

计提减值导致盈利低于预期，预计新能源车热管理收入比重将快速提升



事件：公司发布 2020 年度业绩快报。

核心观点

- **计提减值叠加公允价值变动影响导致四季度盈利低于预期。**公司 2020 年全年营业收入 62.68 亿元，同比增长 13.53%；归母净利润 3.20 亿元，同比增长 0.89%。四季度，公司营业收入 17.59 亿元，环比上涨 17.39%，同比上涨 5.77%；归母净利润 0.42 亿元，同比下降 32.91%。受疫情影响，公司海外业务营收及利润同比下滑并对海外子公司计提资产减值损失，叠加公允价值变动损益同比减少，导致公司四季度归母净利润同比下降，全年归母净利润同比微增，和去年基本持平。
- **新能源车热管理产品及燃油车热交换产品需求向好，预计今年乘用车配套业务有望实现同比较高增长。**公司乘用车热交换器产品下游主要客户包含吉利汽车等，今年是吉利汽车新车周期年，随着吉利销售规模提升，公司乘用车配套业务有望实现较高增长。2020 年公司获得北美某新能源车换热模块、曼胡（配套雷诺）水空中冷器、长安冷却风扇总成、吉利戴姆勒 SMRT 平台热泵空调、纳威斯达重卡冷却模块等合计 106 个新项目定点，订单的逐步实现，预计今年新能源车热管理收入比重将快速提升。
- **预计今年 EGR 尾气后处理业务仍将保持稳定增长。**2021 年 7 月 1 日重卡排放升级要切换成国六标准，公司在重卡 EGR 产品市场份额较高，将继续受益于重卡排放标准的升级。2020 年公司获得约翰迪尔柴油机 EGR、吉利汽油机 EGR、戴姆勒扶桑 DPF 等项目，随着今年国六标准的稳步推进，公司尾气处理产品渗透率将继续提高，其盈利比重有望继续提升。

财务预测与投资建议：略调整收入预测，预测 2020-2022 年 EPS0.41、0.56、0.68 元（原 0.48、0.59、0.70 元），可比公司为汽车热交换器及新能源车产业链相关公司，可比公司 21 年 PE 平均估值 30 倍，目标价 16.8 元，维持买入评级。

风险提示：尾气后处理配套量低于预期、新能源车热管理系统配套量低于预期、热交换器配套量低于预期。

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年02月26日)	11.41元
目标价格	16.80元
52周最高价/最低价	15.77/7.78元
总股本/流通A股(万股)	79,210/75,765
A股市值(百万元)	9,038
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021年02月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.99	-1.47	-1.81	0.83
相对表现	2.44	-0.07	-9.87	-7.72
沪深300	-5.43	-1.4	8.06	8.55



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,019	5,521	6,264	7,437	8,345
同比增长(%)	16.1%	10.0%	13.5%	18.7%	12.2%
营业利润(百万元)	450	400	418	575	698
同比增长(%)	10.7%	-11.0%	4.4%	37.6%	21.3%
归属母公司净利润(百万元)	349	318	324	446	541
同比增长(%)	12.3%	-9.0%	2.1%	37.5%	21.3%
每股收益(元)	0.44	0.40	0.41	0.56	0.68
毛利率(%)	25.5%	24.1%	24.1%	24.5%	24.9%
净利率(%)	7.0%	5.8%	5.2%	6.0%	6.5%
净资产收益率(%)	10.0%	8.7%	8.3%	10.5%	11.6%
市盈率	25.9	28.4	27.9	20.3	16.7
市净率	2.5	2.4	2.2	2.0	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

相关报告

- 拟实施二期员工持股计划，彰显对未来发展信心 2020-12-22
- 业绩符合预期，新客户及新订单有望保障盈利增长 2020-10-29
- 2 季度扣非净利润实现高增长，持续获得新 2020-08-15

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。能源热管理订单
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2021年2月26日	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
三花智控	002050	24.18	0.40	0.42	0.55	0.65	61.11	56.99	44.20	37.11
旭升股份	603305	33.87	0.46	0.71	1.00	1.34	73.30	47.46	33.95	25.22
拓普集团	601689	37.36	0.43	0.58	0.94	1.25	86.40	64.41	39.82	29.83
保隆科技	603197	24.66	1.06	1.24	1.58	2.00	23.37	19.88	15.65	12.33
新泉股份	603179	28.05	0.50	0.69	0.97	1.27	56.31	40.93	28.90	22.11
腾龙股份	603158	17.04	0.56	0.82	0.97	1.05	30.31	20.78	17.57	16.23
	调整后平均						55.26	41.54	30.06	23.35

资料来源：Wind 一致预期、东方证券研究所

表 2：盈利预测对比表

	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,115	7,297	8,098	6,264	7,437	8,345
变动幅度				2.4%	1.9%	3.1%
营业成本（百万元）	4,623	5,505	6,083	4,751	5,614	6,271
变动幅度				2.8%	2.0%	3.1%
销售费用（百万元）	306	365	405	313	372	417
变动幅度				2.3%	1.9%	3.0%
管理费用（百万元）	673	803	891	752	852	951
变动幅度				11.7%	6.1%	6.7%
财务费用（百万元）	88	87	77	91	94	81
变动幅度				3.4%	8.0%	5.2%
投资收益（百万元）	30	40	40	30	40	40
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
营业利润（百万元）	490	606	718	418	575	698
变动幅度				-14.7%	-5.1%	-2.8%
利润总额（百万元）	491	607	719	419	576	699
变动幅度				-14.7%	-5.1%	-2.8%
净利润（百万元）	417	516	611	356	490	594
变动幅度				-14.6%	-5.0%	-2.8%
归属于母公司净利润（百万元）	380	470	556	324	446	541
变动幅度				-14.7%	-5.1%	-2.7%
每股收益（元）	0.48	0.59	0.70	0.41	0.56	0.68
变动幅度				-14.6%	-5.1%	-2.9%
毛利率	24.4%	24.6%	24.9%	24.2%	24.5%	24.9%
变动幅度				-0.2%	0.0%	0.0%
净利率	6.2%	6.4%	6.9%	5.2%	6.0%	6.5%
变动幅度				-1.0%	-0.4%	-0.4%

资料来源：WIND、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	508	605	626	744	1,105	营业收入	5,019	5,521	6,264	7,437	8,345
应收账款	1,651	1,932	2,106	2,516	2,850	营业成本	3,738	4,189	4,751	5,614	6,271
预付账款	32	39	39	49	55	营业税金及附加	30	28	38	45	50
存货	890	966	1,330	1,460	1,611	营业费用	237	292	313	372	417
其他	1,240	1,255	1,476	1,511	1,454	管理费用	532	619	752	852	951
流动资产合计	4,321	4,796	5,578	6,279	7,076	财务费用	54	72	91	94	81
长期股权投资	314	364	317	332	338	资产减值损失	41	45	11	7	8
固定资产	1,846	1,987	2,046	2,075	2,088	公允价值变动收益	0	59	40	40	50
在建工程	238	206	248	269	279	投资净收益	40	76	30	40	40
无形资产	433	456	433	410	387	其他	23	(9)	41	41	41
其他	707	615	505	502	499	营业利润	450	400	418	575	698
非流动资产合计	3,538	3,628	3,549	3,588	3,591	营业外收入	15	3	5	5	5
资产总计	7,859	8,424	9,127	9,868	10,667	营业外支出	3	4	4	4	4
短期借款	1,229	1,156	1,268	1,198	1,040	利润总额	462	400	419	576	699
应付账款	1,486	1,692	1,965	2,274	2,555	所得税	63	50	63	86	105
其他	764	1,110	1,143	1,220	1,391	净利润	398	349	356	490	594
流动负债合计	3,479	3,958	4,376	4,692	4,986	少数股东损益	49	32	32	44	53
长期借款	182	211	211	211	211	归属于母公司净利润	349	318	324	446	541
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.44	0.40	0.41	0.56	0.68
其他	101	171	112	112	112						
非流动负债合计	283	383	324	324	324	主要财务比率					
负债合计	3,762	4,340	4,700	5,016	5,310		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	491	354	386	430	484	成长能力					
股本	801	792	792	792	792	营业收入	16.1%	10.0%	13.5%	18.7%	12.2%
资本公积	1,073	932	982	982	982	营业利润	10.7%	-11.0%	4.4%	37.6%	21.3%
留存收益	1,700	2,042	2,303	2,684	3,135	归属于母公司净利润	12.3%	-9.0%	2.1%	37.5%	21.3%
其他	31	(37)	(37)	(37)	(37)	获利能力					
股东权益合计	4,097	4,084	4,427	4,852	5,357	毛利率	25.5%	24.1%	24.1%	24.5%	24.9%
负债和股东权益总计	7,859	8,424	9,127	9,868	10,667	净利率	7.0%	5.8%	5.2%	6.0%	6.5%
						ROE	10.0%	8.7%	8.3%	10.5%	11.6%
						ROIC	8.6%	7.5%	7.5%	9.1%	10.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	47.9%	51.5%	51.5%	50.8%	49.8%
净利润	398	349	356	490	594	净负债率	23.4%	19.1%	23.9%	15.6%	4.7%
折旧摊销	215	241	239	265	293	流动比率	1.24	1.21	1.27	1.34	1.42
财务费用	54	72	91	94	81	速动比率	0.97	0.96	0.96	1.01	1.08
投资损失	(40)	(76)	(30)	(40)	(40)	营运能力					
营运资金变动	(223)	981	(1,104)	(88)	(3)	应收账款周转率	3.3	3.1	3.1	3.2	3.1
其它	(100)	(879)	70	(33)	(42)	存货周转率	4.3	4.3	4.0	3.8	3.9
经营活动现金流	305	689	(378)	688	883	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
资本支出	(620)	(339)	(290)	(290)	(290)	每股指标(元)					
长期投资	57	210	47	(15)	(6)	每股收益	0.44	0.40	0.41	0.56	0.68
其他	24	(84)	489	80	90	每股经营现金流	0.38	0.87	-0.48	0.87	1.11
投资活动现金流	(539)	(213)	246	(224)	(206)	每股净资产	4.55	4.71	5.10	5.58	6.15
债权融资	(458)	(10)	195	(117)	13	估值比率					
股权融资	0	(110)	0	0	0	市盈率	25.9	28.4	27.9	20.3	16.7
其他	878	(291)	(42)	(229)	(329)	市净率	2.5	2.4	2.2	2.0	1.9
筹资活动现金流	420	(410)	153	(346)	(316)	EV/EBITDA	13.0	13.1	12.5	10.0	8.7
汇率变动影响	2	1	0	0	0	EV/EBIT	18.6	19.8	18.4	14.0	12.0
现金净增加额	188	66	22	117	361						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn