

拓普集团 (601689) 2020年三季报点评

## 行业恢复+新订单推动营收快速增长

### 事项:

- ❖ 公司发布 2020 年三季报, 前三季度营收 43.2 亿元/+15%、归母净利润 3.9 亿元/+15%, 其中 3Q20 单季营收 17.6 亿元、同比+32%、环比+30%, 归母净利润 1.7 亿元、同比+35%、环比+68%。

### 评论:

- ❖ **3Q20 营收表现超预期。** 3Q20 公司主要客户吉利、通用中国销量环比分别为 +6%、+5%，国内乘用车批发环比+12%，特斯拉中国+23%，但公司营收实现了+30%的环比增幅，超过我们此前预期。我们估计超预期主要由 1) 新增订单高于预期, 2) 零部件收入确认滞后因而与下游批发有时间差等因素带来(该因素会带来零部件 3Q20 营收较大的环比增幅)。2020 年中报中, 公司预计 2020 年营收为 55 亿-65 亿元, 对应同比 3%-21%, 从三季报看, 最终 2020 全年营收表现可能位于预估区间偏上。
- ❖ **2Q20 利润率表现平稳。** 3Q20 公司净利率 9.9%、同比持平、环比+2.4%，扣非净利率 9.2%、同比+0.4PP、环比+2.5%。净利率环比增加主要由固定成本摊薄带来, 我们估计其中折旧摊销影响 0.7PP、其它费用等成本影响 1.7PP, 其中包括汇兑损失约 5 百万元对应影响净利率约 0.3PP。结合毛利率和生产性折旧估计来看, 3Q20 项目边际利润率保持环比大致稳定, 考虑海外订单有所恢复、新项目有所量产, 该表现略低于预期。
- ❖ **后续关注公司业务条线布局从“2+2”进一步扩大到“2+3”, Tier 0.5 的综合零部件供应商状态成形。** 其中: 1) **NVH:** 保持经营稳定; 2) **内饰:** 将进一步扩展到外饰, 成为“整车声学套组”业务; 3) **底盘系统:** 拟定增以扩产; 4) **汽车电子:** 第四代 IBS 进入市场推广阶段(比亚迪、吉利试验中), EPS 亦然; 此外还有其它电子产品在研在验; 5) **电动车热管理:** 新增业务, 产品包括空调、电池热管理、电控热管理三类, 单车价值量 6-9 千元。至此, 公司最大配套单车价值量将过万, 进一步打开成长空间。
- ❖ **拓普的价值不在于寻找“单项冠军”, 在于零部件发展第二阶段的“扩张能力”。** 这和大部分 A 股汽车零部件不同, 考察的更多是企业家精神、现代化管理和资源运作能力, 这在效果显现之前是比较难以给出价值评判的。拓普当前的大客户获取、多品类产品扩张成果则已是上述能力的落地体现。
- ❖ **投资建议:** 公司中长期沿 NVH、内外饰、底盘、汽车电子以及电动车热管理五大业务实现品类扩张和成长, 短期阶段性依托核心大客户上量(通用、吉利, 当前特斯拉, 未来潜在日系)。考虑三季报营收超预期、边际利润率略低于预期, 将 2020-2022 年营收预期由 60 亿、97 亿、114 亿上调至 64 亿、100 亿、118 亿元, 下调净利率, 维持公司 2020-2022 年归母净利润预期 5.8 亿、11.4 亿、14.3 亿元, 增速 27%、97%、26%, 对应当前 PE 72 倍、37 倍、29 倍。公司过去 5 年经营上升周期时 PE 超 40 倍、PB 超 6 倍, 考虑公司业绩快速增长、电动智能布局领先、综合性零部件状态成形, 维持 2021 年目标 PE 45 倍, 维持目标价 48.5 元, 维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 行业及特斯拉销量低于预期、汽车电子进度低于预期、热管理产品新客户拓展速度低于预期、日系客户开拓速度低于预期等。

### 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	5,359	6,370	9,967	11,806
同比增速(%)	-10.4%	18.9%	56.5%	18.5%
归母净利润(百万)	456	580	1,141	1,433
同比增速(%)	-39.4%	27.1%	96.8%	25.6%
每股盈利(元)	0.43	0.55	1.08	1.36
市盈率(倍)	91.9	72.3	36.8	29.3
市净率(倍)	5.7	5.4	4.8	4.3

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2020 年 10 月 19 日收盘价

## 强推 (维持)

目标价: 48.5 元

当前价: 39.76 元

### 华创证券研究所

证券分析师: 张程航

电话: 021-20572543

邮箱: zhangchenghang@hcyjs.com

执业编号: S0360519070003

### 公司基本数据

总股本(万股)	105,499
已上市流通股(万股)	105,499
总市值(亿元)	419.46
流通市值(亿元)	419.46
资产负债率(%)	33.0
每股净资产(元)	7.2
12 个月内最高/最低价	45.47/10.54

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《拓普集团 (601689) 2019 年报及 2020 年一季报点评: 特斯拉增量显著体现》

2020-04-29

《拓普集团 (601689) 重大事项点评: 拟定增 20 亿, 扩产优势业务》

2020-05-19

《拓普集团 (601689) 2020 年中报点评: 锋芒毕露, Tier 0.5 综合供应商成形》

2020-08-22

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	822	1,417	2,670	4,483
应收票据	441	510	598	590
应收账款	1,357	1,199	1,688	1,777
预付账款	35	42	65	77
存货	1,240	1,292	1,783	1,935
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,538	1,680	2,188	2,449
流动资产合计	5,433	6,140	8,992	11,311
其他长期投资	31	31	31	31
长期股权投资	125	125	125	125
固定资产	3,941	4,047	4,442	4,648
在建工程	612	612	612	412
无形资产	606	637	669	704
其他非流动资产	486	498	509	516
非流动资产合计	5,801	5,950	6,388	6,436
<b>资产合计</b>	<b>11,234</b>	<b>12,090</b>	<b>15,380</b>	<b>17,747</b>
短期借款	500	600	400	390
应付票据	1,185	1,318	2,401	3,004
应付账款	1,459	1,648	2,911	3,605
预收款项	25	29	46	54
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	8	8	8	8
一年内到期的非流动负债	63	63	63	63
其他流动负债	187	223	394	472
流动负债合计	3,427	3,889	6,223	7,596
长期借款	183	183	183	183
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	220	225	230	236
非流动负债合计	403	408	413	419
<b>负债合计</b>	<b>3,830</b>	<b>4,297</b>	<b>6,636</b>	<b>8,015</b>
归属母公司所有者权益	7,375	7,759	8,700	9,676
少数股东权益	29	34	44	56
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,404</b>	<b>7,793</b>	<b>8,744</b>	<b>9,732</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,234</b>	<b>12,090</b>	<b>15,380</b>	<b>17,747</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,239</b>	<b>1,209</b>	<b>2,327</b>	<b>2,706</b>
现金收益	851	1,029	1,605	1,947
存货影响	-24	-52	-491	-152
经营性应收影响	713	123	-601	-93
经营性应付影响	-7	328	2,363	1,305
其他影响	-295	-218	-549	-302
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,026</b>	<b>-595</b>	<b>-899</b>	<b>-554</b>
资本支出	-1,020	-584	-890	-545
股权投资	-25	0	0	0
其他长期资产变化	19	-11	-9	-9
<b>融资活动现金流</b>	<b>-241</b>	<b>-19</b>	<b>-175</b>	<b>-339</b>
借款增加	88	100	-200	-10
股利及利息支付	-328	-259	-480	-598
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-1	140	505	269

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>5,359</b>	<b>6,370</b>	<b>9,967</b>	<b>11,806</b>
营业成本	3,950	4,708	7,277	8,583
税金及附加	50	60	94	111
销售费用	287	325	478	531
管理费用	230	229	369	419
研发费用	314	382	468	531
财务费用	3	-3	-8	-3
信用减值损失	-15	0	0	0
资产减值损失	-50	-40	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	51	35	40	41
其他收益	27	27	28	29
<b>营业利润</b>	<b>532</b>	<b>691</b>	<b>1,357</b>	<b>1,703</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>529</b>	<b>688</b>	<b>1,354</b>	<b>1,700</b>
所得税	69	103	203	255
<b>净利润</b>	<b>460</b>	<b>585</b>	<b>1,151</b>	<b>1,445</b>
少数股东损益	4	5	10	12
<b>归属母公司净利润</b>	<b>456</b>	<b>580</b>	<b>1,141</b>	<b>1,433</b>
NOPLAT	463	582	1,144	1,443
EPS(摊薄) (元)	0.43	0.55	1.08	1.36

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-10.4%	18.9%	56.5%	18.5%
EBIT 增长率	-39.7%	28.8%	96.5%	26.1%
归母净利润增长率	-39.4%	27.1%	96.8%	25.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	26.3%	26.1%	27.0%	27.3%
净利率	8.6%	9.2%	11.5%	12.2%
ROE	6.2%	7.4%	13.0%	14.7%
ROIC	7.4%	8.9%	15.6%	17.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	34.1%	35.5%	43.1%	45.2%
债务权益比	13.0%	13.7%	10.0%	9.0%
流动比率	158.5%	157.9%	144.5%	148.9%
速动比率	122.4%	124.7%	115.8%	123.4%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转天数	88	72	52	53
应付账款周转天数	126	119	113	137
存货周转天数	112	97	76	78
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.43	0.55	1.08	1.36
每股经营现金流	1.17	1.15	2.21	2.56
每股净资产	6.99	7.35	8.25	9.17
<b>估值比率</b>				
P/E	91.9	72.3	36.8	29.3
P/B	5.7	5.4	4.8	4.3
EV/EBITDA	53.8	43.7	27.4	22.5

## 汽车组团队介绍

### 组长、高级分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019年加入华创证券研究所。

### 研究员：夏凉

华威大学商学院商业分析硕士。曾任职于汽车产业私募股权基金，2020年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500