

浙江三花智能控制股份有限公司
2020 年可转换公司债券
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。


本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。


中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【1158】号 01

分析师

姓名：
田珊、张倩
电话：
021-51035670

邮箱：
tiansh@cspengyuan.com

评级日期：
2020年11月2日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

浙江三花智能控制股份有限公司 2020年可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：30亿元

评级展望：稳定

债券期限：6年

债券偿还方式：未转股部分每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，同时设置债券赎回和回售条款

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对浙江三花智能控制股份有限公司（以下简称“三花智控”或“公司”，证券代码为 002050.SZ）本次拟发行总额 30 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了债务安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到变频家用空调与新能源汽车发展前景较好；规模优势与技术优势有望继续维持公司制冷空调电器零部件板块业务平稳运营；公司客户资质优质，合作关系稳定；经营效益逐年增加，回款表现较佳。同时中证鹏元也关注到，公司汽车零部件板块可能存在经营效益下滑风险；募投项目可能存在效益不及预期风险以及债务期限结构性欠佳等风险因素。

正面：

- 变频家用空调与新能源汽车发展前景较好。随着国家对空调能效标准的修订，提高了能效考核标准，变频空调渗透率有望进一步提高；新能源汽车随着政策托底、成本优化与性能改善，未来发展前景广阔，公司是细分领域的头部企业，有望在行业发展中受益。
- 规模优势与技术优势有望继续对公司制冷空调电器零部件板块业务发展形成支撑。公司核心的制冷空调电器零部件销售规模均位居世界前列，市场占有率较高，规模效应明显，具备成本优势；2019 年末公司已获国内外专利授权 1,957 项，其中发明专利授权 918 项，技术优势明显，规模优势与成本优势有望对公司经营形成支撑。

- **公司客户资质优质，合作关系稳定。**公司制冷空调电器零部件板块客户主要为如格力、美的、LG 等国内外龙头客户；汽车零部件客户主要为国际知名大型车企，经营实力均相对较强，客户资质相对优质，且公司与其合作关系稳定，有助于保障公司经营安全。
- **公司经营效益逐年增加，回款表现较佳。**近三年公司营业收入与净利润逐年增加，复合增长率分别为 8.54% 与 7.06%；公司收现比表现较佳，经营活动现金流持续净流入且规模不断扩大，2019 年净流入规模增至 19 亿元。

关注：

- **汽车零部件板块可能存在经营效益下滑风险。**近年公司积极拓展新能源汽车领域，但目前该行业尚处于资本扩张期与技术更新期，竞争格局尚未稳定，若公司核心客户技术更迭落后或陷入财务困境，其可能出现经营效益出现下滑，进而可能会影响公司经营业绩表现。
- **募投项目可能存在效益不及预期风险。**本期债券募投项目为年产 6,500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产 5,050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目，新增产能规模较大，若未来下游市场需求与预期出现较大偏差，可能导致项目收益现金流入情况不及预期，进而会对公司财务与经营形成较大负担。
- **公司债务期限结构性欠佳。**截至 2019 年末，公司有息债务规模为 31.34 亿元，其中短期有息债务为 26.49 亿元，有息债务结构主要集中在短期，结构欠佳。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,610,652.49	1,479,019.02	1,393,217.25	1,234,796.66
归属于母公司所有者权益	960,972.94	929,163.29	861,484.46	787,536.73
有息债务	-	313,399.70	297,796.29	237,909.36
资产负债率	39.77%	36.68%	37.55%	35.82%
流动比率	2.58	2.13	2.02	2.34
速动比率	2.13	1.67	1.60	1.84
营业收入	859,321.60	1,128,748.94	1,083,599.07	958,124.38
营业利润	127,559.37	166,398.93	154,632.35	147,229.36
净利润	109,782.31	143,381.50	131,130.72	125,088.05
综合毛利率	28.69%	29.60%	28.59%	31.23%
总资产回报率	-	11.96%	12.09%	14.57%
EBITDA	-	208,868.91	189,995.20	180,464.98

EBITDA 利息保障倍数	-	38.64	38.27	51.72
经营活动现金流净额	157,020.91	190,016.36	128,759.55	64,872.26

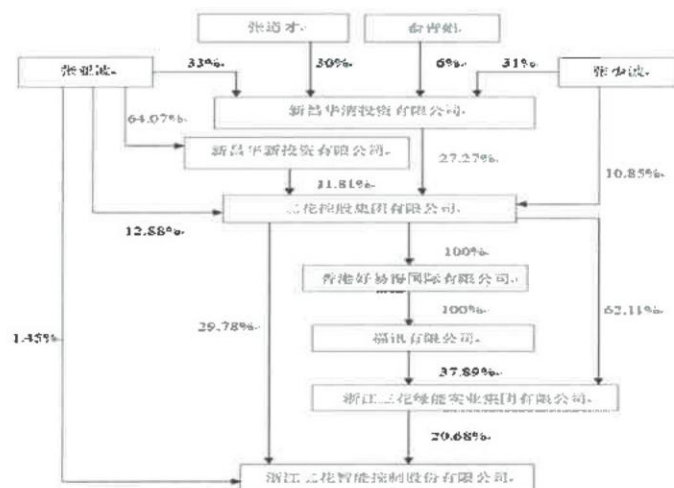
资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为中日合资企业三花不二工机有限公司(以下简称“三花不二工机”),于1994年9月10日由中国浙江省新昌制冷配件总厂(三花集团前身)与日本国株式会社不二工机制作所、日本国三菱商事株式会社和日本国东方贸易株式会社等三家日本企业共同出资设立;经三次股权转让后,日方持股低于总股本的25%,三花不二工机的企业性质于2001年9月27日由中日合资经营企业转变为内资有限责任公司。三花不二工机的全体股东作为发起人,以三花不二工机截止2001年9月30日经审计的全部8,300万元净资产为基础,以各自持有的三花不二工机的股权比例所对应的净资产作为出资,按1:1的比例折合为股份,整体变更为股份有限公司,注册资本8,300万元。

2005年经中国证监会证监发行字[2005]19号文核准,公司发行人民币普通股3,000万股。截至2020年9月末,公司股本为35.92亿元,其中控股股东为三花控股集团有限公司,控股股东通过直接与间接持有公司股份比例为50.46%,其中质押股份数量为2.4亿股,实际控制人为张道才、张亚波与张少波(三者系一致行动人)。

图1 截至2020年9月末公司产权及控制关系



资料来源:公司提供,中证鹏元整理

公司主要从事制冷空调电器零部件与汽车零部件研发、生产和销售,截至2020年6月末,纳入公司合并报表范围的子公司情况见附录二。

二、本期债券概况

债券名称：浙江三花智能控制股份有限公司2020年可转换公司债券；

发行总额：30亿元；

债券期限和利率：自发行之日起6年；本次发行可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，将提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司股票交易均价；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一个交易日均价之间的较高者；

债券赎回条款：在本期债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本次发行的可转债转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或者未转股余额不足 3,000.00 万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

债券回售条款：在本期债券最后 2 个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后 2 个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权；

若本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。可转债持有人享有

一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利；

向原股东配售的安排：本次发行的可转债向公司原A股股东实行优先配售，原A股股东有权放弃配售权。具体优先配售数量由股东大会授权的董事会及董事会授权人士在发行前根据市场情况确定，并在本次可转债的发行公告中予以披露。原A股股东优先配售后余额部分（含原股东放弃优先配售后部分）采用网下对机构投资者发售和通过深交所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

公司本次发行预计30亿元可转换公司债券，募集资金拟投入以下项目：

表 1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
年产 6,500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目	178,055	148,700	83.51%
年产 5,050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目	78,557	69,800	88.85%
补充流动资金	81,500	81,500	100.00%
合计	338,112	300,000	-

资料来源：公司提供

（一）项目批复情况

公司年产6,500万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产5,050万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目批复情况见下表。

表 2 本期债券募集项目批复情况

项目名称	批复文件	批复单位
年产 5,050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目	《浙江省企业投资项目备案（赋码）信息表》，项目代码为：2020-330624-34-03-171468	新昌县经济和信息化局

资料来源：公司提供

（二）年产6,500万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目

该项目位于浙江省新昌县，将新建生产车间、仓库、动力车间及配套建构筑物，引入国内外先进设备，建成投产后将形成年产 6,500 万套商用制冷空调智能控制元器件的生产能力。项目总投资为 178,055 万元，其中建设投资合计为 167,976 万元，占投资总额的比例为 94.34%，建设周期 6 年，项目拟使用募集资金 148,700 万元。

（三）年产5,050万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目

该项目位于浙江省新昌县，由公司负责实施，采用自主研发的生产工艺和技术，综合

利用现有厂房空余空间，引进阀座加工专机、芯铁加工专机等国际先进设备，同时购置国内性能先进的全自动组装机、综合测试台、自动氦检设备、绝缘耐压测试仪等生产及检测设备，形成年产 5,050 万套高效节能制冷空调控制元器件的生产能力。项目总投资为 78,557 万元，其中建设投资合计为 71,911 万元，占投资总额的比例为 91.54%，建设周期 4 年；该项目拟使用募集资金 69,800 万元。

我们关注到，年产 6,500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产 5,050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目在债券存续期内，募投项目收益现金净流入无法覆盖投资支出，且需关注项目投产后市场需求可能发生变化，若下游市场需求出现下滑，可能导致募投项目收益现金流入情况不及预期。

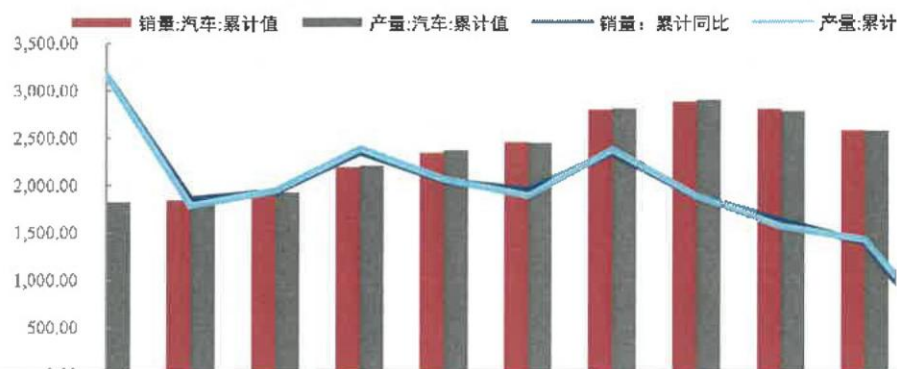
四、运营环境

传统燃油车市场景气度持续下滑，“COVID-19”疫情在全球范围尚未得到有效控制，中美贸易摩擦仍在持续，外部经营环境存在继续恶化的风险

汽车工业作为国民经济重要的支柱产业，其与经济状况、消费市场的景气度密切相关，具备较强的周期性特征。近年来我国经济快速发展，作为我国的支柱产业之一，汽车工业得到了极大的发展，汽车产销量快速增加，销量从 2003 年的 444.37 万辆增长至 2019 年的 2,572.10 万辆，但增速整体呈现不断回落甚至负增长的态势，2018 年和 2019 年汽车销量连续两年负增长，分别同比下滑 2.76% 和 8.20%，其中，乘用车销量分别为 2,370.98 万辆和 2,144.42 万辆，分别同比下滑 4.08% 和 9.56%。受整车市场拖累，2019 年中国汽车零部件行业的主营业务收入为 35,757.70 亿元，同比增长 0.35%，增速较上年下降 3.85 个百分点，利润总额同比下降 8.20%。

受“COVID-19”疫情冲击，2020 年 1-4 月份汽车销量同比下滑 33.40%，对应的国内汽车零部件行业的主营业务收入和利润总额分别同比下降 26.88% 和 65.40%，疫情对汽车产业链冲击力度较大。“COVID-19”疫情在国外肆虐，致使欧洲及北美多数国家停工停产，若未来国外疫情不能有效控制，将对汽车零部件行业造成较大不利影响。此外，中美贸易摩擦仍在持续，日前美国政府对从中国进口的约 2,000 亿美元商品加征 25% 的关税，若中美贸易摩擦继续升级，可能会对汽车零部件企业经营业绩带来更深的负面影响。

图2 近年国内汽车产销量与增速情况（单位：万辆）

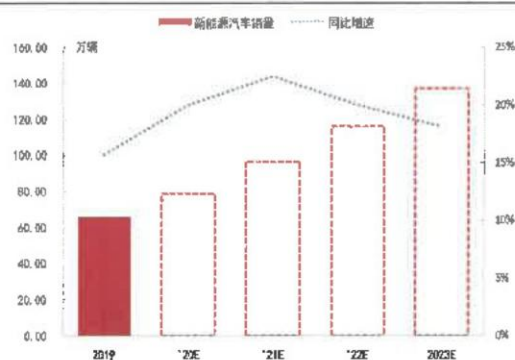


资料来源：Wind，中证鹏元整理

国家政策对新能源汽车行业发展形成支撑，但平价成为主要的制约因素，预计降本增效将驱动行业走向成熟

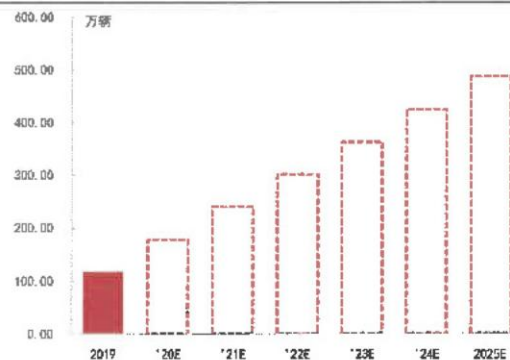
近年中国新能源汽车市场迅速扩容，2018年实现销量129万辆，但2019年销量却同比出现下滑，全年实现销量仅117万台，同比下滑4%，出现明显的下滑，我们认为中国新能源汽车市场销量下滑受多重因素影响，其中消费能力与意愿的削弱系最核心的掣肘因素，但中长期来看，新能源汽车行业仍具备良好的发展前景，国际上目前欧盟对于碳排放监管趋严倒逼大众等企业加大新能源汽车的研发投入，行业技术创新速度将会加快，降本增效具备持续性；从国内来看，国家层面不断完善双积分制度，根据我们测算，若考虑目前积分体系约束以及低油耗燃油车折扣比例，中国新能源汽车2019-2023年销量的GAGR约为16%；另外一方面，从国家目前规划渗透率视角来看，2019年新能源汽车渗透率为4%，目标在2025年渗透率达到20%，据此测算，新能源汽车销量的GAGR约为24%。无论是在双积分条件下还是在目标渗透率条件下，新能源汽车销量均有比较高的增速。

图3 双积分约束下新能源汽车销量



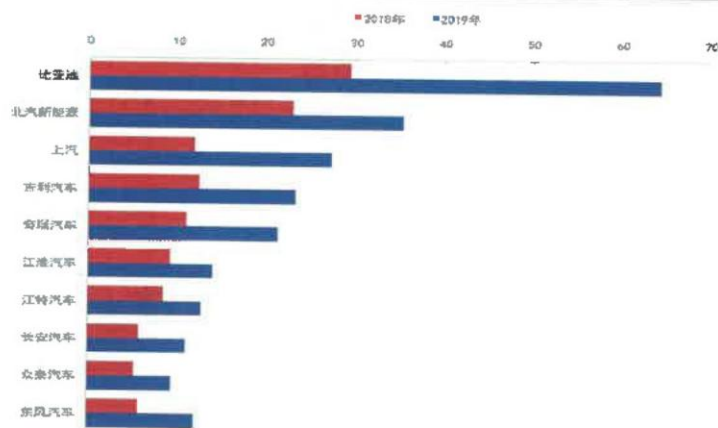
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 目标渗透率下的新能源汽车销量



目前新能源汽车行业最大的问题在于平价与性能，性能方面随着车企研发投入增加，动力电池的续航里程与能量密度持续优化的可能性不断增强，性能对于新能源汽车发展的阻碍最终大概率会消除，平价成为制约行业稳步发展的最大障碍，从目前国内新能源汽车销售价格来看，同款车型中新能源汽车普遍比燃油车售价高几万元，为了实现销售平价，国家层面通过给予财政补贴以降低新能源汽车的销售价格，从近两年补贴收入绝对额来看，2019年补贴金额较上年大幅增加，且补贴收入构成车企盈利的主要来源，若剔除补贴收入，目前车企经营基本处于亏损状态。根据之前补贴政策要求，2020年后补贴政策完全退出，若按照之前政策安排，新能源汽车行业将面临不利的外部环境，根据我们测算，2019年PHEV补贴退坡2万元/辆，BEV的补贴退坡降2-5万元/辆，新能源汽车生产成本下降仅能抵消50%左右的补贴退坡幅度，车企面临较大的经营压力。但因新冠疫情的影响，国家取消之前补贴完全退出的计划，改为逐步退出，2020-2022年每年按照一定比例退坡，比例大概为10%、20%、30%，新补贴政策的退出给予行业充分的发展时间与空间。

图5 2018-2019年新能源汽车企业补贴规模（单位：亿元）

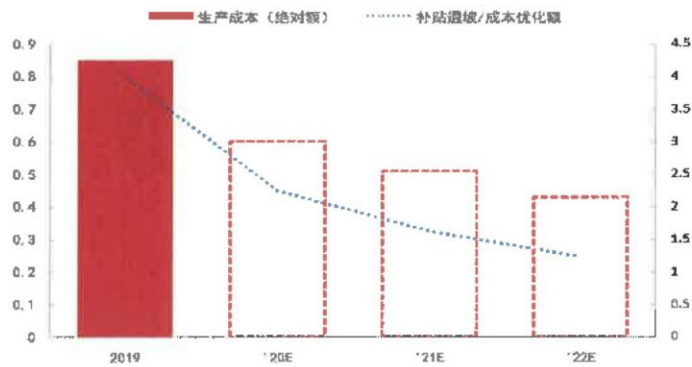


资料来源：Wind，中证鹏元整理

国家补贴仅能解决新能源行业发展的短期问题，补贴政策迟早是面临退出的局面，行业持续健康发展还需依赖自身降本增效以实现销售平价，新能源汽车动力电池系其主要的成本构成，占比约在40%左右，动力电池的成本优化成为行业降本增效的最主要影响因素，近期国内动力电池主要供应商之一的比亚迪新推出刀片电池技术，磷酸铁锂动力电池续航里程与能量密度得到较大程度的优化，如比亚迪“汉”续航里程提升至600KM左右，并且成本优化比例大概在10%左右，宁德时代也推出自身的CTP（Cell To Pack），成本端优化的比例大概为15%左右。根据我们测算，按照目前既定的补贴退坡幅度与可能的成本优化幅度，其中成本优化分为常规优化（持续的工艺改善）与技术革新优化（类似于CTP

技术推出)，新能源汽车行业将逐步摆脱补贴的依赖，转变为内部驱动型发展，新能源汽车的销售单价将逐渐收敛于同款燃油车的销售单价，加上新能源汽车续航里程与动力电池能量密度持续优化，克服“里程焦虑”，新能源汽车行业将具备良好的发展空间与前途。

图 6 补贴退坡与成本优化压力测试

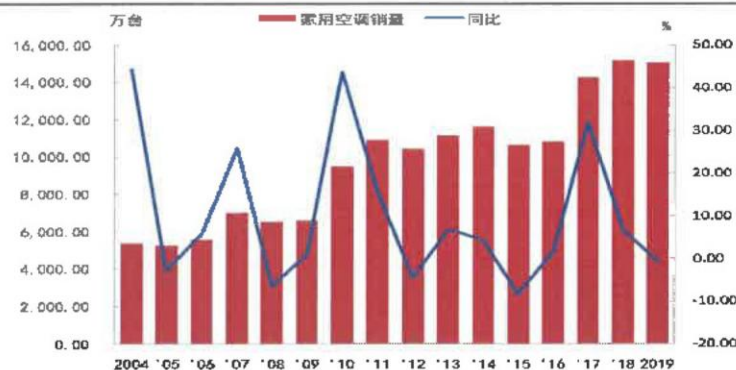


注：2018 年新能源汽车生产成本为基准，设置数值为 1。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

家用空调销售整体进入存量市场时代，但随着新节能政策实施，变频空调销售表现有望持续改善

近年随着居民收入持续提高，城镇化的推进以及房地产市场的发展，中国家用空调销售总体处于扩容的趋势，但随着房地产市场调控逐步收紧以及居民杠杆率的攀升，家用空调销售总量逐步见顶，2019 年全年销量为 1.51 亿台，同比降低 0.74%，未来中证鹏元认为随着城镇化已经进入相对较高的水平，且随着房地产市场调控不断升级，无论在房地产企业运营杠杆率还是销售政策的均表现出明显的严控趋势，房地产土地购置面积亦或是竣工面积均可能出现回落，加上居民目前债务率水平处于相对较高的分位水平，家用空调销售很难出现 2017 年大幅提高的场景，预计家用空调销售将逐步进入存量市场。

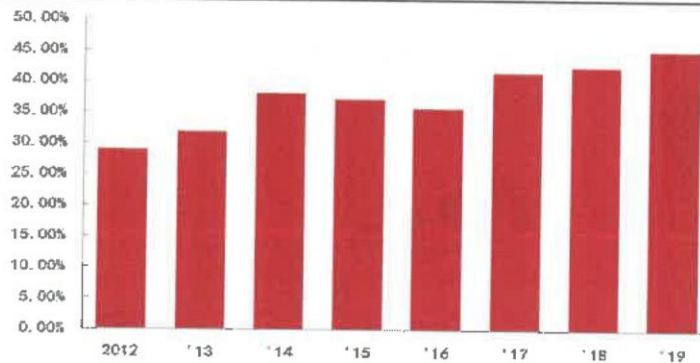
图 7 家用空调销量与增速



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从家用空调销售结构来看，变频空调销售占比总体呈现逐年提高态势，驱动因素主要包括居民节能意识的提高以及国家环保政策，2019年变频空调销售占比达到45%。随着2020年1月国家对将定频房间空调能效国家标准GB12021.3-2010《房间空气调节器能效限定值及能效等级》和变频房间空调能效国家标准GB21455-2013《转速可控型房间空气调节器能效限定值及能效等级》进行了合并修订，统一采用SEER（单冷性空调器）或APF（热泵型空调器）考核空调器的能效水平，不再对定频与变频设定不同考核标准。上述政策的实施有望带动变频空调销售进入快车道，变频空调销售占比有望进一步提高。

图8 家用空调中变频空调销售占比



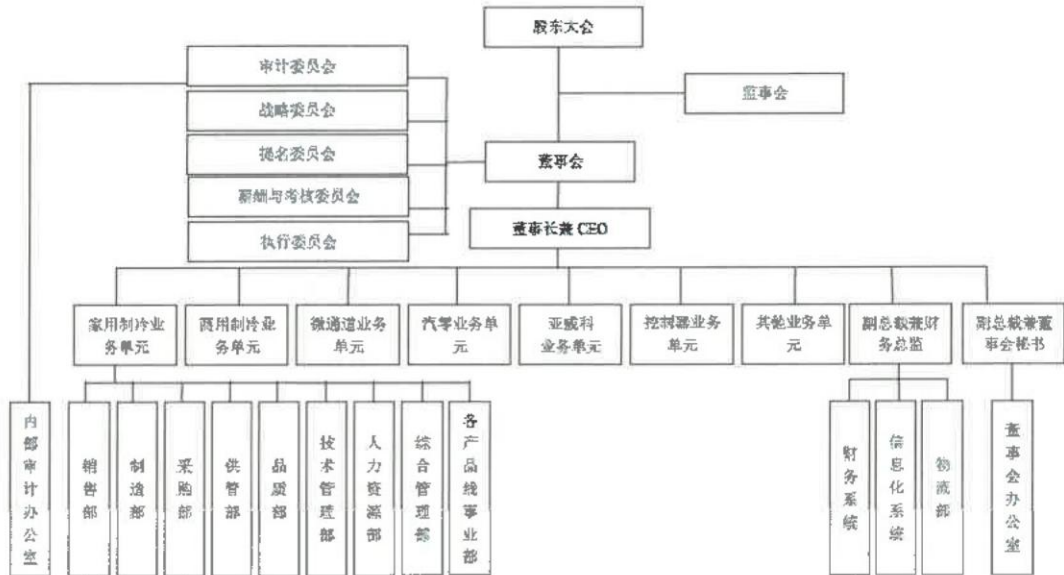
资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司根据《公司法》、《上市公司治理准则》以及中国证监会等有关监管要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构等治理机构的议事规则和决策程序，同时修订并完善了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等公司治理制度。

从组织架构与职责来看，公司设董事会，对股东大会负责，董事会由9名董事组成，设董事长1名，独立董事3名。董事由股东大会选举或更换，任期三年，任期届满可以连任。公司设监事会，监事会由3名监事组成，对公司重大事项、财务状况、董事和高级管理人员的履职情况等进行监督并发表意见。公司CEO负责公司日常经营，各部门职责分工明晰，内控制度明确。

图9 截至2020年6月末公司组织架构图



注：商用制冷、微通道、汽零、亚威科、控制器及其他业务单元下设部门与家用制冷业务单元类似。
资料来源：公司提供

人员方面，截至2020年6月末，公司员工总数为12,636人，从专业类别来看，技术人员与生产人员占比较高，但从学历分布来看，硕士及以上、本科与大专以及其他均有分布，符合制造类企业人员结构特征。

表3 截至2020年6月末公司员工专业和学历结构情况

类别	人数(人)	比例
销售人员	472	3.74%
技术人员	1,327	10.50%
财务人员	223	1.76%
生产人员	8,756	69.29%
行政人员	1,858	14.70%
合计	12,636	100.00%
硕士及以上学历	474	3.75%
本科	1,928	15.26%
大专	2,880	22.79%
中专及以下	7,354	58.20%
合计	12,636	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司主要从事热泵变频控制技术和热管理系统产品的研发和生产，产品的应用场景主要在家用空调与汽车。从近年经营表现来看，公司营业收入呈现持续稳步增长的态势，细分板块来看，制冷空调电器零部件与汽车零部件均保持增长；毛利率方面，近年毛利率略有波动，大体维持在30%左右，盈利表现尚可。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
制冷空调电器零部件	436,794.24	27.56%	963,658.87	29.42%	940,375.88	28.47%	837,085.35	31.29%
汽车零部件	95,023.62	28.91%	165,090.07	30.64%	143,223.19	29.38%	121,039.03	30.83%
合计	531,817.86	27.80%	1,128,748.94	29.60%	1,083,599.07	28.59%	958,124.38	31.23%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表5 公司营业收入区域分布与占比（单位：万元）

项目	2020年6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	247,976.84	46.63%	559,465.18	49.57%	588,183.86	54.28%	490,699.19	51.21%
国外	283,841.02	53.37%	569,283.77	50.43%	495,415.21	45.72%	467,425.19	48.79%
合计	531,817.86	100.00%	1,128,748.94	100.00%	1,083,599.07	100.00%	958,124.38	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）制冷空调电器零部件板块

公司在技术实力与生产规模方面具备相对优势，有助于保障经营平稳

公司从事制冷空调电器零部件时间较长，是国内首批从事该领域企业。公司主要生产销售制冷空调冰箱之元器件及部件，产品包括四通换向阀、电子膨胀阀、微通道换热器、截止阀等，目前主要产品的市场占有率位居全球前列，规模优势明显。得益于规模经济和良好的管理水平，公司生产成本处于较低水平，供货速度与能力较强，成本优势与供货能力形成了维持经营稳健的最核心的竞争力；另外，我们认为公司深耕行业多年，积累较多的技术，2019年末公司已获国内外专利授权1,957项，其中发明专利授权918项，2019年研发投入规模达到了5.32亿元，占营业收入的4.71%¹，持续的研发投入有助于维持公司目前技术领先的地位。总体来看，规模优势以及技术优势将继续保持公司制冷空调电器零部件业务板块的运营平稳性，短期内经营风险较低。

¹ 专利数量与研发投入口径为制冷空调与汽车零部件合并口径。

表 6 公司制冷空调电器零部件板块主要收入构成情况（单位：亿元）

项目	2020年6月	2019年	2018年	2017年
四通换向阀	9.99	21.51	22.62	20.27
截止阀	3.47	8.29	8.31	6.91
电子膨胀阀	6.41	12.39	11.98	9.68
微通道热交换器	5.87	12.06	11.87	12.13

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司生产线自动化水平较高，产能利用情况表现尚可，新增产能较大，需关注政策执行力度不及预期，固定费用将会侵蚀盈利

公司制冷空调电器零部件板块基本实现自动化或半自动化生产，自动化水平较高，产品良率水平维持在相对较高水平，对公司生产成本的控制形成保障；产能方面，近年公司新增产能较少，除微通道热交换器产能利用率相对水平略低外，其余产品产能利用率均维持在相对合理的水平。考虑到目前国内空调能耗国家标准趋严，变频空调的市场需求可能继续增加，为应对市场扩容，公司计划募集资金主要投向年产6,500万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产5,050万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目，新增较大产能，若未来政策执行力度以及公司市场拓展情况符合预期，公司制冷空调电器零部件板块相关产品产能利用率继续维持在相对合理水平，一方面将有助于公司固定成本与生产成本的管控，盈利能力可能继续保持稳健，另外一方面有助于增厚业绩表现。值得关注的是，变频空调渗透率的提高与否视乎政策执行力度情况，若不及预期，可能导致公司新增产能存在消化风险。

表 7 公司制冷空调电器零部件板块产能利用情况（单位：万件）

年份	项目	产能	产量	产能利用率
2020年6月	四通阀	3,925	3,101	79.01%
	截止阀	6,000	4,120	68.67%
	空调用电子膨胀阀	2,250	1,868	83.02%
	微通道热交换器	118	80	67.80%
2019年	四通阀	7,850	6,673	85.01%
	截止阀	12,000	10,611	88.43%
	空调用电子膨胀阀	4,500	4,016	89.24%
	微通道热交换器	301	224	74.42%
2018年	四通阀	7,850	7,072	90.09%
	截止阀	11,300	10,467	92.63%
	空调用电子膨胀阀	4,305	3,424	79.54%
	微通道热交换器	231	189	81.82%
2017年	四通阀	7,475	6,344	84.87%

截止阀	9,600	8,996	93.71%
空调用电子膨胀阀	3,450	2,745	79.57%
微通道热交换器	231	182	78.79%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从近年公司主要采购供应商来看，前五大供应商合计采购金额集中度不高，从供应商的构成来看，前五大供应商构成变动不大，公司与供应商合作关系相对稳定，考虑到公司主要采购商品为铜管与铝等，均为大宗商品，市场供给相对充裕，短缺风险较低，潜在的风险点在于铜管与铝等商品价格波动，但公司通过上下游价格联动方式以及期货套期等有效地缓释原材料价格波动风险，总体看来，公司制冷空调电器零部件板块供给端风险较低。

表 8 公司制冷空调电器零部件板块主要供应商（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占营业成本比例
2019 年	第一大供应商	31,822.02	4.68%
	第二大供应商	26,500.65	3.90%
	第三大供应商	18,616.67	2.74%
	第四大供应商	13,528.25	1.99%
	第五大供应商	12,506.39	1.84%
	合计	102,973.98	15.14%
2018 年	第一大供应商	24,807.74	3.69%
	第二大供应商	22,446.59	3.34%
	第三大供应商	15,417.88	2.29%
	第四大供应商	13,917.65	2.07%
	第五大供应商	13,010.80	1.93%
	合计	89,600.66	13.32%
2017 年	第一大供应商	21,938.85	3.81%
	第二大供应商	18,327.23	3.19%
	第三大供应商	16,929.97	2.94%
	第四大供应商	12,997.96	2.26%
	第五大供应商	11,820.90	2.06%
	合计	82,014.91	14.26%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产销率表现较好，库存积压风险较低；客户资质较优，有助于稳定销售表现

公司制冷空调电器零部件板块中内销产品生产模式总体采取以销定产加标准件合理备货的，外销产品主要采用以销定产，但因客户存货管理模式的影响，公司四通阀、截止阀与电子膨胀阀等产销率略有波动，但总体水平均维持较好，考虑到公司生产的产品基本上具备订单，产品滞销带来的跌价风险相对较低。

表 9 公司制冷空调电器零部件板块产销情况（单位：万件）

年份	项目	产量	销量	产销率
2020年6月	四通阀	3,101	3,266	105.32%
	截止阀	4,120	4,407	106.97%
	空调用电子膨胀阀	1,868	1,839	98.45%
	微通道热交换器	80	90	112.50%
2019年	四通阀	6,673	6,485	97.18%
	截止阀	10,611	10,521	99.15%
	空调用电子膨胀阀	4,016	3,511	87.43%
	微通道热交换器	224	192	85.71%
2018年	四通阀	7,072	6,708	94.85%
	截止阀	10,467	10,402	99.38%
	空调用电子膨胀阀	3,424	3,421	99.91%
	微通道热交换器	189	185	97.88%
2017年	四通阀	6,344	6,244	98.42%
	截止阀	8,996	8,940	99.38%
	空调用电子膨胀阀	2,745	2,696	98.21%
	微通道热交换器	182	181	99.45%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司销售模式主要采用直销模式，国内外主要的大型空调制造商基本上为公司客户，得益于公司产品的供货能力与成本优势，公司与核心客户的合作关系一直保持稳定；2017-2019年前五大客户销售占比在40%左右，集中度相对较高，我们认为下游空调制造商格局相对稳定，公司销售客户的集中度表现与下游行业竞争格局相匹配，考虑到公司核心产品市场竞争力较强，短期内即使下游核心客户经营效益发生变化，但因变频空调行业整体有望扩容，公司经营效益受单个客户经营状况变动影响仍相对较少。

表 10 公司制冷空调电器零部件板块主要客户（单位：万元）

年份	客户名称	销售收入	占销售收入比重
2019年	第一大客户	126,313.03	13.11%
	第二大客户	101,955.98	10.58%
	第三大客户	71,891.90	7.46%
	第四大客户	54,898.88	5.70%
	第五大客户	35,218.66	3.65%
	合计	390,278.45	40.50%
2018年	第一大客户	143,581.03	15.27%
	第二大客户	81,389.26	8.65%
	第三大客户	55,488.25	5.90%

2017年	第四大客户	54,574.24	5.80%
	第五大客户	31,779.95	3.38%
	合计	366,812.73	39.00%
	第一大客户	110,762.49	13.23%
	第二大客户	69,910.69	8.35%
	第三大客户	62,876.80	7.51%
	第四大客户	36,548.16	4.37%
	第五大客户	31,224.35	3.73%
	合计	311,322.49	37.19%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

(二) 汽车零部件板块²

公司与主流大型车企形成稳定的合作关系，有助于维持其经营安全性；产销率表现较好，库存积压风险较低

依托公司在制冷空调电器零部件领域积累的生产与制造经验，近年公司布局传统燃油车与新能源汽车热管理领域，并已经成汽车热管理领域龙头企业。目前公司传统燃油车热管理产品已经与大型的整车企业或一级配套商形成稳定的合作关系，但因近年传统燃油车销售持续缩量，部分产品销售金额逐年下滑；随着新能源汽车行业的迅猛发展，公司加大对于新能源汽车热管理领域的投入，并已经与国内外知名的新能源汽车企业达成供货协议或已经进入定点阶段，因新能源汽车区别于燃油车，其电控部分以及动力电池部分对于热管理要求较高，得益于新能源汽车发展具备广阔的前景，热管理细分行业市场有望进一步扩容，有助于公司汽车零部件板块经营平稳。

表 11 公司汽车零部件板块主要销售收入情况（单位：亿元）

项目	2020年6月	2019年	2018年	2017年
产品一	1.31	3.51	3.62	4.31
产品二	0.63	1.48	2.08	2.26
产品三	0.21	0.39	0.28	0.12
产品四	0.43	0.86	0.75	0.47

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司汽车零部件板块生产模式总体采取以销定产，但因客户存货管理模式的影响，产量与销量核算口径存在差异，公司车用膨胀阀与车用储液器略有波动，但总体水平均维持较好，考虑到公司生产的产品基本上具备订单，产品滞销带来的跌价风险相对较低。

² 公司基于客户信息保密以及经营安全性角度考虑，不披露产品具体信息以及客户名称与供应商名称。

表 12 公司汽车零部件板块产销情况（单位：万件）

年份	项目	产量	销量	产销率
2020年6月	产品一	605	531	87.77%
	产品二	326	313	96.01%
	产品三	19.59	22.38	114.24%
	产品四	30.07	35.04	116.53%
2019年	产品一	1,603	1,498	93.45%
	产品二	753	741	98.41%
	产品三	45.66	47.44	103.90%
	产品四	66.65	62.67	94.03%
2018年	产品一	1,599	1,490	93.18%
	产品二	934	921	98.61%
	产品三	45.86	35.43	77.26%
	产品四	60.09	53.07	88.32%
2017年	产品一	1,650	1,689	102.36%
	产品二	1,003	988	98.50%
	产品三	16.19	13.68	84.50%
	产品四	24.10	24.49	101.62%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司核心客户主要为大型的整车企业与一级配套商，前五大客户销售金额占比逐年提高，2019年前五大客户销售集中度为44.44%，水平较高，目前公司与上述客户合作关系稳定，稳定的客户关系有助于维持公司业务平稳运行。

表 13 公司汽车零部件板块主要客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售收入	占销售收入比重
2019年	第一大客户	35,119.15	21.27%
	第二大客户	15,484.92	9.38%
	第三大客户	11,948.80	7.24%
	第四大客户	5,770.99	3.50%
	第五大客户	5,049.08	3.06%
	合计	73,372.94	44.45%
2018年	第一大客户	16,920.24	11.81%
	第二大客户	14,405.45	10.06%
	第三大客户	12,243.83	8.55%
	第四大客户	7,710.69	5.38%
	第五大客户	5,573.55	3.89%
	合计	56,853.76	39.69%
2017年	第一大客户	16,274.29	13.45%

第二大客户	9,538.96	7.88%
第三大客户	5,510.27	4.55%
第四大客户	3,936.61	3.25%
第五大客户	3,785.98	3.13%
合计	39,046.11	32.26%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司产能利用情况表现尚可，需关注未来核心客户经营效益下滑引发的公司产能利用率下滑风险；原材料采购面临一定的价格波动风险

目前公司主要的汽车零部件产品生产均已经实现自动化或半自动化，产品良率在 95% 以上，较高的良率有助于生产成本管控；从公司目前主要产品的产能利用率情况来看，目前公司部分产品的产能利用率逐年下滑，主要系下游燃油车需求下滑所致，目前公司正在大力布局新能源汽车热管理，因此 2017-2019 年部分产品的产能利用率总体表现出不断提高的趋势，总体来看，目前公司产能利用率表现情况尚可，中长期来看，新能源汽车销售前景较好，但考虑目前该行业尚处于资本扩张期与技术快速更迭期，竞争格局尚未稳定，若核心客户技术水平落后或陷入财务困境，可能使其经营出现困难，进而导致公司汽车零部件产能利用率水平承压，固定费用等可能会影响公司的盈利表现。

表 14 公司汽车零部件板块产能利用率情况（单位：万件）

年份	项目	产能	产量	产能利用率
2020年6月	产品一	1,000	605	60.50%
	产品二	500	326	65.20%
	产品三	105.10	19.59	18.64%
	产品四	250	30.07	12.03%
2019年	产品一	2,000	1,603	80.15%
	产品二	1,000	753	75.3%
	产品三	50	45.66	91.32%
	产品四	90	66.65	74.06%
2018年	产品一	1,900	1,599	84.16%
	产品二	1,000	934	93.40%
	产品三	50	45.86	91.72%
	产品四	90	60.09	66.77%
2017年	产品一	1,700	1,650	97.06%
	产品二	1,000	1,003	100.30%
	产品三	50	16.19	32.38%
	产品四	90	24.10	26.78%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从近年公司主要采购供应商来看，前五大供应商合计采购金额占比逐年降低，2019年前五大供应商合计采购金额占比为16.67%，集中度不高，从供应商的构成来看，前五大供应商构成变动不大，公司与供应商合作关系相对稳定，考虑到公司主要采购商品市场供给相对充裕，短缺风险较低，但我们也关注到铝等商品价格波动，购销两端未形成价格联动机制，可能会面临原材料价格波动风险。

表 15 公司汽车零部件板块主要供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购成本	占营业成本比例
2019 年	第一大供应商	6,731.16	5.88%
	第二大供应商	3,974.35	3.47%
	第三大供应商	3,617.19	3.16%
	第四大供应商	2,601.88	2.27%
	第五大供应商	2,168.86	1.89%
	合计	19,093.44	16.67%
2018 年	第一大供应商	8,621.07	8.52%
	第二大供应商	4,096.20	4.05%
	第三大供应商	2,494.17	2.47%
	第四大供应商	2,418.88	2.39%
	第五大供应商	2,374.25	2.35%
	合计	20,004.57	19.78%
2017 年	第一大供应商	8,401.17	10.03%
	第二大供应商	3,824.38	4.57%
	第三大供应商	3,289.78	3.93%
	第四大供应商	2,660.93	3.18%
	第五大供应商	2,459.53	2.94%
	合计	20,635.79	24.65%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及2020年9月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况见下表。

表 16 2017-2019 年公司合并报表范围变化情况

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	纳入合并范围时间	股权比例	注册资本	取得方式
浙江三花汽车零部件有限公司	2017年	100.00%	146,000万元	协议转让
三花德州技术中心有限公司	2017年	100.00%	1,590万美元	新设投资
含山三花制冷部件有限公司	2017年	51.00%	1,000万元	新设投资
马鞍山市三花智能科技有限公司 ³	2017年	100.00%	600万元	新设投资
青岛德佰宜制冷设备有限公司	2018年	70.00%	2,800万元	协议转让
美国投资基金壹号有限公司	2018年	100.00%	1,884万美元	协议转让
三花（越南）有限公司	2018年	100.00%	3,580万美元	新设投资

不再纳入公司合并范围的子公司情况

原子公司名称	不再纳入合并时间	不再纳入合并的原因
上海太清国际贸易有限公司	2019年	清算注销
三花制冷部件有限公司（泰国）	2018年	清算注销
浙江三花旋转阀有限公司	2017年	清算注销
新昌县三元机械有限公司	2017年	协议转让

注：含山三花制冷部件有限公司已更名为安徽三花制冷新材料科技有限公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产以流动资产为主，存在一定的融资弹性，整体流动性较佳

截至2019年末，公司资产总额为147.90亿元，其中资产主要构成为流动资产，截至2020年9月末，公司资产总额进一步增至161.07亿元，资产构成较2019年末变动不大。

2019年末流动资产中主要构成为货币及等价物，主要为货币资金与银行理财产品，二者合计金额为36.57亿元，占资产总额比重接近25%，货币资金中有1.10亿元受限，比例较低，2020年9月末，货币资金与交易性金融资产合计总额进一步增至45.10亿元，流动性较为充裕。截至2019年末，公司应收票据主要为银行承兑汇票，规模为20.97亿元，其中15.68亿元因质押融资受限，但考虑其票据性质，整体回收风险较低；应收账款主要为货款，规模为18.71亿元，考虑公司主要客户为家用空调龙头企业以及大型车企，经营实力相对较强，整体风险相对可控，但仍需关注公司目前给部分新能源汽车企业供货，考虑新能源汽车行业目前尚处资本扩张期与技术更迭期，部分车企经营可能存在不确定性，可能会导致公司面临一定的坏账风险；存货主要系公司在产品与库存商品，近年公司存货规模逐年提高，主要系公司销售规模扩大，加上客户库存管理模式的影响，考虑公司存货基本上都有订单保障，滞销风险较低。公司非流动资产主要为固定资产，占资产总额比重为22.85%，占比较高，符合制造类型企业的特征。

³马鞍山市三花智能科技有限公司已于2020年注销。

整体看来，公司资产主要以货币及等价物、银行承兑汇票以及应收账款为主，占比达到50%左右，其中银行承兑汇票流动性相对较好，应收账款必然时可通过保理或质押及时回笼资金，整体流动性较佳。

表 17 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	340,581.13	21.15%	266,371.98	18.01%	134,890.93	9.68%	150,136.22	12.16%
交易性金融资产	110,404.04	6.85%	99,363.44	6.72%	0.00	0.00%	581.21	0.05%
应收票据	185,088.56	11.49%	209,715.99	14.18%	222,903.16	16.00%	198,493.29	16.07%
应收账款	239,111.97	14.85%	187,132.35	12.65%	184,566.16	13.25%	163,173.80	13.21%
存货	192,112.76	11.93%	218,083.86	14.75%	202,686.98	14.55%	185,657.37	15.04%
流动资产	1,099,104.95	68.24%	1,005,119.06	67.96%	968,706.30	69.53%	878,351.81	71.13%
固定资产	364,575.27	22.64%	337,960.82	22.85%	294,247.41	21.12%	248,088.56	20.09%
非流动资产合计	511,547.53	31.76%	473,899.96	32.04%	424,510.95	30.47%	356,444.85	28.87%
资产总计	1,610,652.49	100.00%	1,479,019.02	100.00%	1,393,217.25	100.00%	1,234,796.66	100.00%

注：2017年交易性金融资产科目名称为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年9月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

公司资产运营效率保持相对稳定且水平相对较佳

近年公司应收账款周转天数在4个月左右，与公司主营业务账期大致匹配；存货周转天数逐年小幅增加，主要系客户存货管理模式导致，应付账款周转天数变动不大，在上述因素影响下，公司净营业周期变动较小；随着公司近年产能扩张以及业务扩展，固定资产周转天数逐年提高，考虑目前公司在建项目投资规模较大，需关注在建项目投产后效益可能不及预期对公司经营效率带来的潜在负面影响。整体看来，运营效率相对稳定且水平相对较高。

表 18 公司主要运营效率指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	128	128	113
存货周转天数	95	90	84
应付账款周转天数	123	121	111
净营业周期	100	97	86
流动资产周转天数	315	307	269

固定资产周转天数	101	90	88
总资产周转天数	458	437	390

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

未来随着下游行业需求持续增加，公司营业收入可能继续增加；受益于议价能力提高与规模效应，公司毛利率水平存在支撑

近年公司营业收入逐年提高，一方面系传统制冷空调电器零部件业务持续增长，另外一方面系2017年股东新注入公司的汽车零部件板块迅速发展，考虑到公司2019年营业收入中50%销售收入来源于海外市场，可能引发两方面潜在风险，一是外汇汇率波动引发的汇兑损益风险，二是海外贸易保护主义引发的销售受阻，目前公司采用外币负债对冲以及套保等措施来消除汇率波动引发的风险，针对海外贸易保护主义引发的风险，公司通过海外设生产基地（如墨西哥）以规避政策影响，总体看来，传统制冷空调行业变频空调渗透率有望进一步提高，汽车零部件行业中新能源汽车发展面临广阔的发展空间，公司作为在细分领域中核心配套商，下游行业需求持续增加，有望对公司未来经营效益形成明显支撑。

毛利率方面，公司综合毛利率水平总体保持稳定，盈利能力尚可，考虑公司目前在家用空调配套的部分细分领域已经形成绝对的市场地位，议价能力持续提高，且可能未来销售规模会进一步扩大，会摊薄相关固定支出成本，未来毛利率水平存在一定的支撑。

表 19 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年9月	2019年	2018年	2017年
营业收入	859,321.60	1,128,748.94	1,083,599.07	958,124.38
营业利润	127,559.37	166,398.93	154,632.35	147,229.36
利润总额	127,254.27	166,306.85	153,930.28	147,661.67
净利润	109,782.31	143,381.50	131,130.72	125,088.05
综合毛利率	28.69%	29.60%	28.59%	31.23%
期间费用率	15.10%	15.14%	13.84%	15.51%
营业利润率	14.84%	14.74%	14.27%	15.37%
总资产回报率	-	11.96%	12.09%	14.57%
净资产收益率	-	15.87%	15.77%	18.82%
营业收入增长率	-0.32%	4.17%	13.10%	41.54%
净利润增长率	3.91%	9.34%	4.83%	45.14%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务获现能力较好，需继续关注经营获现与资本支出的平衡压力

近年公司经营活动收现情况较好，回款情况较好，受益于销售规模的持续扩大以及主营业务结构的优化，公司利润水平逐年提高，且营运资本变化情况逐年得到优化，受益于此，公司经营活动现金流逐年改善。从投资活动现金流来看，公司2017年与2019年资本支出规模处于高位，未来需继续关注公司经营获现与资本支出平衡情况；2018-2019年筹资活动现金流基本处于净流出，从结构上看，涉及债务资金基本处于平衡状态，导致筹资活动净流出主要原因在于股利分配，公司融资环境与政策未见明显收缩。

表 20 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
收现比	1.07	1.06	0.96
净利润	143,381.50	131,130.72	125,088.05
营运资本变化	1,448.80	-44,475.51	-92,716.64
其中：存货减少（减：增加）	-18,175.56	-18,699.79	-55,009.92
经营性应收项目的减少（减：增加）	8,286.48	-43,316.30	-92,412.41
经营性应付项目的增加（减：减少）	11,337.89	17,540.58	54,705.69
经营活动产生的现金流量净额	190,016.36	128,759.55	64,872.26
投资活动产生的现金流量净额	22,292.00	-127,939.22	-175,625.63
筹资活动产生的现金流量净额	-73,381.46	-20,275.79	90,915.28
现金及现金等价物净增加额	138,924.02	-19,310.09	-21,516.27

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平相对较低，有息债务结构欠佳

近年公司债务规模逐年增加，但受益于持续经营积累，公司所有者权益持续增加，截至2019年末，公司产权比率为57.92%，水平尚可，2020年9月末，公司产权比率增至66.04%。

表 21 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
负债总额	640,585.08	542,477.17	523,209.58	442,272.12
所有者权益	970,067.41	936,541.85	870,007.67	792,524.54
产权比率	66.04%	57.92%	60.14%	55.81%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司债务主要以流动负债为主，其中2019年末，短期借款规模为12.96亿元，主要为保证借款与内保外贷；应付账款规模为15.88亿元，主要为供应商结算款，票据主要为银行承兑汇票，具备偿还刚性。2019年末，公司长期借款为3.93亿元，2020年9月末进一步

增至17.56亿元。截至2019年末，公司有息债务规模为31.34亿元，其中短期有息债务为26.49亿元，债务结构欠佳。

表 22 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	84,268.22	13.15%	129,561.06	23.88%	110,456.88	21.11%	60,740.61	13.73%
应付票据	106,340.77	16.60%	113,066.84	20.84%	114,289.01	21.84%	101,682.36	22.99%
应付账款	175,756.96	27.44%	158,776.38	29.27%	158,209.20	30.24%	148,064.30	33.48%
流动负债合计	426,296.76	66.55%	470,827.77	86.79%	479,284.80	91.60%	375,483.27	84.90%
长期借款	175,550.54	27.40%	39,288.23	7.24%	22,200.00	4.24%	48,542.99	10.98%
非流动负债	214,288.32	33.45%	71,649.40	13.21%	43,924.78	8.40%	66,788.85	15.10%
负债合计	640,585.08	100.00%	542,477.17	100.00%	523,209.58	100.00%	442,272.12	100.00%
其中：有息债务	-	-	313,399.70	57.77%	297,796.29	56.92%	237,909.36	53.79%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

从公司偿债能力指标来看，近年公司资产负债率基本维持在36%左右，绝对水平不高，流动比率与速动比率表现尚可。从公司经营对债务保障的指标来看，公司EBITDA利息保障倍数表现较佳，有息债务/EBITDA与债务总额/EBITDA表现均相对较好，整体来看，公司偿债能力较好。

表 23 公司偿债能力指标

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	39.77%	36.68%	37.55%	35.82%
流动比率	2.58	2.13	2.02	2.34
速动比率	2.13	1.67	1.60	1.84
EBITDA（万元）	-	208,868.91	189,995.20	180,464.98
EBITDA 利息保障倍数	-	38.64	38.27	51.72
有息债务/EBITDA	-	1.50	1.57	1.32
债务总额/EBITDA	-	2.60	2.75	2.45
经营性净现金流/流动负债	-	0.40	0.27	0.17
经营性净现金流/负债总额	-	0.35	0.25	0.15

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

1、公司经营活动现金流是本期债券偿债资金的重要补充。近年公司经营活动现金流持续净流入，传统制冷空调行业变频空调渗透率有望进一步提高，汽车零部件行业中新能源汽车发展面临广阔的发展空间，公司作为在细分领域中核心配套商，下游行业需求持续增加，公司经营效益与现金流状况有望继续保持稳定。但仍需关注新能源汽车尚处于资本扩张期与技术快速更新期，若公司技术或产品未能及时更新以符合市场需求，可能引致其经营效益的恶化。

2、必要时资产抵质押或变现有助于保障本期债券偿付。公司业务模式决定应收账款与票据规模可能持续居于高位，考虑客户的信用资质较优，必要时通过保理或者质押方式可快速变现，整体流动性较好，此外，固定资产中厂房与无形资产亦存在一定的融资弹性。但需关注极端情况下，资产抵质押或是处置变现可能造成资产价格低估或资产处置周期较长可能影响本期债券偿付。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2020年9月28日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年9月	2019年	2018年	2017年
货币资金	340,581.13	266,371.98	134,890.93	150,136.22
交易性金融资产	110,404.04	99,363.44	-	581.21
应收票据	185,088.56	209,715.99	222,903.16	198,493.29
应收账款	239,111.97	187,132.35	184,566.16	163,173.80
存货	192,112.76	218,083.86	202,686.98	185,657.37
固定资产（合计）	364,575.27	337,960.82	294,247.41	248,088.56
在建工程（合计）	48,901.75	48,095.93	61,067.25	46,686.24
无形资产	51,445.88	52,586.75	53,475.05	41,854.51
资产总计	1,610,652.49	1,479,019.02	1,393,217.25	1,234,796.66
短期借款	84,268.22	129,561.06	110,456.88	60,740.61
应付票据	106,340.77	113,066.84	114,289.01	101,682.36
应付账款	175,756.96	158,776.38	158,209.20	148,064.30
其他应付款（合计）	28,232.85	16,123.72	17,284.37	7,854.39
一年内到期的非流动负债	-	22,222.81	48,201.60	24,328.11
长期借款	175,550.54	39,288.23	22,200.00	48,542.99
长期应付款	9,180.51	9,423.59	2,955.46	2,615.29
负债合计	640,585.08	542,477.17	523,209.58	442,272.12
归属于母公司所有者权益合计	960,972.94	929,163.29	861,484.46	787,536.73
所有者权益合计	970,067.41	936,541.85	870,007.67	792,524.54
营业收入	859,321.60	1,128,748.94	1,083,599.07	958,124.38
营业利润	127,559.37	166,398.93	154,632.35	147,229.36
净利润	109,782.31	143,381.50	131,130.72	125,088.05
经营活动产生的现金流量净额	157,020.91	190,016.36	128,759.55	64,872.26
投资活动产生的现金流量净额	-76,218.05	22,292.00	-127,939.22	-175,625.63
筹资活动产生的现金流量净额	101.21	-73,381.46	-20,275.79	90,915.28
财务指标	2020年9月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	128	128	113
存货周转天数	-	95	90	84
应付账款周转天数	-	123	121	111
净营业周期	-	100	97	86
流动资产周转天数	-	315	307	269
固定资产周转天数	-	101	90	88
总资产周转天数	-	458	437	390
综合毛利率	28.69%	29.60%	28.59%	31.23%

期间费用率	15.10%	15.14%	13.84%	15.51%
营业利润率	14.84%	14.74%	14.27%	15.37%
总资产回报率	-	11.96%	12.09%	14.57%
净资产收益率	-	15.87%	15.77%	18.82%
营业收入增长率	-0.32%	4.17%	13.10%	41.54%
净利润增长率	3.91%	9.34%	4.83%	45.14%
资产负债率	39.77%	36.68%	37.55%	35.82%
流动比率	2.58	2.13	2.02	2.34
速动比率	2.13	1.67	1.60	1.84
EBITDA (万元)	-	208,868.91	189,995.20	180,464.98
EBITDA 利息保障倍数	-	38.64	38.27	51.72
有息债务/EBITDA	-	1.50	1.57	1.32
债务总额/EBITDA	-	2.60	2.75	2.45
经营性净现金流/流动负债	-	0.40	0.27	0.17
经营性净现金流/负债总额	-	0.35	0.25	0.15

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司合并范围子公司情况

截至2020年6月30日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
芜湖三花自控元器件有限公司	15,000.00	100%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
浙江三花商贸有限公司	5,000.00	100%	制冷元器件及部件销售
浙江三花制冷集团有限公司	25,000.00	74%	商用制冷元器件及部件研发制造销售
浙江三花汽车零部件有限公司	146,000.00	100%	汽车零部件研发制造销售
杭州三花微通道换热器有限公司	36,000.00	100%	微通道研发生产销售
青岛德佰宜制冷设备有限公司	2,800.00	70%	商用制冷元器件及部件研发制造销售
三花股份（江西）自控元器件有限公司	9,500.00	100%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
苏州三花空调部件有限公司	1,000.00	70%	制冷元器件及部件研发制造销售
武汉市三花制冷部件有限公司	600.00	60%	制冷元器件及部件研发制造销售
中山市三花制冷配件有限公司	714.29	70%	制冷元器件及部件研发制造销售
中山市三花空调制冷配件有限公司	800.00	60%	制冷元器件及部件研发制造销售
绍兴三花新能源汽车部件有限公司	55,000.00	100%	汽车零部件研发制造销售
绍兴市上虞三立制业有限公司	700.00	80%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
苏州新智汽车部件有限公司	500.00	100%	汽车零部件研发制造销售
常州兰柯四通阀有限公司	10,088.65	100%	商用制冷元器件及部件研发制造销售
珠海恒途电子有限公司	1,800.00	71.39%	控制器研发
芜湖三花制冷配件有限公司	2,000.00	70%	制冷元器件及部件研发制造销售
安徽三花制冷新材料科技有限公司	1,000.00	60%	制冷元器件及部件研发制造销售
浙江三花自控元器件有限公司	3,200.00	100%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
新昌县四通机电有限公司	1,428.57	70%	制冷元器件及部件研发制造销售
杭州先途电子有限公司	6,653.33	71.39%	控制器研发制造销售
三花亚威科电器设备（芜湖）有限公司	2,036.84 万欧元	100%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售

三花国际（欧洲）有限公司	800 万欧元	100%	商用制冷元器件及部件销售
三花国际（智利）有限公司	553 万比索	100%	商用制冷元器件及部件销售
三花欧洲汽车零部件有限责任公司	2.5 万欧元	100%	汽车零部件研发制造销售
三花汽车零部件北美制造有限公司	30 万美元	100%	投资管理
三花汽车零部件墨西哥有限公司	35 万美元	100%	汽车零部件制造
三花汽车零部件美国有限公司	100 万美元	100%	汽车零部件销售
三花印度私人有限公司	6,100 万卢比	100%	汽车零部件研发制造销售
日本三花汽车部品株式会社	5,207.34 万日元	100%	汽车零部件销售
R 氏帕克特制造有限公司	1,200 美元	100%	微通道研发制造销售
三花墨西哥实业有限公司	3,680 万美元	100%	微通道制造
三花国际新加坡私人有限公司	9,557.98 万美元	100%	制冷元器件及部件销售；汽车零部件销售
三花（越南）有限公司	3,580 万美元	100%	投资管理
日本三花贸易株式会社	9,500 万日元	100%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
韩国三花股份有限公司	20 万美元	100%	家用空调冰箱制冷元器件及部件销售
德国三花亚威科电器设备有限公司	500 万欧元	100%	家用空调冰箱制冷元器件及部件销售
三花亚威科电器设备土耳其有限公司	3,440 万里拉	100%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售
亚威科波兰电器设备有限合伙企业	5 万兹罗提	100%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售
亚威科电器设备斯洛伐克有限公司	0.03 万欧元	100%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售
波兰电器设备管理有限责任公司	5 万兹罗提	100%	投资管理
布莱克曼有限合伙企业	157.13 万欧元	100%	投资管理
布莱克曼管理有限责任公司	3.5 万欧元	100%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售
三花国际有限公司（美国）	3,755 万美元	100%	投资管理
三花德州技术中心有限公司	1,590 万美元	100%	制冷元器件及部件销售；汽车零部件销售
美国投资基金壹号有限公司	1,884 万美元	100%	制冷元器件及部件研发
美国国际管路件有限公司	-	100%	投资管理，家用空调冰箱制冷元器件及部件销售
美国阿肯色管路件有限公司	88 万美元	100%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
美国国际管路件蒙特雷有限公司	2.5 万美元	100%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
美国管路件国际杠杆融资有限公司	1,765 万美元	100%	家用空调冰箱制冷元器件及部件制造

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (融资租赁款)

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司(非上市)
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理局委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关报送上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

**此复印件仅供
三花智控 使用
再复印无效**



登记机关



2018年11月08日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018年12月21日

此复印件仅供
三花智控
再复印无效

中国证券业执业证书



姓名：田珊

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030218110003

执业注册记录

证书取得日期 2018-11-14



2019年01月16日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：张伟亚

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030216080002



证书取得日期 2016-08-20



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。