

**三花智控(002050)/新能源汽车**
**汽零业务加速增长, 业绩略超市场预期**
**评级: 买入(维持)**
**市场价格: 14.5**

分析师: 苏晨

执业证书编号: S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

分析师: 邹玲玲

执业证书编号: S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

分析师: 邓欣

执业证书编号: S0740518070004

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	2766
流通股本(百万股)	2415
市价(元)	14.50
市值(百万元)	40102
流通市值(百万元)	35015

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 新能源业务占比提升, 业绩符合预期
- 2 制冷及汽零业务稳健, 股权激励激发长期增长动力
- 3 传统制冷稳增长, 新能源汽车热管理积极推进
- 4 传统主业景气高增长, 新能源车热管理蓄势待发

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,581.2	10,836.0	12,042.9	14,244.0	16,548.8
增长率 yoy%	41.5%	13.1%	11.1%	18.3%	16.2%
净利润	1,236.0	1,292.3	1,438.2	1,744.5	2,020.2
增长率 yoy%	44.1%	4.6%	11.3%	21.3%	15.8%
每股收益(元)	0.45	0.47	0.52	0.63	0.73
每股现金流量	0.31	0.60	0.72	0.66	0.69
净资产收益率	15.7%	15.0%	13.8%	14.8%	15.0%
P/E	31.7	30.3	27.2	22.4	19.4
PEG	2.6	1.9	1.5	1.8	1.2
P/B					

备注:

**投资要点**

- **事件:** 公司发布 2019 三季度财报, 1) 前三季度实现收入 86.21 亿元, 同比+4.30%; 归母净利润 10.56 亿元, 同比+3.22%; 扣非归母净利润 10.51 亿, 同比+2.94%, 略超市场预期; 2) 单季度看, 2019Q1/Q2/Q3 收入分别为 27.8 亿、30.5、27.9 亿, 同比增长 7.9%/1.23%/4.29%; 归母净利润分别为 2.59、.4.34 亿、3.63 亿, 同比增长 4.18%/1.29%/4.91%; 3) 前三季度三费: 销售/管理(含研发)/财务费用分别为 2.63 亿、8.37 亿、-0.31 亿, 同比-5.51%/+18.05%/+53.7%, 主要因为客户质保款项扰动, 造成销售费用和管理费用之间腾挪, 总体变动不大。4) 经营活动现金流量净额 11.27 亿, 符合预期;
- **制冷板块:** 整体较为平稳, 商用空调是亮点。Q3 单季度收入 23.5 亿元, 同比+1.5%, 归母净利润 2.81 亿元, 同比+1.2%; 前三季度收入 74.2 亿元, 同比+2.9%, 归母净利润 8.2 亿元, 同比+0.3%, 主要受微通道业务和亚威科的影响。分拆来看, 家用空调目前较为稳定; 微通道短期遇到瓶颈, 利润有所下滑; 亚威科小幅亏损; 亮点在商用空调, 毛利率较高, 且目前公司产品的渗透率只有 6%, 未来提升空间大。
- **汽零板块:** 整体快速增长, 新能源贡献半壁江山。Q3 单季度收入 4.4 亿元, 同比+20%, 新能源占比 43%, 归母净利润 0.69 亿元, 同比+20%; 前三季度收入 12 亿元, 同比+14%, 归母净利润 2.4 亿元, 同比+14%, 新能源占比预计超过一半。
- **汽零在手订单 140 亿, 海外核心车企占比 70%。** 公司前期公告通用 10 亿订单, 目前公司汽零业务在手订单约 140 亿, 主要来自于大众、通用、宝马、戴姆勒等海外核心车企。
- **拓展产品品类, 配套单车价值量逐步增加。** 公司每年研发费用超 4 亿, 目前正在开发水泵、油泵、热交换器、CO<sub>2</sub> 冷媒等新产品, 随着产品线的丰富, 公司配套电动车单车价值量未来将逐步增加。
- **投资建议:** 公司作为热管理零部件领域的龙头标的, 制冷业务较为稳定, 汽零业务在手订单饱满, 收入、利润快速扩张, Q3 业绩出现拐点趋势。我们预计 2019-2021 年公司净利润为 14.4/17.4/20.2 亿元, 同比增长 11.4%/20.6%/15.9%, 对应 PE 为 27/23/20 倍, 维持买入评级。
- **风险提示:** 下游需求下滑、汇率波动风险、原材料价格波动、新能源车销量不及预期风险

图表：公司财务预测（百万元）

2019年10月25日											
利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,581.2	10,836.0	12,042.9	14,244.0	16,548.8	成长性					
减：营业成本	6,588.7	7,738.4	8,620.8	10,268.8	12,013.2	营业收入增长率	41.5%	13.1%	11.1%	18.3%	16.2%
营业税费	81.0	85.8	84.3	99.7	114.2	营业利润增长率	59.0%	5.0%	3.9%	25.5%	16.0%
销售费用	489.3	532.1	554.0	598.2	686.8	净利润增长率	44.1%	4.6%	11.3%	21.3%	15.8%
管理费用	872.0	1,019.7	1,168.2	1,253.5	1,406.7	EBITDA增长率	70.8%	-5.6%	14.7%	23.6%	17.8%
财务费用	124.8	-52.2	26.5	-1.1	-6.8	EBIT增长率	86.0%	-7.6%	14.0%	23.4%	15.7%
资产减值损失	48.6	54.8	52.0	53.4	52.7	NOPLAT增长率	91.9%	-5.9%	9.7%	23.4%	15.7%
加：公允价值变动收益	10.3	-21.2	-	-	-	投资资本增长率	61.1%	18.3%	3.6%	10.9%	5.2%
投资和汇兑收益	38.0	48.5	70.0	46.0	58.0	净资产增长率	47.7%	9.8%	20.5%	13.6%	13.8%
营业利润	1,472.3	1,546.3	1,607.2	2,017.4	2,340.2	利润率					
加：营业外净收支	4.3	-7.0	63.2	53.0	57.4	毛利率	31.2%	28.6%	28.4%	27.9%	27.4%
利润总额	1,476.6	1,539.3	1,670.4	2,070.4	2,397.6	营业利润率	15.4%	14.3%	13.3%	14.2%	14.1%
减：所得税	225.7	228.0	242.2	300.2	347.6	净利润率	12.9%	11.9%	11.9%	12.2%	12.2%
净利润	1,236.0	1,292.3	1,438.2	1,744.5	2,020.2	EBITDA/营业收入	19.2%	16.0%	16.6%	17.3%	17.6%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	16.2%	13.2%	13.6%	14.2%	14.1%
货币资金	1,501.4	1,348.9	1,987.2	2,519.2	3,710.0	运营效率					
交易性金融资产	5.8	-	-	-	-	固定资产周转天数	88	90	93	89	87
应收账款	1,726.0	1,932.3	2,282.7	2,307.1	3,025.4	流动营业资本周转天数	123	158	149	127	120
应收票据	1,984.9	2,229.0	2,320.5	2,664.9	2,851.4	流动资产周转天数	269	307	295	274	277
预付账款	53.9	49.5	65.8	73.4	87.9	应收账款周转天数	56	61	63	58	58
存货	1,856.6	2,026.9	2,092.0	2,357.9	2,647.6	存货周转天数	58	65	62	56	54
其他流动资产	1,655.0	2,100.4	1,300.0	1,700.2	1,500.1	总资产周转天数	390	437	430	403	394
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	233	277	275	250	232
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	59.7	12.6	12.6	12.6	12.6	ROE	15.7%	15.0%	13.8%	14.8%	15.0%
投资性房地产	31.0	29.1	27.8	27.8	27.8	ROA	10.1%	9.4%	9.6%	10.4%	10.7%
固定资产	2,480.9	2,942.5	3,303.6	3,710.3	4,319.5	ROIC	28.5%	16.6%	15.4%	18.4%	19.2%
在建工程	466.9	610.7	748.0	1,000.5	273.4	费用率					
无形资产	418.5	534.8	597.2	608.5	613.3	销售费用率	5.1%	4.9%	4.6%	4.2%	4.2%
其他非流动资产	107.4	115.6	105.2	100.8	97.0	管理费用率	9.1%	9.4%	9.7%	8.6%	8.5%
资产总额	12,348.0	13,932.2	14,842.5	17,083.0	19,166.0	财务费用率	1.3%	-0.5%	0.2%	0.0%	0.0%
短期债务	607.4	1,104.6	300.0	400.0	500.0	三费/营业收入	15.5%	13.8%	14.5%	13.0%	12.6%
应付账款	1,556.8	1,752.2	1,786.1	2,110.5	2,367.1	偿债能力					
应付票据	1,016.8	1,142.9	1,108.1	1,459.1	1,544.2	资产负债率	35.8%	37.6%	29.3%	30.3%	29.3%
其他流动负债	573.8	793.2	756.1	768.5	779.7	负债权益比	55.8%	60.1%	41.5%	43.4%	41.4%
长期借款	485.4	222.0	250.0	250.0	250.0	流动比率	2.34	2.02	2.54	2.45	2.66
其他非流动负债	182.5	217.2	154.6	185.9	170.2	速动比率	1.84	1.60	2.01	1.96	2.15
负债总额	4,422.7	5,232.1	4,354.9	5,174.1	5,611.2	利息保障倍数	12.42	-27.44	61.68	#####	#####
少数股东权益	49.9	85.2	75.2	100.9	130.6	分红指标					
股本	2,120.3	2,130.6	2,765.7	2,765.7	2,765.7	DPS(元)	0.11	0.27	0.16	0.13	0.15
留存收益	5,795.8	6,640.0	7,646.7	9,042.3	10,658.5	分红比率	25.7%	57.4%	30.0%	20.0%	20.0%
股东权益	7,925.2	8,700.1	10,487.6	11,908.9	13,554.8	利息收益率	0.8%	1.9%	1.1%	0.9%	1.0%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,250.9	1,311.3	1,438.2	1,744.5	2,020.2	EPS(元)	0.45	0.47	0.52	0.63	0.73
加：折旧和摊销	293.1	311.0	360.5	449.1	571.5	BVPS(元)	2.85	3.11	3.76	4.27	4.85
资产减值准备	48.6	54.8	-	-	-	PE(X)	31.7	30.3	27.2	22.4	19.4
公允价值变动损失	-10.3	21.2	-	-	-	PB(X)	5.0	4.5	3.8	3.3	2.9
财务费用	34.7	49.9	26.5	-1.1	-6.8	P/FCF	-31.1	107.1	141.1	46.0	25.1
投资收益	-38.0	-48.5	-70.0	-46.0	-58.0	P/S	4.1	3.6	3.2	2.7	2.4
少数股东损益	14.9	19.0	-10.0	25.7	29.7	EV/EBITDA	21.0	15.8	19.1	15.3	12.6
营运资金的变动	-2,186.8	-887.7	248.6	-349.7	-652.7	CAGR(%)	12.3%	16.1%	18.3%	12.3%	16.1%
经营活动产生现金流	648.7	1,287.6	1,993.8	1,822.6	1,903.9	PEG	2.6	1.9	1.5	1.8	1.2
投资活动产生现金流	-1,756.3	-1,279.4	-850.1	-1,073.6	-400.5	ROIC/WACC	2.8	1.6	1.5	1.8	1.9
融资活动产生现金流	909.2	-202.8	-505.4	-217.0	-312.7	REP	1.8	1.9	2.7	2.0	1.8

来源：wind，中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。