

证券研究报告

2019年03月12日

行业报告 | 行业深度研究

汽车零部件

八菱科技：生物医药被忽视的黑马

作者：

分析师 邓学 SAC执业证书编号：S1110518010001

分析师 杨焯辉 SAC执业证书编号：S1110516080003

分析师 郑薇 SAC执业证书编号：S1110517110003



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

汽车零部件以模块化为基，紧随新能源大潮。公司是目前国内最大的汽车散热器原装整车配套企业之一，2018H1公司汽车零部件业务（包括散热器、中冷器、油冷器、冷凝器、保险杠等）实现营收3.4亿元，营收贡献高达92.0%。其中：1）模块化供货，提升市场份额：公司铝质散热器、暖风机二者营收贡献长期维持60%+。2）新能源热交换市场前景广阔，有望成为新的增长点。

实景演出项目上座率持续爬坡，盈利可期。《远去的恐龙》于2018年5月正式公演，3-6月观看人数分别达4,768、5,688、5,497、13,725人次。假设按工作日、周末每天分别安排3、5场，每场600、1,100人次，票价每人200元保守估算，《远去的恐龙》每年观演人数或将达到120万，年收入有望达2.4亿元。

收购生物科技业务，业绩承诺3年10亿。2018年12月27日，公司签署《股份转让协议》，拟收购北京弘润天源100%股权，布局生物细胞科技产业。弘润天源实际控制人旗下的安杰玛集团目前为弘润天源的主要销售渠道之一，保障未来业绩持续性。此外，弘润天源2017年实现营收和净利润3.4、2.1亿元，且承诺2019-2021年经审计后的净利润累计不低于10亿元人民币。若收购完成，有望增厚公司业绩。

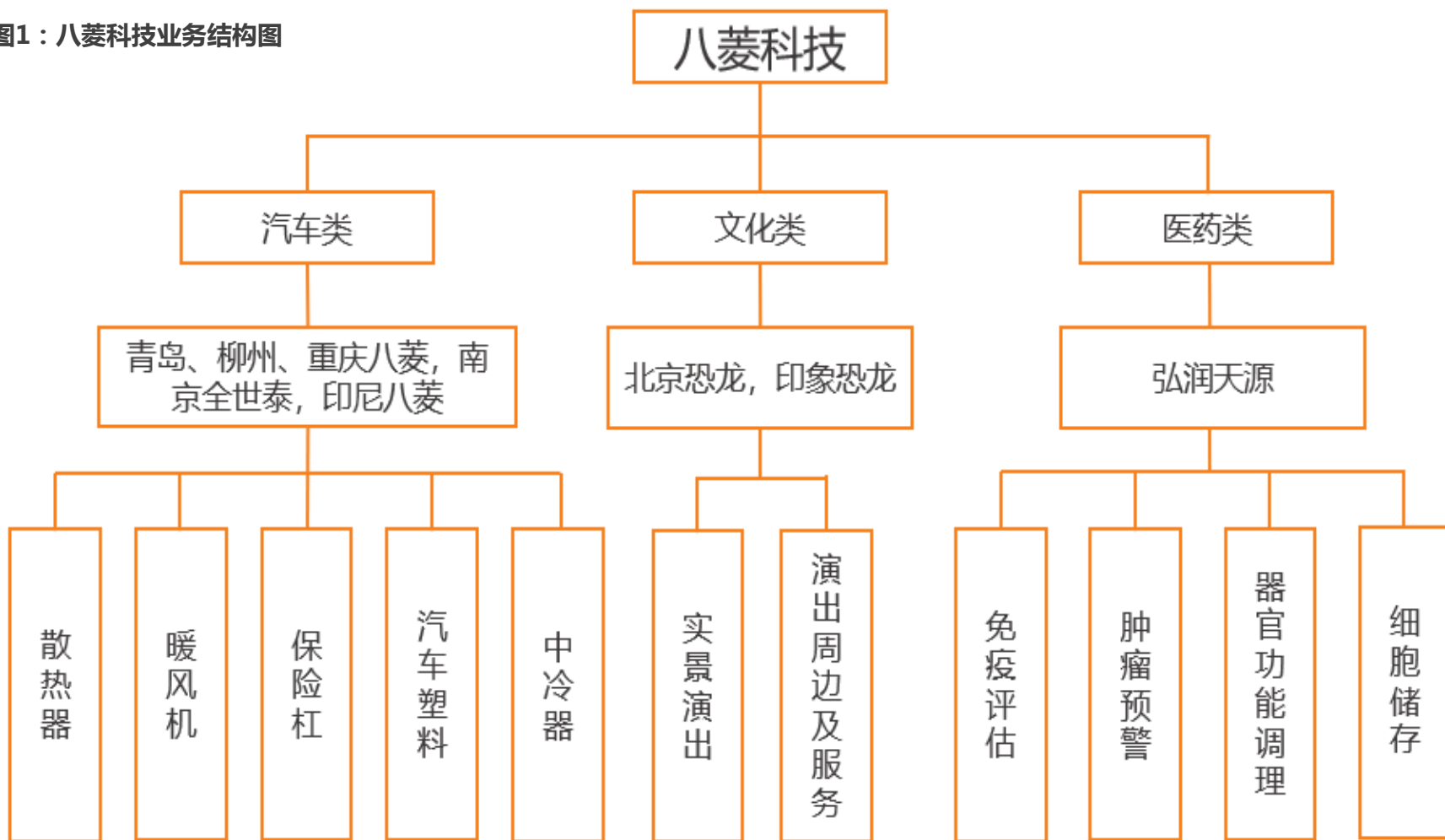
风险提示：热交换器市场竞争加剧；实景演出项目效益不及预期；弘润天源并购中存在的尽职调查后终止的风险、未来无法达成正式协议的风险、框架协议及关联交易未能通过股东大会审议的风险等。

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2019-03-11	评级	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002592.SZ	八菱科技	19.12	增持	0.48	0.07	0.21	0.41	39.83	273.14	91.05	46.63

由单核转三驾马车驱动

图1：八菱科技业务结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司重大事件

图2：八菱科技重大事件历程图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

八菱科技-股权结构图

图3：八菱科技股权结构图



注：假设为收购弘润天源成功后

资料来源：公司公告，天风证券研究所

生物科技：业绩承诺3年10亿

- **布局生物细胞科技产业，推动公司产业转型：**
2018年12月27日，公司与王安祥签署《股份转让协议》，拟收购弘润天源**100%股权**。
- **以股置换，公司实际控制人持股比例不断降低：**
股权转让完成后，王安祥将受让杨竞忠持有的公司约**10%**的股份，公司控股股东、实际控制人杨竞忠、顾瑜夫妇及其一致行动人杨经宇合计持有公司**21.27%**股权。
- **收购前瞻医药业务，业绩承诺3年10亿：**弘润天源2017年实现营收和净利润**3.4、2.1亿元**，且承诺公司**2019-2021年**经审计后的净利润累计**不低于10亿元人民币**。

图4：2018年公司前10名股东持股情况变化

股东名称	公司前10名股东持股比例			
	2018Q3	2018/12/06	2018/12/18	2018/12/27
杨竞忠	33.45%	33.45%	24.63%	14.63%
顾瑜	8.71%	8.71%	6.53%	6.53%
黄志强	6.59%	4.94%	4.94%	4.94%
陆晖	5.49%	0%	0%	0%
中海信托-八菱科技员工持股计划集合资金信托	4.70%	4.70%	4.70%	4.70%
八菱科技-第1期员工持股计划	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%
程启智	2.32%	2.32%	2.32%	2.32%
文丽辉	2.11%	2.11%	2.11%	2.11%
黄安定	1.93%	1.93%	1.93%	1.93%
贺立德	1.77%	1.77%	1.77%	1.77%
顾德逵		7.14%	7.14%	7.14%
车行天下			11%	11%
王安祥				10%
合计		70.58%		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

王安祥——安杰玛集团董事长

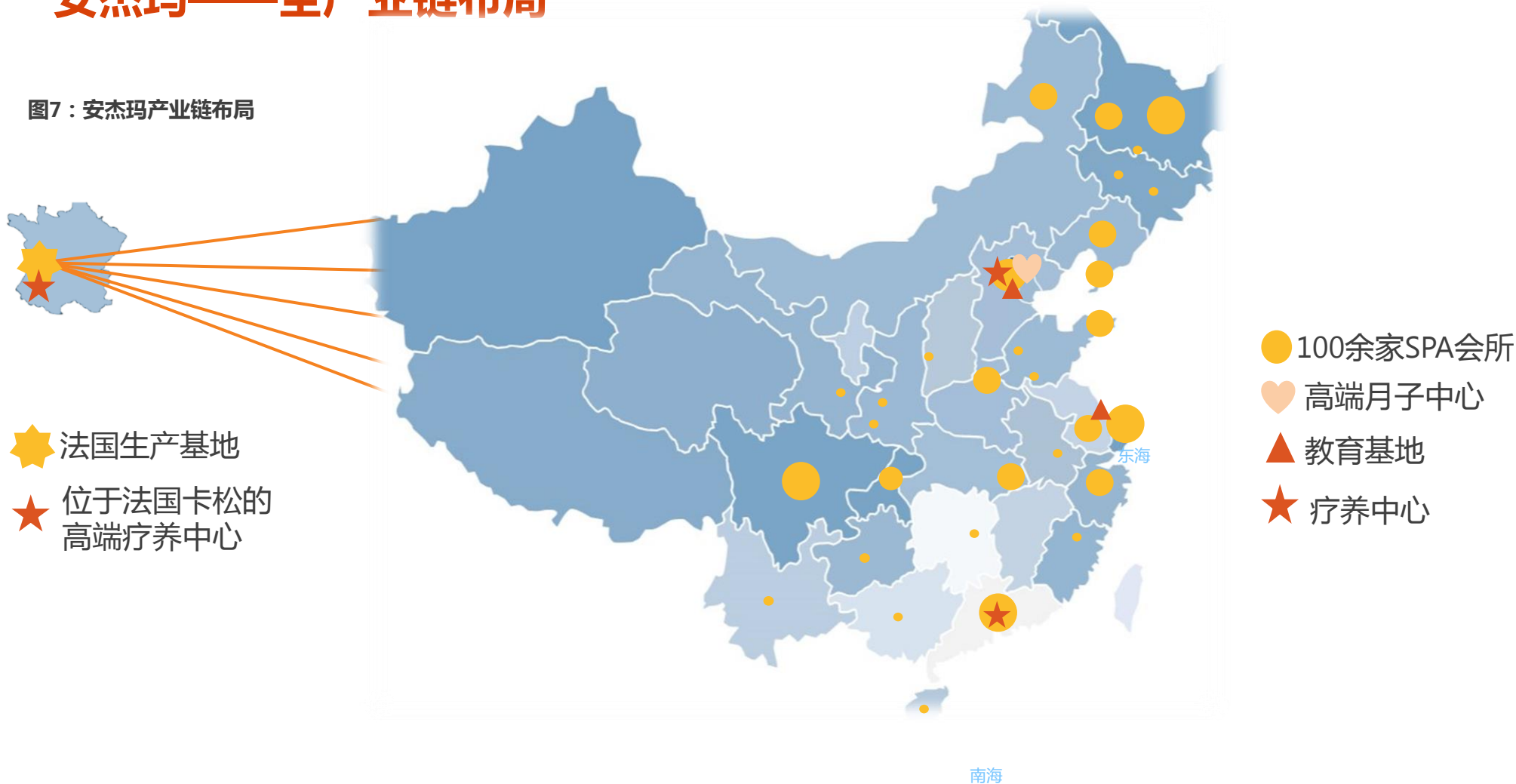
图5：安杰玛重大事件历程图



资料来源：公司公告，公司官网，央视网，齐鲁晚报，中国质量网、中国品牌网、天风证券研究所

安杰玛——全产业链布局

图7：安杰玛产业链布局



资料来源：高德地图、谷歌地图、天风证券研究所

安杰玛——产品展示

图8：安杰玛产品展示



资料来源：安杰玛天猫旗舰店、安杰玛云商城、天风证券研究所

东方基因——公司历程

图9：东方基因公司历程

成立北京东方亚美基因科技研究院，完成了**60万**客源检测和服务

成立上海澳斯泰临床检验公司，与多家三甲医院合作积累了**临床基因检测等完整数据**

基因储存生物库——北京库建成运行，并通过**ISO9001认证**



图10：部分资质认证



资料来源：公司官网，天风证券研究所

东方基因——基因缺陷的危害

表1：基因缺陷的危害

药物/食物（诱因）	特定基因	不良反应
部分常见感冒退烧药（泰诺，999，百服宁等）	CYP家族基因	肝衰竭 高铁血红蛋白症
常见消化道感染药物（喹诺酮类药物）	P450家族基因	皮下出血 过敏性紫癜
蚕豆/奎宁类药物	G6PD基因	急性溶血
牛奶	乳糖酶编码基因	乳糖不耐受
黄豆/亚麻籽	BRCA2基因	致癌
母乳	SLC25A13基因	肝衰竭
酒精	分解酶基因	酒精过敏 致癌
花粉等过敏源	GATA-3基因	过敏 呼吸困难

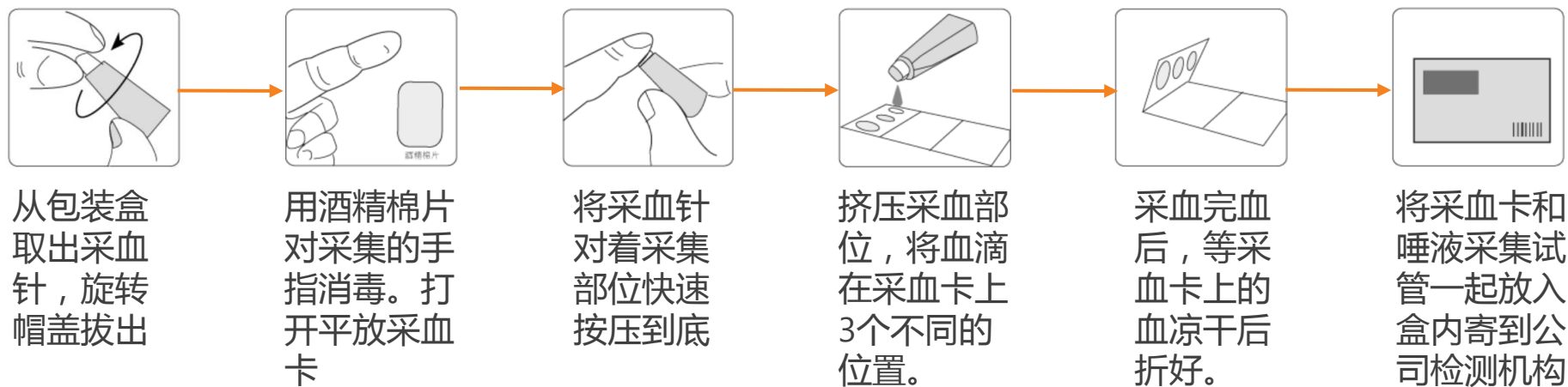
资料来源：《细胞色素P450的研究进展》，夏伟、《希特林蛋白（Citrin）缺陷病研究进展》，谢莉、《对乙酰氨基酚的药代动力学及其肝毒性的生理节律调控》，夏木斯亚、《婴儿乳糖不耐受病因研究及防治进展》，俞栋、《何以解忧，唯有“杜康”》，李辉、寻医问药网、生物通网、中华康网、天风证券研究所

东方基因——基因采集方法-唾液+血样双管齐下

图11：唾液采集



图12：血样采集



资料来源：公司官网，天风证券研究所

东方基因——检测项目

图13：儿童基因检测

-  儿童脊柱侧凸风险基因检测
-  屈光不正基因检测
-  标致宝贝基因检测
-  不良嗜好成瘾风险基因检测
-  儿童肥胖风险基因检测
-  熊孩子基因检测
-  身体素质基因检测
-  儿童成长风险基因检测
-  儿童肠道常见菌群基因检测
-  儿童常用药物基因检测
-  儿童禀赋基因检测

资料来源：公司官网，天风证券研究所

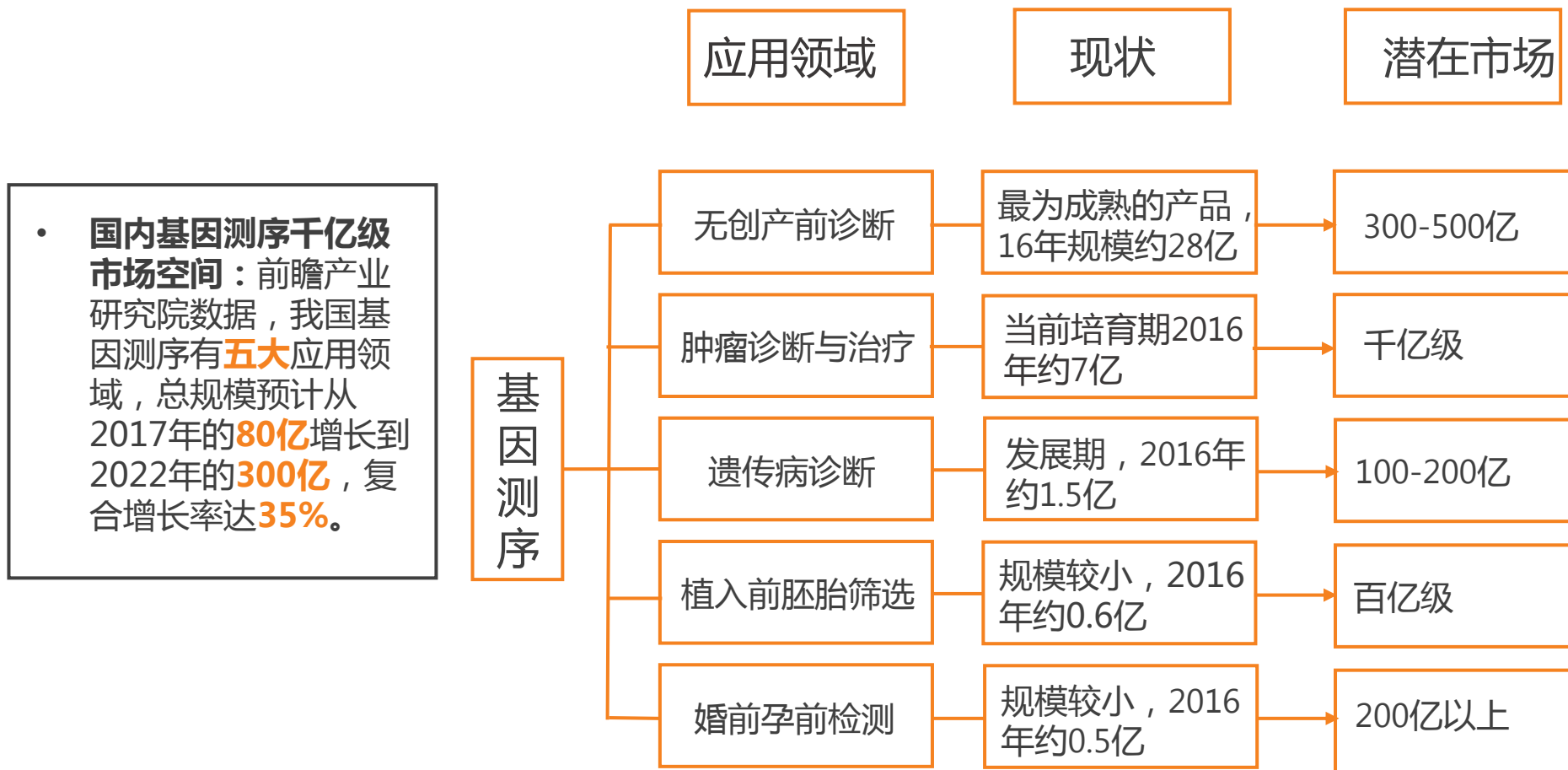
图14：基因检测

-  肥胖菌群基因检测
-  皮肤护理基因检测
-  食物不耐受基因检测
-  全息精准疾病及药物检测
-  完美身材基因检测
-  肠道微生态基因检测
-  机体衰老基因检测

资料来源：公司官网，天风证券研究所

基因测序领域广、市场大

图15：部分基因测序应用领域和市场空间



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

弘润天源——全球最大细胞生物样本储存库和技术服务平台

图16：弘润天源历程

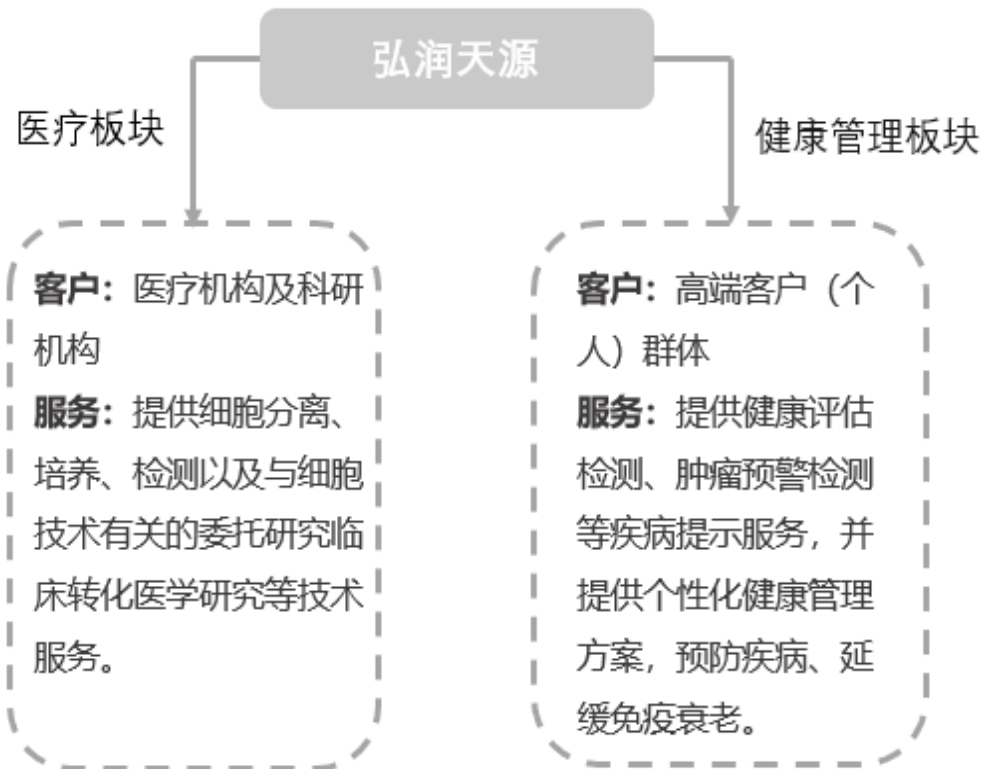


资料来源：公司官网，天风证券研究所

弘润天源——两大细分板块聚焦细胞生物科技

- **聚焦生物细胞科技产业：**弘润天源主营业务是为客户提供细胞委托培养、临床前研究外包服务、细胞免疫功能分析、肿瘤早期风险预警、健康管理以及细胞储存等专业技术服务。
- **产、学、研一体化的综合性技术服务平台：**弘润天源是集细胞技术与服务、转化医学研究及生物样本库等为一体的技术服务平台。拥有目前**全球最大**细胞生物样本储存库平台，细胞制备与检测实验室面积达**20,000平米**，存储容量达**700万份**。

图17：弘润天源主营业务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

弘润天源——目标客户为高净值人群

表2：弘润天源主营业务

板块	业务	流程	目标客户
医疗板块	免疫细胞储存	细胞采集-培养与诱导-入库存储	具有抗衰老需求/免疫功能低下/疲劳综合征/患有各种慢性病的中老年人/有家族病史、疾病防御需求的人群及医疗机构
	成纤维细胞储存	细胞提取-培养与诱导-入库存储	有美容抗衰、疤痕修复需求的人群及医疗机构
	胎盘/脐带干细胞储存	采集-入库存储	修复受损组织，治疗人类80%的疾病，广泛用于多系统疾病治疗及美容保健抗衰。满足全家人的诊疗及保健需求及为医疗机构提供服务
健康管理板块	健康评估检测	对外周血中细胞因子、干细胞、淋巴细胞及亚群的数量、比例、活性等多项指标进行检测，提示细胞的功能状况与健康管理咨询	高端客户（个人）
	肿瘤预警检测	通过早期肿瘤标志物的监测以及功能医学红外热成像等技术，提供肿瘤早期监测服务	高端客户（个人）
	器官功能调理	全身调理、血液调理、肾脏调理、肝胆调理、肺肠调理、神经调理等	高端客户（个人）

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

弘润天源——健康管理、细胞治疗发展前景广阔

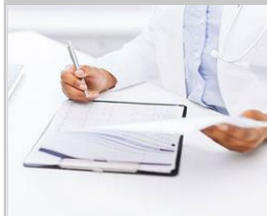
图18：弘润天源医疗、健康板块前景

- **细胞治疗时代**：美国生物学家戴利说：“如果说20世纪是药物治疗和手术治疗的年代，**21世纪将是细胞治疗的年代**。”
- **细胞存储是细胞治疗和应用的前提**：身体的疾病和衰老对应着细胞的质量变化。恰当的时间细胞存储是细胞治疗和应用的前提。

医疗板块



健康管理



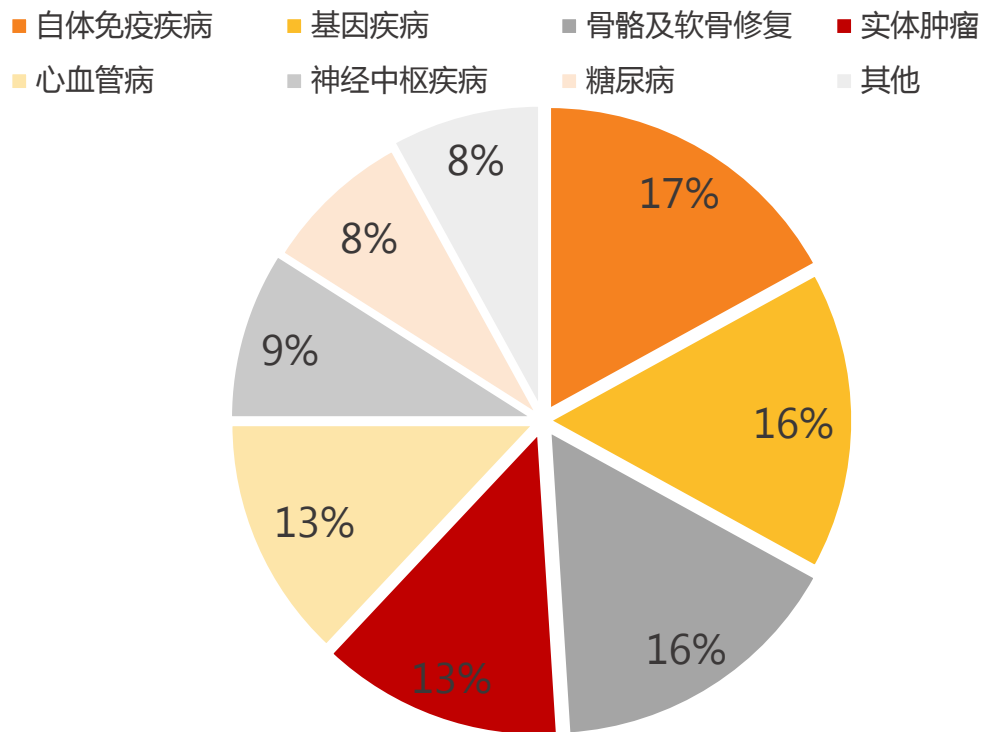
- **亚健康现状**：《中国人健康大数据》显示，我国有**76%**的人处于亚健康状态。这种非健康状态，具有潜在的发病趋向。
- **预防癌变**：在中国，**每天约1万人**被确诊为癌症，每年新发癌症病例达**429万**。肿瘤排查和预警，防止细胞癌变非常必要。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

“全能” 干细胞 运用面广泛

- **干细胞运用面广泛。**干细胞技术已实现在临床中运用。如自体免疫疾病、骨骼及软骨修复、基因疾病、心血管病、实体肿瘤等。
- **受众人群大，前景广阔。**前瞻产业研究院数据，如今中国有**2.4亿**的心血管病患、**4160万**的糖尿病患，**9400万**的阿尔茨海默病患以及**1460万**的血液肿瘤病患等。

图19：世界干细胞技术在各类疾病种类中额临床应用比例

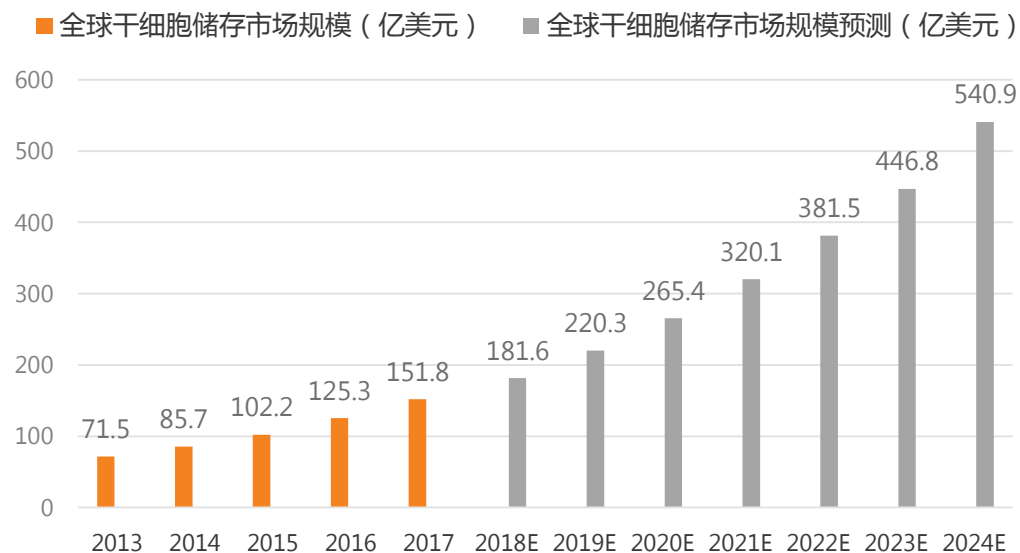


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

干细胞储存空间巨大

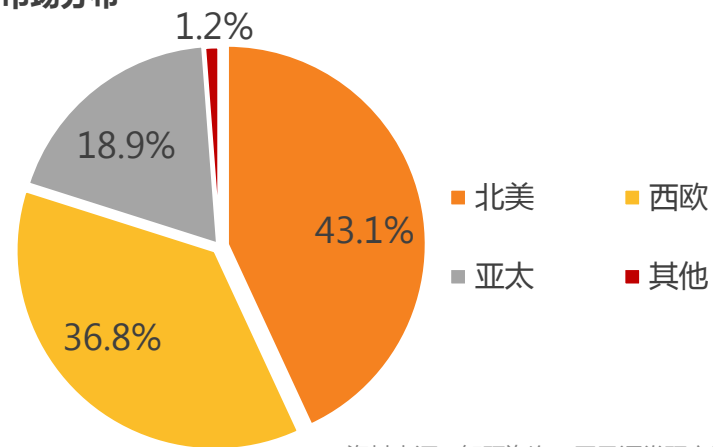
- **干细胞储存千亿市场空间。**中国产业信息网数据，2017年全球干细胞储存规模达**152亿美元**，预计到2024年，市场规模可达**541亿美元**，复合增长率达**18.2%**
- **国内市场正处于起步阶段。**目前北美和西欧仍是最大的干细胞市场，分别占据了**43%**和**37%**的市场份额，亚太地区排名第三，约占**19%**的市场份额。

图20：全球干细胞产业市场规模与预测



资料来源：智研咨询，天风证券研

图21：全球干细胞产业市场分布

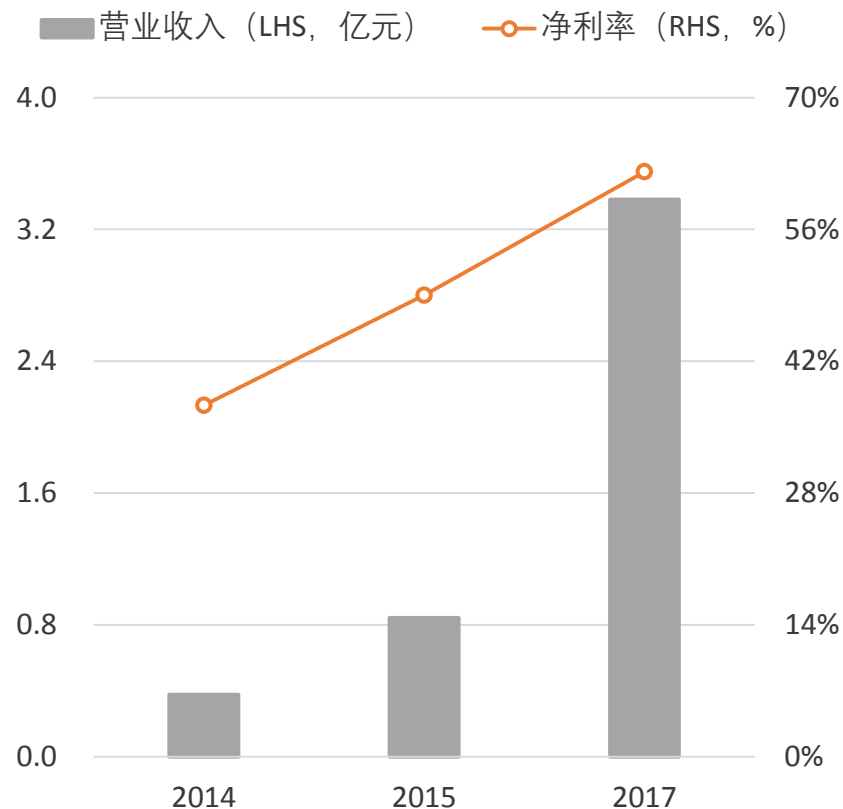


资料来源：智研咨询，天风证券研究所

弘润天源——超强盈利能力

- **营收高速增长**：弘润天源2017年实现营业收入**3.4亿元**，三年CAGR高达**108.0%**。
- **15年毛利率超85%**：2015年公司实现营收0.84亿元，同比增长124.1%，毛利率高达**87.6%**，净利率达**49.0%**。
- **17年净利率超60%**：2017年实现净利2.1亿元，三年CAGR高达约**146.5%**；此外，2017年公司归母净利率高达**62.1%**。收购完成，有望增厚公司业绩。

图22：2014、2015、2017公司营收及归母净利率（单位：亿元，%）



注：2016年公司未披露年度报告，2017年为并购公告中的财务数据。

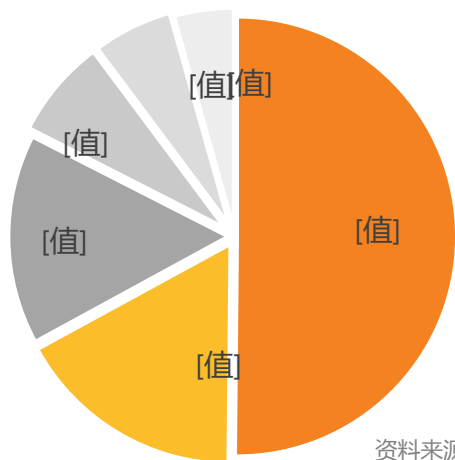
资料来源：公司公告，天风证券研究所

汽车板块：短期承压

- **汽车板块短期营收承压**：2016年，汽车板块营收达**8.8亿元**，为近年峰值，后开始下滑。
- **毛利率逐年下滑**：从2011年的**25.1%**下降到2017年的**19.4%**。
- **铝制散热器贡献46.1%营收**，上汽通用五菱为第一大客户贡献约**72.4%**营收。

图24：汽车板块营收结构图

- 铝质散热器 ■ 铝质暖风机 ■ 汽车保险杠
- 塑料 ■ 中冷器 ■ 铝材



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图23：汽车板块业务营收（单位：亿元）

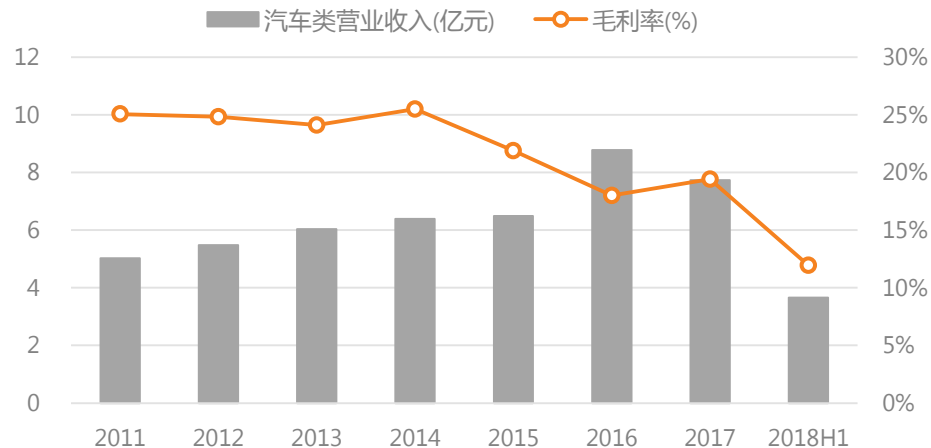
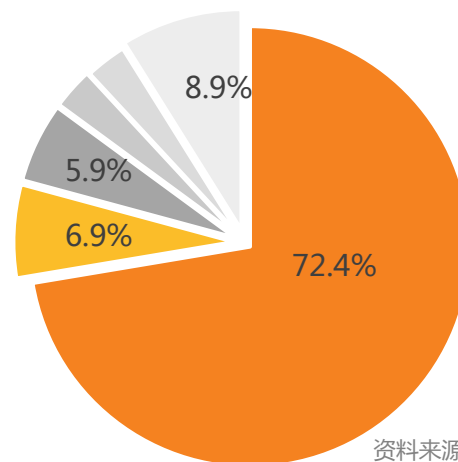


图25：主要客户销售额占比

资料来源：公司公告，天风证券研究所

- 上汽通用五菱 ■ 第二名 ■ 南京全世泰
- 第四名 ■ 第五名 ■ 其余客户



资料来源：公司公告，天风证券研究所

汽车板块：加速市场拓展，紧随新能源大潮

- **多个新产品获定点配套资格：**

2017年，**中冷器**：长安、柳汽、东风小康；**空调冷凝器**：上汽通用五菱、奇瑞、吉利；**外置板翅式油冷器**：东风小康；

2018H1，**油冷器、低温散热器**等产品：五菱、长安。

- **新能源热交换市场前景广阔，有望成为新增长点：**

2015年，中标两款电动车散热器及一款水冷中冷器散热系统的低温散热器；

2018H1，**新能源车电池板式换热器**产品获得了定点配套资格。

表3：2016-2018H1热交换系统新开发产品与配套客户

时间	新开发产品与客户
2016年	拓展了北汽银翔等7家新客户，其中，北汽银翔乘用车散热器已批量供货，张家港乐达和山东昀丰机械已小批量供货。 中冷器实现大批量配套，获得长安、柳汽、东风小康等主机厂的定点配套资格；空调冷凝器批量配套上汽通用五菱，并获得奇瑞、吉利等主机厂的配套资格；
2017年	新开发的外置板翅式油冷器获得了东风小康的配套资格； 开发出小排量车用涡轮增压发动机中冷器； 拓展了比亚迪、马自达等新客户6家。
2018H1	冷凝器、油冷器、低温散热器等产品实现批量供货，并获得五菱、长安等主机厂的定点配套资格； 拓展重庆金康、安徽航瑞等新客户2家。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

新材料领域：纳米加热技术与汽车主业协同

- 进军新材料，入股王博智慧：**公司出资2000万元，其中250万元计入新增注册资本，1,750万元计入资本公积金，持王博智慧厕所革新技术20%股权。
- 王博智慧**成立于2018年7月，由于成立时间较短，目前仍处于产品开发阶段，尚未产生营业收入。
- 母公司专注新材料领域，有望深化合作：**王博纳米是一家以基础材料研发、**薄膜技术应用为核心**，专注于电热转化、热电转换、高温超导、高温隔热等技术的研究与应用的高科技企业，主要生产钛纳米电热材料，与汽车主业具备协同效应。目前已获得**3项**PCT国防发明专利，**12项**国家发明专利，**90多项**国家实用专利。

表4：增资后王博智慧股权结构

序号	股东名称	出资金额 (万元)	出资方式	出资比例 (%)
1	深圳市王博纳米科技有限公司	1,000	无形资产	80%
2	南宁八菱科技股份有限公司	250	现金	20%
合计		1,250	-	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表5：标的公司资产&盈利情况（单位：万元）

科目	2018年12月31日（未经审计）
资产总额	391.5
负债总额	436.1
净资产	-44.5
	2018年度（未经审计）
营业收入	0
利润总额	-44.5
净利润	-44.5

资料来源：公司公告，天风证券研究所

新材料领域：运用领域广泛

表6：王博纳米主要产品及运营场景

领域	产品	用途
家用电器领域	纳米鲜活水机	制造小分子团饮用水
	纳米蒸鲜火锅	运用小分子蒸汽加热食物
	即热电热水器	快速生产小分子团温水
	消毒供暖机	对空气进行消毒、过滤、供暖
	纳米酿酒机	运用小分子团水酿酒
供热设备领域	纳米蒸柜	
	高原供暖装备	在高原进行集中供暖
	循环余热式发电	
	生活垃圾处理	
商用蒸汽领域	一般家庭供暖设备	家庭供暖
	纳米蒸汽机	生产高温蒸汽
	蒸汽除冰车	运用小分子团蒸汽除冰
	蒸汽洗车机	运用蒸汽进行洗车
	蒸汽消毒机	运用小分子团蒸汽灭菌消毒
	蒸汽洗衣机	运用小分子团蒸汽清洗衣物
	蒸汽洗碗机	运用小分子团蒸汽清洗餐具
军工领域	钛纳米引爆装置、炸弹	运用金属镀膜管起爆炸药
	航天航空、潜艇等军工产业核心基础材料	
	军事后勤保障车	为战地、抢险人员提供后勤保障
	海水淡化设备	各类水厂、轮船、野外淡水处理

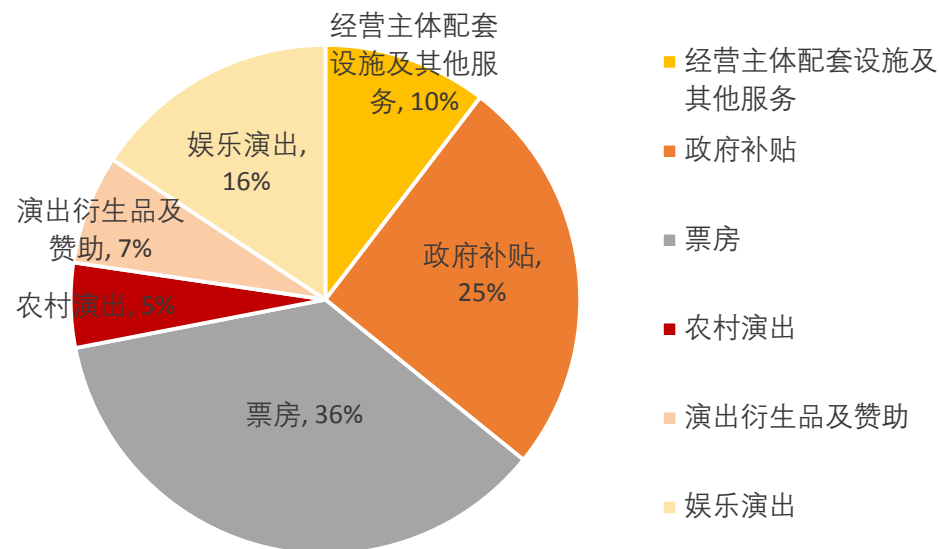
资料来源：公司官网，天风证券研究所

文化板块：上座率持续爬坡，盈利可期

- **实景演出项目上座率持续爬坡，盈利可期**：《远去的恐龙》于2018年5月正式公演，3-6月观看人数分别达**4,768、5,688、5,497、13,725人次**。假设按工作日、周末每天分别安排3、5场，每场600、1,100人次，票价每人200元保守估算，《远去的恐龙》年观演人数或将达到**120万**，年收入有望达**2.4亿元**。

- **演出衍生品市场空间广阔**：2017年，我国演出衍生品及赞助收入33.9亿元，同比上升**7.5%**，在我国演出市场总体收入中占比**6.9%**，与美、日高度发达的文化周边产业相比，发展空间广阔。
- **拓展周边业务提升盈利能力**：全资子公司印象恐龙、北京恐龙将主要围绕《远去的恐龙》等项目新增文化演艺业务延伸，助力文化产业盈利能力持续提升。

图26：2017年我国演出市场收入结构（单位：%）

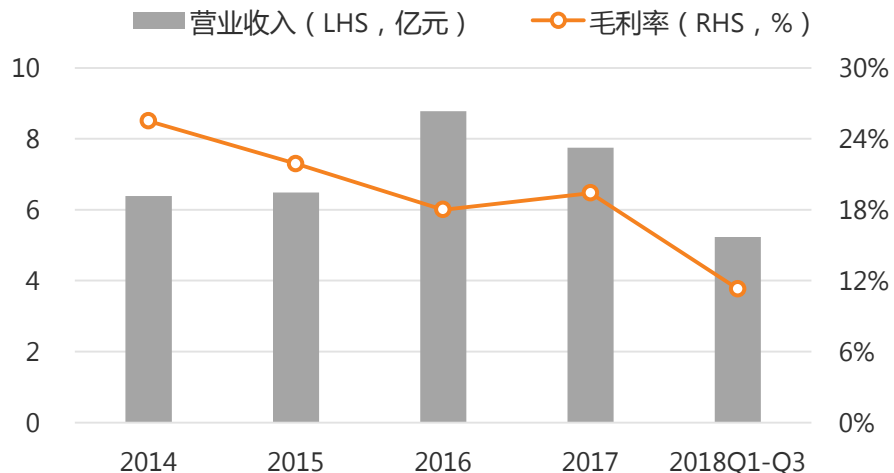


资料来源：中国演出行业协会，天风证券研究所

并表弘天 业绩拐点向上

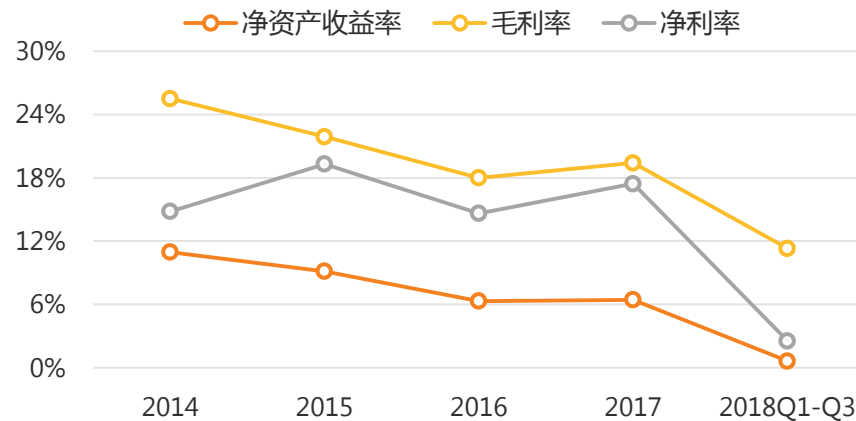
- **营收下滑**：由于公司配套的部分车型销量下降以及部分客户对产品结算价进行预降价等因素，2018年营收同比**下降8.3个百分点至7.1亿元**。
- **并表弘天，业绩拐点向上**。若弘润天源顺利并表，将优化公司产品结构，厚增公司业绩。

图28：2014-2018Q3 公司营业收入及毛利率（单位：亿元，%）



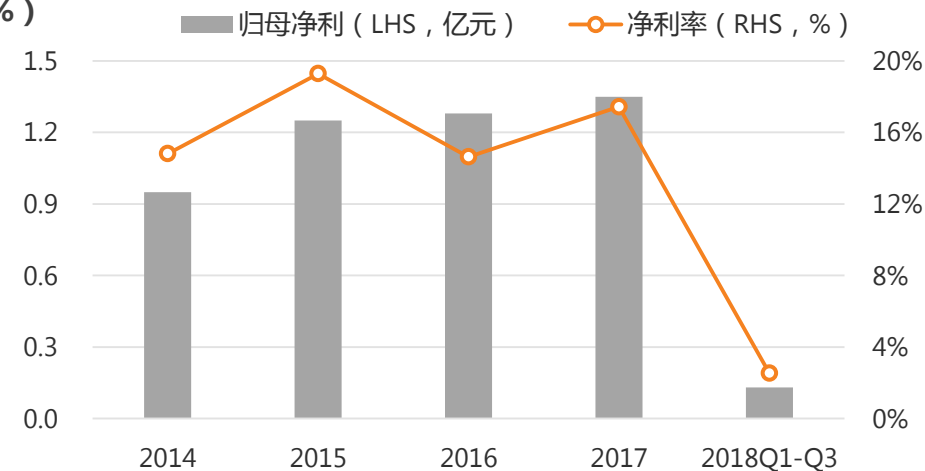
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图27：2014-2018Q3公司毛利率、净利率及净资产收益率（单位：%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图29：2014-2018Q3公司归母净利及净利率（单位：亿元，%）

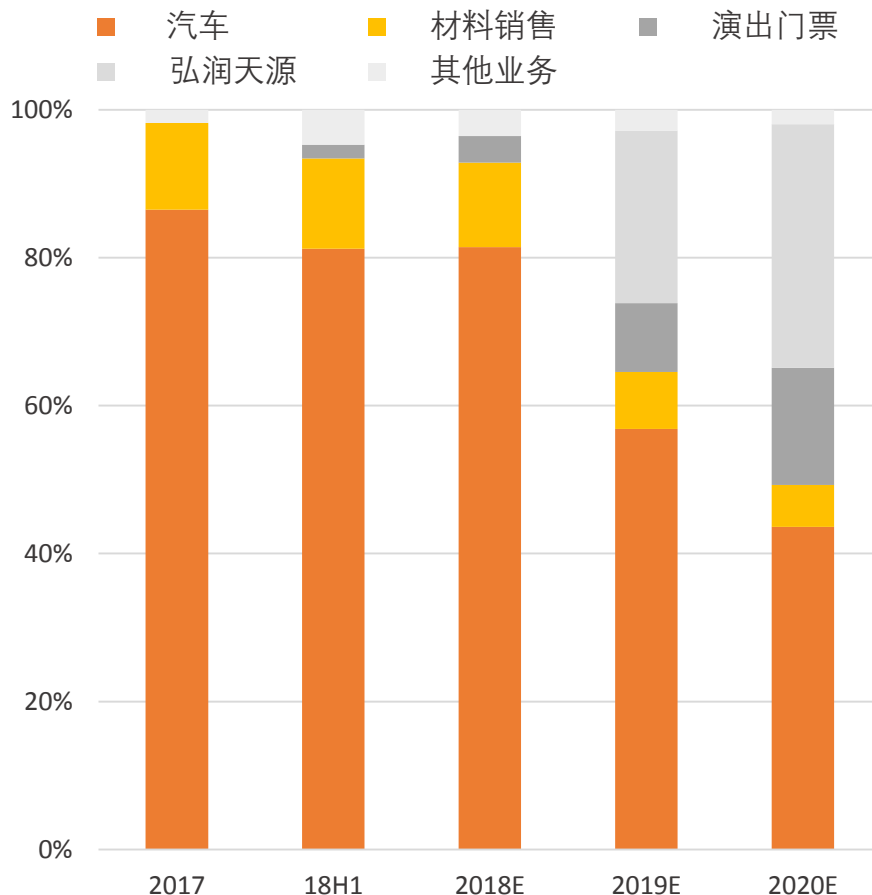


资料来源：公司公告，天风证券研究所

并表弘天 业绩拐点向上

- **汽车板块贡献主要营收**：2018H1，汽车类产品营收贡献占比**81.2%**，相较2017年下降**5.3个百分点**，预计公司汽车板块营收占比将逐年下降至2020年的**43.6%**。
- **文化板块业绩有望提升**：2018H1，公司演出门票收入0.07亿元，预计随上座率爬坡，演出门票营收贡献逐年上升为2020年的**15.8%**。
- **前瞻医药业务将驱动业绩快速增长**：结合17年业绩和业绩承诺，若弘润天源于19年中并表，则预计19和20年分别贡献营收2.5、5亿元，营收占比分别为**23.3%、32.9%**。

图30：公司营业收入结构占比（单位：%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

盈利预测

表7：八菱科技盈利预测（日期截止至2019/03/11）

	2016	2017	2018	2019E	2020E
汽车+文娱业务盈利预测					
营业收入(百万元)	878.40	774.61	710.08	821.81	1,018.57
增长率(%)	35.36	(11.82)	(8.33)	17.40	23.94
净利润(百万元)	128.41	135.04	17.83	60.84	115.47
增长率(%)	2.48	5.16	(85.78)	216.71	89.80
EPS(元/股)	0.45	0.48	0.07	0.21	0.41
市盈率(P/E)	42.2	40.1	282.0	89.0	46.9
若19年中旬并表弘润天源					
净利润(百万元)				250.00	465.00
增长率(%)				1302%	86%
EPS(元/股)				0.88	1.64
市盈率(P/E)				21.7	11.7

注：预计弘润天源19、20年净利润分别为3、3.5亿元。

资料来源：Wind，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“天风证券研究所”）。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

THANKS