

3 季度毛利率环比改善，新能源车热管理盈利贡献逐步提升



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **业绩略低于市场预期。**公司前三季度实现营业收入 82.7 亿元，比上年同期增长 15.0%，前三季度实现归母净利润 10.23 亿元，同比增长 4.5%，扣非后净利润同比增长 25.0%。其中第三季度实现营收 26.8 亿元，同比增长 14.6%，归母净利润 3.46 亿元，同比降低 6.2%，盈利增速低于收入增速主要原因是毛利率下降及营业外收入同比减少。
- **3 季度毛利率环比改善，预计汽车产品毛利率仍保持稳定。**公司前三季度毛利率为 27.9%，同比下降 2.9 个百分点，其中第三季度为 28.6%，同比下降 6 个百分点，但环比提升 0.8 个百分点，预计毛利率下降主要与家电制冷产品价格调整有关，汽车产品毛利率仍保持稳定。公司前三季度期间费用率为 12.5%，同比下降 1.7 个百分点，由于汇兑收益增加，财务费用率下降 2.1 个百分点，此外管理费用率下降 0.6 个百分点，研发费用率同比上升 0.7 个百分点，公司管理效率提升，成本控制能力进一步增强。
- **新能源车热管理有望受益于特斯拉销量的释放。**公司是特斯拉 Model 3 热管理系统独家供应商。据特斯拉 3 季度财报披露，第三季度共交付 56,065 辆 Model 3 车型，比 2 季度增加近一倍。同时，特斯拉也交付了 27710 辆 Model S 和 X 车型。Model 3 在第三季度实现产量高速增长之后，预计第 4 季度还将继续保持增长。Model 3 的周产量提升至 5000 辆，未来产量有望继续爬坡。随着 Model 3 逐渐放量，公司新能源汽车热管理业务有望从中受益。
- **三花汽零业务盈利贡献比重有望逐年提升。**随着新能源车销量释放，新能源车热管理产品销量和收入有望大幅增长，17 年新能源热管理在汽零收入中比重在 8.3% 左右，预计 2020 年在汽零收入中比重有望在 40% 以上，未来比重将逐年上升。

财务预测与投资建议：调整家电产品毛利率，预测 2018-2020 年 EPS0.65、0.81、0.95 元（原预测 0.70、0.82、0.93 元），可比公司为汽车热管理零部件及家电相关公司，可比公司 18 年 PE 平均估值 24 倍，目标价 15.6 元，维持买入评级。

风险提示：新能源车热管理配套、家电制冷配套量低于预期、微通道和亚威科业务低于预期，影响盈利增长；原材料上涨超预期及汇率波动的风险。

公司主要财务信息

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,769	9,581	11,030	12,485	14,148
同比增长	9.9%	41.5%	15.1%	13.2%	13.3%
营业利润（百万元）	926	1,472	1,633	2,007	2,360
同比增长	34.6%	59.0%	10.9%	22.9%	17.6%
归属母公司净利润（百万元）	857	1,236	1,377	1,709	2,006
同比增长	41.6%	44.1%	11.4%	24.1%	17.4%
每股收益（元）	0.40	0.58	0.65	0.81	0.95
毛利率	29.8%	31.2%	29.4%	30.3%	30.7%
净利率	12.7%	12.9%	12.5%	13.7%	14.2%
净资产收益率	17.2%	18.7%	16.4%	17.8%	18.1%
市盈率（倍）	28.7	19.9	17.9	14.4	12.3
市净率（倍）	4.6	3.1	2.8	2.4	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2018 年 10 月 26 日）	11.62 元
目标价格	15.60 元
52 周最高价/最低价	21.04/10.90 元
总股本/流通 A 股（万股）	212,032/186,075
A 股市值（百万元）	24,638
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2018 年 10 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	1.1	-13.9	-28.8	-36.4
相对表现 (%)	-0.1	-6.8	-18.5	-15.9
沪深 300 (%)	1.2	-7.1	-10.3	-20.5



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

相关报告

全球家电制冷龙头，新能源热管理盈利增长弹性大 2018-09-21

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,469	1,501	2,109	3,002	3,888	营业收入	6,769	9,581	11,030	12,485	14,148
应收账款	1,160	1,632	1,903	2,140	2,425	营业成本	4,754	6,589	7,786	8,708	9,800
预付账款	38	54	55	67	76	营业税金及附加	79	81	93	106	120
存货	1,204	1,857	2,087	2,331	2,670	营业费用	357	489	518	562	637
其他	1,675	3,740	3,131	3,529	4,126	管理费用	709	872	1,004	1,124	1,273
流动资产合计	5,546	8,784	9,285	11,070	13,185	财务费用	(92)	125	65	55	46
长期股权投资	4	60	60	60	60	资产减值损失	74	49	18	22	29
固定资产	2,185	2,481	2,879	3,073	3,151	公允价值变动收益	4	10	10	10	10
在建工程	183	467	649	501	427	投资净收益	34	38	30	40	60
无形资产	370	419	384	349	314	其他	0	47	47	47	47
其他	111	138	67	64	63	营业利润	926	1,472	1,633	2,007	2,360
非流动资产合计	2,853	3,564	4,038	4,046	4,015	营业外收入	99	11	10	30	30
资产总计	8,399	12,348	13,323	15,116	17,200	营业外支出	6	7	6	6	6
短期借款	299	607	517	475	533	利润总额	1,019	1,477	1,637	2,031	2,384
应付账款	912	1,481	1,513	1,773	2,034	所得税	157	226	245	305	358
其他	1,370	1,667	1,743	1,937	2,102	净利润	862	1,251	1,391	1,726	2,026
流动负债合计	2,580	3,755	3,774	4,185	4,669	少数股东损益	4	15	14	17	20
长期借款	273	485	485	485	485	归属于母公司净利润	857	1,236	1,377	1,709	2,006
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.40	0.58	0.65	0.81	0.95
其他	179	182	66	66	66						
非流动负债合计	452	668	551	551	551	主要财务比率					
负债合计	3,032	4,423	4,325	4,736	5,221		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	44	50	64	81	101	成长能力					
股本	1,801	2,120	2,120	2,120	2,120	营业收入	9.9%	41.5%	15.1%	13.2%	13.3%
资本公积	459	1,620	1,620	1,620	1,620	营业利润	34.6%	59.0%	10.9%	22.9%	17.6%
留存收益	3,086	4,175	5,235	6,599	8,178	归属于母公司净利润	41.6%	44.1%	11.4%	24.1%	17.4%
其他	(24)	(41)	(41)	(41)	(41)	获利能力					
股东权益合计	5,366	7,925	8,998	10,380	11,979	毛利率	29.8%	31.2%	29.4%	30.3%	30.7%
负债和股东权益	8,399	12,348	13,323	15,116	17,200	净利率	12.7%	12.9%	12.5%	13.7%	14.2%
						ROE	17.2%	18.7%	16.4%	17.8%	18.1%
						ROIC	11.3%	17.4%	14.8%	16.0%	16.4%
						偿债能力					
						资产负债率	36.1%	35.8%	32.5%	31.3%	30.4%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.15	2.34	2.46	2.65	2.82
						速动比率	1.65	1.82	1.88	2.06	2.22
						营运能力					
						应收账款周转率	6.0	6.7	6.0	5.9	6.0
						存货周转率	3.8	4.1	3.8	3.7	3.7
						总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
						每股指标(元)					
						每股收益	0.40	0.58	0.65	0.81	0.95
						每股经营现金流	0.62	0.31	0.89	0.76	0.76
						每股净资产	2.51	3.71	4.21	4.86	5.60
						估值比率					
						市盈率	28.7	19.9	17.9	14.4	12.3
						市净率	4.6	3.1	2.8	2.4	2.1
						EV/EBITDA	23.5	12.6	12.5	10.3	8.9
						EV/EBIT	29.8	15.6	14.6	12.1	10.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

