

新能源热管理黑马，业绩符合预期

2020年业绩预告同比增长 33.71%-42.48%

公司发布业绩预告,预计2020年实现归母净利润6.10亿元-6.50亿元,同比增长33.71%-42.48%,预计实现扣非归母净利润5.60亿元-6.0亿元,同比增长35.09%-44.74%。单季度来看,20Q4公司实现归母净利润2.23-2.63亿元,同比增长87.39%-121.01%,公司业绩符合市场预期。

疫情期仍维持高增长,预计2021年营收端实现60%以上增长
 公司于半年报发布经营成果及未来预测展望,预计2020年全年收入为55亿元-65亿元,对应同比增速为2.63%-21.29%,疫情期间仍维持较好增长,主要受益于新业务拓展以及下游客户高增长。目前公司与特斯拉、蔚来、RIVIAN等头部新能源车企积极合作,预计2021年营收收入同比增长60%以上。

基于汽车电子业务技术同源性,延伸至新能源热管理领域

产品维度来看,公司积极布局并推进“2+3”战略,原主业始于汽车NVH减震系统,后期逐步延伸出轻量化底盘业务、汽车电子业务,2020年公司依托前期在汽车电子业务IBS刹车系统过程中对电控和相关精密制造能力的技术同源性,延伸至新能源热管理业务。新能源热管理主要是包括汽车空调系统、电池热管理系统、电机热管理系统,整体单车配套价值量6000-9000元,目前已经成功研发热泵空调、电子膨胀阀、电子水阀、电子水泵、气液分离器等产品,后期有望成为新能源热管理领域整体方案供应商。

风险提示: 新业务拓展不及预期,汽车行业销量复苏不及预期等

投资建议:产品扩展叠加客户开拓,维持“买入”评级

我们预计2020-2022年归母净利润分别为6.35/10.75/13.18亿,对应同比增速分别为39.1%/69.4%/22.6%,EPS分别为0.60/1.02/1.25元,当前股价对应估值分别为71.9/42.4/34.6x,给予公司2021年55xPE,对应目标价为56.10元,维持“买入”评级。

重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,984	5,359	6,163	9,860	11,833
增长率(%)	17.6	-10.4	15.0	60.0	20.0
净利润(百万元)	753	456	635	1,075	1,318
增长率(%)	2.1	-39.4	39.1	69.4	22.6
ROE(%)	10.4	6.2	8.2	12.4	13.5
EPS(元/股,摊薄)	1.04	0.43	0.60	1.02	1.25
P/E(倍)	41.8	100.0	71.9	42.4	34.6
P/B(倍)	4.4	6.2	5.8	5.3	4.7

拓普集团(601689)

维持

买入

何俊艺

hejunyi@csc.com.cn

15121172110

SAC 执证编号: S1440521010002

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号: S1440520070001

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-85156397

SAC 执证编号: S1440518060002

发布日期: 2021年01月20日

当前股价: 43.25 元

目标价格6个月: 56.10 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
股票价格绝对/相对市场表现(%)	10.76/6.01	7.86/0.96	102.52/86.56
12月最高/最低价(元)	48.42/15.06		
总股本(万股)	105,498.77		
流通A股(万股)	105,498.77		
总市值(亿元)	456.28		
流通市值(亿元)	456.28		
近3月日均成交量(万股)	1,152.2		
主要股东			
迈科国际控股(香港)有限公司	65.75%		

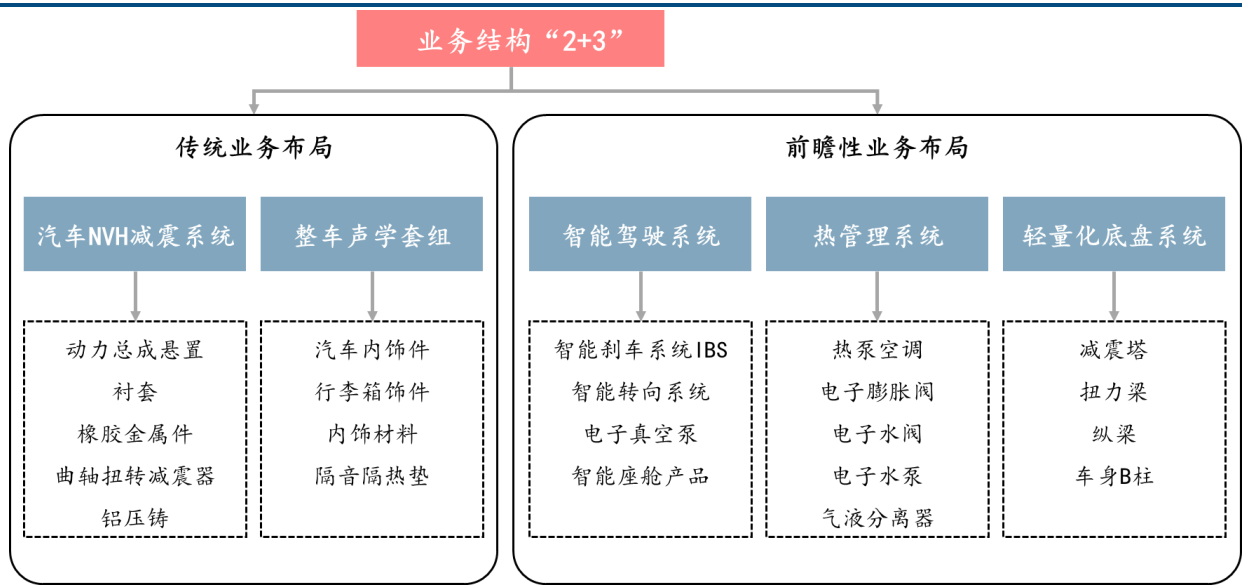
股价表现



公司概况

公司主业包括轻量化汽车底盘、内饰功能件、汽车电子等产品，2020 年开始公司基于 2020 年公司依托前期在汽车电子业务 IBS 刹车系统过程中对电控和相关精密制造能力的技术同源性，延伸至新能源热管理业务。公司积极布局并推进“2+3”产业战略，在保持汽车 NVH 减震系统与整车声学套组两项业务国内领先的同时，前瞻性布局汽车智能驾驶系统、热管理系统、轻量化底盘系统三大新业务。

图表1：业务结构（20H1）



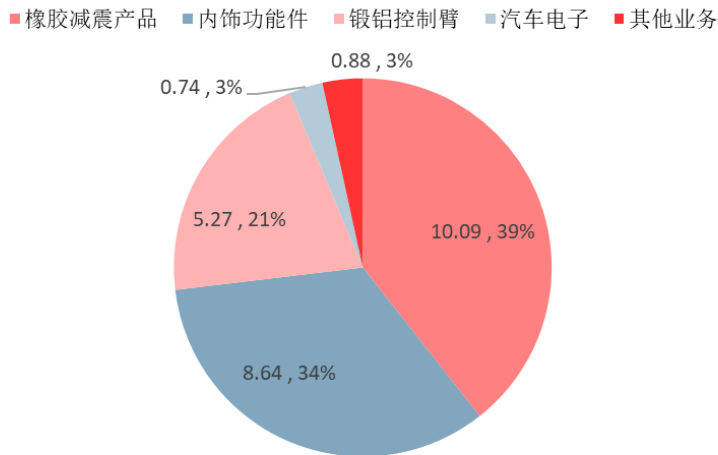
资料来源：公司公告、公司官网，中信建投

图表2：相关业务的产品图



资料来源：公司公告，中信建投（图片仅供参考）

图表3： 公司主营构成（20H1）



资料来源：公司公告，中信建投

公司积极培育汽车电子业务，相关产品包括智能刹车系统 IBS、智能转向系统 EPS、智能座舱产品等系列。公司依托前期在研发 IBS 智能刹车系统过程中所形成的电控及精密制造的能力，目前已经成功研发了**热泵空调、电子膨胀阀、电子水阀、电子水泵、气液分离器**等新能源热管理领域相关产品，当前正在快速推向市场。后期公司将在此领域加大研发投入，并从部件厂商逐步转型成为新能源汽车热管理系统的整体方案供应商。

图表4： 公司新能源热管理产品及功能介绍

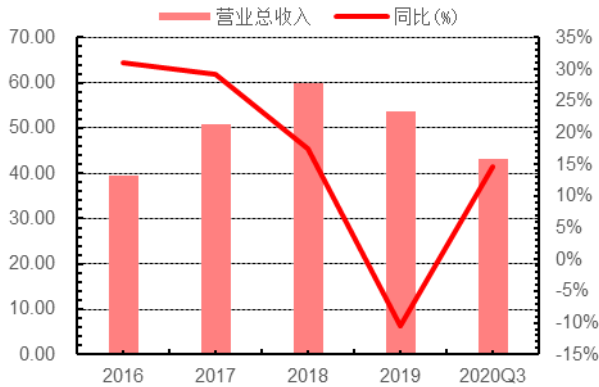
产品	功能	价值量（元）
热泵空调	空调制热系统主要部件，实现座舱制热功能。	2500-3000
电子膨胀阀	利用被调节参数产生的电信号，控制施加于膨胀阀上的电压或电流，进而达到调节供液量的目的。	120-180
电子水阀	可自动化控制或远程控制水、油、液体等工作介质管路的通断。	100-150
电子水泵	采用压电材料作动力装置，从控制到驱动彻底实现电子化，以电子集成系统完全控制液体传输，从而实现液体传输的可调性、精准性。	200-250
气液分离器	安装在气体压缩机的出入口用于气液分离。	150-200

资料来源：公司公告，中信建投

2020 年业绩预告同比增长 33.71-42.48%

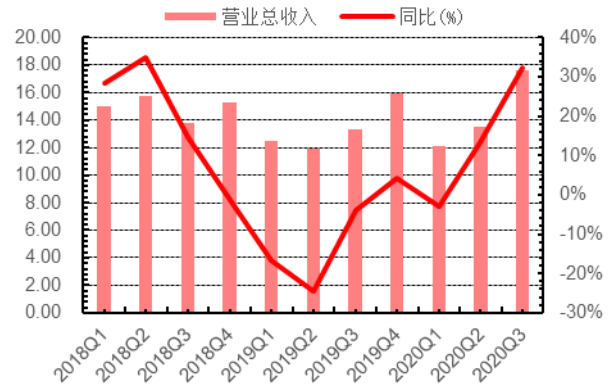
公司发布业绩预告，预计 2020 年实现归母净利润 6.10 亿元-6.50 亿元，同比增长 33.71%-42.48%，预计实现扣非归母净利润 5.60 亿元-6.0 亿元，同比增长 35.09%-44.74%。单季度来看，20Q4 公司实现归母净利润 2.23-2.63 亿元，同比增长 87.39%-121.01%，公司业绩符合市场预期。

图表5： 营收及同比增速



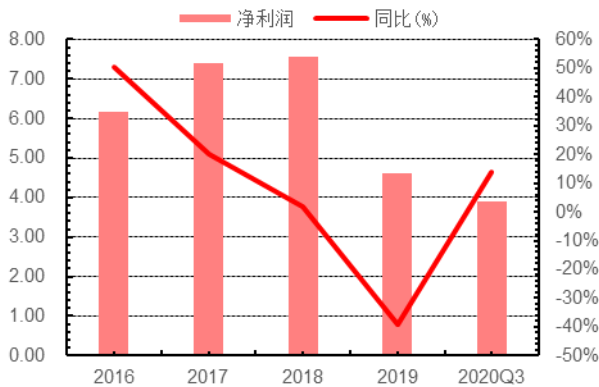
资料来源：WIND，中信建投

图表6： 营收及同比增速（单季度）



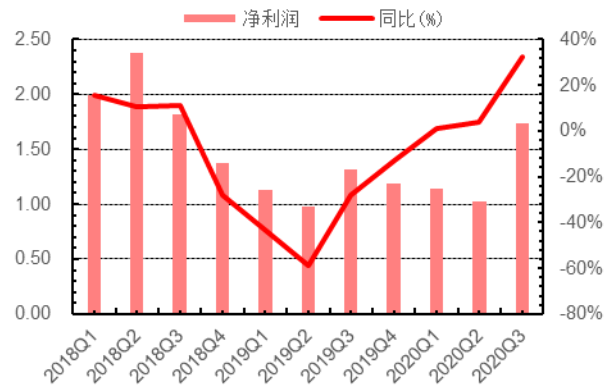
资料来源：WIND，中信建投

图表7： 净利润及同比增速



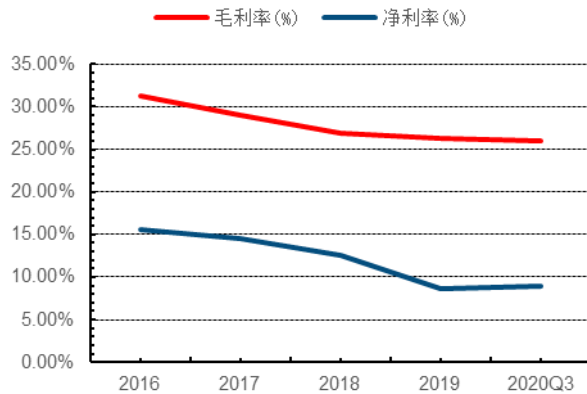
资料来源：WIND，中信建投

图表8： 净利润及同比增速（单季度）



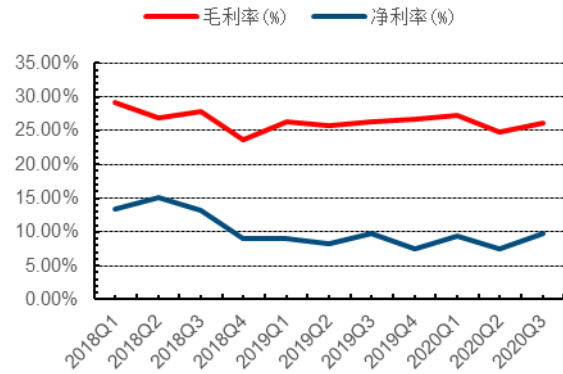
资料来源：WIND，中信建投

图表9： 毛利率及净利率



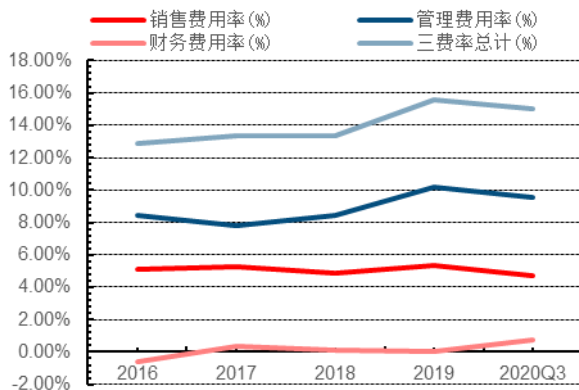
资料来源: WIND, 中信建投

图表10： 毛利率及净利率（单季度）



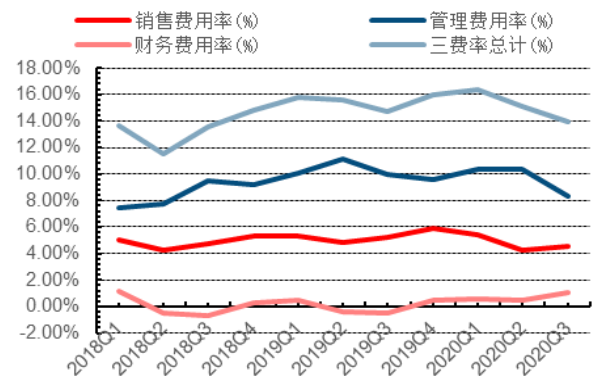
资料来源: WIND, 中信建投

图表11： 三费率



资料来源: WIND, 中信建投

图表12： 三费率（季度）



资料来源: WIND, 中信建投

疫情期仍维持高增长，预计 2021 年营收端实现 60%以上增长

公司于半年报发布经营成果及未来预测展望，预计 2020 年全年收入为 55 亿元-65 亿元，对应同比增速为 2.63%-21.29%，疫情期间仍维持较好增长，主要受益于新业务拓展以及下游客户高增长。目前公司与特斯拉、蔚来、RIVIAN 等头部新能源车企积极合作，预计 2021 年营收收入同比增长 60%以上。

基于汽车电子业务技术同源性，延伸至新能源热管理领域

产品维度来看，公司积极布局并推进“2+3”战略，公司主业始于汽车 NVH 减震系统，后期逐步延伸出轻量化底盘业务、汽车电子业务，2020 年公司依托前期在汽车电子业务 IBS 刹车系统过程中对电控和相关精密制造能力的技术同源性，延伸至新能源热管理业务。新能源热管理主要是包括汽车空调系统、电池热管理系统、电机热管理系统，整体单车配套价值量 6000-9000 万，目前已经成功研发热泵空调、电子膨胀阀、电子水阀、电子水泵、气液分离器等产品，后期有望成为新能源热管理领域的整体方案供应商。

投资评价和建议

我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 6.35/10.75/13.18 亿，对应同比增速分别为 39.1%/69.4%/22.6%，EPS 分别为 0.60/1.02/1.25 元，当前股价对应估值分别为 71.9/42.4/34.6x，给予公司 2021 年 55xPE，对应目标价为 56.10 元，维持“买入”评级。

图表13：可比公司估值对标

公司	代码	市值 (亿元)	股价 (元)	每股盈利 (元)			市盈率			评级
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
拓普集团	601689.SH	456	43.25	0.60	1.02	1.25	71.88	42.44	34.63	买入
旭升股份	603305.SH	147	32.80	0.70	0.95	1.23	46.86	34.53	26.67	未评级
宁德时代	300750.SZ	8,865	380.55	2.25	3.18	4.09	169.13	119.67	93.04	未评级
三花智控	002050.SZ	916	25.50	0.42	0.53	0.63	60.71	48.11	40.48	未评级
平均估值							75.54	53.63	42.77	

资料来源: WIND, 中信建投

风险分析

- 第一，汽车电子、热管理等新业务扩展不及预期；
- 第二，汽车行业销量复苏不及预期；
- 第三，新能源行业不及预期；

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5671	5433	6244	10340	9301
现金	1087	822	453	725	870
应收票据及应收账款合计	2466	1798	3105	4740	4674
其他应收款	30	14	37	44	53
预付账款	30	35	39	80	63
存货	1216	1240	1585	2821	2400
其他流动资产	842	1524	1024	1929	1240
非流动资产	5230	5801	6196	8904	9998
长期投资	101	125	174	223	272
固定资产	2773	3941	4345	6794	7806
无形资产	576	606	615	624	631
其他非流动资产	1781	1129	1062	1263	1289
资产总计	10901	11234	12440	19244	19299
流动负债	3267	3427	4744	9814	9566
短期借款	390	500	1030	3442	4049
应付票据及应付账款合计	2614	2643	3402	6029	5147
其他流动负债	263	283	312	343	370
非流动负债	388	403	375	406	378
长期借款	213	183	155	186	157
其他非流动负债	175	220	220	220	220
负债合计	3655	3830	5119	10220	9944
少数股东权益	25	29	35	44	55
股本	728	1055	1055	1055	1055
资本公积	3737	3409	3409	3409	3409
留存收益	2759	2915	3274	3882	4627
归属母公司股东权益	7221	7375	7286	8980	9301
负债和股东权益	10901	11234	12440	19244	19299

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	605	1239	101	1299	1661
净利润	755	460	640	1084	1329
折旧摊销	309	388	382	528	676
财务费用	5	3	16	97	176
投资损失	-101	-51	-51	-51	-51
经营性应收项目的减少	34	110	-1311	-1675	82
经营性应付项目的增加	-421	271	812	2640	-861
其他经营现金流	-397	329	425	1317	-551
投资活动现金流	-895	-1026	-731	-3190	-1724
资本支出	1328	940	875	5071	1652
长期投资	689	-56	-49	0	-49
其他投资现金流	1123	-142	95	1881	-121
筹资活动现金流	-250	-241	-268	-249	-399
短期借款	-419	110	0	0	0
长期借款	213	-30	-27	31	-29
普通股增加	0	327	0	0	0
资本公积增加	0	-327	0	0	0
其他筹资现金流	-44	-321	-241	-280	-370
现金净增加额	-527	-16	-899	-2140	-462

资料来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5984	5359	6163	9860	11833
营业成本	4375	3950	4542	7086	8397
营业税金及附加	45	50	58	93	111
销售费用	290	287	330	528	634
管理费用	218	230	264	423	507
研发费用	288	314	361	578	694
财务费用	5	3	16	97	176
资产减值损失	8	-50	-58	-93	-111
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	13	27	27	27	27
投资净收益	101	51	51	51	51
营业利润	869	532	738	1249	1530
营业外收入	12	1	1	1	1
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	877	529	736	1246	1527
所得税	122	69	96	162	198
净利润	755	460	640	1084	1329
少数股东损益	2	4	5	9	11
归属母公司净利润	753	456	635	1075	1318
EBITDA	1192	935	1151	1897	2411
EPS (元)	1.04	0.43	0.60	1.02	1.25

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	17.6	-10.4	15.0	60.0	20.0
营业利润(%)	7.5	-38.8	38.9	69.1	22.5
归属于母公司净利润(%)	2.1	-39.4	39.1	69.4	22.6
获利能力					
毛利率(%)	26.9	26.3	26.3	28.1	29.0
净利率(%)	12.6	8.5	10.3	10.9	11.1
ROE(%)	10.4	6.2	8.2	12.4	13.5
ROIC(%)	11.7	7.6	8.9	11.3	12.6
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	34.1	41.2	53.1	51.5
净负债比率(%)	-5.9	-1.0	9.8	33.9	34.5
流动比率	1.7	1.6	1.3	1.1	1.0
速动比率	1.4	1.2	1.0	0.8	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	4.7	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.04	0.43	0.60	1.02	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	1.07	0.10	1.23	1.57
每股净资产(最新摊薄)	9.92	6.99	7.40	8.23	9.29
估值比率					
P/E	41.8	100.0	71.9	42.4	34.6
P/B	4.4	6.2	5.8	5.3	4.7
EV/EBITDA	38.0	47.9	39.7	25.2	20.0

分析师介绍

何俊艺：何俊艺，汽车行业联席首席分析师，上海交通大学硕士，师从上海交通大学校长，汽车工程学院林忠钦院士。曾任职于国信证券，四年汽车行业研究经历，获得2019/2020 年度新财富最佳分析师（第四），2017-2020 年水晶球最佳分析师等荣誉，深度跟踪汽车零部件，整车板块。

程似骐：程似骐 上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，4 年证券行业研究经验。2017 年新财富第二团队核心成员，2020 年新浪财经新锐分析师第一名团队。深度覆盖整车，零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。

陶亦然：澳大利亚国立大学金融学硕士，IT 和金融学双学士，5 年证券行业研究经验。历任银河证券中小盘、汽车行业研究员，2018 年加入中信建投证券，2018/19 年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20 年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020 年金牛最佳行业分析团队核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
 电话: (8610) 8513-0588
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk