

## 昊方机电 (831710.00)

### 汽车空调电磁离合器龙头企业

 评级: **买入**

前次:

 目标价(元): **8.85-11.8**

分析师

联系人

张帆

孙丹阳

021-20315209

S0740515020001

021-20315209

zhangfan@r.qlzq.com.cn

sundy@r.qlzq.com.cn

2017年1月18日

#### 基本状况

总股本(百万股)	200
流通股本(百万股)	109.81
市价(元)	7.4
市值(百万元)	8.16
流通市值(亿元)	14.86

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	598	613	932	1123	1372
营业收入增速(%)	22.39	2.39	52.07	20.56	22.14
归母净利润(百万元)	72	78	118	157	197
净利润增长率(%)	5.92	8.74	50.76	32.97	25.46
摊薄每股收益(元)	0.36	0.39	0.59	0.79	0.99
前次预测每股收益(元)	-	-	-	-	-
市场预测每股收益(元)	-	-	-	-	-
市盈率(倍)	21	19	13	9	7
PEG					
每股净资产(元)	1.81	2.79	3.69	4.48	5.46
每股现金流量	0.50	0.70	0.72	0.47	0.85
净资产收益率	19.92	14.06	16.03	17.57	18.6
市净率	4.09	2.65	2.01	1.65	1.35
总股本(百万股)	80	180	200	200	200

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- **国内汽车空调电磁离合器龙头企业。**公司是中国汽车空调电磁离合器行业龙头企业, 现有9大系列、1000余个规格产品, 涵盖了目前国内外汽车空调电磁离合器的各主要产品。公司于2015年1月19日在新三板挂牌, 2015年4月16日转为做市交易。据业绩快报, 2016年公司预计盈利达到1亿-1.2亿元, 同比增长27.43%-52.92%, 毛利率与净利率仍维持较高水平, 盈利能力稳健。
- **市场空间持续扩大, 行业集中度不断提升。**1) 下游汽车产量增速提升+更新换代拉动产品需求; 2016年汽车产量增速大幅提升, 继续稳居全球第一。但中国的汽车人均人销量与欧美发达国家仍有较大差距, 下游市场仍有巨大空间并进一步拉动产品需求。我们按照每辆车一套电磁离合器、一套电磁离合器出厂价100元测算, 2016全年电磁离合器的市场达到28亿元。若未来汽车产量增速按照最近五年的平均增速8.8%增长, 则未来5年内汽车空调电磁离合器的总市场将超过180亿。2) 下游整车厂竞争激烈倒逼零部件行业整合, 提升行业集中度。汽车空调电磁离合器市场中小企业众多, 龙头公司较少, 上市企业尤为稀缺, 下游整车厂竞争日趋激烈将倒逼上游零部件行业整合, 行业集中度未来将进一步提升。
- **“创新+产品+客户”, 打造汽车空调电磁离合器行业的王者。**1) 多年客户积累与市场开拓, 形成优质客户资源。公司国内客户有重庆建设、湖南华达等知名空调压缩机厂商, 且在为法雷奥、马勒国际汽车零部件巨头厂商的合作伙伴。2) 约定调整价格方案, 积极控制生产成本。上游原材料占产品成本的80%左右, 采购价格对生产成本影响较大, 公司通过在合同中约定价格调整政策以减小原材料价格波动带来的成本损失。3) 拥有自主创新能力, 引领行业发展方向。公司从业经验积累丰富, 形成专有的核心技术, 先后自主开发了各种研发、检验检测设备共计99台。公司产品未来的发展方向将从节能、高效、环保等具体方面着手实现生产技术的革新。4) 高质量产品树立品牌优势。公司品牌得到全球众多知名

客户的广泛认可，并成功进入国外汽车空调压缩机制造商的采购体系，已在 16 个国家和地区进行商标注册，品牌影响力初显。

- **公司未来发展驱动力：**1) **行业整合成必然趋势，并购优质标的，龙头企业持续受益。**公司 2016 年 6 月收购国内主要竞争对手鑫佳机电和霸州志盈，有利于进一步完善公司产品线、拓展业务区域、整合客户资源、发挥协同效应，在同行业的主要竞争对手也变为国外的龙头厂商，行业市场集中度将进一步提升背景下，公司作为龙头性企业将持续受益。2) **新客户开发护航主营业务稳定发展。**公司在维护老客户同时，积极开拓新客户，扩大销售渠道，一方面保障公司主营业务稳定发展，一方面降低大客户相对集中的风险。
- **盈利预测与估值：**我们预测昊方机电 2016-2018 年营业收入分别可达到 9.32、11.23、13.72 亿元，同比增速 52.07%、20.56%、22.14%，归母净利润分别可达 1.18、1.57、1.97 亿元，同比增速 50.76%、32.97%、25.46%，对应最新股本 2 亿股摊薄的 EPS 分别为 0.59、0.79、0.99 元。参考主板折价估值，建议公司 15—20 倍 PE，对应 2016 年 EPS 目标价格 8.85-11.8 元，首次覆盖给予买入评级。
- **风险提示：**汽车市场增速不及预期；原材料价格上涨；主要客户相对集中。

## 内容目录

汽车空调电磁离合器龙头 .....	- 5 -
国内汽车空调电磁离合器龙头企业 .....	- 5 -
2016 年公司收入和盈利回暖 .....	- 6 -
市场空间持续扩大，行业集中度不断提升 .....	- 7 -
下游汽车市场缓慢上升带动汽车空调新增需求 .....	- 7 -
下游整车厂竞争激烈倒逼零部件行业整合提升市场集中度 .....	- 8 -
“创新+产品+品牌+客户”，打造汽车空调电磁离合器行业领导者 .....	- 9 -
多年客户积累与市场开拓，形成优质客户资源 .....	- 9 -
约定调整价格方案，积极控制生产成本 .....	- 10 -
高质量产品，树立品牌优势 .....	- 11 -
拥有自主创新能力，加大投入力争革新 .....	- 12 -
持续受益行业集中度提升，新客户开发护航主业稳定发展 .....	- 13 -
并购优质标的，龙头企业持续受益 .....	- 13 -
新客户开发护航主营业务稳定发展 .....	- 13 -
盈利预测与估值 .....	- 14 -
盈利预测 .....	- 14 -
估值 .....	- 14 -
风险提示 .....	- 15 -

## 图表目录

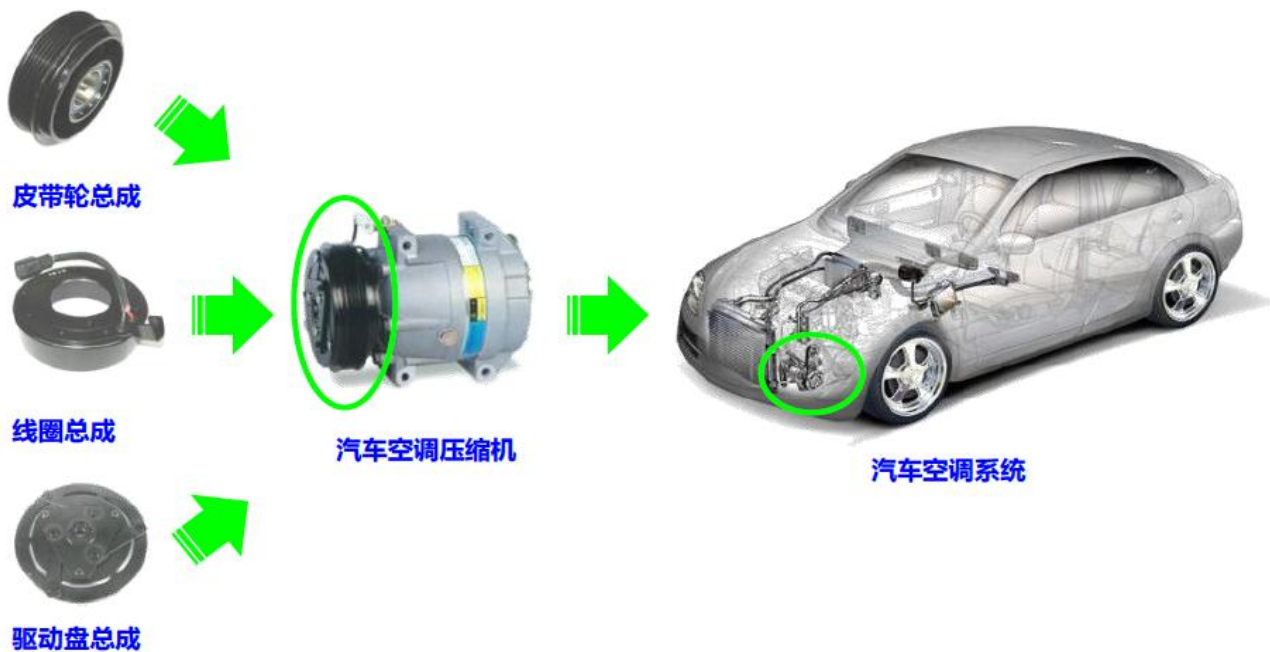
图表 1: 汽车空调电磁离合器示意图.....	- 5 -
图表 2: 公司主要产品.....	- 5 -
图表 3: 公司股权分布图.....	- 6 -
图表 1: 2012-2016 年上半年公司营业收入及同比增速 (亿元, %)	- 7 -
图表 5: 公司具备较强的盈利能力 .....	- 7 -
图表 6: 2001 年至 2015 年汽车产量及增速 (万辆, %) .....	- 7 -
图表 7: 未来 5 年汽车空调电磁离合器市场估计 (亿元) .....	- 7 -
图表 8: 2015 年每千人汽车销量 (辆) .....	- 8 -
图表 9: 汽车保有量规模 (亿辆) .....	- 8 -
图表 10: 从市场参与者数量来看, 下游整车厂市场竞争要大于上游零部件行业	- 9 -
图表 11: 公司前五大客户均为国内外知名厂商 .....	- 10 -
图表 12: 美国 CRB 现货指数: 工业原料 .....	- 10 -
图表 13: 电解铜价格走势 .....	- 10 -
图表 14: 碳结圆钢价格走势.....	- 11 -
图表 15: 公司品牌影响力及全球销售范围.....	- 12 -
图表 16: 昊方机电研发费用占营业收入的比例 (百万, %) .....	- 12 -
图表 17: 公司收购鑫佳机电、霸州志盈主要内容 .....	- 13 -
图表 18: 公司面临的主要海外竞争者.....	- 13 -
图表 19: 核心假设.....	- 14 -
图表 20: 汽车空调主板相关公司对比.....	- 14 -
图表 21: 昊方机电财务摘要 .....	- 15 -

## 汽车空调电磁离合器龙头

### 国内汽车空调电磁离合器龙头企业

- 公司成立于1997年11月，是一家集汽车空调电磁离合器研发、生产和销售于一体的高技术专业型企业。经过近10年的积累与创新，公司成为中国汽车空调电磁离合器行业的重点骨干和出口龙头企业、高新技术企业、国家级创新试点企业及国家汽车零部件出口基地企业。
- 主营产品汽车空调电磁离合器成为全球知名产品。公司现有9大系列、1000余个规格产品，涵盖了目前国内外汽车空调电磁离合器的各主要产品，基本满足国内外各种车型的配套需求，产品销量与出口额均位居国内同行业前列，并与国际汽车零部件采购商雷奥、马勒、三电、电装、CK、翰昂建立紧密业务合作关系，产品远销欧美、日本、东南亚和台湾等国家和地区，电磁离合器成为国际知名产品。

图表 1：汽车空调电磁离合器示意图



来源：中泰证券研究所

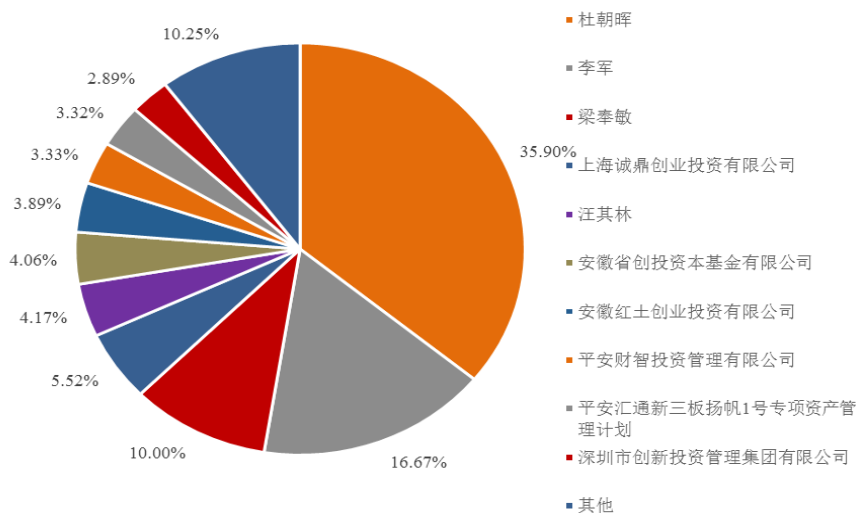
图表 2：公司主要产品

产品类型	配套主车品牌和车型
10P 系列电磁离合器	丰田卡罗拉、依维柯、本田雅阁、三菱帕杰罗、奥兰德、奔驰系列部分车型、大众帕萨特等车型
HF 系列电磁离合器	大型客车、中型客车等商务车
JSS 系列电磁离合器	长安铃木、悦翔、志翔、羚羊、长安之星、北斗星、长城 酷熊、炫丽、风骏、哈弗等车型
V5 系列电磁离合器	东南得利卡、东南富利卡、东南菱帅、东南经济车、郑州 日产帕拉丁、金杯面包、广州云豹、长丰 V6、北汽福田、庆铃、锡柴重卡等车型
SD5 系列电磁离合器	桑塔纳、康明斯等车型
DE 系列离合器	通用凯越、别克、新君威、雪弗兰 科鲁兹、欧宝雅特、凯迪拉克 CTS 等车型
VA 系列电磁离合器	日产 Skyline、GTR、Altima、奇骏、奔驰系列部分车型、一汽大众迈腾、雷诺 Laguna、Megane、菲亚特 Alfa Romeo 159 等车型
重型空调系统电磁离合器	6 米、8 米、10 米乘用车及巴士等车型

来源：公开转让说明书，中泰证券研究所

- **公司实际控制人是自然人杜朝晖，持股比例为 32.81%。**截止 2016 年半年报，公司实际控制人杜朝晖先生持有公司流通股 65,626,500 股，占总股本的 32.81%，担任公司董事长，为公司控股股东。公司于 2015 年 1 月 19 日在新三板挂牌，于 2015 年 4 月 16 日转为做市交易。截至 2017 年 1 月 6 日，公司做市商有 10 家，做市商分别为第一创业证券、广州证券、国海证券、国泰君安证券、九州证券、平安证券、申万宏源证券、天风证券、招商证券和中泰证券。

**图表 2：公司股权分布图**



来源：中泰证券研究所

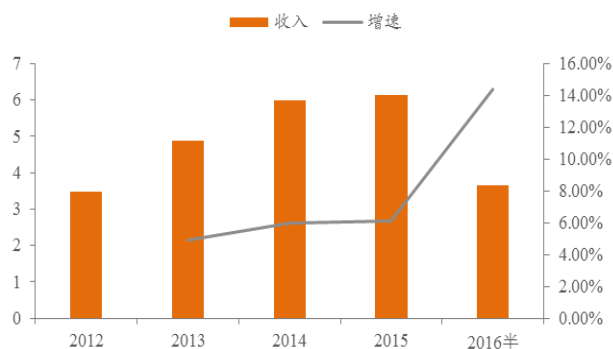
## 2016 年公司收入和盈利回暖

- **根据业绩快报，2016 年公司预计盈利增速达到 1 亿-1.2 亿元，同比增长 27.43%-52.92%。**2016 年公司业务持续增长，半年报披露时公司营业收入同比增速达到 14.39%，净利润同比增速 22.78%。同时，公司在 2016 年收购了同行业的主要竞争对手廊坊市鑫佳机电有限公司，预计 2016 年度廊坊鑫佳机电实现销售收入 2.25 亿元、净利润 2300 万元，可增加



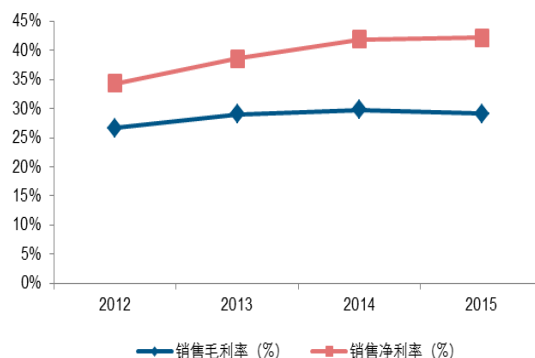
归属于母公司净利润 1700 万元，显著增厚公司业绩。

**图表 4：2012-2016 年上半年公司营业收入及同比增速（亿元，%）**



来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 5：公司具备较强的盈利能力**



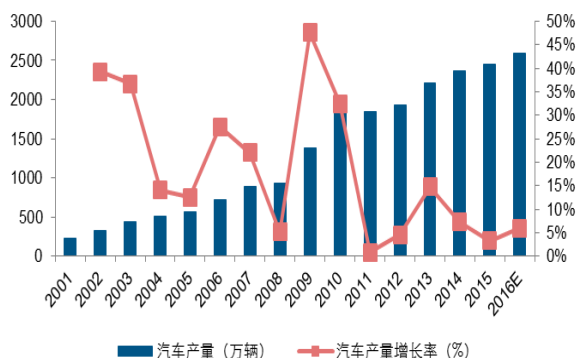
来源：Wind，中泰证券研究所

## 市场空间持续扩大，行业集中度不断提升

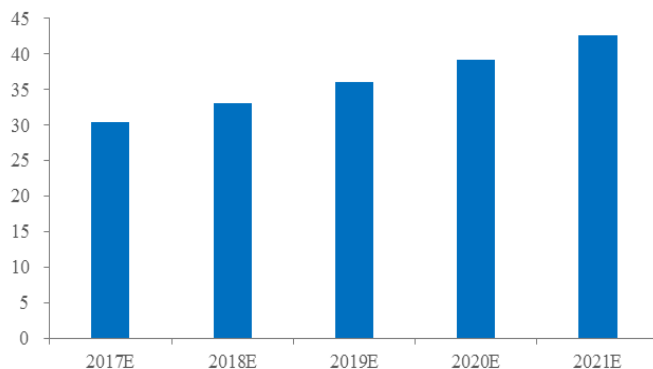
### 下游汽车市场缓慢上升带动汽车空调新增需求

- **汽车空调电磁离合器行业属于下游需求拉动行业。**新增需求来自于新增汽车的产销量、工程机械、农业机械以及军用车辆等，市场规模需求主要取决于汽车的产销量水平。
- **增量来看连续 7 年汽车产销量全球第一，带动上游汽车空调电磁离合器业务。**2015 年我国汽车产销总体平稳增长，全年汽车产销分别完成 2450.33 万辆和 2459.76 万辆，连续 7 年蝉联全球第一，创历史新高，比去年分别增长 3.29% 和 4.71%。2016 年，在购置税减半以及新能源推广政策的刺激下，汽车产量增速大幅上升。根据国家统计局数据，截至 2016 年 11 月，当年汽车总产量已达到 2526.1 万辆，已超过 2015 年全年产量总和；当年累计产量的同比增速达到 14%，远超年初中汽协预计的 6% 汽车产销增长率。按照每辆车一套电磁离合器、一套电磁离合器出厂价 100 元测算，2016 全年电磁离合器的市场达到 28 亿元。若未来汽车产量增速按照最近五年的平均增速 8.8% 增长，则未来 5 年内汽车空调电磁离合器的总市场将超过 180 亿元。

**图表 6：2001 年至 2015 年汽车产量及增速（万辆，%）**



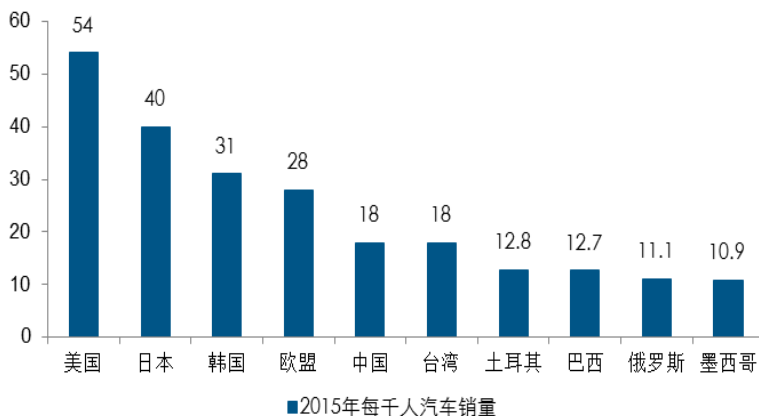
**图表 7：未来 5 年汽车空调电磁离合器市场估计（亿元）**



来源: wind, 中泰证券研究所

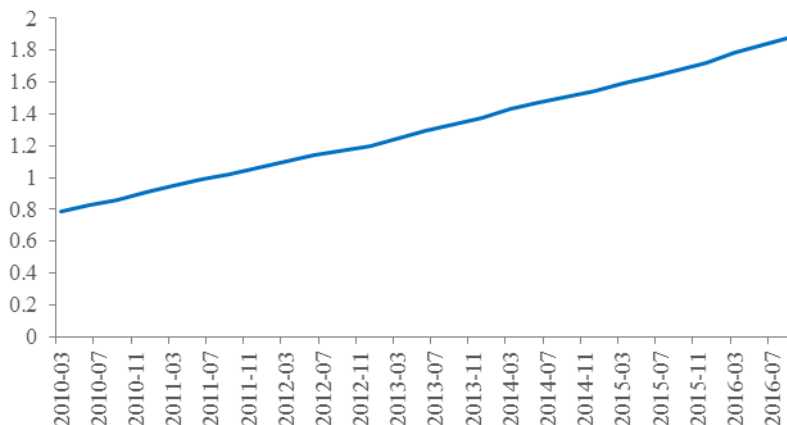
来源: wind, 中汽协, 中泰证券研究所

- **中国汽车人均销量距发达国家仍有差距, 未来仍具增长空间。**2015 年中国汽车销量 2459.76 万辆, 稳居世界第一, 但是每千人销量仅为 18 辆。相比发达国家美国 (每千人销量为 54 辆)、欧盟 (每千人销量为 28 辆) 等相比仍有差距, 我们预计未来 2 年中国汽车销量上行趋势明显有利于带动下游汽车空调电磁离合器业务的发展。

**图表 8: 2015 年每千人汽车销量 (辆)**


来源: wind, 中泰证券研究所

- **存量来看我国汽车保有量逐年递增, 2016 年 9 月中国汽车保有量已达 1.88 亿辆。**近年来, 我国汽车保有量增速平稳, 基本保持在 10% 以上的增速上涨, 在 2016 年汽车行业形势大好的前提下, 我们预计未来汽车保有量增速仍能保持 10% 以上的增长速度。

**图表 9: 汽车保有量规模 (亿辆)**


来源: 公安部交管局, 中泰证券研究所

#### 下游整车厂竞争激烈倒逼零部件行业整合提升市场集中度

- 汽车空调电磁离合器市场中小企业众多, 但龙头性公司寥寥, 上市企业尤为稀缺。我们认为, 下游整车厂商市场竞争日趋激烈, 将倒逼上游零部件行业整合, 行业市场集中度将进一步提升。昊方机电定位于汽车空调电磁离合器整车配套市场, 具有深厚的客户资源积累, 壁垒较高, 作为龙头性企业将持续受益于行业集中度提升。



**图表 10：从市场参与者数量来看，下游整车厂市场竞争要大于上游零部件行业**

汽车空调企业	配套客户	性质
日本电装株式会社	一汽，丰田，本田，日产，三菱等	外资
三电	本田，丰田，日产，马自达，铃木，大众，通用，雷诺，标致，戴姆勒克萊斯勒，雪铁龙，斯巴鲁，奥迪，阿尔法罗，法拉利等	外资
德尔福（DELPHI）	通用，福特，克莱斯勒，上海通用，上海大众，一汽大众，重庆五十铃，武汉神龙，长安铃木，昌河铃木，沈阳金客等	外资
汉拿伟世通空调株式会社（HVCC）	大众，宝马，奥迪，通用，克莱斯勒，福特，马自达，日产，铃木，现代，起亚，大宇，现代，塔塔，东风，一汽轿车，福田，长安福特，东南，吉利，奇瑞，力帆，亚星，中兴，长城，长丰等	外资
法雷奥（Valeo）	宝马，福特，菲亚特，标致，现代，本田，奔驰，大众，通用，沃尔沃，丰田，曼，雷诺，东风，三菱，神龙公司，一汽一大众，长安，一汽大众奥迪，东风日产，上海通用，上海大众，北京奔驰，华晨宝马，吉利，东风本田，奇瑞量子汽车，江淮，天津丰田等	外资
康奈可（中国）投资有限公司	尼桑，通用，宝马，福特，三菱等	外资
三菱重工空调系统(上海)有限公司	三菱	外资
南京奥特佳新能源科技有限公司	DFPV 东风乘用车，Chery 奇瑞，SAIC 上海汽车，DPCA 神龙（东风标致雪铁龙），SGMW 上汽通用五菱，NISSIAN 东风日产，Nanjing IVECO 南京依维柯，FAW-GM 东风有限，Haima 海马，JAC 江淮，Lifan 力帆，Geely 吉利，Changan 长安。。	中资
重庆建设车用空调器有限责任公司	上汽通用五菱汽车股份有限公司等	中资
上海威乐汽车空调器有限公司	吉利，上海华普，上海通用五菱，知豆，康迪	中资
浙江春晖集团有限公司	青岛海信，河南新飞，四川长虹，广州华凌，江苏春兰等	中资
双桦控股有限公司	长城汽车，奇瑞汽车，比亚迪汽车，上海汽车，陕西重汽，空调国际，上海德尔福，北京福田，东南汽车，日产汽车（墨西哥）	中资
上海三电贝洱汽车空调有限公司	上汽集团，一汽集团，东风 PSA 集团，北京戴姆勒克萊斯勒，奇瑞汽车等	合资

来源：根据网络公开资料整理，中泰证券研究所

## “创新+产品+品牌+客户”，打造汽车空调电磁离合器行业领导者

### 多年客户积累与市场开拓，形成优质客户资源

- 公司产品定位于国内、国外两个市场，充分利用两个市场需求的变化趋势进行互补。由于整车厂对供应商的筛选具有严格的标准和程序，并且公司的产品质量已经达到国际水平，一旦确定合作关系就不会轻易发生变化。公司的优质客户不仅为公司提供订单，而且能够与公司实现共同发展，与全球知名客户形成了互惠互利、长期稳定的战略合作关系。
- 目前公司已经拥有了一批稳定的核心优质客户。公司拥有自营进出口

权，在行业内建立了具有领先优势的国际化客户群体，与欧盟、美国、日本、韩国以及国内等多个国家或地区的知名汽车空调压缩机制造企业建立了长期稳定的合作关系。不仅已稳固发展国内的重庆建设、湖南华达等知名空调压缩机厂商，而且成为了法雷奥、马勒、三电、电装、CK、翰昂等国际汽车零部件巨头厂商的合作伙伴。2016 年上半年公司对前五大客户的销售额占收入总额的比例共计约 60%，与 2015 年基本一致。

**图表 11：公司前五大客户均为国内外知名厂商**

客户名称	金额（亿元）	年度销售占比
重庆建设摩托车股份有限公司	1.14	18.56%
Valco 压缩机欧洲分部	0.78	12.72%
德尔福热系统墨西哥有限公司	0.66	10.80%
法雷奥压缩机（长春）有限公司	0.48	7.83%
Valco 压缩机墨西哥分部	0.42	6.89%
总计	3.48	56.79%

来源：中泰证券研究所

#### 约定调整价格方案，积极控制生产成本

- 汽车空调电磁离合器行业上游原材料占汽车空调电磁离合器产品成本的 80%左右，采购价格对生产成本影响较大。该行业上游是碳结圆钢、轴承、电解铜漆包线等原材料。自 2012 年以来公司的原材料价格基本呈逐步下行趋势，但 2016 年下半年以来公司原材料的价格有所上涨。但我们也应该看到，公司原材料的供给和需求本身并没有太大变化，这一波的上涨更多地是大宗商品市场在 16 年下半年的普涨所带来。

**图表 12：美国 CRB 现货指数：工业原料**



来源：我的钢铁网，中泰证券研究所

**图表 13：电解铜价格走势**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 14: 碳结圆钢价格走势**



来源: 我的钢铁网, 中泰证券研究所

- **公司通过约定价格调整方案控制成本损失。**目前昊方机电的原材料采购客户较为固定，主要原材料供应商有杭州钢铁股份有限公司、江苏大通机电有限公司、和 NACHI-FUJIKOSHI CORP.。公司与主要客户在合同中约定了价格调整方案，制定了定期调整价格的政策以最大化地减小由于原材料价格波动造成的成本损失。

#### 高质量产品，树立品牌优势

- 公司以“满足客户的需求是公司永恒的追求”为质量工作方针，通过了 ISO/TS16949 质量标准体系，同时还通过了 ISO9001、OSHAS18000 以及 V1000 体系（该体系是法雷奥集团对其供应商特别要求的体系）认证，建立了完整的产品质量管理体系。
- **高产品质量是树立品牌优势的关键。**公司产品的高质量使“HOFO”品牌在国内外市场赢得了良好的声誉和口碑。公司品牌已得到了全球众多知名客户的广泛认可，并成功进入国外汽车空调压缩机制造商的采购体系，已在 16 个国家和地区进行商标注册，在全球范围内建立了一定的品牌影响力。

图表 15：公司品牌影响力及全球销售范围



来源：公司公告，中泰证券研究所

#### 拥有自主创新能力，加大投入力争革新

- **自主创新与经验积累相得益彰，形成技术壁垒。**公司拥有二十年的汽车空调电磁离合器行业从业经验，在产品开发设计、生产工艺流程以及技术应用等各个方面均积累了丰富的经验，并形成了专有的核心技术。同时公司作为国家级高新技术企业，经过多年产品技术的开放，已掌握了大量汽车空调电磁离合器的关键技术，依托自身技术积累，根据产品开发及检验检测需要，先后自主开发了各种研发、检验检测设备共计 99 台。

图表 16：昊方机电研发费用占营业收入的比例（百万，%）

	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/6/30
研发费用	25.16	21.52	29.66	9.05
收入	488.92	598.41	612.70	365.68
占比	5.15%	3.60%	4.84%	2.48%

来源：公开转让说明书，中泰证券研究所

- 根据公司规模，公司将加大对省级研究中心、实验室的研发资金投入，提高成果的转移和转化的效率，通过设立合作研发项目及合作培养人才等多种方式，提升研发体系的创新和引领能力。
- **公司产品未来的发展方向将从节能、高效、环保等具体方面着手实现生产技术的革新。**其中包括：
  - 小规格大扭矩，运用新材料技术适应汽车紧凑型发展的要求；
  - 轻量化环保型产品，采用符合国际环保要求的轻质化材料和优化结构来实现产品的轻量化；
  - 通过提升产品材料的利用率和产品转化率，最大限度减少废弃物的产生，减少生产过程对环境的影响。

## 持续受益行业集中度提升，新客户开发护航主业稳定发展

### 并购优质标的，龙头企业持续受益

- **定向增发实现利益绑定，并购标的显著增厚公司业绩。**公司于 2016 年 6 月 3 日发布定增方案，公司拟发行股票及支付现金的方式分别收购鑫佳机电与霸州志盈 100% 的股权，交易价格合计为 1.52 亿元。其中鑫佳机电采用发行股票和支付现金方式，霸州志盈采用发行股份方式。公司通过定向发行股份、与对手方签署劳动合同以吸收成为中高层管理人员的方式实现利益绑定和标的公司的业务稳定性。

图表 17：公司收购鑫佳机电、霸州志盈主要内容

标的名称	收购股权比例	金额（亿元）	支付方式	业绩承诺	收购目的
廊坊市鑫佳机电有限公司	100%	1.39	按照 7.5 元/股向梁奉敏定向发行股份 1,000 万股，差额部分 6,365.10 万元以现金支付。	鑫佳机电 2016-2018 年度实现净利润分别不低于人民币 1,800 万元、2,070 万元、2,381 万元。	完善产品线、拓展业务区域、整合客户资源、发挥协同效应
霸州市志盈机电有限公司	100%	0.13	按照 7.5 元/股向迟国君定向发行股份 177.9867 万股。		完善产品线、拓展业务区域、整合客户资源、发挥协同效应

来源：中泰证券研究所

- **全方位受益并购，公司瞄准海外竞争者。**此次收购完成后，鑫佳机电和霸州志盈将成为昊方机电全资子公司，公司通过收购提升市场集中度后，与原材料供应商谈判时的议价能力也相应提升，有利于成本控制。与此同时，收购将进一步完善公司产品线、拓展业务区域、整合客户资源、发挥协同效应，且利用公司现有的管理及市场营销优势，提升公司的整体业务规模和盈利水平，从而进一步提升公司竞争能力。完成收购后，公司在同行业的主要竞争对手从国内的小企业变为国外的龙头厂商，如日本小仓与韩国盈信机电等。

图表 18：公司面临的主要海外竞争者

企业名称	企业简介
日本小仓	日本小仓离合器株式会社是全球最大的汽车空调电磁离合器供应商，在亚洲、美洲、欧洲都有制造工厂。产品应用于通用行业、汽车、钢铁冶金、机械装备等行业
盈信机电工业株式会社	盈信机电工业株式会社成立于 1991 年，是韩国领先的汽车零部件制造商之一，主要产品包括离合器、传感器、控制阀等，主要为德尔福、韩国万都机械株式会社等客户提供配套

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 新客户开发护航主营业务稳定发展

- 公司在维护老客户同时，积极开拓新客户，正与更多国际知名汽车空调压缩机品牌公司进行接洽以扩大销售渠道，一方面保障公司主营业务稳定发展，一方面降低大客户相对集中的风险。我们认为，公司刚刚收购的鑫佳机电与霸州志盈能够为公司带来良好协同，主业类似但客户并未重叠，将助力公司新客户拓展。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 我们预测昊方机电 2016-2018 年营业收入分别可达到 9.32、11.23、13.72 亿元，同比增速 52.07%、20.56%、22.14%，归母净利润分别可达 1.18、1.57、1.97 亿元，同比增速 50.76%、32.97%、25.46%，对应最新股本 2 亿股摊薄的 EPS 分别为 0.59、0.79、0.99 元。

图表 19：核心假设

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>收入增长率</b>					
带轮总成	22.90	5.19	5.00	4.00	3.00
线圈总成	23.95	-39.36	70.00	70.00	60.00
驱动盘总成	30.13	51.77	-10.00	-5.00	0.00
旋压带轮	39.45	60.68	35.00	35.00	28.00
其他组件	3.74	-9.71	25.00	25.00	20.00
鑫佳机电				15.00	15.00
其他业务收入	6.22	0.18	0.00	0.00	0.00
总计	22.39	2.39	52.07	20.56	22.14
<b>毛利率</b>					
带轮总成	27.53	28.36	28.13	27.50	27.99
线圈总成	25.57	27.63	25.00	25.50	27.00
驱动盘总成	32.62	25.51	26.00	27.00	28.00
旋压带轮	30.08	28.49	26.95	27.00	30.00
其他组件	31.69	11.72	30.00	30.00	30.00
鑫佳机电			24.00	25.00	25.00
其他业务收入	59.12	87.34	75.00	80.00	80.00
综合	29.81	29.10	27.70	27.80	28.06
<b>费用率</b>					
营业税金及附加	0.78%	0.85%	0.76%	0.80%	0.72%
销售费用	1.73%	2.14%	1.84%	1.79%	1.63%
管理费用	9.65%	10.98%	10.32%	9.05%	9.20%
总费用率	12.16%	13.97%	12.91%	11.64%	11.55%

来源：wind，中泰证券研究所，注：因公司未披露鑫佳机电详细业务结构，我们单独测算其业务收入。

### 估值

- 国内范围内，考虑到公司目前主营业务和未来发展战略，我们从汽车空



调领域选取航天机电、银轮股份等 6 家 A 股上市公司。A 股上市公司流动性充裕，估值偏高，参考主板折价估值，建议公司 15—20 倍 PE，对应 2016 年 EPS 目标价格 8.85-11.8 元，首次覆盖给予买入评级。

**图表 20：汽车空调主板相关公司对比**

代码	名称	营业收入（百万）	净利润（百万）	股价（元）	市值（亿）	PE
600151.SH	航天机电	4,039.94	172.62	10.97	157.34	64.78
002126.SZ	银轮股份	2,721.96	200.40	9.35	67.42	28.41
002239.SZ	奥特佳	2,483.56	223.28	15.69	175.47	47.13
002454.SZ	松芝股份	3,000.98	310.20	13.80	58.24	21.18
002011.SZ	盾安环境	5,858.86	82.13	9.77	89.61	129.79
002050.SZ	三花控股	6,160.82	605.41	10.30	185.55	24.18
均值						52.58

来源：中泰证券研究所；注：收盘价基于 2017/1/10 日，PE 基于 2015 年预测净利润

## 风险提示

- **汽车市场增速不及预期。**2016 年，汽车市场在政策面受惠于汽车购置税减半（5%）的刺激，汽车产量增速大幅度上升。2017 年汽车购置税将按 7.5%征收，税收优惠的减弱将很有可能影响汽车市场的整体需求。而汽车生产是公司生产的空调电磁离合器的最终销售对象。若汽车市场增速不及预期，将对公司的生产经营产生较大的影响。
- **原材料价格上涨。**公司产品的原材料主要包括碳结圆钢、轴承、电解铜漆包线等，原材料采购在主营业务的成本汇总占比约为 80%，16 年下半年大宗商品普涨，产品所用原材料价格也经历一轮提升。在 2017 年宏观经济形势尚未明朗的前提下，原材料价格可能进一步提升或在高位持续震荡，公司可能面临主营业务成本大幅度提升的风险。
- **主要客户相对集中。**公司的前五大客户销售额占销售收入总额的比例大约为 60%。公司所在汽车行业一级供应商集中度较高的特点决定公司的客户集中度较高，若大客户存在自身经营状况不利，或由于外部原因取消与公司的合作，将对公司经营产生带来不利的影响。

**图表 21：昊方机电财务摘要**

资产负债表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>资产</b>					
<b>流动资产</b>					
货币资金	64	118	173	208	325
应收账款	120	122	186	225	274
预付款项	28	48	27	32	40
其他应收款	16	2	26	31	38
存货	117	120	188	227	276
其他流动资产	106	97	141	167	202
<b>非流动资产</b>					
长期股权投资净值	0	0	0	0	0
固定资产净值	349	371	489	475	460
在建工程净值	24	24	0	0	0
无形资产净值	54	52	42	34	27
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	11	42	43	43	44
<b>资产总计</b>	<b>891</b>	<b>998</b>	<b>1,316</b>	<b>1,443</b>	<b>1,688</b>
<b>负债</b>					
<b>流动负债</b>					
短期借款	223	134	114	84	59
应付账款	100	115	174	210	255
其他应付款	6	6	9	11	14
应交税费	5	9	14	19	24
其他流动负债	66	159	245	200	220
<b>非流动负债</b>					
长期借款	112	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	17	22	23	24
<b>负债合计</b>	<b>528</b>	<b>440</b>	<b>578</b>	<b>548</b>	<b>595</b>
<b>所有者权益</b>					
实收资本(或股本)	80	180	200	200	200
资本公积	180	185	227	227	227
留存收益	92	171	289	446	643
少数股东权益	10	23	23	23	23
<b>所有者权益合计</b>	<b>362</b>	<b>558</b>	<b>738</b>	<b>895</b>	<b>1,093</b>
<b>负债及所有者权益总计</b>	<b>891</b>	<b>998</b>	<b>1,316</b>	<b>1,443</b>	<b>1,688</b>

利润表

(万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	598	613	932	1,123	1,372
减:营业成本	420	434	674	811	987
营业税金及附加	5	5	7	9	10
销售费用	10	13	17	20	22
管理费用	58	67	96	102	126
财务费用	25	14	6	5	3
资产减值损失	0	-9	0	0	0
加:投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	81	87	131	177	224
加:营业外收支净额	3	6	7	7	7
减:所得税	12	12	20	27	33
净利润	72	80	118	157	197
<b>应占:</b>					
母公司股东	72	78	118	157	197
少数股东权益	0	2	0	0	0
<b>每股收益(全面摊薄)</b>	<b>0.36</b>	<b>0.39</b>	<b>0.59</b>	<b>0.79</b>	<b>0.99</b>

现金流量表

(万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量	100	140	145	94	169
投资性活动产生的现金流量	-50	-79	-124	-24	-24
筹资活动产生的现金流量	0	-98	35	-35	-28
现金本期增加或减少	50	-37	55	35	118

主要财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产负债率(%)	59.32	44.07	43.93	37.95	35.27
净资产收益率(%)	19.92	14.06	16.03	17.57	18.06
毛利率(%)	29.81	29.10	27.70	27.80	28.06
净利率(%)	12.06	12.81	12.70	14.00	14.39
流动比率	1.13	1.20	1.33	1.70	2.02
营业收入增长率(%)	22.39	2.39	52.07	20.56	22.14
净利润增长率(%)	50.92	8.74	50.76	32.97	25.46

来源: 中泰证券研究所

### 投资评级说明

**买入:** 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

**减持:** 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上



**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

中泰证券股份有限公司是本报告涉及的昊方机电（831710.00）的做市商。本报告系本公司研究员根据昊方机电（831710.00）公开信息所做的独立判断。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。