

# 三季度报稳健增长，看好大众 MEB 产业链机遇

增持（维持）

2020年11月01日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001  
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001  
zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	796	877	1,256	1,796
同比（%）	36.5%	10.1%	43.3%	42.9%
归母净利润（百万元）	100	151	219	321
同比（%）	53.5%	50.6%	45.3%	46.7%
每股收益（元/股）	0.57	0.58	0.84	1.23
P/E（倍）	61.43	60.57	41.69	28.43

事件：公司 2020 年前三季度实现营收 5.71 亿元，同比+1.8%；归母净利润 0.96 亿元，同比+37.3%；扣非归母净利润 0.94 亿元，同比+46.3%。

## 投资要点

### ■ Q3 业绩表现稳健，在手订单充裕保障 21 年增长

单三季度公司实现营收 1.85 亿元，同比-12.9%，归母净利 0.25 亿元，同比+3.93%。我们判断，Q3 收入端下滑主要原因为：上半年受疫情影响，客户订单有所推迟，公司柔性自动化智能装备与工业机器人系统业务新签订单 1.38 亿元，同比有所下滑，考虑到大部分自动化设备 6 个月左右的交付周期，因此 Q3 收入受到一定影响。我们判断 Q3 开始，公司设备中标情况已逐步好转，目前在手订单充裕将保障 21 年增长。Q3 单季利润增速优于收入增速，我们认为主要系公司收购南通克来凯盈 35% 少数股权所致。

### ■ 前三季度盈利能力大幅改善，期间费用率保持稳定

2020Q1-Q3 综合毛利率 33.0%，同比+3.9pct；净利率 18.9%，同比+3.2pct。我们判断，前三季度公司毛利率大幅改善主要系上半年销售的部分生产线毛利率较高及单价较高的国六发动机配套产品销售比重上升。其中 Q3 单季毛利率 29.1%，同比-0.7pct；净利率 13.5%，同比+2.2pct，排除收购因素外基本维持稳定。

2020Q1-Q3 期间费用率为 11.2%，同比保持稳定。其中销售费用率 0.8%，同比-0.1pct；财务费用率-0.9%，同比-1.0pct；管理费用率（含研发）为 11.2%，同比+1.1pct，其中研发投入占比为 5.8%，同比+0.5pct。

### ■ 电动车智能产线及 CO<sub>2</sub> 热泵获突破，将受益于大众 MEB 放量

公司多款产品切入大众 MEB 产业链：电主轴装配及测试自动化生产线项目获得了上海大众 MEB 项目配套的业务合同，子公司上海众源 CO<sub>2</sub> 热泵已通过大众 MEB 的实验认证，并进入产能建设、筹备量产的阶段。

在全球电动化趋势高度确定的背景下，大众提出截止 2029 年，规划累计销售 2600 万辆纯电动车，其中约 2,000 万辆来自于 MEB 平台。MEB 基础版电动车原材料成本约为 15 万元人民币，以至 2025 年累计销售 600 万辆测算，至 2025 年 MEB 电动车产业链市场空间达 9,000 亿，上海众源布局的 CO<sub>2</sub> 热泵属于热管理系统，热管理系统在整车成本占比约为 7%，其中 CO<sub>2</sub> 热泵成本占热管理系统比例约为 10%。目前新能源汽车中 CO<sub>2</sub> 热泵的装配率不足 5%，我们假设随着 CO<sub>2</sub> 热泵技术的成熟，其渗透率将会快速提升，据此测算，至 2025 年大众 MEB 平台电动车 CO<sub>2</sub> 热泵市场空间累计达 17 亿元。（具体测算过程见附表）

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.5/2.2/3.2 亿，对应 PE 分别为 61/42/28 倍，维持“增持”评级。

■ 风险提示：新业务拓展不及预期；下游汽车行业投资不及预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	34.95
一年最低/最高价	18.30/55.55
市净率(倍)	9.92
流通 A 股市值(百万元)	8911.43

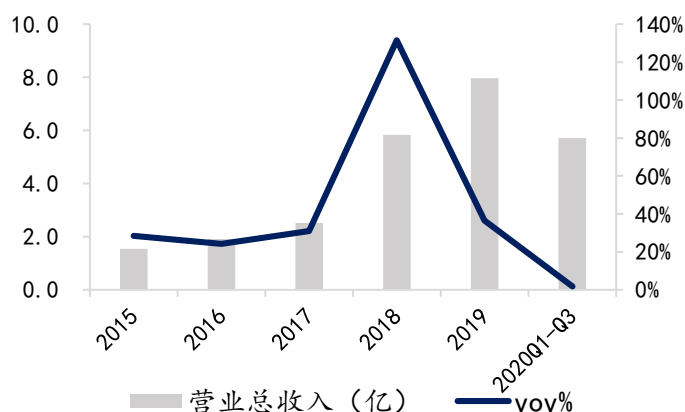
## 基础数据

每股净资产(元)	3.52
资产负债率(%)	17.03
总股本(百万股)	260.94
流通 A 股(百万股)	254.98

## 相关研究

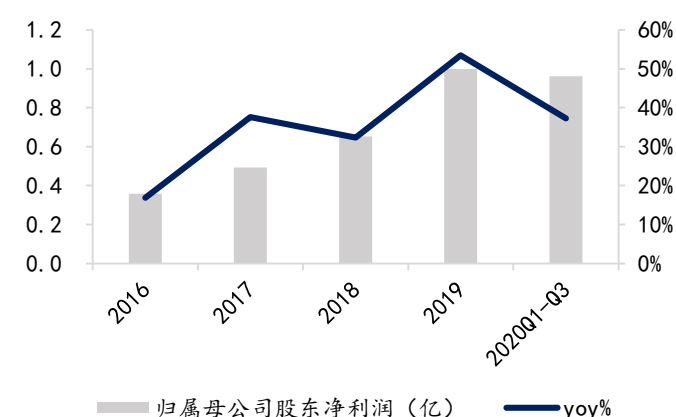
- 1、《克来机电（603960）：中报业绩高增长，切入大众 MEB 产业链迎机遇》2020-08-26
- 2、《克来机电（603960）：电动车热泵获突破，将受益于大众 MEB 放量》2020-08-06
- 3、《克来机电（603960）：业绩维持较快增长，产能瓶颈缓解+业务拓展带来弹性空间》2020-04-23

图 1: 2020Q1-Q3 实现营收 5.71 元, 同比+1.8%



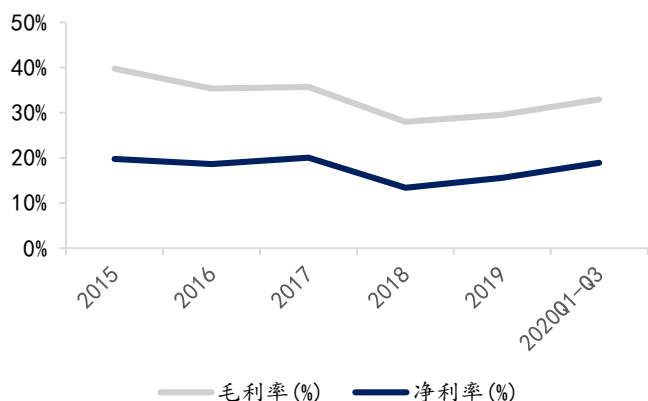
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2020Q1-Q3 实现归母净利润 0.96 亿元, 同比+37.3%



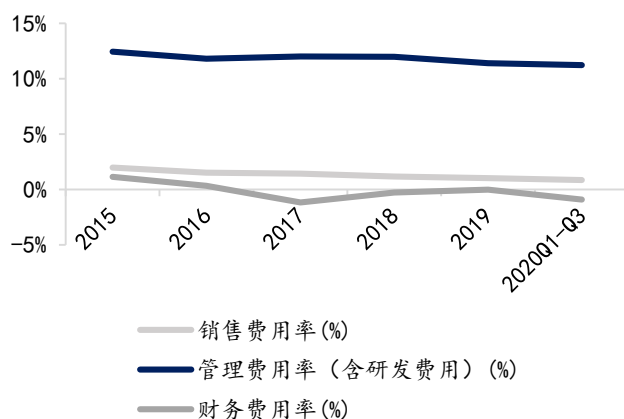
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 2020Q1-Q3 毛利率 33.0%, 净利率 18.9%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 2020Q1-Q3 期间费用率 11.2%, 同比维持稳定



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 大众 MEB 平台电动车 CO2 热泵市场空间测算

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
大众MEB平台电动车销售量 (万台) (1)	10	46	82	118	154	190	250	315	385	450
大众MEB平台电动车单车成本 (万元) (2)	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
热管理系统成本占比 (3)	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
CO2热泵成本占热管理系统比重 (4)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
CO2热泵单车价值量 (元) (5) = (2) * (3) * (4)	1050	1050	1050	1050	1050	1050	1050	1050	1050	1050
CO2热泵渗透率 (6)	5%	10%	15%	20%	30%	40%	60%	80%	90%	90%
配备CO2热泵的大众MEB平台电动车销售量 (万台) (7) = (1) * (6)	0.5	4.6	12.3	23.6	46.2	76	150	252	346.5	405
CO2热泵市场空间 (亿元) (8) = (6) * (7)	0.1	0.5	1.3	2.5	4.9	8.0	15.8	26.5	36.4	42.5
累计市场空间 (亿元) (9) = sum (8)	0.1	0.5	1.8	4.3	9.2	17.1	32.9	59.3	95.7	138.3

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

## 克来机电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>847</b>	<b>986</b>	<b>1375</b>	<b>2016</b>	<b>营业收入</b>	<b>796</b>	<b>877</b>	<b>1256</b>	<b>1796</b>
现金	462	443	598	906	减:营业成本	561	565	807	1152
应收账款	160	240	344	492	营业税金及附加	5	4	6	9
存货	127	263	376	537	营业费用	8	7	10	14
其他流动资产	99	39	57	81	管理费用	49	104	145	201
<b>非流动资产</b>	<b>399</b>	<b>552</b>	<b>591</b>	<b>567</b>	财务费用	-0	-3	-4	-11
长期股权投资	1	1	1	1	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	166	283	346	350	加:投资净收益	-0	0	0	0
在建工程	18	56	35	10	其他收益	-37	3	3	3
无形资产	90	87	84	81	<b>营业利润</b>	<b>137</b>	<b>202</b>	<b>295</b>	<b>434</b>
其他非流动资产	125	125	125	125	加:营业外净收支	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>1246</b>	<b>1537</b>	<b>1965</b>	<b>2583</b>	<b>利润总额</b>	<b>140</b>	<b>205</b>	<b>298</b>	<b>437</b>
<b>流动负债</b>	<b>357</b>	<b>493</b>	<b>695</b>	<b>981</b>	减:所得税费用	16	24	34	51
短期借款	12	20	20	20	少数股东损益	24	31	45	66
应付账款	160	170	243	347	<b>归属母公司净利润</b>	<b>100</b>	<b>151</b>	<b>219</b>	<b>321</b>
其他流动负债	186	303	432	614	EBIT	181	200	291	423
<b>非流动负债</b>	<b>145</b>	<b>145</b>	<b>145</b>	<b>145</b>	EBITDA	207	225	326	464
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	145	145	145	145	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>503</b>	<b>638</b>	<b>840</b>	<b>1126</b>	每股收益(元)	0.57	0.58	0.84	1.23
少数股东权益	137	165	205	265	每股净资产(元)	3.45	2.81	3.52	4.57
					发行在外股份(百万股)	176	261	261	261
归属母公司股东权益	606	734	920	1192	ROIC(%)	20.9%	21.0%	31.9%	43.9%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1246</b>	<b>1537</b>	<b>1965</b>	<b>2583</b>	ROE(%)	16.5%	20.5%	23.8%	26.9%
					毛利率(%)	29.5%	35.6%	35.7%	35.8%
					销售净利率(%)	12.6%	17.2%	17.4%	17.9%
					资产负债率(%)	40.3%	41.5%	42.8%	43.6%
					收入增长率(%)	36.5%	10.1%	43.3%	42.9%
					净利润增长率(%)	53.5%	50.6%	45.3%	46.7%
					P/E	61.43	60.57	41.69	28.43
					P/B	10.13	12.43	9.92	7.65
					EV/EBITDA	32.05	43.39	30.57	22.10

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>