

高端装备制造与新材料研究中心

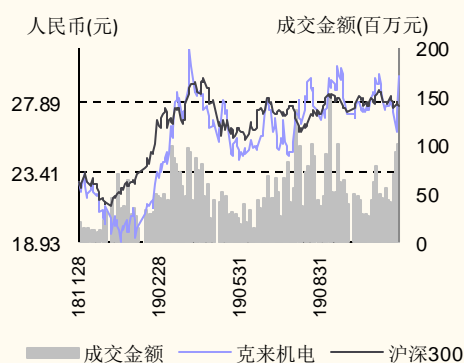
克来机电 (603960.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 29.55 元
 目标价格 (人民币): 33.60-33.60 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.76
已上市流通 A 股(亿股)	.67
总市值(亿元)	51.94
年内股价最高最低(元)	29.74/26.00
沪深 300 指数	3862
上证指数	2890



相关报告

1. 《业绩略超预期，新客户、新产品拓展良好-克来机电三季报点评》，2019.10.30
2. 《中报归母净利同比 63%，全年确定高增长-克来机电 2019 中报...》，2019.7.31
3. 《一季度增长超预期，全年业绩增长确定性高-克来机电一季报点评》，2019.4.25
4. 《汽车电子自动化龙头，内生外延快速增长-克来机电公司深度》，2019.3.15

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
 wanghuajun@gjzq.com.cn

孟鹏飞 分析师 SAC 执业编号: S1130517090006
 (8621)61357479
 mengpf@gjzq.com.cn

韦俊龙 分析师 SAC 执业编号: S1130519050002
 (8621)60893126
 weijunlong@gjzq.com.cn

可转债落地，百亿市值再起航

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.473	0.482	0.597	0.838	1.168
每股净资产(元)	4.22	3.62	5.62	5.28	6.70
每股经营性现金流(元)	0.76	0.08	0.68	0.84	1.29
市盈率(倍)	57.49	57.65	49.51	35.27	25.31
净利润增长率(%)	37.56%	32.31%	61.02%	40.37%	39.37%
净资产收益率(%)	11.23%	13.33%	13.80%	20.63%	22.66%
总股本(百万股)	104.00	135.20	175.76	175.76	175.76

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 11 月 27 日发布可转债发行公告，募集资金总额 1.8 亿元，初始转股价格为 27.86 元/股。募集资金全部用于车载能量回馈控制器智能总装与在线检测生产线、新能源汽车驱动电机疲劳老化测试系统成套设备等两类产品。

点评

- **募投项目支撑核心客户联合电子/博世的新品产能，需求旺盛。**募集资金 1.8 亿全部用于新能源汽车电子产线扩建，均为联电/博世的核产品产线，其中**供应博世**: BRM 生产线、IB2 生产线、48DCDC 生产线、3U 驱动器生产线和最新的 eAlxe 电桥生产线；**供应联合电子**: 新能源汽车驱动电机疲劳老化测试系统成套设备。其中 BRM 和 IB2 生产线是二次订单，48DCDC、3U 驱动器、eAlxe 电桥、驱动电机疲劳老化测试系统的生产线为意向订单，国内外新能源产能投资正盛，潜在需求均十分旺盛。
- **效益测算**: 募投项目预计达产后年均收入 2 亿元，税后内部收益率 (IRR) 16.60%，税后动态投资回收期为 6.94 年 (含 1.5 年建设期)。
- **投资逻辑**: 汽车电子自动化龙头，充分享受国内外新能源扩产红利
 - 1) **绑定联电+大众，充分享受国内新能源投资红利。**独供上汽 MEB 汽车电子自动化设备；和大众成立合资子公司，加速渗透大众系供应链自动化。
 - 2) **绑定博世，共享海外新能源扩产红利** (宝马是博世大客户)。联合博世研发多条新品自动化线，需求旺盛、订单持续性强、未来空间巨大。
 - 3) **收购众源：享受国五升国六提价红利。**主供大众系燃油分配器，拓展奥迪、通用。国五到国六产品价格提升 2 倍、持续替换。

盈利预测及投资建议

持续看好公司: 赛道好 (新能源汽车电子投资正盛)、客户好 (博世系+大众系)、技术好 (深耕 20 载的龙头)、增长好 (19-21 年复合增速超 40%)。

预测 2019-2021 年营收 8.2/11.2/15 亿元，归母净利润为 1.05/1.47/2.05 亿元，EPS 为 0.60/0.84/1.17 元，对应 PE 为 49/35/25 倍。给予 2020 年 40 倍 PE，目标价 33.6 元，“买入”评级。

风险提示

汽车电子自动化市场需求不及预期；客户集中风险，博世系订单不及预期；市场竞争加剧风险；盈利水平下降风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	192	252	583	820	1,120	1,500	货币资金	58	296	171	351	479	636
增长率		30.9%	131.5%	40.6%	36.6%	33.9%	应收账款	77	100	166	218	298	399
主营业务成本	-124	-162	-420	-587	-800	-1,067	存货	104	110	202	241	329	439
%销售收入	64.6%	64.3%	72.0%	71.6%	71.4%	71.1%	其他流动资产	10	14	26	32	41	52
毛利	68	90	163	233	320	433	流动资产	249	520	566	842	1,146	1,526
%销售收入	35.4%	35.7%	28.0%	28.4%	28.6%	28.9%	%总资产	65.3%	77.7%	60.1%	64.3%	66.5%	70.5%
营业税金及附加	-2	-4	-4	-8	-11	-15	长期投资	1	1	1	1	1	1
%销售收入	1.1%	1.5%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	78	97	168	241	350	413
营业费用	-3	-4	-7	-9	-12	-17	%总资产	20.4%	14.5%	17.8%	18.4%	20.3%	19.1%
%销售收入	1.5%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	无形资产	51	50	205	223	223	223
管理费用	-23	-30	-39	-51	-67	-83	非流动资产	132	149	375	467	576	639
%销售收入	11.8%	12.0%	6.7%	6.2%	6.0%	5.5%	%总资产	34.7%	22.3%	39.9%	35.7%	33.5%	29.5%
息税前利润 (EBIT)	40	52	113	165	229	319	资产总计	381	669	941	1,309	1,723	2,165
%销售收入	20.9%	20.8%	19.4%	20.1%	20.5%	21.3%	短期借款	20	30	60	99	438	532
财务费用	-1	3	2	4	3	2	应付款项	90	139	264	304	396	517
%销售收入	0.3%	-1.2%	-0.3%	-0.5%	-0.3%	-0.1%	其他流动负债	19	26	27	41	56	76
资产减值损失	0	-3	-2	0	0	0	流动负债	130	195	350	445	890	1,125
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	10	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	7	10	11	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	负债	146	205	361	445	890	1,125
营业利润	39	55	86	134	184	254	普通股股东权益	234	438	489	760	714	906
营业利润率	20.4%	22.0%	14.8%	16.3%	16.4%	16.9%	少数股东权益	0	26	91	104	118	134
营业外收支	3	4	5	5	5	5	负债股东权益合计	381	669	941	1,309	1,723	2,165
税前利润	42	59	91	139	189	259							
利润率	22.1%	23.4%	15.6%	16.9%	16.8%	17.2%	比率分析						
所得税	-7	-9	-13	-20	-27	-38		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	15.7%	14.5%	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%	每股指标						
净利润	36	50	78	119	161	221	每股收益	0.597	0.473	0.482	0.597	0.838	1.168
少数股东损益	0	1	13	14	14	16	每股净资产	3.901	4.216	3.615	5.622	5.280	6.698
归属于母公司的净利润	36	49	65	105	147	205	每股经营现金净流	1.015	0.758	0.078	0.676	0.845	1.286
净利率	18.6%	19.5%	11.2%	12.8%	13.1%	13.7%	每股股利	0.135	0.143	0.097	0.100	0.100	0.100
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.29%	11.23%	13.33%	13.80%	20.63%	22.66%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	9.41%	7.36%	6.93%	8.01%	8.55%	9.48%
净利润	36	50	78	119	161	221	投入资本收益率	12.85%	9.07%	11.01%	10.98%	11.66%	13.26%
少数股东损益	0	1	13	14	14	16	增长率						
非现金支出	7	10	23	19	24	31	主营业务收入增长率	24.25%	30.92%	131.51%	40.60%	36.59%	33.93%
非经营收益	2	2	2	-5	-1	3	EBIT增长率	5.57%	30.20%	56.97%	50.38%	40.04%	40.70%
营运资金变动	16	16	-92	-42	-70	-81	净利润增长率	16.89%	37.56%	32.31%	61.02%	40.37%	39.37%
经营活动现金净流	61	79	11	91	114	174	总资产增长率	12.60%	75.87%	40.57%	39.18%	31.59%	25.70%
资本开支	-37	-19	-68	-105	-127	-87	资产管理能力						
投资	0	0	-90	0	0	0	应收账款周转天数	125.1	92.6	71.1	85.0	85.0	85.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	300.7	240.7	135.6	150.0	150.0	150.0
投资活动现金净流	-37	-19	-158	-105	-127	-87	应付账款周转天数	57.1	61.3	68.7	70.0	70.0	70.0
股权募资	0	199	52	180	-180	0	固定资产周转天数	60.8	136.8	99.6	68.0	69.0	57.1
债权募资	-10	0	-12	28	339	94	偿债能力						
其他	-3	-18	-18	-15	-19	-23	净负债/股东权益	-11.79%	-57.25%	-19.23%	-29.15%	-4.86%	-10.02%
筹资活动现金净流	-13	181	23	193	140	71	EBIT利息保障倍数	64.2	-17.9	-48.4	-32.4	-53.9	-132.8
现金净流量	10	240	-124	180	127	158	资产负债率	38.48%	30.63%	38.39%	33.96%	51.69%	51.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	10	10	10	23
增持	0	3	3	3	7
中性	0	0	0	0	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.23	1.23	1.23	1.44

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

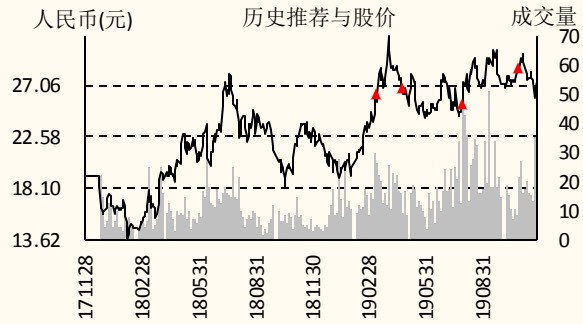
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-15	增持	33.38	35.00~40.00
2	2019-04-25	增持	35.20	N/A
3	2019-07-31	增持	25.18	N/A
4	2019-10-30	买入	28.43	33.60~33.60

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH