



二季度毛利率显著改善，汽配业务增收又增利

2019年9月2日

刘伟浩 (分析师)

电话: 020-88832824
邮箱: liuweihao@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517040001

强烈推荐 (上调)

现价: 11.80

目标价: 14.00

股价空间: 18.6%

汽车行业

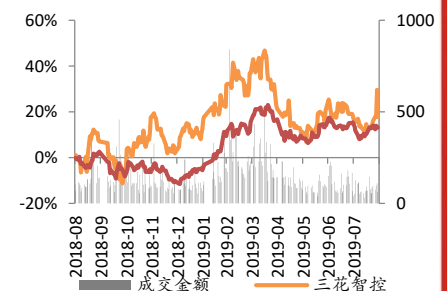
事件:

公司近日发布 2019 年中报。公司 2019 上半年实现营业总收入 58.3 亿，同比增长 4.3%；实现归母净利润 6.9 亿，同比增长 2.4%；每股收益为 0.25 元。报告期内，公司毛利率为 28.3%，同比提高 0.7 个百分点，净利率为 11.8%。

点评:

- 分季度看，Q2 业绩高于预期，毛利率同环比大幅改善。2019 年上半年收入增速为 4.3%，其中 Q1/Q2 分别为 7.9%、1.23%。上半年归母净利润增速为 2.4%，Q1/Q2 分别为 4.18%、1.29%。2019 年上半年销售毛利率 28.3%，同比提升 0.68pct。其中 Q1/Q2 分别为 25.24%、31.12%。上半年净利率 11.8%，其中 Q1/Q2 分别为 9.41%、13.99%。Q2 毛利率环比大幅改善，同环比分别提升 3.37pct、5.88pct。我们认为与企业降本控费、产品营收结构、汇率有关。
- 分板块看，高成长、高毛利率的汽配业务板块提升整体毛利率水平。2019 年上半年制冷板块收入 50.67 亿，同比增长 3.41%，营收占比 86.9%。汽配板块收入 7.64 亿，同比增长 10.64%，营收占比 13.1%，而去年同期是 12.3%。得益于降低采购及生产成本，上半年制冷板块毛利率 27.68%，同比提升 0.35pct。新能源汽车热销带动附加值更高的汽配产品热销，上半年汽配板块毛利率 32.54%，同比提升 2.71pct。
- 公司作为新能源汽车热管理专家，获得全球知名车企订单，价量齐升推动收入快速增长。公司从传统汽车的热管理系统延伸至新能源汽车的热管理系统，后者最大单车货值已近人民币 5000 元。公司先后获得特斯拉、戴姆勒、宝马、沃尔沃、上汽大众、蔚来等整车厂商的订单，生命周期内预计销售额合计约 45 亿元，年化销售额超过 7 亿元。公司是特斯拉 models/X/3 热管理部件供应商，19-20 年来自特斯拉的配套收入将快速增长。戴姆勒、宝马、沃尔沃等客户订单于 20 年量产，驱动公司汽配业务中长期持续增长，成为增长最快的板块。
- 盈利预测与估值：预计 2019-2021 年归母净利润分别为 13.63、15.45、17.98 亿元，同比分别增长 5.54%、13.32%、16.39%，EPS 分别为 0.49、0.56、0.65 元，对应 PE 分别为 21、19、16 倍。考虑 Q2 业绩超预期以及未来持续增长的确 定性，提升公司目标价至 14 元，对应 19 年 28 倍 pe 估值，20 年 25 倍估值，上调公司评级至“强烈推荐”评级。
- 风险提示：房地产行业影响导致制冷行业需求下滑；新能源汽车销售不及预期；公司产品价格下滑风险，原材料上涨风险。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
三花智控	9.46%	17.41%	-1.74%
汽车零部件	-0.77%	-2.91%	-8.17%
沪深 300	-0.10%	4.68%	0.14%

基本资料

总市值 (亿元)	326.348
总股本 (亿股)	27.657
流通股比例	87%
资产负债率	40%
大股东	三花控股集团有 限公司
大股东持股比例	37%

相关报告

广证恒生-汽车行业-三花智控 (002050) 深度报告-家电与汽配双轮驱动，新能源汽车热管理专家 (20190614)

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10835.99	11664.29	13088.06	14714.47
同比(%)	13.10%	7.64%	12.21%	12.43%
归母净利(百万元)	1292.35	1363.96	1545.66	1798.92
同比(%)	4.56%	5.54%	13.32%	16.39%
毛利率(%)	28.59%	27.34%	27.62%	28.05%
ROE(%)	15.55%	15.00%	15.54%	16.33%
每股收益(元)	0.47	0.49	0.56	0.65
P/E	25.10	24.08	21.07	18.15



附录：公司财务预测表

资产负债表		单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
流动资产	9687	9100	10122	11189	
现金	1349	2534	2727	3756	
应收账款	1846	1546	1674	1689	
其它应收款	87	85	89	87	
预付账款	50	47	50	49	
存货	2027	1696	1860	1861	
其他	4329	3192	3722	3748	
非流动资产	4245	4366	4574	4693	
长期投资	13	26	33	24	
固定资产	2942	3280	3526	3666	
无形资产	535	554	598	651	
其他	755	507	418	353	
资产总计	13932	13466	14696	15883	
流动负债	4793	3709	4086	4196	
短期借款	1105	670	794	856	
应付账款	0	797	759	519	
其他	3688	2242	2532	2821	
非流动负债	439	269	208	54	
长期借款	222	76	10	-149	
其他	217	193	198	203	
负债合计	5232	3978	4293	4250	
少数股东权益	85	98	114	129	
股本	2131	2770	2770	2770	
资本公积	1702	1063	1063	1063	
留存收益	4938	5557	6456	7671	
归属母公司股东权益	8654	9390	10289	11503	
负债和股东权益	13932	13466	14696	15883	

现金流量表		单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	1289	2987	1371	2224	
净利润	1311	1364	1546	1799	
折旧摊销	311	351	413	472	
财务费用	-52	40	18	9	
投资损失	-49	-49	-49	-49	
营运资金变动	-445	1247	-578	-26	
其它	212	33	20	19	
投资活动现金流	-1279	-431	-573	-544	
资本支出	-915	-422	-536	-521	
长期投资	-48	-8	-11	10	
其他	-316	-1	-26	-33	
筹资活动现金流	-203	-1370	-605	-650	
短期借款	497	-434	124	62	
长期借款	-263	-146	-66	-158	
普通股增加	10	639	0	0	
资本公积金增加	82	-639	0	0	
其他	-529	-790	-664	-554	
现金净增加额	-193	1185	192	1029	

数据截至 2019-09-01

利润表		单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
营业收入	10836	11664	13088	14714	
营业成本	7738	8475	9473	10586	
营业税金及附加	86	92	104	116	
营业费用	532	490	589	662	
管理费用	582	933	1047	1177	
财务费用	-52	40	18	9	
资产减值损失	55	59	66	74	
公允价值变动收益	-21	0	0	0	
投资净收益	49	49	49	49	
营业利润	1546	1623	1840	2137	
营业外收入	2	2	2	2	
营业外支出	9	9	9	9	
利润总额	1539	1616	1833	2130	
所得税	228	239	271	316	
净利润	1311	1377	1561	1815	
少数股东损益	19	13	16	16	
归属母公司净利润	1292	1364	1546	1799	
EBITDA	1894	2008	2264	2611	
EPS (摊薄)	0.47	0.49	0.56	0.65	

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	13.1%	7.6%	12.2%	12.4%
营业利润增长率	5.0%	5.0%	13.3%	16.2%
归属于母公司净利润增	4.6%	5.5%	13.3%	16.4%
获利能力				
毛利率	23.7%	23.2%	23.5%	23.8%
净利率	8.1%	7.2%	7.4%	12.1%
ROE	15.5%	15.0%	15.5%	16.3%
ROIC	12.7%	13.3%	13.6%	14.3%
偿债能力				
资产负债率	37.6%	29.5%	29.2%	26.8%
净负债比率	34.57%	27.84%	27.17%	26.11%
流动比率	2.02	2.45	2.48	2.67
速动比率	1.60	2.00	2.02	2.22
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.85	0.93	0.96
应收账款周转率	6.23	6.88	8.13	8.75
应付账款周转率	10.45	21.25	12.17	16.56
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.49	0.56	0.65
每股经营现金流(最新摊)	0.61	1.08	0.49	0.80
每股净资产(最新摊薄)	4.06	3.39	3.71	4.15
估值比率				
P/E	17.10	21.06	18.58	15.97
P/B	2.55	3.06	2.79	2.50
EV/EBITDA	7.78	13.70	12.10	10.08



分析师：

刘伟浩，中山大学工商管理硕士，浙江大学工业设计、计算机双学士。具有 A 股和港股跨市场的研究经验，对汽车整车、零部件、经销商有丰富的研究经验。2016 年加入广证恒生高端装备团队。

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；

回避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。