

证券研究报告
2020年6月15日

【方正汽车·公司深度报告】

腾龙股份（603158）：腾驰氢电，再飞成龙

分析师：于 特 执业证书编号：S1220515050003

分析师：刘虹辰 执业证书编号：S1220518050004

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

- **汽车空调管路国内市占率第一，发力海外+新能源汽车热管理。**公司主营包括汽车空调管路、汽车胶管、EGR、传感器、燃料电池等，客户包括本田、沃尔沃、吉利以及法雷奥、马勒、翰昂等，汽车空调管路国内市占率第一。公司已在波兰、马来西亚设厂，拿到海外沃尔沃、PSA等订单。同时，公司还有蔚来汽车、小鹏汽车等新能源汽车客户，并通过翰昂供应特斯拉。
- **外延拓展，布局新兴行业+卡位龙头公司。**2016年公司收购力驰雷奥，主要产品为EGR冷却器。2017年底力驰雷奥收购宜宾天瑞达，天瑞达EGR阀国内前三，打通EGR全产业链。2019年收购北京天元奥特，通过其发动机涡轮增压胶管打通管路硬管+软管全产业链。2020年，腾龙成为新源动力第一大股东，有望打造燃料电池龙头。
- **热管理是新能源汽车单车价值量增幅最大的子行业。**以空调管路为例，从燃油车单车150-200元提升到新能源汽车单车300-400元，高端纯电车型超过1000元。另外，热泵空调以及电池冷却系统都对空调管路需求成倍增长，公司新能源汽车热管理系统级供应带来量价齐升。
- **成为新源动力第一大股东，燃料电池龙头。**从2019年6月开始，公司分3次共出资24860万元，累计收购新源动力40.36%股份，并成为新源动力第一大股东。新源动力是中国第一家致力于燃料电池产业化的股份制企业，收购有利于公司提升在氢燃料电池产业领域的影响力和参与度，有利于公司与新源动力开展更深入的合作，公司将充分利用腾龙氢能和新源动力的协同优势，不断加大研发投入，布局氢燃料电池及其核心零部件市场。
- **投资建议。**公司上市以来，持续外延并购，已经打通汽车空调管路软管+硬管和EGR的全产业链布局，同时新能源汽车热管理需求加速，燃料电池也有望成为A股龙头。我们预计公司2020-2022年归母净利润为：1.8/2.2/2.4亿元，对应PE分别为29/24/22X。
- **风险提示:**汽车行业销量不及预期，天元奥特业绩不及预期，商誉风险。

一

汽车空调管路国内市占率第一

二

内生业务，发力海外+新能源汽车热管理

三

外延拓展，布局新兴行业+卡位龙头公司

四

热管理是新能源汽车单车价值量增幅最大的子行业

五

成为新源动力第一大股东，燃料电池龙头

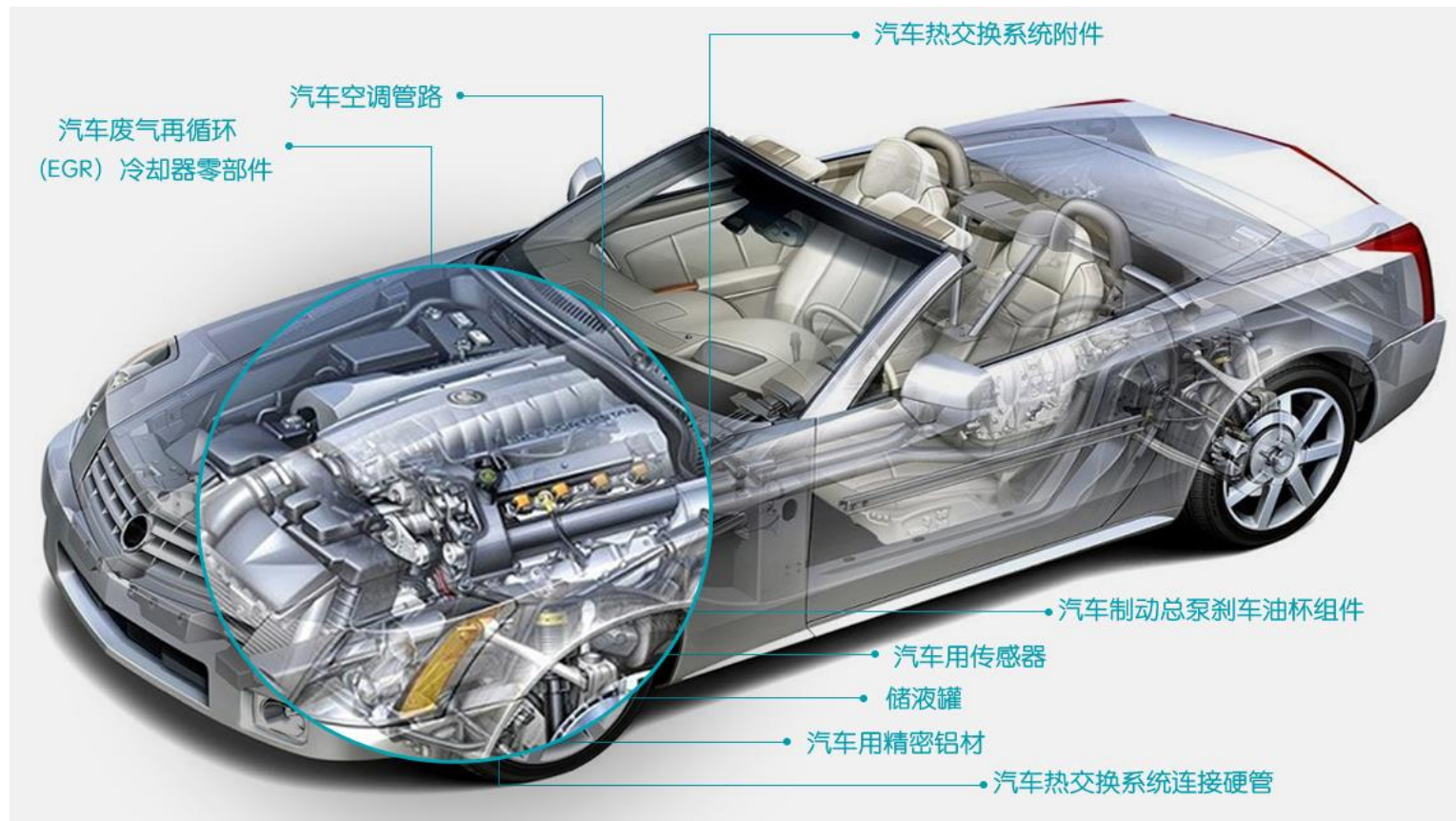
六

盈利预测与估值

汽车空调管路国内市占率第一

- 公司主营包括汽车空调管路、汽车胶管、EGR、传感器、燃料电池等，客户包括本田、沃尔沃、吉利以及法雷奥、马勒、翰昂等，汽车空调管路国内市占率第一。

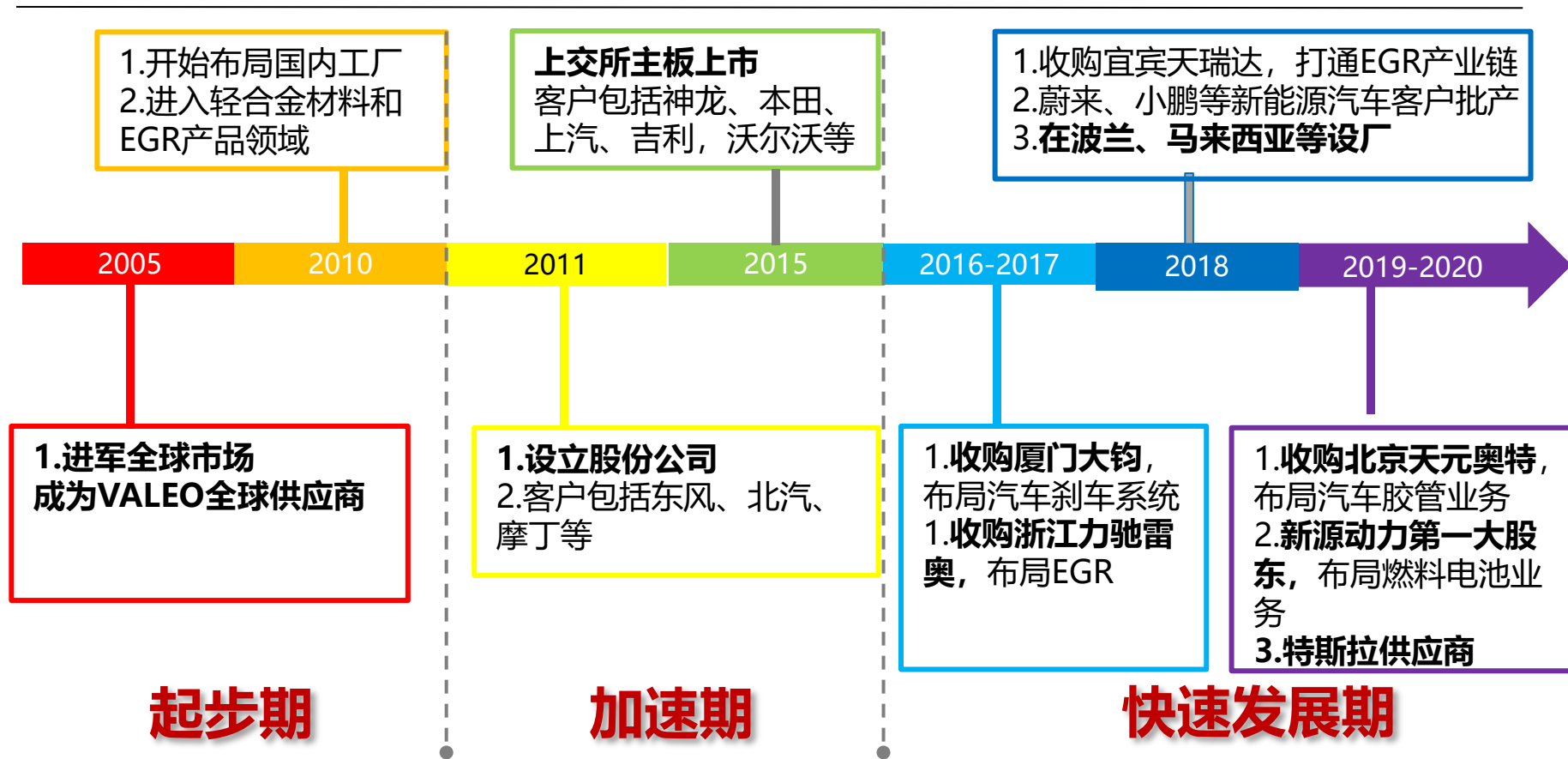
图表1：公司主要产品应用示意图



始于法雷奥，成就汽车空调管路龙头

- 2005年，公司成立，汽车空调管路从供应法雷奥体系开始扩展。
- 2015年，公司上市，管路业务市占率行业前列。2016-2020年，公司进入快速发展期。

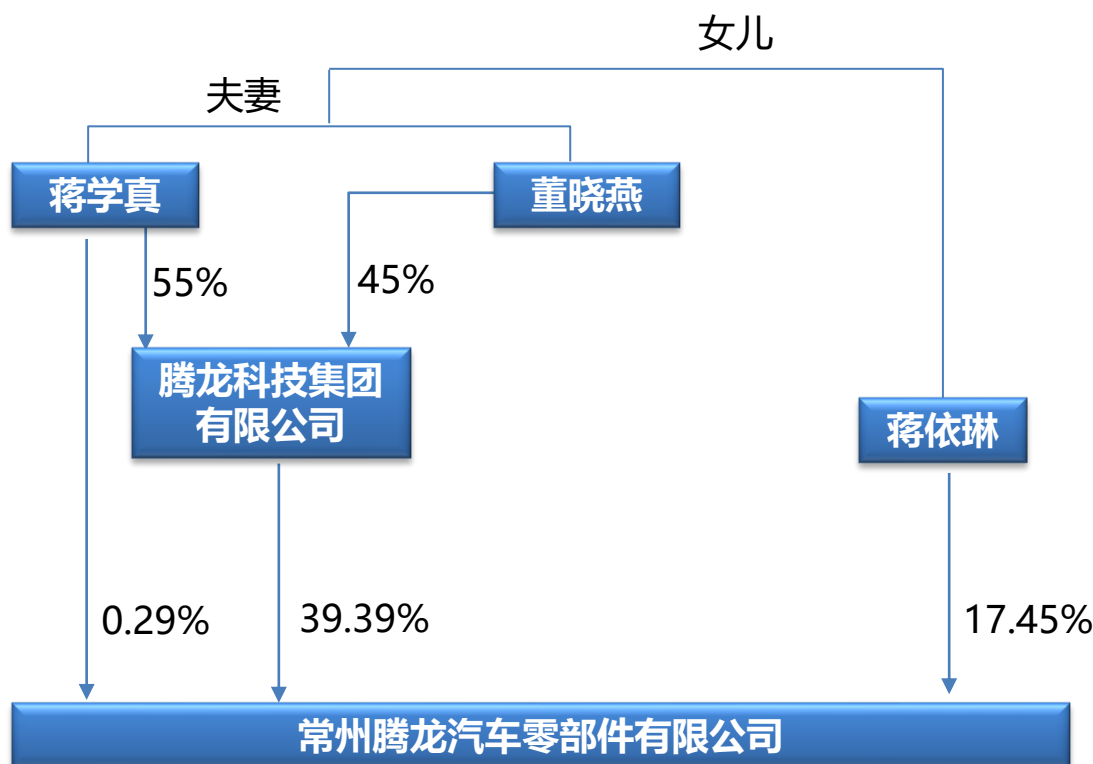
图表2：公司发展历程



腾龙科技及其一致行动人合计持有公司57.14%股份

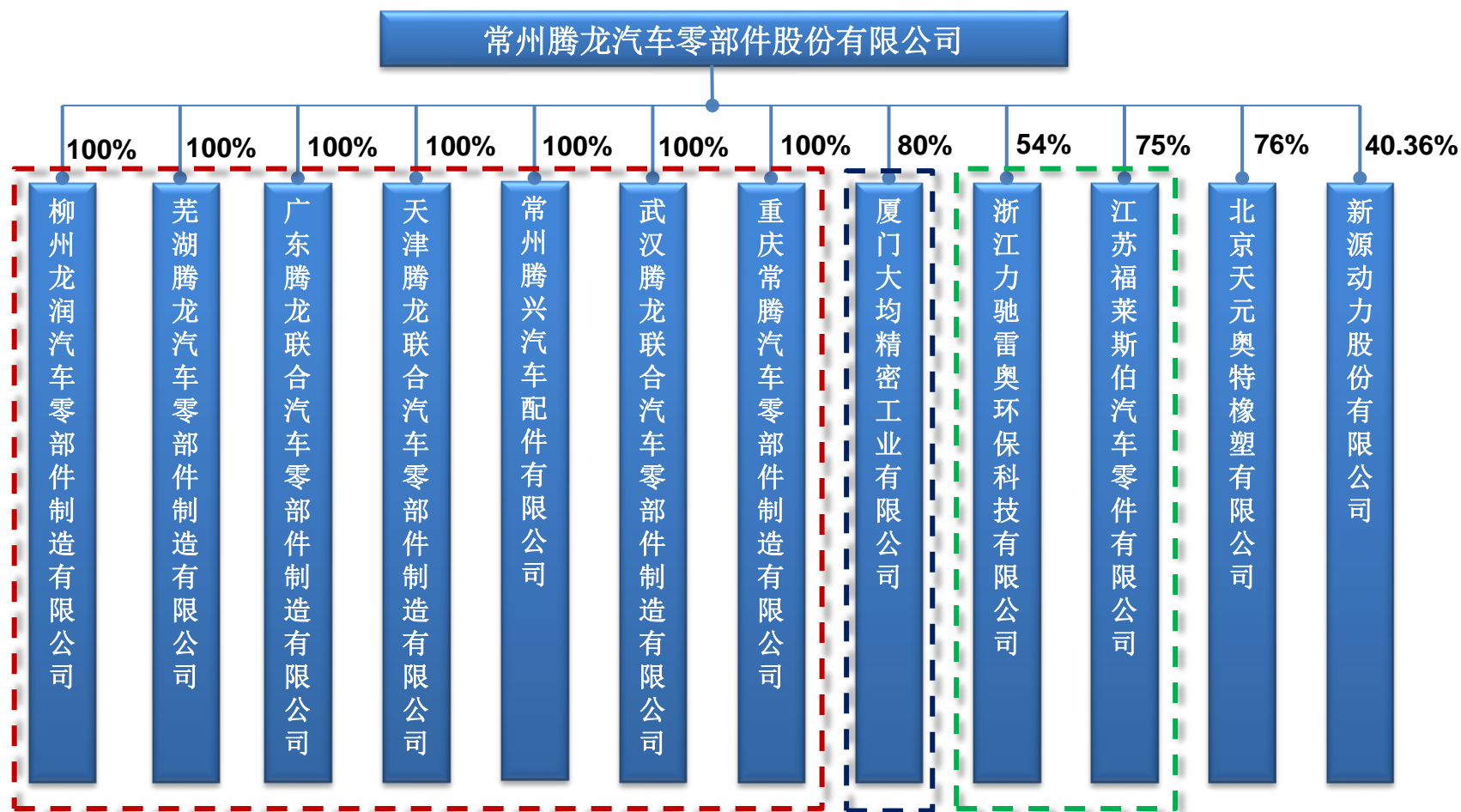
- 腾龙科技及其一致行动人合计持有公司股份，从2017年的68%左右下降至2020年4月的57.14%。

图表3：公司股权结构图



子公司：业务以汽车空调管路为主，以及EGR、燃料电池等

图表4：公司主要子公司构成

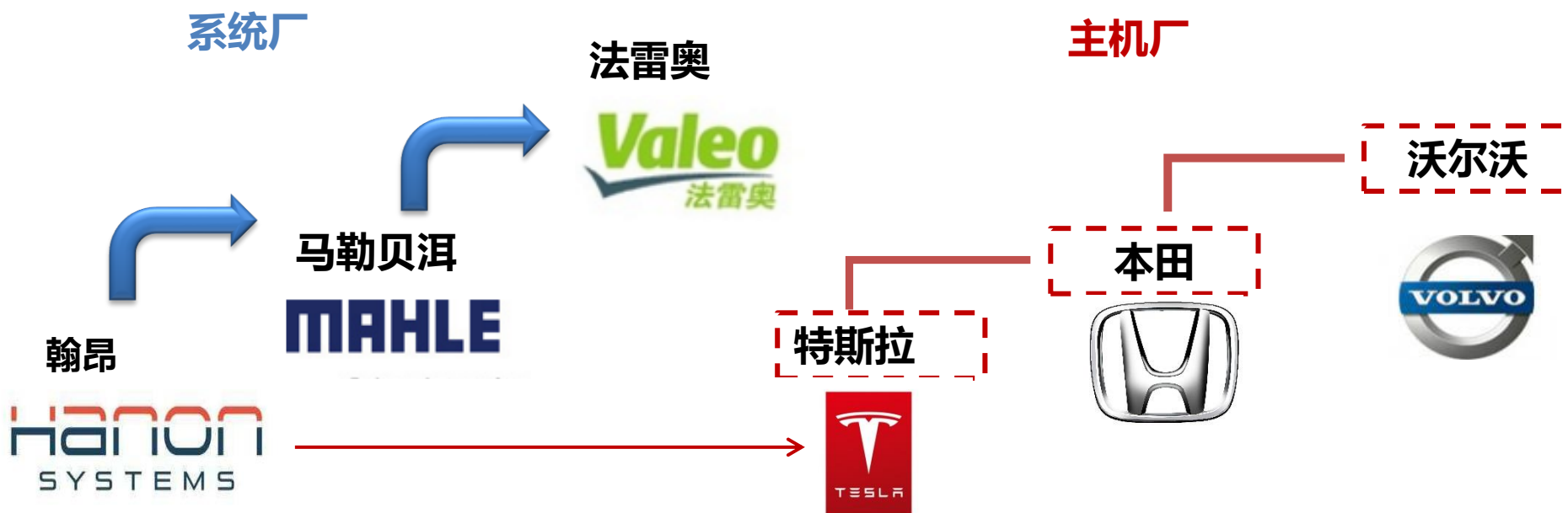


资料来源：公司公告、方正证券研究所

主要客户本田、吉利、沃尔沃、法雷奥、马勒等

- 公司主机厂客户包括本田、沃尔沃、标致雪铁龙、吉利、上汽、上汽通用五菱、长城汽车、比亚迪等国内外主要的汽车整车制造企业。以及法雷奥、马勒、翰昂、大陆、博世等全球顶级汽车零部件系统供应商，并间接为特斯拉、奔驰、宝马、大众、通用、福特、保时捷、玛莎拉蒂等全球知名汽车品牌的多个车型做配套。
- 公司主要客户已经从早期的法系，转向日系本田、吉利、法雷奥、马勒、沃尔沃等，以及蔚来、小鹏等新能源汽车客户，并通过翰昂供应特斯拉。

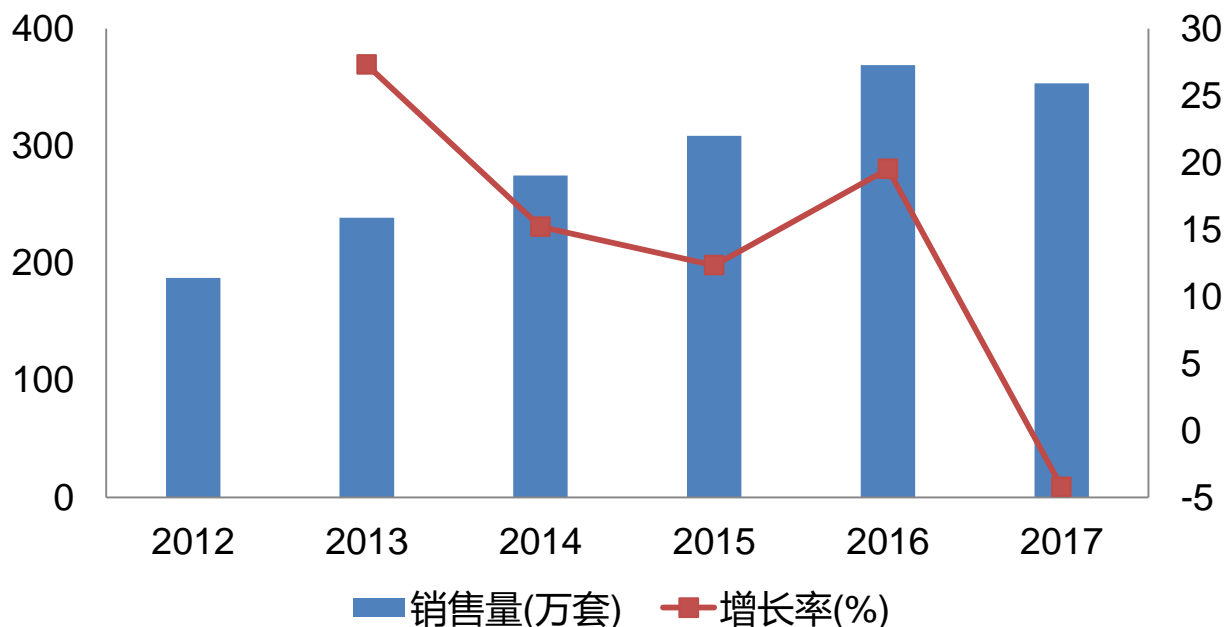
图表5：公司主要客户



汽车空调管路业务国内市占率第一

- 公司从进入法雷奥汽车空调管路供应体系，在与法系车的合作中成长迅猛，随后又进入本田体系，近几年大举进入自主品牌和新能源汽车企业。
- 公司汽车空调管路业务国内市占率第一，上汽SAAA、盛士达位居行业二、三名。
- **公司汽车空调管路的销量披露，从2018年之后，从套路改为件数，2019年公司销售汽车热管理系统零部件5,757.06 万件，同比增长3.2%，在车市整体连年下滑的背景下，市占率继续提升。**

图表6:汽车空调管路（万套）销量

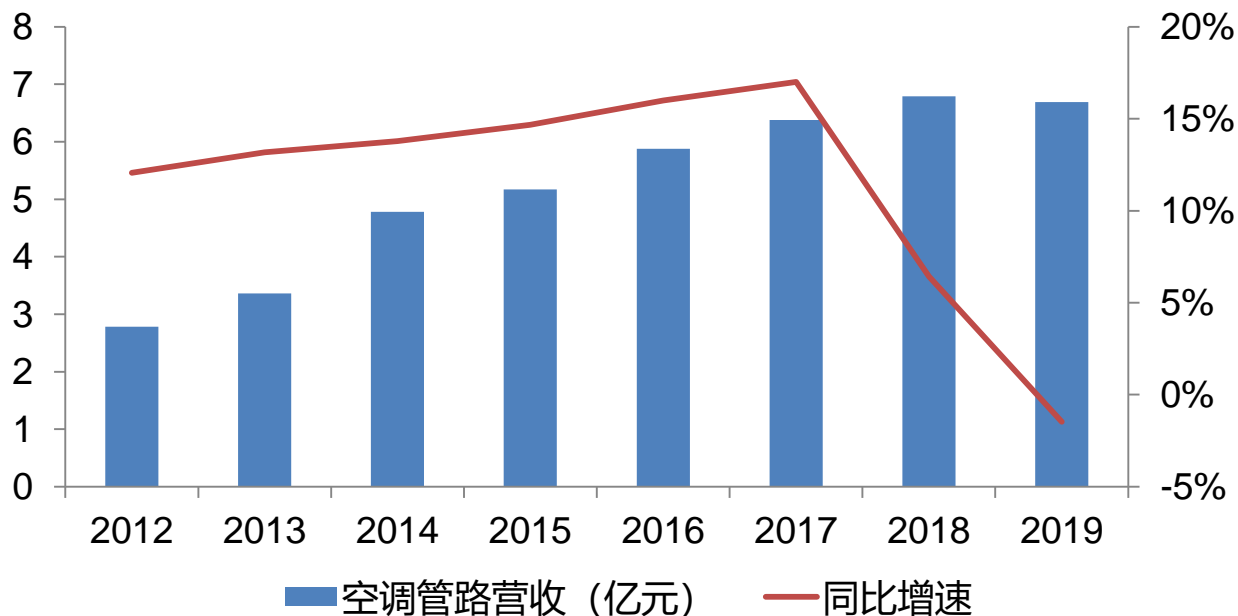


资料来源：公司公告，方正证券研究所

公司汽车空调管路收入2012-2018年CAGR15%

- 一套完整的汽车空调管路需要使用8件热交换系统连接硬管和20-40件热交换系统附件。
- 公司汽车空调管路收入2012-2018年CAGR15%，市场份额持续增长，稳居行业第一。

图表7：公司汽车空调管路收入2012-2018年CAGR15%



一

汽车空调管路国内市占率第一

二

内生业务，发力海外+新能源汽车热管理

三

外延拓展，布局新兴行业+卡位龙头公司

四

热管理是新能源汽车单车价值量增幅最大的子行业

五

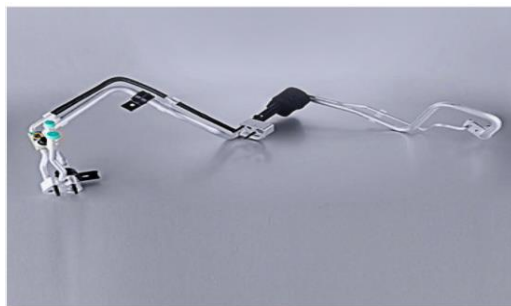
成为新源动力第一大股东，燃料电池龙头

六

盈利预测与估值

- 汽车空调管路安装在发动机舱内，主要用于连接汽车空调中压缩机、冷凝器、膨胀阀、蒸发器等部件。
- 汽车空调管路的加工步骤主要包括：铝管的管端成型、管端密闭槽的旋压、管压件的弯曲、接头与管件的铆接或焊接、铝管与胶管的扣压链家、气密性检验等技术。
- 管路属于非标定制产品，产品开发周期长（1-2年），一旦进入供应体系，生命周期在5年以上，需求稳定。

图表8：汽车空调管路（回热器空调管总成、压缩机排气管总成、膨胀阀进出管总成、冷凝器连接管总成）



- 汽车热交换系统连接硬管主要为汽车空调系统蒸发器、冷凝器和暖风系统加热器的进出口连接管，也有部分为机油冷却器的进出口连接管。连接硬管起到过渡和桥梁的作用。
- 加热器进出连接硬管的作用是将汽车散热器（水箱）中的高温热水导入到暖风系统的加热器中，经过换热后，再将其排出到汽车散热器（水箱）中。
- 蒸发器进出连接硬管的作用是将冷凝器至膨胀阀制冷管中高压液态制冷剂导入到膨胀阀和蒸发器中，经过换热后，将低温气态制冷剂排出到膨胀阀至压缩机制冷管中。
- 热交换系统附件为汽车热交换系统主要的部件提供连接与安全支撑和稳固作用。主要有充注阀、连接法兰、O型圈、储液罐及组件、连接支架等。

图表9：公司汽车热交换系统连接硬件及附件



加热器进出管



加热器出口管



蒸发器进出管



蒸发器进口管



充注阀



接头



机油冷却器出口管



机油冷却器进口管



机油冷却器进出管



套头



压板



支架

- 公司有蔚来汽车、小鹏汽车等新能源汽车客户，并通过翰昂供应特斯拉，积极与现有客户进行新能源产品定点，包括上汽、吉利、东风、奇瑞、众泰等，以及广本、东本。
- 新能源汽车热管理系统管路单车价值大幅上升，从150-200元/套提升到300-400元/套，市场规模扩大一倍。高端纯电车型超过1000元。另外，热泵空调以及电池冷却系统都对空调管路需求成倍增长，公司新能源汽车热管理系统级供应带来量价齐升。

图表10：发力新能源汽车热管理



- 公司发力海外，已在波兰、马来西亚设厂，拿到海外沃尔沃、PSA、宝腾等订单。

图表11：波兰、马来西亚设厂，沃尔沃、PSA、宝腾订单



一

汽车空调管路国内市占率第一

二

内生业务，发力海外+新能源汽车热管理

三

外延拓展，布局新兴行业+卡位龙头公司

四

热管理是新能源汽车单车价值量增幅最大的子行业

五

成为新源动力第一大股东，燃料电池龙头

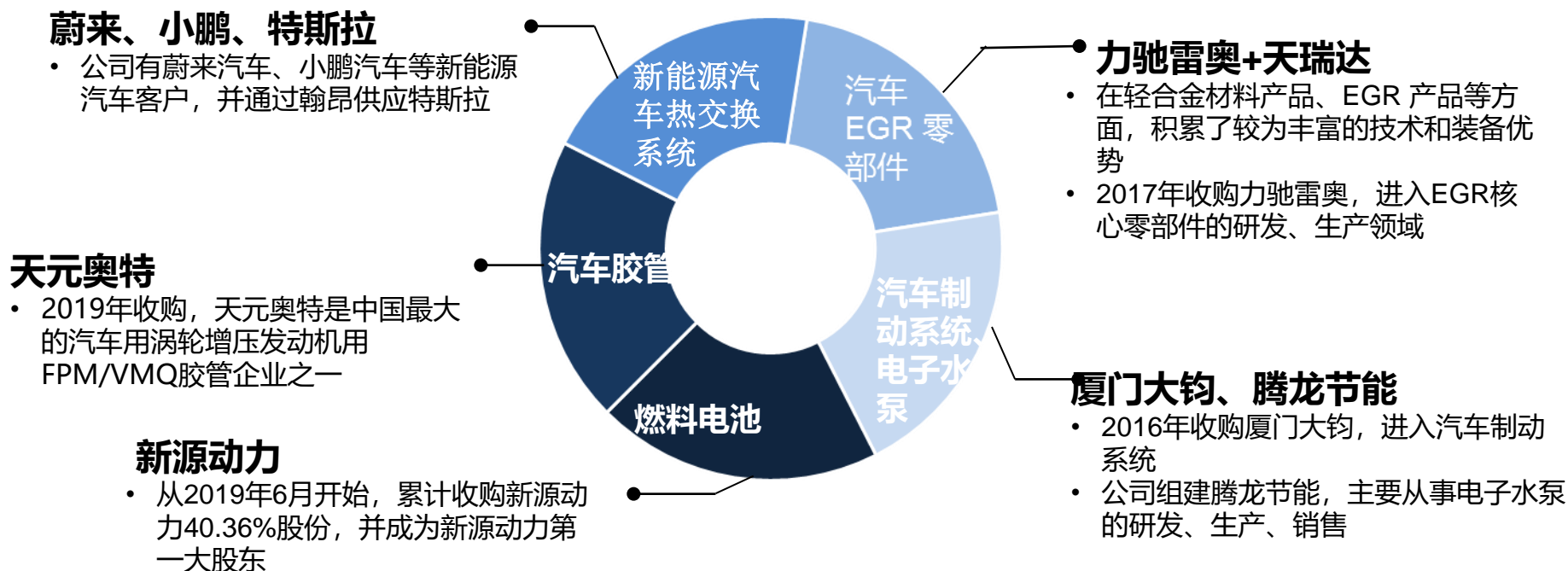
六

盈利预测与估值

公司战略发展方向：新能源汽车热管理+燃料电池+EGR

- 公司以原有的汽车空调管路业务为依托，通过外延并购汽车胶管、EGR、燃料电池、汽车制动系统等，并以新能源汽车热管理+燃料电池+EGR为战略发展方向。

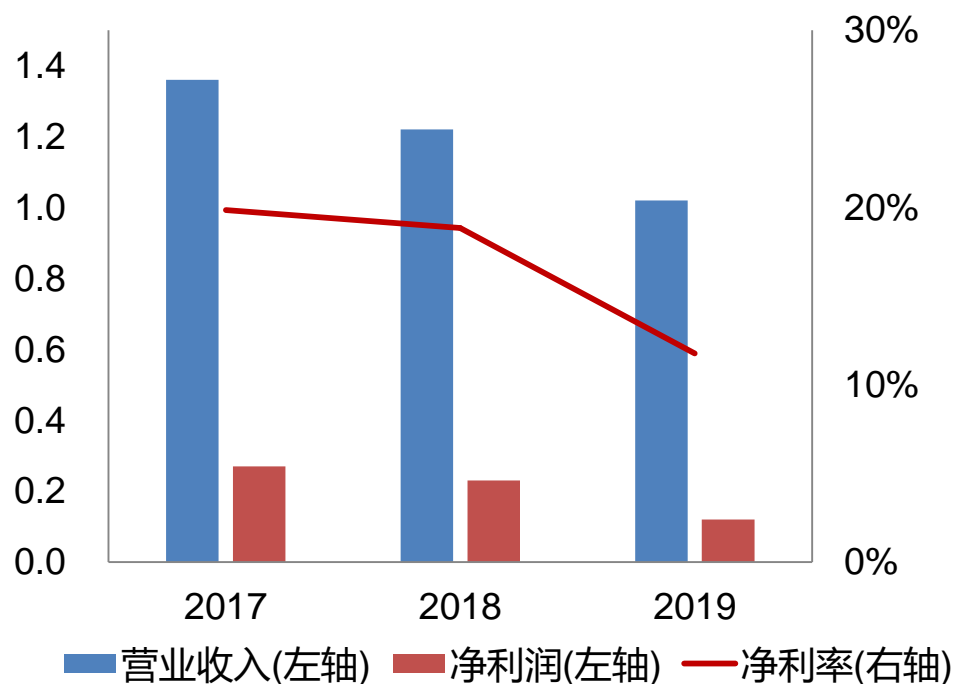
图表12:公司战略发展方向



收购厦门大钧，布局汽车刹车系统

- 2016年6月，公司出资 6080 万元收购厦门大钧 80% 的股份。
- 厦门大钧是专业研发、制造汽车制动系统制动器储油罐及制动油警报器等产品的汽车零部件制造商，汽车制动系统储油罐目前国内细分市场处于龙头地位。主要客户为大陆、博世。

图表13：2017-2019年厦门大钧业绩表现（亿元）



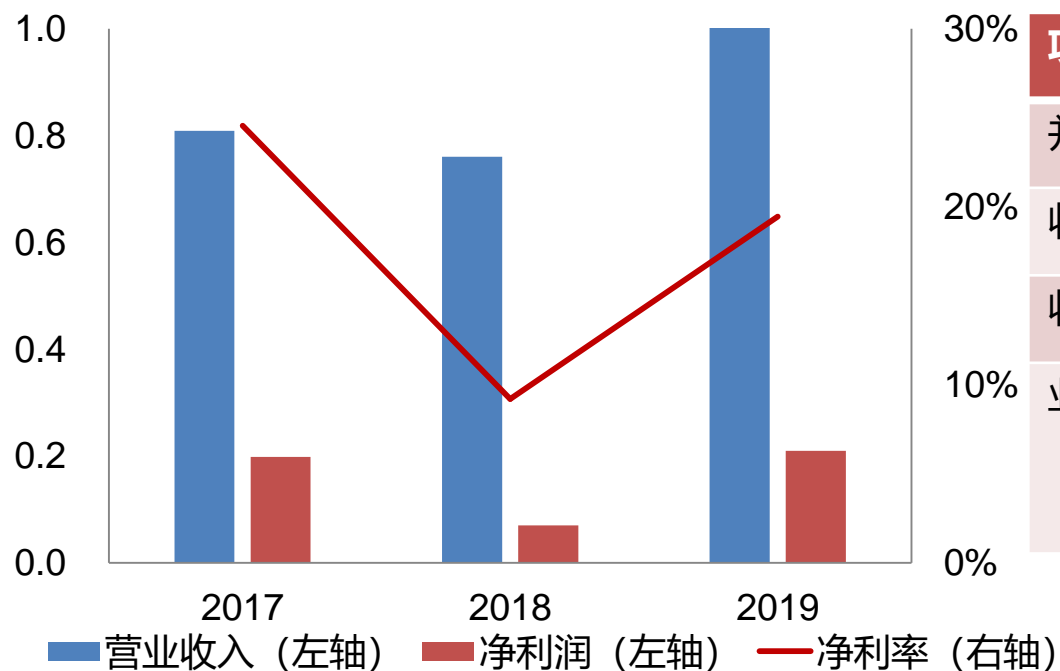
图表14:收购厦门大钧

项目	内容
并表时间	2016年6月15日
收购金额	6080 万元
收购股份	厦门大钧 80% 的股份
业绩承诺	厦门大钧 2016 年扣非净利润不低于 2000 万

收购力驰雷奥+天瑞达，布局EGR全产业链

- 2017年10月，腾龙股份出资12,538.8万元收购力驰雷奥54%的股份。力驰雷奥是一家专业从事汽车废气排放控制装置、废气排放处理系统产品的生产企业，主要产品为 EGR 冷却器。
- 2017年底，力驰雷奥收购宜宾天瑞达，天瑞达是国内EGR阀前三，至此打通EGR产业链。

图表15：2017-2019年力驰雷奥业绩表现（亿元）

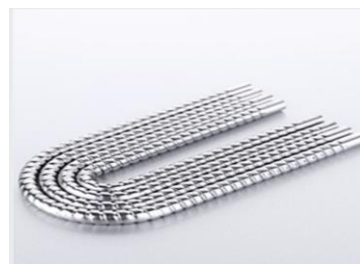


图表16：收购力驰雷奥

项目	内容
并表时间	2017年10月30日
收购金额	10,031.04万元
收购股份	力驰雷奥54%的股份
业绩承诺	力驰雷奥2016年至2019年累计实现的净利润不低于7,348.60 万元。

- EGR指 Exhaust Gas Recirculation，即废气再循环。EGR技术是将一定量燃烧后的废气通过EGR控制阀引入进气管，与新鲜气体混合后进入气缸燃烧，达到降低最高燃烧温度以及抑制NO_x的生成的效果。
- 废气返回到发动机气缸之前，由于温度高，必须经过EGR冷却器的充分冷却。
- 力驰雷奥是国内少有的能够自产 EGR 冷却器和阀的系统公司。

图表17：公司EGR冷却器零部件



- EGR冷却系统：是为了降低汽车尾气中氮氧化物(NO_x)含量的装置，主要元件是数控式EGR阀，数控式EGR阀安装在右排气歧管上，其作用是独立地对再循环到发动机的废气量进行准确的控制。
- 国内主要厂商：银轮股份、腾龙股份、隆盛科技等；
- 国际厂商主要有：皮尔博格、博格华纳等。

图表18:EGR市场主要参与者

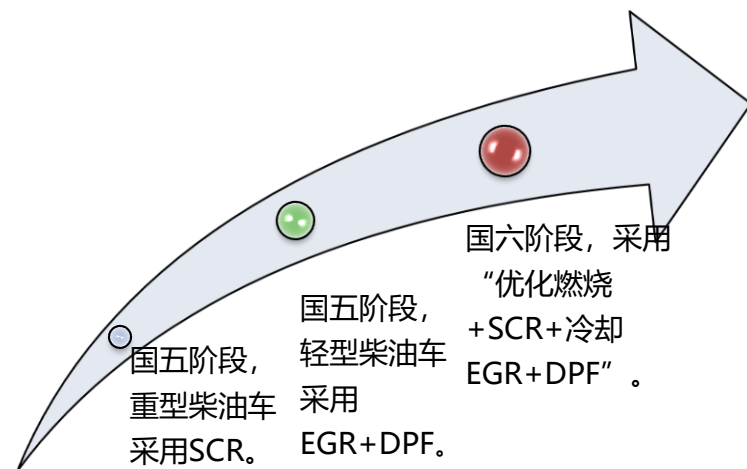


2020国内重卡EGR市场空间预计达到10亿元，2022年50亿元

- 国六标准下天然气重卡全部标配EGR 系统，柴油重卡 80%标配EGR 系统。我们预计2020 年至 2022 年国六重卡占比分别为 20%、60%和 100%。
- 汽油机EGR是一个新技术，日系丰田，美系克莱斯勒、通用、福特都有批产，国内乘用车降油耗压力不断加大，EGR应用场景在不断扩大。
- 我们预计2020年国内重卡EGR市场空间达到10亿元，2022年将达到50亿元。

图表19：排放标准变化

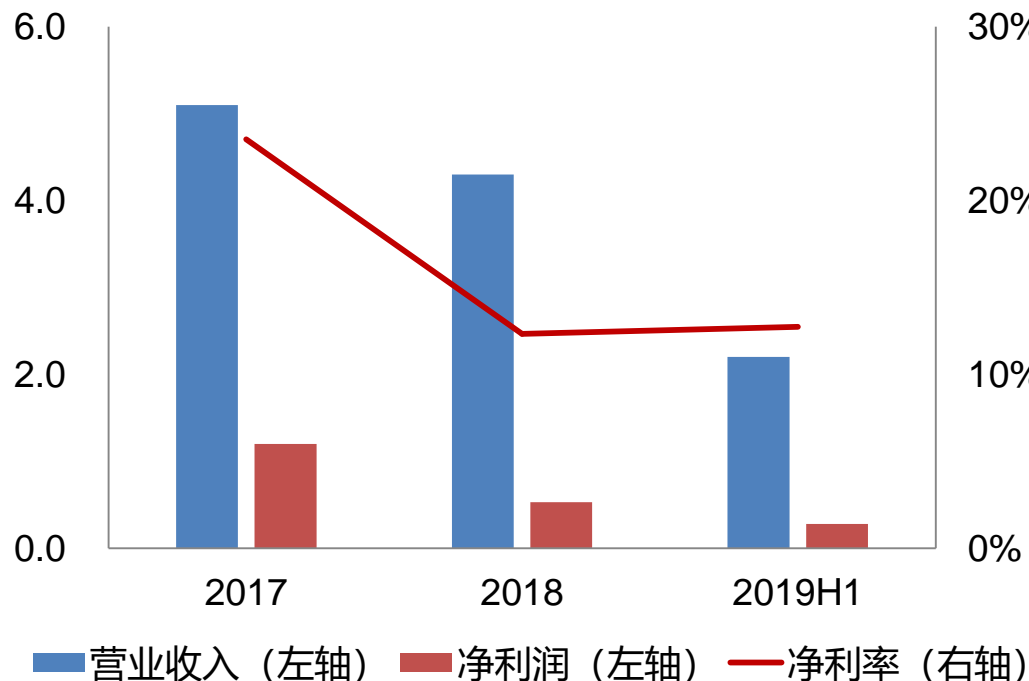
排放标准 (g/km)	柴油车排放标准				
	国四	国五	国五变化	国六	国六变化
氮氧化物NOx	0.25	0.18	-28%	0.035	-81%
颗粒物浓度PM	0.025	0.0045	-82%	0.003	-33%
排放标准 (g/km)	汽油车排放标准				
	国四	国五	国五变化	国六	国六变化
氮氧化物NOx	0.08	0.06	-25%	0.035	-42%
颗粒物浓度PM	——	0.00045	新增	0.003	-33%



收购北京天元奥特，布局管路硬管+软管全产业链

- 北京天元奥特橡塑有限公司成立于2004年，在北京、山东武城设有4家子公司，主要生产FPM/VMQ内氟外硅胶管、硅胶管、注压模压胶管、AEM或ACM等特种针织缠绕挤出胶管、复合挤出胶管、夹布钢丝胶管、橡胶减震密封制品、注塑制品、吹塑制品等产品，成为中国最大的汽车用涡轮增压发动机用FPM/VMQ胶管生产基地之一。
- 国内主要客户：一汽、东风、北汽福田、中国重汽等；
- 国外主要客户：曼胡默尔、大陆、沃尔沃、MAN、卡玛斯等。

图表20：2017-2019年H1天元奥特业绩表现（亿元）



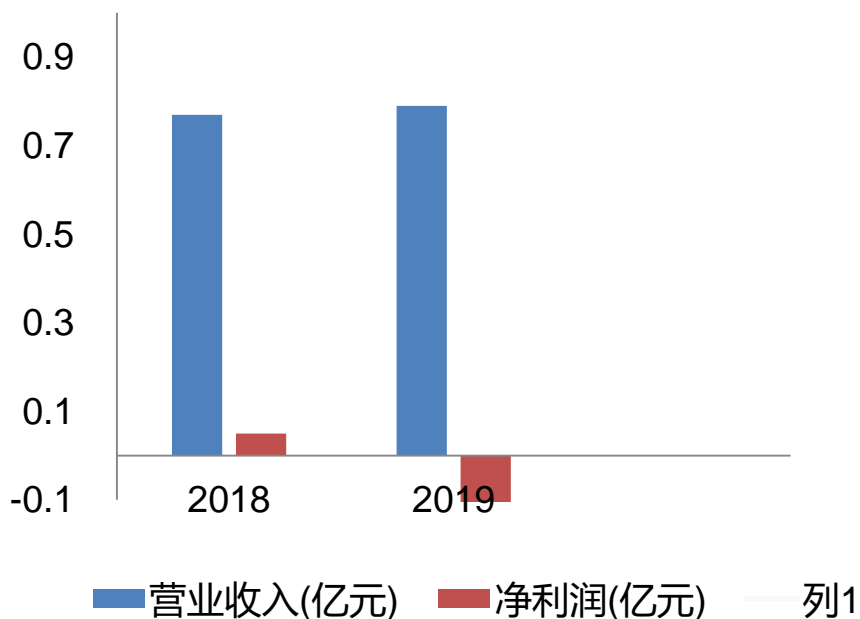
图表21：收购天元奥特

项目	内容
并表时间	2019年11月
收购金额	39,680万元
收购股份	天元奥特76%的股份
业绩承诺	2019年至2021年累计实现的净利润不低于18,000万元

收购新源动力，布局燃料电池

- 从2019年6月开始，公司分3次共出资24860万元，累计收购新源动力40.36%股份，并成为新源动力第一大股东。
- 新源动力是中国第一家致力于燃料电池产业化的股份制企业，收购有利于公司提升在氢燃料电池产业领域的影响力和参与度，有利于公司与新源动力开展更深入的合作，公司将充分利用腾龙氢能和新源动力的协同优势，不断加大研发投入，布局氢燃料电池及其核心零部件市场。

图表22：2018-2019年新源动力业绩表现



图表23：收购新源动力

项目	内容
收购时间	2019-2020年4月
收购金额	累计24,860万元
收购股份	累计收购新源动力40.36%的股份

资料来源：公司公告，方正证券研究所

一

汽车空调管路国内市占率第一

二

内生业务，发力海外+新能源汽车热管理

三

外延拓展，布局新兴行业+卡位龙头公司

四

热管理是新能源汽车单车价值量增幅最大的子行业

五

成为新源动力第一大股东，燃料电池龙头

六

盈利预测与估值

热管理是新能源汽车单车价值量增幅最大的子行业

- 通过对热管理零部件价格的估算，预计单车价值量分别为：传统空调系统2150元，发动机热管理系统1100元，新能源汽车热管理系统6600元。
- 传统汽车热管理系统由空调系统和发动机热管理系统组成，单车价值量3250元，新能源汽车热管理系统单车价值量翻倍达到6600元。

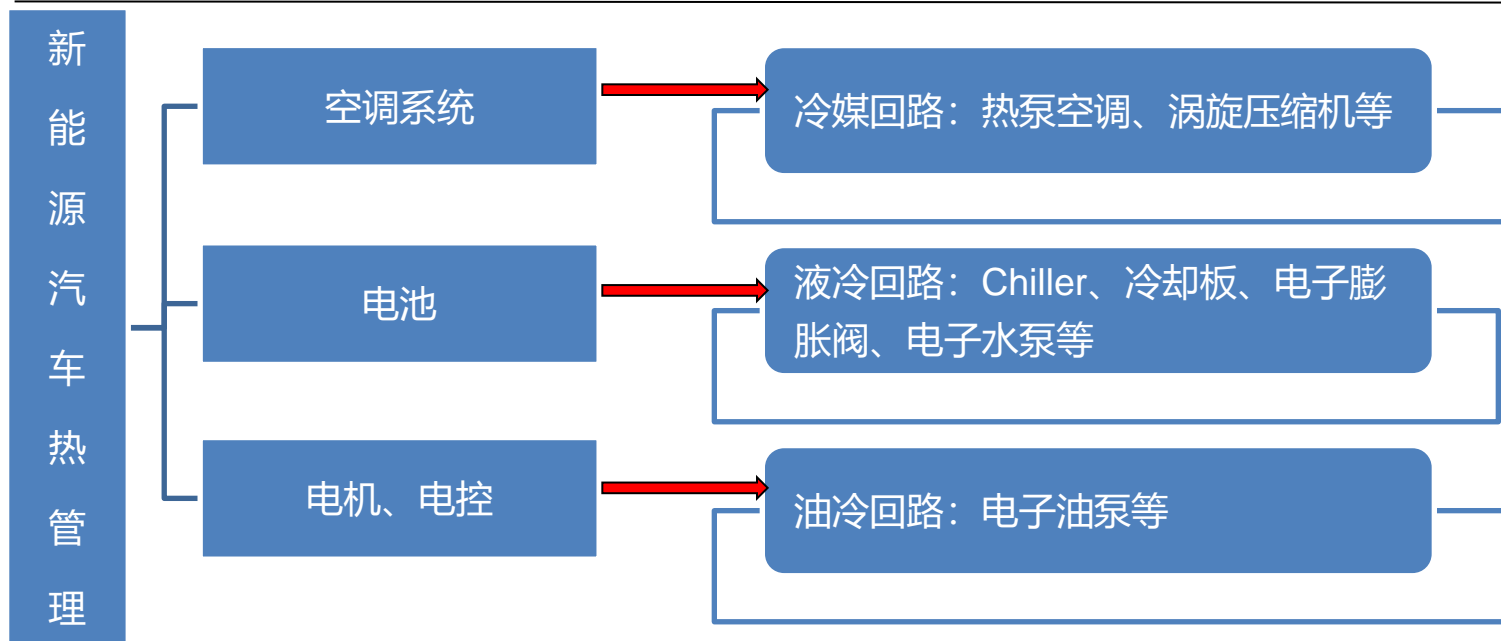
图表24：新能源汽车热管理系统单车价值量翻倍

传统空调系统	(元)	发动机热管理	(元)	新能源汽车热管理	(元)
HVAC	700	油冷器	150	热泵空调	3000
压缩机	300	中冷器	150	空调管路	400
散热器	250	前端模块	300	水冷板	800
控制器	150	散热器	100	电子水泵	800
暖风机芯	150	EGR冷却器	400	电子膨胀阀	500
蒸发器	150			散热器	300
冷凝器	250			电池冷却器	200
空调管路	200			前端模块	600
小计:	2150		1110		6600
传统汽车热管理系统	3000				
新能源汽车热管理系统	6000				

新能源汽车热管理——三大系统&三大回路

- 新能源汽车的热管理系统更加复杂，包括空调、电池、电机电控等三大系统和冷媒、液冷、油冷等三大回路。
- 汽车空调制冷系统主要由压缩机、冷凝器、蒸发器等组成；制热系统主要由PTC或热泵、鼓风机等组成。
- 电池热管理系统的重要部件是Chiller，它的蒸发器被流经动力电池散热板的冷却液包裹，冷媒通过热交换将冷却液的热量带走，给电池降低温度。
- 电机电控热管理系统主要功能是散热。

图表25：三大系统&三大回路



热泵对空调管路需求成倍增长

- 纯电动汽车不能再继续使用发动机作为稳定的热源用于制热，需由PTC电加热器完成，但这会大大降低电池的电量 and 行驶里程，而使用热泵系统制热则行驶里程大幅提升。
- PTC加热器：增加了采用电热原理制热的加热器。
- 热泵空调：利用热泵制热的原理而获得制热功能的空调器，在系统中至少增加了一个电磁四通换向阀。
- 热泵空调是确定的产业方向，对空调管路需求成倍增长。

图表26：PTC加热 VS.热泵空调

	PTC空调（右上图）	热泵空调（右下图）
不同零部件	电阻、陶瓷发热元件	四通阀
优点	适应低温	高效节能
缺点	能耗高	管路复杂，成本高
应用车型	ModelX、通用Bolt、日产LEAF、北汽新能源EC180、众泰E200、江淮IEV6E等	ModelY、宝马i3、丰田普锐斯、雷诺ZOE、奥迪R8 e-tron、蔚来ES8、荣威Ei5等



- 电池冷却器：用在电池冷却系统中，制冷剂经过膨胀阀节流后进入电池冷却器与冷却液进行换热，冷却液通常为乙二醇和水。
- 电池散热器：用来给电池热管理系统中的冷却液进行散热。
- 电池冷却系统对空调管路需求成倍增长。

图表27:主要电池冷却系统类型

冷却系统类型	优势	劣势
制冷系统	系统紧凑，重量轻以及性能好	制冷温度不易控制且系统寿命短
低温散热器冷却	系统简单，成本低，低温环境下经济节能	冷却性能低，受天气限制
直接水冷却	系统紧凑，冷却性能好以及工业应用范围广	系统复杂，燃料经济性差且压缩机负荷高
空/水冷混合冷却	系统紧凑、性能好且低温环境下经济节能	系统复杂，成本高，控制复杂且可靠性要求高
直接空气冷却	系统复杂成本高，控制复杂且可靠性要求高	并不是用于所有电芯，且有污染的风险

- 腾龙节能公司主要从事电子水泵产品的研发、生产、销售等。公司具备12W-80W系列的电子水泵生产能力，年产能可达到60万台。
- 目前电子水泵在涡轮增压车型使用率较低，预计2020年使用率将达到50%以上。
- 传统燃油车电子水泵使用2-6个，新能源增加电子水泵使用量，同时单价高于传统车。

图表28:电子水泵VS.机械水泵

比较	电子水泵	机械水泵
优势	由独立压电材料驱动，不受发动机转速的影响，可根据需求灵活工作，实现液体传输的可调性，标准性	由发动机驱动，当发动机高速运转，同样带动水泵高速运转，冷却液循环流量增大，正好满足发动机高负荷运转下的散热要求
劣势	成本较高，渗透率较低	当发动机转速较低导致水泵转速太低，无法满足发动机的散热要求
应用车型	新能源汽车，高端车涡轮增压车型	中低档车

资料来源：公司公告，方正证券研究所

腾龙新能源汽车热管理主要客户沃尔沃、蔚来、小鹏等

- 公司新能源汽车主要客户包括沃尔沃、蔚来、小鹏等，并通过翰昂供应特斯拉。
- 公司Tier1客户包括法雷奥、马勒、翰昂、大陆、博世等全球顶级汽车零部件系统供应商，并间接为特斯拉、奔驰、宝马、大众、通用、福特、保时捷、玛莎拉蒂等全球知名汽车品牌的多个车型做配套。

图表29：腾龙新能源汽车热管理主要客户



新能源汽车主要Tier1客户法雷奥、马勒、翰昂

- 公司的新能源汽车客户主要有国际Tier1法雷奥、马勒、翰昂等。

图表30：腾龙新能源汽车热管理主要Tier1客户



腾龙



天元奥特



法雷奥



翰昂



Driven by performance

马勒

一

汽车空调管路国内市占率第一

二

内生业务，发力海外+新能源汽车热管理

三

外延拓展，布局新兴行业+卡位龙头公司

四

热管理是新能源汽车单车价值量增幅最大的子行业

五

成为新源动力第一大股东，燃料电池龙头

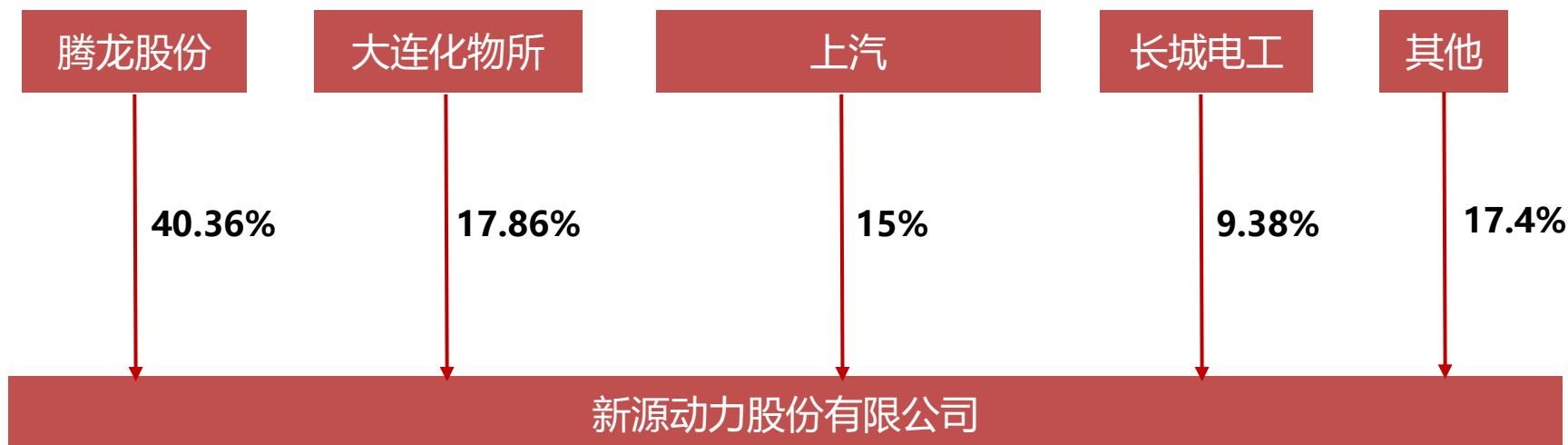
六

盈利预测与估值

新源动力第一大股东

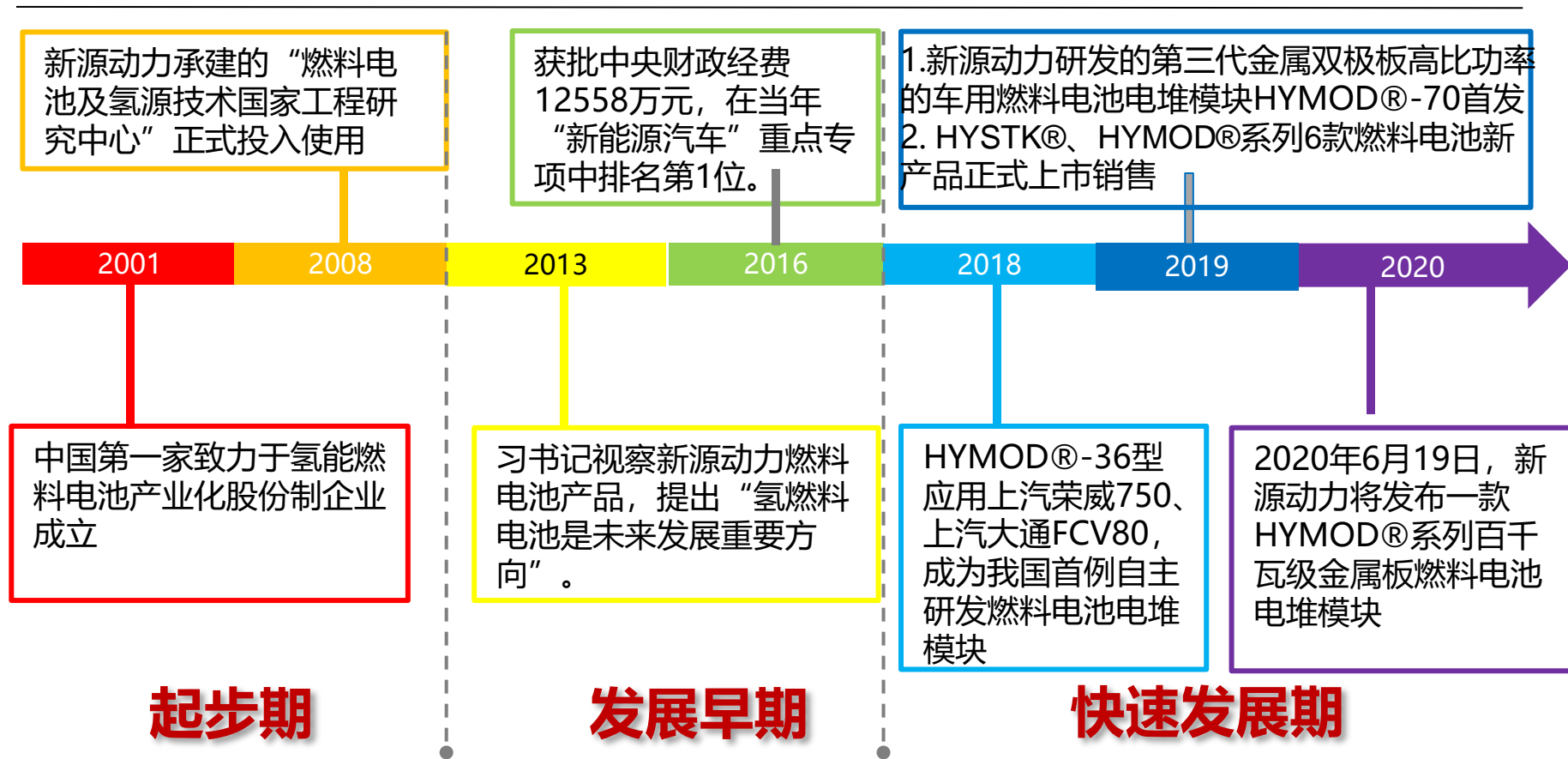
- 从2019年6月开始，腾龙分3次共出资24860万元，累计收购新源动力40.36%股份，并成为新源动力第一大股东。
- 。新源动力是中国第一家致力于燃料电池产业化的股份制企业，收购有利于公司提升在氢燃料电池产业领域的影响力和参与度，有利于公司与新源动力开展更深入的合作，公司将充分利用腾龙氢能和新源动力的协同优势，不断加大研发投入，布局氢燃料电池及其核心零部件市场。

图表31：新源动力股权结构




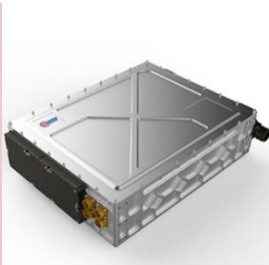

- 2001年，公司成立，是中国第一家致力于燃料电池产业化的股份制企业。
- 2019年，新源动力研发的HYSTK®、HYMOD®系列6款燃料电池新产品正式上市销售。

图表32：公司发展历程



➤ 公司目前的燃料电池产品实现了多层次覆盖，包括电堆模块和动力系统，其性能先进，已经供货并装配至一汽、上汽的多款燃料电池车上，部分进入工信部推荐目录。

图表33：新源动力公司主要燃料电池产品

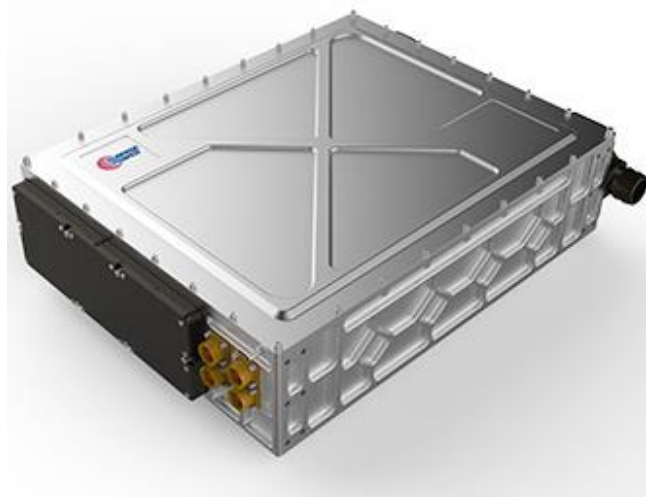
	HYMOD-36	HYMOD-70	HYSYS-36
			
类型	燃料电池电堆模块	燃料电池电堆模块	燃料电池系统
额定功率 (kW)	36	70	36
额定电流 (A)	250	275	248
电压范围 (V)	140-220	230-370	140-220
运行环境温度 (°C)	-10~45	-30~45	-10~45
防护等级	IP67	IP67	IP67

资料来源：公司网站，方正证券研究所

- 在2019年2月27日开幕的第十五届东京燃料电池展览会上，新源动力股份有限公司在全球首次发布了最新一代产品：燃料电池电堆模块HYMOD-70。
- 燃料电池电堆模块HYMOD-70为新源动力研发的第三代金属双极板质子交换膜燃料电池，技术性能更加卓越。该产品适用于乘用车和商用车，已经获得多家车企的小批量订单。
- 2020年6月19日，新源动力将发布一款HYMOD®系列百千瓦级金属板燃料电池电堆模块。

图表34：HYMOD-70

HYMOD-70关键技术参数

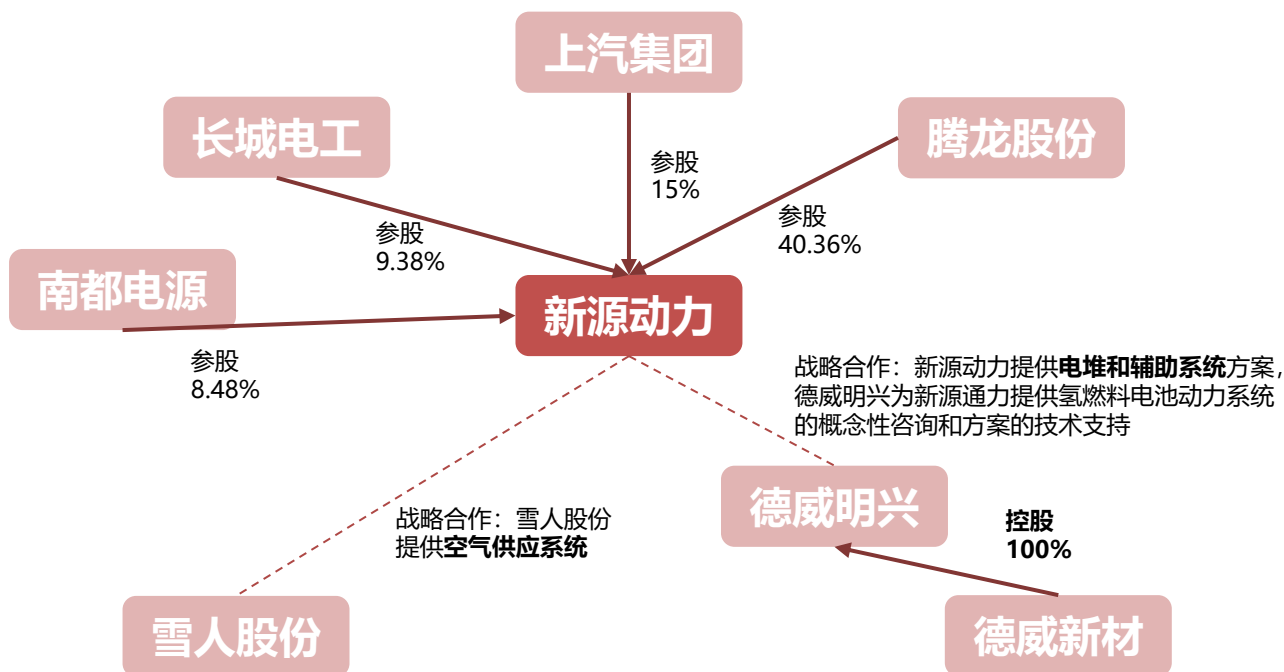


HYMOD-70燃料电池电堆模块

技术参数	参数值
氢气利用率	99%
单堆功率	85kW
电堆体积功率密度	3.3kW/L
启动温度	-30℃
储存温度	-40℃

- 新源动力集研发与生产于一体，在中国科学院院士衣宝廉的带领下，其燃料电池研发水准国内领先。腾龙股份目前已经是新源动力的第一大股东，其它股东还有上汽、长城电工、南都电源等。
- 新源动力与雪人股份、德威明兴达成战略合作协议。协议内容包括：雪人股份向新源动力提供空气供应系统；新源动力为德威明兴提供燃料电池电堆和辅助系统的技术方案，德威明兴为新源通力提供氢燃料电池动力系统的概念性咨询和方案的技术支持。

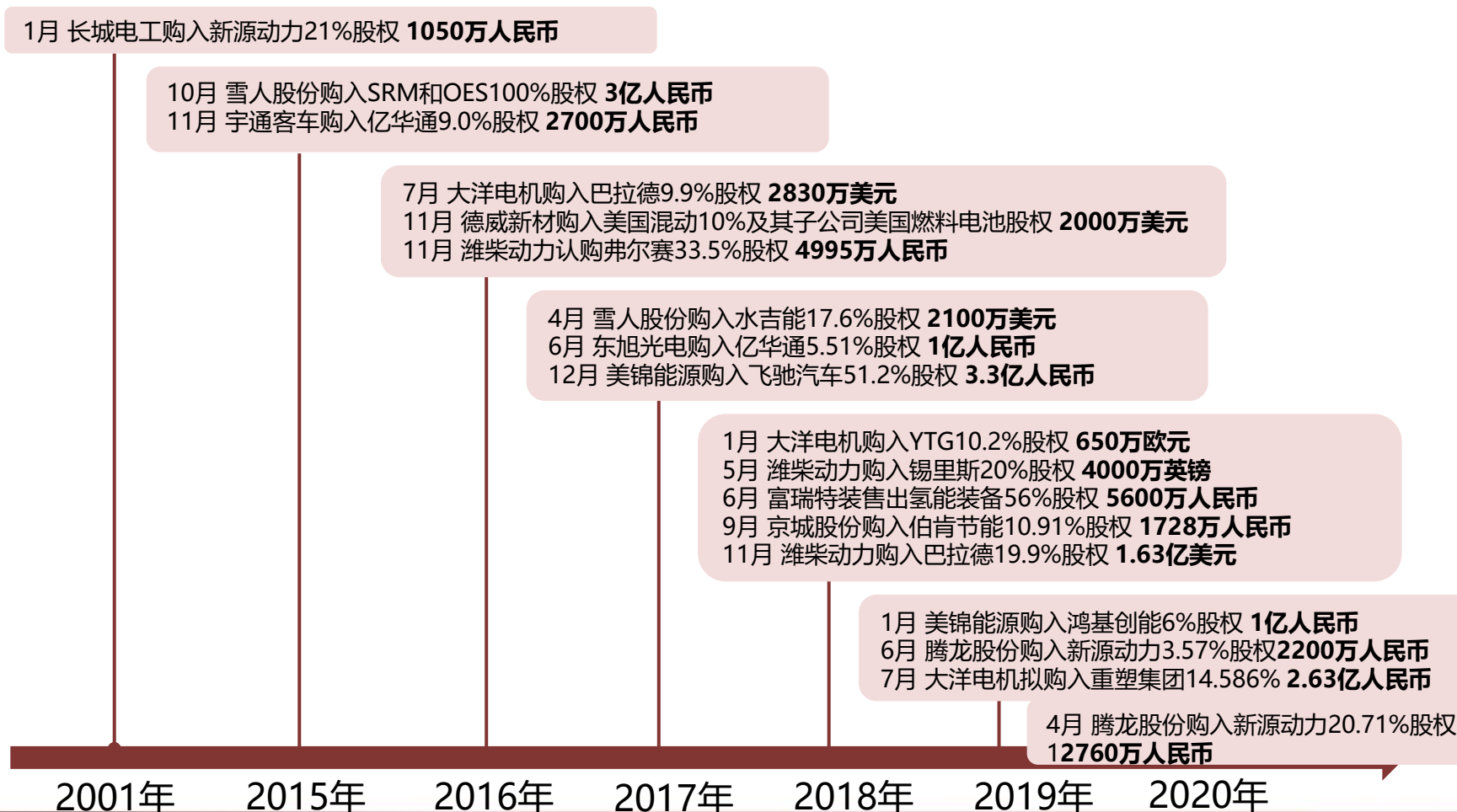
图表35：一张图看懂新源动力



国内燃料电池行业并购大事记

- 在技术上，国内燃料电池行业与日本、北美尚存差距。近年来，国内上市公司频频参股海外燃料电池龙头公司，积极引进技术；同时也积极参股、增资国内燃料电池公司。

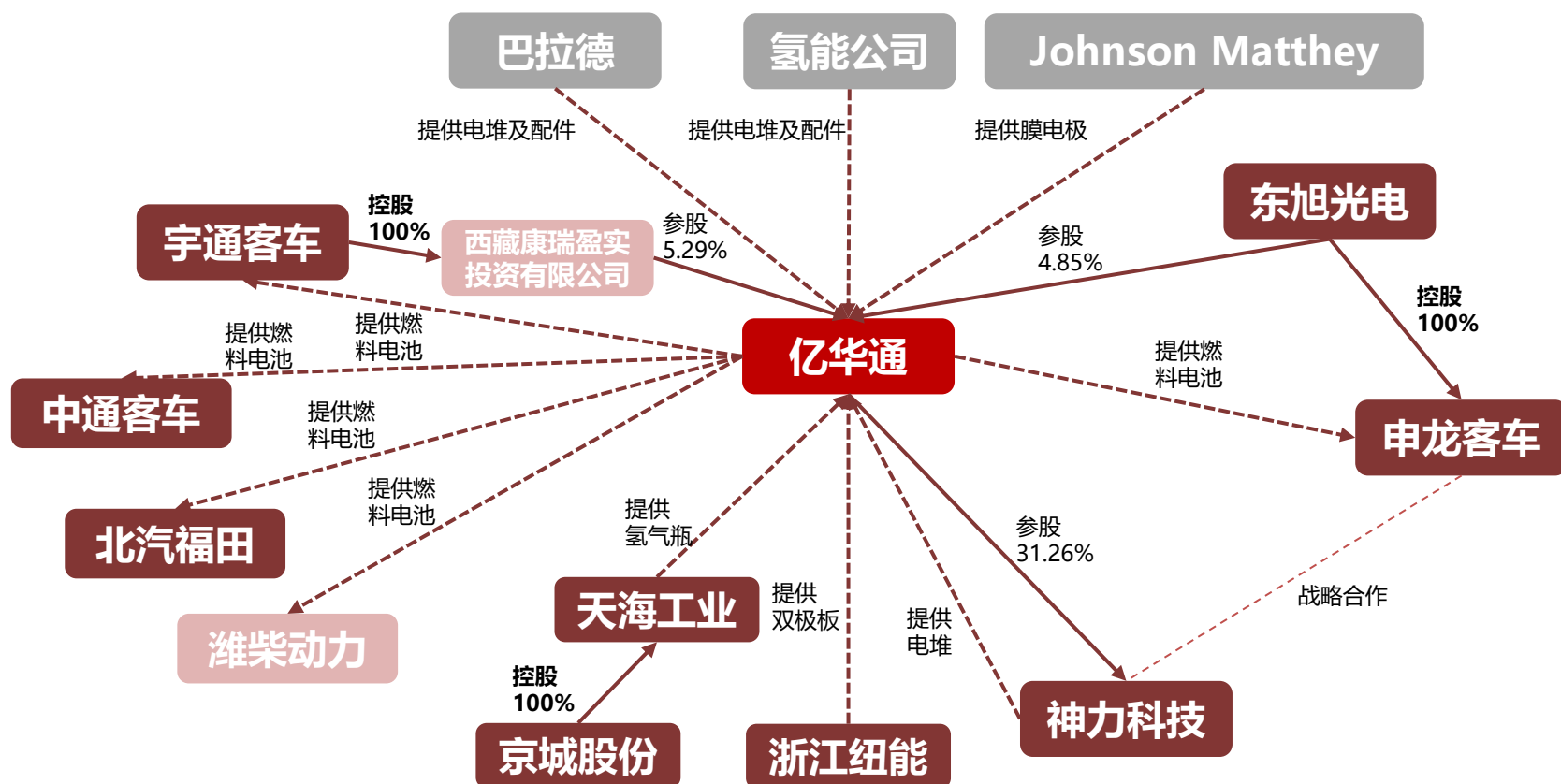
图表38：国内燃料电池行业并购大事记



亿华通：科创板燃料电池企业，氢能IPO第一股

- 亿华通是我国少数的能够批量化生产燃料电池的企业，正在减少对国外公司如巴拉德和氢能公司的依赖。客户包括宇通客车、中通客车、北汽福田、潍柴动力、申龙客车等。
- 2020年4月30日，上交所审议通过了亿华通的上市申请。

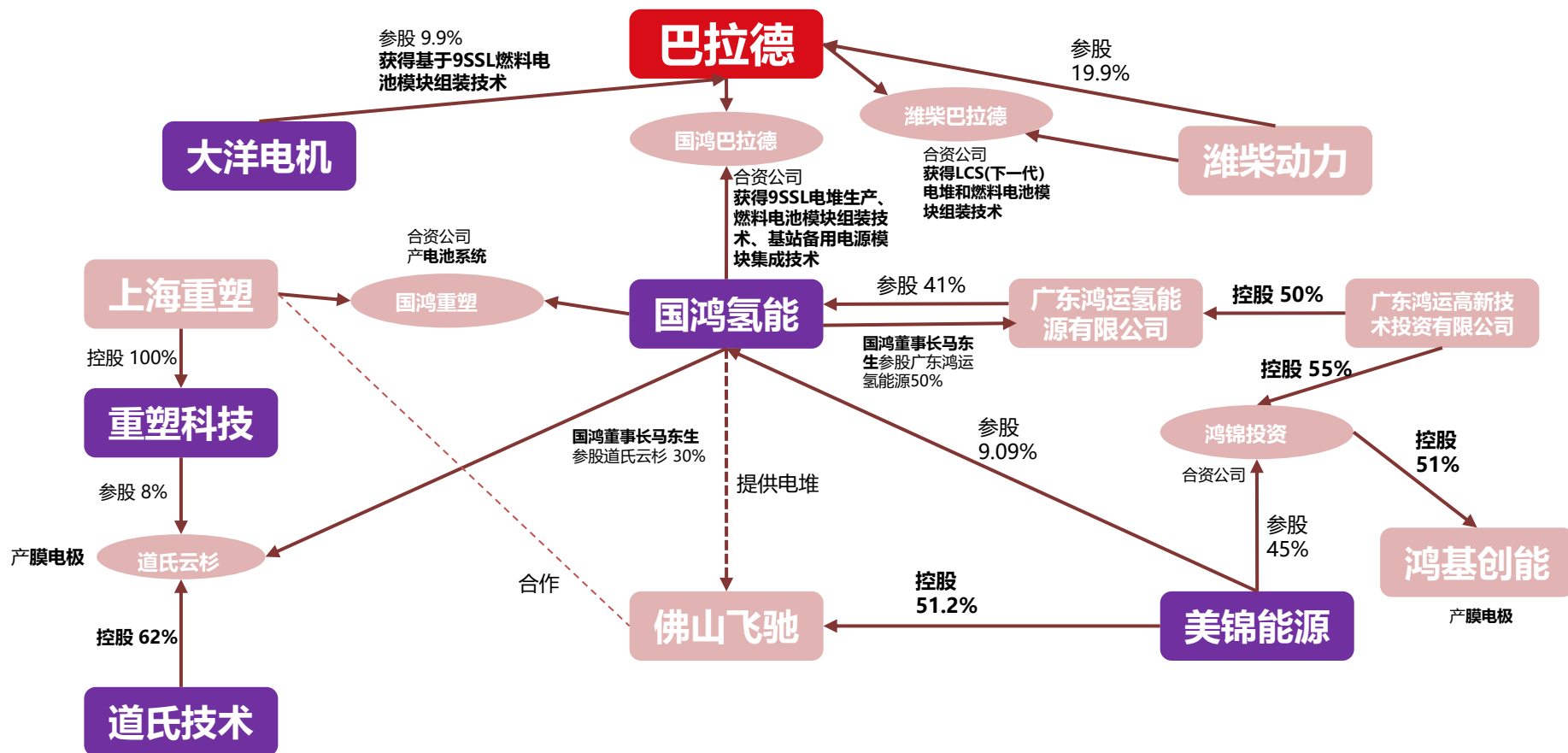
图表39：一张图看懂亿华通



巴拉德：燃料电池产业化先行者

- 巴拉德为全球燃料电池龙头企业，很多国内燃料电池厂商通过引进巴拉德公司技术进行快速进入燃料电池领域，且国内采用巴拉德技术的燃料电池企业之间合作较为紧密。

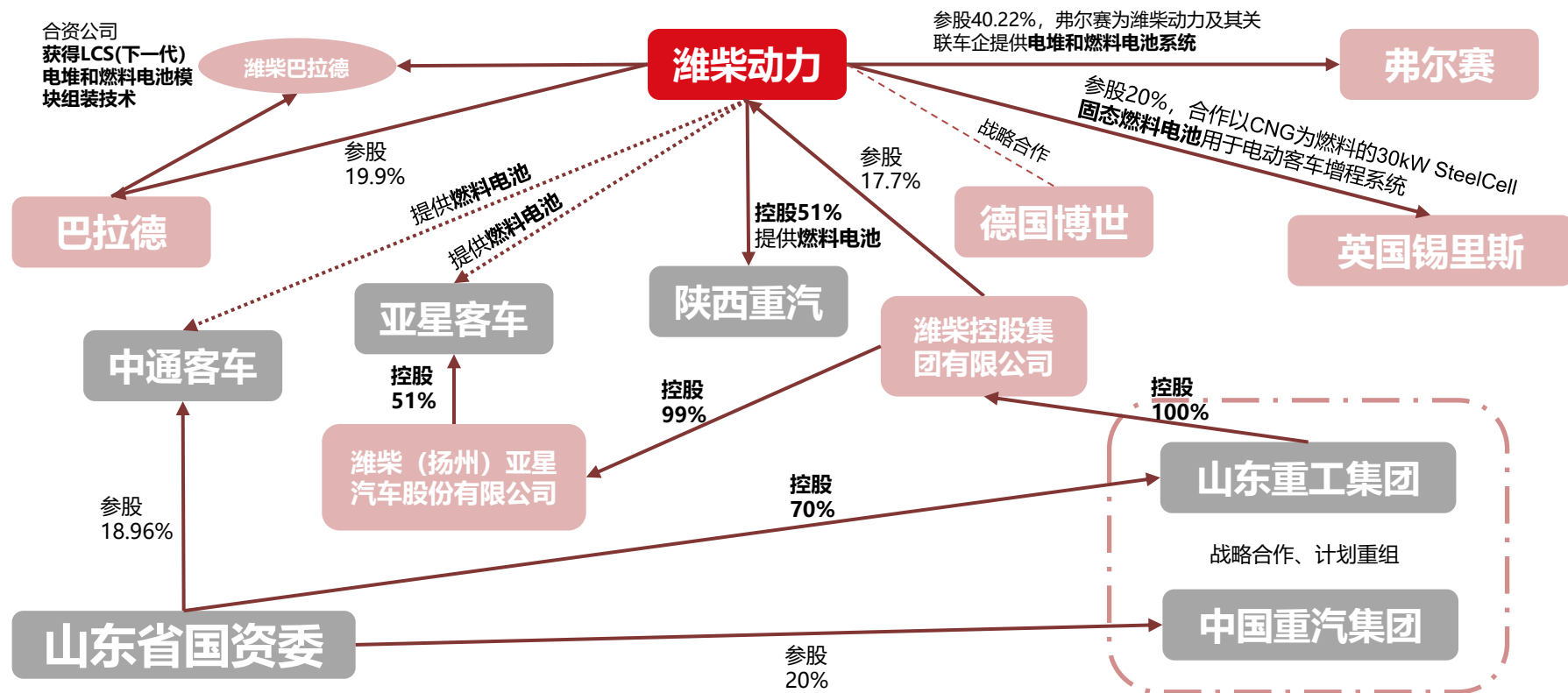
图表40：一张图看懂巴拉德



潍柴动力：发力燃料电池

- 潍柴动力已建立起“单电池-电堆-系统-整车”的完整产业链，并作出战略规划：2030年，潍柴新能源业务引领全球行业发展。

图表41：一张图看懂潍柴动力



一

汽车空调管路国内市占率第一

二

内生业务，发力海外+新能源汽车热管理

三

外延拓展，布局新兴行业+卡位龙头公司

四

热管理是新能源汽车单车价值量增幅最大的子行业

五

成为新源动力第一大股东，燃料电池龙头

六

盈利预测与估值

- 公司上市以来，持续外延并购，已经打通汽车热交换系统管路和EGR的全产业链布局，同时新能源汽车热交换快速发展，燃料电池业务也有望成为A股龙头。我们预计公司2020-2022年归母净利润为：1.8/2.2/2.4亿元，对应PE分别为29/24/22X。
- 风险提示:汽车行业销量不及预期，天元奥特业绩不及预期，商誉风险。

图表42:盈利预测

单位/百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1033.54	1730.00	2020.00	2160.00
(+/-)(%)	1.49	67.39	16.76	6.93
净利润	121.96	181.77	218.95	236.38
(+/-)(%)	4.28	49.05	20.45	7.96
EPS(元)	0.56	0.84	1.01	1.09
P/E	42.52	28.53	23.68	21.94

财务报表

公司财务预测表	单位:百万元								
	2019	2020E	2021E	2022E	利润表	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债表					营业总收入	1033.54	1730.00	2020.00	2160.00
流动资产	1407.20	1754.84	2226.65	2417.46	营业成本	677.82	1220.00	1430.00	1510.00
现金	238.58	282.38	360.37	521.68	营业税金及附加	11.87	20.19	23.39	25.11
应收账款	512.85	547.34	703.09	717.60	营业费用	45.69	71.08	86.15	90.43
其他应收款	4.68	5.02	6.46	6.59	管理费用	74.93	70.00	85.00	100.00
预付账款	19.50	28.96	37.54	37.74	财务费用	13.87	15.00	30.00	18.00
存货	455.42	501.75	650.73	654.07	资产减值损失	-4.09	10.00	10.00	10.00
其他	176.18	389.39	468.46	479.77	公允价值变动收益	0.00	20.00	20.00	20.00
非流动资产	1045.96	1060.09	1170.76	1213.52	投资净收益	1.17	1.38	1.27	1.32
长期投资	80.00	81.38	82.65	83.97	营业利润	148.07	228.46	269.19	295.18
固定资产	565.59	578.03	592.06	589.17	营业外收入	0.16	4.00	5.00	10.00
无形资产	376.28	376.58	471.95	516.28	营业外支出	1.01	2.00	1.00	2.00
其他	24.10	24.10	24.10	24.10	利润总额	147.21	228.86	268.96	295.27
资产总计	2453.16	2804.92	3377.42	3600.97	所得税	11.56	28.00	27.01	32.89
流动负债	1100.17	1251.08	1581.62	1542.80	净利润	135.65	200.86	241.95	262.38
短期借款	447.39	447.39	447.39	447.39	少数股东损益	13.69	19.09	23.00	26.00
应付账款	303.01	329.89	422.16	427.04	归属母公司净利润	121.96	181.77	218.95	236.38
其他	349.77	473.80	712.08	668.37	EBITDA	215.83	296.31	362.00	390.66
非流动负债	87.77	87.77	87.77	87.77	EPS(元)	0.56	0.84	1.01	1.09
长期借款	37.50	37.50	37.50	37.50					
其他	50.27	50.27	50.27	50.27	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	1187.94	1338.85	1669.39	1630.57	成长能力				
少数股东权益	204.60	223.68	246.68	272.68	营业收入	0.01	0.67	0.17	0.07
股本	216.97	216.97	216.97	216.97	营业利润	0.00	0.54	0.18	0.10
资本公积	274.99	274.99	274.99	274.99	归属母公司净利润	0.04	0.49	0.20	0.08
留存收益	640.28	822.05	1041.00	1277.38	获利能力				
归属母公司股东权益	1060.62	1242.39	1461.34	1697.72	毛利率	0.34	0.29	0.29	0.30
负债和股东权益	2453.16	2804.92	3377.42	3600.97	净利率	0.12	0.11	0.11	0.11
					ROE	0.11	0.15	0.15	0.14
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	ROIC	0.10	0.12	0.14	0.14
经营活动现金流	106.94	107.74	249.16	278.87	偿债能力				
净利润	135.65	200.86	241.95	262.38	资产负债率	0.48	0.48	0.49	0.45
折旧摊销	56.93	71.58	81.54	96.21	净负债比率	0.47	0.40	0.34	0.29
财务费用	15.07	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.28	1.40	1.41	1.57
投资损失	-1.17	-1.38	-1.27	-1.32	速动比率	0.87	1.00	1.00	1.14
营运资金变动	-102.34	-152.92	-63.29	-68.31	营运能力				
其他	2.79	-10.40	-9.77	-10.09	总资产周转率	0.51	0.66	0.65	0.61
投资活动现金流	-292.07	-63.93	-171.17	-117.55	应收账款周转率	2.60	3.26	3.23	3.04
资本支出	-60.87	-83.93	-191.17	-137.55	应付账款周转率	4.70	5.47	5.37	5.09
长期投资	-257.87	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
其他	26.67	20.00	20.00	20.00	每股收益	0.56	0.84	1.01	1.09
筹资活动现金流	174.11	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.49	0.50	1.15	1.29
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.89	5.73	6.74	7.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
普通股增加	8.10	0.00	0.00	0.00	P/E	42.52	28.53	23.68	21.94
资本公积增加	0.00	-55.45	-82.24	-68.85	P/B	4.89	4.17	3.55	3.05
其他	166.01	55.45	82.24	68.85	EV/EBITDA	25.23	0.73	0.38	-0.06
现金净增加额	-11.02	43.81	77.99	161.31					

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，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。

在任何情况下，本报告的内容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，方正证券不对任何人因使用本报告所载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。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。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，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

专注 专心 专业



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层