

业绩符合预期，新能源热管理订单及重卡 EGR 是增长点



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **业绩符合预期。**2019 年营业收入 55.21 亿元，同比增长 10%，归母净利润 3.18，同比下滑 9%，扣非归母净利润 1.73 亿元，同比下滑 43.1%，EPS 为 0.4 元。盈利下滑主要因为毛利率下滑以及期间费用率提升。2020 年营业收入目标 55 亿元至 60 亿元，同比增长 0-10%。
- **尾气处理毛利率提升明显，研发投入加大，经营活动现金流大幅改善。**2019 年毛利率 24.1%，同比减少 1.4 个百分点，热交换器毛利率同比减少 2.7 个百分点，尾气处理毛利率同比增加 7.5 个百分点，提升明显。2019 年期间费用率 17.8%，同比增加 1.4 个百分点，研发费用率同比增加 0.3 个百分点，公司研发投入加大。2019 年经营活动现金流净额同比增长 125.9%，主要因为由原以应收票据支付供应商货款调整为到期托收，现金流入增加。
- **新能源热管理业务获得大量订单，特斯拉有望成为盈利增长点。**公司利用总部、银轮欧洲和北美平台等推动客户拓展取得持续突破。2019 年先后获得包括沃尔沃纯电动冷却模块、江铃新能源热泵空调等在内的 274 个新项目订单，量产后有望新增年收入 35 亿元。新能源项目订单快速增长，截止 2019 年公司获得来自通用、福特、沃尔沃等客户的订单生命周期总额超过 60 亿元。今年 3 月公告进入特斯拉上海工厂供应链，随着合作加深，配套特斯拉有望成为公司盈利增长点。
- **重卡 EGR 产品拉动尾气处理业务收入和盈利能力增长。**2019 年尾气处理业务收入 6.21 亿元，同比增长 15.1%，占营业收入比重 11.3%，毛利率提升明显，预计主要受国六重卡 EGR 产品配套量快速增长拉动，拉动整体毛利率提升。至 2021 年的下半年，重卡将逐步达到国 6a 标准，EGR 和 DPF 产品是增量产品；重卡 EGR 有望促进尾气处理业务保持较高增速增长。

财务预测与投资建议：调整收入及毛利率预测，预测 2020-2022 年 EPS0.47、0.58、0.68 元（原 20-21 年 0.47、0.56 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 20 年 PE 平均估值 25 倍，目标价 11.75 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。执行装配配套量低于预期。

公司主要财务信息

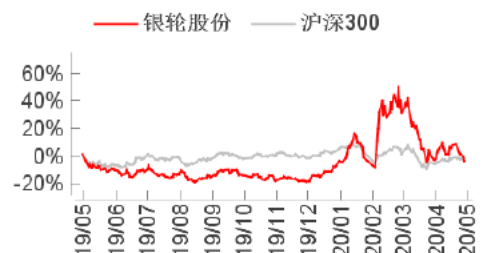
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,019	5,521	6,115	7,297	8,098
同比增长(%)	16.1%	10.0%	10.8%	19.3%	11.0%
营业利润(百万元)	450	400	481	588	697
同比增长(%)	10.7%	-11.0%	20.0%	22.4%	18.6%
归属母公司净利润(百万元)	349	318	373	456	540
同比增长(%)	12.3%	-9.0%	17.3%	22.3%	18.5%
每股收益(元)	0.44	0.40	0.47	0.58	0.68
毛利率(%)	25.5%	24.1%	24.2%	24.4%	24.9%
净利率(%)	7.0%	5.8%	6.1%	6.2%	6.7%
净资产收益率(%)	10.0%	8.7%	9.5%	10.7%	11.5%
市盈率	18.4	20.2	17.2	14.1	11.9
市净率	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3

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(2020 年 04 月 28 日)	8.1 元
目标价格	11.75 元
52 周最高价/最低价	12.63/6.82 元
总股本/流通 A 股(万股)	79,210/75,765
A 股市值(百万元)	6,416
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2020 年 04 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-9.80	-3.91	-2.53	-6.47
相对表现	-10.88	-7.66	1.34	-5.44
沪深 300	1.08	3.75	-3.87	-1.03



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

联系人 周翰
021-63325888-7524
zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

- 重卡 EGR 龙头，尾气处理业务有望快速增长 2020-04-14
- 长：——公司重卡 EGR 业务分析
- 获得特斯拉订单，凸显换热器模块产品竞争力 2020-03-16
- 实力：
- 4 季度盈利环比改善明显，预计新能源热管 2020-02-24

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。理及重卡 EGR 将是盈利增长点：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。

<https://www.reguanli.com>

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	611	730	1,210	营业收入	5,019	5,521	6,115	7,297	8,098
应收账款	1,651	1,932	2,056	2,469	2,765	营业成本	3,738	4,189	4,632	5,513	6,083
预付账款	32	39	38	48	54	营业税金及附加	30	28	37	44	49
存货	890	966	1,297	1,433	1,562	营业费用	237	292	306	365	405
其他	1,240	1,255	1,459	1,496	1,430	管理费用	532	619	673	803	891
流动资产合计	4,321	4,796	5,462	6,176	7,021	财务费用	54	72	88	88	78
长期股权投资	314	364	317	332	338	资产减值损失	41	45	10	7	7
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	40
在建工程	238	206	248	269	279	投资净收益	40	76	30	30	30
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	481	588	697
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	9,011	9,764	10,612	营业外支出	3	4	4	4	4
短期借款	1,229	1,156	1,165	1,096	1,040	利润总额	462	400	482	589	698
应付账款	1,486	1,692	1,916	2,233	2,479	所得税	63	50	72	88	105
其他	764	1,110	1,127	1,205	1,361	净利润	398	349	409	501	594
流动负债合计	3,479	3,958	4,208	4,534	4,880	少数股东损益	49	32	37	45	53
长期借款	182	211	211	211	211	归属于母公司净利润	349	318	373	456	540
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.44	0.40	0.47	0.58	0.68
其他	101	171	112	112	112	主要财务比率					
非流动负债合计	283	383	324	324	324		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	3,762	4,340	4,531	4,857	5,204	成长能力					
少数股东权益	491	354	391	436	490	营业收入	16.1%	10.0%	10.8%	19.3%	11.0%
股本	801	792	792	792	792	营业利润	10.7%	-11.0%	20.0%	22.4%	18.6%
资本公积	1,073	932	982	982	982	归属于母公司净利润	12.3%	-9.0%	17.3%	22.3%	18.5%
留存收益	1,700	2,042	2,351	2,732	3,181	获利能力					
其他	31	(37)	(37)	(37)	(37)	毛利率	25.5%	24.1%	24.2%	24.4%	24.9%
股东权益合计	4,097	4,084	4,480	4,906	5,409	净利率	7.0%	5.8%	6.1%	6.2%	6.7%
负债和股东权益总计	7,859	8,424	9,011	9,764	10,612	ROE	10.0%	8.7%	9.5%	10.7%	11.5%
现金流量表						ROIC	8.6%	7.5%	8.4%	9.3%	10.1%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	398	349	409	501	594	资产负债率	47.9%	51.5%	50.3%	49.7%	49.0%
折旧摊销	215	241	239	265	293	净负债率	23.4%	19.1%	21.6%	13.7%	2.7%
财务费用	54	72	88	88	78	流动比率	1.24	1.21	1.30	1.36	1.44
投资损失	(40)	(76)	(30)	(30)	(30)	速动比率	0.97	0.96	0.97	1.03	1.10
营运资金变动	(223)	981	(1,067)	(90)	16	营运能力					
其它	(100)	(879)	68	(33)	(33)	应收账款周转率	3.3	3.1	3.1	3.2	3.1
经营活动现金流	305	689	(292)	701	917	存货周转率	4.3	4.3	3.9	3.8	3.9
资本支出	(620)	(339)	(290)	(290)	(290)	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
长期投资	57	210	47	(15)	(6)	每股指标（元）					
其他	24	(84)	489	70	70	每股收益	0.44	0.40	0.47	0.58	0.68
投资活动现金流	(539)	(213)	246	(234)	(226)	每股经营现金流	0.38	0.87	-0.37	0.89	1.16
债权融资	(458)	(10)	195	(117)	13	每股净资产	4.55	4.71	5.16	5.64	6.21
股权融资	0	(110)	0	0	0	估值比率					
其他	878	(291)	(143)	(231)	(225)	市盈率	18.4	20.2	17.2	14.1	11.9
筹资活动现金流	420	(410)	53	(349)	(211)	市净率	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
汇率变动影响	2	1	0	0	0	EV/EBITDA	9.4	9.5	8.4	7.2	6.3
现金净增加额	188	66	7	118	480	EV/EBIT	13.4	14.3	11.9	10.0	8.7

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

