

家用电器

2020年02月27日

三花智控 (002050)

—— Q4 业绩超预期，产品结构持续优化

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2020年02月26日

收盘价(元)	20.85
一年内最高/最低(元)	23.09/9.63
市净率	6.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	50430
上证指数/深证成指	2987.93/11497.55

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	3.25
资产负债率%	36.45
总股本/流通A股(百万)	2766/2419
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《三花智控(002050)点评：空调新能效标准落地，特斯拉交付超预期，制冷+汽零业务迎来利好》2020/01/07

《三花智控(002050)深度：空调行业隐形冠军，以Tesla之名开启新赛道》2019/12/10

证券分析师

刘正 A0230518100001
liuzheng@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
史晋星 A0230519080005
shijx@swsresearch.com

研究支持

梁姝雯 A0230119070001
liangsw@swsresearch.com

联系人

梁姝雯
(8621)23297818×转
liangsw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **Q4 家电及汽零业务齐加速，经营业绩超预期。**三花智控发布 2019 年业绩快报，公司 2019 年实现营收 113.2 亿元，同比增长 4.5%，净利润 14.2 亿元，同比增长 9.9%，EPS 为 0.52 元，ROE16.1%，同比提升 0.5pct；其中第四季度实现营收 27 亿元，同比增长 5%，净利润 3.6 亿元，同比增长 35.5%，EPS 为 0.14 元，超出市场预期。超预期的主要原因是产品结构的持续优化，以电子膨胀阀、商用制冷零部件及新能源车热管理零部件为代表的高毛利业务持续快速增长，Q4 公司单季度净利率达到 13.5%，同比提升 2.9pcts。根据我们的业绩测算，预计 2019 年汽零净利润 3.2 亿，同比 23%，其中 Q4 净利润 0.8 亿元，同比增长 60%，家电 11 亿，同比增长 7%，Q4 净利润 2.8 亿，同比增长 31%。
- **制冷业务景气逐季改善，新能效将成 2020 年催化剂。**2018 年下半年以来家用空调行业经历了四个季度的景气度下行以后，在 2019 年 Q3 逐渐进入景气度回升通道，Q4 行业整体产量下滑 0.26%，增速环比 Q3 提升 0.95pct，销量方面，内销在 Q4 大幅反弹，增速提升至 13.81%，扭转内销持续下滑趋势。电子膨胀阀、截止阀及四通阀 2019 年 Q4 内销量分别同比增长 14.58%、18.65%及 5.01%，较 Q3 均有不同程度持续改善；受益于变频空调渗透率持续提升，电子膨胀阀在 2019 年空调平内销下滑 0.7%的情况下，逆势增长 10.08%。展望 2020 年空调能效新标，现有定频和变频 3 级能效空调将逐步面临淘汰，淘汰率高达 45%，有望进一步加速公司以电子膨胀阀为代表的高效节能零部件产品放量。
- **大范围股权激励稳定核心人才队伍。**公司近期公告拟向 959 人激励对象授予 1242 万股限制性股票，股票来自于二级市场回购，授予价格为 9.85 元/股，业绩考核要求 2020-2022 年 ROE 不低于 17%，预计 2020 至 2023 年因股权激励摊销的管理费用分别为 5989.2 万、4106.88 万、1950.77 万和 273.79 万。公司本次股权激励计划覆盖了公司 9.6%的员工，有效的实现公司核心人才队伍的稳定，充分调动中层员工的工作积极性。
- **家电+汽车业绩共振，维持增持评级。**2020 年空调行业新能效标准升级有望加快变频机渗透率，拉动公司电子膨胀阀等制冷核心零部件的销售，2020 年电子膨胀阀有望实现 50%；同时，汽零业务随着特斯拉中国区投产，以及前期跟宝马、大众等全球一线整车厂签订的热管理零部件订单 2020 年将进入集中交付，收入端有望持续保持快速增长，2020 年公司将迎来家电和汽车两块业务的业绩共振。我们维持公司 2019-2021 年盈利预测，归母净利润分别为 14.6 亿元、17.5 亿元和 21.0 亿元，分别同比增长 12.9%、20.1%和 20%，对应 EPS 分别为 0.53 元/股、0.63 元/股和 0.76 元/股，对应动态市盈率为 39 倍、33 倍和 27 倍，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	10,836	8,621	11,685	13,483	15,664
同比增长率(%)	13.1	4.3	7.8	15.4	16.2
归母净利润(百万元)	1,292	1,056	1,459	1,752	2,103
同比增长率(%)	4.6	3.2	12.9	20.1	20.0
每股收益(元/股)	0.61	0.38	0.53	0.63	0.76
毛利率(%)	28.6	28.7	30.0	30.6	30.9
ROE(%)	15.0	11.8	14.5	14.8	15.1
市盈率	34	/	39	33	27

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	9,581	10,836	11,685	13,483	15,664
其中: 营业收入	9,581	10,836	11,685	13,483	15,664
减: 营业成本	6,589	7,738	8,178	9,356	10,817
减: 税金及附加	81	86	92	107	124
主营业务利润	2,912	3,012	3,415	4,020	4,723
减: 销售费用	489	532	584	674	783
减: 管理费用	545	582	643	742	862
减: 研发费用	327	437	467	539	627
减: 财务费用	125	-52	14	-7	-37
经营性利润	1,425	1,512	1,707	2,072	2,488
减: 资产减值损失	49	55	4	16	19
减: 信用减值损失	0	0	10	17	20
加: 投资收益及其他	38	49	0	0	0
营业利润	1,472	1,546	1,748	2,099	2,519
加: 营业外净收入	4	-7	0	0	0
利润总额	1,477	1,539	1,748	2,099	2,519
减: 所得税	226	228	267	321	385
净利润	1,251	1,311	1,481	1,778	2,133
少数股东损益	15	19	21	26	31
归属于母公司所有者的净利润	1,236	1,292	1,459	1,752	2,103
全面摊薄总股本	2,120	2,131	2,766	2,766	2,766
每股收益 (元)	0.60	0.61	0.53	0.63	0.76

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。