

证券研究报告·上市公司简评

机械基础件

## 收购方案符合预期，进入汽零领域打开成长空间

### 公布发行股份购买资产并募集配套资金修订案

4月20日，公司就部分草案事项进行了修订与补充，明确了盈利补偿补充协议事项，交易价格及募集金额未发生变化，拟4月21日复牌。

### 拟作价21.50亿元购买三花汽零100%股权

公司拟向三花绿能发行股份方式，购买其持有三花汽零100%股权，三花汽零股权交易价格为21.50亿元，发行价格定为9.62元/股。

### 拟募集配套资金13.22亿元，推动三花汽零新项目建设

公司同时拟非公开发行股份募集配套资金13.22亿元，用于三花汽零“年产1,150万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1,270万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”及支付本次交易中中介机构费用。

### 集团内部资源优化整合，未来实现双赢发展

**公司控股股东三花控股集团通过该笔交易实现集团内部资产的优化整合配置，符合市场预期。**同时随着公司产品品类和产品生产规模的扩大，公司与三花汽零在采购、生产、研发等方面的协同合作效应有望提升，形成资源互补，增强公司竞争力。一方面，**收购带来上市公司业务线的快速扩张，三花汽零是行业领先的汽车空调及热管理系统控制部件供应商**，主要产品膨胀阀在全球具备较强的竞争力，全球市场及国内市场占有率分别超过16%和37%，是公司切入汽车零部件业务的重要棋子；另一方面，三花汽零基本面稳健，2016年营收及净利润增长超15%\10%，并预计未来3年营收和业绩增速分别在15%和20%以上，**能够为公司长期的业绩增长提供更强动力**。同时，**标的资产估值较低，符合上市公司和中小股东利益**。购买三花汽零股权的市盈率估值在16倍，目前具备核心竞争力的汽车零部件企业估值均在25倍以上，新能源汽车零部件应给予对应较高的估值水平。

### 募投项目计划加速三花汽零发展速度

重点推进三花汽零在新能源汽车领域的发展，建成后能提升大幅提升产能3150万套/年，**有利于上市公司分享新能源汽车增长红利**。

**投资建议：**今年一季度空调增速持续走高，公司订单饱满，公司产品具备强竞争力，主营业务增长确定性强；公司收购案符合市场预期，汽车零部件业务的注入将为公司提供业绩增量，新能源汽车对应业务提高资产估值，看好复牌后股价表现。在不考虑公司募集配套资金的情况下，预计公司17-19年EPS为0.62、0.82、1.10，对应停牌前股价的PE为17、13、10倍，参考业务分部估值短期目标市值接近270-300亿，预计今年下半年至明年上半年在新能源汽车业务高速增长的情况下，新能源汽车核心技术对应估值提升，合理市值区间400-440亿。

**风险因素：**人民币汇率向不利方向波动；海外贸易保护政策抬头；公司客户出现重大变化；零部件相关技术发生重大变化

## 三花智控(002050)

维持

买入

林寰宇

linhuanyu@csc.com.cn

0755-23998643

执业证书编号：S1440516070002

发布日期：2017年4月21日

当前股价：10.81元

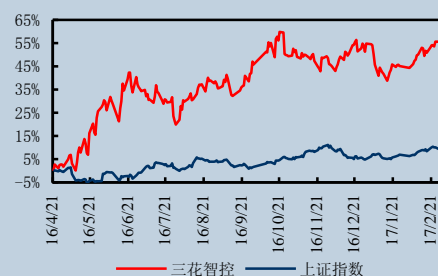
目标价格6个月：15.5元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
0/2.02	3.94/1.66	51.64/47.39
12月最高/最低价(元)		11.77/7.11
总股本(万股)		180147.61
流通A股(万股)		156378.85
总市值(亿元)		194.74
流通市值(亿元)		169.05
近3月日均成交量(万)		669.15
主要股东		
三花控股集团有限公司		43.76%

### 股价表现



### 相关研究报告

17.03.20	业绩符合预期，整体业务进入协同发展期
16.10.19	盈利能力持续提升，未来成长确定性强
16.09.27	【中信建投家电林寰宇】三花股份(002050)公司深度：主业垄断健康发展，集团新业务后劲十足

## 发行股份购买三花汽零资产，预期实现双赢

### （一）交易促协同，收购落地预期实现双赢

三花智控拟向第二大股东三花绿能发行股份 2.23 亿股，发行价格为 9.62 元/股，以总交易对价 21.50 亿元购买其持有的三花汽零 100% 股权。

**表 1：交易主要要素**

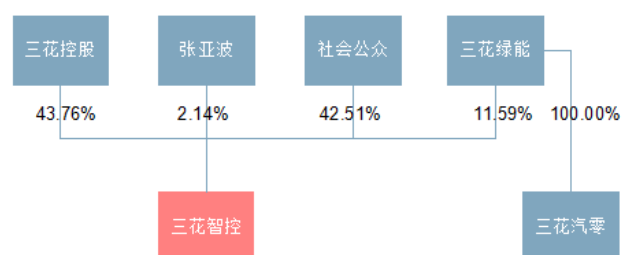
项目	交易要素
标的	浙江三花汽车零部件有限公司 100% 股权
交易对手方	浙江三花绿能实业集团有限公司（公司第二大股东）
标的主营业务	汽车空调及热管理系统控制部件供应商
交易价格	21.50 亿元
发行股份数量	2.23 亿股定向发行
发行价格	9.62 元/股
归母净利润预测	2017-2020 四年的归母净利润预测为 1.69、2.08、2.45、2.64 亿元
业绩承诺	根据交易完成情况，如 2017 年交易完毕，则 2017-19 合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司净利润之和不低于坤元评估预测数之和即 6.22 亿元。如 2018 年交易完毕，则 2018-20 合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司净利润之和不低于坤元评估预测数之和即 7.18 亿元。 若不及承诺数，则由三花智控将以总价人民币 1 元的价格回购应补偿的股份数量并注销该部分回购股份

数据来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

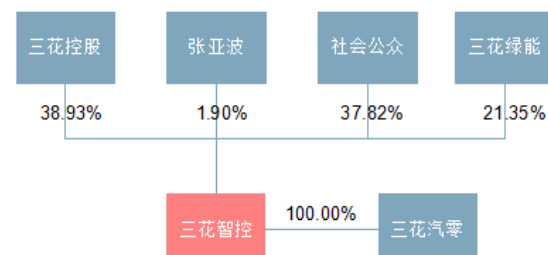
收购完成后，第二大股东三花绿能持有公司股份由 11.59% 提升到 21.35%，但由于三花智控与三花绿能控股股东均为三花控股集团，交易对公司控制权并没有影响。三花控股集团通过该笔交易实现了集团内部资产的优化整合配置，符合市场预期。

交易后，上市公司三花智控业务得到快速扩张，产品可以共享公司采购、销售和研发平台，协同效应下有助于降本增效，提升上市公司竞争力；同时借助上市公司平台，有望提升三花汽零品牌力，协同效应下实现更快增长。

**图 1：本次交易前股权结构（不考虑增发）**



**图 2：本次交易后股权结构（不考虑增发）**



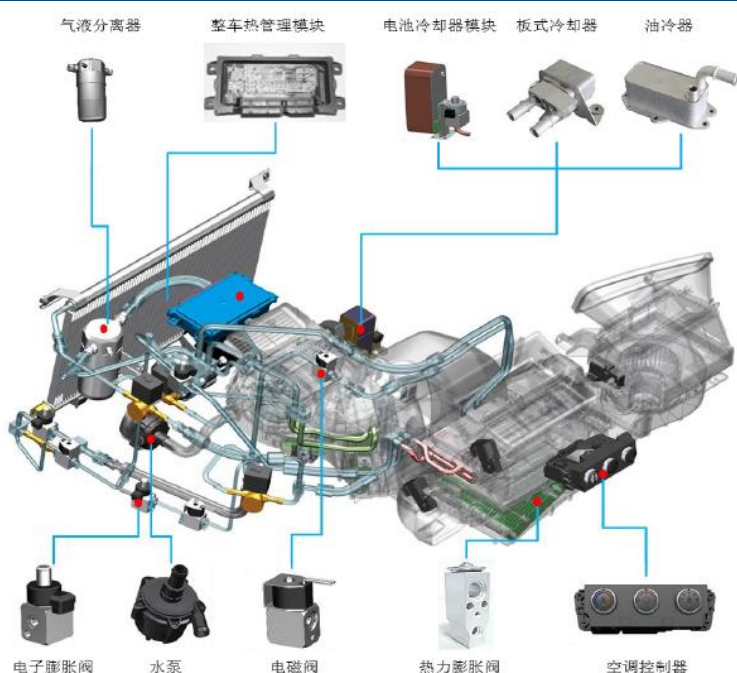
资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

## （二）集团内部优化资源整合，切入汽车零部件领域

三花汽零是行业领先的汽车空调及热管理系统控制部件供应商，主要产品线包括汽车空调核心零部件热力膨胀阀、贮液器、调温阀、电子膨胀阀等。三花汽零同时结合汽车零部件领域发展趋势，拓展汽车空调和热管理领域的新产品，如用于电池和电子设备冷却、发动机和动力系统冷却的电子水泵、电子水阀、电子油泵、电池冷却器、冷却板和油冷器等，以及用于新型冷媒和热泵空调系统的各类冷媒切换电磁阀。

三花汽零是具备产品力的优质资源，通过注入上市公司平台，进行整体资源的更优化配置，实现上市公司快速切入汽车零部件领域，打开长期增长的新空间。

图 3：三花汽零主要产品在汽车中的应用



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

主要零部件产品力强大，具备全球竞争力。三花汽零在 2016 年收入占比中，热力膨胀阀、贮液器、调温阀、电子膨胀阀占比分别为 51.34%、27.62%、10.40%、3.13%。其主要产品膨胀阀在全球具备较强的竞争力，在 2016 年销量超过 1444 万只，该产品在全球市场占有率超过 16%，国内市场占有率超过 37%。

国际大厂合作广泛，海外是重要收入渠道。三花汽零为国际汽车空调及热管理系统制造商法雷奥、马勒贝洱等的认证供应商和长期合作伙伴，同时还是奔驰、通用、特斯拉等国际汽车企业，比亚迪、吉利、蔚来汽车等国内汽车企业的一级供应商。2016 年，三花汽零海外收入占比达到 48.17%，较上一年提升 40.25%。

布局新能源汽车零部件领域，着眼长期发展方向。三花汽零的主要产品已经与特斯拉签订战略合作协议，未来新能源汽车零部件领域具备较强的市场基础。

图 4： 2016 年收入占比膨胀阀为绝对主导

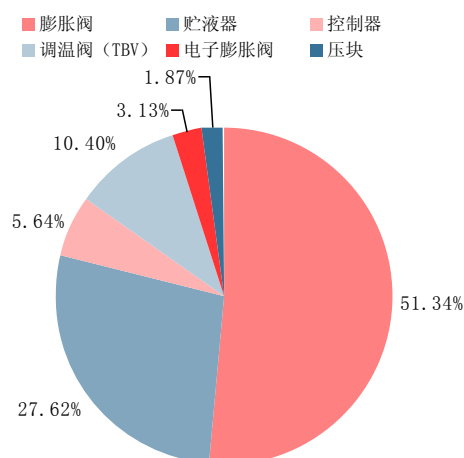


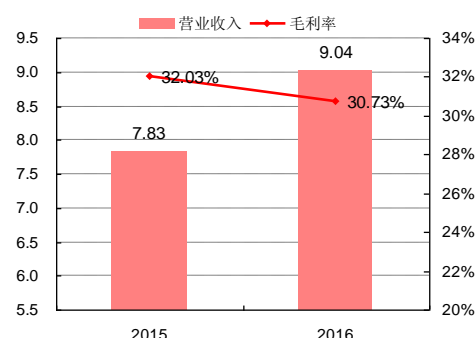
图 5： 三花汽零境内外收入占比较为均衡



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

三花汽零 2016 年收入规模达到 9.04 亿元，同比提升 15.48%，整体毛利率为 30.73%。

图 6： 三花汽零收入及毛利率变化



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

### （三）收购有助于扩张公司业务线，并推动公司业绩持续提升

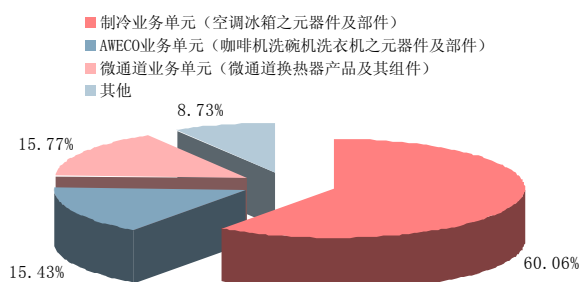
收购有助于公司快速扩张业务线，同时对公司毛利提升有促进作用。收购三花汽零后，三花智控收入构成虽然依旧以制冷业务为主，但汽车零部件收入成为公司重要组成部分，在 2016 年收入构成中，汽车零部件业务收入占比达到 10.57%。同时由于三花汽零整体毛利率水平为 30.73%，对公司毛利率水平有正向提升作用，交易后公司毛利率提升 0.15 个百分点。

表 2： 交易后三花智控毛利率水平有 0.15 个百分点提升

项目	交易前	交易后
毛利率	29.77%	29.92%

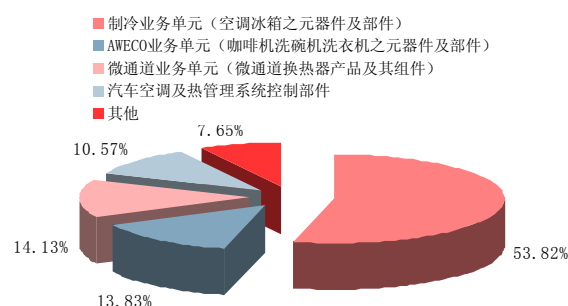
数据来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图 7：交易前三花智控分产品收入结构



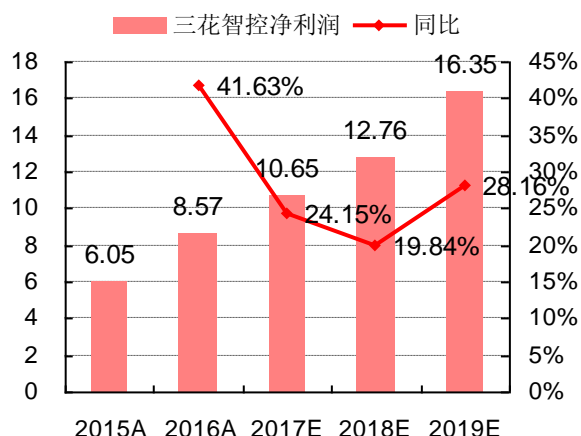
资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图 8：交易后，汽车零部件成为三花智控第四大业务



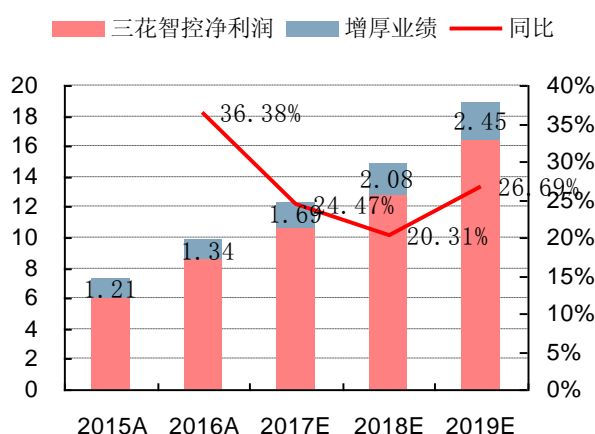
**业绩增厚，有望实现正向反馈。**根据收购草案中评估预测，预计收购将带来 2017-2019 年间业绩增厚 1.69、2.08 和 2.45 亿元，提升幅度分别为 15.86%、16.30% 和 14.98%，对公司未来业绩增速也有一定的提升作用。

图 9：交易前三花智控净利润变化



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图 10：交易后三花智控净利润变化



假设三花智控收购草案中评估公司对三花汽零未来 3 年的业绩预测实现，同时不考虑配套融资仅发行 223,492,723 股情况下，发行后总股本为 2,024,968,863 股。根据盈利预测模型估算，未来 3 年 EPS 均有不同程度的提升。

表 3：交易前后三花智控 EPS 稍有提升

EPS (元/股)	2016	2017E	2018E	2019E
本次交易前	0.48	0.59	0.71	0.91
本次交易后	0.49	0.61	0.73	0.93

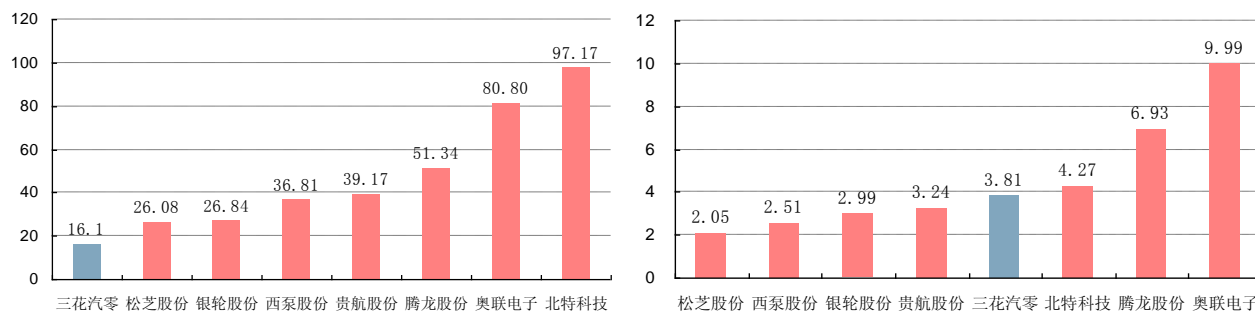
数据来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

#### （四）交易估值对标符合上市公司及中小股东利益

**标的资产估值较低，符合上市公司和中小股东利益。**以三花汽零 2016 年归母净利润 1.34 亿元及交易作价 21.50 亿元计算的公司市盈率为 16.10 倍，同行业可比上市公司平均市盈率为 25-30 倍。

同时三花汽零收购对应的市净率为 3.81 倍，略低于同行业可比上市公司平均市净率 3-5 倍的水平。

图 11：三花汽零对应 PE 为 16.10 倍，明显低于可比均值 图 12：三花汽零对应市净率为 3.81 倍，略低于行业平均



资料来源：公司公告、Wind、中信建投证券研究发展部

## （五）业绩补偿安排

根据交易安排，本次交易设定利润承诺期，为从交易实施完毕当年起的连续三个会计年度。

- 如 2017 年交易完毕，则 2017-19 合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司净利润之和不低于坤元评估预测数之和即 6.22 亿元。
- 如 2018 年交易完毕，则 2018-20 合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司净利润之和不低于坤元评估预测数之和即 7.18 亿元。

三花汽零在利润承诺期内任一会计年度累计实际净利润数未达到累计承诺净利润数的，则由三花绿能向三花智控进行股份补偿，即三花智控将以总价人民币 1 元的价格回购应补偿的股份数量并注销该部分回购股份。





## 募集配套资金，快速做大新能源汽车业务

**募集配套资金，快速做大公司新业务。**发行股份购买股权的同时，公司拟募集配套资金总额不超过 13.22 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。

表 4：募集资金投入三花汽零项目建设

序号	项目	投资总额	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	55,498.00	50,362.00
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	50,377.00	45,495.00
3	新增年产 1,270 万套汽车空调控制部件技术改造项目	22,865.00	20,874.00
4	扩建产品测试用房及生产辅助用房项目	13,600.00	13,400.00
5	支付本次交易中中介机构费用	2,100.00	2,100.00
	总计	144,440.00	132,231.00

数据来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

**通过募集资金，投入三花汽零建设或改造项目，项目集中于新能源汽车零部件领域，预计能对三花汽零布局新能源汽车相关领域有较强的正向提振，并分享新能源汽车空调和热管理系统控制部件快速发展带来的市场机会。**鉴于三花汽零已经与特斯拉、比亚迪、吉利、蔚来汽车等新能源汽车厂商展开合作，后期市场发展值得期待。

表 5：建设及改造项目合计提升产品产能 3150 万套，三花汽零加速发展

项目	产品名称	内容概要
年产 1,150 万套新能源汽车零部件建设项目	贮液器	年产贮液器 350 万套
	汽液分离器	年产汽液分离器 500 万套
	冷却板	年产冷却板 100 万套
	油冷器	年产油冷器 100 万套
	电池冷却器	年产冷却器 100 万套
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	电子水泵	新增水泵产能 200 万套
	电子水阀	新增水阀产能 200 万套
	电子油泵	新增油泵产能 150 万套
	电子膨胀阀（EXV）	新增电子膨胀阀产能 100 万套
	冷媒阀	新增冷媒阀产能 80 万套
新增年产 1,270 万套汽车空调控制部件技术改造项目	TXV 热力膨胀阀	新增膨胀阀产能 900 万套
	TBV 调温阀	新增调温阀产能 300 万套
	ATC 控制器	新增控制器产能 70 万套
扩建产品测试用房及生产辅助用房项目		
支付本次交易中中介机构费用		

数据来源：公司公告、中信建投证券研究发展部



盈利预测（不考虑并表影响）

科目(单位: 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	6160.8	6769.2	8021.5	9665.9	11850.4
营业总收入增长率	5.8%	9.9%	18.5%	20.5%	22.6%
二、营业总成本	5468.0	5881.8	6771.2	8010.6	9651.0
其中: 营业成本	4404.5	4754.1	5534.8	6476.2	7868.7
毛利率	28.5%	29.8%	31.0%	33.0%	33.6%
营业税金及附加	38.2	79.3	40.31	42.5	45.6
销售费用	321.1	357.3	401.1	499.1	592.5
销售费用率	5.2%	5.3%	5.0%	5.2%	5.0%
管理费用	668.7	709.4	849.0	1028.4	1220.6
管理费用率	10.9%	10.5%	10.6%	10.6%	10.3%
财务费用	22.1	-92.3	-70.0	-70.0	-90.0
资产减值损失	13.4	74.0	16.0	34.5	13.6
加: 公允价值变动收益	2.7	4.5	4.5	3.0	10.0
投资收益及其它	-7.6	33.8	23.0	38.0	49.0
三、营业利润	688.0	925.7	1277.8	1696.3	2258.4
加: 营业外收入	68.4	99.3	89.0	85.6	96.0
减: 营业外支出	27.9	6.2	22.3	18.8	5.8
四、利润总额	728.4	1018.8	1344.5	1763.1	2348.6
减: 所得税费用	120.0	157.0	220.8	283.9	359.3
综合所得税率	16.5%	15.4%	16.4%	16.1%	15.3%
五、净利润	608.4	861.8	1123.7	1479.2	1989.3
归属于母公司净利润	605.4	857.5	1119.3	1474.4	1983.8
净利润同比增长	24.1%	41.6%	30.5%	31.7%	34.6%
净利润率	9.8%	12.7%	14.0%	15.3%	16.7%
少数股东损益	2.9	4.4	4.4	4.8	5.5
少数股东损益占比	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
六、总股本	1801	1801	1801	1801	1801
七、按期末股数简单每股收益:	0.34	0.48	0.62	0.82	1.10





盈利预测（备考并表预测）

科目(单位: 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	6943.9	7673.5	8989.5	10853.9	13261.4
营业总收入增长率	19.2%	10.5%	18.5%	20.5%	22.9%
二、营业总成本	6000.2	6508.1	7510.5	8933.5	10700.3
其中: 营业成本	4936.7	5380.4	6139.8	7250.4	8760.5
毛利率	28.9%	29.9%	31.7%	33.2%	33.9%
营业税金及附加	48.3	87.9	40.31	42.5	45.6
销售费用	347.7	393.9	449.5	547.8	656.4
销售费用率	5.0%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	734.7	799.4	934.9	1128.8	1332.8
管理费用率	10.6%	10.4%	10.4%	10.4%	10.1%
财务费用	18.6	-104.2	-70.0	-70.0	-105.0
资产减值损失	33.3	80.5	16.0	34.0	10.0
加: 公允价值变动收益	1.2	4.8	4.8	10.0	28.0
投资收益及其它	1.4	37.5	23.0	38.0	55.0
三、营业利润	946.2	1207.6	1506.8	1968.4	2644.1
加: 营业外收入	72.0	103.3	81.0	106.0	125.0
减: 营业外支出	30.1	7.5	23.4	18.8	5.8
四、利润总额	728.4	1018.8	1564.4	2055.6	2763.3
减: 所得税费用	120.0	157.0	242.5	314.5	417.3
综合所得税率	16.5%	15.4%	15.5%	15.3%	15.1%
五、净利润	749.0	1016.6	1321.9	1741.1	2346.1
归属于母公司净利润	746.1	1012.3	1317.5	1735.7	2339.7
净利润同比增长	53.0%	35.7%	30.2%	31.7%	34.8%
净利润率	10.7%	13.2%	14.7%	16.0%	17.6%
少数股东损益	2.9	4.4	4.4	5.4	6.4
少数股东损益占比	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
六、总股本	2025	2025	2025	2025	2025
七、按期末股数简单每股收益:	0.37	0.50	0.65	0.86	1.16



## 分析师介绍

**林寰宇：**家电行业首席分析师，英国雷丁大学 ICMA Centre 投资管理硕士，6 年证券从业经历，2016 年 5 月加入中信建投证券。所在团队在新财富分析师评选家电行业 2014 年获第 4 名，2013 年第 2 名，2012 年第 3 名；水晶球分析师评选家电行业 2014 年第 3 名，2013 年第 2 名。

## 报告贡献人

**王森泉** 0755-23952703 wangsenquan@csc.com.cn

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622