

2021年08月03日

海立股份 (600619.SH)

收购马瑞利香港，积极布局新能源汽车板块

■事件：近日，海立股份发布海立马瑞利 2020 年度备考财务报表。海立马瑞利 2020 年实现收入 42.0 亿元，实现业绩-4.3 亿元。此前，海立股份以全资子公司海立香港为收购主体，以现金方式向马瑞利收购海立马瑞利（原马瑞利香港）60%的股权。根据交易方案，马瑞利将其与汽车空调压缩机和汽车空调系统相关的资产和业务剥离重组，并设立马瑞利香港作为整合目标资产和业务的主体。于 1 月 28 日，该收购约定的所有交割条件（除印度外商直接投资批准外）均已满足，海立股份已支付交割所需缴付的款项 1.7 亿美元。

■加速布局汽车零部件板块：马瑞利香港由马瑞利以其汽车空调压缩机和汽车空调系统相关的资产和业务剥离重组设立，其主要客户包括日产-雷诺-三菱联盟、本田、通用、铃木等，业务范围覆盖日本、中国、欧洲、美洲等世界领先汽车整车厂商，在全球处于行业领先地位。另外，本次收购协议承诺，2021-2023 年海立马瑞利每年的归母净利润应不低于“实际支付对价÷60%×6%”的等值金额（即交割日确定的马瑞利香港的企业价值的 6%），合计业绩补偿上限为 6592.0 万美元，该条款为收购后的经营提供了较高的业绩保障。

■转型新能源汽车环境系统解决商，收购后协同效应可期：通过本次收购，海立将成为拥有完整的新能源汽车热泵空调系统解决方案能力的企业之一，并将拥有全球布局的汽车压缩机和空调系统业务以及全球领先的研发能力和客户资源。据海立财报显示，2020 年受客户群体国内自主品牌乘用车销量下滑影响，海立新能源的车用电动涡旋压缩机销量 YoY-40.0%；2020Q1 受车用芯片及产品上市周期影响，其车用电动涡旋压缩机销量 YoY-55.5%。我们认为，海立现有的电动汽车空调压缩机业务有望与马瑞利的汽车空调系统、热泵模块、压缩机及其相关组件等业务形成协同效应，为新能源汽车提供完整的环境系统解决方案，实现全球范围的客户资源整合，有助于推动海立汽车零部件领域快速做大，提升公司的竞争力和盈利能力。

■投资建议：海立股份是我国转子式压缩机行业的优势品牌，在非自配套市场保持领先地位。近年来公司积极布局新能源汽车零部件领域，有望实现多元化增长。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 为 0.27/0.35/0.42 元；给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价 11.34 元，对应 2021 年的 PE 估值 42x。

■风险提示：原材料大幅涨价，行业竞争加剧，收购整合效果不及预期。

100,000,000	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	121.4	110.7	176.7	189.2	200.0
净利润	2.9	1.63	2.37	3.05	3.75
每股收益(元)	0.32	0.18	0.27	0.35	0.42
每股净资产(元)	5.11	5.11	5.38	5.58	5.84

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	36.0	63.2	43.4	33.6	27.4
市净率(倍)	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0
净利润率	2.4%	1.5%	1.3%	1.6%	1.9%
净资产收益率	6.3%	3.6%	5.0%	6.2%	7.3%
股息收益率	1.5%	1.3%	0.9%	1.2%	1.5%
ROIC	8.4%	7.4%	10.7%	4.6%	19.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白色家电

投资评级 买入-A

调高评级

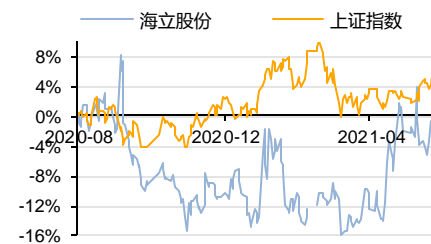
6 个月目标价：11.34 元

股价 (2021-08-02) 9.28 元

交易数据

总市值(百万元)	8,197.02
流通市值(百万元)	5,402.26
总股本(百万股)	883.30
流通股本(百万股)	582.14
12 个月价格区间	6.77/12.78 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

余昆

报告联系人

yukun@essence.com.cn

相关报告

海立股份：Q2 单季收入降

幅缩窄，期待经营改善/张立聪 2020-08-31

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2019	2020	2021E	2022E	2023E	100,000,000	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	121.4	110.7	176.7	189.2	200.0	成长性					
减:营业成本	103.9	96.2	153.8	164.3	173.3	营业收入增长率	3.7%	-8.8%	59.6%	7.1%	5.7%
营业税费	0.5	0.4	0.7	0.8	0.8	营业利润增长率	-14.8%	-45.0%	68.5%	18.3%	32.9%
销售费用	3.4	2.7	4.2	4.7	4.8	净利润增长率	-8.2%	-43.0%	45.5%	29.1%	22.7%
管理费用	3.9	3.9	12.0	13.2	13.8	EBITDA 增长率	2.4%	-12.5%	-15.4%	5.7%	11.5%
财务费用	0.7	1.3	2.6	2.4	2.2	EBIT 增长率	1.7%	-19.5%	-22.7%	7.1%	17.7%
资产减值损失	-0.2	-0.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	-18.5%	-22.3%	54.4%	7.1%	17.7%
加:公允价值变动收益	0.1	0.1	-	-	-	投资资本增长率	-11.2%	5.7%	148.5%	-71.4%	233.8%
投资和汇兑收益	-0.2	-0.2	0.1	0.3	0.3	净资产增长率	2.8%	-0.3%	5.5%	4.5%	5.4%
营业利润	3.7	2.0	3.4	4.1	5.4	利润率					
加:营业外净收支	0.0	0.0	0.0	0.5	0.2	毛利率	14.4%	13.2%	13.0%	13.2%	13.3%
利润总额	3.7	2.0	3.5	4.5	5.6	营业利润率	3.1%	1.8%	1.9%	2.1%	2.7%
减:所得税	0.1	-0.0	0.5	0.7	0.8	净利润率	2.4%	1.5%	1.3%	1.6%	1.9%
净利润	2.9	1.63	2.37	3.05	3.75	EBITDA/营业收入	12.6%	12.1%	6.4%	6.3%	6.7%
						EBIT/营业收入	8.0%	7.1%	3.4%	3.4%	3.8%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	113	121	71	60	51
货币资金	11.7	22.8	35.3	37.8	40.0	流动营业资本周转天数	13	20	92	79	77
交易性金融资产	1.0	0.1	0.1	0.1	0.1	流动资产周转天数	261	299	299	294	299
应收帐款	29.4	31.1	67.0	29.4	78.1	应收帐款周转天数	77	98	100	92	97
应收票据	5.3	11.3	27.9	14.1	30.3	存货周转天数	67	70	78	72	73
预付帐款	4.3	4.7	2.1	3.3	1.5	总资产周转天数	419	470	400	380	375
存货	22.5	20.4	56.5	19.4	62.0	投资资本周转天数	142	151	169	145	132
其他流动资产	11.8	7.3	6.8	8.7	7.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	0.1	0.0	0.0	ROE	6.3%	3.6%	5.0%	6.2%	7.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.6%	1.4%	1.2%	2.5%	1.8%
长期股权投资	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	ROIC	8.4%	7.4%	10.7%	4.6%	19.0%
投资性房地产	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	费用率					
固定资产	37.9	36.8	33.2	29.8	26.4	销售费用率	2.8%	2.5%	2.4%	2.5%	2.4%
在建工程	3.2	2.6	2.5	2.6	3.2	管理费用率	3.2%	3.5%	6.8%	7.0%	6.9%
无形资产	4.6	4.8	4.3	3.9	3.5	财务费用率	0.6%	1.1%	1.5%	1.3%	1.1%
其他非流动资产	5.1	5.0	4.7	4.7	4.6	三费/营业收入	6.6%	7.1%	10.6%	10.8%	10.4%
资产总额	139.4	149.5	243.1	156.4	259.8	偿债能力					
短期债务	5.9	16.8	96.7	14.6	92.8	资产负债率	60.7%	63.4%	76.3%	61.5%	75.6%
应付帐款	25.0	25.5	60.9	28.0	66.1	负债权益比	154.3%	173.5%	321.6%	159.5%	309.0%
应付票据	31.5	28.5	4.0	32.5	15.6	流动比率	1.14	1.17	1.11	1.28	1.16
其他流动负债	13.0	13.0	14.2	12.9	14.1	速动比率	0.84	0.92	0.79	1.06	0.84
长期借款	0.4	2.7	2.7	-	-	利息保障倍数	14.29	6.24	2.32	2.69	3.45
其他非流动负债	8.7	8.4	6.9	8.0	7.8	分红指标					
负债总额	84.6	94.8	185.4	96.1	196.3	DPS(元)	0.18	0.15	0.11	0.14	0.17
少数股东权益	9.7	9.6	10.1	11.0	12.0	分红比率	55.7%	81.5%	40.0%	40.0%	40.0%
股本	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	股息收益率	1.5%	1.3%	0.9%	1.2%	1.5%
留存收益	37.1	37.2	38.7	40.5	42.7						
股东权益	54.8	54.7	57.7	60.3	63.5						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3.6	2.1	2.4	3.1	3.7	EPS(元)	0.32	0.18	0.27	0.35	0.42
加:折旧和摊销	6.0	6.1	5.3	5.5	5.8	BVPS(元)	5.11	5.11	5.38	5.58	5.84
资产减值准备	0.2	0.4	-	-	-	PE(X)	36.0	63.2	43.4	33.6	27.4
公允价值变动损失	-0.1	-0.1	-	-	-	PB(X)	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0
财务费用	0.7	0.9	2.6	2.4	2.2	P/FCF	-41.0	8.6	8.9	35.6	40.0
投资损失	-0.0	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	P/S	0.8	0.9	0.6	0.5	0.5
少数股东损益	0.8	0.4	0.6	0.8	1.0	EV/EBITDA	4.8	4.9	15.3	7.3	12.3
营运资金的变动	-9.5	-1.4	-74.7	81.1	-82.5	CAGR(%)	2.0%	31.9%	-11.0%	2.0%	31.9%
经营活动产生现金流量	7.0	3.5	-63.9	92.6	-70.1	PEG	17.7	2.0	-3.9	16.6	0.9
投资活动产生现金流量	-6.8	-1.7	-1.1	-1.6	-2.2	ROIC/WACC	1.1	1.0	1.4	0.6	2.5
融资活动产生现金流量	-5.1	9.4	77.6	-88.5	74.4	REP	1.5	1.4	1.0	4.2	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张立聪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	钟玲	上海区域销售经理	15900782242	zhongling@essence.com.cn
	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn
	张莹	北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳区域销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	马田田	深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn
	聂欣	深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn
	毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034