

传统业务环比改善，汽零业务成增长引擎

——三花智控（002050）半年报点评

增持（维持）

日期：2020年08月13日

报告关键要素：

公司发布2020年半年度报告，上半年公司实现营业总收入53.2亿元，同比增长-8.8%，归属于上市公司股东的净利润6.4亿元，同比增长-7.1%。

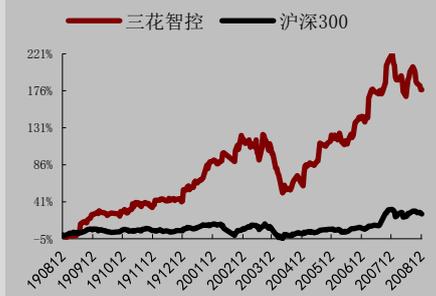
投资要点：

- **疫情影响制冷空调电器业务，汽零业务保持稳健增长：**报告期内，公司业绩有所下滑，分季度来看，2020年Q1/Q2分别实现营业收入24.8/28.3亿元，同比分别-10.7%/-7.1%，一季度受疫情负面影响，国内空调、冰箱等销量大幅下降，公司制冷空调电器业务大幅下滑，二季度公司积极调整市场策略，加强与客户的战略关系，抢抓订单，制冷空调电器业务有所回暖，尤其是5、6月份，在国内空调、冰箱销量明显增长情形下，公司制冷空调电器销售额明显回升，二季度业绩环比改善良好，因此上半年主要受疫情影响公司制冷空调电器业务收入43.7亿元，同比下降13.8%整体拖累公司营业总收入。展望下半年，得益于房屋竣工面积的阶段性回升，预计公司制冷空调电器业务有望保持低增长，尤其是空调能效标准的执行，将带动电子膨胀阀等节能阀门件销量和渗透率的持续提升。汽零业务方面，上半年公司汽零业务实现收入9.5亿元，同比上升24.3%，保持稳健增长，主要是海外存量订单的交付保持稳定，尤其是欧洲新能源汽车高爆发式增长带动公司新能源热管理业务维持高速增长，下半年随着全球新能源汽车销量的持续回升，公司汽零业务依然有望保持高速增长。
- **技术创新驱动，新能源热管理进展良好：**公司坚持技术领先战略，每年持续以高额的研发投入来强化战略产品的核心竞争力，2019年研发投入5.3亿元，同比增长21.7%，占营收比重达到4.7%，相比上年提升0.68pct，研发主要聚焦于制冷空调电器零部件的变频控制技术与系统集成以及汽车空调、新能源汽车热管理系统组件等方向，良好的研发投入与公司的技术领先、产品质量可靠形成了正向反馈，尤其是在新能源热管理领域，作为全球少有的同时具备电子膨胀阀、电子水泵、水冷板和冷却器零部件供应商，热管理产品

基础数据

行业	家用电器
公司网址	
大股东/持股	三花控股集团有限公司/29.75%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	3,592.04
流通A股(百万股)	3,141.35
收盘价(元)	21.98
总市值(亿元)	789.53
流通A股市值(亿元)	690.47

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年08月12日

相关研究

- 万联证券研究所 20200430_公司跟踪报告_AAA_三花智控(002050)年报&一季报点评
- 万联证券研究所 20200218_公司年报点评_AAA
- 万联证券研究所 20200204_公司首次覆盖_AAA_三花智控(002050)深度报告

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

	2019年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	112.87	119.41	139.70	168.04
增长比率(%)	4.17	5.79	16.99	20.29
净利润(亿元)	14.21	14.97	18.02	22.07
增长比率(%)	9.97	5.31	20.37	22.53
每股收益(元)	0.40	0.42	0.50	0.61
市盈率(倍)	55.00	52.22	43.39	35.41

数据来源：WIND，万联证券

进入欧美一线汽车厂商新能源汽车平台，客户包括大众、戴姆勒、特斯拉、宝马、通用、沃尔沃、奥迪、PSA、捷豹、路虎等，在手订单超过百亿元，公司一方面在现有客户中积极推动模块系统项目，让热管理产品更趋于标准化、集成化和平台化从而实现收入规模的提升和生产成本的下降，另一方面争取现有客户的新项目，并积极拓展新客户，上半年公司成功入驻丰田体系，进一步彰显公司先进的技术实力。作为特斯拉、大众、丰田等全球知名车企的供应商，预计随着特斯拉销量的提升、大众 MEB 平台新能源车的量产及丰田加大布局新能源车，新能源热管理业务有望成为公司中长期核心增长点。

- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年营业总收入分别为 119.4 亿元、139.7 亿元和 168.0 亿元，归母净利润分别为 15.0 亿元、18.0 亿元和 22.1 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.50 元和 0.61 元，对应的 PE 分别为 52.2、43.4 和 35.9 倍，考虑到新能源热管理的广阔成长前景，维持“增持”评级。
- **风险提示：**制冷空调电器零部件业务下滑，新能源热管理业务拓展不及预期。

目录

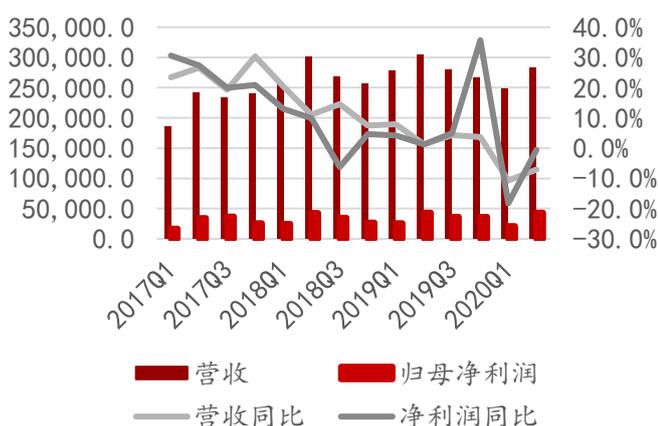
1、疫情影响制冷空调电器业务，汽零业务保持稳健增长	4
2、技术创新驱动，新能源热管理进展良好	5
3、盈利预测及投资建议	5
4、风险提示	5
图表 1：近年来公司季度业绩情况（单位：万元）	4
图表 2：房屋开工竣工面积回暖（单位：%）	4
图表 3：近年来销售毛利率及净利率情况	4
图表 4：近年来期间费用率情况	4
图表 5：重点热管理订单情况	5

万联证券

1、疫情影响制冷空调电器业务，汽零业务保持稳健增长

近期，公司发布2020年半年度报告，报告期内公司实现营业总收入53.2亿元，同比增长-8.8%，归属于上市公司股东的净利润6.4亿元，同比增长-7.1%。分季度来看，2020年Q1/Q2分别实现营业收入24.8/28.3亿元，同比分别-10.7%/-7.1%，一季度受疫情负面影响，国内空调、冰箱等销量大幅下降，公司制冷空调电器业务大幅下滑，二季度公司积极调整市场策略，加强与客户的战略关系，抢抓订单，制冷空调电器业务有所回暖，尤其是5、6月份，在国内空调、冰箱销量明显增长情形下，公司制冷空调电器销售额明显回升，二季度业绩环比改善良好，因此上半年主要受疫情影响公司制冷空调电器业务收入43.7亿元，同比下降13.8%整体拖累公司营业总收入。展望下半年，得益于房屋竣工面积的阶段性回升，预计公司制冷空调电器业务有望保持低增长，尤其是空调新能效标准的执行，将带动电子膨胀阀等节能阀门件销量和渗透率的持续提升。汽零业务方面，上半年公司汽零业务实现收入9.5亿元，同比上升24.3%，保持稳健增长，主要是海外存量订单的交付保持稳定，尤其是欧洲新能源汽车高爆发式增长带动公司新能源热管理业务维持高增长，下半年随着全球新能源汽车销量的持续回升，公司汽零业务依然有望保持高速增长。

图表1：近年来公司季度业绩情况（单位：万元）



资料来源：WIND，万联证券

图表2：房屋开工竣工面积回暖（单位：%）



资料来源：WIND，万联证券

图表3：近年来销售毛利率及净利率情况



资料来源：WIND，万联证券

图表4：近年来期间费用率情况



资料来源：WIND，万联证券

2、技术创新驱动，新能源热管理进展良好

公司坚持技术领先战略，每年持续以高额的研发投入来强化战略产品的核心竞争力，2019年研发投入5.3亿元，同比增长21.7%，占营收比重达到4.7%，相比上年提升0.68pct，研发主要聚焦于制冷空调电器零部件的变频控制技术与系统集成以及汽车空调、新能源汽车热管理系统组件等方向，良好的研发投入与公司的技术领先、产品质量可靠形成了正向反馈，尤其是在新能源热管理领域，作为全球少有的同时具备电子膨胀阀、电子水泵、水冷板和冷却器零部件供应商，热管理产品已进入欧美一线汽车厂商新能源汽车平台，客户包括大众、戴姆勒、特斯拉、宝马、通用、沃尔沃、奥迪、PSA、捷豹、路虎等，在手订单超过百亿元，公司一方面在现有客户中积极推动模块系统项目，让热管理产品更趋于标准化、集成化和平台化从而实现收入规模的扩张和生产成本的下降，另一方面争取现有客户的新项目，并积极拓展新客户，上半年公司成功入驻丰田体系，进一步彰显公司先进的技术实力。作为特斯拉、大众、丰田等全球知名车企的供应商，预计随着特斯拉销量的提升、大众MEB平台新能源车的量产及丰田加大布局新能源车，新能源热管理业务有望成为公司中长期核心增长点。

图表5：重点热管理订单情况

披露时间	供应车企	定点项目	主要内容
2020年上半年	丰田	-	成功入主丰田供应体系。
2019-12-13	德国宝马	电子膨胀阀 (EXV)、冷却器	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。
2019-11-13	通用汽车	电池冷却组件、热管理阀	通用汽车战略性电动车平台 BEV3 电池冷却组件和多个热管理阀类产品的全球独家供应商，六年生命周期内，预计销售额累计近 20 亿元人民币。
2019-09-05	通用汽车	电子水泵	通用汽车电子水泵（传统汽车及新能源汽车均需使用）的供应商，相关车型预计于 2022 年批量上市，预计至 2027 年累计销售额近 10 亿元人民币。
2019-03-28	上汽大众	水冷板	上汽大众新能源电动汽车平台水冷板项目的供货商。

资料来源：公司公告，万联证券

3、盈利预测及投资建议

我们预计公司2020-2022年营业总收入分别为119.4亿元、139.7亿元和168.0亿元，归母净利润分别为15.0亿元、18.0亿元和22.1亿元，EPS分别为0.42元、0.50元和0.61元，对应的PE分别为52.2、43.4和35.9倍，考虑到新能源热管理的广阔成长前景，维持“增持”评级。

4、风险提示

制冷空调电器零部件业务下滑，新能源热管理业务拓展不及预期

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,051	11,052	13,031	14,816
货币资金	2,664	3,403	3,458	2,877
应收票据及应收账款	3,968	4,198	4,911	5,908
其他应收款	97	103	121	145
预付账款	63	66	77	93
存货	2,181	2,303	2,686	3,215
其他流动资产	1,078	978	1,778	2,578
非流动资产	4,739	5,198	5,658	6,117
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产	3,380	3,780	4,180	4,580
在建工程	481	351	222	92
无形资产	526	517	508	499
其他长期资产	338	536	734	932
资产总计	14,790	16,251	18,689	20,933
流动负债	4,708	4,092	5,152	5,609
短期借款	1,296	500	1,000	681
应付票据及应付账款	2,718	2,871	3,348	4,008
预收账款	23	25	29	35
其他流动负债	671	696	775	884
非流动负债	716	816	916	1,016
长期借款	393	493	593	693
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	324	324	324	324
负债合计	5,425	4,908	6,068	6,625
股本	2,766	3,592	3,592	3,592
资本公积	1,091	1,091	1,091	1,091
留存收益	5,838	6,975	8,238	9,906
归属母公司股东权益	9,292	11,255	12,517	14,186
少数股东权益	74	87	103	123
负债和股东权益	14,790	16,251	18,689	20,933

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,900	2,678	1,298	1,485
净利润	1,434	1,510	1,818	2,227
折旧摊销	372	322	322	322
营运资金变动	39	818	-864	-1,090
其它	56	28	23	25
投资活动现金流	223	-1,656	-1,251	-1,246
资本支出	-859	-783	-782	-784
投资变动	-2	-900	-500	-500
其他	1,083	27	31	38
筹资活动现金流	-734	-282	7	-820
银行借款	2,221	-696	600	-219
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	826	0	0
其他	-2,955	-413	-593	-601
现金净增加额	1,389	740	55	-581
期初现金余额	1,165	2,664	3,403	3,458
期末现金余额	2,554	3,403	3,458	2,877

利润表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,287	11,941	13,970	16,804
营业成本	7,947	8,393	9,787	11,717
营业税金及附加	92	98	114	137
销售费用	589	597	712	857
管理费用	596	681	740	891
研发费用	532	549	657	790
财务费用	-8	6	8	17
资产减值损失	-28	0	0	0
公允价值变动收益	28	0	0	0
投资净收益	25	27	31	38
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1,664	1,752	2,109	2,585
营业外收入	7	8	8	9
营业外支出	8	9	9	11
利润总额	1,663	1,751	2,108	2,583
所得税	229	241	291	356
净利润	1,434	1,510	1,818	2,227
少数股东损益	13	13	16	20
归属母公司净利润	1,421	1,497	1,802	2,207
EBITDA	1,904	1,946	2,282	2,735
EPS (元)	0.40	0.42	0.50	0.61

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	4.2%	5.8%	17.0%	20.3%
营业利润	7.6%	5.3%	20.4%	22.6%
归属于母公司净利润	10.0%	5.3%	20.4%	22.5%
获利能力				
毛利率	29.6%	29.7%	29.9%	30.3%
净利率	12.7%	12.6%	13.0%	13.3%
ROE	15.3%	13.3%	14.4%	15.6%
ROIC	11.7%	11.1%	11.7%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	36.7%	30.2%	32.5%	31.6%
净负债比率	-8.0%	-19.3%	-13.0%	-9.0%
流动比率	2.13	2.70	2.53	2.64
速动比率	1.66	2.12	1.99	2.05
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.73	0.75	0.80
应收账款周转率	6.03	6.03	6.03	6.03
存货周转率	3.64	3.64	3.64	3.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.42	0.50	0.61
每股经营现金流	0.53	0.75	0.36	0.41
每股净资产	2.59	3.13	3.48	3.95
估值比率				
P/E	55.00	52.22	43.39	35.41
P/B	8.41	6.94	6.24	5.51
EV/EBITDA	24.78	39.04	33.54	28.11

资料来源：万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场