

# 八菱科技 (002592)

证券研究报告

2019年01月06日

## 坚定转型 由单核驱动转三驾马车

汽车零部件以模块化为基，紧随新能源大潮。公司是目前国内最大的汽车散热器原装整车配套企业之一，2018H1 公司汽车零部件业务(包括散热器、中冷器、油冷器、冷凝器、保险杠等)实现营收 3.4 亿元，营收贡献高达 92.0%。其中：1) 模块化供货，提升市场份额：公司铝质散热器、暖风机二者营收贡献长期维持 60%+。2) 新能源热交换市场前景广阔，有望成为新的增长点：2015 年，公司中标两款电动车散热器及一款水冷中冷器散热系统的低温散热器；2018H1，公司新开发的新能源车电池板式换热器产品获得了定点配套资格。

实景演出项目上座率持续爬坡，盈利可期。《远去的恐龙》于 2018 年 5 月正式公演，3-6 月观看人数分别达 4,768、5,688、5,497、13,725 人次。假设按工作日、周末每天分别安排 3、5 场，每场 600、1,100 人次，票价每人 200 元保守估算，《远去的恐龙》每年观演人数或将达到 120 万，年收入有望达 2.4 亿元。此外，公司全资子公司印象恐龙、北京恐龙将主要围绕《远去的恐龙》等项目新增文化演艺业务延伸，助力文化产业盈利能力持续提升。

收购前瞻医药业务，业绩承诺 3 年 10 亿。2018 年 12 月 27 日，公司签署《股份转让协议》，拟收购北京弘润天源 100% 股权，布局生物细胞科技产业。弘润天源实际控制人旗下的安杰玛集团目前为弘润天源的主要销售渠道之一，保障未来业绩持续性。此外，弘润天源 2017 年实现营收和净利润 3.4、2.1 亿元，且承诺 2019-2021 年经审计后的净利润累计不低于 10 亿元人民币。若收购完成，有望增厚公司业绩。

投资建议：公司有望形成三驾马车驱动的格局。汽车板块随新能源产品有望成为新的增长点；《远去的恐龙》项目盈利可期；若成功并购弘润天源，医药业务有望贡献 3 年 10 亿净利。若公司收购弘润天源失败，那么我们预计 2018-2020 年归母净利润分别为 0.19 亿、0.61 亿、1.15 亿元，对应 EPS 分别为 0.07 元/股、0.21 元/股、0.41 元/股；若并购成功，那么我们预计 2018-2020 年归母净利润分别为 0.19 亿、2.61 亿、4.08 亿元，对应 EPS 分别为 0.07 元/股、0.92 元/股、1.48 元/股。若文化板块业务 18 年维持盈亏平衡，医药和汽车板块分别贡献约 2.1 亿和 0.5 亿归母净利润，加权算的公司目标市值约为 70 亿，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：热交换器市场竞争加剧；实景演出项目效益不及预期；弘润天源并购中存在的尽职调查后终止的风险、未来无法达成正式协议的风险、框架协议及关联交易未能通过股东大会审议的风险等。

### 投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	22.09 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	283.33
流通 A 股股本(百万股)	209.45
A 股总市值(百万元)	6,258.79
流通 A 股市值(百万元)	4,626.67
每股净资产(元)	6.74
资产负债率(%)	21.04
一年内最高/最低(元)	26.17/9.42

### 作者

邓学	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
娄周鑫	联系人
louzhouxin@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	878.40	774.61	700.01	821.81	1,018.57
增长率(%)	35.36	(11.82)	(9.63)	17.40	23.94
EBITDA(百万元)	148.77	165.70	35.01	77.51	139.30
净利润(百万元)	128.41	135.04	19.21	60.84	115.47
增长率(%)	2.48	5.16	(85.78)	216.71	89.80
EPS(元/股)	0.45	0.48	0.07	0.21	0.41
市盈率(P/E)	48.74	46.35	325.82	102.88	54.20
市净率(P/B)	3.02	2.93	2.91	2.85	2.75
市销率(P/S)	7.13	8.08	8.94	7.62	6.14
EV/EBITDA	50.84	35.82	155.56	70.69	39.38

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 从热交换器龙头到多元化经营 .....	3
2. 三驾马车驱动拉动增长 .....	5
2.1. 汽车零部件板块：模块化为基，紧随新能源大潮 .....	5
2.2. 文化板块：上座率持续爬坡，盈利可期 .....	7
2.3. 医药板块：前瞻业务，业绩承诺 3 年 10 亿 .....	8
3. 投资建议 .....	10
4. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1：股权结构图（截至 2018/09/30） .....	3
图 2：2011-2018Q3 公司营收及营收增速（单位：亿元，%） .....	4
图 3：2011-2018Q3 公司归母净利润及毛利率（单位：亿元，%） .....	4
图 4：2011-2018H1 公司主营构成（单位：%） .....	5
图 5：2018H1 公司主要产品营业收入占比（单位：%） .....	5
图 6：热交换器生产企业 .....	6
图 7：2017 年我国演出市场收入结构（单位：%） .....	8
图 8：弘润天源主营业务 .....	9
表 1：公司主要产品与用途及主要客户 .....	3
表 2：主要参股或控股子公司业务与营收情况（单位：万元） .....	4
表 3：公司 2016 年-2018H1 热交换系统新开发产品与配套客户 .....	6
表 4：公司文化艺术产业拓展历程 .....	7
表 5：2018 年公司前 10 名股东持股情况变化 .....	8
表 6：八菱科技业绩预测 .....	10
表 7：行业内公司估值比较（截止 2019/01/04） .....	10

## 1. 从热交换器龙头到多元化经营

**热交换器龙头，产品配套全类车型。**公司成立于 2001 年，是目前国内最大的汽车散热器原装整车配套企业之一，主要汽车产品包括散热器、中冷器、油冷器、冷凝器、保险杠等。公司主要服务于国内整车厂商，为上汽通用五菱、长安汽车、长安马自达、吉利汽车、奇瑞汽车、东风汽车、一汽解放、北汽福田、玉柴重工、柳工等主机厂提供配套。公司配套车型集中于 MPV 和交叉型乘用车，轿车和 SUV 次之，客车、载货汽车配套量较少。

表 1：公司主要产品与用途及主要客户

主要产品	用途	主要客户
散热器	利用冷空气降低散热器内来自发动机的冷却液温度	上汽通用五菱、长安汽车、长安马自达、吉利、奇瑞、东风汽车、一汽解放、北汽福田、玉柴重工、柳工等
中冷器	涡轮增压的配套件，降低发动机的进气温度，提高换气效率	上汽通用五菱、长安汽车、长安马自达、吉利、奇瑞、东风汽车、一汽解放、北汽福田、玉柴重工、柳工等
油冷器	主要用于车辆、工程机械、船舶等发动机润滑油或燃油的冷却	上汽通用五菱、长安汽车、长安马自达、吉利、奇瑞、东风汽车、一汽解放、北汽福田、玉柴重工、柳工等
冷凝器	冷却制冷剂并将其凝结成液态制冷剂	上汽通用五菱、长安汽车、长安马自达、吉利、奇瑞、东风汽车、一汽解放、北汽福田、玉柴重工、柳工等
保险杠	吸收和减缓外界冲击力、防护车身前后部的安全装置	上汽通用五菱、长安汽车、长安马自达、吉利、奇瑞、东风汽车、一汽解放、北汽福田、玉柴重工、柳工等

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**多元化经营，积极布局新材料与文化产业。**截至 2018Q3，公司实际控制人为杨竞忠、顾瑜（董事长）夫妇，持股比例共计 42.16%。公司旗下多家参股、控股子公司主要涉及汽车零部件业务、新材料业务、文化艺术产业业务等。其中：**1）汽车零部件业务：**青岛五菱、柳州五菱、南宁全世泰、重庆五菱、五菱印尼 5 个参股或控股子公司主营汽车热交换器产品的生产和销售。**2）新材料业务：**广西华纳主营建筑涂料、碳酸钙粉、纳米碳酸钙的研发、生产和销售，2018H1 实现营收和净利润 27,396、2,307 万元。**3）文化产业：**苏州印象、印象恐龙、北京恐龙主营以实景演出为主的文化产业，包括文化艺术交流、票务代理、文艺演出、演出经纪等业务。

图 1：股权结构图（截至 2018/09/30）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 2：主要参股或控股子公司业务与营收情况（单位：万元）

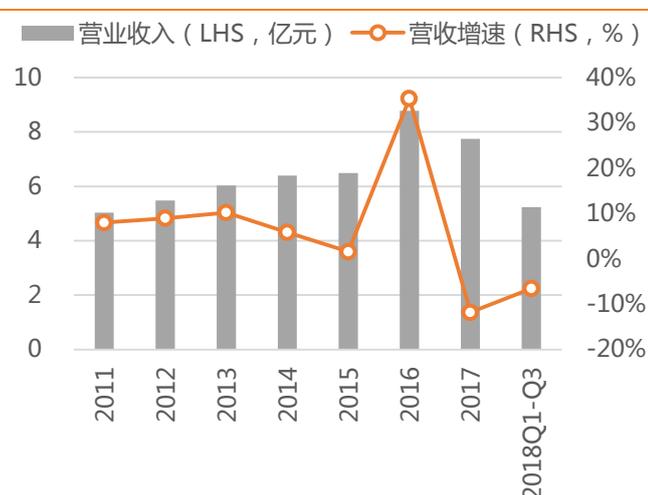
公司名称	持股比例 (%)	主要产品或服务	2017 年		2018H1	
			营收	净利润	营收	净利润
青岛八菱科技有限公司	100%	散热器、汽车配件、空调配件、发电机组配件、工程机械、机车配件、船舶工程设备配件的销售及相关产品技术开发、咨询服务	0	-235.3	0	-301.5
柳州八菱科技有限公司	100%	换热器、汽车配件、发电机组配件、工程机械、机车及船舶工程配件的研发、生产及销售	9,588.7	-31.6	8,879.2	404.3
南宁全世泰零部件有限公司	49%	汽车塑料件、金属件的制造、加工和销售	7,517.4	729.6	2,941.6	293.8
重庆八菱汽车配件有限责任公司	49%	汽车仪表板、保险杠、车门饰板等汽车塑料内、外饰件产品的研发、生产和销售	64,164.1	3,824.8	33,787.0	-2,116.3
八菱科技（印尼）有限公司	直接 95% 间接 5%	换热器生产及销售	-	-52.8	197.9	-119.2
广西华纳新材料科技有限公司	43.65%	建筑涂料、碳酸钙粉、纳米碳酸钙的研发、生产和销售	54,409.6	8,670.2	27,396.4	2,306.6
北京恐龙文化投资有限公司	100%	主要围绕《远去的恐龙》项目进行业务延伸，包括项目投资、文化艺术交流、票务代理等	0	0	0	0
印象恐龙文化艺术有限公司	100%	文化艺术交流、票务代理、文艺演出、演出经纪等	-	-1,221.9	679.4	-2,415.8
苏州印象沙家浜文化艺术有限公司	70%	文化艺术项目策划制作、营业性演出、演出门票收入等	0	0.2	0	0.02
深圳前海八菱投资基金合伙企业	直接 99.98% 间接 0.02%	股权投资、投资管理、投资咨询等	-	2,018.9	-	662.5

资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：2018H1，公司审议通过《关于注销控股子公司（苏州印象沙家浜文化艺术有限公司）的议案》。

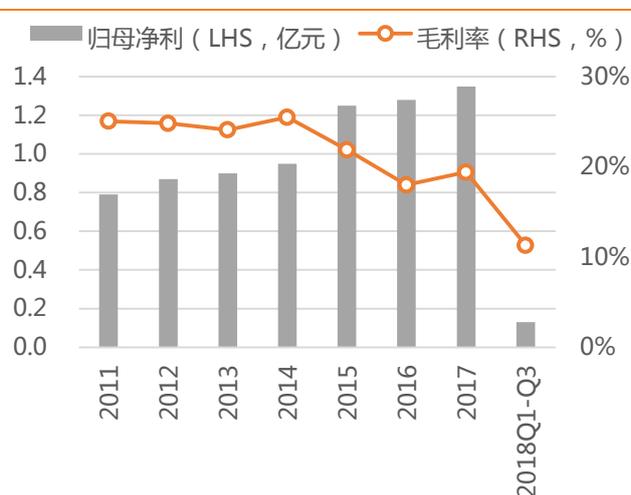
**业绩下滑，毛利率短期承压。**受 2018 年汽车行业低迷影响，公司部分产品销量下降幅度较大。其中，2018 年前三季度车用暖风机销量同比下降 43.49%；其次部分客户对产品结算价进行预降价也导致公司营收同比下降。2018 年前三季度，公司实现营收、归母净利润 5.2 亿元、0.1 亿元，同比下滑 6.5%、87.1%，公司毛利率相较 2017 年的 19.4% 下滑 8.1 个百分点至 11.3%。此外，公司期间费用率同比提升 3.8 个百分点至 12.8%，主要系印象恐龙项目广告宣传费、安保费以及公司折旧费用大幅增加所致。

图 2：2011-2018Q3 公司营收及营收增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2011-2018Q3 公司归母净利润及毛利率（单位：亿元，%）



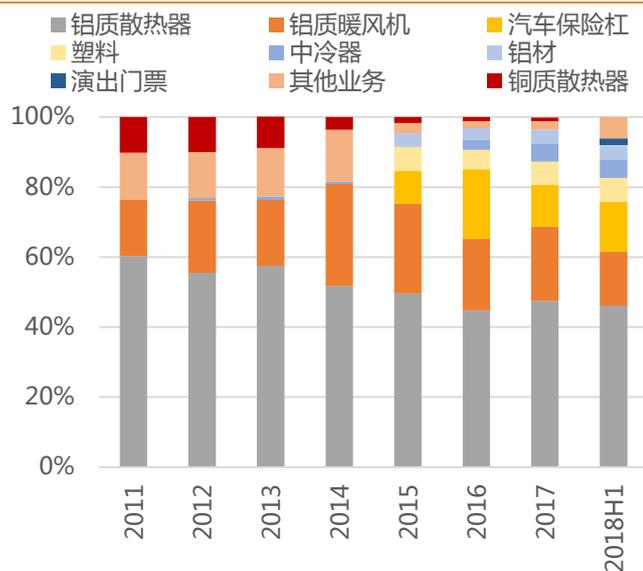
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 三驾马车驱动拉动增长

### 2.1. 汽车零部件板块：模块化为基，紧随新能源大潮

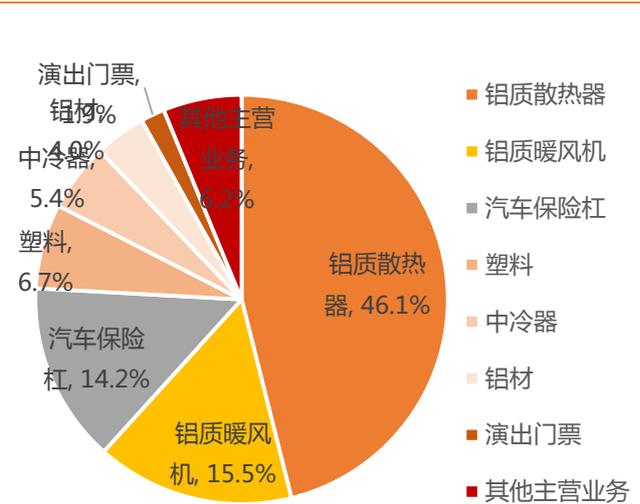
“模块化”、“多样化”、“新能源化”打造汽车零部件竞争优势。2018H1，公司汽车零部件业务实现营收 3.4 亿元，营收贡献高达 92.0%。其中：1) 铝质散热器、铝质暖风机是公司最主要产品，公司通过模块化供货，提升市场份额，二者营收合计占比维持 60%+；2) 公司积极开发新产品和客户，汽车保险杠、塑料业务 2018H1 营收占比分别为 14.2%、6.7%。3) 公司积极布局新能源汽车热交换器行业，有望成为公司新的业务增长点。

图 4：2011-2018H1 公司主营构成（单位：%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：2018H1 公司主要产品营业收入占比（单位：%）

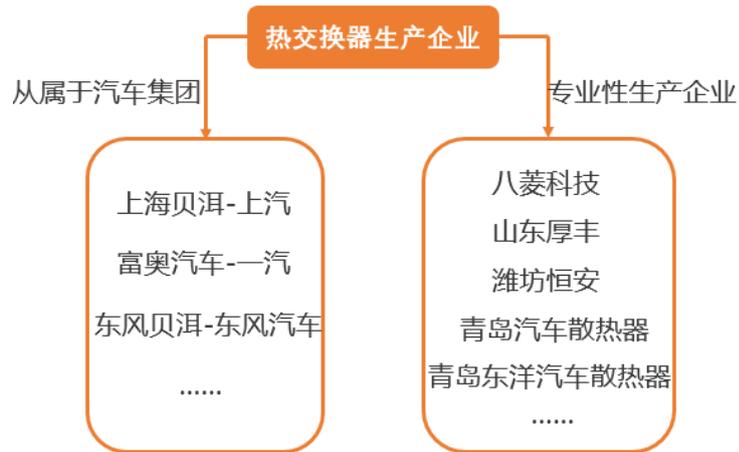


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**模块化供货，稳步渗透。**随着竞争加剧，在小排量的乘用车市场，产品车型更新较快，要求与之配套的散热器厂商必须具备模块化供货能力，缩短整车厂新车型的开发周期。因此，公司重点拓展“模块化”配套业务，形成散热器、暖风机、中冷器、冷凝器、注塑汽车配件等共同配套的业务服务模式。目前公司已成为国内最大的汽车散热器整车配套企业之一，成为上汽通用五菱、东风柳汽、重庆长安、一汽解放、奇瑞汽车等的定点配套供应商。

**热交换器行业集中度不断提高，强者恒强。**国内汽车热交换器行业总体竞争态势主要表现为汽车集团的热交换器生产企业与民营生产企业之间的竞争。从属于国内汽车集团的热交换器生产企业主要包括：上海贝洱热系统有限公司（属于上海汽车工业公司）、富奥汽车零部件股份有限公司（属于一汽集团）、东风贝洱热系统有限公司（属于东风汽车集团）等企业，这些企业大都能从集团内部获得一定的市场份额。民营散热器厂商以八菱科技、山东厚丰、潍坊恒安、青岛汽车散热器、青岛东洋汽车散热器为主。随着竞争加剧，公司作为民营龙头有望随下游行业的出清而逐步壮大，扩大市场份额。

图 6：热交换器生产企业



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

**加快新产品开发和拓展客户，提升盈利能力。**2018H1，公司热交换系统（包括散热器、暖风机、中冷器、冷凝器等）营收占比为 67.0%，铝质散热器、铝质暖风机、中冷器毛利率分别为 11.7%、22.0%、21.8%。为应对市场激烈竞争，公司不断开发新产品和配套客户，2017 年，公司中冷器实现大批量配套，获得长安、柳汽、东风小康等主机厂的定点配套资格；空调冷凝器批量配套上汽通用五菱，并获得奇瑞、吉利等主机厂的配套资格；新开发的外置板翅式油冷器获得了东风小康的配套资格；2018H1，油冷器、低温散热器等产品获得五菱、长安等主机厂的定点配套资格。预计随公司热交换系统产品实现批量供货，公司盈利能力将得到提升。

表 3：公司 2016 年-2018H1 热交换系统新开发产品与配套客户

时间	新开发产品与客户
2016 年	拓展了北汽银翔等 7 家新客户，其中，北汽银翔乘用车散热器已批量供货，张家港乐达和山东昀丰机械已小批量供货。 中冷器实现大批量配套，获得长安、柳汽、东风小康等主机厂的定点配套资格；空调冷凝器批量配套上汽通用五菱，并获得奇瑞、吉利等主机厂的配套资格；
2017 年	新开发的外置板翅式油冷器获得了东风小康的配套资格； 开发出小排量车用涡轮增压发动机中冷器； 拓展了比亚迪、马自达等新客户 6 家。
2018H1	冷凝器、油冷器、低温散热器等产品实现批量供货，并获得五菱、长安等主机厂的定点配套资格； 拓展重庆金康、安徽航瑞等新客户 2 家。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**拓展保险杠业务，受益于汽车保有量增长同步发展。**公司全资子公司柳州八菱投资建设的新型注塑件项目一期于 2015 年 9 月投产，同年公司销售新增产品汽车保险杠 178,785 套，实现营收 5,971.2 万元。次年，公司便获得上汽通用五菱注塑件定点配售资格。截至 2018H1，公司为注塑件二期项目累计投入 3,792.7 万元，投资进度达 58.6%，未来有望成为新的增长点。此外，汽车保险杠属于易耗品，AM 市场亦存在广阔的空间。

**新能源热交换市场前景广阔，有望成为新的业务增长点。**近年来新能源汽车快速发展，热管理系统重要性大幅度提升，导致核心元器件热交换器的数量将不断增加。公司积极布局新能源汽车热交换器行业，2015-2017 年，公司研发支出 2,209.4、2,389.9、2,247.5 万元，重点推进汽车节能减排、汽车智能化以及新能源汽车领域的产品开发，相继推出新能源汽

车低温散热器、智能汽车控制器冷却系统油冷器等一系列新产品。2015 年，公司中标了两款电动车散热器及一款水冷中冷器散热系统的低温散热器；2018H1，公司新开发的新能源车电池板式换热器产品也获得了定点配套资格，未来有望逐步拓展市场成为公司新的业务增长点。

## 2.2. 文化板块：上座率持续爬坡，盈利可期

**积极布局文娱产业，业绩新亮点。**2014 年 12 月，公司收购印象恐龙文化艺术有限公司 100% 股权。2015 年 6 月，公司以 17.37 元/股向杨竞忠、贺立德、覃晓梅、黄生田四名自然人发行 3,399 万股募集资金；其中，4.04 亿投资于《远去的恐龙》大型科幻演出项目，1.70 亿投入《印象·沙家浜》驻场实景演出项目（项目现已终止）。2015 年 8 月，公司注册成立北京恐龙文化投资有限公司，主营文化艺术交流、票务代理、文艺演出、演出经纪等业务。截至 2018H1，公司为《远去的恐龙》项目累计投入 3.7 亿元，投资进度已达 92.6%，项目已于 2018 年 5 月 15 日开启正式公演。

表 4：公司文化艺术产业拓展历程

公告时间	事件概述
2014 年 12 月	公司收购印象恐龙文化艺术有限公司 100% 股权
2015 年 1 月	公司注册成立苏州印象沙家浜文化艺术有限公司
2015 年 6 月	公司以 17.37 元/股向杨竞忠、贺立德、覃晓梅、黄生田四名自然人发行 3,399 万股，募集资金 4.04 亿投资于《远去的恐龙》大型科幻演出项目，1.70 亿投入《印象·沙家浜》驻场实景演出项目
2015 年 8 月	公司注册成立北京恐龙文化投资有限公司

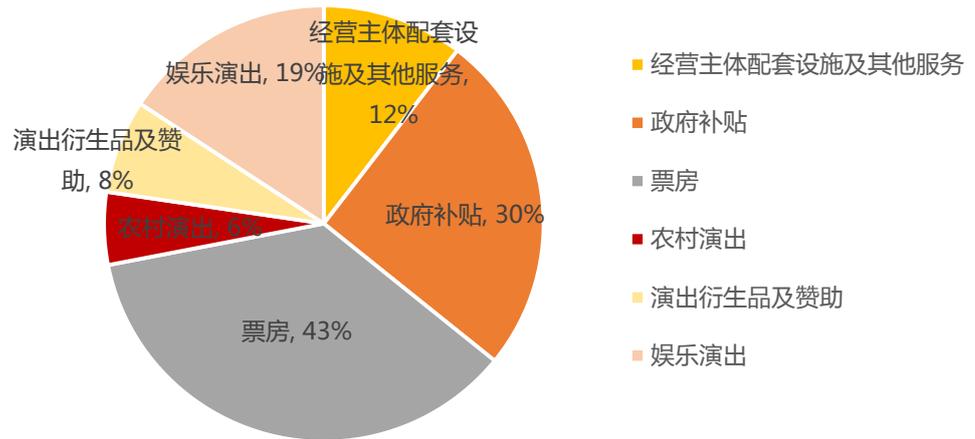
资料来源：公司公告、天风证券研究所

**《远去的恐龙》上线，年观演人数或超 120 万。**《远去的恐龙》运用 8 项世界之最，以 1:1 比例演绎 6,500 万年前的恐龙世界，其于 2017 年 9 月开始预演，目前大众点评中评价达到五星。2018 年 5 月 15 日，其在国家体育馆开启正式公演，3 月、4 月、5 月、6 月观看人数分别为 4,768 人次、5,688 人次、5,497 人次、13,725 人次。国家体育馆作为《远去的恐龙》的专用剧场常年驻场演出，团队将整个容纳 18,000 人的场馆座位压缩到 3,300 个。据携程与大众点评，其 A、B、C 区成人票分别为 330、240、190 元/人，老人/儿童票为 270、190、150 元/人。根据观众购票情况，每天安排演出 2-6 场，若按工作日、周末每天分别安排 3、5 场，每场 600、1,100 人次保守估计，预计《远去的恐龙》每年观演人数或将达到 120 万。若按一人 200 元估算，我们预测年收入有望达 2.4 亿元。

**实景演出盈利能力突出，业绩可期。**据公司 2016 年预测，《远去的恐龙》项目达产后正常年度预计年收入为 28,470 万元，年平均净利润为 10,787.9 万元，项目以生产能力利用率表示的盈亏平衡点（BEP）为 46.4%，净利率可达 37.9%。此外，按协议规定乙方通过全新创作项目或复制演出项目的演出，将分别获得净利润的 25%、15% 作为版权费，并将能从每张门票中分成 6 元人民币，约占门票金额的 3%，即少数股东权益约为 2472.3 万元，则最终可贡献归母净利为 8,315.6 万元。

**演出衍生品发展空间广阔，拓展周边业务提升盈利能力。**2017 年，我国演出衍生品及赞助收入 33.9 亿元，同比上升 7.5%，在我国演出市场总体收入中占比为 6.9%，相比美国、日本高度发达的文化周边产业，我国演出行业整体发展水平相对较低，发展空间广阔。公司全资子公司印象恐龙、北京恐龙将主要围绕《远去的恐龙》等演出项目新增文化演艺业务的延伸，进一步拓展包括工艺品开发、影视投资、游戏开发投资、恐龙主题文化开发等在内的衍生产业，进一步提高公司文化产业盈利能力。

图 7：2017 年我国演出市场收入结构（单位：%）



资料来源：中国演出行业协会、天风证券研究所

### 2.3. 医药板块：前瞻业务，业绩承诺 3 年 10 亿

以股置换，公司实际控制人持股比例不断降低。2018 年 12 月 6 日，黄志强先生、陆晖先生与顾德逵先生签署了《股份转让协议》，拟将其持有的公司 1.65%、5.49%股权转让给顾德逵先生；2018 年 12 月 18 日，公司控股股东、实际控制人杨竞忠、顾瑜夫妇与车行天下签署了《股份转让协议》，拟将持有的公司 8.82%、2.18%的股权转让给车行天下；2018 年 12 月 27 日，公司与王安祥女士签署《股份转让协议》，王安祥有意向公司转让其持有的北京弘润天源基因生物技术有限公司 71.05%股权，并协调弘润天源其他股东共同向公司转让标的公司 100%股权，王安祥将受让杨竞忠持有的公司约 10%的股份。股权转让完成后，公司控股股东、实际控制人杨竞忠、顾瑜夫妇及其一致行动人杨经宇合计持有公司 21.27%股权。

表 5：2018 年公司前 10 名股东持股情况变化

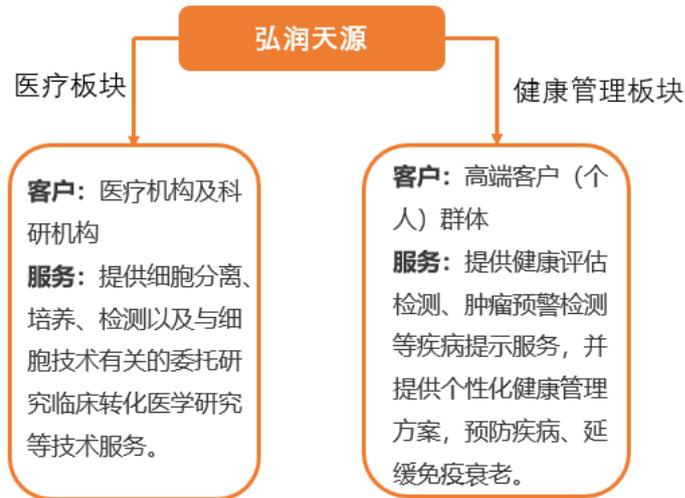
股东名称	公司前 10 名股东持股比例			
	2018Q3	2018/12/06	2018/12/18	2018/12/27
杨竞忠	33.45%	33.45%	24.63%	14.63%
顾瑜	8.71%	8.71%	6.53%	6.53%
黄志强	6.59%	4.94%	4.94%	4.94%
陆晖	5.49%	0%	0%	0%
中海信托-八菱科技员工持股计划 划集合资金信托	4.70%	4.70%	4.70%	4.70%
八菱科技-第 1 期员工持股计划	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%
程启智	2.32%	2.32%	2.32%	2.32%
文丽辉	2.11%	2.11%	2.11%	2.11%
黄安定	1.93%	1.93%	1.93%	1.93%
贺立德	1.77%	1.77%	1.77%	1.77%
顾德逵		7.14%	7.14%	7.14%
车行天下			11%	11%
王安祥				10%
合计			70.58%	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：此表为股份转让完成后的公司股权结构变化情况。

**布局生物细胞科技产业，推动公司产业转型。**2018年12月27日，公司与王安祥签署《股份转让协议》，拟收购北京弘润天源基因生物技术有限公司100%股权。弘润天源主营业务是为客户提供细胞委托培养、临床前研究外包服务、细胞免疫功能分析、肿瘤早期风险预警、健康管理以及细胞储存等专业技术服务。本次收购完成后，公司将快速进入生物细胞科技产业，实现从传统制造业向生命科学及大健康领域的拓展，推动公司产业转型。

图 8：弘润天源主营业务



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**签订业绩承诺，利润贡献有保障。**公司实际控制人王安祥同时担任国内高端自然疗法的领航者——法国芳疗品牌安杰玛国际事业集团董事长。目前弘润天源主要通过安杰玛集团平台导入客户开展细胞免疫评估业务，以安杰玛集团作为首要渠道向多渠道逐渐过渡。弘润天源2017年实现营收和净利润3.4、2.1亿元，且承诺公司2019-2021年经审计后的净利润累计不低于10亿元人民币。

### 3. 投资建议

若公司弘润天源成功，未来业绩的主要驱动力来自于三大板块业务：**1) 汽车零部件**：2018年受整体行业不景气影响，预计公司汽车业务销售将下滑；但未来有望随行情转暖和新客户拓展而恢复。**2) 演出门票**：目前“远去的恐龙”正处于运营阶段，我们保守预计营收有望逐步爬坡至 2.4 亿元；参考同行业 40%左右的净利率，保守预计公司稳定后毛利率约为 45%，净利率约为 30%；**3) 医药**：结合 17 年业绩和业绩承诺，假设公司于 19 年 2 季度并表。预计 19 和 20 年分别贡献营收 3 亿和 4 亿元。

表 6：八菱科技业绩预测

单位：亿元、%	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8.8	7.7	7.0	11.2	14.2
汽车	0.0	6.7	5.7	6.1	6.6
散热器-铝质散热器	0.0	3.7	3.3	3.5	3.8
毛利率		17%	12%	14%	16%
暖风机-铝质暖风机	0.0	1.6	1.1	1.2	1.4
毛利率		22%	25%	25%	0%
汽车保险杠	0.0	0.9	0.9	0.9	1.0
毛利率		0%	8%	10%	12%
其他汽车主营业务	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
材料销售	0.0	0.9	0.8	0.8	0.9
毛利率			32%	33%	34%
演出门票	0.0	0.0	0.3	1.0	2.4
毛利率			-80%	25%	45%
弘润天源	0.0	0.0	0.0	3.0	4.0
其他业务	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3

资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：1) 公司只公布了部分板块毛利率。其中，演出门票 18H1 毛利率为-232%；材料销售 18H1 毛利为 32.3%。2) 假设弘润天源明年 2 季度开始并表。

在成功收购弘润天源的前提下，假设其 19-20 年分别约贡献 2 亿、3 亿元归母净利润。则我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 0.19 亿、2.60 亿、4.08 亿元，对应 EPS 分别为 0.07 元/股、0.92 元/股、1.48 元/股。考虑到公司三项业务属性不同，我们从汽车零部件、文娱、医药领域各选取两家可比公司，分别为银轮股份、腾龙股份、桂林旅游、宋城演艺、安科生物、康泰生物。若文化板块业务 18 年维持盈亏平衡，贡献约 2.1 亿和 0.5 个亿归母净利润，加权算的公司目标市值约为 70 亿，首次覆盖给予“增持”评级。

表 7：行业内公司估值比较（截止 2019/01/04）

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)		PE	
			2018E	2019E	2018E	2019E
300009.SZ	安科生物	133.0	3.6	4.8	37	28
300601.SZ	康泰生物	221.9	4.8	7.2	47	31
	医药板块竞争对手均值		4.2	6.0	42	29
002126.SZ	银轮股份	59.9	3.8	4.6	16	13
603158.SH	腾龙股份	34.6	1.3	1.6	26	22
	汽车板块竞争对手均值		2.6	3.1	21	18
000978.SZ	桂林旅游	19.6	0.7	0.8	30	25
300144.SZ	宋城演艺	275.1	13.2	15.4	21	18
	文娱板块竞争对手均值		6.9	8.1	25	22

---

002592.SZ	八菱科技	62.6	0.2	2.6	329	24
-----------	------	------	-----	-----	-----	----

---

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 4. 风险提示

热交换器市场竞争加剧；实景演出项目效益不及预期；弘润天源并购中存在的尽职调查后终止的风险、未来无法达成正式协议的风险、框架协议及关联交易未能通过股东大会审议的风险等。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	641.88	106.01	700.18	579.66	577.38
应收账款	69.27	86.23	65.44	49.58	92.97
预付账款	8.91	12.56	8.31	14.43	12.42
存货	131.31	110.86	112.24	128.12	158.58
其他	113.40	695.43	293.73	406.84	491.98
<b>流动资产合计</b>	<b>964.78</b>	<b>1,011.09</b>	<b>1,179.90</b>	<b>1,178.63</b>	<b>1,333.33</b>
长期股权投资	335.15	387.15	387.15	387.15	387.15
固定资产	271.42	656.11	649.70	655.08	667.19
在建工程	344.89	55.38	67.85	47.49	19.00
无形资产	57.15	56.11	54.31	52.51	50.71
其他	499.28	408.90	443.44	430.45	426.46
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,507.88</b>	<b>1,563.65</b>	<b>1,602.45</b>	<b>1,572.69</b>	<b>1,550.51</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,472.66</b>	<b>2,574.74</b>	<b>2,782.34</b>	<b>2,751.32</b>	<b>2,883.83</b>
短期借款	100.00	134.00	300.00	200.00	200.00
应付账款	140.20	161.09	145.74	172.32	209.95
其他	128.33	112.82	124.31	124.93	139.08
<b>流动负债合计</b>	<b>368.53</b>	<b>407.92</b>	<b>570.04</b>	<b>497.24</b>	<b>549.03</b>
长期借款	0.00	0.00	30.00	30.00	30.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	31.80	30.42	32.33	31.52	31.42
<b>非流动负债合计</b>	<b>31.80</b>	<b>30.42</b>	<b>62.33</b>	<b>61.52</b>	<b>61.42</b>
<b>负债合计</b>	<b>400.33</b>	<b>438.34</b>	<b>632.37</b>	<b>558.76</b>	<b>610.45</b>
少数股东权益	0.29	0.30	0.30	0.30	0.30
股本	283.33	283.33	283.33	283.33	283.33
资本公积	1,196.61	1,196.61	1,196.61	1,196.61	1,196.61
留存收益	1,788.69	1,852.90	1,866.35	1,908.93	1,989.76
其他	(1,196.60)	(1,196.74)	(1,196.61)	(1,196.61)	(1,196.61)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,072.33</b>	<b>2,136.40</b>	<b>2,149.97</b>	<b>2,192.56</b>	<b>2,273.39</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,472.66</b>	<b>2,574.74</b>	<b>2,782.34</b>	<b>2,751.32</b>	<b>2,883.83</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	128.53	135.04	19.21	60.84	115.47
折旧摊销	27.25	29.15	15.75	16.76	18.19
财务费用	10.69	5.20	(1.92)	(6.85)	(7.19)
投资损失	(53.10)	(85.60)	(30.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	42.96	(561.30)	388.85	(79.87)	(101.29)
其它	(23.77)	531.79	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>132.55</b>	<b>54.28</b>	<b>391.88</b>	<b>(29.12)</b>	<b>5.18</b>
资本支出	(53.61)	176.67	18.09	0.81	0.09
长期投资	(281.64)	52.01	0.00	0.00	0.00
其他	131.67	(780.46)	(8.09)	19.19	19.91
<b>投资活动现金流</b>	<b>(203.58)</b>	<b>(551.78)</b>	<b>10.00</b>	<b>20.00</b>	<b>20.00</b>
债权融资	100.00	134.00	330.00	230.00	230.00
股权融资	15.06	7.35	2.05	6.86	7.20
其他	(348.82)	(179.56)	(139.77)	(348.26)	(264.65)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(233.76)</b>	<b>(38.21)</b>	<b>192.28</b>	<b>(111.40)</b>	<b>(27.45)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(304.79)</b>	<b>(535.71)</b>	<b>594.16</b>	<b>(120.52)</b>	<b>(2.28)</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>878.40</b>	<b>774.61</b>	<b>700.01</b>	<b>821.81</b>	<b>1,018.57</b>
营业成本	720.31	624.27	606.06	665.17	781.70
营业税金及附加	6.39	8.03	5.39	6.33	7.84
营业费用	23.32	25.21	27.30	31.64	38.30
管理费用	57.55	63.92	70.00	76.43	88.62
财务费用	(16.31)	(7.48)	(1.92)	(6.85)	(7.19)
资产减值损失	2.39	2.23	2.00	1.50	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	53.10	85.60	30.00	20.00	20.00
其他	(106.20)	(176.58)	(60.00)	(40.00)	(40.00)
<b>营业利润</b>	<b>137.84</b>	<b>149.41</b>	<b>21.18</b>	<b>67.60</b>	<b>128.30</b>
营业外收入	7.69	1.23	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.31	0.10	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>144.22</b>	<b>150.54</b>	<b>21.18</b>	<b>67.60</b>	<b>128.30</b>
所得税	15.69	15.49	1.97	6.76	12.83
<b>净利润</b>	<b>128.53</b>	<b>135.04</b>	<b>19.21</b>	<b>60.84</b>	<b>115.47</b>
少数股东损益	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>128.41</b>	<b>135.04</b>	<b>19.21</b>	<b>60.84</b>	<b>115.47</b>
每股收益(元)	0.45	0.48	0.07	0.21	0.41

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	35.36%	-11.82%	-9.63%	17.40%	23.94%
营业利润	7.26%	8.39%	-85.82%	219.17%	89.80%
归属于母公司净利润	2.48%	5.16%	-85.78%	216.71%	89.80%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.00%	19.41%	13.42%	19.06%	23.26%
净利率	14.62%	17.43%	2.74%	7.40%	11.34%
ROE	6.20%	6.32%	0.89%	2.78%	5.08%
ROIC	8.80%	12.35%	1.00%	4.09%	7.72%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.19%	17.02%	22.73%	20.31%	21.17%
净负债率	-34.96%	-15.99%	9.22%	-18.14%	-11.04%
流动比率	2.62	2.48	2.07	2.37	2.43
速动比率	2.26	2.21	1.87	2.11	2.14
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.83	9.96	9.23	14.29	14.29
存货周转率	7.43	6.40	6.28	6.84	7.11
总资产周转率	0.35	0.31	0.26	0.30	0.36
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.45	0.48	0.07	0.21	0.41
每股经营现金流	0.47	0.19	1.38	-0.10	0.02
每股净资产	7.31	7.54	7.59	7.74	8.02
<b>估值比率</b>					
市盈率	48.74	46.35	325.82	102.88	54.20
市净率	3.02	2.93	2.91	2.85	2.75
EV/EBITDA	50.84	35.82	155.56	70.69	39.38
EV/EBIT	62.24	43.46	282.72	90.20	45.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com