

三花智控 (002050)

证券研究报告

2020年02月17日

传统业务稳健发展，汽零业务逆势上升

事件

2月15日，公司发布2019年业绩快报，报告期内公司实现营收113.24亿元，同比增长4.5%；归属于上市公司股东的净利润14.21亿元，同比增长9.9%，净利率12.6%，同比+0.6pct。Q4单季度营收27.03亿元，同比+5.1%，增速较Q3提升0.8pct；归母净利达3.65亿元，同比+35.6%，增速较Q3大幅增加30.6pct。

传统业务稳健发展，汽零业务逆势上升

传统业务方面，根据产业在线的数据，Q4电子膨胀阀/四通阀/截止阀行业销售1497/2849/6170万套，同比增长14.6%/5.0%/18.7%。受益于制冷阀门销量回暖，公司作为制冷阀门龙头，预计Q4业绩稳健增长。2020年，随着空调能效新标的实施，电子膨胀阀行业需求预计将快速提升。汽零业务方面，下半年特斯拉Model3上海工厂量产带来大量需求，在车市低迷情况下，预计汽零业务全年营收逆势上涨15-25%。

盈利能力不断提升

Q4营业利润率15.2%，同比+3.3pct，环比-0.6pct。归母净利率13.5%，同比+3.0pct，环比+0.5pct。多因素共振造成了公司利润率提升：1)产品结构不断改善，新能源汽车汽零业务占比不断升高，制冷阀门业务中电子膨胀阀营收增长较快，高毛利业务和产品对毛利率有正向拉动作用；2)19年以来原材料价格趋稳，保障了公司的成本控制规划；3)18年贸易战影响导致海外业务利润率情况较差，19年有所改善。

投资建议

按照最新的空调能效新规，目前的定频和变频市场淘汰率达到45%，电子膨胀阀下半年需求将大幅增长；同时公司在汽零业务拥有大量在手订单，考虑到特斯拉中国工厂不断放量，未来model3出货量提升以及ModelY国产化，有望带动公司收入端增长。预计公司19-21年公司归母净利润14.21/15.78/18.63亿元，19-21年对应EPS0.51/0.57/0.67元/股，当前股价对应19-21年42.8x/38.5x/32.6x PE，维持买入评级。

风险提示：空调业务增长不及预期，汽零业务达产进度不及预期

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	21.97元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,765.66
流通A股股本(百万股)	2,418.68
A股总市值(百万元)	60,761.50
流通A股市值(百万元)	53,138.42
每股净资产(元)	3.25
资产负债率(%)	36.45
一年内最高/最低(元)	23.09/9.63

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

- 《三花智控-季报点评:业绩稳健增长，汽零业务前景可期》2019-10-25
- 《三花智控-半年报点评:收入增长平稳，汽零业务表现靓丽》2019-08-30
- 《三花智控-季报点评:19Q1:收入实现稳健增长，新能源汽车业务表现优秀》2019-04-22

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,581.24	10,835.99	11,323.66	12,650.91	14,375.40
增长率(%)	41.54	13.10	4.50	11.72	13.63
EBITDA(百万元)	2,167.69	2,175.21	1,691.85	1,896.57	2,233.28
净利润(百万元)	1,235.95	1,292.35	1,420.62	1,577.64	1,863.01
增长率(%)	44.14	4.56	9.93	11.05	18.09
EPS(元/股)	0.45	0.47	0.51	0.57	0.67
市盈率(P/E)	49.16	47.02	42.77	38.51	32.61
市净率(P/B)	7.72	7.05	6.00	5.51	5.08
市销率(P/S)	6.34	5.61	5.37	4.80	4.23
EV/EBITDA	17.83	12.63	35.37	30.79	26.07

资料来源：wind，天风证券研究所



财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,501.36	1,348.91	1,485.44	2,955.53	3,191.84	营业收入	9,581.24	10,835.99	11,323.66	12,650.91	14,375.40
应收票据及应收账款	3,616.67	4,074.69	3,616.80	4,190.87	4,681.08	营业成本	6,588.66	7,738.41	8,090.60	9,020.88	10,220.99
预付账款	53.90	49.52	58.68	63.58	73.70	营业税金及附加	81.04	85.75	90.59	101.21	115.00
存货	1,856.57	2,026.87	1,934.57	2,443.70	2,552.08	营业费用	489.32	532.07	516.67	632.55	718.77
其他	1,755.01	2,187.07	2,350.36	1,808.23	1,884.11	管理费用	544.84	582.49	605.82	670.50	718.77
流动资产合计	8,783.52	9,687.06	9,445.84	11,461.90	12,382.82	研发费用	327.17	437.17	476.73	506.04	575.02
长期股权投资	59.69	12.55	12.55	12.55	12.55	财务费用	124.80	(52.21)	(56.62)	(63.25)	(71.88)
固定资产	2,480.89	2,942.47	3,145.49	3,276.46	3,303.22	资产减值损失	48.56	54.78	61.83	61.83	61.83
在建工程	466.86	610.67	516.40	429.84	287.91	公允价值变动收益	10.28	(21.20)	0.00	0.00	0.00
无形资产	418.55	534.75	511.67	488.58	465.50	投资净收益	37.98	48.51	46.09	60.00	80.00
其他	138.47	144.66	133.08	131.76	132.57	其他	(143.71)	(116.11)	(188.82)	(216.24)	(256.24)
非流动资产合计	3,564.45	4,245.11	4,319.19	4,339.20	4,201.74	营业利润	1,472.29	1,546.32	1,680.77	1,877.40	2,213.13
资产总计	12,347.97	13,932.17	13,765.04	15,801.09	16,584.56	营业外收入	10.97	2.00	4.72	2.00	2.00
短期借款	607.41	1,104.57	100.00	100.00	100.00	营业外支出	6.65	9.02	2.12	1.00	1.00
应付票据及应付账款	2,497.47	2,724.98	2,395.61	3,396.20	3,246.84	利润总额	1,476.62	1,539.30	1,683.36	1,878.40	2,214.13
其他	649.96	963.30	738.90	866.48	844.13	所得税	225.74	228.00	243.74	281.76	332.12
流动负债合计	3,754.83	4,792.85	3,234.51	4,362.68	4,190.97	净利润	1,250.88	1,311.31	1,439.62	1,596.64	1,882.01
长期借款	485.43	222.00	100.00	100.00	100.00	少数股东损益	14.93	18.96	19.00	19.00	19.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,235.95	1,292.35	1,420.62	1,577.64	1,863.01
其他	182.46	217.25	192.92	197.54	202.57	每股收益(元)	0.45	0.47	0.51	0.57	0.67
非流动负债合计	667.89	439.25	292.92	297.54	302.57						
负债合计	4,422.72	5,232.10	3,527.43	4,660.23	4,493.54						
少数股东权益	49.88	85.23	103.28	121.97	140.54	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	2,120.32	2,130.65	2,765.66	2,765.66	2,765.66	成长能力					
资本公积	1,620.35	1,702.23	1,702.23	1,702.23	1,702.23	营业收入	41.54%	13.10%	4.50%	11.72%	13.63%
留存收益	5,795.81	6,639.96	7,368.67	8,253.24	9,184.82	营业利润	59.05%	5.03%	8.69%	11.70%	17.88%
其他	(1,661.11)	(1,858.00)	(1,702.23)	(1,702.23)	(1,702.23)	归属于母公司净利润	44.14%	4.56%	9.93%	11.05%	18.09%
股东权益合计	7,925.25	8,700.08	10,237.61	11,140.86	12,091.02	获利能力					
负债和股东权益总	12,347.97	13,932.17	13,765.04	15,801.09	16,584.56	毛利率	31.23%	28.59%	28.55%	28.69%	28.90%
						净利率	12.90%	11.93%	12.55%	12.47%	12.96%
						ROE	15.69%	15.00%	14.02%	14.32%	15.59%
						ROIC	28.49%	16.64%	15.36%	16.74%	21.05%
						偿债能力					
						资产负债率	35.82%	37.55%	25.63%	29.49%	27.09%
						净负债率	-2.09%	5.28%	-9.02%	-21.48%	-21.42%
						流动比率	2.34	2.02	2.92	2.63	2.95
						速动比率	1.84	1.60	2.32	2.07	2.35
						营运能力					
						应收账款周转率	3.18	2.82	2.94	3.24	3.24
						存货周转率	6.26	5.58	5.72	5.78	5.76
						总资产周转率	0.92	0.82	0.82	0.86	0.89
						每股指标(元)					
						每股收益	0.45	0.47	0.51	0.57	0.67
						每股经营现金流	0.23	0.47	0.52	0.81	0.37
						每股净资产	2.85	3.11	3.66	3.98	4.32
						估值比率					
						市盈率	49.16	47.02	42.77	38.51	32.61
						市净率	7.72	7.05	6.00	5.51	5.08
						EV/EBITDA	17.83	12.63	35.37	30.79	26.07
						EV/EBIT	20.60	14.69	39.17	33.99	28.47

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,250.88	1,311.31	1,420.62	1,577.64	1,863.01
折旧摊销	293.14	311.00	164.34	178.67	188.27
财务费用	34.73	49.91	(56.62)	(63.25)	(71.88)
投资损失	(37.98)	(48.51)	(46.09)	(60.00)	(80.00)
营运资金变动	(2,187.46)	(868.08)	(66.17)	587.90	(892.80)
其它	1,295.40	531.96	19.00	19.00	19.00
经营活动现金流	648.72	1,287.60	1,435.09	2,239.96	1,025.60
资本支出	971.25	945.09	275.77	196.38	45.97
长期投资	55.35	(47.13)	1.45	1.00	1.00
其他	(2,782.86)	(2,177.35)	(483.34)	(337.81)	(15.95)
投资活动现金流	(1,756.26)	(1,279.39)	(206.12)	(140.43)	31.02
债权融资	1,336.12	1,808.58	561.62	562.31	601.98
股权融资	1,338.72	29.42	847.39	63.25	71.88
其他	(1,765.68)	(2,040.76)	(2,701.45)	(1,255.00)	(1,494.17)
筹资活动现金流	909.15	(202.76)	(1,292.44)	(629.44)	(820.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(198.38)	(194.55)	(63.47)	1,470.09	236.32

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