

克来机电 (603960)

2020年08月06日

电动车热泵获突破，将受益于大众 MEB 放量

增持 (维持)

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	796	1,097	1,401	1,752
同比 (%)	36.5%	37.7%	27.8%	25.0%
归母净利润 (百万元)	100	155	209	270
同比 (%)	53.5%	55.5%	34.3%	29.4%
每股收益 (元/股)	0.57	0.61	0.83	1.07
P/E (倍)	85.05	78.74	58.65	45.34

投资要点

■ 定增助力上海众源扩产，有望受益国六标准普及+电动车空调系统发展

2018年3月，公司通过控股子公司克来凯盈（公司持股65%）收购的上海众源100%股权，收购后公司间接持有众源65%股权。2019/12/31公司发布公告称，计划以发行股份及支付现金的方式购买克来凯盈剩余35%股权，完成后公司将间接持有众源100%股权。上海众源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，是大众燃油分配器一级供应商。

2020年1月公司发布公告，拟定增募资不超过5,000万元用于上海众源“国六b汽车发动机EA888高压燃油分配管制造及新能源车用二氧化碳空调管路组装项目”，投产后预计新增高压燃油分配器120万套/年，二氧化碳空调管5万套/年。高压燃油分配器：19年7月起国六已在部分地区提前实施，20年起将全面实施，上海众源是国内大众系燃油分配器的主要供应商，产品将受益国五标准升国六迎来量价齐升。CO2空调管路：上海众源是国内少数掌握CO2空调管路技术的企业，在新能源车空调领域的研发投入较大，众源与大众深度合作，我们预计众源未来也有望成为大众MEB空调领域的主供应商，将受益大众MEB平台车型销量爬坡。

■ 大众等主流车企引领电动化大趋势，汽车电子将迎长期景气

长期来看，整车企业正在加速布局电动化，以大众为代表的车企巨头电动化平台车型将密集推出。大众提出截止至2029年：（1）规划推出75款纯电动车与60款混合动力车；（2）规划累计销售2600万辆纯电动车，其中约2,000万辆来自于MEB平台。大众MEB上海新能源工厂已于19年11月正式落成，首款车型有望在20年10月实现量产。

MEB平台即“电动车模块化平台”，是大众为了缩短新能源汽车的开发和生产周期、降低成本，打造的通用化零部件和总成生产平台，围绕电池组进行底盘和车身、动力传动单元和附属零件的架构，该平台具有极强的扩展性，可打造不同车身轴距。MEB电池包能量密度高但重量轻，其铝制材料可以采用方形模组和软包模组，热管理系统集成在电池包底部，且集成了监控每个模组的电压电流以及电池平衡的BMC（电池监测回路）以及CMC（动力电池单体控制），对电池PACK设备具有较高的要求。

MEB基础版电动车原材料成本约为15万元人民币，以至2025年累计销售600万辆测算，至2025年MEB电动车产业链市场空间达9,000亿，其中上海众源布局的空调管路属于热管理系统，以成本占比5-7%测算，大众MEB平台电动车热管理系统市场空间达450-630亿元。

至2025年，大众、奔驰、宝马等巨头将实现15-25%电动化率目标，全球电动化率有望提升至16-20%左右，而目前全球电动化率仅3%左右，电动化大趋势具备高确定性。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.39
一年最低/最高价	18.30/48.39
市净率(倍)	15.71
流通A股市值(百万元)	11950.57

基础数据

每股净资产(元)	3.08
资产负债率(%)	33.58
总股本(百万股)	252.93
流通A股(百万股)	246.96

相关研究

- 1、《克来机电 (603960): 业绩维持较快增长，产能瓶颈缓解+业务拓展带来弹性空间》2020-04-23
- 2、《克来机电 (603960): 中报业绩高增长，订单执行情况良好》2019-08-01
- 3、《克来机电 (603960): 深耕自动化设备领域，未来将受益于汽车电子发展》2019-05-22

电动汽车三电系统占比高，车身控制、车载系统均能实现电子化，纯电动车电子化率能够达到接近 70%，远高于传统燃油车，随着未来电动汽车销量快速释放，汽车电子渗透率也将提升，迎来需求长期景气。

■ 汽车行业投资有望跟随制造业回暖，公司扩产汽车电子自动化生产线或迎需求高峰

国内疫情已得到有效控制，制造业投资正在稳步复苏。统计局数据显示，7 月 PMI 数据 51.1，环比+0.2pct，连续 5 个月位于荣枯线以上；6 月工业机器人产量 2.08 万台，同比增长 29.2%，单月产量创历史新高，工业自动化基本面不断在改善。今年 Q1 受疫情影响汽车行业接近停摆，公司主要依靠快周转的口罩机设备订单支撑了业绩增长，Q2 汽车业务逐步恢复，我们预计随着制造业整体复苏，Q3 开始汽车行业投资也有望迎来回暖，公司 20H2 业绩增长有保障。

2019 年 12 月公司发行 1.8 亿可转债，募集资金全部用于智能制造生产线扩建项目，投产后公司将新增五大类柔性自动化生产线及新能源汽车驱动电机疲劳老化测试系统成套设备，将有效缓解产能瓶颈，预计为公司带来每年 2 亿的新增收入。本次扩产或迎需求大年，产能有望快速消化。

■ 盈利预测与投资评级

考虑到大众 MEB 上海工厂量产或将带动上海众源 CO2 空调管路放量，以及汽车行业投资整体回暖，汽车电子自动化需求有望景气，我们上调公司业绩预测，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.6/2.1/2.7 亿，对应 PE 分别为 79/59/45 倍，维持“增持”评级。

■ 风险提示：新业务拓展不及预期；下游汽车行业投资不及预期。

克来机电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	847	1205	1504	1996	营业收入	796	1097	1401	1752
现金	462	509	619	891	减:营业成本	561	743	940	1171
应收账款	160	300	384	480	营业税金及附加	5	6	8	10
存货	127	346	438	546	营业费用	8	10	13	16
其他流动资产	99	49	63	79	管理费用	49	129	161	196
非流动资产	399	484	564	542	财务费用	-0	2	1	-3
长期股权投资	1	1	1	1	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	166	236	314	323	加:投资净收益	-0	0	0	0
在建工程	18	35	41	12	其他收益	-37	3	3	3
无形资产	90	87	84	81	营业利润	137	209	281	365
其他非流动资产	125	125	125	125	加:营业外净收支	3	3	3	3
资产总计	1246	1689	2068	2538	利润总额	140	212	284	368
流动负债	357	640	803	994	减:所得税费用	16	24	33	43
短期借款	12	20	20	20	少数股东损益	24	32	43	55
应付账款	160	224	283	353	归属母公司净利润	100	155	209	270
其他流动负债	186	396	500	621	EBIT	181	211	282	362
非流动负债	145	145	145	145	EBITDA	207	235	314	400
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	145	145	145	145	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	503	785	949	1139	每股收益(元)	0.57	0.61	0.83	1.07
少数股东权益	137	166	204	254	每股净资产(元)	3.45	2.92	3.62	4.52
					发行在外股份(百万股)	176	253	253	253
归属母公司股东权益	606	738	915	1144	ROIC(%)	20.9%	23.1%	32.8%	39.2%
负债和股东权益	1246	1689	2068	2538	ROE(%)	16.5%	21.1%	22.8%	23.6%
					毛利率(%)	29.5%	32.2%	32.9%	33.1%
					销售净利率(%)	12.6%	14.2%	14.9%	15.4%
					资产负债率(%)	40.3%	46.5%	45.9%	44.9%
					收入增长率(%)	36.5%	37.7%	27.8%	25.0%
					净利润增长率(%)	53.5%	55.5%	34.3%	29.4%
					P/E	85.05	78.74	58.65	45.34
					P/B	14.03	16.58	13.37	10.70
					EV/EBITDA	43.45	55.54	42.02	33.46

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>