

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

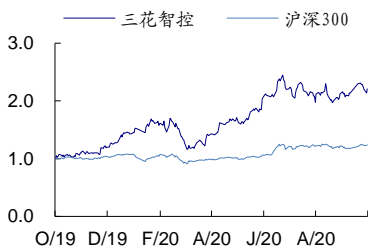
汽车零部件 II

三花智控(002050)
增持

2020 三季度财报点评

(维持评级)

2020 年 10 月 21 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)	3,592/3,516
总市值/流通(百万元)	82,401/80,647
上证综指/深圳成指	3,328/13,604
12 个月最高/最低(元)	26.05/13.23

相关研究报告:

《三花智控-002050-2020 年 7 月产销点评: 优势产品门类再发力, 斩获恒驰 25 亿新订单》——2020-08-19

《三花智控-002050-2020 半年报财报点评: 汽车逆势高速增长, 业绩符合预期》——2020-08-14

《三花智控-002050-深度报告: 新能源热管理领域的高壁垒龙头》——2020-08-11

《国信证券-三花智控-002050-2019 年报暨 2020 一季报点评: 一季报现金流亮眼, 营收表现强于行业》——2020-04-29

《三花智控-002050-2019 年业绩快报点评: 业绩符合预期, 汽车订单持续开拓》——2020-02-15

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号: S0980515080001

证券分析师: 何俊艺

电话: 0755-81981823

E-MAIL: hejunyi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080001

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

汽零与家电持续改善, 业绩略超预期

● 20Q3 利润同比增长 23.51%, 业绩略超预期

公司前三季度实现营收 85.93 亿 (-0.32%), 实现归母净利润 10.92 亿 (+3.40%), 单三季度来看, 公司实现营收 32.75 亿 (+17.40%), 实现归母净利润 4.49 亿 (+23.51%), 公司汽零与家电业务同比增速均呈现持续改善态势, 公司业绩略超预期。

● 衍生业务对冲人民币升值风险, 20Q3 受汇率影响较小

公司出口业务占比较高 (2019 年为 50.44%), 汇率对公司影响较为显著。单三季度归母净利润为 4.49 亿 (+23.51%), 扣非归母净利润为 3.75 亿 (-8.30%), 非经常性损益主要受到三季度人民币升值影响, 公司开展了衍生工具业务主要用于对冲汇兑损失, 20Q3 衍生工具收益+汇兑损失整体体现为-310 万元损失, 19Q3 为整体体现为 1650.89 万元收益。由于汇兑收益计入经常性损益, 而衍生工具损益计入非经常损益, 但是两者均为汇率影响相互对冲, 故应重点关注整体利润情况。

● 发行 30 亿可转换债券, 主要募投控制类元器件

公司拟募资发行总额不超过 30 亿可转换债券, 主要用于: 年产 6500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目 (14.87 亿), 年产 5050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目 (6.98 亿), 补充流动资金 (8.15 亿), 预计建设期六年, 达产后预计可实现年均销售收入 36.32 亿, 年均利润总额 10.51 亿, 我们测算净利率为 24.60%, 项目盈利能力较高。

● 风险提示:

汽车行业复苏进度低于预期, 疫情影响后期需求复苏不及预期。

● 投资逻辑: 热管理赛道空间大, 掌握核心技术的高壁垒供应商

我们上调公司 20/21/22 年归母净利润分别为 14.60/19.28/21.94 亿 (原: 13.65/18.60/21.16 亿, 主要由于毛利率持续环比改善以及家电业务营收增速超预期), EPS 分别为 0.41/0.54/0.61 元 (原: 0.38/0.52/0.59 元), 上调合理估值为 27.00-29.70 元 (原: 26.00-28.60 元, 对应 2021 年 50-55x PE), 维持“增持”评级。

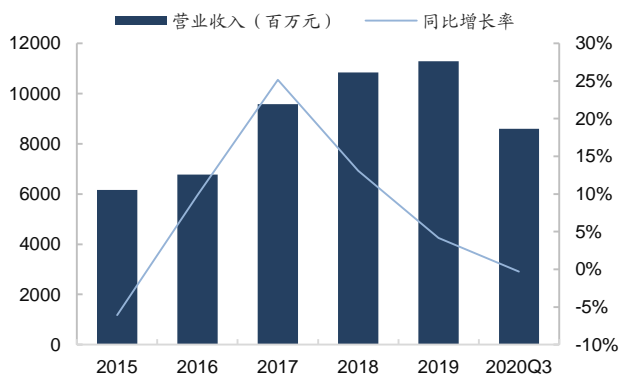
盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,287	11,855	14,544	16,503
(+/-%)	4.2%	5.0%	22.7%	13.5%
净利润(百万元)	1421	1460	1928	2194
(+/-%)	10.0%	2.7%	32.1%	13.8%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.41	0.54	0.61
EBIT Margin	18.3%	14.2%	15.5%	15.7%
净资产收益率(ROE)	15.3%	14.7%	17.8%	18.6%
市盈率(PE)	44.6	56.5	42.7	37.6
EV/EBITDA	28.4	42.6	33.2	29.3
市净率(PB)	6.83	8.28	7.62	6.98

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

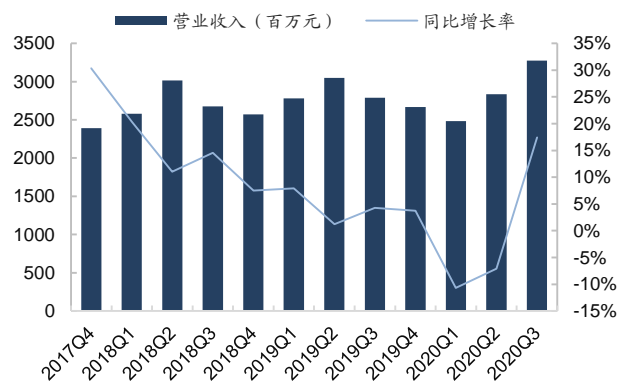
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营收及同比增速



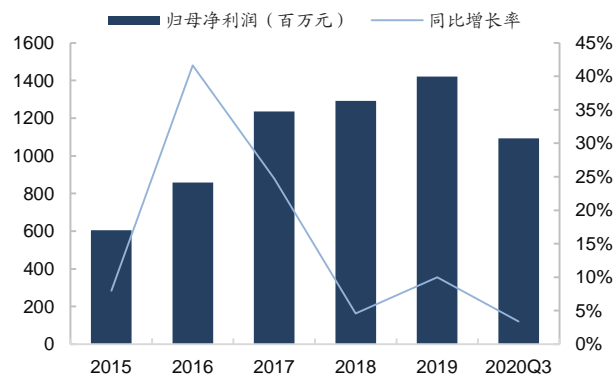
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营收及同比增速



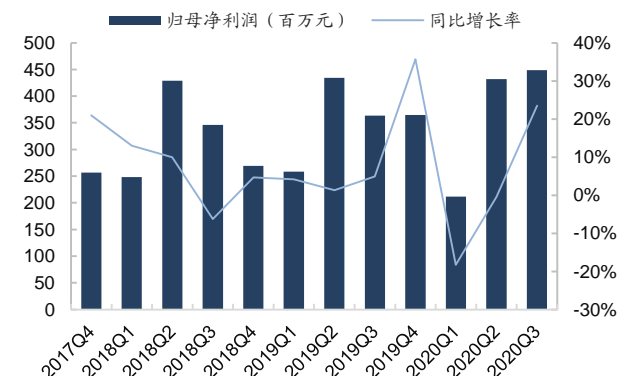
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及同比增速



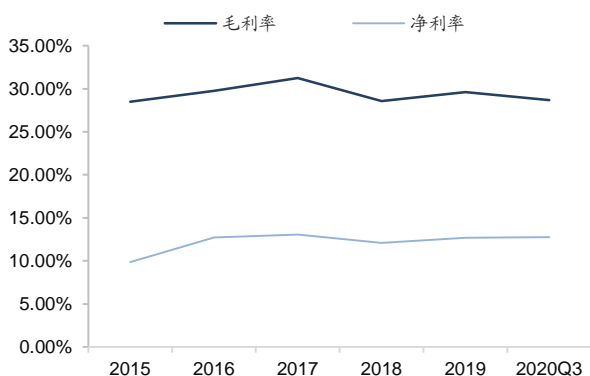
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及同比增速



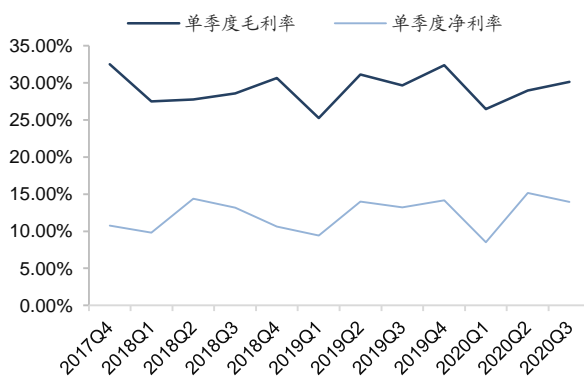
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率及净利率



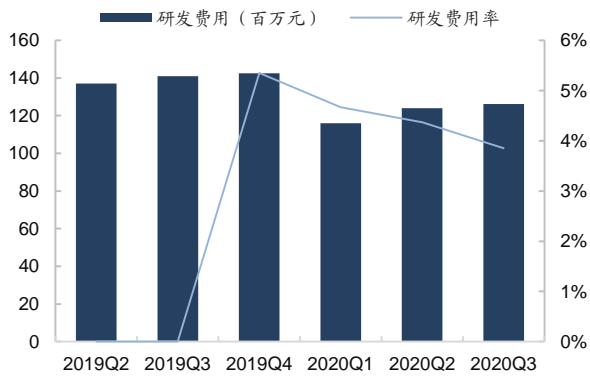
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司单季度毛利率及净利率



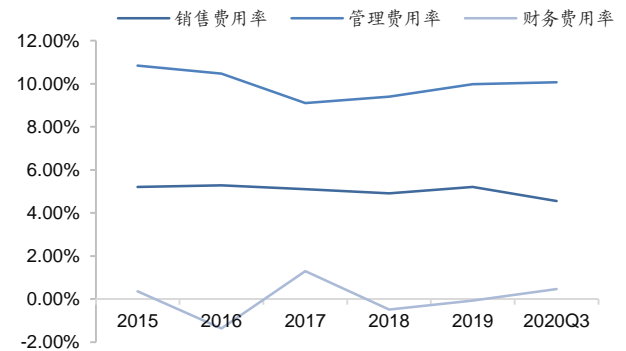
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司单季度研发费用及费用率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 三项费用率变化情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值对标分析

长期看公司质地优秀,能够凭借在电子膨胀阀领域的强势产品和多样化产品、模块化产品布局的优势,牢牢占据国内新能源汽车热管理龙头位置,属于细分赛道隐形冠军。

估值对标分析:主要分为特斯拉产业链标的和热管理产业链标的进行估值对标;其中,特斯拉产业链对标公司分别为拓普集团、宁德时代和旭升股份,拓普集团主要从事汽车 NVH 领域橡胶减震产品和隔音产品,宁德时代则是新能源汽车动力电池龙头企业,旭升股份则是热成型压铸和锻造的精密铝合金汽车零部件生产商,算上三花智控后,这四家公司 21 年平均估值在 53.46x 左右;热管理产业链主要对标公司为银轮股份和克来机电,银轮股份是三花在国内热管理厂商最大的竞争对手,强势产品为热交换器部件,克来机电则深耕于 CO2 热泵领域的高压管道回路,算上三花后,热管理标的 21 年平均估值为 37.91x 左右。

我们上调公司 20/21/22 年归母净利润分别为 14.60/19.28/21.94 亿(原:13.65/18.60/21.16 亿,主要由于毛利率持续环比改善以及家电业务增速超预期),EPS 分别为 0.41/0.54/0.61 元(原:0.38/0.52/0.59 元),上调合理估值为 27.00-29.70 元(原:26.00-28.60 元,对应 2021 年 50-55x PE),维持“增持”评级。

表 1: 可比公司对标

公司	代码	市值	股价	每股盈利			市盈率			评级
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
三花智控	002050.SZ	824	22.94	0.41	0.54	0.61	56.45	42.73	37.56	增持
拓普集团	601689.SH	430	40.8	0.55	0.84	1.06	74.18	48.57	38.49	增持
宁德时代	300750.SZ	5628	241.6	2.27	3.05	3.92	106.43	79.21	61.63	无评级
旭升股份	603305.SH	180	40.3	0.7	0.93	1.21	57.57	43.33	33.31	无评级
银轮股份	002116.SZ	106	13.36	0.48	0.6	0.74	27.83	22.27	18.05	增持
克来机电	603960.SH	106	40.44	0.61	0.83	1.1	66.30	48.72	36.76	增持
特斯拉标的平均估值							73.66	53.46	42.75	
热管理标的平均估值							50.19	37.91	30.79	
整体平均估值							64.79	47.47	37.63	

资料来源: 资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

备注: 未评级公司参照 wind 一致预期, 参照 10 月 20 日收盘价

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2664	3500	4000	4500	营业收入	11287	11855	14544	16503
应收款项	4066	4270	5239	5945	营业成本	7947	8418	10185	11529
存货净额	2181	2304	2791	3158	营业税金及附加	92	95	116	132
其他流动资产	147	155	190	215	销售费用	589	569	727	825
流动资产合计	10051	11223	13214	14811	管理费用	596	1088	1257	1424
固定资产	3861	4427	5028	5663	财务费用	(8)	57	82	106
无形资产及其他	526	506	486	466	投资收益	25	25	25	25
投资性房地产	338	338	338	338	资产减值及公允价值变动	56	56	56	56
长期股权投资	15	16	18	20	其他收入	(489)	0	0	0
资产总计	14790	16510	19084	21299	营业利润	1664	1709	2258	2569
短期借款及交易性金融负债	1518	2265	3138	3708	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
应付款项	2718	2872	3479	3937	利润总额	1663	1708	2257	2568
其他流动负债	472	520	629	713	所得税费用	229	236	311	354
流动负债合计	4708	5658	7247	8357	少数股东损益	13	13	17	19
长期借款及应付债券	393	393	393	393	归属于母公司净利润	1421	1460	1928	2194
其他长期负债	324	430	536	643					
长期负债合计	716	823	929	1036	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5425	6480	8176	9393	净利润	1421	1460	1928	2194
少数股东权益	74	81	91	103	资产减值准备	(24)	8	5	5
股东权益	9292	9948	10816	11803	折旧摊销	364	402	472	536
负债和股东权益总计	14790	16510	19084	21299	公允价值变动损失	(56)	(56)	(56)	(56)
					财务费用	(8)	57	82	106
					营运资本变动	1818	(19)	(664)	(446)
					其它	31	(0)	5	6
					经营活动现金流	3555	1795	1690	2240
					资本开支	(683)	(901)	(1001)	(1101)
					其它投资现金流	(994)	0	0	0
					投资活动现金流	(1678)	(903)	(1003)	(1103)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	171	0	0	0
					支付股利、利息	(595)	(803)	(1061)	(1207)
					其它融资现金流	286	747	873	570
					融资活动现金流	(562)	(56)	(187)	(637)
					现金净变动	1315	836	500	500
					货币资金的期初余额	1349	2664	3500	4000
					货币资金的期末余额	2664	3500	4000	4500
					企业自由现金流	3279	935	754	1225
					权益自由现金流	3737	1633	1556	1703

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.51	0.41	0.54	0.61
每股红利	0.22	0.22	0.30	0.34
每股净资产	3.36	2.77	3.01	3.29
ROIC	17%	13%	16%	16%
ROE	15%	15%	18%	19%
毛利率	30%	29%	30%	30%
EBIT Margin	18%	14%	16%	16%
EBITDA Margin	22%	18%	19%	19%
收入增长	4%	5%	23%	13%
净利润增长率	10%	3%	32%	14%
资产负债率	37%	40%	43%	45%
息率	0.9%	1.3%	1.7%	1.9%
P/E	44.6	56.5	42.7	37.6
P/B	6.8	8.3	7.6	7.0
EV/EBITDA	28.4	42.6	33.2	29.3

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