

公司研究/调研报告

2017年05月21日

家用电器/材料和零部件 II

投资评级: 买入 (维持评级)

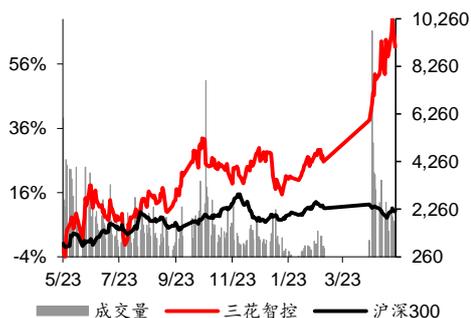
当前价格(元): 13.51
合理价格区间(元): 18.27~18.71

张立聪 执业证书编号: S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

相关研究

- 1 《三花智控(002050,买入): 空调景气回升, 上游龙头受益》 2017.05
- 2 《三花智控(002050,买入): 资产注入, 以特斯拉的名义》 2017.04
- 3 《三花股份(002050):Q3 业绩增长 51%, 设立新能源并购基金》 2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

铸就汽车部件中的“特斯拉”品牌

三花智控(002050)

汽零实力雄厚, 家电主业有望超预期

近日, 我们调研了三花智控, 与公司领导进行了深入交流。即将注入的三花汽零已成为热管理系统中的全球标杆企业, 2016年, 其汽车空调膨胀阀全球市占率超过 16%。三花家电主业受益于空调行业回暖及微通道产能的逐步释放, Q2 业绩有望超预期增长。

卡位热管理系统, 打造新能源车件中的“特斯拉”

汽车热管理系统产品的价值占比整车价值的 8%~10%, 利润空间较大。三花汽零定位于汽车热管理系统, 已成为该领域内全球标杆企业: 2016年, 其汽车空调膨胀阀的全球市占率超过 16%。三花汽零作为全球为数不多的可以同时生产汽车换热部件和控制部件的企业, 实力雄厚, 鲜有同水平的竞争对手。我们预计, 随着 2017 年特斯拉 Model 3 的放量以及新能源汽车行业的发展, 三花汽零的业绩有望持续提升。

享空调行业回暖红利, Q2 业绩料有惊喜

受益国内空调行业补库存, 三花 2017Q1 业绩 YoY+31%, 2017Q2 制冷配件的订单数量明显上升, 产品供不应求。目前, 公司的四通阀、电子膨胀阀、冰箱电磁阀、截止阀的全球市占率分别为 59%、49%、40%、35%, 均位列世界第一。同时, 公司提升电子膨胀阀等高毛利、高附加值产品的销量占比。我们预计, 三花智控作为全球制冷配件的龙头企业, 受益于空调行业回暖与产品结构优化, 2017Q2 业绩将超预期。

微通道替代优势显著, 产能扩充助力成长

相较于传统铜管换热器, 微通道换热器能效高 30%以上, 成本仅为传统换热器的 3/4 左右, 替代优势显著。根据产业在线数据, 2016 年微通道换热器在全球空调行业的渗透率仅为 6.4%, 产品未来发展空间广阔。目前, 三花微通道换热器全球市场份额已达 40%, 位列世界第一。2013 年以来, 公司微通道产能利用率逐渐上升至 100%, 产销率为 90%左右。2017 年, 随着杭州和墨西哥生产基地的完成, 公司将新增微通道产能 230 万台, 该项业务业绩有望持续提升。

业绩高增长有望持续, 维持“买入”评级

我们预期三花的家电主业继续向好, 即将注入的汽零业务也将带来新的业绩看点。预计公司原有业务 2017 年合计贡献利润 11.11 亿元, 给予 25 倍 PE 估值, 对应市值 278 亿元; 按三花汽零 2017 年的承诺业绩 1.69 亿元, 给予 30~35 倍估值, 对应市值 51~59 亿元。合计目标市值 329~337 亿元。按当前股本对应目标价 18.27~18.71 元 (未考虑增发), 维持“买入”评级。

风险提示: 制冷家电行业销售不及预期, 特斯拉汽车销量不及预期, 微通道产能扩充项目的建设进度不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,801
流通 A 股 (百万股)	1,564
52 周内股价区间 (元)	8.33-14.24
总市值 (百万元)	24,338
总资产 (百万元)	8,666
每股净资产 (元)	3.06

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6,161	6,769	8,813	10,785	12,961
+/-%	(6.09)	9.88	30.20	22.37	20.17
归属母公司净利润 (百万元)	605.41	857.46	1,100	1,416	1,706
+/-%	8.00	41.63	28.28	28.77	20.44
EPS (元, 最新摊薄)	0.34	0.48	0.61	0.79	0.95
PE (倍)	40.20	28.38	22.13	17.18	14.27

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司简介

- 公司上市以来，主业持续发展，做了多次资产注入。销售额和利润都翻了 20 多倍。目前，可以说空调里面的零部件，除了压缩机，三花智控都能做。
- 2016 年开始，三花智控下设有 5 个事业部：家用制冷事业部（4P 以下的空调零部件）、商用制冷事业部（4P 以上的空调零部件）、亚威科事业部（80% 的业务都集中在洗碗机，包括洗涤泵、水软化系统、皂液分配器）、微通道事业部（新型换热器，能效比现有产品提高 30% 以上，冷媒的冲注量减少一半，铝代铜节约了成本）和变频控制器事业部。

Q&A

汽车零部件

Q：三花为何进入汽车零部件领域？

- 传统业务市场空间太小。从 2006 年开始，我们看到传统业务增长放缓了，就开始进入汽车领域。汽车市场空间更大，新能源汽车又在颠覆式发展，因此我们把进入汽车市场作为战略决策。当时我们看到新能源车对传统车的替代势不可挡。新能源车在很多方面都超越传统车，新能源车续航里程只要能达到 400 公里，替代传统车的概率很大。
- 三花向传统汽车出货的零部件包括三类：热力膨胀器，储液器，调温阀。前两个用于汽车空调，后一个用于变速箱。3 个产品单价合计 100~200 元。
- 当前我们对汽车零部件业务的重点定位点为新能源汽车的热管理系统。新能源车中，热管理系统的价值占比达到整车的 8%~10%。单台特斯拉 Model3 的全部热管理系统货值要达到 3000 美元。包括：空调+压缩机（1000+美元）、电池热管理（直接影响续航里程）、智能驾驶热管理（GPU 发热量大）和冷机。
- 冷却系统形态包括三类：水回路，油回路和冷媒回路。
- 一个家用电子膨胀阀的单价几十块钱，一个车用电子膨胀阀的单价几百块钱，利润率非常高。

Q：三花如何看待新能源汽车产业未来的发展？

- 我们认为混动车是过渡产品，在这一领域也无法发挥我们的优势。
- 电池方案上，三花看好锂电池，不看好氢电池，因为后者不够成熟。
- 乘用车的技术含量比大巴车高。我们的订单主要来自乘用车。
- 电动车的趋势：实现零控制，故障自动检测，软件自动升级，不进 4S 店。
- 用热泵的新能源车还很少。

Q：新能源汽车产业的发展会给企业带来怎样的影响？

- 新能源车如果起量，首先失业的是发动机厂、变速箱厂（变速箱比传统车简单很多）。

Q：三花汽车零部件业务目前的市场地位如何？

- 所有的新能源车都已经在用我们的零部件。
- 三花的优势：同时能做换热部件+控制部件。很多企业只能做其中一项，而二者的参数匹配要求很高。
- 三花已经成为全球新能源车热管理系统的标杆企业。

Q：汽车零部件业务的竞争对手有哪些？

- 汽车领域的一个重要竞争对手还是日本的不二工机（空调业务的老对手）。
- 日系车的供应链体系比较封闭，但是三花有望获得更高的份额。
- 日元贬值之后，日企的价格还是比三花高，毛利率比三花低。

Q：公司公告中，调温阀的增速预测为何波动很大？

- 调温阀主要用在自动变速箱中，调节机油的温度。很多大车厂从去年开始将其作为标

配，所以增速较快。

Q: 新能源汽车空调的研发情况？

- 还在研发，产品也有出。但是新能源车的空调系统和传统汽车不同，新能源车最理想的是用热泵系统，这也是一个大的难题。而新能源车要发展成熟还需要大量测试，我们认为至少需要 2-3 年时间。

家用制冷

Q: 2016 年空调行业景气度下行，公司业绩为什么还能保持高增长？

- 电子膨胀阀这种高毛利、高附加值的产品的占比在提升，公司主营结构不断优化。
- 国外收入的占比提升到 60%，订单质量好。
- 2017 年下半年的空调景气可能会下行，但我们的产品结构会持续调整优化。

Q: 海外市场的增长动力有哪些？

- 各个市场的增长动力不同，不能一概而论。比如韩国市场，据说从 2018 年开始都要用变频空调，所以电子膨胀阀的出口在韩国非常快。

Q: 空调整机厂是否会成为公司制冷业务的竞争对手？

- 与整机厂相比，三花具有规模化生产优势。我们的生产更加专业化，自动化程度高。

Q: 2017 年 Q2 的订单状况如何？海外市场订单增长的发展趋势如何？

- 公司 2017Q2 制冷配件的订单数量明显上升，产品供不应求，正在与客户商议提价事宜。
- 海外市场虽然没有国内市场火爆，但也实现了自然增长。

Q: 目前公司各类产品的全球市占率分别是多少？

- 截止阀：35%（全球第一）
- 四通阀：59%（全球第一）
- 电子膨胀阀：49%（全球第一）
- 冰箱电磁阀：40%（全球第一）
- 微通道换热器：40%（全球第一）
- 没有排到全球第一的品类：单向阀、管路件、储液罐、变频控制器

Q: 2016 年，制冷零部件按产品形态划分，收入分别有多少？

- 截止阀为 6~7 亿元；
- 四通阀为 10 亿元左右；
- 电子膨胀阀为 7~8 亿元；
- 其他管路件等为 3~4 亿元；
- 我们的产品主要用在空调，冰箱用的少。
- 如果零部件都用三花的产品，三花对单台 1.5P 空调的出货值约 100+元。

Q: 电子膨胀阀的市场空间可以有多大？

- 以空调 1.2 亿台出货量计算，电子膨胀阀的市场空间可以做到 1.4 亿只以上，这主要是由于电子膨胀阀还可用于冰箱、热泵热水器、汽车等。
- 四通阀与电子膨胀阀的区别：四通阀实现冷暖控制，电子膨胀阀控制制冷剂的量。
- 目前在空调中，电子膨胀阀的使用量约 4 千万只，有 3 倍空间；三花出货量为 2 千万只。

商用制冷

Q: 商用制冷业务的市场空间有多大?

- 三花估计自己最终可以做到 200 亿规模，增长主要来自于对出口的替代。
- 这部分业务的收入在未来至少会有 30% 以上的增速。
- 商用空调的业务与家用空调业务的区别：商用空调定制化程度高，小批量。

Q: 公司商用空调业务的收入增速是多少?

- 2016 年商用空调业务的收入增速在 30% 以上。

微通道

Q: 微通道为什么以出口为主，内销比较少?

- 国内整机厂都希望核心部件由自己来做，以前用的是铜管翅片式，现在用的是铜管+铝翅片。
- 我们测算过，3P 以下的空调，微通道的价格优势不明显（使用铝材的量少）。北美的房子比较大，通常使用大功率空调，用微通道更划算。
- 中国有酸雨，室外机如果使用微通道，其耐腐蚀性没有经受过检验。

Q: 微通道为什么以前只能用在车用空调?

- 因为以前只能做到单冷。后来我们解决了这个问题。

其他

Q: 成本方面受原材料价格影响的程度是多大?

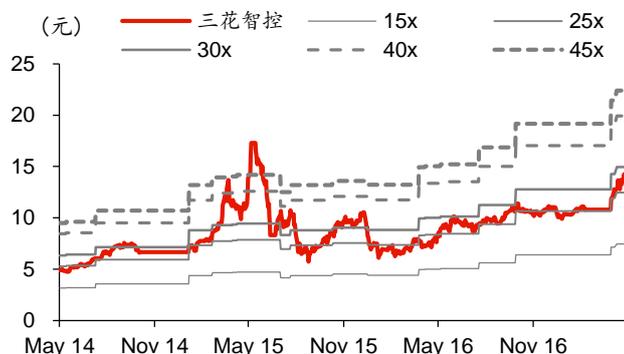
- 成本方面的影响因素一个是原材料，一个是生产单位。原材料价格相对来说还是比较稳定的，一直维持在低位，稍有涨价。而我们 80% 以上的订单价格都是每月一议，所以原材料价格波动的影响不大。

Q: 三花与国内客户关系如何?

现在的新能源车绝对数量都很小。客户会投入研发费用，因此供应商与客户的关系基本都是独家供货。

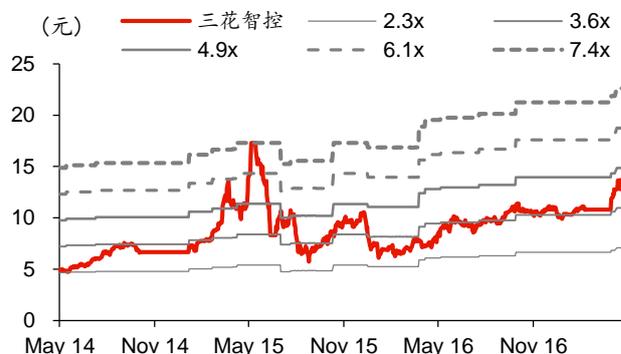
PE/PB - Bands

图表1: 三花智控历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 三花智控历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,258	5,546	7,037	8,759	10,970
现金	1,160	1,469	1,671	2,335	3,348
应收账款	1,084	1,160	1,510	1,856	2,226
其他应收账款	74.85	74.63	108.41	127.84	153.79
预付账款	23.23	37.81	39.38	49.92	61.06
存货	1,185	1,204	1,605	1,926	2,318
其他流动资产	1,731	1,600	2,103	2,464	2,863
非流动资产	2,782	2,853	2,568	2,287	2,001
长期投资	4.50	4.34	4.46	4.42	4.42
固定投资	2,095	2,185	2,062	1,883	1,679
无形资产	397.60	369.67	317.51	266.24	213.65
其他非流动资产	285.21	293.86	184.68	133.11	103.74
资产总计	8,039	8,399	9,605	11,047	12,970
流动负债	2,507	2,580	3,285	3,520	4,027
短期借款	646.05	298.73	626.82	472.05	462.35
应付账款	733.24	911.72	1,110	1,349	1,639
其他流动负债	1,128	1,370	1,548	1,698	1,926
非流动负债	844.79	452.00	389.24	302.79	173.67
长期借款	660.86	272.94	198.89	118.12	(11.61)
其他非流动负债	183.93	179.06	190.35	184.68	185.28
负债合计	3,352	3,032	3,674	3,823	4,201
少数股东权益	35.64	43.79	48.68	55.37	63.38
股本	1,801	1,801	1,801	1,801	1,801
资本公积	460.63	459.08	459.08	459.08	459.08
留存公积	2,409	3,086	3,622	4,906	6,442
归属母公司股	4,652	5,323	5,882	7,169	8,706
负债和股东权益	8,039	8,399	9,605	11,047	12,970

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	819.13	1,310	530.50	997.99	1,222
净利润	608.35	861.82	1,105	1,423	1,714
折旧摊销	240.45	248.00	253.41	258.62	262.18
财务费用	22.07	(92.32)	16.19	(1.32)	(50.40)
投资损失	7.58	(33.81)	(17.21)	(18.61)	(20.68)
营运资金变动	(113.41)	166.13	(851.26)	(707.85)	(732.83)
其他经营现金	54.10	160.41	24.54	44.07	49.74
投资活动现金	(331.79)	(66.78)	33.38	35.20	38.27
资本支出	339.73	320.85	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.51	(0.17)	0.00
其他投资现金	7.94	254.07	33.88	35.03	38.28
筹资活动现金	82.84	(835.83)	(361.93)	(369.38)	(247.52)
短期借款	(343.27)	(347.32)	328.09	(154.76)	(9.70)
长期借款	513.40	(387.93)	(74.05)	(80.77)	(129.72)
普通股增加	1,028	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(641.13)	(1.55)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(474.47)	(99.03)	(615.97)	(133.84)	(108.09)
现金净增加额	585.07	402.53	201.95	663.82	1,013

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,161	6,769	8,813	10,785	12,961
营业成本	4,404	4,754	6,092	7,382	8,900
营业税金及附加	38.24	79.29	76.94	100.35	123.31
营业费用	321.10	357.34	458.30	550.05	660.99
管理费用	668.73	709.40	925.41	1,132	1,361
财务费用	22.07	(92.32)	16.19	(1.32)	(50.40)
资产减值损失	13.36	74.02	45.82	49.81	52.52
公允价值变动收益	2.69	4.48	0.04	1.96	1.74
投资净收益	(7.58)	33.81	17.21	18.61	20.68
营业利润	687.95	925.70	1,216	1,592	1,936
营业外收入	68.35	99.34	100.00	100.00	100.00
营业外支出	27.93	6.25	10.00	10.00	10.00
利润总额	728.37	1,019	1,306	1,682	2,026
所得税	120.02	156.97	201.22	259.19	312.15
净利润	608.35	861.82	1,105	1,423	1,714
少数股东损益	2.95	4.37	4.89	6.69	8.01
归属母公司净利润	605.41	857.46	1,100	1,416	1,706
EBITDA	950.47	1,081	1,486	1,850	2,148
EPS (元)	0.34	0.48	0.61	0.79	0.95

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(6.09)	9.88	30.20	22.37	20.17
营业利润	2.91	34.56	31.36	30.94	21.59
归属母公司净利润	8.00	41.63	28.28	28.77	20.44
获利能力 (%)					
毛利率	28.51	29.77	30.88	31.55	31.33
净利率	9.83	12.67	12.48	13.13	13.16
ROE	13.01	16.11	18.70	19.76	19.59
ROIC	11.66	14.41	19.09	23.06	25.58
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.69	36.10	38.25	34.60	32.39
净负债比率 (%)	43.81	30.71	30.61	23.19	18.06
流动比率	2.10	2.15	2.14	2.49	2.72
速动比率	1.61	1.65	1.63	1.91	2.12
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.82	0.98	1.04	1.08
应收账款周转率	5.45	5.70	6.23	6.06	6.00
应付账款周转率	5.49	5.78	6.03	6.00	5.96
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.48	0.61	0.79	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.73	0.29	0.55	0.68
每股净资产(最新摊薄)	2.58	2.95	3.27	3.98	4.83
估值比率					
PE (倍)	40.20	28.38	22.13	17.18	14.27
PB (倍)	5.23	4.57	4.14	3.40	2.80
EV_EBITDA (倍)	25.06	22.03	16.04	12.88	11.09

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com