

2022年02月09日

克来机电 (603960.SH)

公司快报

证券研究报告

机床设备

2021 业绩承压，2022 拐点可期

■ **事件：**公司发布 2021 年业绩预告，2021 年公司预计实现归母净利润 0.48 亿元-0.54 亿元，同比减少 63%-58%，实现扣非后归母净利润 0.42 亿元-0.49 亿元，同比减少 66.5%-61.4%。

■ **2021 年业绩承压，缺芯+原材料上涨影响盈利能力。**2021 年影响公司业绩主要因素包括：1) 燃油分配器：2021 年大众缺芯导致销量大幅下滑，公司燃油分配器出货量约 200 万套，同比下滑接近 30%；2) 自动化业务：原材料价格上涨影响订单的盈利能力；3) 二氧化碳产品的测试费用和研发投入大幅增加；4) 国六 b 燃油分配器产能释放，但是产能利用率仍然较低，摊销压力较大。综合来看，缺芯、原材料上涨以及部分费用对公司短期盈利能力影响较为明显，但是对于公司中长期影响相对有限。

■ **缺芯缓解+热管理放量，2022 年业绩拐点清晰。**根据公司公告，2021 年 H1 公司自动化业务新签订单有望超过 2.5 亿元，公司自动化业务的核心增长点为扁线电机的自动化生产线，主要客户包括联合汽车电子等，在手订单充足，增速确定性较强。燃油分配器：随着大众缺芯影响的缓解，叠加奥迪新增产品和车型放量，预计 2022 年公司传统汽配部分有望逐步恢复。

■ **CO2 产品逐步放量，新客户有望陆续定点。**公司 CO2 热泵空调收入增长的驱动因素主要包括：1) 原有客户放量，国内+海外大众 ID 系列车型放量可期，叠加 CO2 热泵选装率有望逐步提升，2022 年 CO2 管路出货量放量可期；2) 新产品拓展提升单车价值量，根据公司公告，公司阀类产品正在积极开发和测试中；3) 新客户拓展，公司 CO2 管路和阀类产品，积极拓展国内主要新势力、自主品牌和合资车企等客户，有望陆续得到新的车企定点。我们认为，公司热管理产品的产品线和新客户拓展将成为公司未来 3-5 年的核心增长点，目前仍处于行业的起步阶段，后续渗透率可提升空间较大。

■ **CO2 热泵空调有望成为主流技术。**CO2 热泵空调的优势主要包括：1) 环保性，区别于传统氟氢类冷媒，CO2 作为冷媒对环境污染几乎无影响；2) 节能性，CO2 热泵空调在低温情况下，相比传统氟氢类冷媒热泵空调+低功率 PTC 方案节能效果明显，低温情况下改善幅度在 20%以上；3) 制热性能好，CO2 的 COP 大于 R1234yf，制热效率高，用户体验更佳。预计随着压缩机、电子膨胀阀等核心零部件的国产替代，以及规模效应的逐步体现，CO2 热泵空调的成本有望进一步降低，逐步接近传统氟氢类冷媒热泵空调的方案，选装率有望持续提升。

■ **投资建议：**预计 2021-2023 年，公司实现营业收入 4.98/10.46/16.73 亿元，实现净利润 0.56/1.89/3.34 亿元，当前股价对应 PE 为 130/38/22 倍。由于公司受到原材料上涨影响以及汽车行业缺芯的影响，我们下调了公司的盈利预测，结合各细分行业平均估值情况，考虑到 CO2 产品技术壁垒较高，未来有新客户+新产品的拓展，我们给予公司新能源车业务一定的估值溢价，经过分部估值后，目标市值约为 113 亿元，持续看好，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 43.47 元/股。

■ **风险提示：**汽车行业景气度不及预期，新产品放量不及预期，重要客户产销

投资评级 买入-A
维持评级
6 个月目标价： 43.47 元
股价 (2022-02-08) 27.00 元

交易数据

总市值 (百万元)	7,045.50
流通市值 (百万元)	7,024.59
总股本 (百万股)	260.94
流通股本 (百万股)	260.17
12 个月价格区间	24.80/43.01 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.2	-20.42	-11.92
绝对收益	-18.75	-21.74	-14.18

徐慧雄

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450520040002
 xuhx@essence.com.cn

徐昊

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450521120001
 xuhao2@essence.com.cn

相关报告

克来机电：大众销量高增长，新产品+新客户驱动高速增长/徐慧雄	2021-11-23
克来机电：热管理零部件龙头，管路+阀放量可期/徐慧雄	2021-11-12
克来机电：H1 业绩受下游需求波动影响，下半年有望迎来反转/李哲	2021-08-29

不及预期，CO2 热泵空调系统渗透率不及预期。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	796.3	766.1	498.0	1,045.8	1,673.3
净利润	100.0	129.2	55.9	189.0	333.5
每股收益(元)	0.38	0.50	0.21	0.70	1.23
每股净资产(元)	2.32	3.67	3.72	4.21	5.07

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	72.6	56.2	134.6	39.8	22.6
市净率(倍)	12.0	7.6	7.5	6.6	5.5
净利润率	12.6%	16.9%	11.2%	18.1%	19.9%
净资产收益率	16.5%	13.5%	5.6%	16.6%	24.3%
股息收益率	0.4%	0.5%	0.2%	0.8%	1.3%
ROIC	25.9%	30.8%	10.4%	45.5%	62.2%

数据来源：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

本报告署名分析师声明, 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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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。

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