

# 克来机电 (603960)

公司研究/点评报告

## 盈利能力持续改善，热管理产品进展顺利

—克来机电 2020 年年报&2021 年一季报点评

点评报告/机械

2021 年 04 月 29 日

### 一、事件概述

2021 年 4 月 27 日公司发布 2020 年年报和 2021 年一季报，2020 年公司实现营收 7.66 亿元，同比下降 3.8%，实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长 29.2%；2021 年一季度，公司实现营业收入 1.33 亿元，同比下降 20.7%，实现归母净利润 0.23 亿元，同比下降 21.0%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 一季度业绩承压，下半年恢复可期

公司一季度业绩下滑的原因主要包括：1) 下游包括大众在内的部分车企产量同比减少；2) 由于公司的收入确认机制原因，去年一季度业绩基数较高，和其他行业有所不同；3) 自动化设备业务受到海外一级供应商同比减产的影响，去年订单受到影响。我们认为，下半年汽零业务随着下游大众产量逐步恢复正常化，分配器和燃油车管路出货量有望逐步回暖，新能源车产品有望贡献收入；自动化业务一季度新增订单饱满，2020 年下半年订单将逐步确认收入。综合来看，公司一季度承压，但是下半年拐点的确定性高，盈利能力有望随着国六 B 产品以及二氧化碳产品的放量，持续改善。

#### ➤ 负债率持续降低，盈利能力改善可期

公司的资产负债率从 2020 年末的 17.8% 下降到 13.3%，剩下的部分负债还包括部分应付账款，负债率持续降低。应收账款一季度出现增加，主要是由于公司短期对下游供应商的付款方式做出部分让步，二季度行业回暖之后，将逐步回归正常化，现金流情况有望持续改善。

2020 年公司汽零业务的毛利率提升到 28%，相比 2019 年同期增加 5 个百分点以上，主要由于国六分配器以及高压油管的渗透率逐步提升，高毛利率产品对原有低毛利率产品的迭代是盈利能力改善的重要原因。2021 年下半年，二氧化碳冷媒的热管理系统中的管路系统产品有望贡献收入，并且明年在大众 MEB 车型逐步放量过程中，二氧化碳管路的收入有望保持高增长，成为公司主要的收入增长点，并持续改善公司盈利能力

#### ➤ CO2 管路下半年有望贡献收入，阀类产品拓展顺利

公司 CO2 管路系统有望开始高增长，成为公司增长的主要驱动因素。此外公司阀类产品也已经于去年送样，目前进展速度符合预期，有望在 2022 年开始定点供货，公司在新能源车热管理系统中的单车价值量有望随着产品线的拓展而提升。目前宣布批量使用二氧化碳为冷媒的热管理系统的主要仍是大众的车型，但是未来包括国内自主品牌和国际车企都有望逐步开始部分采用二氧化碳为冷媒的热管理系统，市场空间和渗透率都有望加速提升，公司长期成长性可期。

### 三、投资建议

预计 2021-2023 年，公司实现营业收入 10.9/14.4/20.0 亿元，实现归母净利润 2.0/2.5/3.5 亿元，当前股价对应 PE 为 36/29/20 倍，由于公司未来核心增长业务为新能源车热管理系统产品，高增长确定性较高，综合估值中枢在 45 倍左右，公司估值仍有较大提升空间，维持“推荐”评级。

**推荐** 维持评级

当前价格： 27.2 元

交易数据 2021-4-28

近 12 个月最高/最低(元)	54.0/21.99
总股本(百万股)	261
流通股本(百万股)	257
流通股比例(%)	98.59
总市值(亿元)	71
流通市值(亿元)	70

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：关启亮

执业证号： S0100521020001  
电话： 021-60876757  
邮箱： guanqiliang@mszq.com

#### 分析师：徐昊

执业证号： S0100520090001  
电话： 021-60876739  
邮箱： xuhao\_yj@mszq.com

#### 相关研究

1. 克来机电 2020 年中报点评:业绩持续高增长，深度布局优质赛道
2. 克来机电(603960):受益汽车电子高增长，发力博世全球业务

#### 四、风险提示：

新能源汽车销量不及预期，二氧化碳冷媒的热管理系统渗透率不及预期，下游产量恢复不及预期。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	766	1,091	1,438	1,997
增长率（%）	-3.8%	42.3%	31.8%	38.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	129	197	248	347
增长率（%）	29.2%	52.8%	25.8%	39.8%
每股收益（元）	0.50	0.76	0.95	1.33
PE（现价）	57.04	37.33	29.68	21.23
PB	12.80	6.15	5.06	4.06

资料来源：克来机电公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	766	1,091	1,438	1,997
营业成本	520	718	966	1,335
营业税金及附加	4	6	8	11
销售费用	7	9	12	17
管理费用	43	58	76	106
研发费用	44	59	75	110
EBIT	148	240	300	417
财务费用	-7	2	3	4
资产减值损失	-2	-5	-5	-5
投资收益	0	0	0	0
营业利润	160	249	314	438
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	163	249	314	438
所得税	21	32	40	56
净利润	142	217	274	383
归属于母公司净利润	129	197	248	347
EBITDA	177	265	320	438
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	501	577	618	591
应收账款及票据	127	134	158	202
预付款项	8	3	3	4
存货	90	143	180	257
其他流动资产	74	116	152	191
流动资产合计	801	973	1,110	1,245
长期股权投资	0	5	10	15
固定资产	161	598	1,113	1,794
无形资产	82	65	52	39
非流动资产合计	423	886	1,431	2,142
资产合计	1,225	1,860	2,541	3,387
短期借款	15	15	15	15
应付账款及票据	128	197	265	366
其他流动负债	73	122	162	224
流动负债合计	217	334	442	605
长期借款	0	300	600	900
其他长期负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	301	601	901
负债合计	218	635	1,043	1,507
股本	261	261	261	261
少数股东权益	50	70	95	131
股东权益合计	1,007	1,224	1,498	1,880
负债和股东权益合计	1,225	1,860	2,541	3,387

资料来源: 克来机电公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-3.8%	42.3%	31.8%	38.9%
EBIT 增长率	12.7%	61.6%	25.1%	39.1%
净利润增长率	29.2%	52.8%	25.8%	39.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	32.2%	34.1%	32.8%	33.1%
净利润率	18.6%	19.9%	19.0%	19.2%
总资产收益率 ROA	10.5%	10.6%	9.8%	10.3%
净资产收益率 ROE	13.5%	17.1%	17.7%	19.8%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.70	2.91	2.51	2.06
速动比率	3.22	2.48	2.10	1.63
现金比率	2.31	1.73	1.40	0.98
资产负债率	17.8%	34.2%	41.1%	44.5%
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	60.71	45.00	40.00	37.00
存货周转天数	63.08	72.77	67.93	70.35
总资产周转率	0.63	0.59	0.57	0.59
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.50	0.76	0.95	1.33
每股净资产	3.67	4.42	5.37	6.71
每股经营现金流	0.64	1.03	1.19	1.57
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	57.04	37.33	29.68	21.23
PB	12.80	6.15	5.06	4.06
EV/EBITDA	66.39	25.78	22.19	16.95
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	142	217	274	383
折旧和摊销	29	25	20	21
营运资金变动	-4	21	12	1
经营活动现金流	168	269	310	409
资本开支	-60	-488	-564	-732
投资	-44	-5	-5	-5
投资活动现金流	-104	-493	-569	-736
股权募资	50	0	0	0
债务募资	15	300	300	300
筹资活动现金流	-24	300	300	300
现金净流量	40	76	41	-28

## 分析师简介

**关启亮**，六年证券基金从业经历，主要覆盖工程机械、光伏设备、锂电设备等领域，暨南大学应用统计硕士，2020年加盟民生证券。

**徐昊**，机械行业分析师，四年券商行研经历，主要覆盖锂电设备、工程机械、通用设备等领域，英国纽卡斯尔大学硕士，2020年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。