

汽零业务放量，Q3业绩持续改善

2020年10月23日

【投资要点】

- ◆ 公司近期发布2020年三季度报，2020年前三季度实现营收85.9亿元，同比下降0.3%，环比上升61.6%；归母净利润为10.9亿元，同比上升3.4%，环比上升69.7%，扣非归母净利润为9.6亿元，同比下降8.9%。
- ◆ 三季度收入同比增长17.4%。公司单三季度实现营收32.8亿元，同比上升17.4%，归母净利润4.5亿元，同比提升23.5%，扣非归母净利润为3.7亿元，同比下降8.3%。三季度收入快速增长，主要得益于下游汽零行业需求改善订单放量。
- ◆ 盈利能力逐步改善，费用端控制良好。公司前三季度毛利率28.69%，同比-0.05pct，单三季度毛利率30.14%，同比+0.5pct，环比+1.17pct，单季度盈利能力改善。费用方面，公司前三季度期间费用率为15.1%，较去年同期13.7%提升1.45pct；20年前三季度销售/管理/财务/研发费用率分别为4.6% / 5.8% / 0.5% / 4.3%，分别同比变动+0.3pct / +0.6pct / +0.8pct / -0.3pct。
- ◆ 空调内需持续回暖，汽零业务迎高速增长。公司是制冷控制元器件行业的龙头，三季度国内的空调等白电终端需求持续回暖，单三季度销量同比增长4%，增速转正，带动公司的制冷业务稳步回升；此外，随着空调新能效标准实施，公司的主要产品电子阀的市场渗透率有望进一步提升。汽零业务方面，新能源汽车核心客户特斯拉Q3的全球产量同比增长51%，交付量同比增长44%，汽零订单快速放量。此外，沃尔沃、蔚来、大众MEB平台等客户订单也逐步释放，预计未来汽零业务将保持高速发展。
- ◆ 拟发行30亿可转债，扩充制冷空调元件产能。公司近期公告，拟发行不超过30亿元可转债，用于年产6500万套商用智能空调控制元器件建设项目、年产5050万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目、及补充流动资金。项目的建设期分别为6、4年，预计达产后将分别新增36.3 / 19.8亿元年销售收入、10.5 / 4.5亿元利润，进一步增厚公司业绩。公司顺应行业需求的发展趋势，加大商用空调及节能空调控制元器件产能布局，有利于提升规模效应，增强产品的市场竞争力。

挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

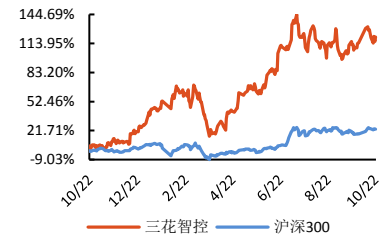
证券分析师：于那

证书编号：S1160520100001

联系人：马建华

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	82150.00
流通市值 (百万元)	80400.69
52周最高/最低 (元)	26.05/13.23
52周最高/最低 (PE)	66.59/28.77
52周最高/最低 (PB)	9.85/4.37
52周涨幅 (%)	120.70
52周换手率 (%)	219.75

相关研究

《制冷产品结构优化+汽零业务高增长驱动公司业绩》	2020.02.18
《主营业务高增长，股权激励护航业绩提升》	2018.08.13
《业绩稳健增长，汽零业务可期》	2018.04.18
《放眼“蔚来”加码新能源，业绩增长可期》	2018.01.11

【投资建议】

公司是全球制冷业务龙头，新能源热泵业务行业领先，竞争优势显著，制冷空调业务稳步发展，汽零业务高速增长。考虑上半年疫情影响，我们小幅下调年初对公司 20-21 年的收入及净利润预测，预计 2020-2021 年公司收入 117.0/135.1 亿元，同比增长 3.65%/15.51%，归母净利润 15.1/18.2 亿元，同比增长 6.28%/20.32%；预计 2022 年营业收入 152.7 亿元，同比增长 13.01%，归母净利润 20.8 亿元，同比增长 14.53%。对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.42/0.51/0.58 元，对应 PE 分别为 53/44/39 倍。维持公司“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11287.49	11699.14	13513.92	15272.62
增长率(%)	4.17%	3.65%	15.51%	13.01%
EBITDA（百万元）	1903.56	2050.26	2346.21	2630.32
归属母公司净利润（百万元）	1421.20	1510.46	1817.43	2081.51
增长率(%)	9.97%	6.28%	20.32%	14.53%
EPS(元/股)	0.40	0.42	0.51	0.58
市盈率 (P/E)	43.80	53.25	44.25	38.64
市净率 (P/B)	6.70	6.92	5.98	5.18
EV/EBITDA	24.78	38.03	32.89	28.92

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

新能源汽车政策变动；
 新能源汽车终端需求不及预期；
 下游空调行业不景气；
 原材料价格大幅波动；
 汇率大幅波动。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	10051.19	10712.95	12469.49	14547.19
货币资金	2663.72	3106.24	3870.77	4965.78
应收及预付	4031.36	4200.86	4846.98	5475.72
存货	2180.84	2227.12	2558.73	2896.91
其他流动资产	1175.28	1178.73	1193.01	1208.78
非流动资产	4739.00	5358.63	5886.98	6409.61
长期股权投资	14.52	14.52	14.52	14.52
固定资产	3379.61	3838.57	4290.44	4744.71
在建工程	480.96	541.85	553.03	557.29
无形资产	525.87	629.92	698.35	765.77
其他长期资产	338.04	333.78	330.64	327.31
资产总计	14790.19	16071.58	18356.46	20956.80
流动负债	4708.28	3635.70	4083.05	4579.41
短期借款	1295.61	34.26	0.00	0.00
应付及预收	2741.89	2904.47	3315.13	3742.89
其他流动负债	670.78	696.97	767.92	836.52
非流动负债	716.49	716.49	716.49	716.49
长期借款	392.88	392.88	392.88	392.88
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	323.61	323.61	323.61	323.61
负债合计	5424.77	4352.20	4799.54	5295.91
实收资本	2765.66	3592.04	3592.04	3592.04
资本公积	1090.80	1090.80	1090.80	1090.80
留存收益	5838.29	7348.75	9166.18	11247.69
归属母公司股东权益	9291.63	11628.48	13445.91	15527.42
少数股东权益	73.79	90.90	111.01	133.47
负债和股东权益	14790.19	16071.58	18356.46	20956.80

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11287.49	11699.14	13513.92	15272.62
营业成本	7946.84	8203.44	9446.23	10663.34
税金及附加	92.31	84.23	89.19	91.64
销售费用	588.55	552.20	636.51	714.76
管理费用	595.78	629.27	722.28	816.32
研发费用	532.01	514.76	600.49	683.29
财务费用	-7.77	52.89	20.50	19.64
资产减值损失	-27.90	-1.30	-0.60	-0.74
公允价值变动收益	27.91	0.00	0.00	0.00
投资净收益	25.34	38.32	42.33	46.30
资产处置收益	0.28	-0.83	-0.31	-0.48
其他收益	101.97	85.55	102.83	118.33
营业利润	1663.99	1784.09	2142.96	2447.04
营业外收入	6.79	0.00	0.00	0.00
营业外支出	7.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	1663.07	1784.09	2142.96	2447.04
所得税	229.25	256.51	305.42	343.08
净利润	1433.82	1527.58	1837.54	2103.97
少数股东损益	12.61	17.12	20.11	22.46
归属母公司净利润	1421.20	1510.46	1817.43	2081.51
EBITDA	1903.56	2050.26	2346.21	2630.32

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1900.16	1848.84	1633.21	1919.25
净利润	1433.82	1527.58	1837.54	2103.97
折旧摊销	371.57	335.01	326.99	327.05
营运资金变动	39.05	-30.46	-510.41	-486.32
其它	55.72	16.70	-20.91	-25.44
投资活动现金流	222.92	-918.46	-813.93	-804.60
资本支出	-858.61	-956.78	-856.25	-850.90
投资变动	-1.80	0.00	0.00	0.00
其他	1083.33	38.32	42.33	46.30
筹资活动现金流	-733.81	-487.86	-54.76	-19.64
银行借款	2220.99	-1261.35	-34.26	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	826.38	0.00	0.00
其他	-2954.80	-52.89	-20.50	-19.64
现金净增加额	1389.24	442.52	764.53	1095.01
期初现金余额	1164.54	2663.72	3106.24	3870.77
期末现金余额	2553.78	3106.24	3870.77	4965.78

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%)				
营业收入增长	4.17%	3.65%	15.51%	13.01%
营业利润增长	7.61%	7.22%	20.12%	14.19%
归属母公司净利润增长	9.97%	6.28%	20.32%	14.53%
获利能力 (%)				
毛利率	29.60%	29.88%	30.10%	30.18%
净利率	12.70%	13.06%	13.60%	13.78%
ROE	15.30%	12.99%	13.52%	13.41%
ROIC	11.71%	11.87%	12.22%	12.17%
偿债能力				
资产负债率 (%)	36.68%	27.08%	26.15%	25.27%
净负债比率	57.92%	37.14%	35.40%	33.82%
流动比率	2.13	2.95	3.05	3.18
速动比率	1.66	2.32	2.41	2.53
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.73	0.74	0.73
应收账款周转率	6.03	5.95	5.96	5.97
存货周转率	5.18	5.25	5.28	5.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.42	0.51	0.58
每股经营现金流	0.53	0.51	0.45	0.53
每股净资产	2.59	3.24	3.74	4.32
估值比率				
P/E	43.80	53.25	44.25	38.64
P/B	6.70	6.92	5.98	5.18
EV/EBITDA	24.78	38.03	32.89	28.92

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。