

家用电器业/可选消费品

三花智控(002050)

汽零业务高增长，制冷业务拐点已至

---三花智控 2020 年中报点评

	范杨(分析师)	吴晓飞(分析师)	孙浩文(研究助理)
	021-38031722	0755-23976003	021-38032694
	fanyang021430@gtjas.com	wuxiaofei@gtjas.com	sunhaowen@gtjas.com
证书编号	S0880519050001	S0880517080003	S0880118120037

本报告导读：

公司发布 20H1 中报，收入符合预期，净利润略超预期。20H1 汽零业务逆势高增长，制冷业务进入修复拐点，将随下游回暖逐季改善。

投资要点：

- 上调目标价至 26.55 元，维持增持评级。由于海外疫情对制冷业务的短期影响，下调 2020 年 EPS 至 0.44 元（-4.5%），考虑新能源汽零未来的高成长性，上调 2021-22 年 EPS 预测至 0.59/0.74 元（+1.7%/+2.7%），公司作为行业龙头竞争优势显著，给予 2021 年高于行业平均 45xPE，上调目标价至 26.55 元（+26.9%），增持。
- 20H1 收入符合预期，净利润略超预期。20H1 收入 53.2 亿（-8.80%），归母净利润 6.43 亿（-7.14%）。毛利率 27.8%（-0.52pct），归母净利率 12.1%（+0.22pct）。Q2 单季收入 28.3 亿（-7.07%），归母净利润 4.32 亿（-0.50%）。毛利率 29.0%（-2.2pct），归母净利率 15.2%（+1.0pct）。
- 20H1 汽零业务逆势高增长，新能源汽零占比显著提升。分业务看，公司 20H1 制冷业务收入 43.7 亿（-13.8%）；汽零业务收入 9.5 亿（+24.3%），毛利率 28.9%（-3.63pct）。受益于新能源汽车发展趋势强劲，公司 20H1 新汽零收入 5.5 亿元（+64.8%），占比大幅提升至 57.0%（+14.0pct）。新汽零毛利率波动主因产品结构变化，组件货值占比显著提升，在拉动公司单车货值提升的同时，受外部采购件成本变动影响毛利率短期波动。
- 制冷业务拐点已至，20H2 将逐季改善。20H1 公司制冷业务受疫情影响较大，单 Q2 来看，家用/商用制冷随需求回暖进入修复期，亚威科、微通道仍受海外疫情影响较重，拖累制冷业务整体表现。但随着疫情好转，20H1 积压的制冷业务及汽零订单将陆续释放，20H2 将逐季改善。
- 风险提示：疫情恶化，贸易摩擦升级。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,836	11,287	11,997	14,782	17,340
(+/-)%	13%	4%	6%	23%	17%
经营利润 (EBIT)	1,460	1,532	1,696	2,302	2,896
(+/-)%	-6%	5%	11%	36%	26%
净利润 (归母)	1,292	1,421	1,572	2,117	2,645
(+/-)%	5%	10%	11%	35%	25%
每股净收益 (元)	0.36	0.40	0.44	0.59	0.74
每股股利 (元)	0.25	0.15	0.15	0.18	0.21

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	13.5%	13.6%	14.1%	15.6%	16.7%
净资产收益率 (%)	15.0%	15.3%	15.0%	17.5%	18.7%
投入资本回报率 (%)	13.6%	17.3%	17.6%	20.7%	23.5%
EV/EBITDA	15.53	24.78	28.89	21.86	17.39
市盈率	60.48	55.00	49.71	36.92	29.55
股息率 (%)	1.1%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：26.55

上次预测：20.92

当前价格：21.76

2020.08.13

交易数据

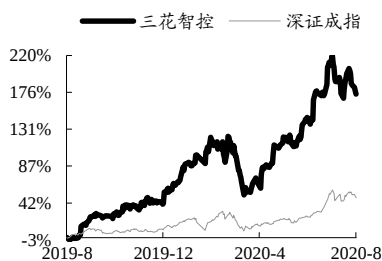
52 周内股价区间 (元)	10.11-25.47
总市值 (百万元)	78,163
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,592/3,126
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	87%
日均成交量 (百万股)	29.15
日均成交值 (百万元)	651.98

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	9,529
每股净资产	2.65
市净率	8.2
净负债率	-22.11%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.07	0.08
Q2	0.12	0.12
Q3	0.10	0.12
Q4	0.10	0.12
全年	0.40	0.44

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-11%	24%	174%
相对指数	-9%	3%	126%

相关报告

新蓝海新市场，新龙头新成长 2020.05.11

主营制冷稳健增长，新能源汽零贡献弹性 2020.04.29

汽零业务增长亮眼，新效标利好制冷业务 2019.10.25

Q2 业绩筑底，下半年逐季改善 2019.08.30

下游需求回暖，19 年收入与盈利逐季改善可期 2019.04.22

模型更新时间: 2020.08.13

股票研究

可选消费品
家用电器业

三花智控(002050)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **26.55**

上次预测: 20.92

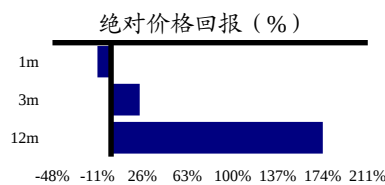
当前价格: 21.76

公司网址

www.zjshc.com

公司简介

公司是一家全球领先的生产和研发制冷空调控制元件和零部件的厂商。在汽车、电器和空调行业中,通过与全球著名企业的合作紧密,三花已成为世界领先的 OEM 供应商,提供高品质且最具竞争力的商品。



52 周内价格范围

10.11-25.47

市值 (百万)

78,163

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

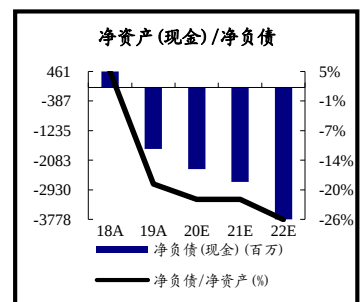
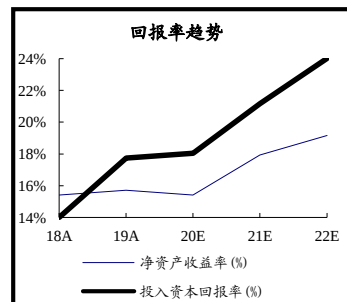
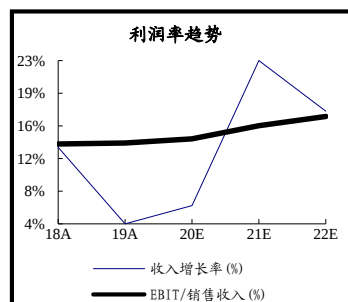
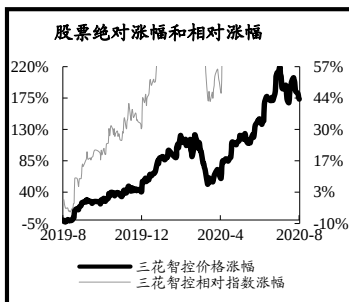
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,836	11,287	11,997	14,782	17,340
营业成本	7,738	7,947	8,357	10,098	11,720
税金及附加	86	92	97	120	140
销售费用	532	589	588	754	884
管理费用	582	596	696	813	884
EBIT	1,460	1,532	1,696	2,302	2,896
公允价值变动收益	-21	28	0	0	0
投资收益	49	25	40	40	40
财务费用	-52	-8	-21	-39	-59
营业利润	1,546	1,664	1,856	2,492	3,116
所得税	228	229	265	350	441
少数股东损益	19	13	19	25	29
净利润	1,292	1,421	1,572	2,117	2,645
货币资金、交易性金融资产	1,349	3,657	2,931	3,285	4,359
其他流动资产	8,338	6,394	6,691	8,175	9,539
长期投资	13	15	32	52	72
固定资产合计	2,942	3,380	3,666	3,923	4,052
无形及其他资产	1,290	1,345	1,567	1,785	1,950
资产合计	13,932	14,790	14,886	17,220	19,973
流动负债	4,793	4,708	3,594	4,286	4,945
非流动负债	439	716	716	716	716
股东权益	8,700	9,365	10,576	12,218	14,312
投入资本(IC)	9,160	7,619	8,260	9,548	10,567
NOPLAT	1244	1321	1453	1979	2486
折旧与摊销	311	372	342	374	406
流动资金增量	324	78	116	792	706
资本支出	-907	-859	-850	-850	-700
自由现金流	972	912	1,061	2,295	2,898
经营现金流	1,288	1,900	1,823	1,707	2,358
投资现金流	-1,279	223	-827	-830	-680
融资现金流	-203	-734	-1,723	-524	-604
现金流净增加额	-195	1,389	-726	354	1,075
收入增长率	13.1%	4.2%	6.3%	23.2%	17.3%
EBIT 增长率	-5.8%	4.9%	10.7%	35.8%	25.8%
净利润增长率	4.6%	10.0%	10.6%	34.6%	25.0%
利润率	28.6%	29.6%	30.3%	31.7%	32.4%
EBIT 率	13.5%	13.6%	14.1%	15.6%	16.7%
净利润率	11.9%	12.6%	13.1%	14.3%	15.3%
净资产收益率(ROE)	15.0%	15.3%	15.0%	17.5%	18.7%
总资产收益率(ROA)	9.3%	9.6%	10.6%	12.3%	13.2%
投入资本回报率(ROIC)	13.6%	17.3%	17.6%	20.7%	23.5%
存货周转天数	92	97	95	95	95
应收账款周转天数	130	130	130	130	130
总资产周转天数	443	464	451	396	391
净利润现金含量	99.6%	133.7%	116.0%	80.7%	89.1%
资本支出/收入	8.4%	7.6%	7.1%	5.8%	4.0%
资产负债率	37.6%	36.7%	29.0%	29.0%	28.3%
净负债率	5.3%	-18.8%	-22.1%	-22.1%	-26.4%
PE	60.48	55.00	49.71	36.92	29.55
PB	5.29	6.70	7.46	6.46	5.52
EV/EBITDA	15.53	24.78	28.89	21.86	17.39
P/S	4.28	5.33	5.02	4.07	3.47
股息率	1.1%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		