三花智控（002050）三季报点评

单季恢复高增长，新能源快速放量

买入（维持）

2020 年 10 月 21 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
研究助理 柴嘉辉
chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,287	11,915	15,125	18,003
同比（%）	4.2%	5.6%	26.9%	19.0%
归母净利润（百万元）	1421	1570	2020	2434
同比（%）	10.0%	10.5%	28.7%	20.5%
每股收益（元/股）	0.51	0.44	0.56	0.68
P/E（倍）	44.64	52.49	40.79	33.85

投资要点

- **Q3 收入同比+17.4%、利润+23.5%，Q3 毛利率同环比改善，业绩略超预期。**公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营业收入 85.93 亿元，同比下降 0.32%；实现归属母公司净利润 10.92 亿元，同比增长 3.40%。其中 2020Q3，实现营业收入 32.75 亿元，同比增长 17.40%，环比增长 15.54%；实现归属母公司净利润 4.49 亿元，同比增长 23.51%，环比增长 3.85%。Q1-3 毛利率为 28.69%，同比下降 0.05pct，Q3 毛利率 30.14%，同比上升 0.50pct，环比上升 1.17pct。Q3 收入利润快速恢复、略超预期。

- **新能源汽零 Q3 继续加速，传统车产销恢复，预计汽零板块加速增长。**新能源汽车高歌猛进，Q3 国内新能源乘用车销量 30.6 万辆，同比+50.6%明显提速；三花的核心客户方面，Tesla Q3 交付 13.9 万辆，同/环比 44%/54%，其中 Model 3/Y 交付 12.4 万辆，同环比+55%/+56%，持续高增；其他客户沃尔沃、蔚来也快速增长，大众 MEB 平台也逐步开始起量。预计 Q3 销售量加速成长，同时组件化趋势下单车货值大幅提升。20Q3 全球燃油车市场走出疫情阴霾，预计显著恢复。展望全年，新能源汽车产品有望继续高歌猛进，同时传统车业务边际改善，6 月起公司汽零订单充足、排产旺盛，全年汽零有望恢复 35-40%高增长。

- **国内空调市场 Q3 恢复。能效升级推动三花产品渗透率提升。**Q3 国内空调等白电需求恢复，Q3 国内空调销售 5098 万台，同比+4.0%，上半年销售 10415 万台，同比-16.4%，同比增速转正，三花 H1 家电业务同比-13.8%，预计 Q3 收入增速有所恢复。此外，7.1 空调新能效标准实施后，不符合新标准的空调将不再生产，促进公司的拳头产品电子膨胀阀渗透率提升，估计 19 年电子膨胀阀渗透率 30%、20 年有望提升到 50%以上。Q3 以来家电业务销售旺盛，海外疫情缓和后亚威科、微通道等业务也有望逐步恢复。

- **拟发行可转债，募资加码商用制冷和节能空调元件产能。**公司拟发行可转债募资不超过 30 亿元，用于年产 6500 万套商用智能空调控制元器件建设项目、年产 5050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目、及补充流动资金等，加码商用制冷、节能空调（电子膨胀阀、四通阀等）产能，其中商用制冷预计 6 年达产后年产值 36.3 亿、利润总额 10.5 亿，节能空调项目预计 4 年达产后产值 19.8 亿、利润总额 4.5 亿。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-22 年归母净利润分别 15.7 亿、20.2 亿、24.3 亿，同比分别+10.5%、+28.7%、+20.5%，对应现价 PE 分别 52 倍、41 倍、34 倍，目标价 28 元，对应 21 年 50 倍 PE，“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.94
一年最低/最高价	10.07/25.93
市净率(倍)	8.57
流通 A 股市值(百万元)	80646.78

基础数据

每股净资产(元)	2.68
资产负债率(%)	39.77
总股本(百万股)	3592.04
流通 A 股(百万股)	3515.55

相关研究

1、《三花智控（002050）中报点评：新能源热管理高歌猛进、家电业务边际改善》2020-08-13

2、《三花智控（002050）业绩快报点评：业绩符合预期，海外电动车订单锁定高增周期》2020-02-18

请务必阅读正文之后的免责声明部分

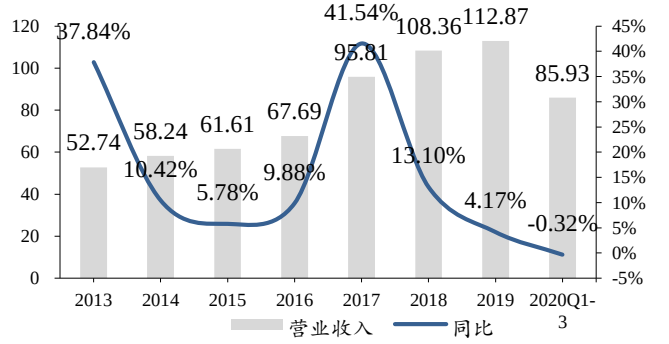
Q3 收入同比+17.4%、利润+23.5%，Q3 毛利率同环比改善，业绩略超预期。公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营业收入 85.93 亿元，同比下降 0.32%；实现归属母公司净利润 10.92 亿元，同比增长 3.40%。其中 2020Q3，实现营业收入 32.75 亿元，同比增长 17.40%，环比增长 15.54%；实现归属母公司净利润 4.49 亿元，同比增长 23.51%，环比增长 3.85%。Q1-3 毛利率为 28.69%，同比下降 0.05pct，Q3 毛利率 30.14%，同比上升 0.50pct，环比上升 1.17pct。Q3 收入利润快速恢复、略超预期。

表 1：三花智控 Q1-3 核心财务数据

三花智控	2020Q1-3	2019Q1-3	同比	2020Q3	2019Q3	同比	2020Q2	环比
营业收入	85.93	86.21	-0.3%	32.75	27.90	17.4%	28.35	15.5%
毛利率	28.7%	28.7%	-0.1pct	30.1%	29.6%	0.5pct	29.0%	1.2pct
营业利润	12.76	12.71	0.4%	5.36	4.41	21.4%	4.92	8.9%
利润总额	12.73	12.72	0.1%	5.33	4.40	21.0%	4.92	8.3%
归属母公司净利润	10.92	10.56	3.4%	4.49	3.63	23.5%	4.32	3.9%
扣非归母净利润	9.57	10.51	-8.9%	3.75	4.09	-8.3%	3.15	19.0%
归母净利率	0.13	0.12	0.5pct	13.7%	13.0%	0.7pct	15.2%	-1.5pct
股本	35.92	27.66	29.9%	35.92	27.66	-	35.92	-
EPS	0.30	0.38	-20.4%	0.12	0.13	-4.9%	0.12	3.9%

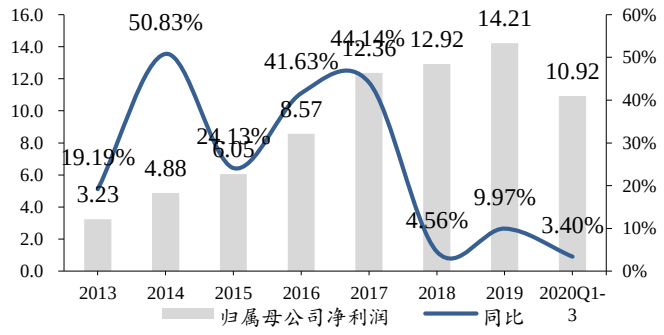
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：三花智控 Q1-3 收入 85.93 亿元，同比-0.32%



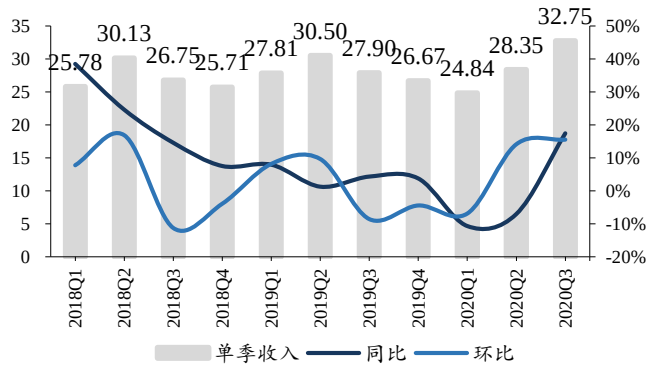
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：三花智控 Q1-3 归母净利润 10.92 亿元，同比+3.40%



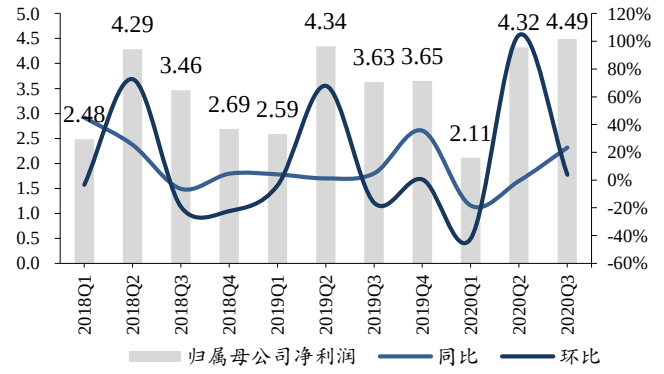
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：三花智控 Q3 营收同比+14.7%



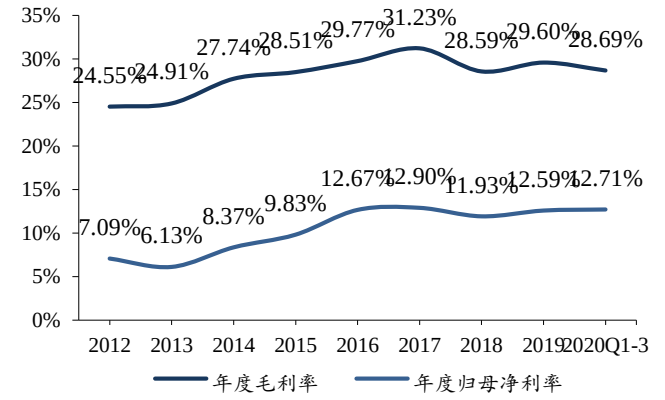
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：三花智控 Q3 利润同比+23.5%



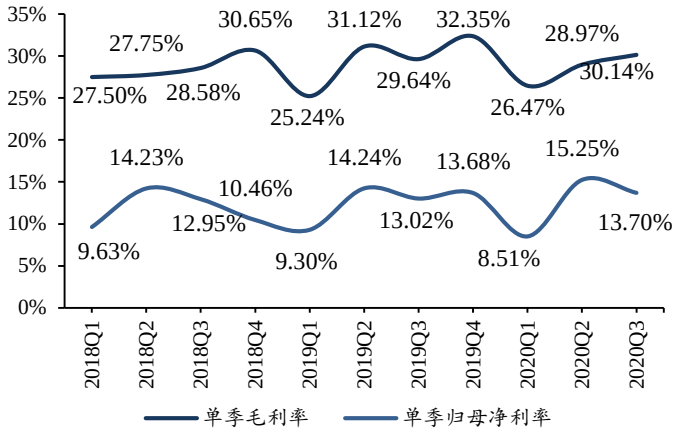
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：三花智控 Q1-3 毛利率 28.69%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：三花智控 Q3 毛利率 30.14%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

新能源汽零 Q3 继续加速，传统车产销恢复，预计汽零板块加速增长。

- 新能源汽车高歌猛进，Q3 国内新能源乘用车销量 30.6 万辆，同比+50.6%明显提速；三花的核心客户方面，Tesla Q3 交付 13.9 万辆，同/环比 44%/54%，其中 Model 3/Y 交付 12.4 万辆，同环比+55%/+56%，持续高增；其他客户沃尔沃（Polestar 2 Q3 开始规模交付）、蔚来（Q3 国内交付 1.2 万辆，同比+82.3%）也快速增长，大众 MEB 平台也逐步开始起量。H1 三花新能源汽车产品销售 5.4 亿、同比+64.8%，预计 Q3 销售量加速成长，同时组件化趋势下单车货值大幅提升。

- 20Q3 全球燃油车市场走出疫情阴霾，7-9 国内乘用车销量 166/175/209 万辆，同比+8.5%/+6.0%/+8.0%，上半年同比-22.5%，上半年三花燃油车产品小幅回落 6.2%，预计 Q3 显著恢复。

- 展望全年，Tesla 继续放量，其他车企蔚来、MEB、Volvo 等继续放量，同时热泵空调应用、组件化推进，高单车货值的车型如 Model Y、Polestar 2 等车型占比提升，新能源汽车产品有望继续高歌猛进。同时传统车业务边际改善，6 月起公司汽零订单充足、排产旺盛，全年汽零有望恢复 35-40%高增长。

国内空调市场 Q3 恢复。能效升级推动三花产品渗透率提升。Q3 国内空调等白电需求恢复，Q3 国内空调销售 5098 万台，同比+4.0%，上半年销售 10415 万台，同比-16.4%，同比增速转正，三花 H1 家电业务同比-13.8%，预计 Q3 收入增速有所恢复。此外，7.1 空调新能效标准实施后，不符合新标准的空调将不再生产，促进公司的拳头产品电子膨胀阀渗透率提升，估计 19 年电子膨胀阀渗透率 30%、20 年有望提升到 50%以上。Q3 以来家电业务销售旺盛，海外疫情缓和后亚威科、微通道等业务也有望逐步恢复。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

拟发行可转债，募资加码商用制冷和节能空调元件产能。公司拟发行可转债募资不超过 30 亿元，用于年产 6500 万套商用智能空调控制元器件建设项目、年产 5050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目、及补充流动资金等，加码商用制冷、节能空调（电子膨胀阀、四通阀等）产能，其中商用制冷预计 6 年达产后年产值 36.3 亿、利润总额 10.5 亿，节能空调项目预计 4 年达产后产值 19.8 亿、利润总额 4.5 亿。

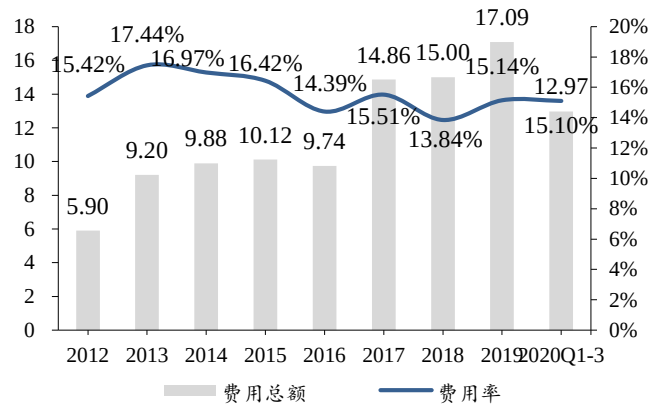
表 2：三花智控可转债募投项目

项目名称	实施主体	项目总投资	拟使用募集资金投入
年产 6,500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目	浙江三花商用制冷有限公司	178,055	148,700
年产 5,050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目	公司	78,557	69,800
补充流动资金	公司	81,500	81,500
合计		**338,112**	**300,000**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

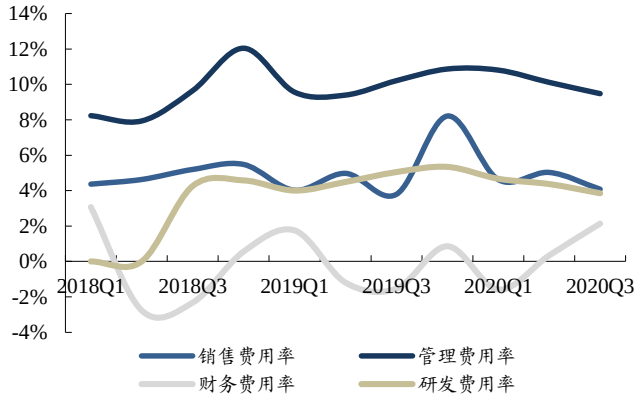
期间费用率小幅上升。公司 2020Q1-3 费用同比增长 10.23%至 12.97 亿元，期间费用率上升 1.44 个百分点至 15.10%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 5.81%、上升 11.46%、下降 5.97%、下降 231.07%至 3.91 亿元、8.66 亿元、3.66 亿元、0.4 亿元；费用率分别上升 0.26、上升 0.36、下降 0.26、上升 0.82 个百分点至 4.55%、10.08%、4.26%、0.47%。Q3 销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+26.20%/+27.98%/-10.47%/-262.89%，费用率分别为 4.08%/9.48%/3.85%/2.14%。

图 7：Q1-3 期间费用 12.97 亿元，同比+10.23%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：Q3 期间费用率 15.70%，同比+3.23pct

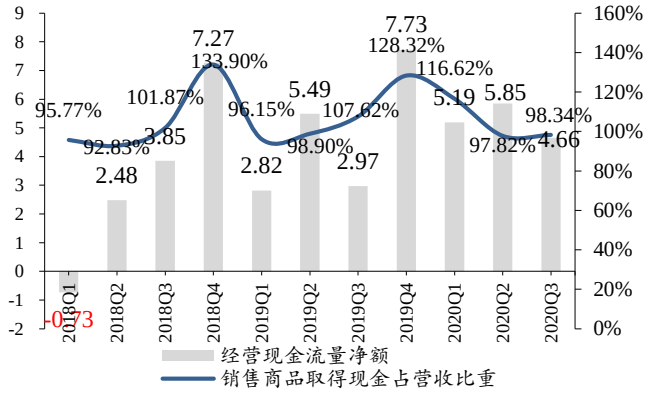


数据来源：Wind，东吴证券研究所

现金流强劲，预收款大幅增长，显示订单饱满。Q1-3 经营活动现金流量净流入 15.70 亿元，同比增长 39.30%；销售商品取得现金 88.9 亿元，同比增长 2.27%。期末预收款项 0.34 亿元，较年初增长 0.11 亿元。期末应收账款 23.91 亿元，较年初增长 5.20 亿元，应收账款周转天数较年初上升 7.69 天至 66.96 天。期末存货 19.21 亿元，较年初下降 2.60 亿元；存货周转天数较年初下降 4.93 天至 90.37 天。Q3 经营活动现金流量净额 4.66 亿

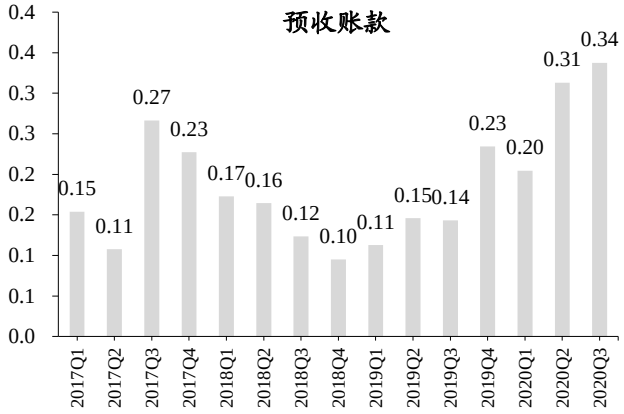
元，有所强化；存货环比上升 0.18 亿元至 19.21 亿元；应收账款环比增加 2.61 亿元至 23.91 亿元。

图 7：Q3 现金净流入 4.66 亿元，同比+56.93%



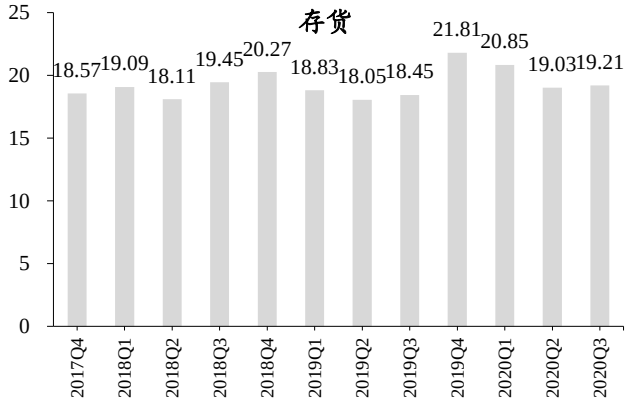
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：Q3 预收账款 0.34 亿元，较年初+0.11 亿元



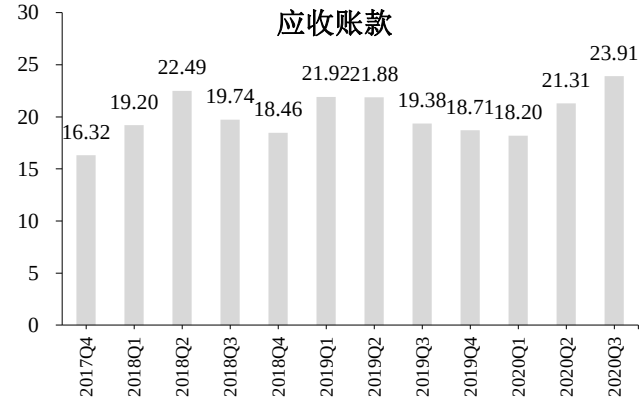
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：期末存货 19.21 亿元，较年初-2.60 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：期末应收账款 23.91 亿元，较年初+5.20 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：预计公司 2020-22 年归母净利润分别 15.7 亿、20.2 亿、24.3 亿，同比分别+10.5%、+28.7%、+20.5%，对应现价 PE 分别 52 倍、41 倍、34 倍，目标价 28 元，对应 21 年 50 倍 PE，“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，投资不及预期

三花智控三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**10051.2**	**11391.1**	**13222.3**	**15206.3**
现金	2663.7	3421.6	3503.2	3963.0
应收账款	4065.9	4570.3	5743.4	6767.8
存货	2180.8	2250.2	2784.9	3247.2
其他流动资产	1140.8	1148.9	1190.8	1228.3
非流动资产	**4739.0**	**5036.8**	**5494.0**	**5939.7**
长期股权投资	14.5	16.5	18.5	20.4
固定资产	3860.6	4173.9	4646.7	5107.9
在建工程	20	18	17	15
无形资产	525.9	508.3	490.8	473.3
其他非流动资产	338.0	338.0	338.0	338.0
资产总计	**14790.2**	**16427.9**	**18716.3**	**21145.9**
流动负债	**4708.3**	**4817.0**	**5611.7**	**6304.4**
短期借款	1517.8	1517.8	1517.8	1517.8
应付账款	2718.4	2804.9	3471.4	4047.6
其他流动负债	472.0	494.3	622.5	739.0
非流动负债	**716.5**	**1322.9**	**1629.2**	**1935.6**
长期借款	392.9	892.9	1092.9	1292.9
其他非流动负债	323.6	430.0	536.3	642.7
负债合计	**5424.8**	**6139.9**	**7241.0**	**8240.0**
少数股东权益	73.8	83.9	97.0	112.7
归属母公司股东权益	9291.6	10204.1	11378.3	12793.2
负债和股东权益	**14790.2**	**16427.9**	**18716.3**	**21145.9**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1900.2	1387.8	1426.6	2002.5
投资活动现金流	222.9	-472.5	-698.9	-723.3
筹资活动现金流	-733.8	-157.4	-646.1	-819.4
现金净增加额	1389.2	757.9	81.6	459.8
折旧和摊销	364.4	206.0	241.7	277.6
资本开支	-682.6	-470.5	-697.0	-721.3
营运资本变动	1818.0	-398.1	-848.6	-725.1

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**11287.5**	**11915.4**	**15125.2**	**18003.0**
减:营业成本	7946.8	8367.1	10566.4	12571.9
营业税金及附加	92.3	95.3	121.0	144.0
营业费用	588.5	595.8	741.1	864.1
管理费用	1149.3	1173.3	1454.4	1709.8
财务费用	-7.8	6.6	45.4	52.7
资产减值损失	25	30	30	30
加:投资净收益	25.3	30.0	30.0	30.0
其他收益	120.4	138.4	148.5	171.6
营业利润	**1664.0**	**1845.7**	**2375.4**	**2862.0**
加:营业外净收支	-0.9	0.0	0.0	0.0
利润总额	**1663.1**	**1845.7**	**2375.4**	**2862.0**
减:所得税费用	229.3	258.4	332.6	400.7
少数股东损益	12.6	17.5	22.5	27.1
归属母公司净利润	**1421.2**	**1569.8**	**2020.4**	**2434.2**
EBIT	1624.3	1796.8	2380.8	2874.7
EBITDA	1988.7	2002.8	2622.5	3152.3

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.51	0.44	0.56	0.68
每股净资产(元)	3.36	2.84	3.17	3.56
发行在外股份(百万股)	2765.7	3592.0	3592.0	3592.0
ROIC(%)	12.7%	14.4%	18.1%	19.6%
ROE(%)	15.3%	15.4%	17.8%	19.0%
毛利率(%)	29.6%	29.8%	30.1%	30.2%
销售净利率(%)	12.6%	13.2%	13.4%	13.5%
资产负债率(%)	36.7%	37.4%	38.7%	39.0%
收入增长率(%)	4.2%	5.6%	26.9%	19.0%
净利润增长率(%)	10.0%	10.5%	28.7%	20.5%
P/E	44.64	52.49	40.79	33.85
P/B	6.83	8.08	7.24	6.44
EV/EBITDA	34.63	34.74	26.95	22.74

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn