

三花智控 (002050.SZ)

新能源车业务持续放量，制冷业务回暖

核心观点:

- **公司披露 2021 年半年报。**2021H1 收入 76.7 亿元 (YoY +44.3%)，归母净利润 8.2 亿元 (YoY +28.0%)，归母净利率 10.7% (YoY -1.4pct)；2021Q2 单季度收入 42.7 亿元 (YoY +50.5%)，归母净利润 4.6 亿元 (YoY +7.3%)，归母净利率 10.9% (YoY -4.4pct)。
- **新能源汽车景气持续驱动公司收入增长，空调零部件业务在去年低基数下有所回暖。**分业务营收，2021H1 制冷空调零部件业务收入 55.6 亿元 (YoY +27.4%)，产业在线数据显示低基数下 2021H1 空调产量同比增长 15%，同时公司作为龙头逆境下韧性较强；汽零业务收入 21.1 亿元 (YoY +122.1%)。根据中汽协数据，2021H1 我国新能源车销量 120.6 万台 (YoY +200%)，新能源车市场持续火热，公司在手订单充足，未来将持续驱动收入增长。
- **原材料成本上涨、固定资产摊销等导致毛利率有所下滑。**2021H1 公司毛利率 27.0% (YoY -0.8pct)，其中 Q2 为 26.8% (YoY -2.2pct)，分业务毛利率，2021H1 制冷零部件 27.8% (YoY +0.3pct)，汽零 24.9% (YoY -4.1pct)，毛利率下滑主要系汽零业务。下滑原因主要三点：(1) 上半年新能源车市场增速较快，公司进行固定资产投入带来的摊销较多；(2) 产品结构改变；(3) 原材料成本上涨。公司降本增效能力优秀，2021Q2 销售、管理、财务、研发费用率分别为 4.1%、4.4%、1.4%、4.3%，同比-0.9pct、-1.4pct、+1pct、-0.05pct，财费主要系汇兑损失。
- **盈利预测与投资建议：**预计 21-22 年归母净利润分别为 18.35、23.64 亿元，同比+25.5%、+28.9%，对应 21 年 PE 47x，考虑到可比公司估值，公司在同行中质地突出且新能源车业务前景广阔，给予 21 年 55xPE，对应合理价值 28.09 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业景气度下降；原材料价格上升；新能源车不及预期。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	11,287	12,110	16,477	20,424	24,399
增长率 (%)	4.2%	7.3%	36.1%	24.0%	19.5%
EBITDA (百万元)	1,904	2,071	2,432	3,059	3,741
归母净利润 (百万元)	1,421	1,462	1,835	2,364	2,918
增长率 (%)	10.0%	2.9%	25.5%	28.9%	23.5%
EPS (元/股)	0.51	0.41	0.51	0.66	0.81
市盈率 (P/E)	33.72	60.55	46.77	36.30	29.40
ROE (%)	15.3%	14.5%	15.3%	16.5%	16.9%
EV/EBITDA	24.78	42.14	34.81	27.42	22.05

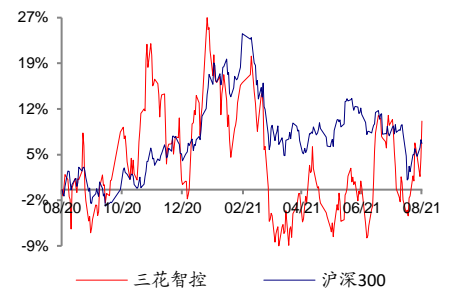
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	23.89 元
合理价值	28.09 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-11

相对市场表现



分析师:

曾婵



SAC 执证号: S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936

zengchan@gf.com.cn

分析师:

袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001



SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师:

高润鑫



SAC 执证号: S0260521040004



0755-82569694



gaorunxin@gf.com.cn

请注意，高润鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

三花智控 (002050.SZ) :Q1 2021-04-22

新能源车业务放量，下游空

调需求复苏

联系人:

符超然

fuchaoran@gf.com.cn

表 1: 三花智控可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币)			市盈率 (X)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
601689.SH	拓普集团	39.03	1.10	1.44	1.81	35.40	27.10	21.54
300750.SZ	宁德时代	517.25	4.32	6.56	9.00	119.68	78.86	57.50
603305.SH	旭升股份	39.30	1.11	1.49	1.88	35.56	26.42	20.96
002126.SZ	银轮股份	11.54	0.54	0.68	0.80	21.57	16.97	14.35
603960.SH	克来机电	33.70	0.67	1.01	1.43	50.21	33.42	23.51

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 股价为 2021-08-11 收盘价, 表中公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,051	11,584	14,362	17,837	21,965	经营活动现金流	1,900	2,087	151	1,554	2,074
货币资金	2,664	3,490	3,706	4,411	5,684	净利润	1,434	1,473	1,853	2,388	2,948
应收及预付	4,031	4,749	5,989	7,534	9,133	折旧摊销	372	425	356	392	423
存货	2,181	2,308	3,065	3,851	4,669	营运资金变动	39	80	-2,133	-1,259	-1,328
其他流动资产	1,175	1,038	1,602	2,041	2,480	其它	56	110	74	33	31
非流动资产	4,739	5,448	5,462	5,394	5,251	投资活动现金流	223	-795	-329	-684	-639
长期股权投资	15	15	16	17	18	资本支出	-859	-1,131	-373	-328	-283
固定资产	3,380	3,839	3,905	3,886	3,787	投资变动	-2	-1	-6	-6	-6
在建工程	481	629	579	534	494	其他	1,083	336	50	-350	-350
无形资产	526	508	506	503	499	筹资活动现金流	-734	-396	394	-164	-162
其他长期资产	338	457	456	455	454	银行借款	98	315	367	-100	-100
资产总计	14,790	17,033	19,823	23,231	27,216	股权融资	0	119	0	0	0
流动负债	4,708	4,728	5,626	6,696	7,783	其他	-832	-829	27	-64	-62
短期借款	1,296	383	800	750	700	现金净增加额	1,389	897	216	705	1,273
应付及预收	2,742	3,528	4,103	5,088	6,089	期初现金余额	1,165	2,554	3,490	3,706	4,411
其他流动负债	671	816	723	859	994	期末现金余额	2,554	3,400	3,706	4,411	5,684
非流动负债	716	2,152	2,102	2,052	2,002						
长期借款	393	1,708	1,658	1,608	1,558						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	324	444	444	444	444						
负债合计	5,425	6,880	7,728	8,748	9,785						
股本	2,766	3,592	3,592	3,592	3,592						
资本公积	1,091	315	315	315	315						
留存收益	5,838	6,529	8,363	10,727	13,646						
归属母公司股东权益	9,292	10,065	11,989	14,353	17,271						
少数股东权益	74	88	106	130	160						
负债和股东权益	14,790	17,033	19,823	23,231	27,216						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	11,287	12,110	16,477	20,424	24,399	成长能力					
营业成本	7,947	8,500	12,028	14,796	17,567	营业收入增长	4.2%	7.3%	36.1%	24.0%	19.5%
营业税金及附加	92	78	115	143	171	营业利润增长	7.6%	2.3%	28.3%	28.8%	23.4%
销售费用	589	603	692	858	1,025	归母净利润增长	10.0%	2.9%	25.5%	28.9%	23.5%
管理费用	596	764	824	1,021	1,220	获利能力					
研发费用	532	518	741	940	1,098	毛利率	29.6%	29.8%	27.0%	27.6%	28.0%
财务费用	-8	129	-36	-31	-39	净利率	12.7%	12.2%	11.2%	11.7%	12.1%
资产减值损失	28	59	59	15	16	ROE	15.3%	14.5%	15.3%	16.5%	16.9%
公允价值变动收益	28	32	5	5	5	ROIC	17.3%	17.6%	17.3%	19.2%	21.1%
投资净收益	25	89	45	45	45	偿债能力					
营业利润	1,664	1,702	2,183	2,812	3,471	资产负债率	36.7%	40.4%	39.0%	37.7%	36.0%
营业外收支	-1	-10	-3	-3	-3	净负债比率	12.9%	13.0%	13.1%	10.7%	8.8%
利润总额	1,663	1,692	2,180	2,809	3,468	流动比率	2.13	2.45	2.55	2.66	2.82
所得税	229	219	327	421	520	速动比率	1.66	1.95	1.99	2.07	2.20
净利润	1,434	1,473	1,853	2,388	2,948	营运能力					
少数股东损益	13	11	19	24	29	总资产周转率	0.79	0.76	0.89	0.95	0.97
归属母公司净利润	1,421	1,462	1,835	2,364	2,918	应收账款周转率	2.81	2.80	2.81	2.77	2.72
EBITDA	1,904	2,071	2,432	3,059	3,741	存货周转率	3.78	3.79	3.92	3.84	3.76
EPS (元)	0.51	0.41	0.51	0.66	0.81	每股指标 (元)					
						每股收益	0.51	0.41	0.51	0.66	0.81
						每股经营现金流	0.69	0.58	0.04	0.43	0.58
						每股净资产	3.36	2.80	3.34	4.00	4.81
						估值比率					
						P/E	33.72	60.55	46.77	36.30	29.40
						P/B	5.16	8.80	7.16	5.98	4.97
						EV/EBITDA	24.78	42.14	34.81	27.42	22.05

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 高 润 鑫：高级分析师，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 符 超 然：研究助理，上海财经大学经济学硕士，同济大学工学学士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。