

中报业绩高增长，切入大众 MEB 产业链迎机遇

增持（维持）

2020 年 08 月 26 日

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

zhouers@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

事件：2020H1 公司实现营收 3.86 亿元（同比+10.79%），归母净利润 7111 万元（同比+54.76%），扣非归母净利润 6912 万元（同比+70.34%）。

投资要点

■ 受益于国六标准升级，2020H1 营收稳步增长

分业务来看，柔性自动化产线收入 1.8 亿，同比+1.27%；汽车发动机配套管路收入 2.0 亿，同比+20.88%，我们认为主要得益于 2020 年全国范围内实施国六排放标准，公司提前布局国六发动机配套高压燃油分配器及高压油管产品，产品单价有较大提升。2020H1 公司燃油分配器销量 124.66 万件（同比+10.68%）、燃油管销量 96.98 万件（同比+4.88%）、冷却水硬管销量 156.11 万件（同比-17.46%）。

■ 盈利能力明显提升，费用管控良好，净利润规模快速扩大

2020H1 综合毛利率为 34.8%，同比+6.1pct，大幅提升，主要系公司上半年销售的部分生产线毛利率较高及单价较高的国六发动机配套产品销售比重上升；净利率 21.3%，同比+5.5pct。上半年期间费用率为 10.8%，同比-0.7pct，费用控制良好，其中销售、管理（含研发）和财务费用率分别为 0.8%/10.9%/-0.9%，分别同比-0.2pct/+0.5pct/-1.1pct。毛利率显著提升叠加良好的费用管控，共同带动了公司上半年净利润的高速增长。

■ 加大新产品、新技术研发投入，新领域布局不断推进

2020H1 公司研发 2,148 万元，同比+18.85%，占收入 5.6%，同比+0.4 pct。主要系新产品、新技术领域的研发投入增加，主要研发项目包括国六 b 汽车发动机 EA888 高压燃油分配管制造及新能源车用 CO₂ 热泵组装项目、新能源车驱动电主轴总装及性能测试装备技术等。除传统汽车电子领域，公司还布局了包括 IGBT 模块封装技术、开拓新能源车汽车电子领域、拓展食品生产及食品包装领域等众多新业务，并且多数已形成订单。

2020H1，公司柔性自动化智能装备与工业机器人系统业务新签订单 1.38 亿元，同比有所下滑，主要系受疫情影响，客户订单有所推迟。考虑到公司不断推进新能源汽车电子、汽车内饰等新领域布局，我们认为公司未来增长仍有较强支撑。

■ 电动车智能产线及 CO₂ 热泵获突破，将受益于大众 MEB 放量

公司多款产品切入大众 MEB 产业链：电主轴装配及测试自动化生产线项目获得了上海大众 MEB 项目配套的业务合同，子公司上海众源 CO₂ 热泵已通过大众 MEB 的实验认证，并进入产能建设、筹备量产的阶段。

在全球电动化趋势高度确定的背景下，大众提出截止 2029 年，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。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，上海众源布局的 CO₂ 热泵属于热管理系统，热管理系统在整车成本占比约为 7%，其中 CO₂ 热泵成本占热管理系统比例约为 10%。目前新能源汽车中 CO₂ 热泵的装配率不足 5%，我们假设随着 CO₂ 热泵技术的成熟，其渗透率将会快速提升，据此测算，至 2025 年大众 MEB 平台电动车 CO₂ 热泵市场空间累计达 17 亿元。（具体测算过程见附表）

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.8（上调）/2.6（上调）/3.9（上调）亿，对应 PE 分别为 76/50/34 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	51.00
一年最低/最高价	18.30/54.90
市净率(倍)	17.29
流通 A 股市值(百万元)	13003.80

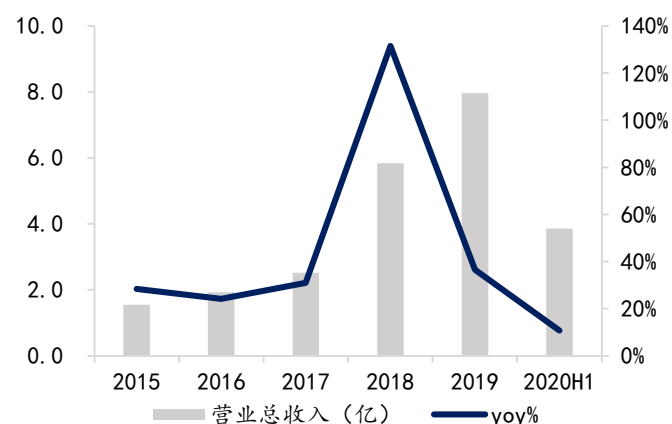
基础数据

每股净资产(元)	2.95
资产负债率(%)	28.72
总股本(百万股)	260.94
流通 A 股(百万股)	254.98

相关研究

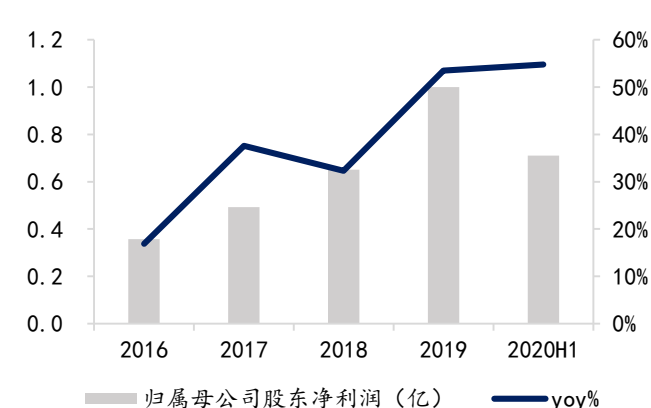
- 1、《克来机电（603960）：电动车热泵获突破，将受益于大众 MEB 放量》2020-08-06
- 2、《克来机电（603960）：业绩维持较快增长，产能瓶颈缓解+业务拓展带来弹性空间》2020-04-23
- 3、《克来机电（603960）：中报业绩高增长，订单执行情况良好》2019-08-01

图 1: 2020H1 公司实现营收 3.86 亿元, 同比+10.79%



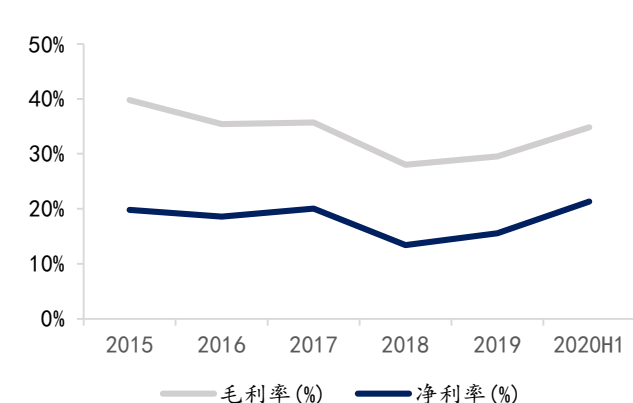
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2020H1 公司实现归母净利 7111 万元, 同比+54.76%



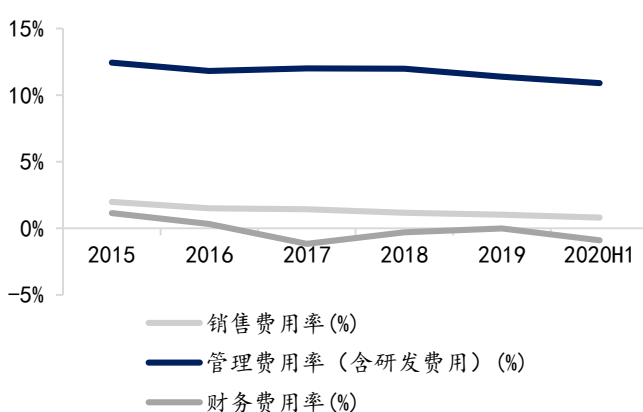
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 2020H1 公司盈利能力显著提升



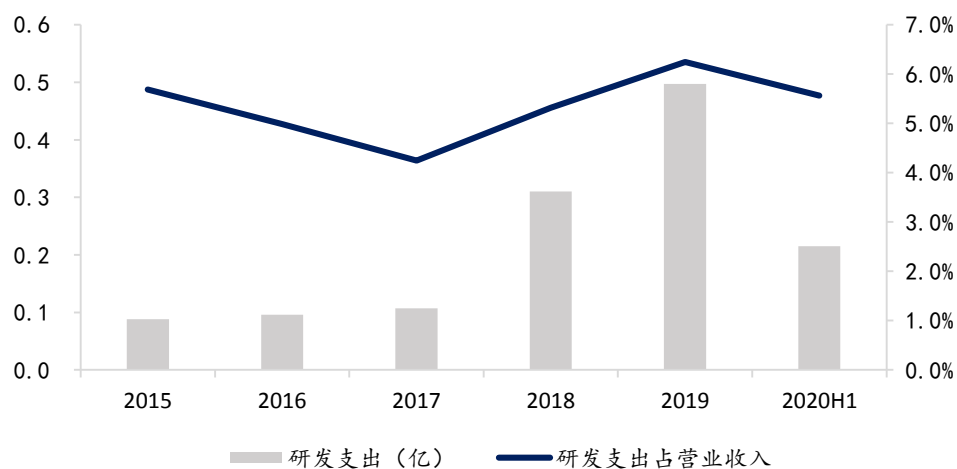
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 2020H1 公司费用控制管控良好



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 2020H1 公司研发费用率 5.6%，同比+0.4pct



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 大众 MEB 平台电动车 CO2 热泵市场空间测算

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
大众MEB平台电动车销售量(万台)(1)	10	46	82	118	154	190	250	315	385	450
大众MEB平台电动车单车成本(万元)(2)	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
热管理系统成本占比(3)	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
CO2热泵成本占热管理系统比重(4)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
CO2热泵单车价值量(元) (5)=(2)*(3)*(4)	1050	1050	1050	1050	1050	1050	1050	1050	1050	1050
CO2热泵渗透率(6)	5%	10%	15%	20%	30%	40%	60%	80%	90%	90%
配备CO2热泵的大众MEB平台电动车销售量 (万台)(7)=(1)*(6)	0.5	4.6	12.3	23.6	46.2	76	150	252	346.5	405
CO2热泵市场空间(亿元)(8)=(6)*(7)	0.1	0.5	1.3	2.5	4.9	8.0	15.8	26.5	36.4	42.5
累计市场空间(亿元)(9)=sum(8)	0.1	0.5	1.8	4.3	9.2	17.1	32.9	59.3	95.7	138.3

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

克来机电三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	847	1101	1570	2320	营业收入	796	1038	1492	2119
现金	462	457	650	1018	减:营业成本	561	672	953	1346
应收账款	160	284	409	580	营业税金及附加	5	5	7	11
存货	127	313	444	627	营业费用	8	8	12	17
其他流动资产	99	47	67	95	管理费用	49	122	172	236
非流动资产	399	552	591	567	财务费用	-0	-3	-5	-14
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	283	346	350	加:投资净收益	-0	0	0	0
在建工程	18	56	35	10	其他收益	-37	3	3	3
无形资产	90	87	84	81	营业利润	137	237	356	526
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	1652	2160	2888	利润总额	140	240	359	529
流动负债	357	582	818	1144	减:所得税费用	16	28	42	61
短期借款	12	20	20	20	少数股东损益	24	36	54	80
应付账款	160	202	287	406	归属母公司净利润	100	176	264	388
其他流动负债	186	360	510	718	EBIT	181	234	351	512
非流动负债	145	145	145	145	EBITDA	207	259	386	553
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	727	963	1289	每股收益(元)	0.57	0.67	1.01	1.49
少数股东权益	137	170	218	290	每股净资产(元)	3.45	2.89	3.75	5.02
					发行在外股份(百万股)	176	261	261	261
归属母公司股东权益	606	755	979	1309	ROIC(%)	20.9%	24.4%	37.8%	51.7%
负债和股东权益	1246	1652	2160	2888	ROE(%)	16.5%	23.3%	26.9%	29.7%
					毛利率(%)	29.5%	35.3%	36.1%	36.5%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	12.6%	16.9%	17.7%	18.3%
经营活动现金流	222	192	307	444	资产负债率(%)	40.3%	44.0%	44.6%	44.6%
投资活动现金流	-65	-178	-74	-17	收入增长率(%)	36.5%	30.4%	43.7%	42.0%
筹资活动现金流	133	-18	-40	-59	净利润增长率(%)	53.5%	75.8%	50.0%	47.3%
现金净增加额	290	-5	193	368	P/E	89.64	75.70	50.47	34.27
折旧和摊销	26	25	35	41	P/B	14.79	17.62	13.59	10.17
资本开支	-32	-178	-74	-17	EV/EBITDA	45.66	54.17	36.97	26.39
营运资本变动	53	-42	-41	-56					

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>