天风证券 TF SECURITIES

克来机电（603960）

证券研究报告
2017 年 12 月 07 日

公司发布收购上海众源 100%股权预案，将显著增厚业绩

公司发布收购上海众源 100%股权预案，进入大众体系供应渠道持续获益

公司近日发布收购兼并预案，以控股子公司克来凯盈支付现金 2.1 亿元收购合联国际持有的上海众源 100%股权。上海众源主要产品包括汽车空调管路总成，燃油分配器及多种铝合金产品，公司承诺 17-19 年扣非后净利润分别不低于 1800、2200、2500 万元。公司 2017 年前三季度实现营业总收入 1.54 亿元，同比增长 55.53%，归母净利润 2656.11 万元，同比增长 140.66%，对于公司现有体量，此次收购将明显增厚公司业绩。同时，有利于公司拓展销售渠道和产品线，发挥双方多方面的协同效应，实现公司产品和技术、市场和区域以及下游应用领域的纵深化，助力公司向自动化成套装备供应商发展。此外，上海众源主要客户有德尔福、上海大众等知名厂商，已经连续多年给一汽大众、上汽大众旗下的发动机厂供应发动机管路，此次收购将助力公司进入大众汽车体系的供应渠道，由于进入门槛较高，未来的产品将保持与大众汽车的同步研发，销售预期较为稳定，将持续扩大公司盈利能力。

汽车电子黄金赛道，“机器换人”势不可挡，公司精准卡位抢占先机

2015 年我国汽车电子市场规模为 3979 亿元，到 2020 年，有望达到 7049 亿元，CAGR 为 11.96%。中投报告预计到 2020 年，汽车电子的成本将占到整车成本的 50%。公司先后与联电、博世、联创电子、海拉电子、延锋江森等多家大型汽车零部件企业建立了密切合作。其中在联电中的总占比约 10%，部分关键层设备供货量占比可提升至 50%。公司主要汽车电子生产设备产品具有柔性化、系统化特点，技术壁垒高筑，国内有力竞争者较少。在产业调结构、转方式以及 “人口红利”逐渐消失的背景下，“机器换人”大势所趋，“十三五“规划指出，到 2020 年实现我国工业机器人密度达到 150 以上。目前，全球超 50%的工业机器人应用在汽车行业。未来 5~10 年将是我国制造业产业升级，智能化、自动化改造的关键时期，柔性自动化生产装备行业也将顺势迎来行业发展黄金期，随着下游汽车电子的快速发展，以及国际巨头在国内建厂步伐加大，公司业绩可期。

与博世苏州工厂签订重大合同，彰显公司实力

公司与博世苏州工厂签订重大合同，总金额 2393 万元，合同生产设备主要是一条包含 21 个工位的自动化生产线，将对 IPB 各组成零件进行精密装配和最终性能测试。公司 2014-2016 年对博世苏州的销售收入分别为 0、554 万元、444 万元，本次订单预示对博世本部取得重大突破，不仅体现了博世对公司技术及产品的认可，更彰显了公司市场竞争力，为今后取得与其他国际汽车电子巨头更加深入的合作奠定了基础。

投资建议：预计 17-19 年公司净利润分别为 0.64、1.12、1.83 亿元，EPS 为 0.61、1.08、1.76 元，对应 PE 为 53、30、18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：标的公司业绩承诺不达预期，市场竞争加剧

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	154.87	192.42	394.84	628.56	992.04
增长率(%)	28.41	24.25	105.20	59.19	57.83
EBITDA(百万元)	43.67	46.42	92.11	158.03	252.61
净利润(百万元)	30.62	35.80	63.82	111.81	183.16
增长率(%)	8.11	16.89	78.29	75.20	63.81
EPS(元/股)	0.29	0.34	0.61	1.08	1.76
市盈率(P/E)	110.54	94.57	53.04	30.28	18.48
市净率(P/B)	17.07	14.46	9.90	7.46	5.32
市销率(P/S)	21.86	17.59	8.57	5.39	3.41
EV/EBITDA	0.00	0.00	38.58	21.84	14.71

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	32.55 元
目标价格	45 元
上次目标价	45 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	104.00
流通 A 股股本(百万股)	26.00
A 股总市值(百万元)	3,385.20
流通 A 股市值(百万元)	846.30
每股净资产(元)	4.00
资产负债率(%)	24.40
一年内最高/最低(元)	56.69/13.69

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com
崔宇 联系人
cuiyu@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《克来机电-季报点评:三季度持续高增长，汽车电子装备市场空间广阔》2017-10-27
2 《克来机电-公司点评:拟现金收购上海众源进军汽车零配件制造》2017-10-09
3 《克来机电-首次覆盖报告:汽车电子大浪潮来袭，行业细分龙头起舞》2017-05-04

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	47.19	57.59	31.59	50.28	79.36
应收账款	80.17	52.28	263.60	202.47	533.11
预付账款	7.91	9.58	24.88	31.57	54.65
存货	101.00	103.85	241.01	348.17	499.93
其他	0.01	25.34	9.53	28.83	49.47
流动资产合计	**236.29**	**248.63**	**570.61**	**661.34**	**1,216.51**
长期股权投资	0.80	0.76	0.76	0.76	0.76
固定资产	35.44	32.03	64.16	103.92	133.63
在建工程	9.79	45.67	63.40	86.04	81.62
无形资产	52.54	50.99	45.89	40.79	35.70
其他	3.09	2.42	3.84	3.12	3.12
非流动资产合计	**101.65**	**131.87**	**178.06**	**234.63**	**254.84**
资产总计	**337.93**	**380.50**	**748.67**	**895.97**	**1,471.35**
短期借款	40.00	20.00	151.11	120.20	355.96
应付账款	16.82	22.08	54.52	68.90	120.74
其他	82.28	87.55	145.94	249.90	297.13
流动负债合计	**139.10**	**129.63**	**351.57**	**438.99**	**773.84**
长期借款	0.00	10.00	52.76	0.00	56.47
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.54	6.78	2.44	3.25	4.16
非流动负债合计	**0.54**	**16.78**	**55.20**	**3.25**	**60.63**
负债合计	**139.64**	**146.41**	**406.77**	**442.25**	**834.47**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	60.00	60.00	104.00	104.00	104.00
资本公积	64.41	64.41	64.41	64.41	64.41
留存收益	138.29	174.09	237.91	349.72	532.88
其他	(64.41)	(64.41)	(64.41)	(64.41)	(64.41)
股东权益合计	**198.29**	**234.09**	**341.91**	**453.72**	**636.88**
负债和股东权益总	**337.93**	**380.50**	**748.67**	**895.97**	**1,471.35**

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**154.87**	**192.42**	**394.84**	**628.56**	**992.04**
营业成本	93.29	124.31	258.70	399.40	622.94
营业税金及附加	1.09	2.18	3.60	5.76	9.79
营业费用	3.07	2.92	7.24	11.17	16.95
管理费用	19.29	22.75	47.44	76.03	118.82
财务费用	1.75	0.63	4.07	5.98	9.87
资产减值损失	1.28	0.33	0.97	0.86	0.72
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.00)	(0.03)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
其他	0.00	0.07	0.02	0.02	0.02
营业利润	**35.10**	**39.27**	**72.80**	**129.34**	**212.93**
营业外收入	1.46	3.19	2.40	2.35	2.65
营业外支出	0.31	0.00	0.12	0.14	0.09
利润总额	**36.25**	**42.45**	**75.08**	**131.54**	**215.49**
所得税	5.62	6.66	11.26	19.73	32.32
净利润	**30.62**	**35.80**	**63.82**	**111.81**	**183.16**
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**30.62**	**35.80**	**63.82**	**111.81**	**183.16**
每股收益（元）	0.29	0.34	0.61	1.08	1.76

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	30.62	35.80	63.82	111.81	183.16
折旧摊销	6.81	6.53	15.23	22.71	29.80
财务费用	2.07	1.44	4.07	5.98	9.87
投资损失	0.00	0.03	0.01	0.01	0.01
营运资金变动	(23.60)	26.01	(262.92)	47.84	(426.12)
其它	(2.73)	(8.94)	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	**13.18**	**60.87**	**(179.79)**	**188.36**	**(203.27)**
资本支出	32.75	31.19	64.34	79.19	49.10
长期投资	0.80	(0.03)	0.00	0.00	0.00
其他	(64.71)	(68.63)	(124.35)	(159.20)	(99.11)
投资活动现金流	**(31.17)**	**(37.47)**	**(60.01)**	**(80.01)**	**(50.01)**
债权融资	40.00	30.00	203.87	120.20	412.44
股权融资	(1.75)	(0.63)	39.93	(5.98)	(9.87)
其他	(37.21)	(42.37)	(30.00)	(203.87)	(120.20)
筹资活动现金流	**1.04**	**(13.00)**	**213.79**	**(89.65)**	**282.36**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(16.95)**	**10.40**	**(26.01)**	**18.70**	**29.08**

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	28.41%	24.25%	105.20%	59.19%	57.83%
营业利润	17.35%	11.87%	85.41%	77.66%	64.63%
归属于母公司净利润	8.11%	16.89%	78.29%	75.20%	63.81%
获利能力					
毛利率	39.76%	35.39%	34.48%	36.46%	37.21%
净利率	19.78%	18.60%	16.16%	17.79%	18.46%
ROE	15.44%	15.29%	18.67%	24.64%	28.76%
ROIC	23.51%	17.89%	32.02%	22.54%	36.38%
偿债能力					
资产负债率	41.32%	38.48%	54.33%	49.36%	56.71%
净负债率	-12.19%	22.40%	17.20%	37.76%	42.67%
流动比率	1.70	1.92	1.62	1.51	1.57
速动比率	0.97	1.12	0.94	0.71	0.93
营运能力					
应收账款周转率	2.22	2.91	2.50	2.70	2.70
存货周转率	2.30	1.88	2.29	2.13	2.34
总资产周转率	0.53	0.54	0.70	0.76	0.84
每股指标（元）					
每股收益	0.29	0.34	0.61	1.08	1.76
每股经营现金流	0.13	0.59	-1.73	1.81	-1.95
每股净资产	1.91	2.25	3.29	4.36	6.12
估值比率					
市盈率	110.54	94.57	53.04	30.28	18.48
市净率	17.07	14.46	9.90	7.46	5.32
EV/EBITDA	0.00	0.00	38.58	21.84	14.71
EV/EBIT	0.00	0.00	46.23	25.51	16.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com