

## 三花智控（002050）业绩快报点评

### 业绩符合预期，海外电动车订单锁定高增周期 买入（首次）

2020年02月18日

| 盈利预测与估值    | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 10,836 | 11,324 | 13,374 | 15,885 |
| 同比（%）      | 13.1%  | 4.5%   | 18.1%  | 18.8%  |
| 归母净利润（百万元） | 1292   | 1421   | 1717   | 2147   |
| 同比（%）      | 4.6%   | 9.9%   | 20.9%  | 25.0%  |
| 每股收益（元/股）  | 0.61   | 0.51   | 0.62   | 0.78   |
| P/E（倍）     | 36.96  | 43.65  | 36.10  | 28.89  |

证券分析师 曾朵红  
执业证号：S0600516080001  
021-60199793  
zengdh@dwzq.com.cn  
研究助理 柴嘉辉  
chaijh@dwzq.com.cn

#### 投资要点

- 19年营收同比+4.5%、利润+9.9%，符合预期。**公司公布2019年业绩快报，19年营收113.24亿同比+4.5%，归母净利润14.21亿，同比+9.9%；其中Q4营收27.03亿，同比增长5.1%，归母净利润3.64亿，同比增长35.5%，增速环比+30.6pct，Q4净利润环比增长0.3%；Q4归母净利润率13.5%，环比+0.5pct。制冷业务稳健增长，汽零业务新能源汽车海外订单开始放量，全年业绩整体符合预期。
- 汽零业务：新能源汽车海外大量订单锁定成长，20年起有望开启高增；传统车目前承压，20年起有望逐渐复苏。**19年新能源汽车整体受退补等因素影响，产销整体小幅不及预期，20年是海外车企电动车放量元年，国内恢复增长，预计2020年国内新能源车销量160-180万辆，同比增长35%-50%。三花布局十余年，积累了大量客户，累计订单体量达180亿左右。占比较高的客户中，特斯拉19年已经开始供货，大众、PSA、沃尔沃等20年开始起量，奔驰、宝马等21年开始起量，20年将开启新一轮的高增长周期。传统汽车市场从2018年下半年起持续低迷，19年延续了低迷态势，但19Q4以来终端消费数据降幅持续收窄，数据环比在改善，同时上游零部件厂商订单、排产情况改善，19年估计整体低迷，但预计20年起景气度逐步改善。
- 制冷业务：整体稳健增长，能效标准升级带来结构性增长机会。**2019年白电市场景气度不高，空调产销增速放缓，19年空调产量2.19亿台，同比增长6.5%，增速环比去年回落3.5pct。三花是全球制冷零部件龙头，四通阀、截止阀、电子膨胀阀市占率全球第一，随着行业增速放缓三花制冷业务增速相应放缓。2019年底“史上最严”能效标准推出，2020年7月1日起将正式实施，新标准统一了定频、变频空调的评价方法，只按照季节能效（APF）定级，这使得现有的低能效的三四级定频空调将面临淘汰，预计未来2-3年电子膨胀阀产品在空调市场的使用率从目前的24%左右，将逐步提升到60%以上，20年起电子膨胀阀产品有望带动制冷业务单元增速提升。
- 盈利预测与投资评级：**预计公司2019-21年归母净利润分别14.21/17.17/21.47亿元，同比分别+9.9%/+20.9%/+25.0%，EPS分别0.51/0.62/0.78元，对应现价PE分别44倍/36倍/29倍，给予目标价25元，对应20年40倍PE，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济下滑、新能源汽车产销不及预期、竞争加剧

#### 股价走势



#### 市场数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 22.42      |
| 一年最低/最高价    | 9.63/23.09 |
| 市净率(倍)      | 6.91       |
| 流通A股市值(百万元) | 54226.83   |

#### 基础数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元)  | 3.25    |
| 资产负债率(%)  | 36.45   |
| 总股本(百万股)  | 2765.66 |
| 流通A股(百万股) | 2418.68 |

#### 相关研究

**19年营收同比+4.5%、利润+9.9%，符合预期。**公司公布2019年业绩快报，19年营收113.24亿同比+4.5%，归母净利润14.21亿，同比+9.9%；其中Q4营收27.03亿，同比增长5.1%，归母净利润3.64亿，同比增长35.5%，增速环比+30.6pct，Q4净利润环比增长0.3%；Q4归母净利润率13.5%，环比+0.5pct。制冷业务稳健增长，汽零业务新能源汽车海外订单开始放量，全年业绩整体符合预期。

表1：公司19年全年盈利情况

|           | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 19Q4  | 19A    |
|-----------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 营收(亿元)    | 27.81  | 30.50  | 27.90  | 27.03 | 113.24 |
| YOY       | 7.9%   | 1.2%   | 4.3%   | 5.1%  | 4.5%   |
| 营业利润(亿元)  | 3.12   | 5.18   | 4.41   | 4.10  | 16.81  |
| YOY       | 5.4%   | -0.6%  | 4.3%   | 33.8% | 8.7%   |
| 归母净利润(亿元) | 2.59   | 4.34   | 3.63   | 3.64  | 14.21  |
| YOY       | 4.2%   | 1.3%   | 4.9%   | 35.5% | 9.9%   |
| 归母净利润/营收  | 9.3%   | 14.2%  | 13.0%  | 13.5% | 12.5%  |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**汽零业务：新能源汽车海外大量订单锁定成长，20年起有望开启高增；传统车目前承压，20年起有望逐渐复苏**

- 19年新能源汽车整体受退补等因素影响，产销整体小幅不及预期，中汽协数据显示，2019年新能源汽车总销量120.6万辆，同比-4%；分车型看，乘用车销量106万辆，同比小幅+0.7%；商用车销量14.6万辆，同比-28.3%。20年是海外车企电动车放量元年，国产Tesla、合资车企开始起量，国内新能源汽车产销开始恢复增长，预计2020年国内新能源车销量160-180万辆，同比增长35%-50%。
- 三花布局新能源汽车热管理产品十余年，厚积薄发，产品由零部件向组件、子系统发展，客户方面从国内厂商向全球一线车厂发展，目前客户包括特斯拉、沃尔沃、通用、PSA、奔驰、宝马、福特、本田、丰田等国际一线车企，及国内的吉利、比亚迪、上汽等核心车企，累计订单体量达180亿左右。占比较高的客户中，特斯拉19年已经开始供货，大众、PSA、沃尔沃等20年开始起量，奔驰、宝马等21年开始起量，20年将开启新一轮的高增长周期。
- 传统汽车市场从2018年下半年起持续低迷，19年延续了低迷态势，但19Q4以来终端消费数据降幅持续收窄，数据环比在改善，同时上游零部件厂商订单、排产情况改善，19年估计整体低迷，但预计20年起景气度逐步改善。

表 2：公司公告的部分新能源汽车订单

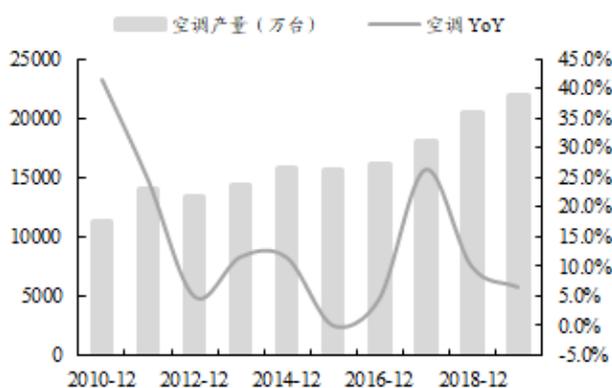
| 序号 | 公告日期       | 客户   | 产品               | 订单金额 (亿元) | 开始供应时间  |
|----|------------|------|------------------|-----------|---------|
| 1  | 2017/10/13 | 戴姆勒  | 新能源及传统车电子水泵      |           | 2019年   |
| 2  | 2017/10/19 | 沃尔沃  | 新能源汽车热管理部件       | 6         | 预计2020年 |
| 3  | 2017/11/8  | 蔚来   | 新能源汽车热管理部件       | 3         | 2018年   |
| 4  | 2018/1/9   | 蔚来   | 新能源汽车热管理部件       | 11        | 2019年   |
| 5  | 2018/11/22 | 宝马   | 新能源汽车热管理部件       | 3         | 预计2021年 |
| 6  | 2019/3/28  | 上汽大众 | 新能源汽车水冷板         | 9         | 2020年   |
| 7  | 2019/9/5   | 通用   | 新能源及传统车电子水泵      | 10        | 2022年   |
| 8  | 2019/11/13 | 通用   | 电池冷却组件及多个热管理阀类   | 20        | 预计2022年 |
| 9  | 2019/12/13 | 宝马   | ETXV/Chiller/EXV | 6         | 2022年   |
| 合计 |            |      |                  | 68        |         |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**制冷业务：整体稳健增长，能效标准升级带来结构性增长机会。**

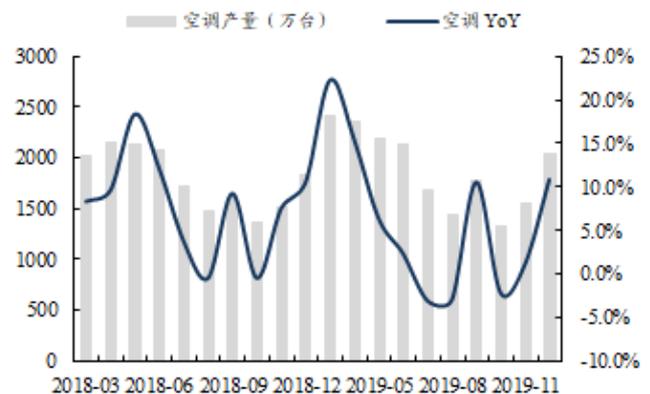
- 2019 年白电市场景气度不高，空调产销增速放缓，19 年空调产量 2.19 亿台，同比增长 6.5%，增速环比去年回落 3.5pct。三花是全球制冷零部件龙头，四通阀、截止阀、电子膨胀阀市占率全球第一，随着行业增速放缓三花制冷业务增速相应放缓。
- 2019 年底“史上最严”能效标准推出，2020 年 7 月 1 日起将正式实施，新标准统一了定频、变频空调的评价方法，只按照季节能效（APF）定级，这使得现有的低能效的三四级定频空调将面临淘汰，预计未来 2-3 年电子膨胀阀产品在空调市场的使用率从目前的 24% 左右，将逐步提升到 60% 以上，20 年起电子膨胀阀产品有望带动制冷业务单元增速提升。

图 1：空调产量（年度）：2019 年增速回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：空调产量（月度）：19 年整体低迷



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**盈利预测与投资建议：**预计公司 2019-21 年归母净利润分别 14.21/17.17/21.47 亿元，同比分别+9.9%/+20.9%/+25.0%，EPS 分别 0.51/0.62/0.78 元，对应现价 PE 分别 44 倍/36 倍/29 倍，给予目标价 25 元，对应 20 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行、新能源汽车产销不及预期、竞争加剧

三花智控三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)    |                |                |                |                | 利润表 (百万元)        |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |                  | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
| <b>流动资产</b>    | <b>9687.1</b>  | <b>10806.7</b> | <b>12125.0</b> | <b>13776.0</b> | <b>营业收入</b>      | <b>10836.0</b> | <b>11324.0</b> | <b>13374.0</b> | <b>15885.2</b> |
| 现金             | 1348.9         | 2169.0         | 2045.3         | 1947.5         | 减:营业成本           | 7738.4         | 7976.7         | 9333.4         | 10973.1        |
| 应收账款           | 4161.4         | 4343.5         | 5078.4         | 5971.7         | 营业税金及附加          | 85.8           | 90.6           | 107.0          | 127.1          |
| 存货             | 2026.9         | 2047.5         | 2347.8         | 2705.1         | 营业费用             | 532.1          | 566.2          | 655.3          | 778.4          |
| 其他流动资产         | 2149.9         | 2246.7         | 2653.5         | 3151.7         | 管理费用             | 1040.2         | 1082.3         | 1268.3         | 1495.2         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>4245.1</b>  | <b>4486.5</b>  | <b>4836.7</b>  | <b>5185.6</b>  | 财务费用             | -52.2          | 12.2           | 51.8           | 62.9           |
| 长期股权投资         | 12.6           | 16.7           | -4.8           | -13.6          | 资产减值损失           |                |                |                |                |
| 固定资产           | 3553.1         | 3808.2         | 4197.8         | 4573.2         | 加:投资净收益          | 48.5           | 30.0           | 30.0           | 30.0           |
| 在建工程           |                |                |                |                | 其他收益             | 6.1            | 63.9           | 54.8           | 74.9           |
| 无形资产           | 534.8          | 516.9          | 499.1          | 481.3          | <b>营业利润</b>      | <b>1546.3</b>  | <b>1689.9</b>  | <b>2043.0</b>  | <b>2553.5</b>  |
| 其他非流动资产        | 144.7          | 144.7          | 144.7          | 144.7          | 加:营业外净收支         | -7.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>资产总计</b>    | <b>13932.2</b> | <b>15293.2</b> | <b>16961.7</b> | <b>18961.6</b> | <b>利润总额</b>      | <b>1539.3</b>  | <b>1689.9</b>  | <b>2043.0</b>  | <b>2553.5</b>  |
| <b>流动负债</b>    | <b>4792.8</b>  | <b>4837.0</b>  | <b>5325.3</b>  | <b>5908.7</b>  | 减:所得税费用          | 228.0          | 253.5          | 306.5          | 383.0          |
| 短期借款           | 1586.6         | 1586.6         | 1586.6         | 1586.6         | 少数股东损益           | 19.0           | 15.8           | 19.1           | 23.9           |
| 应付账款           | 2725.0         | 2752.7         | 3156.5         | 3636.8         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>1292.3</b>  | <b>1420.6</b>  | <b>1717.5</b>  | <b>2146.6</b>  |
| 其他流动负债         | 481.3          | 497.7          | 582.3          | 685.3          | EBIT             | 1545.8         | 1716.6         | 2134.8         | 2656.4         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>439.2</b>   | <b>974.0</b>   | <b>1208.8</b>  | <b>1443.6</b>  | EBITDA           | 1851.3         | 1904.0         | 2359.8         | 2917.1         |
| 长期借款           | 222.0          | 722.0          | 922.0          | 1122.0         |                  |                |                |                |                |
| 其他非流动负债        | 217.2          | 252.0          | 286.8          | 321.6          | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018</b>    | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   | <b>2021E</b>   |
| <b>负债合计</b>    | <b>5232.1</b>  | <b>5811.1</b>  | <b>6534.1</b>  | <b>7352.3</b>  | 每股收益(元)          | 0.61           | 0.51           | 0.62           | 0.78           |
| 少数股东权益         | 85.2           | 93.8           | 104.2          | 117.2          | 每股净资产(元)         | 4.04           | 3.39           | 3.73           | 4.16           |
| 归属母公司股东权益      | 8614.8         | 9388.3         | 10323.3        | 11492.0        | 发行在外股份(百万股)      | 2130.6         | 2765.7         | 2765.7         | 2765.7         |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>13932.2</b> | <b>15293.2</b> | <b>16961.7</b> | <b>18961.6</b> | ROIC(%)          | 12.6%          | 12.6%          | 14.3%          | 16.0%          |
|                |                |                |                |                | ROE(%)           | 15.0%          | 15.1%          | 16.6%          | 18.7%          |
|                |                |                |                |                | 毛利率(%)           | 28.6%          | 29.6%          | 30.2%          | 30.9%          |
|                |                |                |                |                | 销售净利率(%)         | 11.9%          | 12.5%          | 12.8%          | 13.5%          |
|                |                |                |                |                | 资产负债率(%)         | 37.6%          | 38.0%          | 38.5%          | 38.8%          |
|                |                |                |                |                | 收入增长率(%)         | 13.1%          | 4.5%           | 18.1%          | 18.8%          |
|                |                |                |                |                | 净利润增长率(%)        | 4.6%           | 9.9%           | 20.9%          | 25.0%          |
|                |                |                |                |                | P/E              | 36.96          | 43.65          | 36.10          | 28.89          |
|                |                |                |                |                | P/B              | 5.54           | 6.60           | 6.01           | 5.40           |
|                |                |                |                |                | EV/EBITDA        | 28.63          | 28.14          | 23.01          | 18.90          |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

