

信义山证 汇通天下

证券研究报告

汽车

三花智控 (002050.SZ)

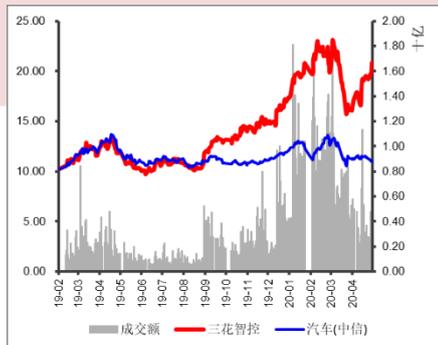
下调评级

报告原因：年报、一季报点评

深耕热管理领域，营收增长稳定

增持

公司近一年市场表现



市场数据：2020年4月29日

收盘价(元):	20.84
年内最高/最低(元):	23.42/15.11
流通A股/总股本(亿):	24.07/27.65
流通A股市值(亿):	501.61
总市值(亿):	576.30

基础数据：2019年12月31日

基本每股收益:	0.52
每股净资产(元):	3.35
净资产收益率:	16.08%

分析师：张湃

执业证书编号：S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

研究助理：

李召麒：010-83496307

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司发布2019年年报，公司实现营收112.87亿元，同比增长4.17%，归母净利润14.21亿元，同比增长9.97%。
- 公司发布2020年一季报，公司实现营收24.84亿元，同比减少10.7%，归母净利润2.11亿元，同比减少18.29%。

事件点评

- **2019年汽车零部件业务营收增长15%，优于行业整体。**在2019年汽车市场下滑的大背景下，公司订单公司零部件取得较高的增速，毛利率达到30.64%，同比增加1.26pct。一季报营收同比下降10.7%，主要原因为材料期货套期保值浮亏7833.3万元，考虑此情况下，一季度营收优于行业整体。
- **深耕新能源热管理领域，供应主流整车厂商。**阀类、泵类产品配套特斯拉、大众、宝马、奔驰、通用、上汽、比亚迪等整车厂商，在手订单量大。2019年12月13日，三花汽零被确定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6亿元人民币，相关车型预计于2022年量产，在手订单数量有保障，可为公司带来稳定现金流。
- **冰箱空调等制冷元器件仍维持高毛利、高附加值。**2019年空调行业欠佳，公司通过调整产品结构，仍获得了较为稳定的增长，实现营收96.4亿元。同比增长2.5%，毛利率提升1pct。未来随着能效标准的逐步提高，公司高毛利的电子膨胀阀有望继续提升产品渗透率。但整体上，今年整体空调行业仍不容乐观。

- **新能源免购置税、补贴延续，公司营收更加稳定。**4月23日补贴政策落地，退坡较少，此举将有利于稳定新能源汽车销量，利好新能源汽车零部件企业。随着特斯拉Model 3的不断降价与国产化，预计公司也将受益。

投资建议

- 公司产品配套车型丰富，与国际整车厂商签订了超百亿订单，业绩有一定保障。制冷元器件部分，今年能效标准的提高有助于提升公司产品渗透率。但是，考虑到公司超过一半的收入来自海外，受疫情影响，公司二季度同比营收有下降可能性，预计2020/2021年EPS分别为0.52/0.70元，对应公司4月29日收盘价20.84元，2020/2021年PE分别为40.14/29.62倍，暂下调至“增持”评级。

存在风险

➤ 车型销量不及预期；宏观经济持续下行；疫情蔓延持续。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,051.2	12,933.0	14,975.2	24,970.6	营业收入	11287.5	11502.0	12433.6	13098.8
现金	2,663.7	5,584.4	6,995.2	16,282.1	营业成本	7946.8	8062.9	8716.0	9182.3
应收账款	1,968.7	2,043.1	2,198.1	2,309.0	营业税金及附加	92.3	92.0	74.6	78.6
其他应收款	97.4	101.5	105.5	113.2	销售费用	588.5	563.6	609.2	641.8
预付账款	62.9	72.4	79.1	90.2	管理费用	595.8	563.6	609.2	641.8
存货	2,180.8	2,274.7	2,416.8	2,552.2	财务费用	-7.8	62.0	79.0	219.8
其他流动资产	3,077.6	2,856.9	3,180.5	3,623.8	资产减值损失	-27.9	74.8	-9.1	-14.6
非流动资产	4,739.0	4,712.2	4,804.1	4,891.4	公允价值变动收益	27.9	-393.6	-68.8	177.1
长期投资	14.5	28.9	18.7	20.7	投资净收益	25.3	21.0	31.6	26.0
固定资产	3,379.6	3,293.1	3,210.0	3,127.0	营业利润	1664.0	1710.5	2317.5	2552.1
无形资产	525.9	490.8	458.1	427.5	营业外收入	6.8	6.6	6.6	6.6
其他非流动资产	819.0	899.3	1,117.4	1,316.2	营业外支出	7.7	7.8	7.8	7.8
资产总计	14,790.2	17,645.2	19,779.3	29,862.0	利润总额	1663.1	1709.3	2316.3	2550.9
流动负债	4,708.3	4,893.8	4,228.9	11,522.6	所得税	229.3	256.4	347.4	382.6
短期借款	1,295.6	1,227.3	345.2	7,524.2	净利润	1433.8	1452.9	1968.9	2168.3
应付账款	1,587.8	1,690.4	1,783.6	1,879.6	少数股东损益	12.6	17.0	23.0	23.3
其他流动负债	1,824.9	1,976.1	2,100.1	2,118.8	归属母公司净利润	1421.2	1435.9	1945.9	2145.0
非流动负债	716.5	1,935.5	3,215.0	4,202.8	EBITDA	2509.5	2030.2	2661.3	3044.6
长期借款	392.9	1,632.9	2,833.9	3,753.9	EPS (元)	0.51	0.52	0.70	0.78
其他非流动负债	323.6	302.7	381.1	448.9					
负债合计	5,424.8	6,829.3	7,443.9	15,725.4	主要财务比率				
少数股东权益	73.8	90.8	113.8	137.0	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	2,765.7	2,765.7	2,765.7	2,765.7	成长能力				
资本公积	1,090.8	1,090.8	1,090.8	1,090.8	营业收入	4.17%	1.90%	8.10%	5.35%
留存收益	5,838.3	6,868.6	8,365.2	10,143.1	营业利润	7.61%	2.80%	35.49%	10.12%
归属母公司股东权益	9,291.6	10,725.0	12,221.6	13,999.6	归属于母公司净利润	9.97%	1.03%	35.52%	10.23%
负债和股东权益	14,790.2	17,645.2	19,779.3	29,862.0	获利能力				
					毛利率(%)	29.60%	29.90%	29.90%	29.90%
					净利率(%)	12.59%	12.48%	15.65%	16.38%
					ROE(%)	15.31%	13.43%	15.96%	15.34%
					ROIC(%)	15.64%	20.34%	26.93%	29.75%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	36.68%	38.70%	37.63%	52.66%
					净负债比率(%)	8.11%	-19.14%	-27.09%	-87.41%
					流动比率	2.13	2.64	3.54	2.17
					速动比率	1.67	2.18	2.97	1.95
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	0.71	0.66	0.53
					应收账款周转率	6.07	6.03	6.16	6.11
					应付账款周转率	7.12	7.02	7.16	7.15
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	0.52	0.70	0.78
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.41	0.58	0.85
					每股净资产(最新摊薄)	3.36	3.88	4.42	5.06
					估值比率				
					P/E	40.6	40.1	29.6	26.9
					P/B	6.2	5.4	4.7	4.1
					EV/EBITDA	18.35	26.83	20.04	17.01

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,900.2	1,128.0	1,615.8	2,352.0
净利润	1,433.8	1,435.9	1,945.9	2,145.0
折旧摊销	371.6	257.7	264.8	272.7
财务费用	56.2	62.0	79.0	219.8
投资损失	-25.3	-21.0	-31.6	-26.0
营运资金变动	1,928.8	-304.8	-587.3	-445.2
其他经营现金流	-1,864.9	-301.8	-55.0	185.8
投资活动现金流	222.9	200.3	-89.4	-353.1
资本支出	0.0	-200.0	-200.0	-200.0
长期投资	-2.0	-14.4	10.3	-2.0
其他投资现金流	224.9	414.7	100.4	-151.1
筹资活动现金流	-733.8	797.7	-185.1	7,464.9
短期借款	191.0	-68.3	-882.1	7,179.0
长期借款	170.9	1,240.0	1,201.0	920.0
普通股增加	635.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-611.4	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-1,119.3	-374.0	-504.1	-634.2
现金净增加额	1,389.3	2,126.0	1,341.3	9,463.8

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：



太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海



山西证券股份有限公司
SHANXI SECURITIES CO., LTD.

证券研究报告：公司研究/点评报

邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336