

业绩符合预期，产品结构改善促进毛利率提高

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **2020年业绩符合预期。**2020年营业收入7.66亿元，同比下降3.8%，归母净利润1.29亿元，同比增长29.2%，扣非归母净利润1.27亿元，同比增长35.2%；四季度营业收入1.95亿元，同比下降17.2%，归母净利润0.33亿元，同比增长10.3%，扣非后归母净利润0.32亿元，同比增长10.7%。2020年业绩增长系公司盈利能力增强及收购克来凯盈少数股权等综合影响。2020年拟向股东分红每股0.149元。
- **毛利率同比提升，费用率下降。**全年毛利率32.2%，同比提升2.6个百分点，系公司推出毛利率更高的国六发动机配套产品。四季度毛利率29.8%，同比下降0.8个百分点，环比提升0.7个百分点。全年期间费用率同比下降1.1个百分点，主要是财务费用率下降0.9个百分点，系存款利息增加及借款利息减少。全年经营活动现金流净额1.68亿元，同比降低24.6%，系部分款项2019年底收到使本年收入利润不同步、承接订单陆续开工导致。
- **积极拓展新能源汽车产品及客户，带动业绩稳步提升。**公司积极拓展新能源汽车相关产品及客户，2020年成功开发新能源车用电机定子、控制器等智能制造产品，应用于联合汽车电子、车和家、天际等；全面掌握新能源车用驱动电机控制器和充电逆变器工艺技术，开拓伊顿、上海金脉电子等优质客户；新能源热管理方面，电池包机器人搬运、电池冷却管冲压成型测试等均有良好起步并实现供货。新产品及新客户有望带动新能源汽车业绩高速增长。
- **填补国内热泵空调管路领域产品空白，有望成为新增长点。**子公司上海众源组建了专业化发动机配套管路研发团队，研发的二氧化碳高压管路系统填补国内市场空白，产品已通过大众MEB平台实验认证并进入筹备量产阶段，预计还将向更多品牌车企积极推广，有望成为新增长点。

财务预测与投资建议：调整收入及毛利率，预测公司2021-2023年EPS分别为0.70、0.95、1.17元（原21-22为0.86、1.17元），可比公司为机械设备、新能源车产业链及汽车零部件相关公司，可比公司21年PE平均估值53倍，给予公司21年53倍估值，对应目标价为37.1元，维持买入评级。

风险提示：众源汽车零部件配套量低于预期、汽车自动化设备配套量低于预期、热泵空调管路配套量低于预期。

公司主要财务信息

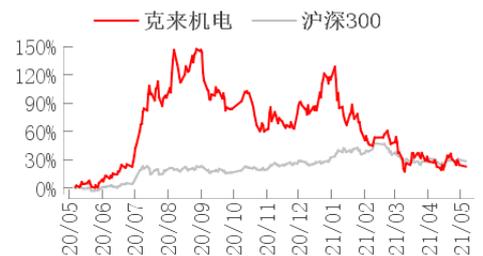
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	796	766	1,076	1,470	1,802
同比增长(%)	36.5%	-3.8%	40.5%	36.6%	22.6%
营业利润(百万元)	137	160	225	307	382
同比增长(%)	58.3%	17.2%	40.8%	36.3%	24.4%
归属母公司净利润(百万元)	100	129	182	249	307
同比增长(%)	53.5%	29.2%	40.5%	37.0%	23.3%
每股收益(元)	0.38	0.50	0.70	0.95	1.17
毛利率(%)	29.5%	32.2%	32.7%	33.1%	33.4%
净利率(%)	12.6%	16.9%	16.9%	16.9%	17.0%
净资产收益率(%)	18.3%	16.5%	17.7%	20.9%	21.8%
市盈率	71.0	54.9	39.1	28.6	23.2
市净率	11.7	7.4	6.5	5.5	4.7

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。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年05月06日)	26.81元
目标价格	37.1元
52周最高价/最低价	55.55/21.32元
总股本/流通A股(万股)	26,094/25,726
A股市值(百万元)	6,996
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021年05月07日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.67	-3.39	-15.93	22.93
相对表现	-1.4	-2.35	-13.71	4.29
沪深300	-2.27	-1.04	-2.22	18.64



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

- 前3季度毛利率改善明显，预计热泵空调管路仍是盈利增长点 2020-11-04
- 毛利率明显提升，热泵空调管路将打开盈利增长空间 2020-08-25
- 自动化设备及众源业务稳定增长，热泵空调管路提供成长空间 2020-07-22

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。

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5月6日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
拓普集团	601689	34.70	0.57	1.12	1.46	60.88	30.90	23.79
机器人	300024	9.66	(0.25)	0.23	0.22	(38.09)	42.00	44.93
华峰测控	688200	310.00	3.26	4.96	6.81	95.22	62.49	45.53
赣锋锂业	002460	108.61	0.76	1.54	2.08	143.72	70.75	52.19
埃斯顿	002747	31.81	0.15	0.29	0.42	208.59	108.09	76.17
三花智控	002050	21.10	0.41	0.55	0.67	51.83	38.60	31.72
	调整后平均					87.91	53.46	43.59

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		
	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	959	1,354	1,735	766	1,076	1,470
<i>变动幅度</i>				-20.1%	-20.5%	-15.3%
营业成本（百万元）	655	918	1,175	520	724	984
<i>变动幅度</i>				-20.6%	-21.1%	-16.3%
销售费用（百万元）	10	14	17	7	11	15
<i>变动幅度</i>				-30.0%	-21.4%	-11.8%
管理费用（百万元）	112	156	185	87	122	166
<i>变动幅度</i>				-22.3%	-21.8%	-10.3%
财务费用（百万元）	2	-2	-4	-7	-2	2
<i>变动幅度</i>				-450.0%	0.0%	150.0%
投资收益（百万元）	0	0	0	0	1	1
<i>变动幅度</i>				-	-	-
营业利润（百万元）	181	265	355	160	225	307
<i>变动幅度</i>				-11.6%	-15.1%	-13.5%
利润总额（百万元）	190	274	370	163	235	321
<i>变动幅度</i>				-14.2%	-14.2%	-13.2%
所得税（百万元）	27	38	52	21	35	48
<i>变动幅度</i>				-22.2%	-7.9%	-7.7%
净利润（百万元）	164	236	318	142	199	273
<i>变动幅度</i>				-13.4%	-15.7%	-14.2%
归属于母公司净利润（百万元）	145	224	305	129	182	249
<i>变动幅度</i>				-11.0%	-18.8%	-18.4%
每股收益（元）	0.56	0.86	1.17	0.50	0.70	0.95
<i>变动幅度</i>				-10.7%	-18.6%	-18.8%
毛利率	31.7%	32.2%	32.3%	32.1%	32.7%	33.1%
<i>变动幅度</i>				0.4%	0.5%	0.8%
净利率	15.1%	16.5%	17.6%	16.8%	16.9%	16.9%
<i>变动幅度</i>				1.7%	0.4%	-0.6%

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	462	501	538	735	901	营业收入	796	766	1,076	1,470	1,802
应收票据、账款及款项融资	241	193	340	431	526	营业成本	561	520	724	984	1,200
预付账款	10	8	18	20	25	营业税金及附加	5	4	6	8	10
存货	127	90	212	227	279	营业费用	8	7	11	15	18
其他	8	8	11	12	15	管理费用及研发费用	91	87	122	166	204
流动资产合计	847	801	1,119	1,425	1,745	财务费用	(0)	(7)	(2)	2	4
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产、信用减值损失	0	0	2	0	1
固定资产	166	161	225	285	338	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	18	55	86	93	97	投资净收益	(0)	0	1	1	1
无形资产	90	82	78	74	70	其他	5	5	11	11	16
其他	125	125	123	123	123	营业利润	137	160	225	307	382
非流动资产合计	399	423	513	576	628	营业外收入	4	4	10	15	15
资产总计	1,246	1,225	1,632	2,001	2,373	营业外支出	0	0	1	1	1
短期借款	12	15	92	158	217	利润总额	140	163	235	321	396
应付票据及应付账款	160	128	201	265	317	所得税	16	21	35	48	59
其他	186	73	178	197	196	净利润	124	142	199	273	337
流动负债合计	357	217	470	621	731	少数股东损益	24	13	18	25	30
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	100	129	182	249	307
应付债券	143	0	0	0	0	每股收益(元)	0.38	0.50	0.70	0.95	1.17
其他	2	1	0	0	0						
非流动负债合计	145	1	0	0	0						
负债合计	503	218	470	621	731						
少数股东权益	137	50	68	92	123						
实收资本(或股本)	176	261	261	261	261						
资本公积	115	313	313	313	313						
留存收益	285	383	520	714	946						
其他	31	0	0	0	0						
股东权益合计	743	1,007	1,162	1,380	1,643						
负债和股东权益总计	1,246	1,225	1,632	2,001	2,373						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	124	142	199	273	337
折旧摊销	25	26	27	37	47
财务费用	(0)	(7)	(2)	2	4
投资损失	0	(0)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	64	(60)	(106)	(26)	(104)
其它	10	66	3	0	1
经营活动现金流	222	168	120	285	284
资本支出	(41)	(43)	(117)	(100)	(100)
长期投资	0	1	(0)	0	0
其他	(25)	(61)	1	1	1
投资活动现金流	(65)	(104)	(117)	(99)	(99)
债权融资	143	(143)	0	(0)	(0)
股权融资	0	283	0	0	0
其他	(10)	(164)	33	11	(19)
筹资活动现金流	133	(24)	33	11	(19)
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0
现金净增加额	290	40	37	197	166

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	36.5%	-3.8%	40.5%	36.6%	22.6%
营业利润	58.3%	17.2%	40.8%	36.3%	24.4%
归属于母公司净利润	53.5%	29.2%	40.5%	37.0%	23.3%
获利能力					
毛利率	29.5%	32.2%	32.7%	33.1%	33.4%
净利率	12.6%	16.9%	16.9%	16.9%	17.0%
ROE	18.3%	16.5%	17.7%	20.9%	21.8%
ROIC	15.7%	13.9%	16.7%	18.8%	19.3%
偿债能力					
资产负债率	40.3%	17.8%	28.8%	31.0%	30.8%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.37	3.70	2.38	2.30	2.39
速动比率	2.02	3.27	1.92	1.92	2.00
营运能力					
应收账款周转率	5.2	5.4	6.1	5.8	5.8
存货周转率	3.4	4.8	4.7	4.4	4.7
总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.50	0.70	0.95	1.17
每股经营现金流	1.27	0.64	0.46	1.09	1.09
每股净资产	2.32	3.67	4.19	4.94	5.82
估值比率					
市盈率	71.0	54.9	39.1	28.6	23.2
市净率	11.7	7.4	6.5	5.5	4.7
EV/EBITDA	41.3	37.1	26.6	19.2	15.3
EV/EBIT	48.7	43.4	29.8	21.5	17.2

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