

投资评级 优于大市 维持

业绩表现稳健，新能源业务有望高增长

股票数据

04 月 30 日收盘价 (元)	10.24
52 周股价波动 (元)	9.35-15.77
总股本/流通 A 股 (百万股)	792/756
总市值/流通市值 (百万元)	8111/7742

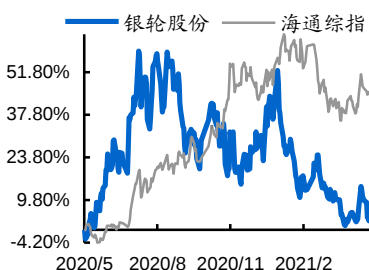
相关研究

《三季度表现稳健，扣非后净利润大幅增长》
2020.10.29

《二季度表现亮眼，新能源项目持续拓展》
2020.08.15

《新能源热管理打开广阔成长空间》
2020.06.21

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	4.7	-10.3	-9.1
相对涨幅 (%)	4.1	-6.3	-4.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:杜威

Tel:(0755)82900463

Email:dw11213@htsec.com

证书:S0850517070002

联系人:房乔华

Tel:021-23219807

Email:fqh12888@htsec.com

联系人:郑蕾

Tel:23963569

Email:zl12742@htsec.com

投资要点:

- **公司发布 2020 年报。**2020 年公司实现营收 63.24 亿元，同比+14.55%，归母净利润 3.22 亿元，同比+1.23%，扣非归母净利润 2.6 亿元，同比+50.64%；毛利率 23.92%，同比-0.2pct，净利率 5.08%，同比-0.67pct。分单季度看，2020Q4 公司实现营收 18.16 亿元，同比+9.15%，归母净利润 0.43 亿元，同比-31.15%，环比-43.5%，我们判断 Q4 净利润下滑主要由于计提资产减值损失 0.47 亿元；毛利率 22.05%，同比-2.23pct，环比-2.47pct，净利率 2.35%，同比-1.37pct，环比-2.68pct。
- **公司发布 2021Q1 季报。**2021Q1 公司实现营收 19.99 亿元，同比+56.84%，环比+10.11%，归母净利润 1.05 亿元，同比+13.05%，环比+146.93%，我们判断公司一季度营收和净利润环比持续增长主要由于下游商用车景气度较高，商用车及非道路业务继续保持稳健增长，同时乘用车业务前期订单进入量产周期带来业绩增量；毛利率 21.39%，环比-0.66pct，净利率 5.26%，环比+2.92pct。我们判断公司毛利率下滑主要由于原材料中的铝材等大宗商品价格上涨等因素。
- **传统产品表现稳健，新能源汽车业务放量可期。**分产品看，公司 2020 年热交换器业务营收 48.98 亿元，同比+7.52%，毛利率 23.5%，同比-1.08pct，表现稳健；尾气处理业务营收 7.94 亿元，同比+27.8%，毛利率 22.85%，同比+5.44pct，我们判断营收和毛利率显著增长主要由于下游 EGR 产品需求大幅增长。从客户结构看，商用车与非道路业务营收 45.35 亿元，占比 71.71%，乘用车业务营收 13.58 亿元，占比 21.47%。在客户和订单拓展方面，公司在 2020 年陆续获得了北美新能源标杆车企冷却模块、沃尔沃新能源汽车电池冷却板与冷却模块、吉利戴姆勒 SMART 平台热泵空调项目等 210 个新项目，上述项目达产后可新增年销售收入近 39.5 亿元，其中新能源汽车业务占比约 27%，乘用车业务（包括新能源与燃油车）合计占比约 46.7%，我们判断公司新获订单中新能源汽车业务占比大幅提升，有望为公司带来长期业绩增量。2021 年一季度公司新签订单达产后可新增年销售收入近 14.5 亿元，订单获取进展顺利。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.19/5.24/6.21 亿元，EPS 分别为 0.53/0.66/0.78 元，参考可比公司估值水平，并考虑到公司具有较高的成长性，给予其 2021 年 23-27 倍 PE，对应合理价值区间为 12.19-14.31 元。维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**汽车行业恢复不及预期；欧美疫情未能得到有效控制，海外项目拓展进度和客户需求不及预期；原材料价格大幅波动；海外市场汇率波动。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5521	6324	7281	8373	9898
(+/-)YoY(%)	10.0%	14.6%	15.1%	15.0%	18.2%
净利润(百万元)	318	322	419	524	621
(+/-)YoY(%)	-9.0%	1.2%	30.3%	24.9%	18.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.40	0.41	0.53	0.66	0.78
毛利率(%)	24.1%	23.9%	23.7%	23.9%	23.6%
净资产收益率(%)	8.5%	8.2%	9.8%	11.2%	12.1%

资料来源：公司年报（2019-2020），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司营收、毛利率和归母净利润情况预测

		2020	2021E	2022E	2023E
热交换器	营业收入 (百万元)	4897.5	5632.1	6477.0	7772.4
	YOY (%)	7.5%	15.0%	15.0%	20.0%
	毛利率 (%)	23.50	23.26	23.49	23.26
尾气处理	营业收入 (百万元)	794.1	953.0	1095.9	1205.5
	YOY (%)	27.8%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率 (%)	22.85	22.62	22.85	22.62
贸易和其他营业收入	营业收入 (百万元)	632.5	695.8	800.1	920.2
	YOY (%)	83.5%	10.0%	15.0%	15.0%
	毛利率 (%)	28.51	28.23	28.51	28.23
银轮股份合计	营业总收入 (百万元)	6324.2	7280.9	8373.0	9898.0
	YOY (%)	14.6%	15.1%	15.0%	18.2%
	营业成本 (百万元)	4811.6	5558.8	6372.8	7557.9
	YOY (%)	14.9%	15.5%	14.6%	18.6%
	毛利率 (%)	23.92	23.65	23.89	23.64
	归母净利润 (百万元)	321.6	419.1	523.6	620.7
	YOY (%)	1%	30%	25%	19%

资料来源：公司 2020 年报，海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E
002050.SZ	三花智控	0.54	0.64	0.75	40	33	29	7.2
603730.SH	岱美股份	1.26	1.54	1.73	18	15	13	3.1
600933.SH	爱柯迪	0.66	0.84	1.00	22	17	14	2.8
002434.SZ	万里扬	0.67	0.80	-	12	10	-	1.6
均值		0.78	0.96	1.16	23	19	19	4.4

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：收盘价为 2021 年 4 月 30 日价格，EPS 为 wind 一致预期

风险提示。汽车行业恢复不及预期；欧美疫情未能得到有效控制，海外项目拓展进度和客户需求不及预期；原材料价格大幅波动；海外市场汇率波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	6324	7281	8373	9898
每股收益	0.41	0.53	0.66	0.78	营业成本	4812	5559	6373	7558
每股净资产	4.97	5.37	5.88	6.48	毛利率%	23.9%	23.7%	23.9%	23.6%
每股经营现金流	0.58	0.50	0.98	0.96	营业税金及附加	37	41	47	56
每股股利	0.08	0.13	0.15	0.19	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	305	361	416	489
P/E	25.22	19.35	15.49	13.07	营业费用率%	4.8%	5.0%	5.0%	4.9%
P/B	2.06	1.91	1.74	1.58	管理费用	411	496	567	667
P/S	1.28	1.11	0.97	0.82	管理费用率%	6.5%	6.8%	6.8%	6.7%
EV/EBITDA	15.04	11.90	10.24	8.97	EBIT	491	526	627	718
股息率%	0.8%	1.2%	1.5%	1.8%	财务费用	84	82	80	72
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.3%	1.1%	1.0%	0.7%
毛利率	23.9%	23.7%	23.9%	23.6%	资产减值损失	-69	-45	-45	-50
净利率	5.1%	5.8%	6.3%	6.3%	投资收益	92	96	115	136
净资产收益率	8.2%	9.8%	11.2%	12.1%	营业利润	430	551	685	812
资产回报率	3.3%	4.0%	4.6%	4.9%	营业外收支	-11	-10	-10	-10
投资回报率	7.2%	7.2%	8.2%	8.9%	利润总额	419	541	675	802
盈利增长 (%)					EBITDA	779	758	856	948
营业收入增长率	14.6%	15.1%	15.0%	18.2%	所得税	53	69	86	102
EBIT 增长率	25.5%	7.0%	19.2%	14.5%	有效所得税率%	12.6%	12.8%	12.7%	12.7%
净利润增长率	1.2%	30.3%	24.9%	18.5%	少数股东损益	44	53	65	79
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	322	419	524	621
资产负债率	55.7%	54.7%	54.4%	54.7%					
流动比率	1.17	1.20	1.24	1.27	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.94	0.95	0.97	0.99	货币资金	798	700	800	900
现金比率	0.16	0.13	0.14	0.14	应收账款及应收票据	2967	3296	3800	4514
经营效率指标					存货	1045	1252	1424	1685
应收账款周转天数	114.88	120.02	119.59	118.95	其它流动资产	1154	1142	1164	1200
存货周转天数	79.29	82.19	81.56	81.39	流动资产合计	5965	6390	7188	8299
总资产周转率	0.64	0.70	0.73	0.78	长期股权投资	366	396	426	456
固定资产周转率	2.92	3.13	3.35	3.71	固定资产	2165	2329	2498	2665
					在建工程	273	223	173	123
					无形资产	485	512	540	567
					非流动资产合计	3891	4057	4230	4390
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	9856	10447	11418	12688
净利润	322	419	524	621	短期借款	1407	1405	1216	1079
少数股东损益	44	53	65	79	应付票据及应付账款	3229	3427	4014	4779
非现金支出	382	278	274	281	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	2	1	-23	-54	其它流动负债	481	495	578	691
营运资金变动	-294	-352	-67	-168	流动负债合计	5117	5326	5807	6548
经营活动现金流	456	398	772	759	长期借款	202	212	232	212
资产	-411	-378	-381	-379	其它长期负债	175	175	175	175
投资	52	-35	-35	-35	非流动负债合计	378	388	408	388
其他	29	98	117	138	负债总计	5495	5714	6215	6936
投资活动现金流	-330	-315	-299	-276	实收资本	792	792	792	792
债权募资	2233	8	-169	-157	归属于母公司所有者权益	3938	4257	4661	5131
股权募资	14	0	0	0	少数股东权益	424	476	542	621
其他	-2209	-189	-204	-225	负债和所有者权益合计	9856	10447	11418	12688
融资活动现金流	38	-181	-373	-382					
现金净流量	162	-98	100	100					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜威 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 均胜电子,继峰股份,岱美股份,华域汽车,新泉股份,华安鑫创,星宇股份,银轮股份,福耀玻璃,腾龙股份,泉峰汽车,华阳集团,宁波高发,长安汽车,禾赛科技,江淮汽车,精锻科技,克来机电,爱柯迪,亿华通-U,吉利汽车,浙江仙通,比亚迪,敏实集团,重塑股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。