

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

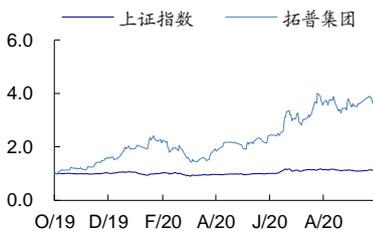
汽车零部件 II

拓普集团(601689)
增持

2020 年三季报点评

(维持评级)

2020 年 10 月 21 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,055/1,055
总市值/流通(百万元)	41,946/41,946
上证综指/深圳成指	3,313/13,421
12 个月最高/最低(元)	45.47/10.60

相关研究报告:

《拓普集团-601689-2020 年半年报点评: 进军新能源热管理领域, Q2 业绩略低预期》——2020-08-21

《拓普集团-601689-2019 年年报和 2020 年一季度点评: Q1 业绩超预期, 持续受益特斯拉国产化》——2020-04-30

《拓普集团-601689-2019 三季报点评: 业绩符合预期, 关注特斯拉配套放量》——2019-10-25

《拓普集团-601689-2019 半年报点评: 业绩略低于预期, 多产品布局, 静待花开》——2019-08-23

《拓普集团-601689-2018 年报点评: 业绩略低于预期, 轻量化、电子化助力公司成长》——2019-04-23

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097
 E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080001

证券分析师: 周俊宏

E-MAIL: zhounjunhong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520070002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 毛利率改善明显

● Q3 归母净利润+15%, 业绩符合预期

公司 2020 年三季度报营收 43.19 亿元, +14.68%, 归母净利润 3.87 亿元, +14.82%, 扣非 3.59 亿元, +13.96%, 经营性净现金流 7.9 亿, +1.5%。整体利润符合预期。Q3 单季度公司实现营收 17.57 亿元, +32.32%, 归母净利润 1.71 亿元, +35.29%, 扣非 1.61 亿元, +38.27%。

● 产能释放边际成本下降, 毛利率升(环比+1.4pct)、费用率降

2020 前三季度公司毛利率 26.04%, 同比+0.24pct; 净利率 9.01%, 同比-0.06pct。Q3 单季度毛利率 26.13%, 同比-0.11pct, 环比+1.4pct; 净利率 9.87%, 同比+0.02pct; 期间费用率 13.95%, 同比-0.81pct, 环比-1.23%。Q2 公司新增折旧较多致使毛利率大幅下滑, 而 Q3 毛利率改善大概率归因为产能释放引发的边际折旧摊销下降, 费用率同步下行。Q3 费用结构中, 研发费用率 5.30%, 同比-0.97pct; 财务费用率 1.07%, 同比+1.52pct, 财务费用由 Q2 的 719 万增加至 Q3 的 1879 万(增长 1160 万元), 同比+2471 万元, 主要受汇兑损失影响(汇率变动对现金的影响为 363 万元)。

● 新业务稳步推进, 长期为景气向上周期

公司系 NVH 龙头, 前瞻布局汽车电子(智能刹车系统 IBS、智能转向系统 EPS、智能座舱产品等系列)、轻量化底盘及热管理业务(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、气液分离器等热管理领域相关产品, 推向市场进行时), 进行多产品线同步研发及供货服务, 深度绑定特斯拉, 与造车新势力探索 Tier 0.5 级的合作模式, 预计进入景气度向上周期。

● 风险提示:

行业复苏不及预期, 新品研发及客户拓展不及预期。

● 投资建议: 特斯拉国产化核心标的, 维持“增持”评级

我们预计公司 20/21/22 年净利润为 5.85/8.99/11.03 亿(原: 5.47/9.50/11.00 亿, 基于 Q3 表现的产能释放而边际成本下降、毛利率环比上升及费用率下降明显, 2020 年业绩预期略作上调, 预计 20/21/22 年 EPS 分别为 0.55/0.85/0.95 元(原: 0.52/0.90/1.04 元), 一年期目标估值(对应 2021 年)为 40.50-49.50 元(与上期一致), 维持“增持”评级。

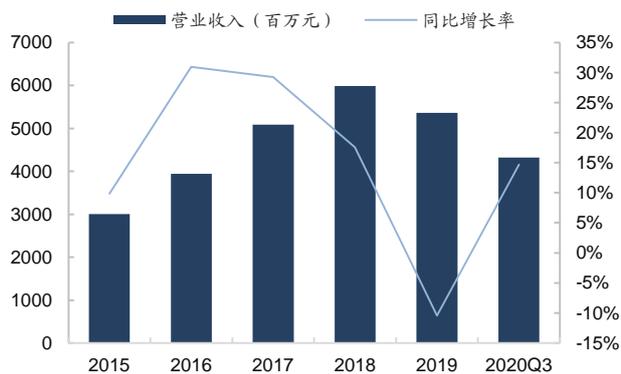
盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,359	5,712	8,843	10,034
(+/-%)	-10.4%	6.6%	54.8%	13.5%
净利润(百万元)	456	585	899	1003
(+/-%)	-39.4%	28.3%	53.7%	11.5%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.55	0.85	0.95
EBIT Margin	15.7%	12.4%	12.2%	12.0%
净资产收益率(ROE)	6.2%	7.7%	11.2%	11.8%
市盈率(PE)	51.8	40.4	26.3	23.6
EV/EBITDA	22.8	23.6	18.5	17.0
市净率(PB)	3.20	3.09	2.94	2.78

资料来源: 国信证券经济研究所预测

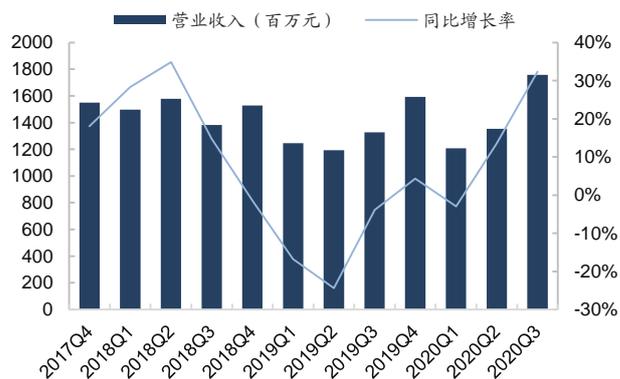
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营业收入及增速



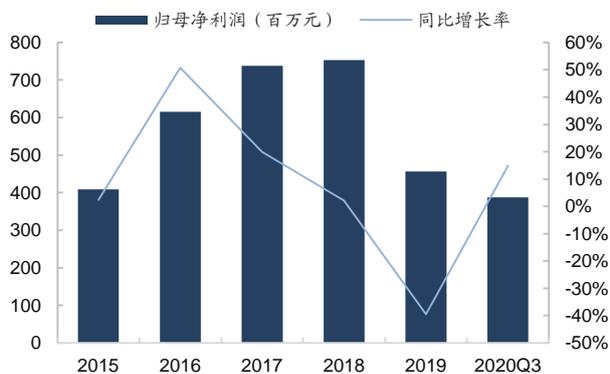
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及增速



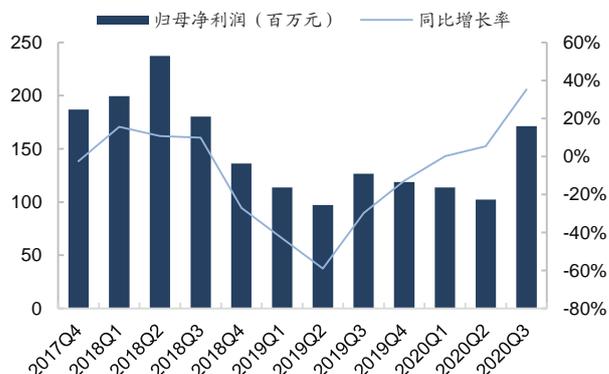
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利润及增速



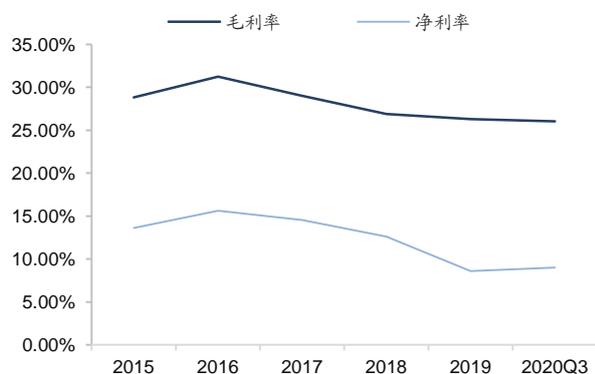
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度净利润及增速



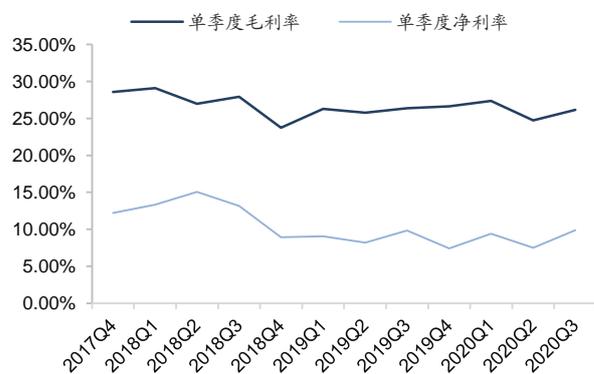
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率和净利率



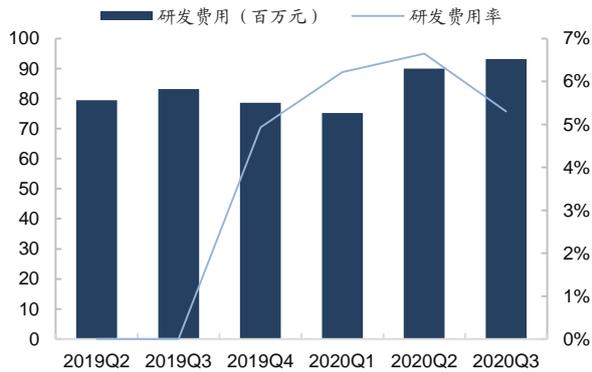
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司单季度毛利率和净利率



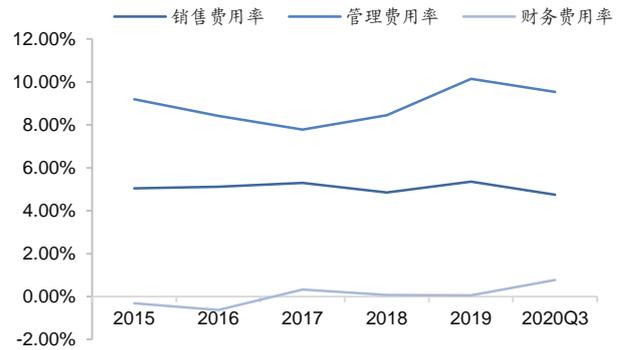
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司单季度研发费用及费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

产品结构来看, 公司逐步优化产品结构, 布局轻量化+汽车电子, 充分受益电动智能化趋势。公司产品从内外饰件延伸至轻量化底盘, 逐步培育汽车电子相关领域, 当前公司基于制动系统 IBS 智能刹车系统的技术基础, 逐步延伸至新能源热管理领域, 扩展了热泵空调、电子膨胀阀、电子水阀、电子水泵、气液分离器等产品。客户层面来看, 深度绑定优质客户, 受益于吉利销量复苏和特斯拉国产化, 长期看, 目前公司与特斯拉形成较强的客户粘性, 后期有望逐步实现多产品导入。

选取的可比公司中旭升股份、三花智控、宁德时代均是特斯拉产业链核心供应商, 样本公司的 21 年平均 PE 为 52.69x, 考虑公司为特斯拉产业链核心标的, 同时布局电动化、轻量化和智能化产品业务, 给予公司 21 年目标 PE 45-55x,

我们预计公司 20/21/22 年净利润为 5.85/8.99/11.03 亿 (原: 5.47/9.50/11.00 亿, 基于 Q3 表现的产能释放而边际成本下降、毛利率环比上升及费用率下降明显, 2020 年业绩预期略作上调, 预计 20/21/22 年 EPS 分别为 0.55/0.85/0.95 元 (原: 0.52/0.90/1.04 元), 一年期目标估值 (对应 2021 年) 为 40.50-49.50 元 (与上期一致), 维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

公司	代码	市值 (亿)	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	419	40.10	0.55	0.85	0.95	72.91	47.18	42.21	增持
旭升股份	603305.SH	181	39.92	0.7	0.92	1.2	57.03	43.39	33.27	未评级
宁德时代	300750.SZ	5,344	228.10	2.28	2.99	3.86	100.04	76.29	59.09	增持
三花智控	002050.SZ	798	22.82	0.38	0.52	0.59	60.05	43.88	38.68	增持
整体平均估值							72.51	52.69	43.31	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

备注: 旭升股份预测为 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	822	1042	1120	1239	营业收入	5359	5712	8843	10034
应收款项	1812	2097	3392	3849	营业成本	3950	4225	6546	7406
存货净额	1240	1216	1872	2274	营业税金及附加	50	54	88	100
其他流动资产	779	857	1238	1405	销售费用	287	394	646	753
流动资产合计	5433	5502	8021	9054	管理费用	230	333	484	566
固定资产	4553	5242	5573	5743	财务费用	3	29	52	72
无形资产及其他	606	583	559	536	投资收益	51	47	60	69
投资性房地产	518	518	518	518	资产减值及公允价值变动	50	(40)	(30)	(35)
长期股权投资	125	145	150	161	其他收入	(409)	0	0	0
资产总计	11234	11990	14820	16012	营业利润	532	684	1057	1171
短期借款及交易性金融负债	563	947	1723	1960	营业外净收支	(3)	2	(3)	5
应付款项	2643	2684	4145	4547	利润总额	529	686	1054	1176
其他流动负债	220	226	360	410	所得税费用	69	96	148	165
流动负债合计	3427	3858	6228	6917	少数股东损益	4	5	8	9
长期借款及应付债券	183	183	183	183	归属于母公司净利润	456	585	899	1003
其他长期负债	220	278	328	372					
长期负债合计	403	461	511	555	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3830	4319	6739	7472	净利润	456	585	899	1003
少数股东权益	29	32	38	45	资产减值准备	57	18	5	3
股东权益	7375	7639	8043	8495	折旧摊销	360	477	559	615
负债和股东权益总计	11234	11990	14820	16012	公允价值变动损失	(50)	40	30	35
					财务费用	3	29	52	72
关键财务与估值指标					营运资本变动	982	(217)	(682)	(525)
每股收益	0.43	0.55	0.85	0.95	其它	(56)	(15)	1	4
每股红利	0.31	0.31	0.47	0.52	经营活动现金流	1749	888	812	1135
每股净资产	6.99	7.24	7.62	8.05	资本开支	(1050)	(1201)	(901)	(801)
ROIC	10%	8%	11%	11%	其它投资现金流	(780)	490	(109)	111
ROE	6%	8%	11%	12%	投资活动现金流	(1855)	(731)	(1015)	(701)
毛利率	26%	26%	26%	26%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	12%	12%	12%	负债净变化	(30)	0	0	0
EBITDA Margin	22%	21%	19%	18%	支付股利、利息	(328)	(322)	(495)	(551)
收入增长	-10%	7%	55%	13%	其它融资现金流	558	384	776	237
净利润增长率	-39%	28%	54%	11%	融资活动现金流	(159)	62	281	(315)
资产负债率	34%	36%	46%	47%	现金净变动	(265)	220	78	119
息率	1.4%	1.4%	2.1%	2.3%	货币资金的期初余额	1087	822	1042	1120
P/E	51.8	40.4	26.3	23.6	货币资金的期末余额	822	1042	1120	1239
P/B	3.2	3.1	2.9	2.8	企业自由现金流	1024	(334)	(96)	329
EV/EBITDA	22.8	23.6	18.5	17.0	权益自由现金流	1552	26	635	504

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032