

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年08月26日
市场数据

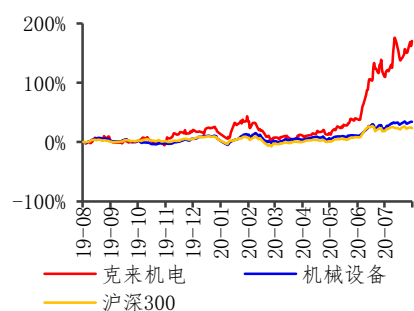
目前股价	52.69
总市值（亿元）	137.49
流通市值（亿元）	134.35
总股本（万股）	26,094
流通股本（万股）	25,498
12个月最高/最低	54.90/18.30

分析师

分析师：王志杰 S1070519050002

☎ 021-31829812

✉ wangzhijie@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<业绩高速增长，新业务领域多点开花>>

2020-04-23

<<三季度业绩超预期，新领域拓展顺利>>

2019-10-31

<<上半年业绩超预期，新业务多点开花>>

2019-08-03

上半年业绩大幅增长，上海众源协同效应不断强化

——克来机电（603960）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	583.22	796.30	1051.12	1334.92	1601.91
(+/-%)	131.51%	36.54%	32.00%	27.00%	20.00%
净利润（百万元）	65.15	99.99	158.02	211.20	257.28
(+/-%)	32.31%	53.49%	58.03%	33.65%	21.82%
摊薄 EPS（元/股）	0.25	0.38	0.61	0.81	0.99
PE	204.27	133.09	84.22	63.01	51.73

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **上半年业绩大幅增长，毛利率显著提升：**2020年上半年公司实现营业收入 3.86 亿元，同比增幅 10.79%；归属上市公司股东的净利润为 7111.05 万元，同比增幅 54.76%。其中公司 2020 年第二季度单季实现营业收入 2.18 亿元，同比增幅 16.86%；实现归属上市公司股东的净利润为 4219.93 万元，同比增幅 92.70%，单季度业绩同比接近翻倍。公司深耕主业并不断提升核心竞争力，上半年收入和利润均稳步提升。公司上半年经营活动产生的现金流量净额为 9184.32 万元，同比上升 70.28%，主要系净利润规模扩大以及此前博世集团海外订单采购款与销售款不同步所致。公司 2020 年上半年销售毛利率为 34.80%，比去年同期上升 6.12 个 PCT，主要系销售的部分生产线毛利率较高及国六发动机配套产品销售比重上升等因素影响所致。同时，公司上半年销售费用、管理费用和财务费用分别为 307.15 万元、2065.24 万元和 -348.67 万元，同比增幅分别为 -8.99%、13.98% 和 -604.35%。

■ **积极把握国六配套新机遇，上海众源协同效应不断强化：**上半年受全球疫情影响，公司主要客户订单均有不同程度的推延，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，较上年同期有所减少，2020 年全国范围内实施国六排放标准，公司全面推出国六发动机配套高压燃油分配器及高压油管产品，汽车发动机配套零部件业务收入较同期增加，2020 年上半年汽车发动机配套零部件业务中燃油分配器销量为 124.66 万件、燃油管销量为 96.98 万件、冷却水硬管销量为 156.11 万件。新签合同主要集中在全自动化口罩机生产线、新能源汽车电子(电机、电控、能量回收等)、汽车内饰等领域。公司以子公司上海众源作为柔性自动化服务的样板，开启切入发动机及其零配件装备服务的窗口，拓展公司产品在汽车核心零配件装备领域的服务能力，拓宽公司的下游市场。上海众源目前

主要给大众汽车发动机工厂供应中高压管路，系大众汽车发动机零配件的主要供应商之一，进入门槛较高。上海众源与大众汽车的渠道资源有望为公司带来更好的协同效应，充分发挥在汽车行业的自动化智能装备服务的优势。上海众源组建了覆盖研发、生产制造、质量检测与物流管理等创新型的专业汽车发动机配套管路及二氧化碳热泵空调管路系统的研发团队，利用公司与子公司之间在技术和装备上协同效应和创新性突破，填补了我国在二氧化碳热泵空调管路系统产品领域空白，二氧化碳空调管路研发产品能够解决目前二氧化碳热泵空调管路系统产品缺陷导致的二氧化碳泄漏问题。公司的二氧化碳高压管路系统（冷媒导管）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。

- **深耕汽车电子领域优质赛道，多点布局新业务：**公司深耕汽车电子领域这一优质赛道，不断扩大智能装备及工业机器人在汽车电子领域的产能，积极投入系统集成核心技术的研发和创新。上半年公司研发投入 2148.02 万元，同比增长 18.85%，占比达到 5.56%。在传统汽车电子领域，公司积极推进 IGBT 模块封装测试设备技术的研发和应用，部分技术已成功应用到联合汽车电子的 PM4（第四代高频电源模块）项目和上汽英飞凌 IGBT 模块生产。在新能源车的汽车电子领域，公司开拓了新能源车用驱动电机控制器(PEU)和充电逆变器（CharCon）的组装及测试高端成套装备领域，掌握了该产品自动化柔性组装和在线测试的工艺及装备技术，进一步提升了装备开发效率、扩大了产能，稳步提升市场的占有率；随着新能源汽车驱动模块的集成化发展，“电机+电机控制器+变速箱”被组合成一个独立电主轴(E-Axle)模块,公司突破了相关技术难点,获得了上海大众 MEB 项目配套的电主轴装配及测试自动化生产线项目的业务合同,为公司的智能化生产线业务开辟了一个新领域。针对汽车电子化程度提升的趋势以及汽车能源利用率提升的需求,公司在车身稳定电子系统的 ESP9.0、IPB 等产品的装配测试生产线领域不断提升自动化与智能化程度,获得了博世集团的重要订单,在汽车能量回收系统的装配生产线领域取得了核心技术突破并获取了大额订单。此外,公司还积极拓展机器人自动化和智能化生产技术在汽车内饰行业、食品生产及食品包装领域的应用,在多个领域推进业务全面发展。
- **投资建议：**公司上半年业绩大幅增长，毛利率显著提升，国六配套带来新发展机遇，子公司上海众源协同效应不断强化，新业务领域多点开花。我们预测 2020-2022 年公司的 EPS 分别为 0.61 元、0.81 元和 0.99 元，对应 PE 分别为 84.22 倍、63.01 倍和 51.73 倍。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；订单不及预期，客户集中度较高风险；技术研发风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	583.22	796.30	1051.12	1334.92	1601.91	成长性					
营业成本	419.85	561.06	709.51	907.75	1073.28	营业收入增长	131.51%	36.54%	32.00%	27.00%	20.00%
销售费用	6.87	8.22	13.55	16.45	18.94	营业成本增长	159.19%	33.63%	26.46%	27.94%	18.24%
管理费用	38.93	41.09	89.35	80.10	88.10	营业利润增长	55.74%	58.27%	46.10%	37.25%	25.19%
研发费用	31.01	49.71	30.38	48.23	72.34	利润总额增长	54.36%	53.53%	45.21%	36.63%	24.86%
财务费用	-1.70	-0.10	1.59	-0.12	-2.38	净利润增长	32.31%	53.49%	58.03%	33.65%	21.82%
其他收益	4.05	5.24	3.01	3.76	4.01	盈利能力					
投资净收益	0.11	-0.13	-0.06	-0.06	-0.03	毛利率	28.01%	29.54%	32.50%	32.00%	33.00%
营业利润	86.25	136.51	199.44	273.73	342.69	销售净利率	13.38%	15.54%	16.62%	17.97%	18.74%
营业外收支	4.92	3.46	3.81	3.97	4.04	ROE	13.46%	16.65%	19.67%	21.78%	21.95%
利润总额	91.17	139.97	203.25	277.69	346.73	ROIC	19.80%	40.04%	23.26%	55.93%	34.78%
所得税	13.16	16.19	28.55	37.88	46.53	营运效率					
少数股东损益	12.86	23.79	16.68	28.62	42.92	销售费用/营业收入	1.18%	1.03%	1.29%	1.23%	1.18%
净利润	65.15	99.99	158.02	211.20	257.28	管理费用/营业收入	6.67%	5.16%	8.50%	6.00%	5.50%
						研发费用/营业收入	5.32%	6.24%	2.89%	3.61%	4.52%
资产负债表						财务费用/营业收入	-0.29%	-0.01%	0.15%	-0.01%	-0.15%
						投资收益/营业利润	0.13%	-0.10%	-0.03%	-0.02%	-0.01%
流动资产	565.76	847.42	945.08	1246.17	1406.40	所得税/利润总额	14.43%	11.56%	14.05%	13.64%	13.42%
货币资金	171.34	461.68	163.94	643.34	427.32	应收账款周转率	4.57	4.94	4.29	4.63	4.80
应收票据及应收账款合计	164.93	157.45	377.52	247.70	468.43	存货周转率	2.69	3.41	3.41	3.41	3.41
其他应收款	0.97	2.94	2.22	4.33	3.53	流动资产周转率	1.07	1.13	1.17	1.22	1.21
存货	202.20	126.77	289.24	243.01	386.30	总资产周转率	0.72	0.73	0.79	0.83	0.84
非流动资产	374.88	398.77	473.57	549.95	610.51	偿债能力					
固定资产	159.22	165.56	220.41	280.38	334.08	资产负债率	38.39%	40.34%	36.35%	37.87%	31.45%
资产总计	940.63	1246.19	1418.65	1796.11	2016.91	流动比率	1.62	2.37	2.40	2.14	2.50
流动负债	350.19	357.42	393.75	581.74	562.08	速动比率	0.96	1.74	1.38	1.54	1.60
短期借款	59.88	11.80	13.70	11.80	11.80	每股指标 (元)					
应付款项	125.74	160.02	103.02	249.79	184.33	EPS	0.25	0.38	0.61	0.81	0.99
非流动负债	10.93	145.31	121.91	98.37	72.15	每股净资产	1.87	2.21	2.70	3.40	4.26
长期借款	0.00	143.39	119.99	96.45	70.23	每股经营现金流	0.20	0.82	-0.74	2.44	-0.24
负债合计	361.12	502.73	515.66	680.12	634.23	每股经营现金/EPS	0.78	2.14	-1.22	3.01	-0.24
股东权益	579.52	743.46	888.11	1101.11	1367.79	估值					
股本	135.20	175.76	260.94	260.94	260.94	PE	204.27	133.09	84.22	63.01	51.73
留存收益	198.40	285.28	424.87	604.44	833.03	PEG	5.59	2.60	1.64	1.39	1.51
少数股东权益	90.76	137.30	153.98	182.59	225.51	PB	27.23	23.12	18.91	14.99	11.97
负债和权益总计	940.63	1246.19	1418.65	1796.11	2016.91	EV/EBITDA	120.58	80.87	60.88	43.43	35.65
						EV/SALES	22.80	16.50	12.81	9.73	8.25
现金流量表						EV/IC	23.77	17.22	14.96	12.25	10.50
						ROIC/WACC	2.04	4.13	2.40	5.63	3.43
经营活动现金流	10.57	222.37	-192.43	635.53	-62.59	REP	11.63	4.16	6.23	2.18	3.06
其中营运资本减少	-45.25	63.98	-390.96	366.58	-397.27						
投资活动现金流	-157.52	-65.41	-97.03	-105.63	-97.43						
其中资本支出	67.95	45.53	74.99	76.57	60.73						
融资活动现金流	22.53	133.39	-10.18	-48.61	-56.00						
净现金总变化	-124.43	290.34	-299.64	481.29	-216.02						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>