

预计 4 季度盈利将环比改善，新能源热管理盈利比重有望快速提升



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **三季度业绩符合预期。**前三季度实现营收 58.32 亿元，同比增长 29.4%；归母净利润 2.16 亿元，同比下滑 22.7%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比下滑 23.1%。三季度营收 17.77 亿元，同比增长 18.6%，环比下降 13.5%；归母净利润 0.40 亿元，同比下降 46.5%，环比下降 42.5%；扣非归母净利润 0.29 亿元，同比下降 52.6%。三季度公司业绩受汽车芯片短缺、商用车需求下降、大宗及海运价格上涨等不利因素影响下滑，预计四季度芯片短缺边际缓解，公司业绩有望环比改善。
- **毛利率有所下降，现金流大幅改善。**前三季度毛利率 20.6%，同比下降 4.1 个百分点，系公司采用新收入准则将运输费计入营业成本以及大宗价格上涨所致。三季度毛利率 19.4%，同比下降 5.1 个百分点，环比下降 1.4 个百分点。三季度期间费用率 16.9%，同比下降 3.1 个百分点，其中销售费用率 4.5%，同比下降 2.4 个百分点，系会计准则变动影响；研发费用率 4.2%，同比下降 1.6 个百分点。前三季度经营活动现金流净额 3.69 亿元，同比大幅增加 885.8%，主要系本期销售商品所获现金增加。
- **积极发展新能源热管理业务，突破多项新技术、新订单，预计新能源车热管理业务收入及盈利比重将快速提升。**公司聚焦新能源汽车热管理领域研究，成功开发新能源热泵空调系统及电池冷却系统集成模块，热泵空调系统已为吉利、沃尔沃、江铃新能源等车企项目定点。本年度公司在水路集成模块系统集成和匹配技术取得突破并获得客户认可，陆续进入北美新能源知名车企、小鹏、蔚来、长安新能源、赢彻科技等新能源车热管理配套项目。为促进新能源热管理业务发展，公司使用募集资金向子公司银轮新能源增资 6096 万元，用于建设新能源热泵空调项目。随着新能源车发展及热泵空调等渗透率提升，预计公司新能源车热管理业务收入及盈利比重将快速提升。

财务预测与投资建议：略调整毛利率等，预测 2021-2023 年 EPS 0.39、0.55、0.73 元（原 0.47、0.67、0.88 元），因芯片供给影响拖累今年盈利，按 22 年进行估值，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 22 年 PE 平均估值 29 倍，目标价 15.95 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 10 月 27 日)	10.94 元
目标价格	15.95 元
52 周最高价/最低价	14.77/9.51 元
总股本/流通 A 股(万股)	79,210/76,228
A 股市值(百万元)	8,666
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021 年 10 月 27 日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	5.71	2.54	-11.56	-10.35
相对表现	7.65	-3.33	-13.72	-13.75
沪深 300	-1.94	5.87	2.16	3.4



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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,521	6,324	7,598	8,989	10,641
同比增长(%)	10.0%	14.6%	20.1%	18.3%	18.4%
营业利润(百万元)	400	430	417	588	778
同比增长(%)	-11.0%	7.3%	-2.9%	40.9%	32.4%
归属母公司净利润(百万元)	318	322	311	439	581
同比增长(%)	-9.0%	1.2%	-3.2%	41.0%	32.4%
每股收益(元)	0.40	0.41	0.39	0.55	0.73
毛利率(%)	24.1%	23.9%	21.3%	22.1%	22.7%
净利率(%)	5.8%	5.1%	4.1%	4.9%	5.5%
净资产收益率(%)	8.7%	8.4%	7.6%	9.8%	11.8%
市盈率	27.3	26.9	27.8	19.7	14.9
市净率	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7

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。

相关报告

系统集成模块获得项目定点，预计新能源车热管理收入将倍数增长：	2021-08-29
从部件供应商向系统集成商演变，预计新能源车热管理业务将快速增长：——公司新能源车热管理业务分析	2021-08-10
业绩符合预期，预计新能源车热管理系统集成收入比重将快速提升：	2021-07-30

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申明。

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10月27日	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
三花智控	002050	24.17	0.41	0.52	0.67	0.82	59.37	46.15	36.21	29.55
旭升股份	603305	39.48	0.74	1.12	1.52	1.92	53.03	35.21	26.05	20.53
拓普集团	601689	49.40	0.57	1.07	1.45	1.84	86.67	46.23	34.02	26.84
腾龙股份	603158	13.28	0.44	0.62	0.76	0.92	29.88	21.41	17.52	14.41
新泉股份	603179	38.57	0.69	1.02	1.51	1.98	56.10	37.87	25.53	19.44
双环传动	002472	26.60	0.07	0.36	0.62	0.83	403.64	73.75	42.74	32.20
克来机电	603960	30.08	0.50	0.53	0.88	1.26	60.76	56.27	34.25	23.94
保隆科技	603197	32.18	0.89	1.37	1.77	2.23	36.10	23.58	18.19	14.41
调整后平均							58.67	40.88	29.04	22.45

资料来源：朝阳永续、东方证券研究所

表 2：盈利预测对比表

	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,598	8,989	10,641	7,598	8,989	10,641
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
营业成本（百万元）	5,916	6,895	8,085	5,983	7,004	8,224
变动幅度				1.1%	1.6%	1.7%
销售费用（百万元）	365	431	511	365	431	511
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
管理费用（百万元）	851	989	1171	851	989	1171
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
财务费用（百万元）	89	83	81	90	85	83
变动幅度				1.1%	2.4%	2.5%
投资收益（百万元）	70	80	100	70	80	100
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
营业利润（百万元）	494	708	930	417	588	778
变动幅度				-15.6%	-16.9%	-16.3%
利润总额（百万元）	493	707	929	416	587	777
变动幅度				-15.6%	-17.0%	-16.4%
所得税（百万元）	74	106	139	62	88	117
变动幅度				-16.2%	-17.0%	-15.8%
净利润（百万元）	419	601	790	354	499	661
变动幅度				-15.5%	-17.0%	-16.3%
归属于母公司净利润（百万元）	369	528	695	311	439	581
变动幅度				-15.7%	-16.9%	-16.4%
每股收益（元）	0.47	0.67	0.88	0.39	0.55	0.73
变动幅度				-17.0%	-17.9%	-17.0%
毛利率	22.1%	23.3%	24.0%	21.3%	22.1%	22.7%
变动幅度				-0.9%	-1.2%	-1.3%
净利率	4.9%	5.9%	6.5%	4.1%	4.9%	5.5%
变动幅度				-0.8%	-1.0%	-1.1%

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	605	798	912	1,136	1,400	营业收入	5,521	6,324	7,598	8,989	10,641
应收票据、账款及款项融资	2,727	3,591	3,875	4,584	5,427	营业成本	4,189	4,812	5,983	7,004	8,224
预付账款	39	41	53	63	74	营业税金及附加	28	37	46	54	64
存货	966	1,045	1,316	1,541	1,809	营业费用	292	305	365	431	511
其他	460	489	565	560	579	管理费用及研发费用	619	680	851	989	1,171
流动资产合计	4,796	5,965	6,721	7,885	9,290	财务费用	72	84	90	85	83
长期股权投资	364	366	348	360	358	资产、信用减值损失	95	95	(10)	12	14
固定资产	1,987	2,165	2,238	2,262	2,259	公允价值变动收益	59	(32)	30	40	50
在建工程	206	273	281	285	287	投资净收益	76	92	70	80	100
无形资产	456	485	468	451	433	其他	41	57	44	54	54
其他	615	601	248	245	243	营业利润	400	430	417	588	778
非流动资产合计	3,628	3,891	3,583	3,602	3,581	营业外收入	3	2	5	5	5
资产总计	8,424	9,856	10,304	11,487	12,871	营业外支出	4	13	6	6	6
短期借款	1,156	1,407	1,282	1,275	1,315	利润总额	400	419	416	587	777
应付票据及应付账款	2,461	3,229	3,590	4,203	4,935	所得税	50	53	62	88	117
其他	341	481	331	435	441	净利润	349	366	354	499	661
流动负债合计	3,958	5,117	5,203	5,914	6,691	少数股东损益	32	44	42	60	79
长期借款	211	202	202	202	202	归属于母公司净利润	318	322	311	439	581
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.40	0.41	0.39	0.55	0.73
其他	171	175	149	165	163	主要财务比率					
非流动负债合计	383	378	352	368	366		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	4,340	5,495	5,555	6,281	7,057	成长能力					
少数股东权益	354	424	466	526	605	营业收入	10.0%	14.6%	20.1%	18.3%	18.4%
实收资本（或股本）	792	792	792	792	792	营业利润	-11.0%	7.3%	-2.9%	40.9%	32.4%
资本公积	932	929	982	982	982	归属于母公司净利润	-9.0%	1.2%	-3.2%	41.0%	32.4%
留存收益	2,042	2,301	2,549	2,925	3,444	获利能力					
其他	(37)	(84)	(40)	(20)	(10)	毛利率	24.1%	23.9%	21.3%	22.1%	22.7%
股东权益合计	4,084	4,362	4,749	5,206	5,814	净利率	5.8%	5.1%	4.1%	4.9%	5.5%
负债和股东权益总计	8,424	9,856	10,304	11,487	12,871	ROE	8.7%	8.4%	7.6%	9.8%	11.8%
现金流量表						ROIC	7.5%	7.8%	7.1%	8.8%	10.4%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	349	366	354	499	661	资产负债率	51.5%	55.7%	53.9%	54.7%	54.8%
折旧摊销	241	228	254	283	311	净负债率	19.1%	18.6%	12.6%	6.8%	2.2%
财务费用	72	84	90	85	83	流动比率	1.21	1.17	1.29	1.33	1.39
投资损失	(76)	(92)	(70)	(80)	(100)	速动比率	0.95	0.95	1.03	1.06	1.10
营运资金变动	605	(135)	(480)	(224)	(417)	营运能力					
其它	(503)	6	330	8	(28)	应收账款周转率	3.1	3.2	3.4	3.4	3.4
经营活动现金流	689	456	478	571	510	存货周转率	4.3	4.5	4.8	4.7	4.7
资本支出	(339)	(471)	(289)	(290)	(290)	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
长期投资	210	0	16	(11)	2	每股指标（元）					
其他	(84)	141	109	119	149	每股收益	0.40	0.41	0.39	0.55	0.73
投资活动现金流	(213)	(330)	(165)	(182)	(140)	每股经营现金流	0.87	0.58	0.60	0.72	0.64
债权融资	(9)	(28)	25	(11)	(1)	每股净资产	4.71	4.97	5.41	5.91	6.58
股权融资	(150)	(3)	53	0	0	估值比率					
其他	(252)	69	(278)	(154)	(105)	市盈率	27.3	26.9	27.8	19.7	14.9
筹资活动现金流	(410)	38	(200)	(164)	(107)	市净率	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7
汇率变动影响	1	(2)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	12.7	12.2	11.9	9.5	7.7
现金净增加额	66	162	114	224	264	EV/EBIT	19.1	17.6	17.8	13.4	10.5

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