

业绩符合预期，新能源车业务盈利比重明显提升

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **2020年业绩符合预期，2021年一季度明显转好。**2020年营业收入121.10亿元，同比增长7.3%，归母净利润14.62亿元，同比增长2.9%，扣非归母净利润12.71亿元，同比下滑5.97%；四季度营业收入35.17亿元，同比增长31.9%，归母净利润3.70亿元，同比微增1.4%，扣非后净利润3.13亿元，同比增长4.3%。2021年一季度归母净利润3.17-3.80亿元，同比增长50%-80%。2021年一季度产销两旺促使归母净利同比高增长。2020年拟向股东分红每股0.25元。
- **毛利率基本持平，费用率略有上升。**2020年毛利率29.8%，同比上升0.2个百分点，四季度毛利率32.5%，同比提升0.2个百分点，环比提升2.4个百分点。全年期间费用率同比上升1.5个百分点，主要是管理费用率提升1个百分点，财务费用率提升1.1个百分点。2020年资产减值损失0.59亿元，四季度资产减值损失0.52亿元计提较多，主要是存货跌价损失及合同履约成本减值损失。全年经营活动现金流净额20.87亿元，同比增长9.85%。
- **汽车零部件业务加强配套并持续扩产，新能源车发展带动收入提升。**汽车零部件业务收入24.69亿元，同比增长49.57%，占营业收入比重20.39%，同比增加5.8个百分点，净利润3.32亿元，同比增长13.58%。汽车零部件业务配套新能源车收入占比61%，同比提升16.7个百分点。公司由汽车零部件切入并逐渐向组件和子系统发展，已成为法雷奥、大众等客户合作伙伴。墨西哥工厂实现产能爬坡，绍兴滨海厂区稳步扩建，扩产并拓展客户有望带动收入持续提升。
- **制冷空调业务短期承压，疫情缓解后需求逐步复苏。**2020年制冷空调电器零部件业务收入96.41亿元，同比微增0.04%，占营业收入比重79.61%，净利润11.3亿元同比持平。年内公司对亚威科业务进行整合管理，扭转其整体亏损局面，越南工厂建设取得成效，预计随疫情缓解需求逐步复苏。

财务预测与投资建议：略调整收入及毛利率，预测2021-2023年EPS0.54、0.63、0.72元（原21-22年0.48、0.54元），可比公司为新能源及家电公司，可比公司21年PE平均估值47倍，目标价25.38元，维持买入评级。

风险提示：新能源车热管理配套、家电制冷配套量低于预期、微通道和亚威科业务低于预期，影响盈利增长；原材料上涨超预期及汇率波动的风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,287	12,110	14,011	16,432	18,519
同比增长(%)	4.2%	7.3%	15.7%	17.3%	12.7%
营业利润(百万元)	1,664	1,702	2,298	2,687	3,074
同比增长(%)	7.6%	2.3%	35.1%	16.9%	14.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,421	1,462	1,936	2,264	2,590
同比增长(%)	10.0%	2.9%	32.4%	16.9%	14.4%
每股收益(元)	0.40	0.41	0.54	0.63	0.72
毛利率(%)	29.6%	29.8%	30.7%	31.2%	31.4%
净利率(%)	12.6%	12.1%	13.8%	13.8%	14.0%
净资产收益率(%)	15.9%	15.1%	18.0%	18.9%	19.7%
市盈率	53.5	52.0	39.2	33.6	29.3
市净率	8.2	7.6	6.7	6.1	5.5

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。

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。

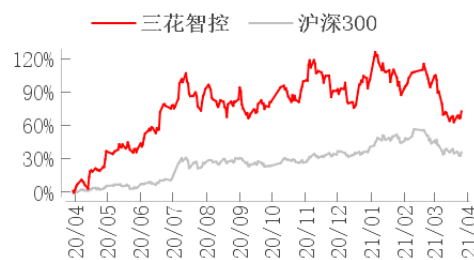
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月26日)	21.16元
目标价格	25.38元
52周最高价/最低价	28.15/11.6元
总股本/流通A股(万股)	359,160/352,028
A股市值(百万元)	75,998
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021年03月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.91	-12.49	-15.53	72.51
相对表现	8.17	-10.27	-22.92	51.85
沪深300	-2.26	-2.22	7.39	20.66



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

相关报告

业绩符合预期，拓展新客户及新项目达产有望增厚盈利	2020-10-20
业绩符合预期，新能源车热管理盈利比重快速提升	2020-08-12
业绩符合预期，汽车零部件保持较高增长	2020-04-29

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3月26日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
中科三环	000970	9.66	0.12	0.22	0.27	79.57	43.05	36.45
宁德时代	300750	313.62	2.33	3.79	5.09	134.33	82.67	61.58
苏泊尔	002032	69.65	2.26	2.60	2.95	30.82	26.79	23.62
赣锋锂业	002460	99.90	0.71	1.30	1.93	140.33	76.88	51.78
旭升股份	603305	31.35	0.74	1.13	1.52	42.11	27.83	20.59
克来机电	603960	29.94	0.56	0.74	0.98	53.73	40.33	30.69
	调整后平均					77.44	47.02	35.64

资料来源：WIND、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）	12,605	13,594	14,492	12,110	14,011	16,432
变动幅度				-3.9%	3.1%	13.4%
营业成本（百万元）	8,959	9,578	10,129	8,500	9,706	11,297
变动幅度				-5.1%	1.3%	11.5%
销售费用（百万元）	630	680	725	603	701	822
变动幅度				-4.3%	3.1%	13.4%
管理费用（百万元）	1160	1251	1333	1282	1401	1676
变动幅度				10.5%	12.0%	25.7%
财务费用（百万元）	88	89	93	129	125	136
变动幅度				46.6%	40.4%	46.2%
投资收益（百万元）	30	40	50	89	100	100
变动幅度				196.7%	150.0%	100.0%
营业利润（百万元）	1830	2058	2287	1702	2298	2687
变动幅度				-7.0%	11.7%	17.5%
利润总额（百万元）	1827	2065	2299	1692	2296	2685
变动幅度				-7.4%	11.2%	16.8%
净利润（百万元）	1553	1755	1954	1473	1952	2283
变动幅度				-5.2%	11.2%	16.8%
归属于母公司净利润（百万元）	1538	1738	1935	1462	1936	2264
变动幅度				-4.9%	11.4%	17.0%
每股收益（元）	0.43	0.48	0.54	0.41	0.54	0.63
变动幅度				-4.7%	12.5%	16.7%
毛利率	28.9%	29.5%	30.1%	29.8%	30.7%	31.3%
变动幅度				0.9%	1.2%	1.1%
净利率	12.2%	12.8%	13.4%	12.1%	13.8%	13.8%
变动幅度				-0.1%	1.0%	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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,664	3,490	4,219	5,001	5,522	营业收入	11,287	12,110	14,011	16,432	18,519
应收票据、账款及款项融资	3,968	4,680	5,324	6,244	7,037	营业成本	7,947	8,500	9,706	11,297	12,703
预付账款	63	69	84	99	111	营业税金及附加	92	78	91	107	120
存货	2,181	2,308	2,621	3,050	3,430	营业费用	589	603	701	822	926
其他	1,175	1,038	1,625	1,201	1,301	管理费用及研发费用	1,128	1,282	1,401	1,676	1,870
流动资产合计	10,051	11,584	13,872	15,595	17,401	财务费用	(8)	129	125	136	121
长期股权投资	15	15	15	15	15	资产、信用减值损失	31	87	9	18	16
固定资产	3,380	3,839	3,995	4,041	4,018	公允价值变动收益	28	32	40	30	30
在建工程	481	629	493	425	391	投资净收益	25	89	100	100	100
无形资产	526	508	481	454	428	其他	102	151	181	181	181
其他	338	457	72	63	55	营业利润	1,664	1,702	2,298	2,687	3,074
非流动资产合计	4,739	5,448	5,056	4,998	4,907	营业外收入	7	5	8	8	8
资产总计	14,790	17,033	18,928	20,593	22,308	营业外支出	8	15	10	10	10
短期借款	1,296	383	928	869	727	利润总额	1,663	1,692	2,296	2,685	3,072
应付票据及应付账款	2,718	3,518	3,882	4,519	5,081	所得税	229	219	344	403	461
其他	694	826	821	778	811	净利润	1,434	1,473	1,952	2,283	2,611
流动负债合计	4,708	4,728	5,632	6,166	6,619	少数股东损益	13	11	16	18	21
长期借款	393	1,708	1,708	1,708	1,708	归属于母公司净利润	1,421	1,462	1,936	2,264	2,590
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.40	0.41	0.54	0.63	0.72
其他	324	444	90	90	90						
非流动负债合计	716	2,152	1,798	1,798	1,798	主要财务比率					
负债合计	5,425	6,880	7,430	7,964	8,417		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	74	88	104	122	143	成长能力					
实收资本(或股本)	2,766	3,592	3,592	3,592	3,592	营业收入	4.2%	7.3%	15.7%	17.3%	12.7%
资本公积	727	34	315	315	315	营业利润	7.6%	2.3%	35.1%	16.9%	14.4%
留存收益	5,838	6,529	7,567	8,670	9,901	归属于母公司净利润	10.0%	2.9%	32.4%	16.9%	14.4%
其他	(39)	(90)	(80)	(70)	(60)	获利能力					
股东权益合计	9,365	10,153	11,498	12,629	13,891	毛利率	29.6%	29.8%	30.7%	31.2%	31.4%
负债和股东权益总计	14,790	17,033	18,928	20,593	22,308	净利率	12.6%	12.1%	13.8%	13.8%	14.0%
						ROE	15.9%	15.1%	18.0%	18.9%	19.7%
						ROIC	13.1%	13.5%	15.4%	16.1%	17.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,434	1,473	1,952	2,283	2,611	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	332	384	374	412	446	流动比率	2.13	2.45	2.46	2.53	2.63
财务费用	(8)	129	125	136	121	速动比率	1.65	1.94	1.98	2.01	2.09
投资损失	(25)	(89)	(100)	(100)	(100)	营运能力					
营运资金变动	1,941	75	(1,362)	(296)	(702)	应收账款周转率	6.1	5.7	5.6	5.7	5.6
其它	(1,774)	116	16	(2)	(4)	存货周转率	3.6	3.6	3.8	3.8	3.8
经营活动现金流	1,900	2,087	1,005	2,432	2,371	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
资本支出	(602)	(962)	(357)	(357)	(357)	每股指标(元)					
长期投资	0	16	(12)	2	2	每股收益	0.40	0.41	0.54	0.63	0.72
其他	825	151	140	130	130	每股经营现金流	0.69	0.58	0.28	0.68	0.66
投资活动现金流	223	(795)	(229)	(224)	(224)	每股净资产	2.59	2.80	3.17	3.48	3.83
债权融资	(25)	1,218	149	(68)	(4)	估值比率					
股权融资	(224)	133	281	0	0	市盈率	53.5	52.0	39.2	33.6	29.3
其他	(485)	(1,746)	(479)	(1,356)	(1,621)	市净率	8.2	7.6	6.7	6.1	5.5
筹资活动现金流	(734)	(396)	(48)	(1,425)	(1,626)	EV/EBITDA	37.2	33.4	26.4	22.9	20.3
汇率变动影响	(0)	(50)	-0	-0	-0	EV/EBIT	44.7	40.4	30.5	26.2	23.2
现金净增加额	1,389	846	729	783	521						

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