

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

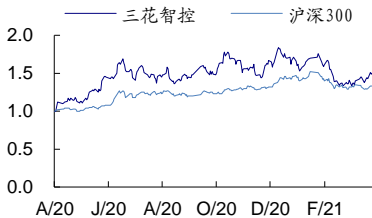
汽车零部件 II

三花智控(002050)
增持

2021 年 Q1 季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 25 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	3,592/3,520
总市值/流通(百万元)	81,134/79,523
上证综指/深圳成指	3,474/14,352
12 个月最高/最低(元)	28.15/17.22

相关研究报告:

《三花智控-002050-2020 年报点评:经营稳健, 汽车业务持续提速》——2021-03-30
 《三花智控-002050-2020 三季度财报点评: 汽车与家电持续改善, 业绩略超预期》——2020-10-21
 《三花智控-002050-2020 年 7 月产销点评: 优势产品品类再发力, 斩获恒驰 25 亿新订单》——2020-08-19
 《三花智控-002050-2020 半年报财报点评: 汽车逆势高增长, 业绩符合预期》——2020-08-14
 《三花智控-002050-深度报告: 新能源热管理领域的高壁垒龙头》——2020-08-11

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814

E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080002

证券分析师: 周俊宏

电话: 021-61761059

E-MAIL: zhoujunhong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520070002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
业绩符合预期, 汽零业务提速
● 2021 年 Q1 收入同比+37.22%, 净利润同比+70.36%

公司公布一季报, 2021Q1 实现营收 34.08 亿元(同比+37.22%, 相较 2019Q1+22.55%), 归母 3.60 亿元(为业绩预告偏上限位置, 同比 2020Q1+70.36%, 相较 2019Q1+39.19%), 扣非归母 3.21 亿元(同比+20.31%, 非经常性损益包括 0.2 亿政府补助及 0.3 亿投资收益)。预计受原材料涨价影响及组件产品占比提升, 2021Q1 实现毛利率 27.2%, 同比/环比+0.77pct/-5.3%。业绩总体符合预期。

● EV 高景气度叠加空调需求回暖驱动业绩增长

公司汽零订单充足, 处快速放量期(2021Q1 国内新能源汽车销量同比+280%, 特斯拉 Q1 交付量同比+110 至 18.5 万辆); 叠加空调下游需求恢复(2021Q1 空调产量+46%, 与 2019 年持平), 实现业绩增长。2021Q1 净利率同比+2.2pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.36%/5.48%/4.92%/-0.26%, 同比分别-0.26/-0.66/+0.25/+1.33pct。

● “单件→系统”、客户平台放量, 汽零业务持续提速

2020 年汽零业务净利润同比+14%(占总利润+23%), 其中新能源汽车营收占比提升至 61%。预计 21 年将持续提速, 受益于客户平台放量(预计特斯拉 2021 年全球销量步入百万量级; 大众 MEB 平台、新势力加速交付; 与华为合作)及系统产品占比提升(将电子膨胀阀优势拓展至热泵组件产品)拉动。预计 21 年汽零业务营收同比 70%~90%。

● 亚威科扭亏, 能效升级趋势下制冷业务稳扎稳打

亚威科业务受益于运营效率提升而扭亏, 能效升级下, 指导定频空调全面退出, 推进电子膨胀阀产品渗透率持续上行(渗透率有望从 2019 年的 30%增长到 60%以上), 公司家电业务有望维持稳增。

● 风险提示: 下游客户销量不及预期, 原材料价格上涨。
● 投资逻辑: 卡位核心产品、受益于新能源汽车提速的热管理龙头

预计公司 21/22/23 年归母净利润分别为 19.33/22.98/30.49 亿元(原: 19.20/22.99/30.49 亿元), EPS 分别为 0.54/0.64/0.85 元, 上调合理估值为 27.00-29.70 元(对应 2021 年 50-55x PE), 维持“增持”评级。

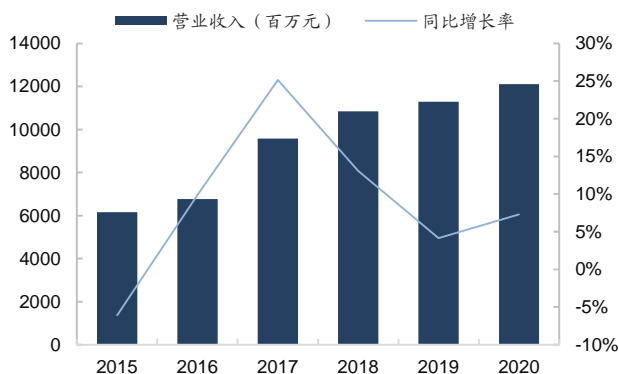
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,110	14,130	17,223	21,908
(+/-%)	7.3%	16.7%	21.9%	27.2%
净利润(百万元)	1462	1933	2298	3049
(+/-%)	2.9%	32.2%	18.9%	32.6%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.54	0.64	0.85
EBIT Margin	17.9%	15.2%	15.2%	15.8%
净资产收益率(ROE)	14.5%	17.7%	19.2%	22.9%
市盈率(PE)	55.5	42.0	35.3	26.6
EV/EBITDA	34.1	34.1	28.7	22.5
市净率(PB)	8.06	7.42	6.78	6.08

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

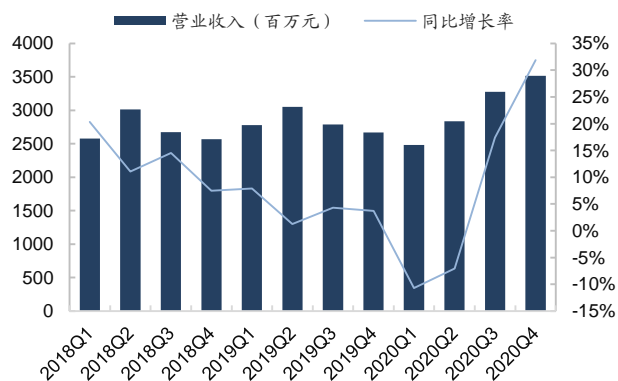
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营业收入及增速



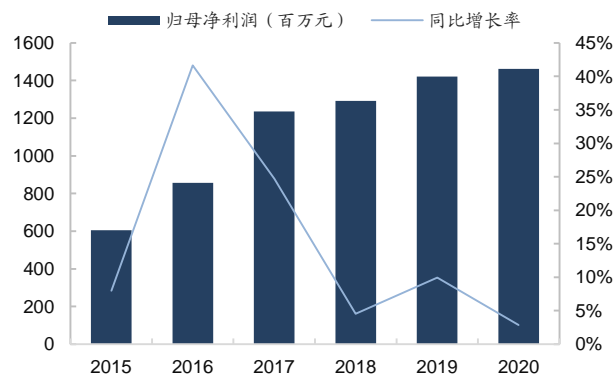
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及增速



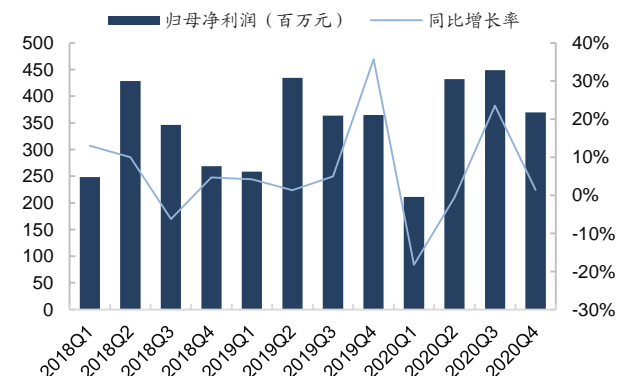
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利润及增速



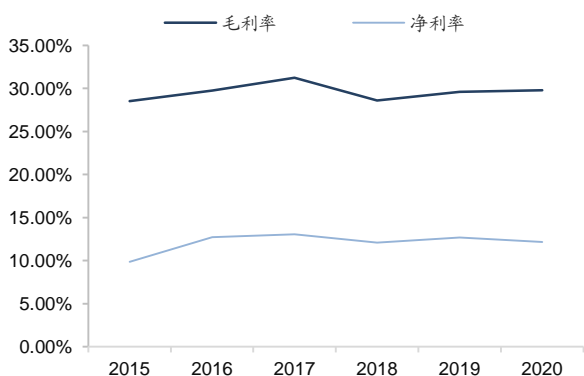
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度净利润及增速



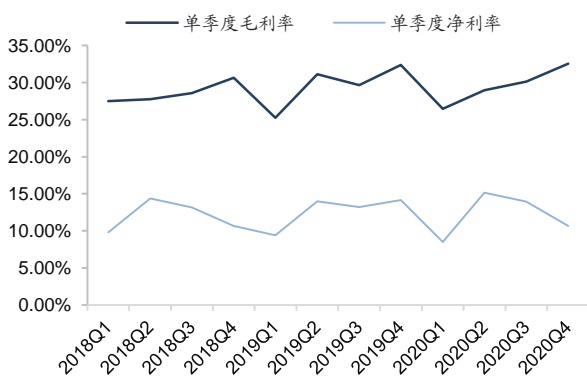
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率和净利率



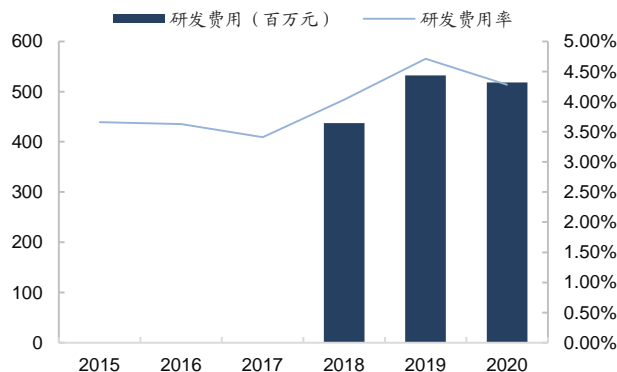
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司单季度毛利率和净利率



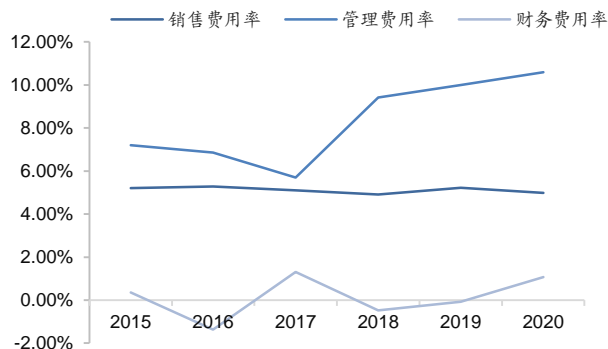
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 研发费用及费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值对标分析

以产业研究角度, 配套单车价值量持续上行、需求天花板高、技术升级迭代快的热管理行业具明显的“苹果产业链光学赛道”特征。基于中美欧三地汽车电动化持续推进, 我们判断 2021 年为热管理厂商前期订单大幅释放业绩的元年, 优质长赛道带来估值溢价及诞生大市值企业机遇。

公司立足汽车膨胀阀向上扩张热管理集成化模块, 长期维度汽零业务为增长主力。近年来借力国内新能源汽车热管理发展趋势, 通过优质客户拓展(法雷奥、马勒、大众、奔驰、宝马、沃尔沃、特斯拉、通用等)及新能源热管理系统产品品类拓展(由阀件逐步向组件发展, 最大单车货值近 5000 元), 公司新能源汽零业务快速增长。当前在手订单充裕, 预计多数从 2020 年起全生命周期稳健释放, 保障公司未来 3-5 年业绩。

估值对标: 选取特斯拉产业链核心标的(即宁德时代、拓普集团两家, 21 年平均估值 73x), 以及热管理行业标的(即银轮股份、中鼎股份、克来机电三家, 21 年平均估值 24x)对标。

预计公司 21/22/23 年归母净利润分别为 19.33/22.98/30.49 亿元, EPS 分别为 0.54/0.64/0.85 元, 上调合理估值为 27.00-29.70 元(对应 2021 年 50-55x PE), 维持“增持”评级。

表 1: 可比公司对标

公司	代码	市值 (亿元)	股价 (元)	每股盈利 (元)			市盈率			评级
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
三花智控	002050.SZ	811	22.59	0.41	0.54	0.64	55	42	35	增持
宁德时代	300750.SZ	8,654	371.50	2.26	3.26	4.13	164	114	90	增持
拓普集团	601689.SH	402	36.45	0.60	1.16	1.34	61	31	27	增持
银轮股份	002126.SZ	84	10.57	0.41	0.59	0.72	26	18	15	无评级
中鼎股份	000887.SZ	133	10.91	0.40	0.61	0.76	27	18	14	无评级
克来机电	603960.SH	75	28.59	0.57	0.82	1.10	50	35	26	增持
特斯拉产业链平均估值								73		
热管理行业平均估值								24		
整体平均估值							64	44	35	

资料来源: 资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

备注: 参照 wind 一致预期, 参照 4 月 25 日收盘价

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3490	3765	3987	4993	营业收入	12110	14130	17223	21908
应收款项	4756	5420	6559	8583	营业成本	8500	10175	12410	15758
存货净额	2308	2701	3365	2016	营业税金及附加	78	127	155	153
其他流动资产	278	424	517	657	销售费用	603	749	930	1205
流动资产合计	11584	13109	15195	16982	管理费用	764	925	1105	1324
固定资产	4468	5295	5652	5943	财务费用	129	77	100	83
无形资产及其他	508	488	469	450	投资收益	89	80	78	76
投资性房地产	457	457	457	457	资产减值及公允价值变动	91	100	90	77
长期股权投资	15	15	16	17	其他收入	(513)	0	0	0
资产总计	17033	19365	21789	23848	营业利润	1702	2257	2690	3537
短期借款及交易性金融负债	514	1371	1753	1000	营业外净收支	(10)	(5)	(3)	(6)
应付款项	3518	3781	4618	5881	利润总额	1692	2252	2687	3531
其他流动负债	696	921	984	1070	所得税费用	219	304	371	459
流动负债合计	4728	6073	7355	7952	少数股东损益	11	15	18	23
长期借款及应付债券	1708	1708	1708	1708	归属于母公司净利润	1462	1933	2298	3049
其他长期负债	444	554	654	734					
长期负债合计	2152	2262	2362	2442	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6880	8335	9717	10394	净利润	1462	1933	2298	3049
少数股东权益	88	95	103	114	资产减值准备	56	28	8	7
股东权益	10065	10935	11969	13341	折旧摊销	419	466	546	599
负债和股东权益总计	17033	19365	21789	23848	公允价值变动损失	(91)	(100)	(90)	(77)
					财务费用	129	77	100	83
关键财务与估值指标					营运资本变动	133	(577)	(887)	620
每股收益	0.41	0.54	0.64	0.85	其它	(51)	(20)	(0)	4
每股红利	0.23	0.30	0.35	0.47	经营活动现金流	1928	1730	1875	4202
每股净资产	2.80	3.04	3.33	3.71	资本开支	(1153)	(1201)	(801)	(801)
ROIC	17%	15%	16%	21%	其它投资现金流	241	(48)	32	36
ROE	15%	18%	19%	23%	投资活动现金流	(912)	(1249)	(770)	(766)
毛利率	30%	28%	28%	28%	权益性融资	119	0	0	0
EBIT Margin	18%	15%	15%	16%	负债净变化	1315	0	0	0
EBITDA Margin	21%	19%	18%	19%	支付股利、利息	(843)	(1063)	(1264)	(1677)
收入增长	7%	17%	22%	27%	其它融资现金流	(1253)	858	381	(753)
净利润增长率	3%	32%	19%	33%	融资活动现金流	(190)	(206)	(883)	(2429)
资产负债率	41%	44%	45%	44%	现金净变动	826	275	222	1006
息率	1.0%	1.3%	1.6%	2.1%	货币资金的期初余额	2664	3490	3765	3987
P/E	55.5	42.0	35.3	26.6	货币资金的期末余额	3490	3765	3987	4993
P/B	8.1	7.4	6.8	6.1	企业自由现金流	1284	552	1118	3435
EV/EBITDA	34.1	34.1	28.7	22.5	权益自由现金流	1346	1342	1413	2610

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032