

三花智控 (002050)

公司研究/点评报告

汽零受益新能源车普及，制冷将重回上升通道

—2020 年年报点评

点评报告/家电

2021 年 03 月 29 日

一、事件概述

3月26日，公司发布2020年年报，全年实现营收121.10亿元，同比增长7.29%，实现归母净利润14.62亿元，同比增长2.88%，公司将向全体股东每10股派发现金红利2.5元（含税）。同时公司发布了2021年一季度业绩预告，21Q1实现盈利3.17-3.80亿元，同比增长50%-80%。

二、分析与判断

➤ 20Q4 经营性业绩环比基本持平、21Q1 维持高位

20Q4 公司实现营收 35.17 亿元，同比增长 31.87%，环比增长 7.39%，实现归母净利润 3.70 亿元，同比增长 1.37%，环比下降 17.59%，主要受 20Q4 计提资产减值损失 0.52 亿影响，剔除此影响后，Q4 经营性利润为 4.22 亿元，环比基本持平。21Q1 预计实现归母净利润为 3.17-3.80 亿元，同比增长 50%-80%，环比变动-14.32%到 2.70%，维持高位。

➤ 汽零业务：新能源车普及带动热管理龙头高速增长

2020 年公司汽零业务实现营收 24.69 亿元，同比增长 49.55%，实现毛利率 29.70%，同比略降 0.94 个百分点。公司车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件、Omega 泵等产品市场占有率全球第一，通过集成化和新能源车渗透率提升，单车价值将稳步提升，成长空间大。根据中汽协预测，2021 年国内汽车销量将达 2630 万辆，同比增长 4%，公司将充分受益于下游复苏；同时特斯拉、大众 MEB 和新势力造车等的新能源车型井喷带来出货结构优化；公司卡位热泵空调，将受益于其在新能源汽车中的渗透率提升。客户订单方面，公司已成为全球十大车企的一级供应商，2021 年 2 月又新增上汽和美国通用电动车的定点，生命周期销售额分别超过 10 亿元和 9 亿元，后续有望持续斩获新订单；产能方面，2020 年公司墨西哥工厂已实现产能落地和爬坡，绍兴滨海厂区也正在扩建，将满足下游旺盛需求。

➤ 制冷空调电器零部件业务：有望重回上升通道

2020 年公司制冷空调电器零部件业务实现营收 96.41 亿元，受疫情影响同比微增 0.04%，毛利率为 29.83%，同比增长 0.41 个百分点。公司空调电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器等产品市场占有率全球第一，20Q1 受疫情影响出货量下滑，至 20Q4 订单已恢复同比正增，21Q1 受空调和冰箱需求回暖，订单饱满。未来随着新能效政策影响，空调电子膨胀阀渗透率将进一步提升，带动业务恢复上升。

三、投资建议

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 20.02、24.00、29.03 亿元，同比分别增长 37%、20%、21%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 38、32、26 倍。考虑到公司是家电和汽零领域热管理龙头企业，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

新能源车销量不及预期；新能源车热管理业务竞争加剧；制冷空调电器零部件业务需求不及预期。

推荐

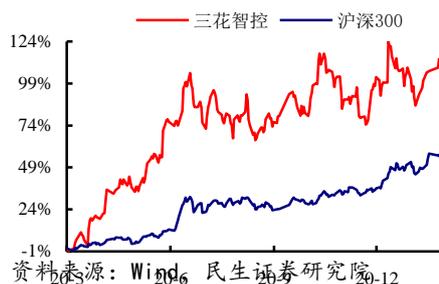
首次评级

当前价格： 21.16 元

交易数据 2021-3-26

| | |
|-----------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 27.68/16.07 |
| 总股本(百万股) | 3,592 |
| 流通股本(百万股) | 3,521 |
| 流通股比例(%) | 98.01 |
| 总市值(亿元) | 760 |
| 流通市值(亿元) | 745 |

该股与沪深 300 走势比较



分析师：于潇

执业证号： S0100520080001

电话： 021-60876734

邮箱： yuxiao@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号： S0100121020004

电话： 021-60876734

邮箱： lijingbo@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 12,110 | 14,956 | 17,916 | 21,570 |
| 增长率 (%) | 7.3 | 23.5 | 19.8 | 20.4 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 1,462 | 2,002 | 2,400 | 2,903 |
| 增长率 (%) | 2.9 | 36.9 | 19.8 | 21.0 |
| 每股收益 (元) | 0.41 | 0.56 | 0.67 | 0.81 |
| PE (现价) | 51.6 | 38.0 | 31.7 | 26.2 |
| PB | 7.6 | 6.8 | 5.6 | 4.6 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 12,110 | 14,956 | 17,916 | 21,570 |
| 营业成本 | 8,500 | 10,469 | 12,556 | 15,132 |
| 营业税金及附加 | 78 | 96 | 115 | 139 |
| 销售费用 | 603 | 703 | 824 | 971 |
| 管理费用 | 764 | 897 | 1,057 | 1,251 |
| 研发费用 | 518 | 643 | 770 | 928 |
| EBIT | 1,646 | 2,147 | 2,593 | 3,150 |
| 财务费用 | 129 | 58 | 47 | 26 |
| 资产减值损失 | (59) | 0 | 0 | (0) |
| 投资收益 | 89 | 90 | 90 | 90 |
| 营业利润 | 1,702 | 2,310 | 2,766 | 3,344 |
| 营业外收支 | (10) | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1,692 | 2,300 | 2,756 | 3,334 |
| 所得税 | 219 | 297 | 356 | 431 |
| 净利润 | 1,473 | 2,002 | 2,400 | 2,903 |
| 归属于母公司净利润 | 1,462 | 2,002 | 2,400 | 2,903 |
| EBITDA | 2,071 | 2,609 | 3,104 | 3,709 |
| 资产负债表 (百万元) | | | | |
| 货币资金 | 3490 | 3140 | 4842 | 5990 |
| 应收账款及票据 | 4680 | 5683 | 6808 | 8197 |
| 预付款项 | 69 | 84 | 102 | 122 |
| 存货 | 2308 | 3218 | 3410 | 4577 |
| 其他流动资产 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 流动资产合计 | 11584 | 13234 | 16245 | 20049 |
| 长期股权投资 | 15 | 105 | 195 | 285 |
| 固定资产 | 3839 | 4289 | 4739 | 5189 |
| 无形资产 | 508 | 470 | 434 | 399 |
| 非流动资产合计 | 5448 | 5898 | 6311 | 6677 |
| 资产合计 | 17033 | 19132 | 22556 | 26726 |
| 短期借款 | 383 | 383 | 383 | 383 |
| 应付账款及票据 | 3518 | 4397 | 5273 | 6355 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 4728 | 5723 | 6747 | 8014 |
| 长期借款 | 1708 | 1708 | 1708 | 1708 |
| 其他长期负债 | 354 | 354 | 354 | 354 |
| 非流动负债合计 | 2152 | 2152 | 2152 | 2152 |
| 负债合计 | 6880 | 7875 | 8900 | 10166 |
| 股本 | 3592 | 3592 | 3592 | 3592 |
| 少数股东权益 | 88 | 88 | 88 | 88 |
| 股东权益合计 | 10153 | 11257 | 13657 | 16560 |
| 负债和股东权益合计 | 17033 | 19132 | 22556 | 26726 |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------|---------|-------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 7.3 | 23.5 | 19.8 | 20.4 |
| EBIT 增长率 | 7.4 | 30.4 | 20.8 | 21.5 |
| 净利润增长率 | 2.9 | 36.9 | 19.8 | 21.0 |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 29.8 | 30.0 | 29.9 | 29.8 |
| 净利润率 | 12.1 | 13.4 | 13.4 | 13.5 |
| 总资产收益率 ROA | 8.6 | 10.5 | 10.6 | 10.9 |
| 净资产收益率 ROE | 14.5 | 17.9 | 17.7 | 17.6 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 2.5 | 2.3 | 2.4 | 2.5 |
| 速动比率 | 2.0 | 1.8 | 1.9 | 1.9 |
| 现金比率 | 0.9 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 资产负债率 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 62.8 | 61.0 | 61.0 | 61.0 |
| 存货周转天数 | 95.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 |
| 总资产周转率 | — | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| 每股净资产 | 2.8 | 3.1 | 3.8 | 4.6 |
| 每股经营现金流 | 0.6 | 0.4 | 0.7 | 0.6 |
| 每股股利 | 0.4 | 0.3 | 0.0 | 0.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 51.6 | 38.0 | 31.7 | 26.2 |
| PB | 7.6 | 6.8 | 5.6 | 4.6 |
| EV/EBITDA | 28.9 | 23.1 | 18.9 | 15.6 |
| 股息收益率 | 1.7 | 1.2 | 0.0 | 0.0 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 净利润 | 1,473 | 2,002 | 2,400 | 2,903 |
| 折旧和摊销 | 512 | 462 | 510 | 559 |
| 营运资金变动 | 7 | (1,012) | (284) | (1,390) |
| 经营活动现金流 | 2,015 | 1,480 | 2,653 | 2,100 |
| 资本开支 | 1,131 | 832 | 844 | 844 |
| 投资 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (795) | (832) | (844) | (844) |
| 股权募资 | 119 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 315 | 8 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (396) | (997) | (107) | (107) |
| 现金净流量 | 824 | (349) | 1,702 | 1,148 |

分析师与研究助理简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

李京波，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。