

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

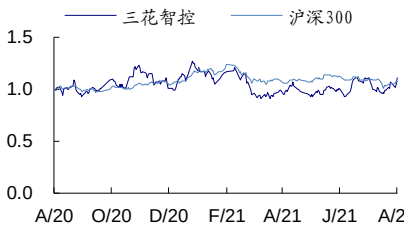
三花智控(002050)
增持

2021 年 Q3 季报点评

(维持评级)

2021 年 10 月 27 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)	3,592/3,535
总市值/流通(百万元)	85,803/84,445
上证综指/深圳成指	3,533/15,021
12 个月最高/最低(元)	28.15/19.48

相关研究报告:

《三花智控-002050-2021 年 Q1 季报点评: 业绩符合预期, 汽车零部件提速》——2021-04-26
 《三花智控-002050-2020 年报点评: 经营稳健, 汽车零部件持续提速》——2021-03-30
 《三花智控-002050-2020 三季度财报点评: 汽车零部件与家电持续改善, 业绩略超预期》——2020-10-21
 《三花智控-002050-2020 年 7 月产销点评: 优势产品门类再发力, 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: 汽车零部件逆势高增长, 业绩符合预期》——2020-08-14

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码: 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码: 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

盈利能力环比改善, 汽零板块业绩持续兑现

● 2021Q3 营收同比+24%, 业绩实现稳健增长

公司 2021Q3 营收 40.46 亿元 (同比+23.53%), 归母 4.69 亿元, 同比+4.57%; 扣非 4.47 亿元, 同比+19.12%; 前三季度合计营收 117.20 亿元, 同比+36.39%, 归母 12.93 亿元, 同比+18.40%, 扣非 11.66 亿元, 同比+21.87%; 前三季度毛利率 27.16%, 同比-1.53pct, 单 Q3 毛利率 27.46%, 同比-2.68pct (预计主要系缺芯、原材料涨价及组件产品占比提升影响), 环比+0.64pct; 费用管控得当, 2021Q3 四费费用率 14.02%, 同比-1.69pct, 其中销售/管理/财务/研发费用分别同比+1.16pct/-0.39pct/-2.72pct/+0.27pct)。

● 特斯拉等 EV 客户加速放量, 汽零业绩持续兑现

公司作为深耕热管理赛道的龙头企业, 2021 年汽零业务将持续提速, 受益于新能源市场高景气 (2021 年前三季度国内新能源汽车销量同比+185%) 及客户放量 (特斯拉 Q3 销量 24 万辆, 预计 2021 年其全球销量接近百万量级; 新势力加速交付)、组件产品占比提升拉动, 以及新产线的推进 (墨西哥、绍兴产线), 预计 21 年公司汽零业务营收同比+80%~100%; 此外, 随公司汽零业务交付规模扩大叠加原材料价格联动机制的完善, 毛利率有望持续回升。

● 制冷业务稳扎稳打, 受益于能效升级趋势

受益于空调行业恢复 (据产业在线, 2021 前三季度空调产量同比+8%) 和消费观念升级, 家电业务有望贡献稳定业绩增量。亚威科因运营提升及供应链改造实现扭亏, 越南新工厂获客户认可 (部分产品成本低于国内)。能效升级下, 推进电子膨胀阀渗透率上行 (有望增至超 60%)。

● 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

基于缺芯及原材料涨价等因素, 将 2021/2022/2023 年归母净利润下调至 17.77/23.37/30.45 亿元 (原 19.92/23.39/30.48 亿元), 对应 EPS 为 0.49/0.65/0.85 元, 合理估值 26.00-29.25 元 (对应 2022 年 40-45x PE, 特斯拉产业链核心标的 2022 年平均估值 56x), 维持“增持”评级。

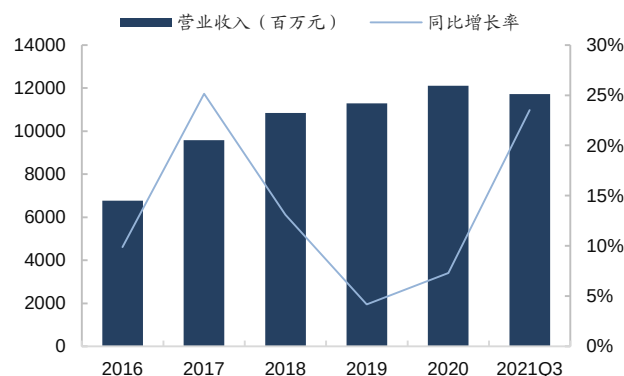
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,110	15,019	18,041	22,489
(+/-%)	7.3%	24.0%	20.1%	24.7%
净利润(百万元)	1462	1777	2337	3045
(+/-%)	2.9%	21.6%	31.5%	30.3%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.49	0.65	0.85
EBIT Margin	17.9%	13.2%	14.8%	15.4%
净资产收益率(ROE)	14.5%	16.4%	19.6%	22.9%
市盈率(PE)	59.2	48.7	37.0	28.4
EV/EBITDA	36.2	38.9	30.0	23.9
市净率(PB)	8.60	7.97	7.26	6.51

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

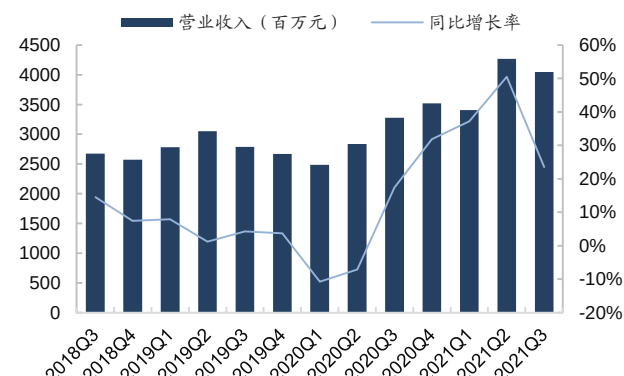
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：公司营业收入及增速



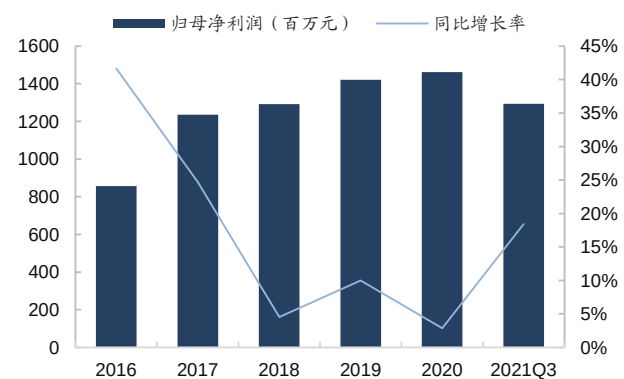
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



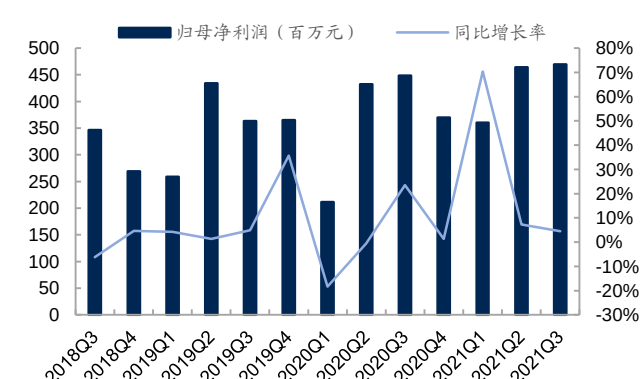
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速



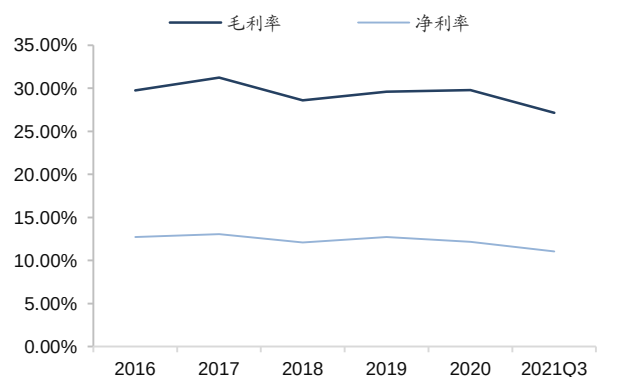
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度净利润及增速



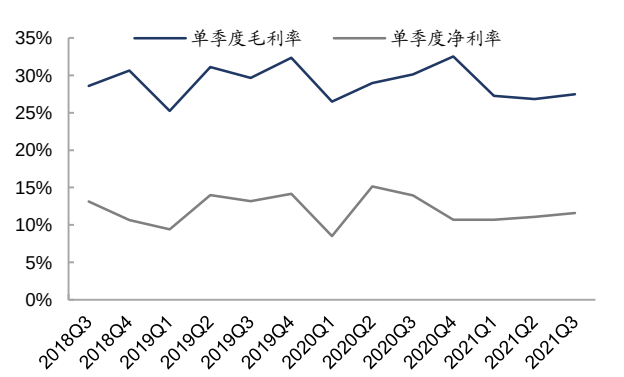
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5：公司毛利率和净利率



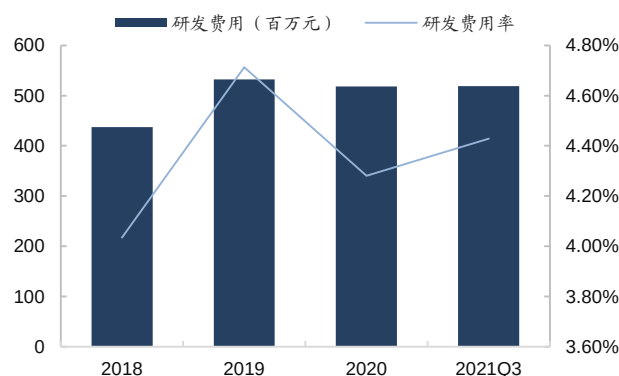
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率



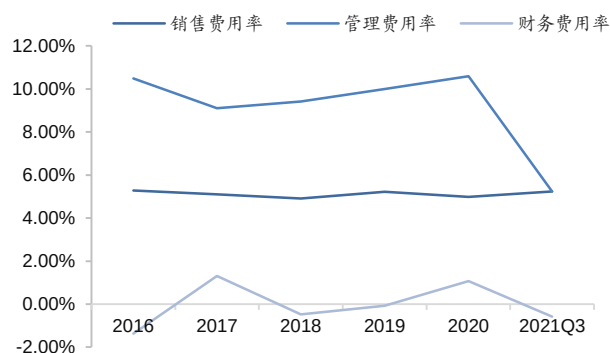
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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），公司新能源汽车业务快速增长。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，22 年平均估值 56x），以及热管理行业标的（即银轮股份、中鼎股份、克来机电三家，22 年平均估值 23x）对标。

基于缺芯及上游原材料价格上涨等因素对公司利润的影响，将 2021/2022/2023 年归母净利润下调至 17.77/23.37/30.45 亿元（原 19.92/23.39/30.48 亿元），对应 EPS 分别为 0.49/0.65/0.85 元，合理估值 26.00-29.25 元（对应 2022 年 40-45x PE，特斯拉产业链核心标的 2022 年平均估值 56x），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
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
三花智控	002050.SZ	891	24.82	0.41	0.49	0.65	61	50	38	增持
宁德时代	300750.SZ	13,927	597.99	2.40	4.89	7.63	249	122	78	增持
拓普集团	601689.SH	549	49.80	0.60	1.06	1.45	83	47	34	增持
银轮股份	002126.SZ	86	10.92	0.41	0.51	0.67	27	21	16	无评级
中鼎股份	000887.SZ	199	16.32	0.40	0.80	0.95	41	20	17	无评级
克来机电	603960.SH	81	30.95	0.50	0.55	0.90	62	56	34	增持
特斯拉产业链平均估值								85	56	
热管理行业平均估值								33	23	
整体平均估值							87	54	36	

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 10 月 26 日收盘价

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3490	3765	3987	4857	营业收入	12110	15019	18041	22489
应收款项	4756	5761	6870	8811	营业成本	8500	11028	13069	16267
存货净额	2308	2936	3551	2084	营业税金及附加	78	135	162	157
其他流动资产	278	451	541	675	销售费用	603	856	974	1237
流动资产合计	11584	13713	15718	17158	管理费用	764	1012	1157	1358
固定资产	4468	5295	5652	5943	财务费用	129	83	112	90
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	19969	22312	24025	营业利润	1702	2085	2735	3533
短期借款及交易性金融负债	514	1631	2019	1000	营业外净收支	(10)	(5)	(3)	(6)
应付款项	3518	4111	4874	6078	利润总额	1692	2080	2732	3527
其他流动负债	696	1005	1037	1105	所得税费用	219	289	377	459
流动负债合计	4728	6747	7930	8183	少数股东损益	11	14	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	1777	2337	3045
其他长期负债	444	554	654	734					
长期负债合计	2152	2262	2362	2442					
负债合计	6880	9009	10293	10625	现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	88	95	103	113	净利润	1462	1777	2337	3045
股东权益	10065	10865	11916	13286	资产减值准备	56	28	8	7
负债和股东权益总计	17033	19969	22312	24025	折旧摊销	419	466	546	599
					公允价值变动损失	(91)	(100)	(90)	(77)
					财务费用	129	83	112	90
					营运资本变动	133	(766)	(912)	752
					其它	(51)	(21)	(0)	4
					经营活动现金流	1928	1384	1888	4330
					资本开支	(1153)	(1201)	(801)	(801)
					其它投资现金流	241	(48)	32	36
					投资活动现金流	(912)	(1249)	(770)	(766)
					权益性融资	119	0	0	0
					负债净变化	1315	0	0	0
					支付股利、利息	(843)	(978)	(1285)	(1675)
					其它融资现金流	(1253)	1117	389	(1019)
					融资活动现金流	(190)	140	(896)	(2694)
					现金净变动	826	275	222	870
					货币资金的期初余额	2664	3490	3765	3987
					货币资金的期末余额	3490	3765	3987	4857
					企业自由现金流	1284	211	1141	3569
					权益自由现金流	1346	1257	1434	2471

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