

三花智控 (002050)

汽零业务增长亮眼，新能效利好制冷业务

---三花智控 2019 三季度报点评

	范杨 (分析师)	孙浩文 (研究助理)	颜晓晴 (分析师)
	021-38031722	021-38032694	021-38032024
	fanyang021430@gtjas.com	sunhaowen@gtjas.com	yanxiaoping@gtjas.com
证书编号	S0880519050001	S0880118120037	S0880519050002

本报告导读:

2019Q3 汽零业务仍是公司成长主动力，考虑新能效标准即将推行，公司业绩上行风险加大，上调目标价至 16.3 元，维持增持评级。

投资要点:

- **维持盈利预测，上调目标价至 16.3 元，增持。** Q3 业绩基本符合我们预期，维持 2019-21 年 EPS 预测 0.51/0.58/0.69 元。Q3 汽零业务仍旧是公司成长主动力，新能源汽车发展空间大，公司长期成长动力充沛，另外考虑新能效标准即将推行，公司业绩上行风险加大，给予公司 2020 年 28xPE，上调目标价至 16.3 元(原 12.75 元，+27.8%)，维持增持评级。
- **2019Q3 业绩基本符合预期。** 2019Q3 收入 27.9 亿元 (+4.3%)，归母净利润 3.63 亿元 (+4.9%)，毛利率 29.6% (+1.1pct)，归母净利率 13.0% (+0.1pct)。2019Q1-Q3 累计收入 86.2 亿元 (+4.3%)，归母净利润 10.6 亿元 (+3.2%)，毛利率 28.7% (+0.8pct)，归母净利率 12.3% (-0.1pct)
- **汽零业务仍旧是成长主动力。** 分产品看，制冷单元业务营收 23.5 亿 (+1.5%)，归母净利润 2.81 亿 (+1.2%)。汽零业务营收 4.4 亿元 (+20%)，归母净利润 0.69 亿元 (+20%)，其中新能源汽零业务营收 1.98 亿，占汽零业务整体同比提升 9pct 至 45%。微通道 3 季度营收持平，公司“开源节流”初见成效，毛利率、净利率分别增长 3%，11%。亚威科 3 季度营收降幅收窄，毛利率小幅提升。
- **新能源汽零订单在手，未来持续增长可期。** 公司新能源汽零在手订单持续增长。随着新能源汽车的普及，新能源汽零业务有助于公司业绩长期增长。空调制冷业务方面，商用空调零部件国产替代占比逐渐提升，同时空调能效标准升级落地，将拉动公司销售结构逐步改善。
- **风险提示：** 空调去库存不及预期，新能源汽车业务增长不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,581	10,836	11,726	13,127	14,859
(+/-)%	25%	13%	8%	12%	13%
经营利润 (EBIT)	1,550	1,460	1,673	1,912	2,250
(+/-)%	53%	-6%	15%	14%	18%
净利润 (归母)	1,236	1,292	1,397	1,617	1,906
(+/-)%	25%	5%	8%	16%	18%
每股净收益 (元)	0.45	0.47	0.51	0.58	0.69
每股股利 (元)	0.15	0.10	0.11	0.14	0.17

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	16.2%	13.5%	14.3%	14.6%	15.1%
净资产收益率 (%)	15.7%	15.0%	14.2%	14.5%	15.0%
投入资本回报率 (%)	16.9%	13.6%	16.8%	17.7%	20.1%
EV/EBITDA	21.01	15.53	14.26	12.32	10.17
市盈率	31.66	30.28	28.01	24.21	20.53
股息率 (%)	1.1%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **16.30**

上次预测: 12.75

当前价格: 14.15

2019.10.25

交易数据

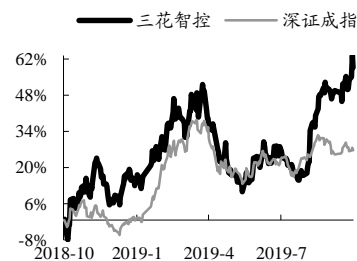
52 周内股价区间 (元)	9.63-17.98
总市值 (百万元)	39,134
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,766/2,415
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	87%
日均成交量 (百万股)	14.63
日均成交值 (百万元)	180.29

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	8,975
每股净资产	3.25
市净率	4.4
净负债率	-4.70%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.09	0.09
Q2	0.16	0.16
Q3	0.13	0.14
Q4	0.10	0.12
全年	0.47	0.51

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	27%	61%
相对指数	10%	24%	35%

相关报告

《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

《Q4 收入增长放缓，盈利能力降幅收窄》2019.04.03

《业绩符合预期，未来继续乘新能源车东风》2018.04.16

《业绩符合预期，把握汽零高确定性机会》2018.02.26

模型更新时间: 2019.10.25

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: 16.30

上次预测: 12.75

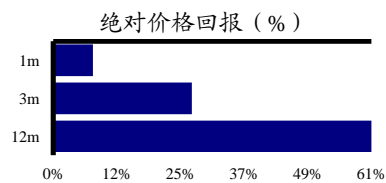
当前价格: 14.15

公司网址

www.zjshc.com

公司简介

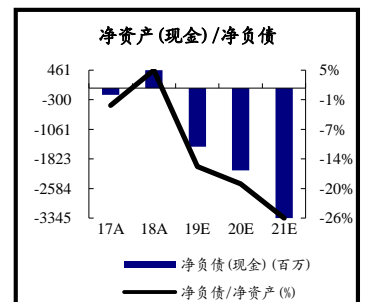
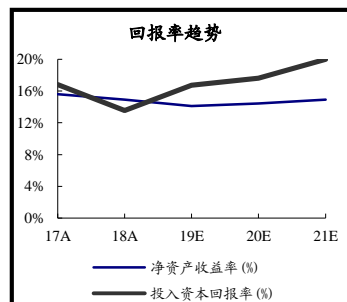
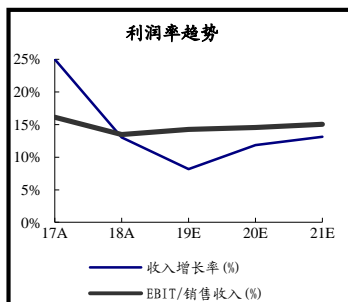
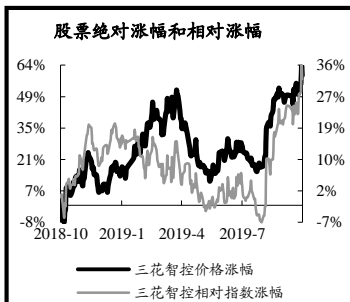
公司是一家全球领先的生产和研发制冷空调控制元件和零部件的厂商。在汽车、电器和空调行业中,通过与全球著名企业的合作紧密,三花已成为世界领先的 OEM 供应商,提供高品质且最具竞争力的商品。



52 周价格范围: 9.63-17.98
市值 (百万): 39,134

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	9,581	10,836	11,726	13,127	14,859
营业成本	6,589	7,738	8,283	9,206	10,336
税金及附加	81	86	94	105	119
销售费用	489	532	586	656	743
管理费用	545	582	621	709	802
EBIT	1,550	1,460	1,673	1,912	2,250
公允价值变动收益	10	-21	0	0	0
投资收益	38	49	30	30	30
财务费用	125	-52	37	13	5
营业利润	1,472	1,546	1,666	1,929	2,274
所得税	226	228	254	294	346
少数股东损益	15	19	19	23	26
归母净利润	1,236	1,292	1,397	1,617	1,906
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,507	1,349	3,295	3,895	5,115
其他流动资产	7,276	8,338	7,389	8,730	9,518
长期投资	60	13	13	13	13
固定资产合计	2,481	2,942	2,829	2,738	2,597
无形及其他资产	1,024	1,290	1,461	1,608	1,780
资产合计	12,348	13,932	14,987	16,984	19,022
流动负债	3,755	4,793	4,632	5,290	5,766
非流动负债	668	439	439	439	439
股东权益	7,925	8,700	9,915	11,255	12,817
投入资本(IC)	7,754	9,160	8,429	9,168	9,511
现金流量表					
NOPLAT	1313	1244	1419	1622	1908
折旧与摊销	293	311	337	365	389
流动资金增量	914	324	-788	682	312
资本支出	-594	-907	-390	-418	-416
自由现金流	1,927	972	577	2,251	2,194
经营现金流	664	1,288	2,562	1,342	2,029
投资现金流	-1,772	-1,279	-360	-388	-386
融资现金流	909	-203	-255	-354	-424
现金流净增加额	-198	-195	1,946	600	1,219
财务指标					
成长性					
收入增长率	25.1%	13.1%	8.2%	11.9%	13.2%
EBIT 增长率	53.2%	-5.8%	14.6%	14.3%	17.6%
净利润增长率	24.7%	4.6%	8.1%	15.7%	17.9%
利润率					
毛利率	31.2%	28.6%	29.4%	29.9%	30.4%
EBIT 率	16.2%	13.5%	14.3%	14.6%	15.1%
归母净利润率	12.9%	11.9%	11.9%	12.3%	12.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	15.7%	15.0%	14.2%	14.5%	15.0%
总资产收益率(ROA)	10.0%	9.3%	9.3%	9.5%	10.0%
投入资本回报率(ROIC)	16.9%	13.6%	16.8%	17.7%	20.1%
运营能力					
存货周转天数	89	92	75	85	84
应收账款周转天数	121	130	106	119	118
总资产周转天数	417	443	450	444	442
净利润现金含量	53.7%	99.6%	183.3%	83.0%	106.5%
资本支出/收入	6.2%	8.4%	3.3%	3.2%	2.8%
偿债能力					
资产负债率	35.8%	37.6%	33.8%	33.7%	32.6%
净负债率	-2.2%	5.3%	-15.2%	-18.8%	-26.1%
估值比率					
PE(现价)	31.66	30.28	28.01	24.21	20.53
PB	6.44	4.07	3.99	3.52	3.09
EV/EBITDA	21.01	15.53	14.26	12.32	10.17
P/S	3.13	2.78	2.57	2.30	2.03
股息率	1.1%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%



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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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		