天风证券 TF SECURITIES

三花智控（002050）

证券研究报告
2020 年 10 月 22 日

阀类产品热销，汽零业务表现喜人

事件：公司 2020 年前三季度实现营业收入 85.93 亿元，同比-0.32%，归母净利润 10.92 亿元，同比+3.4%；其中 2020Q3 实现营业收入 32.75 亿元，同比+17.4%，归母净利润 4.49 亿元，同比+23.51%。

阀类产品热销，汽零业务表现喜人

空调业务方面，经历了上半年疫情影响下阀类产品需求低迷期，我们认为在能效切换，结构提升和后疫情的生产恢复的带动下，公司业务端表现良好。从行业端来看，阀类产品表现亮眼。根据产业在线数据，2020Q3 电子膨胀阀、截止阀、四通阀同比分别+37.6%、32.7%和 37.6%。结合上述数据，我们预计 2020 年前三季度公司传统空调业务增长约 15-20%左右。汽零业务方面，2020 年 Q3 特斯拉 Model 3/Y 车型交付打破记录。随着特斯拉交付量的增长、国内蔚来、小鹏等造车新势力的持续发展及丰田日系客户订单的落地，公司汽零表现喜人。

毛利端有所改善，财务费用率同比增幅显著

2020Q3 毛利率为 30.14%，同比+0.5pct，环比二季度增长 1.17pct，净利率为 13.95%，同比+0.76pct。我们预计，此次毛利率环比大幅改善主要得益于能效标准提升下电子膨胀阀需求量上升，传统空调业务产品结构的持续改善等因素，未来随着汽零业务逐步进入规模化发展，毛利有望得到持续改善。从费用端来看，财务费用率的大幅增长主要受汇兑损失所致。

在手现金同比大幅增长，营业周期有所拉长

从资产负债表的角度看，公司 2020 年 Q3 期末现金+交易性金融资产为 45.1 亿元，同比+92.86%，环比二季度-2.68%，在手现金充裕。**从周转情况看**，公司 2020Q3 期末存货和应收账款周转天数同比+5.28 和+7.71 天。

从现金流量表的角度看，公司 2020Q3 经营活动产生的现金流量净额为 4.66 亿元，同比+56.93%，其中销售商品及提供劳务现金流入 32.21 亿元，同比+7.27%；2020Q3 投资活动产生的现金流量净额为-0.83 亿元，同比-126.37%，主要系理财产品到期赎回净额减少。

投资建议：电子膨胀阀等新型阀件类产品将持续收益于节能大趋势，公司主业将持续改善。我们预计随着特斯拉 Model 3 的放量及与日系等其他车企的合作陆续落地，收入端有望稳健增长，长期成长性值得看好。结合 20 年三季报表现情况，预计公司 20-22 年公司归母净利润 15.42/ 20.19/ 25.27 亿元（前值：14.72/18.10/19.77 亿元），对应 EPS 0.43/ 0.56/ 0.70 元/股，当前股价对应 20-22 年 52.1/39.8/31.8PE，维持买入评级。

风险提示：新能源车政策波动风险；下游空调需求不及预期；新能源车销量不及预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,835.99	11,287.49	11,728.50	14,734.20	17,740.96
增长率(%)	13.10	4.17	3.91	25.63	20.41
EBITDA(百万元)	2,175.21	2,509.53	1,948.97	2,375.90	2,886.08
净利润(百万元)	1,292.35	1,421.20	1,542.47	2,019.05	2,526.99
增长率(%)	4.56	9.97	8.53	30.90	25.16
EPS(元/股)	0.36	0.40	0.43	0.56	0.70
市盈率(P/E)	62.23	56.59	52.14	39.83	31.83
市净率(P/B)	9.34	8.66	7.00	6.35	5.63
市销率(P/S)	7.42	7.13	6.86	5.46	4.53
EV/EBITDA	12.63	24.02	40.18	32.58	26.17

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	22.39 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,592.04
流通 A 股股本(百万股)	3,515.55
A 股总市值(百万元)	80,425.82
流通 A 股市值(百万元)	78,713.22
每股净资产(元)	2.68
资产负债率(%)	39.77
一年内最高/最低(元)	26.05/13.50

作者

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

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《三花智控-半年报点评:双“新”驱动，空间明朗》 2020-08-13
2 《三花智控-年报点评报告:汽零业务稳健成长，带动 Q1 业绩表现超预期》 2020-04-29
3 《三花智控-公司点评:Model Y 美国上市，热泵空调提升单车价值量》 2020-03-16

事件：公司 2020 年前三季度实现营业收入 85.93 亿元，同比-0.32%，归母净利润 10.92 亿元，同比+3.4%；其中 2020Q3 实现营业收入 32.75 亿元，同比+17.4%，归母净利润 4.49 亿元，同比+23.51%。

阀类产品热销，汽零业务表现喜人

空调业务方面，经历了上半年疫情影响下阀类产品需求低迷期，我们认为在新能效需求增长的带动下，公司空调业务端表现良好。从行业端来看，阀类产品表现亮眼。根据产业在线数据，2020Q3 电子膨胀阀、截止阀、四通阀同比分别+37.6%、32.7%和 37.6%。从下游来看，根据产业在线数据显示，2020Q3 空调行业整体排产约 3754 万台，同比+19.21%，公司主要客户美的及海尔排产表现良好，同比分别+32%和 42%，结合上述数据，我们预计 2020 年前三季度公司传统空调业务增长约 15-20%。**汽零业务方面，**随着特斯拉交付量的增长、国内蔚来、小鹏等造车新势力的持续发展及丰田日系客户订单的落地，公司汽零表现喜人。2020 年 Q3 特斯拉在全球交付新车 13.93 万辆，其中 Model S/X 车型交付 1.52 辆，Model 3/Y 车型交付 12.41 辆，打破了在 2019Q4 创下的 11.2 万辆的交付记录。

毛利端有所改善，财务费用率同比增幅显著

2020Q3 毛利率为 30.14%，同比+0.5pct，环比二季度增长 1.17pct，净利率为 13.95%，同比+0.76pct。我们预计，此次毛利率环比大幅改善主要得益于能效标准提升下电子膨胀阀需求量上升，传统空调业务产品结构的持续改善等因素，未来随着汽零业务逐步进入规模化发展，毛利有望得到持续改善。

从费用端来看，20Q3 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.08%、5.63%、3.85%、2.14%，同比+0.28、+0.47、-1.2、+3.68pct。财务费用率的大幅增长主要受汇兑损失所致。

在手现金同比大幅增长，营业周期有所拉长

从资产负债表的角度看，公司 2020 年 Q3 期末现金+交易性金融资产为 45.1 亿元，同比+92.86%，环比二季度-2.68%，在手现金充裕；存货为 19.21 亿元，同比+4.13%，应收票据和账款合计为 42.42 亿元，同比-3.75%。**从周转情况看，**公司 2020 年 Q3 期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 90.37、66.96 和 73.7 天，同比+5.28、+7.71 和+7.41 天。

从现金流量表的角度看，公司 2020Q3 经营活动产生的现金流量净额为 4.66 亿元，同比+56.93%，其中销售商品及提供劳务现金流入 32.21 亿元，同比+7.27%，收到与其他经营活动有关的现金 0.86 亿元，同比增长 167%，购买商品及接受劳务支付的现金 22.56 亿元，同比+4.27%；2020Q3 投资活动产生的现金流量净额为-0.83 亿元，同比-126.37%，主要系理财产品到期赎回净额减少；2020Q3 筹资活动产生的现金流量净额为-3.09 亿元，同比-1754.05%，主要系借款净增加额增加，股份回购现金流出减少。

公司拟公开发行可转债募集资金

为扩大公司生产规模、实现战略布局、增强公司盈利能力及提升公司核心竞争力，公司拟公开发行可转债募集资金。募集资金总额不超过 30 亿元，扣除发行费用后全部用于年产 6500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目及年 5050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目，项目总投资 34 亿元，其中补充流动资金 8 亿元。具体信息如下：

（1）利率：待定。

（2）转股期：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

（3）可转债到期日：自发行之日起六年。

表 1：公司本次公开发行可转债募集资金投资项目的具体情况

项目名称	实施主体	项目总投资（亿元）	拟使用募集资金投入（亿元）	项目建设期（年）	预计实现年均销售收入(亿元）	预计实现年均利润总额(亿元）
年产 6,500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目	浙江三花商用制冷有限公司	18	15	6	36	11
年产 5,050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目	公司	8	7	4	20	4
补充流动资金	公司	8	8			
合计		34	30		56	15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

限售期满且对股票回购价进行调整

2018 年限制性股票激励计划的第二个解除限售期的限售期将于 2020 年 11 月 5 日届满。根据公司出具的书面说明，按照《2018 年限制性股票激励计划》计算的 2018 年归属于母公司所有者加权平均净资产收益率为 17.22%，已满足第二个解除限售期的公司业绩考核要求。本次符合行权条件的激励对象共计 18 人，可行权数量为 13.18 万股，合计市值约 295 万元（基准股价：22.38 元）。

对限制性回购股票价格、数量调整：由于公司于 2020 年 6 月 3 日以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股，且 2020 年 9 月 16 日以公司现有总股本剔除已回购股份后 35.82 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 1 元人民币，因而需对限制性股票的回购价格、数量进行调整，调整后 2018 年限制性股票激励计划的回购价格约 4.59 元/股，回购数量约 1198 万股；2020 年限制性股票激励计划的回购价格约 7.36 元/股，回购数量约 1566 万股。

表 2：本次行权数量约 13 万股，合计市值 17.57 亿元

行权人	现有获授尚未行权的股票增值权数量（万股）	本期可行权数量（万股）	剩余未行权数量（万股）
公司外籍核心人才（18 人）	30.758	13.182	17.576

资料来源：公司公告，天风证券研究所

投资建议

空调龙头排产计划重回增长，电子膨胀阀等新型阀件类产品将持续收益于节能大趋势，公司主业将持续改善。我们预计随着特斯拉 Model 3 的放量及与日系等车企的合作陆续落地，收入端有望稳健增长，长期成长性值得看好。结合 20 年三季报表现情况，预计公司 20-22 年公司归母净利润 15.42/ 20.19/ 25.27 亿元（前值：14.72/18.10/19.77 亿元），对应 EPS 0.43/ 0.56/ 0.70 元/股，当前股价对应 20-22 年 52.1/39.8/31.8PE，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,348.91	2,663.72	2,206.43	3,029.87	4,708.27
应收票据及应收账款	4,074.69	3,968.48	4,051.80	5,474.03	5,995.71
预付账款	49.52	62.87	51.65	89.28	82.08
存货	2,026.87	2,180.84	1,954.26	3,264.20	2,907.45
其他	2,187.07	1,175.28	2,567.58	1,741.54	1,579.44
流动资产合计	**9,687.06**	**10,051.19**	**10,831.72**	**13,598.92**	**15,272.95**
长期股权投资	12.55	14.52	14.52	14.52	14.52
固定资产	2,942.47	3,379.61	3,510.25	3,591.16	3,581.25
在建工程	610.67	480.96	438.58	383.15	259.89
无形资产	534.75	525.87	504.54	483.20	461.87
其他	144.66	338.04	198.39	219.88	248.64
非流动资产合计	**4,245.11**	**4,739.00**	**4,666.27**	**4,691.92**	**4,566.17**
资产总计	**13,932.17**	**14,790.19**	**15,497.99**	**18,290.84**	**19,839.13**
短期借款	1,104.57	1,295.61	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	2,724.98	2,718.43	2,749.93	4,137.48	4,148.32
其他	963.30	694.23	735.73	921.69	807.70
流动负债合计	**4,792.85**	**4,708.28**	**3,585.66**	**5,159.16**	**5,056.02**
长期借款	222.00	392.88	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	217.25	323.61	241.11	260.66	275.12
非流动负债合计	**439.25**	**716.49**	**341.11**	**360.66**	**375.12**
负债合计	**5,232.10**	**5,424.77**	**3,926.77**	**5,519.82**	**5,431.14**
少数股东权益	85.23	73.79	84.35	98.48	116.05
股本	2,130.65	3,592.04	3,592.04	3,592.04	3,592.04
资本公积	1,702.23	1,090.80	1,090.80	1,090.80	1,090.80
留存收益	6,639.96	6,929.09	7,894.83	9,080.50	10,699.89
其他	(1,858.00)	(2,320.30)	(1,090.80)	(1,090.80)	(1,090.80)
股东权益合计	**8,700.08**	**9,365.42**	**11,571.22**	**12,771.02**	**14,407.98**
负债和股东权益总计	**13,932.17**	**14,790.19**	**15,497.99**	**18,290.84**	**19,839.13**

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,311.31	1,433.82	1,542.47	2,019.05	2,526.99
折旧摊销	311.00	371.57	183.07	195.85	204.51
财务费用	49.91	56.15	78.88	(73.67)	(88.70)
投资损失	(48.51)	(25.34)	(54.89)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(868.08)	1,929.65	(1,861.81)	(287.26)	81.67
其它	531.96	(1,865.69)	11.23	14.66	18.28
经营活动现金流	**1,287.60**	**1,900.16**	**(101.04)**	**1,838.63**	**2,712.75**
资本支出	945.09	558.53	331.98	181.45	36.53
长期投资	(47.13)	1.97	(0.52)	1.00	1.00
其他	(2,177.35)	(337.58)	133.84	(461.89)	(205.25)
投资活动现金流	**(1,279.39)**	**222.92**	**465.30**	**(279.44)**	**(167.72)**
债权融资	1,808.58	1,910.72	515.84	540.03	492.70
股权融资	29.55	(215.87)	1,150.75	73.81	88.84
其他	(2,040.90)	(2,428.67)	(2,688.14)	(1,349.59)	(1,448.17)
筹资活动现金流	**(202.76)**	**(733.81)**	**(1,021.55)**	**(735.76)**	**(866.63)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(194.55)**	**1,389.27**	**(657.29)**	**823.43**	**1,678.40**

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**10,835.99**	**11,287.49**	**11,728.50**	**14,734.20**	**17,740.96**
营业成本	7,738.41	7,946.84	8,292.91	10,232.60	12,321.10
营业税金及附加	85.75	92.31	76.12	117.87	124.19
营业费用	532.07	588.55	516.87	701.35	798.34
管理费用	582.49	595.78	665.53	836.09	1,006.71
研发费用	437.17	532.01	469.50	699.87	842.70
财务费用	(52.21)	(7.77)	78.88	(73.67)	(88.70)
资产减值损失	54.78	(27.90)	(3.34)	(3.34)	(3.34)
公允价值变动收益	(21.20)	27.91	0.11	0.30	0.30
投资净收益	48.51	25.34	54.89	30.00	30.00
其他	(116.11)	(149.57)	(252.18)	(120.53)	(185.30)
营业利润	**1,546.32**	**1,663.99**	**1,829.21**	**2,313.66**	**2,894.98**
营业外收入	2.00	6.79	5.51	5.51	5.51
营业外支出	9.02	7.71	8.47	8.47	8.47
利润总额	**1,539.30**	**1,663.07**	**1,827.34**	**2,310.69**	**2,892.01**
所得税	228.00	229.25	252.45	277.28	347.04
净利润	**1,311.31**	**1,433.82**	**1,574.89**	**2,033.41**	**2,544.97**
少数股东损益	18.96	12.61	11.12	14.36	17.98
归属于母公司净利润	**1,292.35**	**1,421.20**	**1,542.47**	**2,019.05**	**2,526.99**
每股收益（元）	0.36	0.40	0.43	0.56	0.70

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	13.10%	4.17%	3.91%	25.63%	20.41%
营业利润	5.03%	7.61%	9.93%	26.48%	25.13%
归属于母公司净利润	4.56%	9.97%	8.53%	30.90%	25.16%
获利能力					
毛利率	28.59%	29.60%	29.29%	30.55%	30.55%
净利率	11.93%	12.59%	13.15%	13.70%	14.24%
ROE	15.00%	15.30%	13.43%	15.93%	17.68%
ROIC	16.64%	15.78%	22.20%	21.04%	25.61%
偿债能力					
资产负债率	37.55%	36.68%	25.34%	30.18%	27.38%
净负债率	5.28%	-8.04%	-14.61%	-19.50%	-29.26%
流动比率	2.02	2.13	3.02	2.64	3.02
速动比率	1.60	1.67	2.48	2.00	2.45
营运能力					
应收账款周转率	2.82	2.81	2.92	3.09	3.09
存货周转率	5.58	5.37	5.67	5.65	5.75
总资产周转率	0.82	0.79	0.77	0.87	0.93
每股指标（元）					
每股收益	0.36	0.40	0.43	0.56	0.70
每股经营现金流	0.36	0.53	-0.03	0.51	0.76
每股净资产	2.40	2.59	3.20	3.53	3.98
估值比率					
市盈率	62.23	56.59	52.14	39.83	31.83
市净率	9.34	8.66	7.00	6.35	5.63
EV/EBITDA	12.63	24.02	40.18	32.58	26.17
EV/EBIT	14.69	28.10	44.35	35.51	28.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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