

三花智控 (002050)

证券研究报告

2019年10月25日

业绩稳健增长，汽配业务前景可期

事件：公司发布 2019 年三季报，前三季度实现收入 86.21 亿元，同比+4.30%，归母净利润 10.56 亿元，同比+3.22%；对应 Q3 实现收入 27.90 亿元，同比+4.29%，归母净利润 3.63 亿元，同比+4.91%，扣非归母净利润 4.09 亿元，同比+17.91%。

制冷业务稳健增长，汽配业务增速靓丽，根据产业在线数据，Q3 下游空调整机总销量同比下滑 0.4%，其中内销下降 2.9%，较上半年环比有所改善。从阀类数据看，19 年 7-8 月截止阀、四通阀、电子膨胀阀内销增速分别为+15.98%、+8.97%、+5.10%，环比上半年有所回暖，再从产业在线空调数据及下游整机情况看，Q3 传统家电阀类收入增长趋稳。我们预计公司传统制冷业务 Q3 净利润同比稳健增长。公司汽配业务在手订单充足，随着 Q3 季度特斯拉 Model 3 超预期放量以及特斯拉上海工厂即将投产，新能源车热管理业务对于整体收入端拉动将更加明显，目前公司新能源汽车业务利润占整体汽配业务正在逐步提升；我们预计 Q3 季度汽配业务同比增速仍处高位，公司微通道业务处于改善中，亚威科改善仍需时日。

毛利率改善显著，费用率保持稳定，公司 19Q1-Q3 毛利率、净利率分别为 28.74%、12.26%，同比分别+0.80、-0.30pct；其中 Q3 季度毛利率、净利率分别为 29.64%、13.19%，同比分别+1.06、+0.03pct，毛利率稳健提升，净利率基本保持稳定。毛利率提升主要是受益于公司产品结构升级、大宗原材料价格趋稳以及汇率波动综合所导致。**从费用率看**，19Q3 销售、管理、研发、财务费用率同比分别-1.4、-0.23、+0.79、+0.78pct。销售费用率的下降系前期预先记入的约 0.15 亿元费用得以对冲，在多计入 0.15 亿元费用的情况下管理费用率依然有所降低。

在手资金充裕，周转效率保持稳定，从资产负债表看，19Q3 期末货币资金+其他流动资产为 33.48 亿元，环比 H1 提升 1.90 亿元。从应收款项看，应收账款+票据 44.07 亿元，环比增加 0.13 亿元，同比+1%。存货 18.45 亿元，环比增加 0.4 亿元，同比-5.15%。预收款项 0.14 亿元，同比+15.97%。周转方面，公司 19Q1-Q3 存货及应收账款周转天数同比-1.09 天、+0.35 天，营业周期减少 0.73 天，公司存货周转率提高，营业周期略微缩短。从现金流量表看，公司 19Q3 经营活动产生的现金流量净额 2.97 亿元，其中 Q3 销售商品及提供劳务现金流入同比+10.17%，环比 Q2 下降 0.47%。

投资建议：考虑到随着特斯拉中国工厂即将投产，未来 model3 有望放量以及 Model Y 可能的发包进展，有望带动公司收入端稳健增长。同时，电子膨胀阀、变频控制器、压力传感器等节能环保新品将持续受益于消费升级，为公司盈利能力带来改善空间，基于公司三季报利润增速以及空调业务有所放缓，汽配业务预计将在 2020 年放量，我们将公司 19-21 年净利润由 14.11、16.56、20.01 亿元小幅调整为 13.86、16.11、18.86 亿元，当前股价对应 19-21 年 28.2x、24.3x、20.8xPE，维持买入评级。

风险提示：特斯拉产销不及预期，空调业务不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,581.24	10,835.99	11,431.93	12,769.60	14,408.72
增长率(%)	41.54	13.10	5.50	11.70	12.84
EBITDA(百万元)	2,167.69	2,175.21	1,634.53	1,904.23	2,226.69
净利润(百万元)	1,235.95	1,292.35	1,385.93	1,610.86	1,886.15
增长率(%)	44.14	4.56	7.24	16.23	17.09
EPS(元/股)	0.45	0.47	0.50	0.58	0.68
市盈率(P/E)	31.66	30.28	28.24	24.29	20.75
市净率(P/B)	4.97	4.54	3.87	3.55	3.27
市销率(P/S)	4.08	3.61	3.42	3.06	2.72
EV/EBITDA	17.83	12.63	22.79	19.15	16.31

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	14.15 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,765.66
流通 A 股股本(百万股)	2,414.79
A 股总市值(百万元)	39,134.06
流通 A 股市值(百万元)	34,169.34
每股净资产(元)	3.25
资产负债率(%)	36.45
一年内最高/最低(元)	17.98/9.63

作者

蔡雯娟	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
卢璐	联系人
llu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《三花智控-半年报点评:收入增长平稳，汽配业务表现靓丽》 2019-08-30
- 《三花智控-季报点评:19Q1：收入实现稳健增长，新能源汽配业务表现优秀》 2019-04-22
- 《三花智控-年报点评报告:新能源热管理大幅增长，经营性净现金显著改善》 2019-04-03

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,501.36	1,348.91	2,444.95	3,256.55	3,471.36
应收票据及应收账款	3,616.67	4,074.69	3,690.34	4,190.57	4,701.95
预付账款	53.90	49.52	59.72	63.69	73.91
存货	1,856.57	2,026.87	1,972.44	2,446.90	2,560.47
其他	1,755.01	2,187.07	1,498.36	1,808.30	1,884.64
流动资产合计	8,783.52	9,687.06	9,665.81	11,766.00	12,692.32
长期股权投资	59.69	12.55	12.55	12.55	12.55
固定资产	2,480.89	2,942.47	3,073.29	3,119.14	3,101.02
在建工程	466.86	610.67	402.40	289.44	203.67
无形资产	418.55	534.75	511.67	488.58	465.50
其他	138.47	144.66	133.08	131.76	132.57
非流动资产合计	3,564.45	4,245.11	4,132.99	4,041.48	3,915.31
资产总计	12,347.97	13,932.17	13,798.80	15,807.48	16,607.62
短期借款	607.41	1,104.57	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	2,497.47	2,724.98	2,444.57	3,401.58	3,256.86
其他	649.96	963.30	741.50	866.66	844.77
流动负债合计	3,754.83	4,792.85	3,286.07	4,368.24	4,201.63
长期借款	485.43	222.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	182.46	217.25	192.92	197.54	202.57
非流动负债合计	667.89	439.25	292.92	297.54	302.57
负债合计	4,422.72	5,232.10	3,578.99	4,665.78	4,504.21
少数股东权益	49.88	85.23	103.28	121.97	140.54
股本	2,120.32	2,130.65	2,765.66	2,765.66	2,765.66
资本公积	1,620.35	1,702.23	1,702.23	1,702.23	1,702.23
留存收益	5,795.81	6,639.96	7,350.87	8,254.07	9,197.22
其他	(1,661.11)	(1,858.00)	(1,702.23)	(1,702.23)	(1,702.23)
股东权益合计	7,925.25	8,700.08	10,219.81	11,141.70	12,103.42
负债和股东权益总	12,347.97	13,932.17	13,798.80	15,807.48	16,607.62

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,250.88	1,311.31	1,385.93	1,610.86	1,886.15
折旧摊销	293.14	311.00	160.54	170.19	176.98
财务费用	34.73	49.91	(57.16)	(63.85)	(72.04)
投资损失	(37.98)	(48.51)	(46.09)	(60.00)	(80.00)
营运资金变动	(2,187.46)	(868.08)	724.94	(200.73)	(914.59)
其它	1,295.40	531.96	19.00	19.00	19.00
经营活动现金流	648.72	1,287.60	2,187.16	1,475.47	1,015.50
资本支出	971.25	945.09	85.77	76.38	45.97
长期投资	55.35	(47.13)	1.45	1.00	1.00
其他	(2,782.86)	(2,177.35)	(103.34)	(97.81)	(15.95)
投资活动现金流	(1,756.26)	(1,279.39)	(16.12)	(20.43)	31.02
债权融资	1,336.12	1,808.58	561.62	562.31	601.98
股权融资	1,338.72	29.42	847.93	63.85	72.04
其他	(1,765.68)	(2,040.76)	(2,684.55)	(1,269.60)	(1,505.73)
筹资活动现金流	909.15	(202.76)	(1,275.00)	(643.44)	(831.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(198.38)	(194.55)	896.04	811.61	214.81

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,581.24	10,835.99	11,431.93	12,769.60	14,408.72
营业成本	6,588.66	7,738.41	8,167.96	9,105.52	10,244.68
营业税金及附加	81.04	85.75	91.46	102.16	115.27
营业费用	489.32	532.07	571.60	638.48	720.44
管理费用	544.84	582.49	628.76	676.79	720.44
研发费用	327.17	437.17	482.43	510.78	576.35
财务费用	124.80	(52.21)	(57.16)	(63.85)	(72.04)
资产减值损失	48.56	54.78	61.83	61.83	61.83
公允价值变动收益	10.28	(21.20)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	37.98	48.51	46.09	60.00	80.00
其他	(143.71)	(116.11)	(188.82)	(216.24)	(256.24)
营业利润	1,472.29	1,546.32	1,627.79	1,894.13	2,218.00
营业外收入	10.97	2.00	3.72	2.00	2.00
营业外支出	6.65	9.02	1.00	1.00	1.00
利润总额	1,476.62	1,539.30	1,627.79	1,894.13	2,218.00
所得税	225.74	228.00	244.58	284.27	332.85
净利润	1,250.88	1,311.31	1,383.21	1,609.86	1,885.15
少数股东损益	14.93	18.96	19.00	19.00	19.00
归属于母公司净利润	1,235.95	1,292.35	1,385.93	1,610.86	1,886.15
每股收益(元)	0.45	0.47	0.50	0.58	0.68

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	41.54%	13.10%	5.50%	11.70%	12.84%
营业利润	59.05%	5.03%	5.27%	16.36%	17.10%
归属于母公司净利润	44.14%	4.56%	7.24%	16.23%	17.09%
获利能力					
毛利率	31.23%	28.59%	28.55%	28.69%	28.90%
净利率	12.90%	11.93%	12.12%	12.61%	13.09%
ROE	15.69%	15.00%	13.70%	14.62%	15.77%
ROIC	28.49%	16.64%	14.97%	19.12%	22.08%
偿债能力					
资产负债率	35.82%	37.55%	25.94%	29.52%	27.12%
净负债率	-2.09%	5.28%	-18.43%	-24.18%	-23.71%
流动比率	2.34	2.02	2.94	2.69	3.02
速动比率	1.84	1.60	2.34	2.13	2.41
营运能力					
应收账款周转率	3.18	2.82	2.94	3.24	3.24
存货周转率	6.26	5.58	5.72	5.78	5.76
总资产周转率	0.92	0.82	0.82	0.86	0.89
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.47	0.50	0.58	0.68
每股经营现金流	0.23	0.47	0.79	0.53	0.37
每股净资产	2.85	3.11	3.66	3.98	4.33
估值比率					
市盈率	31.66	30.28	28.24	24.29	20.75
市净率	4.97	4.54	3.87	3.55	3.27
EV/EBITDA	17.83	12.63	22.79	19.15	16.31
EV/EBIT	20.60	14.69	25.27	21.03	17.71

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com