

三花智控(002050)/白色家电

优质特斯拉供应链标的，传统业务景气向上

评级：买入(首次)

市场价格：16.57

目标价格：17.28—20.2

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

电话：

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

分析师：邹玲玲

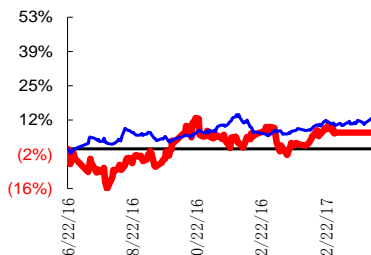
执业证书编号：S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,801
流通股本(百万股)	1,564
市价(元)	15.24
市值(百万元)	27,454
流通市值(百万元)	23,832

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,160.8	6,769.2	8,163.9	9,432.8	10,962.0
增长率 yoy%	5.8%	9.9%	20.6%	15.5%	16.2%
净利润	605.4	857.5	1,079.5	1,275.9	1,525.6
增长率 yoy%	24.1%	41.6%	25.9%	18.2%	19.6%
每股收益(元)	0.34	0.48	0.60	0.71	0.85
每股现金流量	0.45	0.73	0.44	0.58	0.75
净资产收益率	13.0%	16.1%	17.7%	18.6%	19.8%
P/E	45.3	32.0	25.4	21.5	18.0
PEG	1.6	1.5	0.8	0.8	0.9
P/B	5.9	5.2	4.5	4.0	3.6

备注：

投资要点

■ 事件：公司拟发行股份购买三花汽零（大股东旗下）并募集配套资金的事项已获证监会并购重组委员会有条件通过。

■ 拟注入三花汽零，新能源车热管理系统打开成长空间：作价 21.5 亿购买三花汽零资产，并募集配套资金用于新能源汽车零部件、热管理系统组件技术、汽车空调控制部件等项目，一方面切入新能源车热管理系统，另一方面与原有三花智控的空调制冷控制控制元器件形成有力的上下游产业链协同，提升公司竞争力。公司在汽车膨胀阀上市占率高，国内超 37%，全球超 16%，位列世界第二。

放眼全球新能源汽车市场，随着新能源汽车市场高速发展，三花汽零的热管理系统部件单车价值量还有望从当前的 200-300 美元提升至 400 美金甚至更高，假定未来新能源汽车的渗透率能达到 8%，即全球新能源车为 750 万辆，市场空间可达 204 亿元。我们认为，公司凭借其产品竞争力和不断开拓新客户，市占率提升至 20%，公司潜在的营收空间广阔可达约 40.8 亿元。此外，公司积极开拓客户，已成功成为奔驰、通用、比亚迪、吉利、蔚来汽车、长城、上汽等整车厂供应商，未来随着新能源车上市，公司业务有望得到快速发展。

■ 特斯拉优质供应商，受益 Model3 放量：三花汽零专注于汽车空调及热管理系统控制部件，在膨胀阀国内市占率超 37%，全球市占率超 16%，位居第二。公司自 2010 年开始为特斯拉供货，目前是其多个热管理系统零部件产品的一级供应商，单品价值量达 1300~2000 元，在乐观估计在 2000 元情况下，特斯拉在 2017-2019 年 Model 3 出货 5 万、40 万、60 万辆（净利率 15.5%、16%），对应带来净利润 0.16、1.28 和 1.92 亿元。

■ 三花汽零承诺业绩有望完成：三花汽零承诺 17/18/19 年分别完成净利润 1.6 9/2.08/2.45 亿元。2017 年 1-5 月三花汽零已完成 8640 万净利润，同比增长 29.35%，下半年随着特斯拉产品放量，我们预计 2017 年净利润有望完成。

■ 下游行业景气向上带动传统主业增长，洗碗机等业务成长好：公司作为制冷零部件龙头企业，其电子膨胀阀、四通换向阀、微通道换热器等主要产品市场占有率位居全球第一，受益于下游空调市场自 2016 年下半年以来的高速增长，其中 1-5 月家用空调销量同比增长 36.05%，国内销量同比增速达 65.67%。公司 2017 年 1 季报显示归母净利润为 1.71 亿元，同比增长 30.56%，预计全年能够保持增长。子公司三花微通道替换传统微通道市场前景好，近几年微通道业务营收增长稳定，归母净利润符合增速达 30%，2017 年有望完成其 1.74 亿元业绩承诺；亚威科从事洗碗机、咖啡机等零部件领域，欧美渗透率已超过 60%，国内还不到 1%，未来还有巨大的成长空间。公司目前该项业务净利润 1757 万元，净利润率在 1.7%，未来通过随着整合推进及降本措施，实现净利润率有望实现提升。

■ 投资建议：不考虑拟注入资产三花汽零，我们预计公司原业务 2017-2019 年分别实现归母净利润 10.79、12.75、15.25 亿，同比分别增长 25.9%、18.2%、19.6%，对应 EPS 0.60、0.71、0.85 元，对应 PE 分别为 25.4、21.5、18.0 倍。（若考虑三花汽零 2017-2018 年净利润 1.83 亿、3.12 亿，收购完成后备考市值预计 340 亿左右（不确定配套融资股份数量及价格），2017-2018 对应估值 26.8、21.36 倍），首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示：下游需求下滑、汇率波动风险、原材料价格波动风险、新能源车销量不及预期风险

## 内容目录

拟注入三花汽零，实现上下游产业链协同.....	- 4 -
收购方案简介.....	- 4 -
特斯拉优质供应商，受益新能源汽车行业发展，热管理系统业务空间广阔.....	- 4 -
放眼全球新能源车市场，公司营收增长空间广阔.....	- 7 -
三花汽零业绩承诺有望完成.....	- 7 -
下游行业景气向上带动三花智控增长，洗碗机等新业务成长好.....	- 8 -
下游空调行业景气向上带动传统主业增长。.....	- 8 -
微通道业务快速发展，募投项目缓解产能压力.....	- 9 -
洗碗机尚属于新兴产品，国内渗透率低，成长性良好.....	- 11 -
盈利预测与投资建议：.....	- 12 -
盈利预测.....	- 12 -
风险提示：.....	- 13 -

## 图表目录

图表 1：配套融资 13.22 亿用于汽车零部件建设与改造项目（万元）.....	- 4 -
图表 2：三花控股股权结构.....	- 4 -
图表 3：2016 年三花汽零营收占比.....	- 5 -
图表 4：2015-2016 三花汽零各业务营收及毛利率水平（万）.....	- 5 -
图表 5：三花汽零膨胀阀全球市占率 16%，国内市占率 37%.....	- 5 -
图表 6：三花汽零全资子公司.....	- 6 -
图表 7：三花汽零特斯拉配套收入及净利润假设.....	- 6 -
图表 8：三花汽零 2017 年 1-5 月营业收入/净利润（万元）.....	- 7 -
图表 9：三花智控主导产品全球市场份额.....	- 8 -
图表 10：2016 年主营构成.....	- 8 -
图表 11：下游空调销量同比 25% 增速（含商用空调）.....	- 8 -
图表 12：下游空调电子膨胀阀/空调四通阀月度数据.....	- 9 -
图表 13：空调截止阀月度保持 30% 高增速.....	- 9 -
图表 14：项目建设完成情况.....	- 10 -
图表 15：微通道营业收入及增长率.....	- 11 -
图表 16：微通道净利润及增长率.....	- 11 -
图表 17：2013-2016 洗碗机市场零售额及增长率.....	- 11 -
图表 18：2013-2016 洗碗机零售量.....	- 11 -
图表 19：2015-2016 全球洗碗机零售额结构.....	- 12 -

图表 20: 2016 年各品牌洗碗机零售额份额.....	- 12 -
图表 21: 亚威科营业收入及增长率 .....	- 12 -
图表 22: 亚威科历年净利润及净利润率 .....	- 12 -
图表 23: 采用分部估值 .....	- 13 -
图表 24: 三花汽零及三花智控可比上市公司估值 (wind 一致预期) (市值: 亿元, 股价: 元) .....	- 14 -
图表 25: 公司财务预测 .....	- 15 -

## 拟注入三花汽零，实现上下游产业链协同

### 收购方案简介

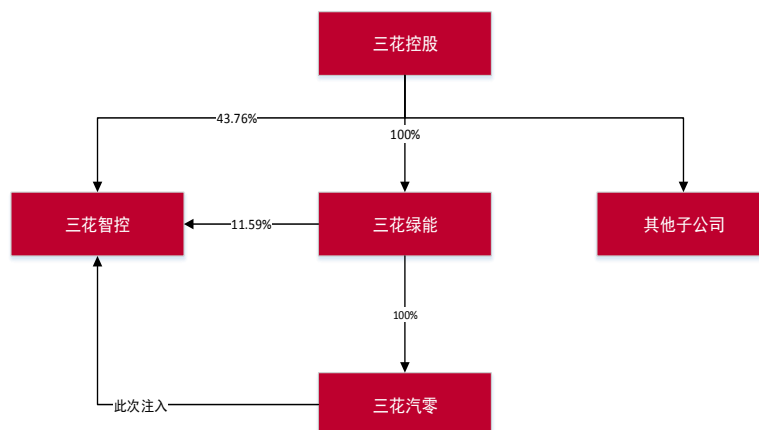
- **作价 21.5 亿元收购三花汽零。**公司拟向公司控股股东三花控股的全资子公司三花绿能发行股份，购买其持有的三花汽零 100% 股权，作价 21.5 亿元，发行价格为 9.32 元/股（调整后）。此外，公司将募集配套资金不超过 13.22 亿元，用于新能源汽车零部件建设。募集资金将用于三花汽零“年产 1150 万套新能源汽车零部件建设项目”、“新增年产 730 万套新能源汽车热管理系统组件技术改造项目”、“新增年产 1270 万套汽车空调控制部件技术改造项目”、“扩建产品测试用房及生产辅助用房项目”。三花智控生产的空调制冷控制元器件和三花汽零生产的汽车空调及热管理系统控制部件系家用、商用及车用空调的上游配套产品，注入三花汽零后将形成上下游产业链协同，提升公司竞争力。

**图表 1：配套融资 13.22 亿用于汽车零部件建设与改造项目（万元）**

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	55,480	50,360
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		144,440.00	132,231.00

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 2：三花控股股权结构**



来源：公司公告，中泰证券研究所

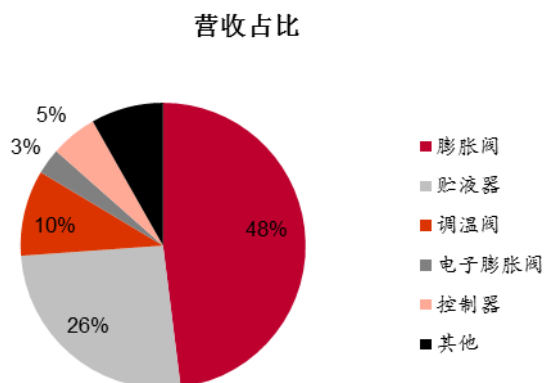
### 特斯拉优质供应商，受益新能源汽车行业发展，热管理系统业务空间广阔

- 三花汽零成立于 2004 年，专注于汽车空调及热管理系统控制部件的研发、生产和销售，主要定位于整车配套市场。目前三花汽零产品包括膨

胀阀、贮液器、电子膨胀阀、调温阀等，主要产品应用于乘用车市场。三花汽零主要的营收来源为膨胀阀和贮液器，2016 年营收占比超过 70%，分别为 48%和 26%，2016 年整体毛利率 34.63%，我们预计随着产品规模化生产，2017 年整体毛利率有望维持。

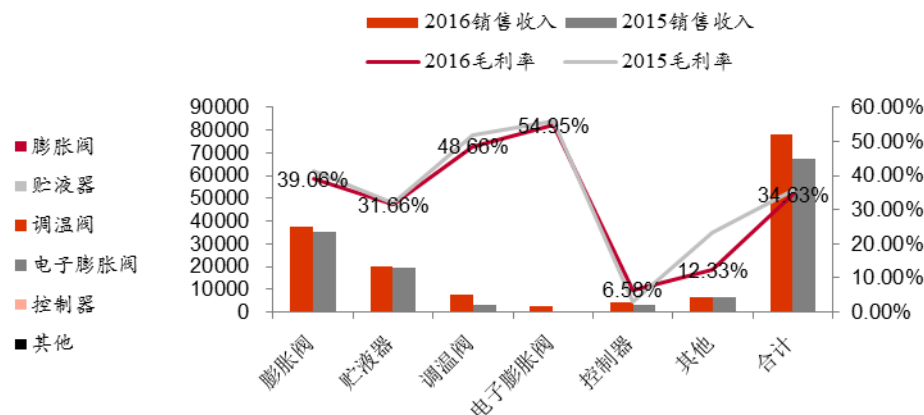
- **在客户开拓上**，已成功成为奔驰、通用、特斯拉、比亚迪、吉利、蔚来汽车、长城、江铃、上汽、一汽、广汽等整车厂商及高端市场客户的供应商。并且已成为法雷奥、马勒贝洱等国际著名汽车空调及热管理系统制造商全球采购的认证供应商及长期合作伙伴。

图表 3：2016 年三花汽零营收占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

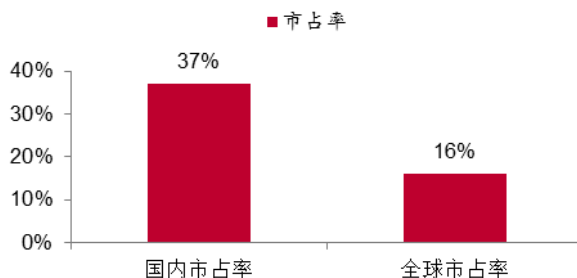
图表 4：2015-2016 三花汽零各业务营收及毛利率水平(万)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **三花汽零汽车空调膨胀阀市场占有率较高**，国内市占率超过 37%，全球市占率超过 16%，位列第二，主要出口北美与欧洲市场。膨胀阀技术比较成熟，从全球来看，竞争格局较为稳定，形成了少数几家占据大部分市场份额的局面。目前竞争对手主要有 3 家，包括日本的不二工机（市占率 30%以上），TGK、德国德国的埃格霍夫。由于日本丰田的供应商只有不二工机，而日本丰田的汽车销量占市场较大份额，因此较难打破不二工机的竞争格局，但公司凭借其产品竞争优势，逐步进入到韩系、日系、大众等供应商体系中，更为重要的是，伴随着国内自主品牌车的销量占比提升，公司的市场份额有望再上台阶。

图表 5：三花汽零膨胀阀全球市占率 16%，国内市占率 37%



来源：公司公告，中泰证券研究所



**图表 6：三花汽零全资子公司**

名称	所处国家或地区
苏州新智汽车部件有限公司	苏州
日本三花汽车部品株式会社	日本
三花汽车零部件美国有限公司	美国
三花印度私人有限公司	印度
三花欧洲汽车零部件有限责任公司	德国
三花汽车零部件北美制造公司	美国
三花汽车零部件墨西哥有限公司	墨西哥

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **特斯拉供应链优质标的，受益 Model3 量产业绩弹性大：**公司是特斯拉的优质供应商，自 2010 年起为特斯拉只供应膨胀阀，当前主要为其提供包括膨胀阀、电池冷却器、水冷板、油冷器与油泵等产品。
- **已知：**
  - 1、整体公司为其提供的热管理器系统产品的价值量目前大概在 1300~2000 元；
  - 2、特斯拉 2017-2019 年销量目标分别为 20 万辆、50 万、100 万辆
- **假设：**
  - 1、公司配套数量估计：情景假设，保守预测，2017-2019 年为特斯拉分别配套 5 万辆、20 万、30 万辆；乐观预测，2017-19 年为特斯拉分别配套 5 万辆、40 万、60 万辆；
  - 2、三花汽零 2016 年净利润率 14.76%，考虑到除了膨胀阀产品外，未来电子膨胀阀的量会起来，并且随着规模化生产，产品的毛利率有待进一步提升。假设 2017 年-2019 年净利润率分别为 15.5%、16%、16%。
- **结果：**对应的潜在收入和净利润如下图所示，在乐观的情况下，特斯拉有望在 2017-2019 年净利润达到 0.1~0.16 亿、0.83~0.13 亿、1.25~1.92 亿。

**图表 7：三花汽零特斯拉配套收入及净利润假设**

	情景假设	单车价值量(元)	2017 年	2018 年	2019 年
			5 万辆	20 万辆	30 万辆
配套收入 (亿元)	保守估计	130	0.65	2.6	3.9
		2000	1	4	6
	乐观估计	单车价值量 (元)		5 万辆	40 万辆
				60 万辆	
		1300	0.65	5.2	7.8
		2000	1	8	12
净利润 (亿 元)	保守估计	单车价值量 (元)		15.5%	16%
				16%	16%
	乐观估计	1300	0.10	0.42	0.62
		2000	0.16	0.64	0.96
		1300	0.10	0.83	1.25
		2000	0.16	1.28	1.92

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 放眼全球新能源车市场，公司营收增长空间广阔

- 放眼全球新能源汽车市场，2016 年全球汽车销量达 9386 万辆，国内销量达 2803 万辆，新能源汽车渗透率还很低，随着新能源汽车市场高速发展，假定未来新能源汽车渗透率达到 8%，年销量达到 750 万辆，随着公司提供的热管理系统产品增多，单车价值量有望从 200-300 美金提升至 400 美金甚至更高，市场空间可达 204 亿元。我们认为，公司凭借其产品竞争力和不断开拓新客户，市占率提升至 20%，公司潜在的营收空间广阔可达约 40.8 亿元。

### 三花汽零业绩承诺有望完成

- 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%。其业绩良好，具有较强的盈利能力。
- 三花汽零承诺 17/18/19 年分别完成净利润 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。从公司 1-5 月已完成 8640 万净利润，同比增长 29.35%，我们预计 2017 年净利润有望超额完成。

图表 8：三花汽零 2017 年 1-5 月营业收入/净利润（万元）

项目	2016 年 1-5 月	2017 年 1-5 月	同期增长率	2017 年预测数	完成金额占预测数的比例
营业收入	37,823.42	49,153.83	29.96%	109,788.50	44.77%
净利润	6,679.97	8,640.50	29.35%	16,891.63	51.15%

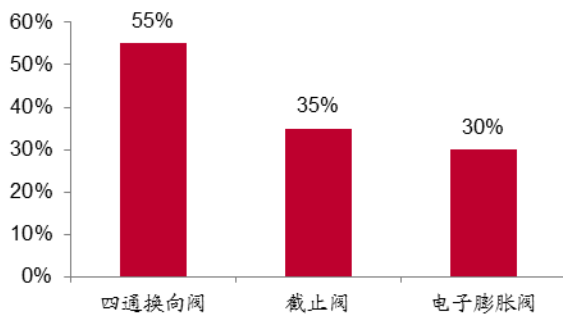
来源：公司公告，中泰证券研究所

## 下游行业景气向上带动三花智控增长，洗碗机等新业务成长好

下游空调行业景气向上带动传统主业增长。

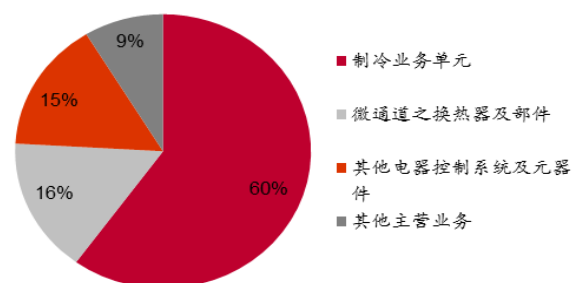
- 三花智控是一家全球领先的生产和研发制冷空调控件元件和零部件的厂商，有着 30 多年的历史经验。三花已成为松下、大金、三菱、东芝、日立、富士通、LG、三星、开利、特灵、约克、格力、美的、海尔等世界著名制冷、空调主机厂的战略供方和合作伙伴。其电子膨胀阀、四通换向阀、微通道换热器等主要产品市场占有率位居全球第一，且在 2016 年家用制冷业务的主导产品市场份额均有不同幅度上升，继续巩固全球第一地位，占有绝对的规模优势。

图表 9：三花智控主导产品全球市场份额



来源：公司公告，中泰证券研究所

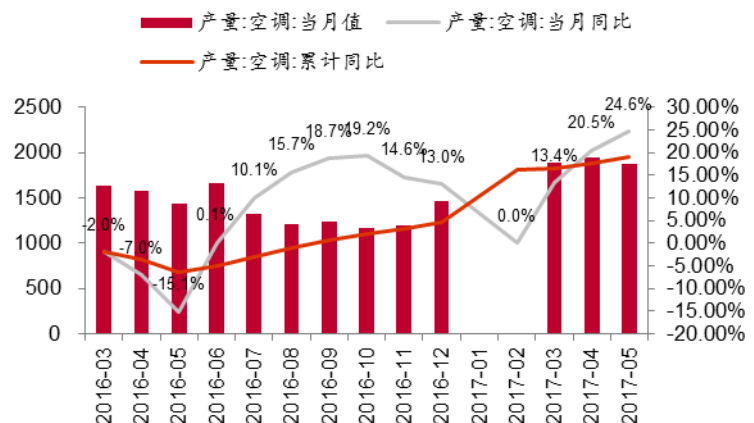
图表 10：2016 年主营构成



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司下游家电特别是空调市场，自 2016 年下半年以来的恢复增长，5 月当月空调销量（含商用空调）同比增长 24.6%，其中 1-5 月家用空调销量同比增长 36.05%，国内销量同比增速达 65.67%。从空调零部件产品出货量来看，空调电子膨胀阀 5 月同比增速 56.9%，四通阀同比增长 32.1%，空调截止阀同比增速 29.5%，均保持较高增速。公司 2017 年 1 季报显示归母净利润为 1.71 亿元，同比增长 30.56%，我们预计全年能够保持高增速。

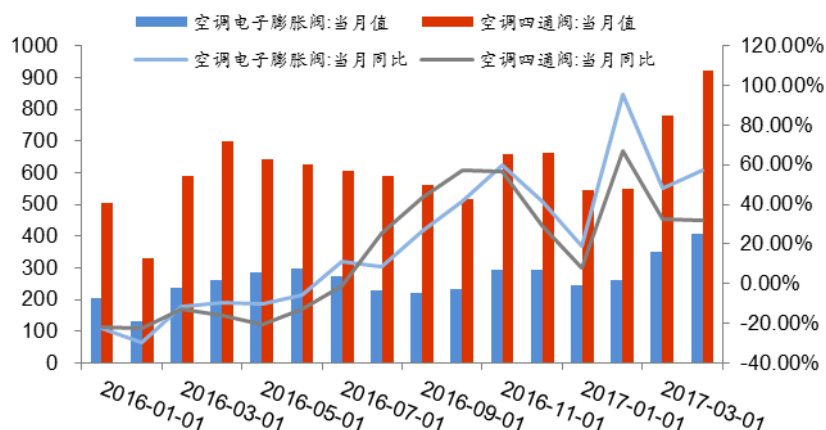
图表 11：下游空调销量同比 25% 增速（含商用空调）



来源：wind，中泰证券研究所

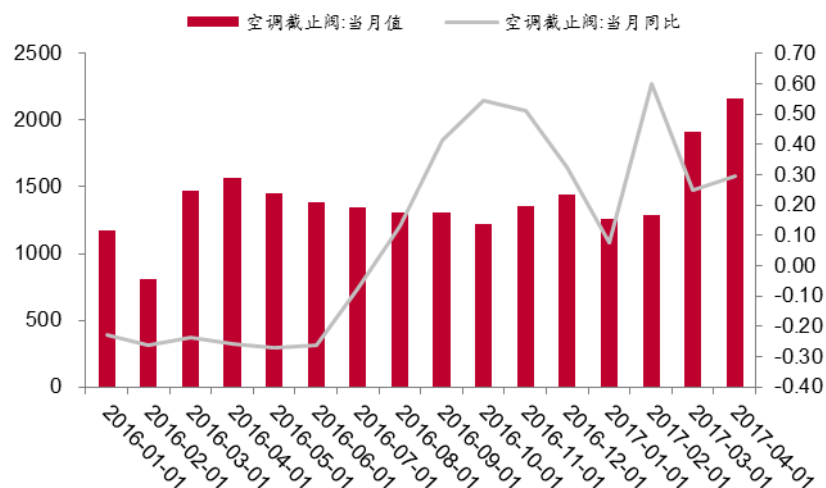


图表 12： 下游空调电子膨胀阀/空调四通阀月度数据



来源：wind, 中泰证券研究所

图表 13： 空调截止阀月度保持 30%高增速



来源：wind, 中泰证券研究所

### 微通道业务快速发展，募投项目缓解产能压力

- 公司于 2015 年收购三花微通道。三花微通道专注于制冷空调系统微通道换热器生产销售，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多类产品，产品主要应用于家用空调、商用空调、精密空调、大巴车、冷藏冷冻等领域。三花微通道技术实力突出，产品研发和工艺过程处于全球行业领先地位，三花微通道目前已经建立了杭州、美国和墨西哥三个生产基地，已发展成为全球主要的制冷空调系统用微通道换热器的生产销售企业。

**什么是微通道换热器？**它是一种用于冷暖空调中实现制冷、制热的热交换元器件，由集流管、多孔扁管和波纹型百叶窗翅片组成，直径在0.5-3mm，是制冷及冷暖空调的关键部件。相较于传统的铜管铝翅片式换热器，微通道换热器在节能、环保方面具有显著的效果。

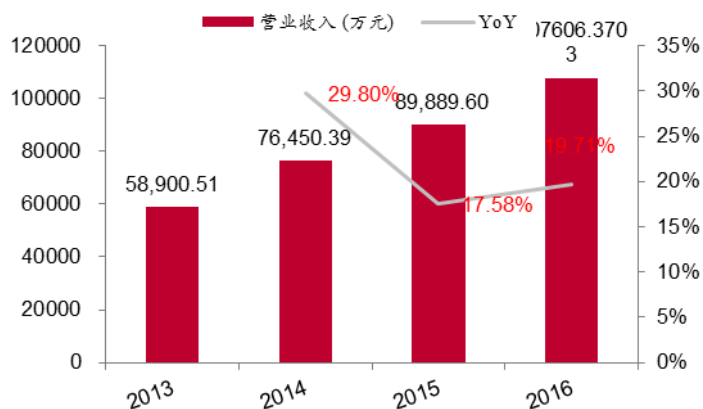
- **替换传统换热器存量规模，微通道前景广阔。**目前空调的换热器主要是采用铜管铝翅片式换热器，据中国产业信息网，全球换热器产业的总市场规模约为 500 亿美元，其中 2014 年，中国换热器市场规模达 706 亿元。与传统的换热器相比，微通道换热器换热效率可提高 30%以上，且尺寸紧凑，可减少材料用量和制冷剂注入量（在同等制冷效率下，微通道换热器与传统的铜管翅片换热器相比，其体积减少 30%，重量减轻 50%，制冷剂充注量可以减少 30%。）**截至 2016 年微通道换热器对传统产品的替代比例为 6.4%，仍还有广阔的替代空间。**据 ChinaIOL 测算，三花微通道市占率领先，13/14/15/16 年在全球空调微通道换热器的市场占有率分别为 25% /31%/31%/43%；**而国内，2016 年其市占率已达约 46.8%，是微通道换热器领域的绝对龙头企业。**
- **募投项目环节有望今年底投产。**公司于 2015 年 12 月定增 4 亿元，用于投资微通道墨西哥子公司 3 条生产线的投产（150 万套产能）和杭州技改项目（80 万套产能），提升产能。如下图，截至 2016 年年底，累计投入金额 3.87 亿元，墨西哥生产线项目完成 44.47%，杭州技改项目完成 82.81%。

**图表 14：项目建设完成情况**

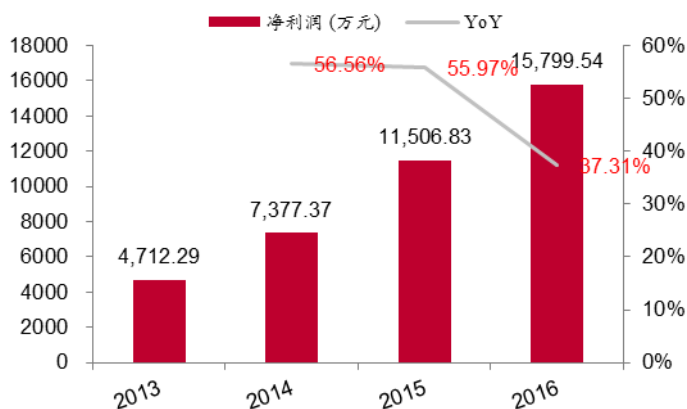
募集资金投向	募集资金承诺投资总额（调整后）	截至累计投入金额	截至投资进度	项目达到预定可使用状态日期	预计产能
在墨西哥建设微通道换热器生产线项目	22,755	10,119.55	44.47%	2017 年 12 月 31 日	150 万套
新增年产 80 万台换热器技术改造项	7,996	6,621.72	82.81%	2017 年 6 月 30 日	80 万套
补充营运资金	9,249	8,649	93.51%		
暂时补充流动资金		11,000			
用于现金管理		2,381			
承诺投资项目小计	40,000	38,771.27	96.93%	--	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 三花微通道 2014-2016 年收入稳步增长，2016 年实现营收 10.76 亿，同比增长 19.71%，实现净利润 1.58 亿元，同比增长率 37.31%。三花微通道已承诺 15-17 年分别完成净利润 1.10/1.40/1.74 亿元，已连续两年完成业绩承诺，我们预计 2017 年公司仍有望完成业绩承诺。

**图表 15: 微通道营业收入及增长率**


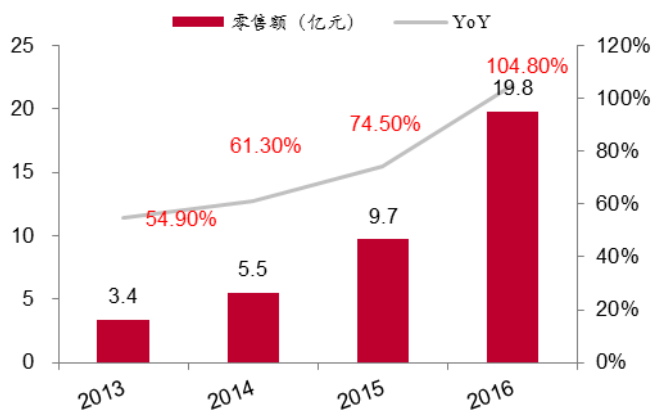
来源: 中泰证券研究所

**图表 16: 微通道净利润及增长率**


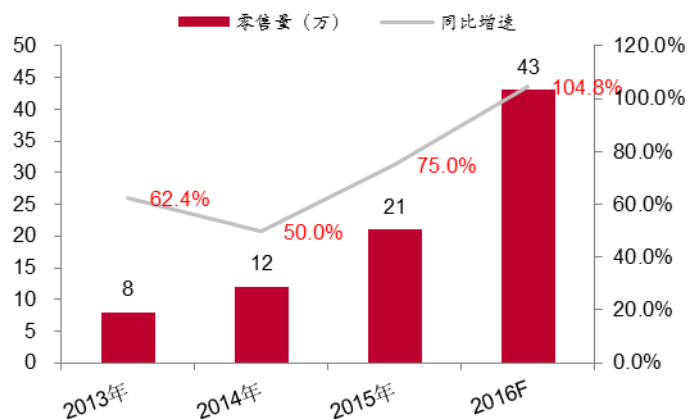
来源: 中泰证券研究所

### 洗碗机尚属于新兴产品, 国内渗透率低, 成长性好

- **洗碗机市场国内起步, 成长空间广阔。**公司于 2012 年收购的德国亚威科, 主要从事洗碗机、洗衣机及咖啡机等零部件领域, 已有 50 多年经营历史, 其主要客户包括 BSH、米勒、惠而浦、飞利浦、伊莱克斯、Helbling 等, 在欧洲的市占率超过 50%。洗碗机行业尚属于新兴产品, 目前虽然在欧美渗透率较高超过了 60%, 但在国内属于刚起步阶段, 渗透率还不到 1%。据中怡康数据, 洗碗机市场发展迅速, 2016 年洗碗机市场零售额 19.8 亿元, 同比增速达 104.8%; 据中怡康测算, 2017 年洗碗机市场零售规模将达 36.3 亿, 有望实现约 83.7% 的增长。

**图表 17: 2013-2016 洗碗机市场零售额及增长率**


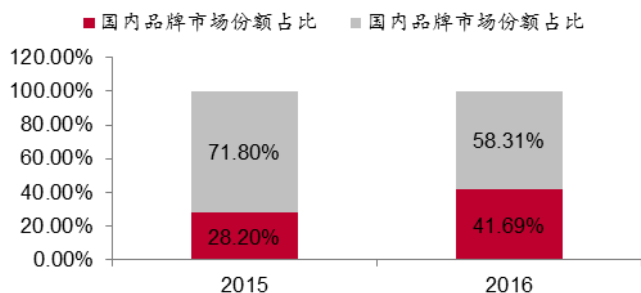
来源: 中怡康, 中泰证券研究所

**图表 18: 2013-2016 洗碗机零售量**


来源: 中怡康, 中泰证券研究所

- **国内家电企业试水洗碗机首获成效。**虽然洗碗机进入中国已有 20 多年, 但一直以来发展缓慢, 究其原因, 其一产品价格高, 其二洗碗效果不太好。但随着洗碗机技术进步、产品价格下降, 消费升级, 人力成本提升, 国内家电企业开始试水洗碗机市场, 加大对洗碗机的推广力度, 国内消

费者对洗碗机理性认知建立，接受度提高。国内品牌中 方太 2015 年推出“三合一”双泵洗碗机、海尔 2016 年推出的小型洗碗机“小贝”。中怡康数据显示，15/16 年国内品牌零售额份额分别为 28.2%/42%，国内洗碗机市场需求开始打开。

**图表 19：2015-2016 全球洗碗机零售额结构**


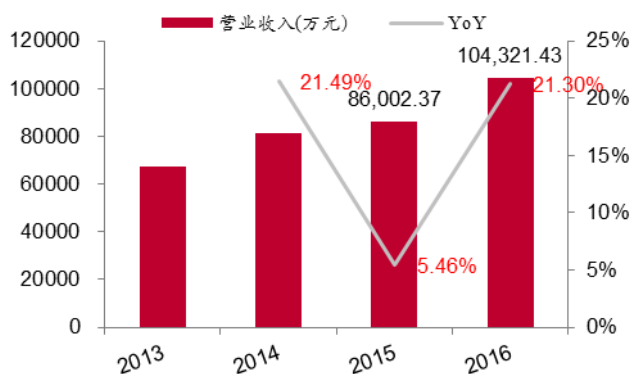
来源：智研咨询，中泰证券研究所

**图表 20：2016 年各品牌洗碗机零售额份额**

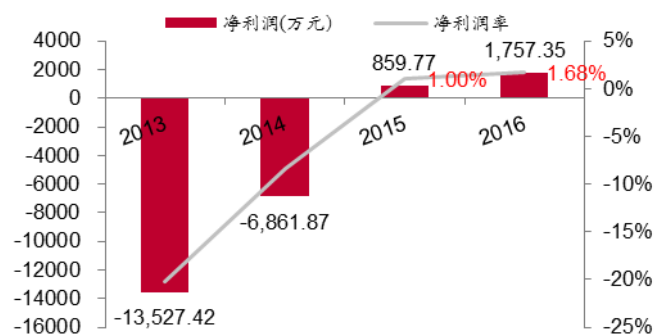
品牌	零售额市占率	同比增速
老板	3%	944%
美的	4%	437%
方太	33%	294%
西门子	56%	56%
海尔	2%	19%

来源：智研咨询，中泰证券研究所

- 亚威科在收购前处于亏损状态，公司收购后在人工成本的控制，推进波兰、芜湖、土耳其三地产能布局优化，以及在芜湖投放产能开发国内市场，亚威科的盈利能力得到提升。随着消费升级、人工成本提高，洗碗机在中国的销售预计将呈现较快增长。公司目前该项业务 2016 年实现营业收入 10.4 亿元，净利润 1757 万元，净利润率在 1.7%，仍有较大提升空间，公司未来的目标是在 2 年内将净利润率提高到 5%。

**图表 21：亚威科营业收入及增长率**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 22：亚威科历年净利润及净利润率**


来源：wind，中泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议：

### 盈利预测

#### ■ 假设：

- 1、三花智控传统业务今年受益于下游空调市场景气，订单饱满，我们预计行业景气能延续至今年全年。2017 年-2018 年预计能实现 10.8 亿、12.76 亿净利润，分别给予 28 倍、25 倍的 PE。
- 2、三花汽零的下游新能源汽车行业景气，对热管理系统的要求更高，公司是热管理系统零部件龙头企业，是特斯拉的供应商，未来有望随着特

斯拉量产，实现业绩高速增长，并且成长空间广阔，我们认为，给予三花汽零 35 倍 PE。

**图表 23：采用分部估值**

	2017	2018	2019
传统业务 (亿元)	10.795	12.759	15.256
相对估值 (倍)	28	25	25
三花汽零 (亿元)	1.83	3.12	4.01
相对估值 (倍)	35	35	35
合计净利润 (亿元)	12.63	15.88	19.27
净利润增速		26%	21%
当前市值 (预估)	339.25		
当前市值对应 PE	26.86	21.36	17.61
分部估值后市值	366.43	428.34	521.79
分部估值后对应 PE	29.02	26.97	27.08

来源：wind, 中泰证券研究所

注意：当前市值为考虑收购三花汽零并表后预估值，未来配套融资的价格及股份数量存在不确定性，可能会有偏差。

- **投资建议：**不考虑拟注入资产三花汽零，我们预计公司原业务 2017-2019 年分别实现归母净利润 10.79、12.75、15.25 亿，同比分别增长 25.9%、18.2%、19.6%，对应 EPS 0.60、0.71、0.85 元，对应 PE 分别为 25.4、21.5、18.0 倍。（若考虑三花汽零 2017-2018 年净利润 1.83 亿、3.12 亿，收购完成后备考市值预计 340 亿左右（不确定配套融资股份数量及价格），2017-2018 对应估值 26.8、21.36 倍），首次覆盖，目标价 17.28~20.2 元，给予“买入”评级。

## 风险提示：

- 下游需求下滑：公司下游细分市场包括家电、汽车及新能源汽车，产品销售受到下游需求的影响。国内新能源汽车政策也将影响行业的发展，从而影响到产品销量。
- 汇率波动风险：公司有大部分业务出口海外，汇率波动会影响产品销售及涉及汇率受益及损失
- 原材料价格波动风险

**图表 24：三花汽零及三花智控可比上市公司估值（wind 一致预期）（市值：亿元，股价：元）**

汽车零部件可比上市公司				EPS			PE		
代码	简称	市值	股价	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002126.SZ	银轮股份	70.52	9.65	0.44	0.55	0.68	21.80	17.66	14.19
002239.SZ	奥特佳	133.08	4.21	0.18	0.21	0.25	23.56	19.90	16.58
002454.SZ	松芝股份	52.58	12.36	0.74	0.88	1.04	16.69	14.04	11.85
002664.SZ	信质电机	111.13	28.00	0.70	0.84	1.01	40.21	33.44	27.66
300375.SZ	鹏翎股份	36.32	19.55	0.99	1.18	1.42	19.74	16.56	13.80
603158.SH	腾龙股份	46.63	21.40	0.66	0.79	0.96	32.20	27.18	22.36
603009.SH	北特科技	52.42	40.80	0.53	0.63	0.71	76.52	65.25	57.08
002536.SZ	西泵股份	40.99	12.22	0.48	0.65	0.85	25.27	18.69	14.44
002662.SZ	京威股份	108.30	7.20	0.51	0.59	0.64	14.08	12.26	11.22
300432.SZ	富临精工	121.12	24.06	0.99	1.24	1.43	24.41	19.46	16.79
平均值							29.45	24.44	20.60

三花智控主业可比上市公司				EPS			PE		
代码	简称	市值	股价	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
000404.SZ	华意压缩	52.76	7.61	0.41	0.48	0.58	18.58	15.80	13.17
002011.SZ	盾安环境	103.00	11.36	0.12	0.17	0.25	91.17	67.30	46.05
002418.SZ	康盛股份	105.80	9.31	0.23	0.29		40.48	32.10	
300342.SZ	天银机电	66.71	15.39	0.55	0.73	0.95	28.15	21.12	16.13
平均值							44.59	34.08	25.12

来源：wind，中泰证券研究所



图表 25：公司财务预测

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,160.8	6,769.2	8,163.9	9,432.8	10,962.0	成长性					
减：营业成本	4,404.5	4,754.1	5,614.0	6,461.1	7,499.1	营业收入增长率	5.8%	9.9%	20.6%	15.5%	16.2%
营业税费	38.2	79.3	89.0	94.3	108.5	营业利润增长率	17.5%	34.6%	31.4%	16.5%	18.7%
销售费用	321.1	357.3	426.2	493.3	572.8	净利润增长率	24.1%	41.6%	25.9%	16.6%	17.7%
管理费用	668.7	709.4	800.1	922.5	1,073.2	EBITDA增长率	2.4%	13.9%	37.3%	14.6%	16.5%
财务费用	22.1	-92.3	9.9	7.7	3.8	EBIT增长率	0.9%	17.4%	47.2%	16.2%	18.3%
资产减值损失	13.4	74.0	24.0	49.0	36.5	NOPLAT增长率	5.3%	18.9%	47.5%	16.3%	18.2%
加：公允价值变动收益	2.7	4.5	0.8	-0.8	0.2	投资资本增长率	15.6%	-3.8%	9.6%	7.8%	6.4%
投资和汇兑收益	-7.6	33.8	15.0	13.7	14.4	净资产增长率	32.0%	14.5%	14.6%	12.2%	12.0%
营业利润	688.0	925.7	1,216.6	1,417.8	1,682.8	利润率					
加：营业外净收支	40.4	93.1	61.6	72.8	71.9	毛利率	28.5%	29.8%	31.2%	31.5%	31.6%
利润总额	728.4	1,018.8	1,278.2	1,490.6	1,754.7	营业利润率	11.2%	13.7%	14.9%	15.0%	15.4%
减：所得税	120.0	157.0	194.3	225.8	266.7	净利率	9.8%	12.7%	13.2%	13.3%	13.5%
净利润	605.4	857.5	1,079.5	1,258.9	1,481.2	EBITDA/营业收入	15.4%	15.9%	18.1%	18.0%	18.0%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	11.5%	12.3%	15.0%	15.1%	15.4%
货币资金	1,159.8	1,469.1	1,796.0	2,169.5	2,521.3	运营效率					
交易性金融资产	0.2	1.5	0.6	0.8	1.0	固定资产周转天数	118	114	94	78	64
应收账款	1,159.2	1,234.7	1,441.2	1,703.1	2,024.0	流动资产周转天数	129	121	107	113	113
应收票据	1,235.1	1,250.9	1,751.6	1,759.5	2,308.6	流动资本周转天数	286	287	271	278	278
预付账款	23.2	37.8	31.3	42.8	48.8	应收账款周转天数	64	64	59	60	61
存货	1,184.6	1,204.3	1,290.8	1,760.3	1,781.0	存货周转天数	68	64	55	58	58
其他流动资产	495.5	347.7	421.6	401.0	411.3	总资产周转天数	440	437	394	381	363
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	269	257	219	206	190
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4.5	4.3	4.2	4.0	3.8	ROE	13.0%	16.1%	17.7%	18.4%	19.3%
投资性房地产	12.1	11.8	10.3	8.8	7.3	ROA	7.6%	10.3%	11.4%	12.1%	12.8%
固定资产	2,094.6	2,184.7	2,091.3	2,002.8	1,917.3	ROIC	13.9%	14.3%	21.9%	23.2%	25.5%
在建工程	191.9	183.3	183.3	183.3	183.3	费用率					
无形资产	397.6	369.7	359.7	349.1	335.1	销售费用率	5.2%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%
其他非流动资产	81.2	98.8	86.3	88.5	83.1	管理费用率	10.9%	10.5%	9.8%	9.8%	9.8%
资产总额	8,039.5	8,398.6	9,468.2	10,473.5	11,625.7	财务费用率	0.4%	-1.4%	0.1%	0.1%	0.0%
短期债务	646.1	298.7	534.4	572.7	444.5	三费/营业收入	16.4%	14.4%	15.1%	15.1%	15.0%
应付账款	803.3	983.0	1,115.9	1,276.2	1,522.5	偿债能力					
应付票据	568.6	664.9	800.9	880.8	1,074.2	资产负债率	41.7%	36.1%	35.0%	34.1%	33.5%
其他流动负债	489.0	633.6	685.0	663.6	677.3	权益比率	71.5%	56.5%	53.9%	51.8%	50.5%
长期借款	660.9	272.9	-	-	-	流动比率	2.10	2.15	2.15	2.31	2.45
其他非流动负债	183.9	179.1	181.5	180.3	180.9	速动比率	1.62	1.68	1.74	1.79	1.97
负债总额	3,351.9	3,032.2	3,317.8	3,573.7	3,899.4	利息保障倍数	32.18	-9.03	124.17	185.44	448.58
少数股东权益	35.6	43.8	47.9	53.7	60.4	分红指标					
股本	1,801.5	1,801.5	1,801.5	1,801.5	1,801.5	EPS (元)	0.10	0.30	0.18	0.29	0.37
留存收益	2,869.6	3,545.3	4,301.0	5,044.6	5,864.5	分红比率	29.8%	63.0%	30.0%	40.9%	44.7%
股东权益	4,687.6	5,366.4	6,150.4	6,899.8	7,726.3	股息收益率	0.7%	2.0%	1.2%	1.9%	2.4%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	608.4	861.8	1,079.5	1,258.9	1,481.2	EPS (元)	0.34	0.48	0.60	0.70	0.82
加：折旧和摊销	240.4	248.0	253.4	270.0	288.6	BVPS (元)	2.58	2.95	3.39	3.80	4.26
资产减值准备	13.4	74.0	-	-	-	PE (X)	45.3	32.0	25.4	21.8	18.5
公允价值变动损失	-2.7	-4.5	0.8	-0.8	0.2	PB (X)	5.9	5.2	4.5	4.0	3.6
财务费用	72.2	35.2	9.9	7.7	3.8	P/FCF	-2,621.3	54.2	45.2	31.1	27.5
投资收益	7.6	-33.8	-15.0	-13.7	-14.4	P/S	4.5	4.1	3.4	2.9	2.5
少数股东损益	2.9	4.4	4.4	5.9	6.8	EV/EBITDA	20.6	17.9	17.9	15.5	13.0
营运资金的变动	-452.5	234.3	-547.7	-503.5	-452.6	CAGR (%)	27.6%	20.0%	30.4%	27.6%	20.0%
经营活动产生现金流	819.1	1,310.2	785.3	1,024.5	1,313.6	PEG	1.6	1.6	0.8	0.8	0.9
投资活动产生现金流	-331.8	-66.8	-131.6	-156.2	-173.5	ROIC/WACC	1.4	1.4	2.1	2.3	2.5
融资活动产生现金流	82.8	-835.8	-326.7	-494.9	-788.4	REP	2.9	2.9	2.4	2.1	1.7

来源：wind，中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		