

公司研究/公告点评

2019年12月12日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 14.66  
合理价格区间(元): 16.20~16.80

**林志轩** 执业证书编号: S0570519060005  
研究员 021-28972090  
zhixuan.lin@htsc.com

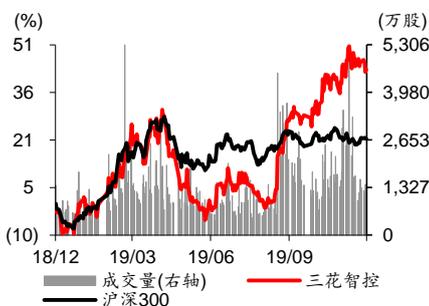
**陈燕平** 执业证书编号: S0570518080002  
研究员 021-38476102  
chenyanping@htsc.com

**刘千琳** 执业证书编号: S0570518060004  
研究员 021-28972076  
liuqianlin@htsc.com

相关研究

- 1《三花智控(002050 SZ,增持): Q3 业绩符合预期, 受益特斯拉国产》2019.10
- 2《三花智控(002050 SZ,增持): Q2 毛利率回升, 新能源业务是亮点》2019.08
- 3《三花智控(002050,增持): 新能源热管理龙头, 盈利望边际改善》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 再获宝马认可, 新能源业务订单饱满

## 三花智控(002050)

### 再获宝马主流平台订单, 维持“增持”评级

2019年12月12日, 公司公告子公司三花汽零获德国宝马供货通知, 将为宝马汽车两大主流平台 CLAR/FAAR-WE 供货, 生命周期预计销售额合计约 6 亿元。我们认为公司汽车零部件业务再获宝马认可, 充分显示了公司在新能源汽车热管理领域具备强劲的竞争力。公司客户结构高端, 覆盖全球主流车企, 我们认为将持续受益于客户车型电动化的进程。国产特斯拉进入工信部补贴目录, 我们预计特斯拉 Model 3 正式上市销售临近, 特斯拉国产 Model 3 的产能爬坡有望给公司带来营收增量。我们预计公司 2019-21 年 EPS 分别为 0.50/0.60/0.68 元, 维持“增持”评级。

### 新能源热管理优势明显, 客户结构高端

公司在汽车热管理领域布局十余年, 具备有较强竞争力, 产品覆盖了阀、泵、换热器, 品类齐全, 有提前卡位优势。公司进入了欧洲和北美主流整车厂的供应体系, 覆盖了全球主流新能源车企, 客户包括法雷奥、马勒、大众、奔驰、宝马、沃尔沃、PSA、奥迪、通用、吉利、比亚迪、上汽和特斯拉等国内外客户, 配套零部件包括水冷板、chiller、阀类部件、水泵及组件产品等。根据公司投资者关系活动记录表(2019-014), 公司在客户新能源车单车配套价值最高可达约 5000 元。我们认为公司在新能源汽车热管理领域优势明显, 将持续受益于客户车型电动化进程。

### 再获宝马订单, 新能源热管理业务订单饱满

根据公司 12 月 12 日公告(2019-059), 公司成为德国宝马汽车两大主流平台 CLAR/FAAR-WE 的供货商, 其中 ETXV 项目为全球独家供货, Chiller+EXV 项目为中国独家供货, 生命周期内销售额合计约 6 亿元, 相关车型预计于 2022 年量产; 2018 年 11 月 22 日, 公司公告(2018-063)获宝马新能源电动车平台管理部件的供应商。2019 年以来, 公司公告的订单还有上汽大众新能源电动汽车平台水冷板项目、通用汽车电子水泵项目、通用汽车电动车平台 BEV3 电池冷却组件和多个热管理阀类产品项目等。我们认为公司新能源热管理业务订单饱满, 将成为公司新的业绩增长点。

### 新能源汽车热管理龙头, 受益于特斯拉国产化进程

根据工信部 12 月 6 日发布的《新能源汽车推广应用推荐车型目录》, 国产特斯拉入选了本批推荐目录。我们认为, 进入工信部补贴目录, 标志着国产 Model 3 正式上市销售临近, 公司为特斯拉供货电子膨胀阀和水冷板等零件, 我们认为将持续受益于特斯拉国产化进程, 我们预计公司 2019-21 年净利润分别为 13.96/16.48/18.84 亿元, 对应 EPS 为 0.5/0.6/0.68 元, 同行业可比公司 2020 年平均 PE 估值为 18.7X, 公司电子膨胀阀具备全球竞争力, 同时在新能源热管理领域客户结构高端, 发展空间大, 给予公司 2020 年 27-28X PE 估值, 目标价 16.20~16.80 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 新能源汽车、空调、洗碗机等产销不及预期; 各项业务客户开拓不及预期; 原材料价格上升等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,766
流通 A 股 (百万股)	2,419
52 周内股价区间 (元)	9.72-17.66
总市值 (百万元)	40,545
总资产 (百万元)	14,250
每股净资产 (元)	3.25

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	9,581	10,836	11,350	12,430	13,750
+/-%	25.14	13.10	4.74	9.52	10.62
归属母公司净利润 (百万元)	1,236	1,292	1,396	1,648	1,884
+/-%	24.72	4.56	8.04	18.03	14.33
EPS (元, 最新摊薄)	0.45	0.47	0.50	0.60	0.68
PE (倍)	32.80	31.37	29.04	24.60	21.52

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值 (截至 20191212)

证券代码	公司	收盘价	EPS (元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002126.SZ	银轮股份	7.14	0.44	0.52	0.63	16.23	13.73	11.33
000887.SZ	中鼎股份	8.07	0.70	0.84	0.98	11.53	9.61	8.23
603158.SH	腾龙股份	14.04	0.58	0.76	0.91	24.21	18.47	15.43
002158.SZ	汉钟精机	8.33	0.44	0.54	0.69	18.93	15.43	12.07
600481.SH	双良节能	3.26	0.17	0.21	0.25	19.18	15.52	13.04
603305.SH	旭升股份	29.43	0.59	0.75	0.97	49.88	39.24	30.34
平均						23.33	18.67	15.07

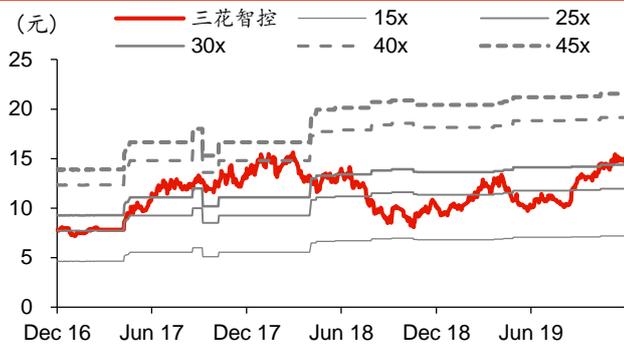
资料来源: Wind 一致预期, 华泰证券研究所

### 风险提示

新能源汽车、空调、洗碗机等产销不及预期; 各项业务客户开拓不及预期; 原材料价格上升等。

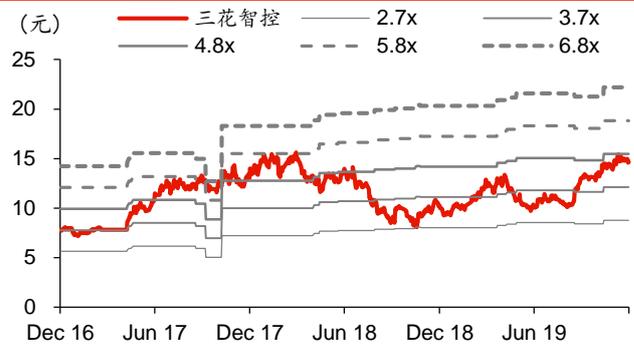
### PE/PB - Bands

图表2: 三花智控历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 三花智控历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	8,784	9,687	10,637	12,365	14,937
现金	1,501	1,349	2,355	3,324	5,169
应收账款	1,632	1,846	1,950	2,126	2,354
其他应收账款	94.22	86.68	103.04	109.92	120.73
预付账款	53.90	49.52	59.48	63.40	68.75
存货	1,857	2,027	2,194	2,386	2,604
其他流动资产	3,646	4,329	3,976	4,356	4,621
非流动资产	3,564	4,245	4,660	5,060	5,428
长期投资	59.69	12.55	26.90	27.58	24.85
固定资产投资	2,481	2,942	3,463	3,883	4,221
无形资产	418.55	534.75	573.68	622.83	676.31
其他非流动资产	605.33	755.33	596.25	526.62	505.66
资产总计	12,348	13,932	15,297	17,426	20,365
流动负债	3,755	4,793	4,680	5,008	5,356
短期借款	607.41	1,105	804.54	871.69	888.12
应付账款	1,481	1,582	1,739	1,884	2,055
其他流动负债	1,667	2,106	2,136	2,253	2,413
非流动负债	667.89	439.25	931.33	1,605	2,299
长期借款	485.43	222.00	820.43	1,492	2,184
其他非流动负债	182.46	217.25	110.90	113.30	114.90
负债合计	4,423	5,232	5,611	6,613	7,655
少数股东权益	49.88	85.23	102.11	123.45	147.84
股本	2,120	2,131	2,766	2,766	2,766
资本公积	1,620	1,702	1,063	1,063	1,063
留存公积	4,175	4,938	5,762	6,875	8,759
归属母公司股东权益	7,875	8,615	9,584	10,689	12,563
负债和股东权益	12,348	13,932	15,297	17,426	20,365

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	664.09	1,288	2,007	1,652	2,070
净利润	1,251	1,311	1,413	1,669	1,908
折旧摊销	293.14	311.00	363.88	446.99	529.72
财务费用	124.80	(52.21)	65.34	77.04	91.90
投资损失	(37.98)	(48.51)	(43.16)	(44.08)	(44.51)
营运资金变动	(926.52)	(444.76)	296.91	(510.01)	(432.03)
其他经营现金	(40.23)	210.76	(89.59)	12.40	15.96
投资活动现金	(1,772)	(1,279)	(743.33)	(804.49)	(854.75)
资本支出	601.21	915.00	700.00	770.00	820.00
长期投资	54.50	(47.94)	15.54	0.41	(2.80)
其他投资现金	(1,116)	(412.33)	(27.79)	(34.08)	(37.55)
筹资活动现金	909.15	(202.76)	(257.47)	121.98	630.40
短期借款	308.68	497.16	(300.03)	67.15	16.43
长期借款	212.49	(263.43)	598.43	671.65	691.80
普通股增加	318.84	10.33	635.00	0.00	0.00
资本公积增加	990.65	81.88	(639.19)	0.00	0.00
其他筹资现金	(921.51)	(528.70)	(551.68)	(616.82)	(77.83)
现金净增加额	(215.16)	(193.10)	1,006	969.11	1,845

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,581	10,836	11,350	12,430	13,750
营业成本	6,589	7,738	8,229	8,916	9,778
营业税金及附加	81.04	85.75	98.64	104.32	115.67
营业费用	489.32	532.07	569.21	620.93	685.82
管理费用	544.85	582.49	717.07	733.18	818.28
财务费用	124.80	(52.21)	65.34	77.04	91.90
资产减值损失	48.56	54.78	57.00	54.85	55.56
公允价值变动收益	10.28	(21.20)	(6.37)	(8.54)	(9.92)
投资净收益	37.98	48.51	43.16	44.08	44.51
营业利润	1,472	1,546	1,651	1,959	2,239
营业外收入	10.97	2.00	20.34	12.67	13.45
营业外支出	6.65	9.02	7.72	7.97	8.06
利润总额	1,477	1,539	1,663	1,964	2,245
所得税	225.74	228.00	250.03	294.62	336.27
净利润	1,251	1,311	1,413	1,669	1,908
少数股东损益	14.93	18.96	16.88	21.34	24.39
归属母公司净利润	1,236	1,292	1,396	1,648	1,884
EBITDA	1,890	1,805	2,080	2,483	2,861
EPS (亿元, 基本)	0.58	0.61	0.50	0.60	0.68

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	25.14	13.10	4.74	9.52	10.62
营业利润	35.64	5.03	6.74	18.70	14.30
归属母公司净利润	24.72	4.56	8.04	18.03	14.33
获利能力 (%)					
毛利率	31.23	28.59	27.50	28.27	28.89
净利率	12.90	11.93	12.30	13.26	13.70
ROE	15.69	15.00	14.57	15.42	15.00
ROIC	17.44	13.77	15.63	16.94	18.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.82	37.55	36.68	37.95	37.59
净负债比率 (%)	30.21	34.57	36.01	41.77	45.51
流动比率	2.34	2.02	2.27	2.47	2.79
速动比率	1.82	1.58	1.78	1.97	2.28
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.82	0.78	0.76	0.73
应收账款周转率	6.05	5.89	5.66	5.77	5.81
应付账款周转率	5.10	5.05	4.96	4.92	4.96
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.45	0.47	0.50	0.60	0.68
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.24	0.47	0.73	0.60	0.75
每股净资产 (最新摊薄)	2.85	3.11	3.47	3.86	4.54
估值比率					
PE (倍)	32.80	31.37	29.04	24.60	21.52
PB (倍)	5.15	4.71	4.23	3.79	3.23
EV_EBITDA (倍)	21.72	22.74	19.74	16.53	14.35

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com