

家用电器

2019年10月28日

三花智控 (002050)

——2019年三季报点评：扣非利润增长超预期，特斯拉上海工厂启动汽零放量

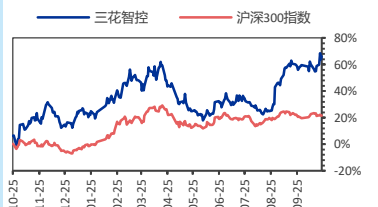
报告原因：有业绩公布需要点评
增持（维持）
市场数据： 2019年10月25日

收盘价(元)	14.5
一年内最高/最低(元)	17.98/9.63
市净率	4.5
息率(分红/股价)	2.40
流通A股市值(百万元)	35015
上证指数/深证成指	2954.93/9660.44

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)	2766/2415
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：2019年中报点评：业绩符合预期，静待新能源车订单释放》2019/09/02

《三花智控(002050)点评：2018年年报点评：年报符合预期，静待新能源车订单爆发》2019/04/03

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

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：

- **三季度收入符合预期，扣非业绩超预期。**公司披露2019年前三季度实现营业收入86.21亿元，同比增长4.3%，归母净利润10.56亿元，同比增长3.22%，实现经营性现金流净额11.27亿元，同比增长101.14%；其中Q3单季度实现营业收入27.9亿元，同比增长4.29%，实现归母净利润3.63亿元，同比增长4.91%，扣非归母净利润同比增长17.91%，超出市场预期，主要因三季度公司外汇套保亏损所致。
- **传统业务稳健增长。**传统制冷业务方面，1-8月公司传统制冷业务三大核心产品电子膨胀阀、截止阀、四通阀销量分别实现累计增长6.93%、4.55%和1.77%，由于公司主要传统产品采用成本加成的定价机制，三季度以来长江有色铜、铝均价分别同比下降4.67%和1.95%，公司传统制冷业务营收增长承压。但伴随着产业结构性升级，公司依靠商用空调部品部件、微通道换热器及电子膨胀阀等高附加值产品依然取得了稳健增长。我们预计公司主营制冷业务前三季度收入和利润均取得小个位数微增长。展望四季度，随着空调能效标准正式实施的日期逐渐迫近，主机企业将开启旧能效标准机型的去库存周期，在生产端逐渐启用新能效标准机型的供应链，有望加速电子膨胀阀的渗透和普及。
- **新能源汽车业务贡献弹性。**汽零业务作为公司的核心驱动力业务，单三季度增速在20%左右，环比中报10%增长呈现进一步加速趋势，主要得益于一方面新能源车订单的快速放量，中报以后公司再获美国通用10亿大单，另一方面得益于公司传统车订单三季度逐渐止跌回暖，营收增速转正；我们统计了公司近三年以来公告的汽零大订单，累计近55亿元，考虑到仍有未公告的零散订单，公司新能源车在手订单充足，保障未来汽零营收快速增长；此外，公司作为Tesla热管理部件的核心供应商，随着Tesla上海工厂启动试生产，年底前有望实现量产，存在短期事件催化。
- **毛利率逐季回升 盈利能力持续改善。**公司三季度毛利率同比提升1.06个pcts至29.64%，维持二季度改善趋势，我们分析产品结构中高毛利业务占比提升（电子膨胀阀、商用制冷、新能源汽车等）、人民币汇率贬值提高外销盈利能力、原材料成本持平略降有较大助益；三季度费用端销售费率、管理费用率均有明显下降，分别同比下降1.4和0.23个pct，而同期研发费用率同比小幅提升0.79个pct，表明公司控费方面成效突出。
- **盈利预测与投资评级。**我们维持公司2019-2021归母净利润预测为14.36亿元、16.88亿元和20.43亿元，分别同比增长11.1%、17.5%和21%，对应EPS为0.52元、0.61元和0.74元，对应动态市盈率为28倍、24倍和20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	1,436	1,688	2,043
同比增长率(%)	4.6	3.2	11.1	17.5	21.0
每股收益(元/股)	0.61	0.38	0.52	0.61	0.74
毛利率(%)	28.6	28.7	29.8	30.0	30.5
ROE(%)	15.0	11.8	14.3	14.4	14.8
市盈率	23		28	24	20

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	8,206	9,434	10,889
减: 税金及附加	81	86	92	107	124
主营业务利润	2,912	3,012	3,387	3,942	4,651
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	1,679	1,994	2,416
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	1,720	2,022	2,447
加: 营业外净收入	4	-7	0	0	0
利润总额	1,477	1,539	1,720	2,022	2,447
减: 所得税	226	228	263	309	374
净利润	1,251	1,311	1,457	1,713	2,073
少数股东损益	15	19	21	25	30
归属于母公司所有者的净利润	1,236	1,292	1,436	1,688	2,043
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	0.52	0.61	0.74

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	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.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。