

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

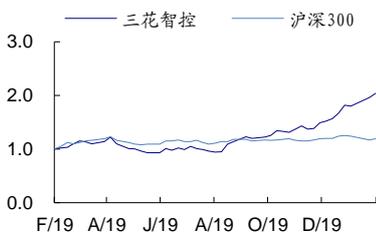
汽车零部件 II

三花智控(002050)
增持

2019 年业绩快报点评

(维持评级)

2020 年 02 月 15 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,766/2,419
总市值/流通(百万元)	60,762/53,138
上证综指/深圳成指	2,917/10,916
12 个月最高/最低(元)	23.09/9.63

相关研究报告:

《三花智控-002050-2019 年中报点评: 毛利率显著改善, 汽车在手订单充裕》——2019-09-02

《三花智控-002050-2018 年业绩快报点评: 业绩符合预期, 看好新能源汽车增长》——2019-03-08

《三花股份-002050-2014 年投资者交流会纪要》——2014-09-29

《三花股份-002050-2011 年年报点评: 短期依赖变频部件, 长期向智能控制领域转型》——2012-03-06

《三花股份-002050-新品增长带动毛利率上升》——2010-08-03

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097

E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080001

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814

E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 汽零订单持续开拓

● 2019 年业绩符合预期, Q4 利润增长提速

公司发布 2019 年业绩快报, 全年实现营收 113.2 亿, +4.5%, 归母净利润 14.2 亿, +10%。其中四季度单季营收 27 亿元 (+5%), 归母净利润 3.65 亿元 (+36%)。报告期内, 公司制冷业务优化产品结构, 凭借电子膨胀阀等产品及商用制冷业务的带动, 保持稳定增长; 公司汽零业务继续深耕新能源车热管理行业, 大力拓展优质客户和优质订单, 在传统车下滑明显的情况下实现汽车零部件业务的较好增长。整体来看, **Q4 利润增长提速, 全年业绩符合预期。**

● 看好制冷业务受益于能效升级下的产品结构改善

2019 年底, 国家发布“史上最严”的空调能效标准, 将极大促进变频空调使用率的提升, 进一步拉动公司节能产品电子膨胀阀的出货量提升(渗透率有望从 30%增长到 60%以上), 长期来看, 家电变频化、节能化为公司制冷业务打开长期增量空间。

● 新能源汽零客户结构优质, 订单持续开拓

当前公司新能源汽零客户主要有特斯拉、大众、沃尔沃、比亚迪等优质车企, 2019 年以来, 公司公告获取的新能源汽零订单包括上汽大众新能源电动汽车平台水冷板项目、通用汽车电子水泵项目、通用汽车电动车平台 BEV3 电池冷却组件和多个热管理阀类产品项目, 2019 年 12 月, 公司再获德国宝马平台供货项目, 三花汽零被确定为德国宝马汽车两大主流平台 CLAR/FAAR-WE 的供货商, 其中 ETXV 项目为全球独家供货, Chiller+EXV 项目为中国独家供货, 生命周期内销售额合计约 6 亿元人民币, 相关车型预计于 2022 年量产。

● 风险提示: 新能源汽零下游客户销量不达预期。
● 投资建议: 维持“增持”评级。

考虑 2019 年传统车市下行, 我们略下调盈利预测, 将 19/20/21 年 EPS 由 0.7/0.8/1.0 元下调至 0.67/0.78/0.91 元, 对应 PE 分别 33/28/24 倍, 参照可比公司 2020 年估值 36X, 给予三花智控一年期目标估值区间 30-35X, 对应一年期目标估值 23.44-27.35 元, 维持增持评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,836	17,418	11,324	12,791	14,539
(+/-%)	24.7%	25.9%	4.5%	13.0%	13.7%
净利润(百万元)	3,217	4,066	1,421	1,665	1,938
(+/-%)	24.2%	26.4%	9.9%	17.2%	16.4%
摊薄每股收益(元)	0.87	1.10	0.67	0.78	0.91
EBIT Margin	26.9%	25.1%	15.7%	16.0%	16.3%
净资产收益率(ROE)	20.9%	20.6%	15.4%	16.6%	17.8%
市盈率(PE)	73.7	58.3	33.0	28.1	24.2
EV/EBITDA	59.1	50.4	24.1	21.1	18.5
市净率(PB)	15.4	12.0	5.06	4.68	4.30

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

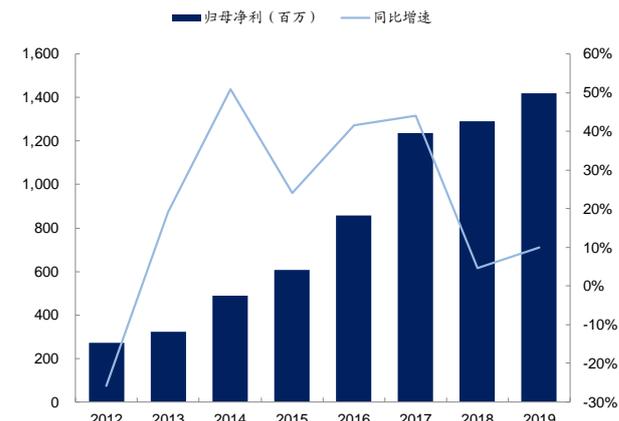
全年收入稳中有升，利润较快增长。2019 年全年实现营收 113.2 亿，+4.5%，归母净利 14.2 亿，+10%。其中四季度单季营收 27 亿元（+5%），归母净利润 3.65 亿元（+36%）。报告期内，公司制冷业务坚持客户导向，优化产品结构，凭借电子膨胀阀等产品及商用制冷业务的带动，保持稳定增长。公司汽零业务继续深耕新能源车热管理行业，积极推广节能高效热管理产品的典型应用，大力拓展优质客户和优质订单，在传统车下滑明显的情况下实现汽车零部件业务的较好增长。整体来看，Q4 利润增长提速，全年业绩符合预期。

图 1：三花智控营业收入及增速



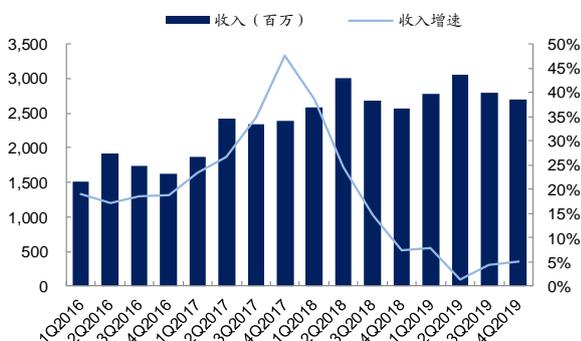
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：三花智控归母净利润及增速



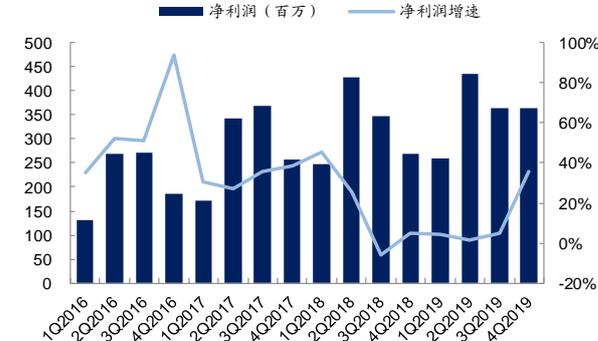
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：三花智控分季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：三花智控分季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

汽零在手订单充裕，高速增长可期。汽零业务是公司未来几年增长的重点，2019 年传统汽车行业市场大幅下滑，但新能源汽车借助政策推动和产业升级，仍实现较高速增长。随着海内外各大车厂的新能源汽车的陆续量产，新能源汽车行业的前景将更加明朗。公司是新能源热管理系统领域的核心供应商之一，布局新能源汽车热管理产品十余年，厚积薄发，不断提升技术能力和制造能力，产品由零部件逐步向组件、子系统发展，陆续获取了来自法雷奥、马勒、大众、奔驰、宝马、沃尔沃、通用、吉利、比亚迪、上汽等客户的订单，最大单车货值已近人民币 5000 元，突显了公司在新能源汽车热管理领域的竞争优势。2019 年以来，公司公告获取的新能源汽零订单包括上汽大众新能源电动汽车平台水冷板项目、通用汽车电子水泵项目、通用汽车电动车平台 BEV3 电池冷却组件和多个热管理阀类产品项目，2019 年 12 月，公司再获德国宝马平台供货项目，三花汽零被确定为德国宝马汽车两大主流平台 CLAR/FAAR-WE 的供货商，其

中 ETXV 项目为全球独家供货，Chiller+EXV 项目为中国独家供货，生命周期内销售额合计约 6 亿元人民币，相关车型预计于 2022 年量产。

近年来伴随 1) 国内新能源汽车销量爆发式增长；2) 新能源客户拓展；3) 新能源热管理系统产品品类拓展，公司新能源汽零业务快速增长。当前在手订单充裕，预计多数从 2020 年起全生命周期稳健释放，保障公司未来 3-5 年业绩。

制冷零部件龙头，稳增长中有亮点。应用于家电市场的制冷零部件是公司的传统主业，公司生产的四通阀、截止阀、电子膨胀阀市场份额均为全球第一。2019 年底，国家发布“史上最严”的空调能效标准，该标准将定频和变频的评价方法统一，只按照季节能效定级，并于 2020 年 7 月 1 日正式执行。在新标准中，原定频空调一级能效标准将降为 4 级，定频空调二级能效标准将降为 5 级，均属于非节能产品，将逐步退出历史舞台，2022 年 1 月 1 日完全淘汰定频空调。我们认为，这一能效标准升级将极大促进变频空调使用率的提升，进一步拉动公司节能产品电子膨胀阀的出货量提升(渗透率有望从 30%增长到 60%以上)，长期来看，家电变频化、节能化为公司制冷业务打开长期增量空间。

盈利预测

公司业务包含：制冷业务、汽零业务、微通道、咖啡机洗衣机等电控系统元器件（亚威科）四大类。

制冷业务：公司制冷业务增速基本上与国内空调行业景气度保持同步，2019 年空调行业面临高增长后的库存周期和房市降温，19 年公司制冷业务增速略有回落，考虑能效升级下电子膨胀阀渗透率提升，预计 2020 年增速回升。假设 2019/2020/2021 年公司制冷业务收入增速分别为 3%/10%/10%。

汽零业务：公司汽零业务的增量主要来源于 1) 国内新能源汽车销量爆发式增长；2) 新能源客户拓展；3) 新能源热管理系统产品品类拓展，未来三年将迎来较高增速，预计 2019/2020/2021 年公司汽零业务收入增速分别为 10%/35%/35%。

微通道之换热器及部件：2018 年由于微通道大客户去库存和汇率因素，预计公司微通道业务营收端缩窄、利润有所下滑，未来微通道营收有望逐渐改善，利润率将有所回升，预计 2019/2020/2021 年公司微通道业务收入增速分别为 0%/10%/10%。

咖啡机、洗衣机等其他电器控制系统及元器件（亚威科）：亚威科自收购以来仍然处于内部整合状态，作为高福利国家的欧洲生产管理成本仍有下行空间，同时国内洗碗机市场较欧美仍较为空白，后续亚威科业务有望在国内逐渐起量（目前 90%以上营收来源海外），预计 2019/2020/2021 年公司微通道业务收入增速分别为 5%/5%/5%。

表 1: 2019-2022 年三花智控各业务板块收入预估

报告期	2016 年报	2017 年报	2018 年报	2019E	2020E	2021E	2022E
制冷业务单元							
收入	40.62	48.49	60	61	68	74	82
YOY		19.37%	22.93%	3.00%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	26.74	30.62	40	41	45	50	55
毛利	13.88	17.88	19	20	22	25	27
毛利率(%)	34.17%	36.86%	32.56%	33.00%	33.10%	33.20%	33.20%
汽零业务单元							
收入		10.34	14	16	21	29	39
YOY			38.49%	10%	35%	35%	35%
成本		6.70	10	10	14	19	25
毛利		3.64	4	6	7	10	14
毛利率(%)		35.24%	29.38%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
微通道之换热器及部件							
收入	10.76	12.13	12	12	13	15	16
YOY		12.73%	0.25%	0%	10%	10%	10%
成本	7.61	7.89	8	8	9	10	11
毛利	3.15	4.23	4	4	4	5	5
毛利率(%)	29.32%	34.91%	30%	32%	32%	32%	32%
咖啡机、洗衣机等其他电器控制系统及元器件							
收入	10.43	11.76	11	12	13	13	14
YOY		12.75%	-3.57%	5%	5%	5%	5%
成本	8.51	9.94	9	10	10	11	11
毛利	1.93	1.83	2	2	2	2	2
毛利率(%)	18.47%	15.53%	18%	18%	18%	18%	18%
其他主营业务							
收入	5.88	9.75	11	12	13	15	16
YOY		65.82%	12.10%	10%	10%	10%	10%
成本	4.69	7.69	9	10	11	12	14
毛利	1.19	2.06	2	2	2	2	2
毛利率(%)	20.27%	21.14%	15%	15%	15%	15%	15%
其他业务							
收入		3.34					
YOY							
成本		3.06					
毛利		0.29					
毛利率(%)		8.55%					
营业总收入	67.69	95.81	108.36	113.24	127.91	145.39	166.45
增速		41.54%	13.10%	4.50%	12.95%	13.67%	14.48%
营业总成本	47.55	65.90	77.39	79.60	89.57	101.39	115.66
增速		38.59%	17.43%	2.87%	12.52%	13.20%	14.07%
营业总成本/营业总收入	70.25%	68.78%	71.42%	70.30%	70.03%	69.74%	69.49%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

投资建议: 略下调盈利预测, 维持“增持”评级。三花智控作为传统制冷部件龙头, 掌握核心阀类控制技术, 传统家电主业随着变频化、节能化趋势稳中有增, 汽零业务在手订单充裕, 保障长期增长。考虑 2019 年传统车市下行, 我们略微下调此前盈利预测, 将 19/20/21 年 EPS 由 0.7/0.8/1.0 元下调至 0.67/0.78/0.91 元, 对应 PE 分别 33/28/24 倍, 参照可比公司 2020 年估值 36X, 给予三花智控一年期目标估值区间 30-35X, 对应一年期目标估值 23.44-27.35 元, 维持增持评级。

表 2: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2018E	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E
601799	星宇股份	买入	93.86	259	2.21	2.9	3.71	4.72	42.47	32.37	25.30	19.89
601689	拓普集团	增持	24.80	262	1.04	0.48	0.58	0.68	23.85	51.67	42.76	36.47
002920	德赛西威	增持	35.69	196	0.75	0.63	0.81	1	47.59	56.65	44.06	35.69
002126	银轮股份	无评级	10.78	85	0.44	0.43	0.51	0.62	24.50	25.07	21.14	17.39
603786	科博达	增持	71.02	284	1.21	1.28	1.52	1.86	58.69	55.48	46.72	38.18
	平均				1.13	1.14	1.43		39.42	44.25	36.00	29.52
002050	三花智控	买入	21.97	608	0.61	0.67	0.78	0.91	36.22	32.95	28.12	24.16
一年期目标估值											23.44-27.35	

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1349	1885	1955	2087	营业收入	10836	11324	12791	14539
应收款项	4161	4343	4906	5577	营业成本	7738	7960	8957	10139
存货净额	2027	2114	2375	2692	营业税金及附加	86	91	102	116
其他流动资产	2150	1132	1279	1454	销售费用	532	453	512	582
流动资产合计	9687	9474	10515	11810	管理费用	582	1041	1173	1330
固定资产	3553	3766	3934	4063	财务费用	(52)	37	13	12
无形资产及其他	535	514	494	474	投资收益	49	(20)	(20)	(20)
投资性房地产	145	145	145	145	资产减值及公允价值变动	(76)	(40)	(40)	(40)
长期股权投资	13	13	13	13	其他收入	(376)	0	0	0
资产总计	13932	13912	15100	16503	营业利润	1546	1682	1974	2300
短期借款及交易性金融负债	1587	700	700	700	营业外净收支	(7)	14	14	14
应付款项	2725	2960	3325	3769	利润总额	1539	1696	1987	2313
其他流动负债	481	459	517	586	所得税费用	228	254	298	347
流动负债合计	4793	4119	4542	5055	少数股东损益	19	21	24	28
长期借款及应付债券	222	222	222	222	归属于母公司净利润	1292	1421	1665	1938
其他长期负债	217	222	227	232					
长期负债合计	439	444	449	454	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5232	4563	4991	5509	净利润	1292	1421	1665	1938
少数股东权益	85	95	106	118	资产减值准备	6	12	3	2
股东权益	8615	9254	10003	10875	折旧摊销	305	356	411	450
负债和股东权益总计	13932	13912	15100	16503	公允价值变动损失	76	40	40	40
					财务费用	(52)	37	13	12
关键财务与估值指标					营运资本变动	(725)	978	(540)	(642)
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	4	(3)	8	10
每股收益	0.61	0.67	0.78	0.91	经营活动现金流	959	2805	1587	1799
每股红利	0.28	0.37	0.43	0.50	资本开支	(820)	(601)	(601)	(601)
每股净资产	4.04	4.34	4.69	5.10	其它投资现金流	6	0	0	0
ROIC	17%	15%	17%	19%	投资活动现金流	(768)	(601)	(601)	(601)
ROE	15%	15%	17%	18%	权益性融资	107	0	0	0
毛利率	29%	30%	30%	30%	负债净变化	(263)	0	0	0
EBIT Margin	18%	16%	16%	16%	支付股利、利息	(589)	(781)	(916)	(1066)
EBITDA Margin	20%	19%	19%	19%	其它融资现金流	1254	(887)	0	0
收入增长	13%	5%	13%	14%	融资活动现金流	(344)	(1668)	(916)	(1066)
净利润增长率	5%	10%	17%	16%	现金净变动	(152)	536	70	132
资产负债率	38%	33%	34%	34%	货币资金的期初余额	1501	1349	1885	1955
息率	1.3%	1.7%	2.0%	2.3%	货币资金的期末余额	1349	1885	1955	2087
P/E	36.2	33.0	28.1	24.2	企业自由现金流	376	2246	1010	1223
P/B	5.4	5.1	4.7	4.3	权益自由现金流	1366	1328	999	1213
EV/EBITDA	23.6	24.1	21.1	18.5					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032