亿元，对应目标价 19.4 元。

风险提示：空调需求不及预期；宏观经济波动风险；新业务拓展不及预期。

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.81 元
目标价格	19.4 元
上次目标价	14 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,801.48
流通 A 股股本(百万股)	1,563.79
A 股总市值(百万元)	19,473.96
流通 A 股市值(百万元)	16,904.55
每股净资产(元)	2.95
资产负债率(%)	36.10
一年内最高/最低(元)	11.77/7.11

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

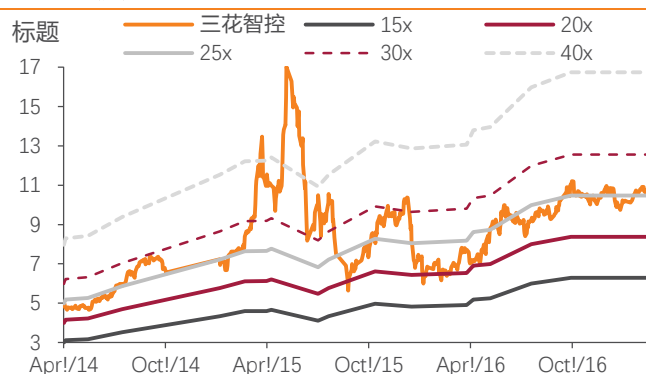
相关报告

- 1 《三花智控-公司点评:业绩快报增速超 4 成，持续性值得长期看好》 2017-02-28
- 2 《三花股份-公司点评:三季报增长 32% 再超预期，改名“三花智控”彰显做大做强决心》 2016-10-19

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,160.82	6,769.21	7,898.70	9,182.92	10,622.28
增长率(%)	5.78	9.88	16.69	16.26	15.67
EBITDA(百万元)	946.36	1,077.75	1,286.07	1,510.32	1,776.97
净利润(百万元)	605.41	857.46	1,054.43	1,216.47	1,401.19
增长率(%)	24.13	41.63	22.97	15.37	15.18
EPS(元/股)	0.34	0.48	0.59	0.68	0.78
市盈率(P/E)	32.17	22.71	18.47	16.01	13.90
市净率(P/B)	4.19	3.66	3.08	2.61	2.22
市销率(P/S)	3.16	2.88	2.47	2.12	1.83
EV/EBITDA	20.57	17.92	15.11	11.89	10.23

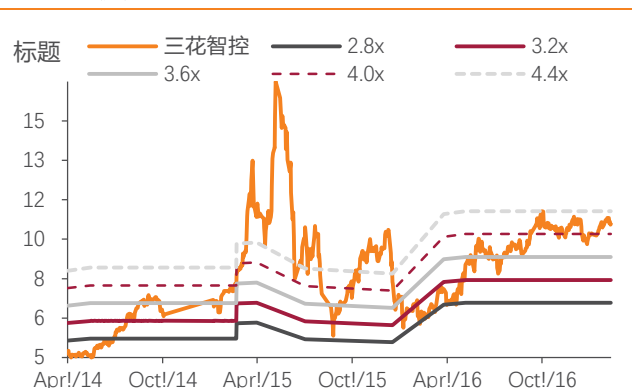
资料来源：wind，天风证券研究所

三花智控历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

三花智控历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

1. 收购新能源汽零优质资产，强势打造热管理领域龙头	4
1.1. 收购方案概述	4
1.2. 三花汽零：深耕传统汽车零部件市场多年	5
1.2.1. 膨胀阀、贮液器为优势产品，调温阀渗透率低增速高	5
1.2.2. 稳定的客户资源是长期稳健增长的重要保障	8
1.2.3. 传统汽车市场将保持稳定，新能源汽车正在高速增长	9
1.3. 强势切入新能源汽车热管理，与制冷主业协同优势明显	10
2. 制冷关键零部件龙头，空调景气度仍在持续	14
3. 亚威科盈利能力将有改善，或受益于洗碗机内销爆发	15
4. 投资建议	17

图表目录

图 1：三花汽零业务 17-19 年业绩承诺情况——三年 CAGR 达到 22.3%	4
图 2：交易前股权结构	5
图 3：交易后股权结构	5
图 4：收购前上市公司主营结构	5
图 5：收购后上市公司主营结构	5
图 6：三花汽零主要产品	6
图 7：2016 年三花汽零主营产品收入结构——膨胀阀、贮液器合计占比超过 7 成	6
图 8：三花汽车零部件主要客户（集成商、整车厂商）	8
图 9：2015 年前五大客户收入占比情况	9
图 10：2016 年前五大客户收入占比情况	9
图 11：全球汽车产量未来将维持 3%左右增速	9
图 12：2012-2016 年中国汽车产销情况	9

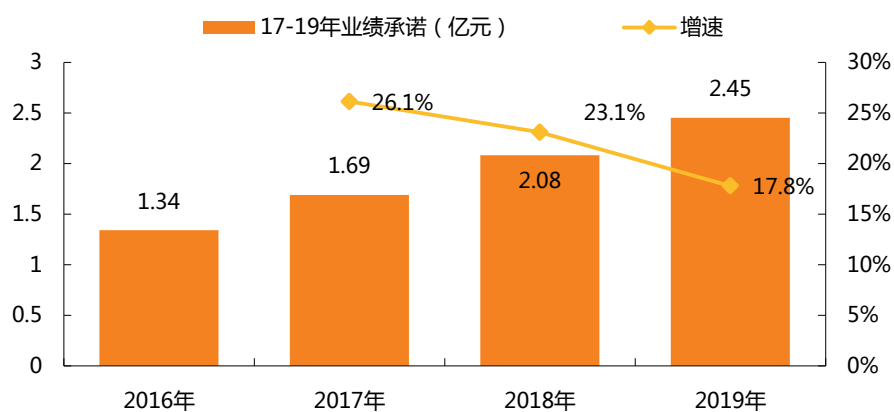
图 13：我国新能源汽车产销正在高速增长	10
图 14：新能源汽车热管理系统详细拆分图	10
图 15：三元材料动力锂离子蓄电池不同温度放电性能曲线	11
图 16：三花主要生产基地分布	12
图 17：三花控股集团旗下“三花研究院”主要结构及研究方向	12
图 18：三花集团分业务板块毛利率情况	13
图 19：三花汽零 2017 年分业务预测毛利率	13
图 20：产业在线空调产量数据——景气度仍在持续	14
图 21：产业在线空调内销数据——景气度仍在持续	14
图 22：电子膨胀阀内销量增速——受到下游空调行业高景气度带动	14
图 23：亚威科盈利能力逐年上升——仍有较大提升空间	15
图 24：亚威科电器主营产品一览	15
图 25：亚威科主要合作客户	17
图 26：洗碗机内销市场正在快速增长	17
表 1：三花智控拟配套融资募投项目	4
表 2：2016 年公司主要产品收入及增长情况	7
表 3：2015-2016 年公司膨胀阀产销情况	7
表 4：2015-2016 年公司贮液器产销情况	8
表 5：三花汽零 2017 年 4 月-5 月在手订单情况	13
表 6：2012-2016 年公司前五大客户收入规模	15
表 7：集成洗涤加热泵在洗碗机中应用比例越来越高	16
表 8：汽车零部件资产可比公司估值情况	18

1. 收购新能源汽零优质资产，强势打造热管理领域龙头

1.1. 收购方案概述

- 上市公司拟向三花绿能发行股份购买三花汽零 100%股权，交易对价 21.5 亿元，发行数量约 2.23 亿股，发行价格 9.62 元/股。
- 同时，拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金 13.2 亿元，主要用于新能源汽车及传统汽车空调零部件相关项目建设及技术改造。
- 交易对方三花绿能承诺 17/18/19 年度承诺净利润 1.69/2.08/2.45 亿元，若 17 年交易未实施完毕，业绩承诺期延后为 18/19/20 年三年，2020 年承诺净利润不低于 2.64 亿元。

图 1：三花汽零业务 17-19 年业绩承诺情况——三年 CAGR 达到 22.3%



资料来源：公司公告 天风证券研究所

从拟募投资项目看，资金主要用途在于提升新能源汽车零部件产能，具体项目如下：

表 1：三花智控拟配套融资募投资项目

序号	项目	投资总额（万元）	拟用募集资金投入金额
1	年产 1,150 万套新能源汽车零部件建设项目	55,498	50,362
2	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
3	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
4	扩建产品测试用房及生产辅助用房项目	13,600	13,400
5	支付本次交易中介机构费用	2,100	2,100
总计		144,440	132,231

资料来源：公司公告 天风证券研究所

从股权结构看，上市公司与三花汽零同属控股股东三花控股集团，集团主要业务包括三部分：制冷产业、汽车零部件产业和房地产产业。

暂不考虑配套融资影响，交易前公司总股本为 1,801,476,140 股，交易完成后，公司总股本将增加至 2,024,968,863 股。交易完成后，控股股东三花集团直接和间接持股比例将从 55.35% 上升至 60.28%，仍保持控股股东地位。

图 6：三花汽零主要产品

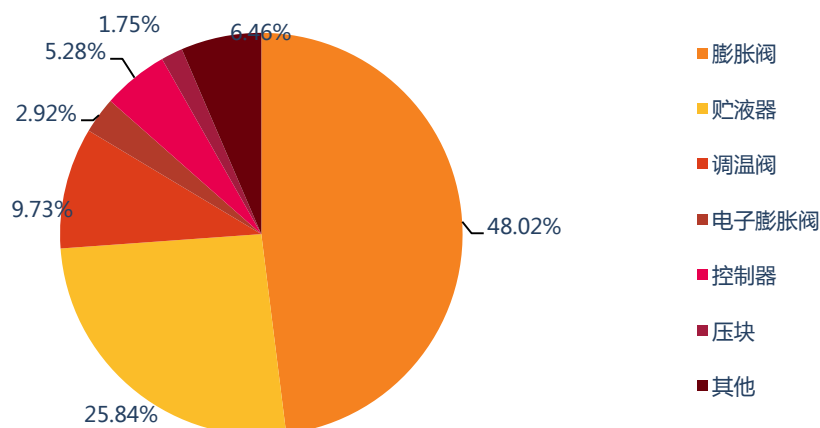


资料来源：公司官网 天风证券研究所

自上世纪 90 年代以来，三花已开始了用于汽车空调系统的热力膨胀阀、储液干燥器的研发工作，目前三花已成为这两类产品的全球前三大供应商。现在，三花正在继续开发新一代的热管理和控制元件，如电子膨胀阀，EWP（电子水泵），冷却液阀，电池冷却板、热泵和汽车空调系统。

从 2016 年营业收入结构来看，膨胀阀、贮液器产品收入占比分别达到 48%、26%，合计占比超过 7 成，成为三花汽零占比最重要的产品。

图 7：2016 年三花汽零主营产品收入结构——膨胀阀、贮液器合计占比超过 7 成



资料来源：公司公告 天风证券研究所

从 2016 年各产品收入的增长情况看，传统汽车零部件中调温阀增速明显高于其他品类。调温阀主要作用为控制自动变速箱工作状态时的温度，降低润滑油的粘稠度，从而降低汽车油耗。自 2014 年量产以来，已成功配套进入美国三大车厂。高效节能汽车技术的革新使越来越多的汽车系统会采用调温阀（TBV）等新产品。目前调温阀市场渗透率较低，公司研发生产的调温阀产品业已通过美国通用、福特认证，未来有望高速增长。

表 2：2016 年公司主要产品收入及增长情况

产品	16 年收入（亿元）	同比
膨胀阀	3.8	6.6%
贮液器	2.0	3.8%
调温阀	0.8	161.2%
电子膨胀阀	0.2	1143.5%
控制器	0.4	36.3%
压块	0.1	-4.7%
其他	0.5	1.9%
主营业务收入	7.8	16.3%

资料来源：公司公告 天风证券研究所

热力膨胀阀和贮液器是汽车空调核心零部件，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。

➤ **热力膨胀阀——国内第一，全球第二**

热力膨胀阀简称膨胀阀，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。

表 3：2015-2016 年公司膨胀阀产销情况

品类	项目	2015	2016
膨胀阀	产能（万只）	1,450	1,500
	产量（万只）	1,410.04	1,517.71
	销量（万只）	1,321.47	1,444.07
	产能利用率	97.24%	101.18%
	产销率	93.72%	95.15%
	销售收入（万元）	35,280.98	37,608.35
	均价（元）	26.7	26.04

资料来源：公司公告 天风证券研究所

2016 年公司汽车空调膨胀阀销量 1444 万只，国内市场占有率超过 37%，位列第一；全球市场占有率超过 16%，位列第二（主要竞争对手不二工机为第一）。

➤ **贮液器——重量轻、适应 R1234yf/R134a 冷媒**

储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。

三花研发的贮液器重量更轻，可适应环保冷媒 R134a、R1234YF，符合联合国环境规划署

签署的《保护臭氧层维也纳公约》以及《中国逐步淘汰消耗臭氧层物质国家方案》，符合节能环保发展的大方向。

表 4：2015-2016 公司贮液器产销情况

品类	项目	2015	2016
贮液器	产能（万只）	950	1,000
	产量（万只）	878.44	958.15
	销量（万只）	892.98	937.54
	产能利用率	92.47%	95.82%
	产销率	101.66%	97.85%
	销售收入（万元）	19491.59	20233.77
	均价（元）	21.83	21.58

资料来源：公司公告 天风证券研究所

1.2.2. 稳定的客户资源是长期稳健增长的重要保障

从客户资源的角度看，公司作为零部件和系统解决方案的供应商，下游客户主要包括整车品牌企业、系统中间集成商等。从早期研发阶段到批量生产，三花与客户紧密联系、合作研发，经过十几年的技术积累和生产制造经验积累，公司已经成功为多家全球知名配套集成商服务，如法雷奥（Valeo）、电装（DENZO）、马勒（MAHLE）等；同时，公司也成为了多家知名整车企业的一级供应商，如奔驰、通用、上汽、广汽等。

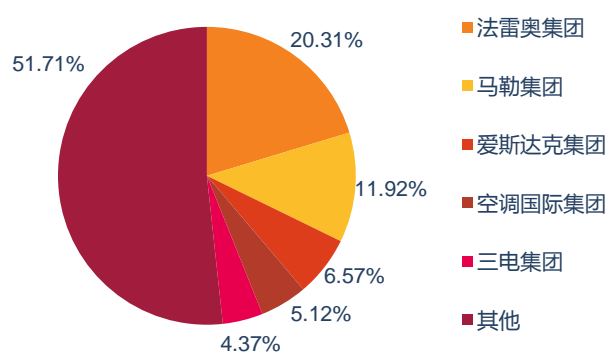
图 8：三花汽车零部件主要客户（集成商、整车厂商）



资料来源：公司官网 天风证券研究所

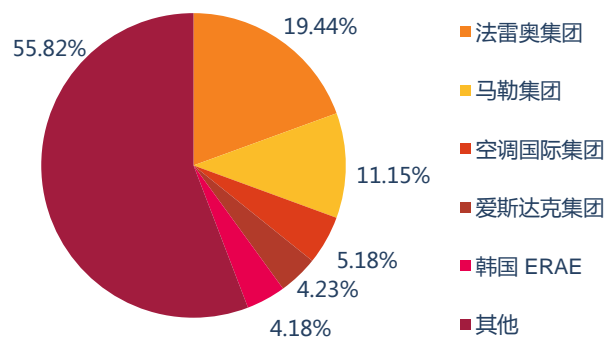
从主要客户占比情况看，2015 年前五大客户合计占三花汽零收入比重约为 48.3%，2016 年前五大客户收入占比为 44.2%，主要客户比例较为稳定。从金额来看，2015 年前五大客户贡献收入 3.8 亿元，2016 年前五大客户贡献收入为 4.0 亿元，大客户订单绝对金额仍在上升。三花汽零与主要客户之间较为稳定的合作关系将成为公司未来收入稳健增长的重要基石。

图 9：2015 年前五大客户收入占比情况



资料来源：公司公告 天风证券研究所

图 10：2016 年前五大客户收入占比情况

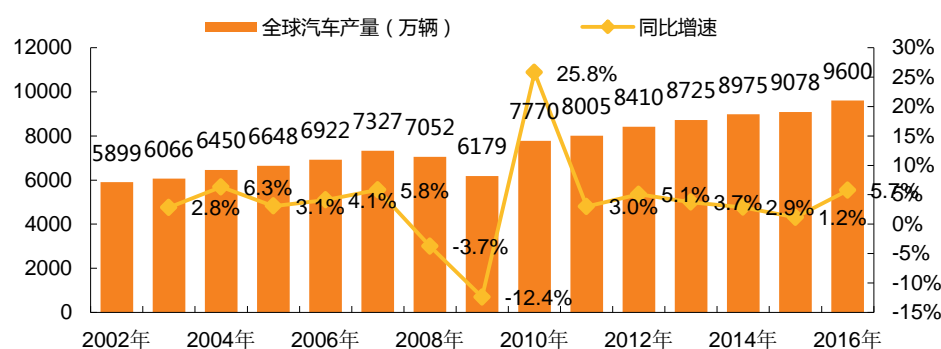


资料来源：公司公告 天风证券研究所

1.2.3. 传统汽车市场将保持稳定，新能源汽车正在高速增长

从传统汽车行业增速和市场规模来看，根据 OICA（世界汽车组织）的统计，2016 年全球汽车产量达到 9400 万辆，同比增长 5.7%，在过去 5 年内 CAGR 达到 3.7%，**预计未来五年将维持 3%左右的平均增速。**

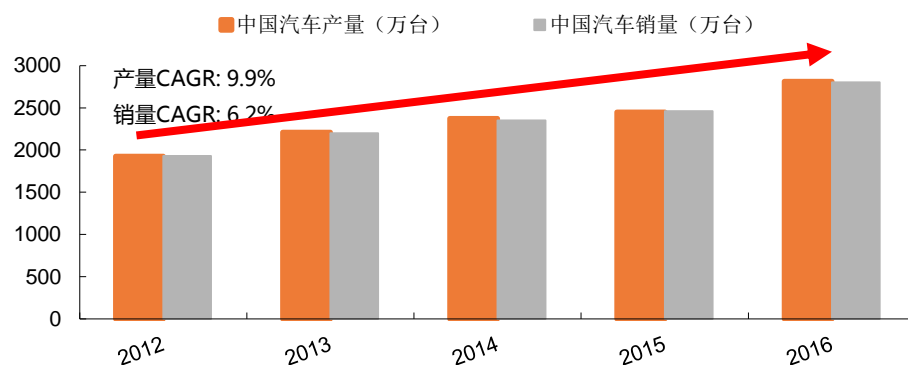
图 11：全球汽车产量未来将维持 3%左右增速



资料来源：OICA 天风证券研究所

根据中国汽车工业协会的统计，2016 年中国汽车产量和销量分别为 2812 万辆、2803 万辆，过去四年的 CAGR 分别为 9.9%、6.2%，预计未来将维持个位数增长。

图 12：2012-2016 年中国汽车产销情况

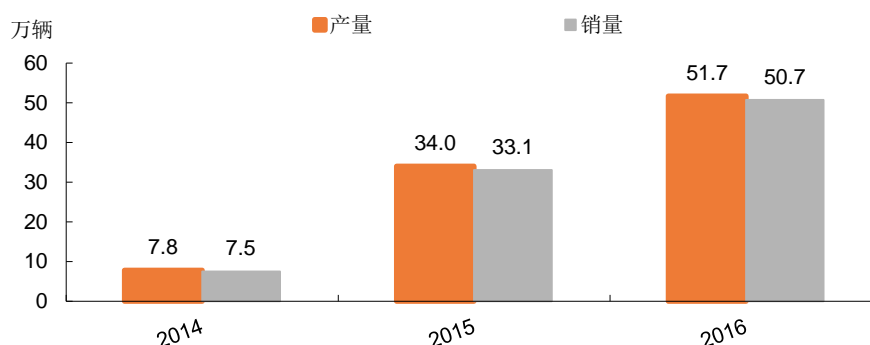


资料来源：中国汽车工业协会 天风证券研究所

根据 IHS 对全球主要汽车市场的统计及预测，2015 年全球主要汽车一级供应商及整车厂共生产汽车空调总成系统 8,607.22 万套，预计未来平均每年保持 2-3% 左右增速，2021 年将达到 9,993.60 万套。

与传统汽车市场不同，随着一系列新能源汽车支持政策的推出，中国新能源汽车市场正在高速增长。2016 年，我国新能源汽车产销分别为 51.7 万辆和 50.7 万辆，同比分别增长 51.8% 和 53.1%。

图 13：我国新能源汽车产销正在高速增长



资料来源：中国汽车工业协会 天风证券研究所

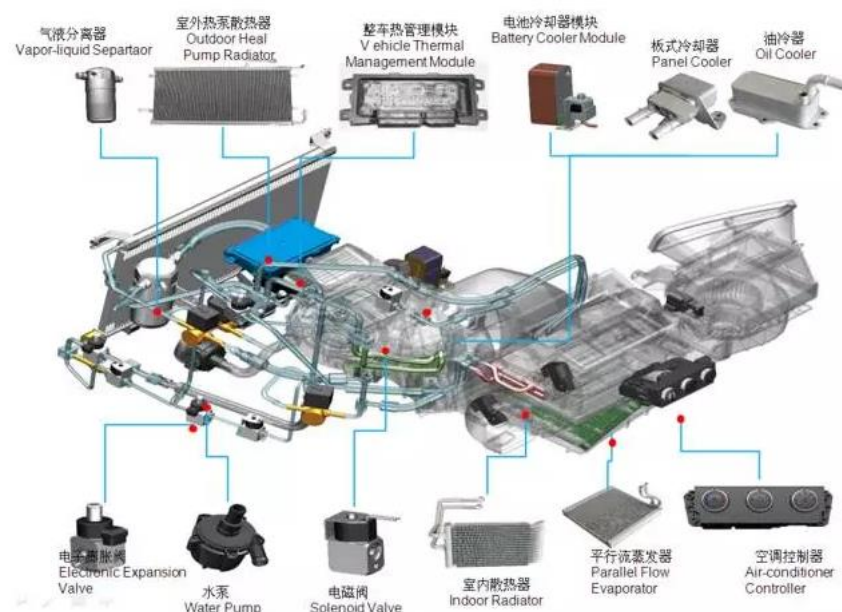
在传统汽车行业，汽车销量的增加相应带来汽车空调和热管理系统市场需求的增加。热力膨胀阀、贮液器和控制器作为汽车空调系统必须的部件，会随着汽车销量的增加而增加；新能源汽车的快速发展为汽车空调和热管理系统控制部件带来了巨大的新的市场空间。

1.3. 强势切入新能源汽车热管理，与制冷主业协同优势明显

传统汽车的热管理系统包括发动机热管理、变速箱热管理、油路系统热管理等。

新能源汽车热管理主要包括电机系统热管理、电池系统热管理、电控系统热管理、汽车冷暖空调系统等等。其中，新能源汽车热管理系统主要的零部件包括**电子膨胀阀带控制、汽车空调膨胀阀带电磁阀、油冷器、水冷板、电子油泵、电磁冷却器**等。

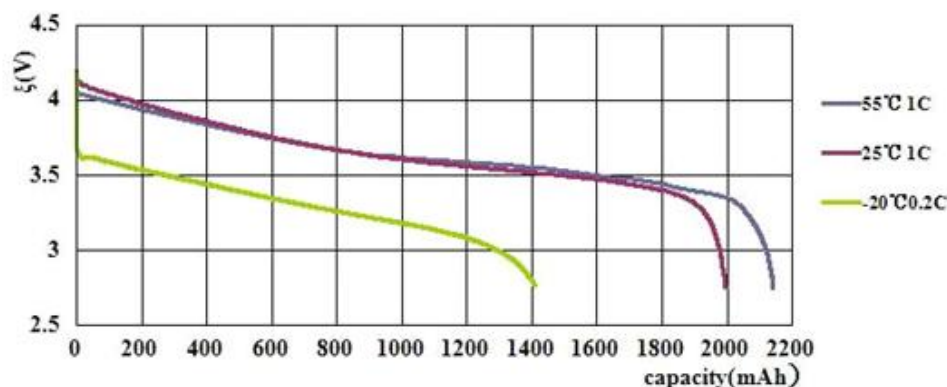
图 14：新能源汽车热管理系统详细拆分图



资料来源：公司资料 天风证券研究所

以三元材料动力锂电池为例，在不同温度环境下，其工作性能存在较大区别，即电池的续航能力受到温度影响较为明显。因此，需要通过对电池系统进行热管理，保证电池工作在最佳温度状态。

图 15：三元材料动力锂离子蓄电池不同温度放电性能曲线



资料来源：新太行电源测试报告 天风证券研究所

汽车空调和热管理系统与家用、商用空调部件具备高度关联，双方在技术研发、原材料采购、生产制造、客户资源合作等方面可以实现充分协同，增长上市公司在国际和国内市场的综合竞争力。

从制冷制热的原理上看，新能源汽车空调更接近于家用空调，而非传统汽车空调。三花同时具备家用空调配件以及汽车空调配件多年的技术研发和生产制造经验优势，进入新能源汽车空调领域水到渠成。

传统汽车暖风空调通过车内空调器内的暖风水箱将发动机运转中产生的热量回收利用，并通过鼓风机以及风道将其吹至车厢内，从而达到提供暖风的目的。但缺点是在发动机尚未工作在理想工作温度时，制冷效果不佳；而通过加装制热片等方式将产生较大的能耗。因此，传统汽车空调系统并不适合对于能耗要求较高的新能源汽车使用。

电动热泵制冷制热的工作原理与空调类似：

- 1) 制冷时，冷媒由电动压缩机经过四通阀至车外冷凝器，再经过电子膨胀阀、车内蒸发器制冷后回到压缩机；
- 2) 制热时冷媒由压缩机经过四通阀进入车内冷凝器，在经过电子膨胀阀节流、车外冷凝器蒸发换热后通过电磁阀回到压缩机。

除了冷暖空调以外，电机、电池、电控热管理系统也同样具备较高的产业链价值。根据估算，新能源汽车热管理系统占整车价值约 8%-10%，若以特斯拉 Model 3 单车价格 3.5 万美金估算，新能源车热管理系统的单车价值超过 3000 美金。

从产能角度看，募投项目建设将大幅提升现有国内新能源汽车零部件产能和创新研发能力，实现对东南亚、欧洲、美洲、印度等全球市场重点大客户的覆盖，抓住新能源车行业快速成长的机遇，打造成为新能源车热管理领域的龙头。若募投项目建设完成后，将实现年产 1150 万套新能源汽车零部件、年产 730 万套新能源汽车热管理系统组件、1270 万套汽车空调控制部件。

公司目前在海外拥有墨西哥、美国、印度、波兰、奥地利等生产基地，分别覆盖美洲、东南亚、欧洲等全球重要市场，其中面向欧洲和北美地区的墨西哥产线即将规模投产。公司

汽车零部件生产基地可与原制冷业务深度整合，在原材料采购、生产制造、仓储运输等方面协同，形成规模成本优势。

图 16：三花主要生产基地分布



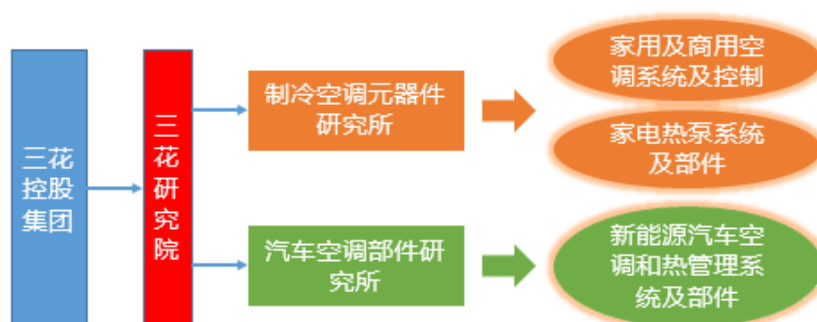
资料来源：公司官网 天风证券研究所

在研发方面，集团下的三花研究院仍保留在原集团，继续作为未来储备的新技术、新项目、新产品孵化器，服务于上市公司。三花集团于 2009 年成立了全资的科技型企业“杭州三花研究院有限公司”。三花研究院成立了产业研究所，主要分为制冷空调控制元器件研究所和汽车空调部件研究所两部分，分别针对现有的产品谱系进行升级开发。

研究院主要承担三个大的研发方向，包括：新能源汽车空调和热管理系统及部件、家用及商用空调系统及控制、家电热泵系统及部件。2017 年 3 月 11 日，杭州三花研究院有限公司与三花汽零签订《专利转让及独占使用协议》，约定杭州三花研究院有限公司将其拥有的 227 个专利无偿转让给三花汽零，目前该等专利正在办理转让手续。同时，双方约定在该等专利办理转让期间，由三花汽零无偿独占使用该等专利。

截至目前，三花汽零及其子公司共拥有已获授权的境内专利 122 项，其中发明专利 49 项，实用新型专利 25 项，外观设计专利 48 项；拥有已获授权的境外专利 13 项。强大的研发实力和专利门槛是公司在汽车零部件领域保持持续竞争力的重要基础。

图 17：三花控股集团旗下“三花研究院”主要结构及研究方向



资料来源：天风证券研究所

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。从 2017 年 4-5 月在手订单数量来看，供应给特斯拉的油冷器 5 月订单出现明显增长。

公司报告 | 公司深度研究

表 5：三花汽零 2017 年 4 月-5 月在手订单情况

产品	4 月份订单数量（只）	5 月份订单数量（只）	主要客户
膨胀阀	1,422,883	1,443,158	法雷奥集团、三电集团、马勒集团、长城汽车、豫新
调温阀	198,990	227,535	空调国际集团、韩国 ERAE、上海邦迪、库博标准、
电子膨胀阀	18,208	18,770	比亚迪、戴姆勒
贮液器	1,045,945	1,054,076	京滨集团、法雷奥集团、重庆超力、南京协众、墨西哥
控制器	50,460	82,598	豫新汽空、三电集团、江铃控股、上海爱斯达克、武
压块	1,099,011	1,695,142	法雷奥集团、马勒集团、康奈可等
水冷板	4,340	6,872	新美亚、特斯拉
油冷器	1,596	8,830	特斯拉
电池冷却器	9,720	15,584	吉利汽车、一汽大众、比亚迪等

资料来源：公司公告 天风证券研究所

假设一：公司零部件产品应用在特斯拉 Model 3 系列上。

假设二：根据特斯拉官方披露的计划结合实际情况，我们保守估计 Model 3 在 2017 年下半年有望实现出车，2017 年出车数量约为 5 万台。

假设三：公司新能源汽车零部件用在 Model 3 上的单台价值约 2000 元人民币。

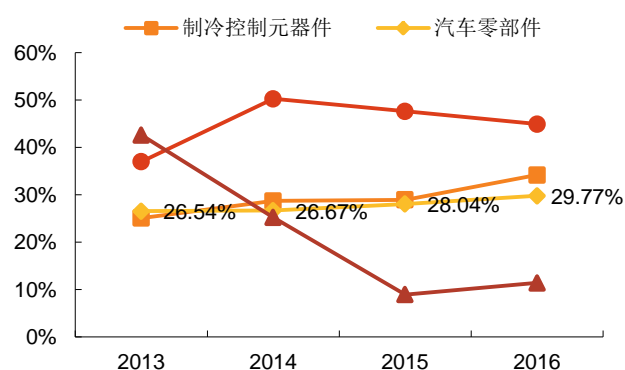
假设四：假设毛利率达到 50%，净利率达到 20%。

则 Model 3 单车型下半年量产对应公司的增量营业收入为 1 亿元，增量毛利 5000 万元，对应增量净利润 2000 万元。**在以上假设条件下，我们认为公司完成 2017 年 1.69 亿元业绩承诺难度不大。**

若以 Model 3 18 年 30 万台出货量估算，则对应收入 6 亿元，毛利 3 亿元，净利润 1.2 亿元，在上述假设条件下，**我们预计 2018 年汽零业务实际净利润相较于 2.08 亿业绩承诺有望大超预期。**

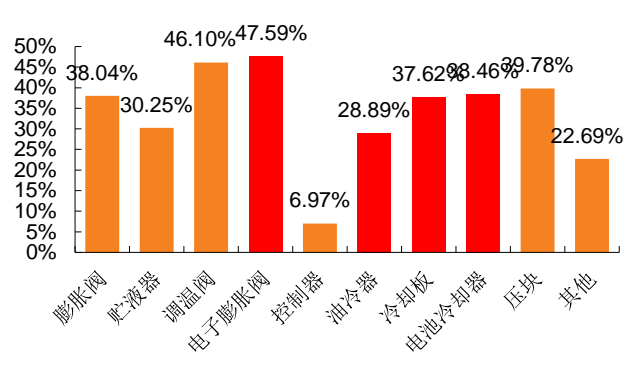
从毛利率水平看，三花集团旗下传统制冷主业以及汽车零部件业务毛利率逐年上升。其中，其中汽车零部件业务随着高毛利的新能源汽车热管理部件逐渐放量，**未来上市公司整体毛利率有望持续提升。**

图 18：三花集团分业务板块毛利率情况



资料来源：公司公告 天风证券研究所

图 19：三花汽零 2017 年分业务预测毛利率

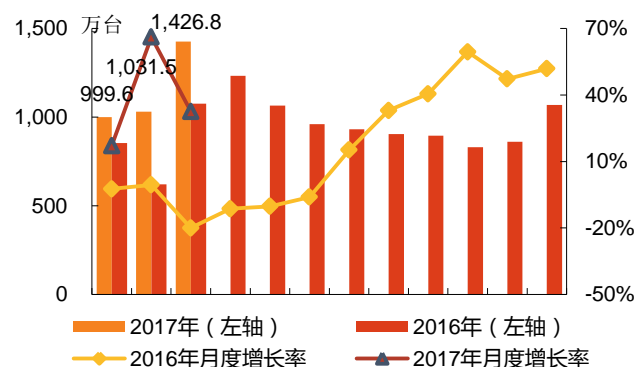


资料来源：公司公告 天风证券研究所

2. 制冷关键零部件龙头，空调景气度仍在持续

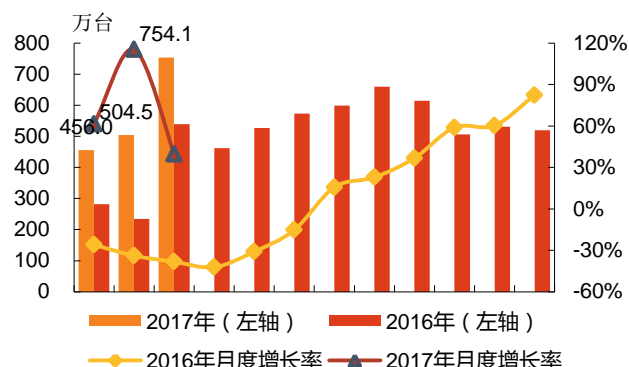
公司为制冷关键零部件领域龙头企业，具备多年的技术积累和生产制造优势，多个阀类产品市占率位居全球第一。2016 年下半年以来，空调行业去库存结束，厂商补库存需求开始显现。从中怡康零售监测数据来看，空调行业 17 年 1-3 月销量及销售额累计增长 17.4%、23.0%，行业需求增长趋势仍在延续。**下游空调行业高景气度持续将带动公司产品销量的明显增长。**

图 20：产业在线空调产量数据——景气度仍在持续



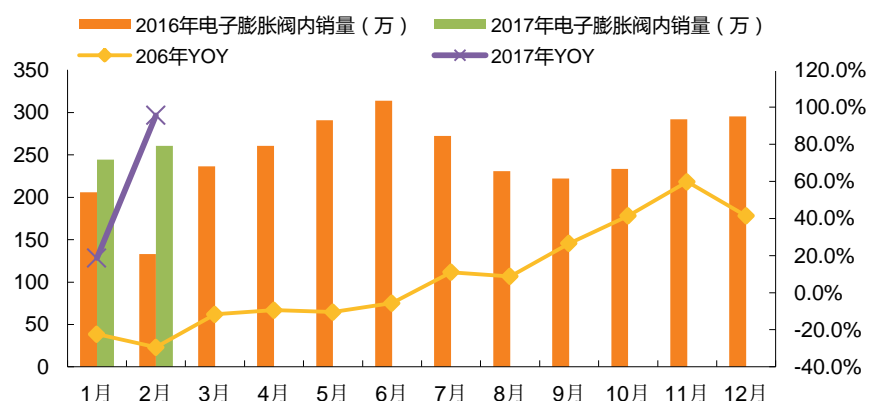
资料来源：产业在线 天风证券研究所

图 21：产业在线空调内销数据——景气度仍在持续



资料来源：产业在线 天风证券研究所

图 22：电子膨胀阀内销量增速——受到下游空调行业高景气度带动



资料来源：产业在线 天风证券研究所

从中怡康均价看，17 年 3 月空调均价 3845 元，同比增长 6.0%，环比增长 0.5%，原材料成本涨价向下游传导明显。**公司产品定价采用浮动的“成本加成”制，铜、铝等原材料成本缓慢上升反而有利于公司收入和毛利率的上升。**

空调保有量在三四线及农村市场仍有较大成长空间，地产后周期效应将对行业需求端带来一定利好。事实上，家电已逐渐脱离周期股，消费属性加大的同时，抗周期性也愈强，我们预计行业景气度有望维持到下半年。在空调基本面改善修复过程中，公司制冷业务市占率高，具备技术研发、产品品质以及生产制造等方面的核心竞争优势，收入业绩弹性有望充分释放。

从订单的角度看，格力一直为公司第一大客户，从产业在线数据看，一季度格力内销出货量增速达到 71%，超越行业增速 62%，表现优异。**公司大客户出货表现强劲将拉动截止阀、四通阀等主要阀类产品的销售增长。**

表 6：2012-2016 年公司前五大客户收入规模

(亿元)	2012	2013	2014	2015	2016
第一大客户	7.1	7.9	10.1	10.4	8.2
第二大客户	2.9	4.7	5	4.3	4.6
第三大客户	1.6	3.4	2.3	3.6	3.8
第四大客户	1.5	2.3	2.3	2.4	2.8
第五大客户	1.3	2.2	2.2	2.4	2.8
前五大客户合计	14.4	20.5	22	23	22.3

资料来源：公司公告 天风证券研究所

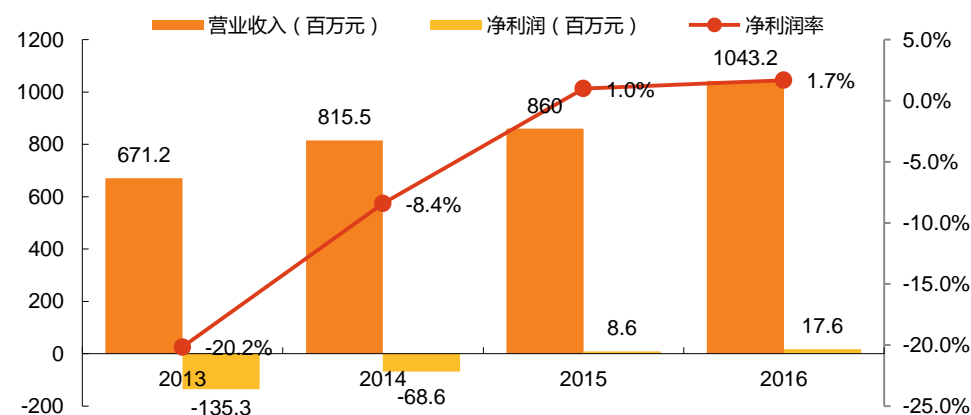
从产品上看，在国内及国外空调比例提升过程中，尤其在市场空间大、附加值高的美国市场，公司电子膨胀阀等新兴业务需求将快速上升。

3. 亚威科盈利能力将有改善，或受益于洗碗机内销爆发

亚威科集团总部位于德国诺伊基希，主要从事洗碗机、洗衣机、咖啡机等家电系统零部件的研发、制造及销售，已有超过 50 年的经营历史。公司在德国、奥地利、波兰、斯洛伐克、中国等地均有业务销售。

公司自 2012 年收购德国亚威科电器，宣布进入洗碗机、洗衣机及咖啡机零部件领域。亚威科作为技术领先的企业，在专利技术以及优质客户资源上积累丰富。由于经营不善，亚威科利润率表现不佳。公司完成收购之后，经过数年整合改造，15 年实现扭亏为盈，开始进入协同效应显现的新时期，后续将为公司业绩增长增加一块有力砝码。随着欧洲业务开展逐步拓展，三花自身的优势产品也可以通过亚威科的客户资源进入市场。

图 23：亚威科盈利能力逐年上升——仍有较大提升空间

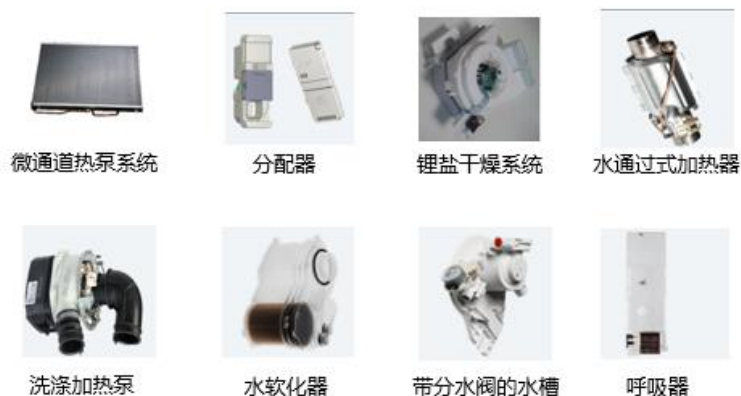


资料来源：公司公告 天风证券研究所

2016 年公司实现净利率 1.7%，较 15 年有较大提升，但距离目标利润率 5% 仍有较大提升空间。

在业务品类方面，亚威科电器目前的主要产品包括：微通道热泵系统、分配器、锂盐干燥系统、水通过式加热器、洗涤加热泵、水软化器、带分水阀的水槽、呼吸器等。

图 24：亚威科电器主营产品一览



资料来源：公司官网 天风证券研究所

2005 年，亚威科电器推出了革命性的“Omega 系统”洗碗机集成洗涤加热泵。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%。

表 7：集成洗涤加热泵在洗碗机中应用比例越来越高

客户	总产量（万台）	集成洗涤加热泵比例	BLDC(无刷直流电机)使用比例
BSH	520	100%	100%
WP/Indesit	400	41%	58%
Elux	380	53%	33%
Haier/GE	120	16%	65%
Arcelik	180	22%	63%
Samsung	50	40%	100%
Vestel	550	20%	24%
V-Zug	10	100%	15%

资料来源：公司资料 天风证券研究所

亚威科长期被视为洗碗机系统部件开发的第一供应商，主要客户包括 BSH、米勒、惠而浦、飞利浦、伊莱克斯、Helbling 等，其中前 10 大客户约占亚科集团销售的 90%。

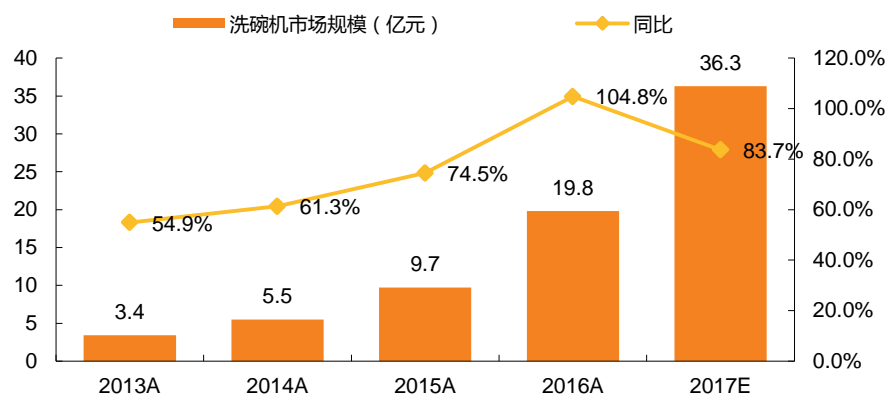
图 25：亚威科主要合作客户



资料来源：公司官网 天风证券研究所

在洗碗机领域，亚威科电器凭借长期以来的技术、品牌以及客户积累，2013 年以来洗碗机收入实现逐渐增长，2013~2015 年销售额 CARR 为 23.7%。从下游情况看，中国洗碗机市场呈现加速增长趋势，若以 30% 的保有率估算，长期市场空间将超过 300 亿元。根据 free market 的统计数据，2015 年全球洗碗机市场增长 4.6%。根据中怡康数据，2016 年洗碗机销售额为 19.8 亿元、同比增长 104.8%，增速远超全球市场。预计 2017 年国内洗碗机市场规模将达到 36.3 亿元，同比增长 83.7%。

图 26：洗碗机内销市场正在快速增长



资料来源：中怡康 天风证券研究所

我们认为，凭借亚威科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 and 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。从盈利能力上看，亚威科利润率正在逐年改善且仍有较大提升空间。随着洗碗机内销市场的快速增长，亚威科有望成为公司未来长期重要的利润增长点。

4. 投资建议

- 以 17 年预测净利润 1.69 亿元估算，本次收购价格对应约 12.7xPE，估值较为合理。
- 三花汽零公司在新能源车热管理领域研发优势明显、布局超前，目前已进入特斯拉等高端客户供应商体系，有望充分享受新能源车市场高速成长的红利。三花汽零收购完成后，将与现有业务在多方面形成协同优势，在国内、国外市场开拓和生产制造等方

面强强联合。

- 三花绿能为三花控股 100%持股公司，大股东全部以股份定增方式参与收购，体现了对公司的认可和长期发展的信心。
- 空调制冷零部件业务今年上半年维持高景气度；海外亚威科业务随着经营磨合逐渐成熟，未来利润率有较大提升空间。暂不考虑配套融资，此次收购若并表预计将对上市公司 EPS 有所增厚。暂不考虑并表，公司 17-19 年净利润增速为 23.0%、15.4%、15.2%，EPS 为 0.59、0.68、0.78，当前股价对应 17 年-19 年分别 18.5xPE、16.0xPE、13.9xPE。
- 从业务拆分来看，18 年传统主业预计将贡献净利润 12.2 亿元，给予 22 倍估值，对应 268 亿市值；保守预计汽车零部件业务 18 年有望实现 2.1 亿净利润，从可比公司来看，给予其 30 倍估值，对应 63 亿市值，合计合理市值约为 350 亿元，且汽零业务存在业绩大幅超预期可能。维持买入评级，**目标市值 350 亿元，对应目标价 19.4 元。**

表 8：汽车零部件资产可比公司估值情况

公司	市值	股价	EPS			PE			PB
			16E	17E	18E	16E	17E	18E	
北特科技	54.1	41.21	0.46	0.54	0.63	89.14	76.58	65.91	4.3
银轮股份	68.1	9.44	0.36	0.44	0.54	26.22	21.66	17.64	3.0
西泵股份	48.4	14.50	0.32	0.48	0.65	45.31	29.99	22.18	2.6
松芝股份	52.2	12.36	0.52	0.94	1.20	23.77	13.17	10.27	1.9
奥联电子	36.7	45.90	0.87	0.83	1.29	52.76	55.30	35.55	8.7
腾龙股份	57.7	26.44	0.55	0.64	0.75	48.07	41.18	35.19	6.6
PE 中值						46.7	35.6	28.7	
PE 平均值						47.5	39.6	31.1	

资料来源：WIND 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,159.80	1,469.13	631.90	1,790.02	1,620.97	营业收入	6,160.82	6,769.21	7,898.70	9,182.92	10,622.28
应收账款	1,159.16	1,234.73	1,573.70	1,691.34	2,085.47	营业成本	4,404.48	4,754.06	5,498.84	6,401.61	7,402.84
预付账款	23.23	37.81	8.01	45.33	16.36	营业税金及附加	38.24	79.29	59.09	68.70	42.49
存货	1,184.57	1,204.31	1,239.61	1,605.55	1,684.60	营业费用	321.10	357.34	394.93	413.23	478.00
其他	1,730.78	1,600.13	2,514.00	2,324.32	3,100.12	管理费用	668.73	709.40	813.57	945.84	1,083.47
流动资产合计	5,257.54	5,546.11	5,967.22	7,456.56	8,507.52	财务费用	22.07	(92.32)	(52.76)	(18.37)	31.87
长期股权投资	4.50	4.34	4.34	4.34	4.34	资产减值损失	13.36	74.02	15.00	15.00	15.00
固定资产	2,094.63	2,184.66	2,172.38	2,148.65	2,105.05	公允价值变动收益	2.69	4.48	0.78	(0.75)	0.24
在建工程	191.86	183.29	145.97	135.58	111.35	投资净收益	(7.58)	33.81	30.00	30.00	30.00
无形资产	397.60	369.67	341.25	312.82	284.40	其他	9.77	(76.58)	(61.57)	(58.49)	(60.48)
其他	93.35	110.58	88.83	88.76	88.76	营业利润	687.95	925.70	1,200.81	1,386.15	1,598.85
非流动资产合计	2,781.94	2,852.53	2,752.76	2,690.15	2,593.90	营业外收入	68.35	99.34	69.16	73.67	77.63
资产总计	8,039.48	8,398.64	8,719.98	10,146.71	11,101.42	营业外支出	27.93	6.25	22.25	22.25	19.67
短期借款	646.05	298.73	291.27	0.00	0.00	利润总额	728.37	1,018.79	1,247.72	1,437.56	1,656.81
应付账款	803.34	982.98	755.30	1,277.76	1,072.22	所得税	120.02	156.97	187.16	215.63	248.52
其他	1,057.67	1,298.49	1,248.14	1,465.05	1,497.24	净利润	608.35	861.82	1,060.56	1,221.93	1,408.28
流动负债合计	2,507.06	2,580.20	2,294.71	2,742.81	2,569.47	少数股东损益	2.95	4.37	6.13	5.46	7.10
长期借款	660.86	272.94	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	605.41	857.46	1,054.43	1,216.47	1,401.19
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.34	0.48	0.59	0.68	0.78
其他	183.93	179.06	185.00	185.00	185.00						
非流动负债合计	844.79	452.00	185.00	185.00	185.00						
负债合计	3,351.86	3,032.20	2,479.71	2,927.81	2,754.47	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	35.64	43.79	49.92	55.38	62.48	成长能力					
股本	1,801.48	1,801.48	1,801.48	1,801.48	1,801.48	营业收入	5.78%	9.88%	16.69%	16.26%	15.67%
资本公积	460.63	459.08	459.08	459.08	459.08	营业利润	17.50%	34.56%	29.72%	15.43%	15.34%
留存收益	2,869.57	3,545.33	4,524.00	5,663.74	6,980.61	归属于母公司净利润	24.13%	41.63%	22.97%	15.37%	15.18%
其他	(479.69)	(483.24)	(459.08)	(459.08)	(459.08)	获利能力					
股东权益合计	4,687.63	5,366.44	6,375.40	7,520.59	8,844.57	毛利率	28.51%	29.77%	30.38%	30.29%	30.31%
负债和股东权益总计	8,039.48	8,398.64	8,855.11	10,448.40	11,599.04	净利率	9.83%	12.67%	13.35%	13.25%	13.19%
						ROE	13.01%	16.11%	16.67%	16.30%	15.96%
						ROIC	13.89%	14.29%	20.55%	18.51%	23.30%
						偿债能力					
						资产负债率	41.69%	36.10%	28.00%	28.02%	23.75%
						净负债率	30.02%	13.48%	9.91%	16.65%	9.75%
						流动比率	2.10	2.15	2.60	2.72	3.31
						速动比率	1.62	1.68	2.06	2.13	2.66
						营运能力					
						应收账款周转率	5.64	5.66	5.63	5.63	5.63
						存货周转率	5.28	5.67	6.46	6.46	6.46
						总资产周转率	0.82	0.82	0.92	0.97	1.00
						每股指标(元)					
						每股收益	0.34	0.48	0.59	0.68	0.78
						每股经营现金流	0.45	0.73	-0.19	0.97	0.07
						每股净资产	2.58	2.95	3.51	4.14	4.87
						估值比率					
						市盈率	32.17	22.71	18.47	16.01	13.90
						市净率	4.19	3.66	3.08	2.61	2.22
						EV/EBITDA	20.57	17.92	15.11	11.89	10.23
						EV/EBIT	27.42	23.18	16.92	13.13	11.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 3 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com