

腾龙股份(603158)/汽车零部件

加速燃料电池布局, 巩固传统竞争优势

**评级: 增持(维持)**

市场价格: 13.40

分析师: 苏晨

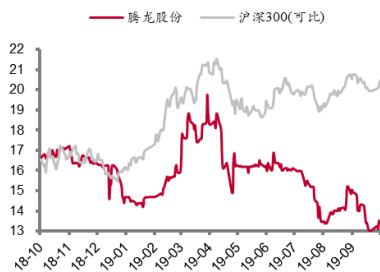
执业证书编号: S0740519050003

电话:

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	217
流通股本(百万股)	217
市价(元)	13.40
市值(百万元)	2907
流通市值(百万元)	2907

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 产业链延伸创收增益, 资源整合竞争力提升
- 2 成立合资公司, 横向布局新领域核心零部件
- 3 收购燃料电池龙头股权, 成功切入新领域第一步

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	904.01	1,018.36	1,124.57	1,266.74	1,432.80
增长率 yoy%	16.68%	12.65%	10.43%	12.64%	13.11%
净利润	130.8	117.0	120.6	136.3	155.9
增长率 yoy%	10.53%	-10.60%	3.08%	13.07%	14.38%
每股收益(元)	0.60	0.53	0.55	0.62	0.71
每股现金流量	0.67	0.59	0.49	0.88	0.50
净资产收益率	13.12%	11.93%	10.69%	11.21%	11.83%
P/E	28.2	31.6	31	27	24
PEG	18.7	3.2	30.1	17.9	2.4
P/B	3.7	3.8	3.3	3.0	2.8

备注:

**投资要点**

- **事件: 2019年10月12日**公司发布公告, 与新源动力股东大连化物所签署《股份转让意向书》, 拟以现金方式收购新源动力 17.86%的股权。
- **事件: 2019年10月8日**公司发布公告, 与天元奥特股东签署《支付现金购买资产协议》, 拟出资 39,680 万元收购天元奥特 76%的股权。
- **提升股份比例, 加强合作深度。**在不超过 5.5 元/股, 整体不超过 1.10 亿元价格的前提下, 公司收购大连化物所持有的新源动力 17.86%股权。若成功完成股份转让, 加上今年 6 月出资 2200 万元收购的 3.57%的股份, 公司合计持有新源动力 21.43%股份, 成为公司第二大股东(第一大股东为上汽集团, 所占股权 35.71%)。公司一直把燃料电池技术作为未来发展的重要方向, 通过此次收购, 有利于公司与新源动力开展更深入的合作。
- **掌握核心零部件, 产业化发展确保盈利能力。**新能源动力是我国燃料电池产业化领导者, 其自主研发的燃料电池系统已发展至第三代产品, 研发创新涵盖了质子交换膜燃料电池发动机系统关键材料、关键部件、整堆系统各个层面。此外, 公司已引入国内燃料电池专家徐洪峰教授及其团队, 作为氢能布局的技术依托, 合资设立江苏腾龙氢能科技有限公司, 将积极研发、生产和销售氢燃料电池的上游核心零部件。产业化领导者外加技术专家, 将进一步提升公司在燃料电池核心领域的研发能力。
- **实现优势互补, 进军商用车新市场。**天元奥特成立于 2004 年, 2019H1 营收为 2.19 亿元, 净利润为 2761.1 万元。公司主要产品为 FPM/VMQ 内氟外硅橡胶管、硅胶管等, 具有较强的技术研发能力和经验, 已积累了丰富且稳定的商用车客户资源, 包括陕汽、重汽、东风、欧曼、宇通、一汽、VOLVO 等。通过本次股权收购, 公司将借助天元奥特在汽车胶管产品和零部件领域的经验、技术、销售渠道等, 持续开拓商用车市场, 补齐产业链短板, 提升综合竞争优势。
- **发挥良好协同效应, 促进业绩承诺实现双赢。**本次交易, 公司拟购买天元奥特 76%股权。天元奥特管理层承诺 2019-2021 年累计实现净利润不低于 1.80 亿元, 增厚明显。若未达成, 以现金或股权的形式向腾龙股份补偿。公司丰富的乘用车客户资源和多样的融资渠道将协助天元奥特加快业务扩张及产品研发步伐。天元奥特将为公司注入盈利能力较强的汽车用橡塑业务, 不断完善产业链、拓展商用车市场并提升综合盈利能力。
- **投资建议:**新能源汽车行业发展迅速, 市场空间广阔, 公司通过不断外延进行业务拓展, 积极开拓新能源汽车领域业务, 打造新的增长极。燃料电池处于初始爆发前夕, 公司入股业内领军公司新源动力, 直接通过燃料电池核心部件电堆的龙头进入燃料电池领域, 为公司在燃料电池业务布局打造了较好的开端。我们认为未来随着公司内生增长以及外延扩张共同发展, 其综合竞争力将不断提升。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.21 / 1.36/1.56 亿, 对应估值 31/27/24 倍, 维持增持评级。
- **风险提示:**不能签署正式协议的风险, 未来盈利能力风险, 下游汽车销量增长不及预期, 竞争风险加剧。

图表 1: 公司财务预测 (单位: 百万元)

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>904.0</b>	<b>1,018.4</b>	<b>1,124.6</b>	<b>1,266.7</b>	<b>1,432.8</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	587.0	698.2	773.4	871.9	985.7	营业收入增长率	16.7%	12.6%	10.4%	12.6%	13.1%
营业税费	9.8	12.1	12.8	14.7	16.4	营业利润增长率	10.8%	-9.7%	1.2%	14.1%	14.5%
销售费用	31.9	38.7	41.2	45.6	52.0	净利润增长率	10.5%	-10.6%	3.1%	13.1%	14.4%
管理费用	112.9	122.9	132.7	148.2	166.9	EBITDA增长率	18.9%	-0.2%	4.7%	14.2%	15.0%
财务费用	2.1	8.3	11.4	10.7	11.8	EBIT增长率	14.1%	-8.7%	8.0%	12.7%	14.3%
资产减值损失	2.8	23.6	5.0	6.0	5.5	NOPLAT增长率	19.6%	-6.4%	3.2%	12.6%	14.3%
加: 公允价值变动收益	-	25.1	-	0.0	-	投资资本增长率	30.3%	5.7%	7.4%	5.2%	15.1%
投资和汇兑收益	4.3	1.6	2.1	1.8	2.0	净资产增长率	15.6%	1.5%	14.5%	7.9%	8.4%
<b>营业利润</b>	<b>164.5</b>	<b>148.5</b>	<b>150.2</b>	<b>171.4</b>	<b>196.4</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	0.5	1.7	2.5	2.1	2.3	毛利率	35.1%	31.4%	31.2%	31.2%	31.2%
<b>利润总额</b>	<b>165.0</b>	<b>150.1</b>	<b>152.7</b>	<b>173.5</b>	<b>198.6</b>	营业利润率	18.2%	14.6%	13.4%	13.5%	13.7%
减: 所得税	26.6	24.9	25.2	28.7	32.8	净利润率	14.5%	11.5%	10.7%	10.8%	10.9%
<b>净利润</b>	<b>130.8</b>	<b>117.0</b>	<b>120.6</b>	<b>136.3</b>	<b>155.9</b>	EBITDA/营业收入	21.7%	19.2%	18.2%	18.5%	18.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	18.1%	14.7%	14.4%	14.4%	14.5%
货币资金	161.1	214.7	275.6	317.1	300.9	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	25.1	25.1	25.1	25.1	固定资产周转天数	118	141	146	134	126
应收帐款	241.6	285.5	277.7	367.3	356.3	流动营业资本周转天数	156	146	148	144	146
应收票据	180.8	124.2	175.7	155.1	223.0	流动资产周转天数	343	319	316	321	312
预付帐款	9.5	13.1	14.9	15.0	19.0	应收帐款周转天数	93	93	90	92	91
存货	228.0	230.2	261.7	301.8	330.2	存货周转天数	81	81	79	80	79
其他流动资产	58.6	29.9	19.9	25.0	24.9	总资产周转天数	550	555	538	523	502
可供出售金融资产	29.4	35.9	36.4	36.0	36.1	投资资本周转天数	346	357	345	325	317
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	13.1%	11.9%	10.7%	11.2%	11.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.1%	7.8%	7.3%	7.5%	8.1%
固定资产	336.9	460.0	455.1	486.7	514.1	ROIC	18.5%	13.3%	13.0%	13.6%	14.8%
在建工程	78.7	9.3	19.3	31.3	51.3	<b>费用率</b>					
无形资产	66.9	68.8	66.2	64.4	62.1	销售费用率	3.5%	3.8%	3.7%	3.6%	3.6%
其他非流动资产	131.7	117.2	117.1	114.8	111.5	管理费用率	12.5%	12.1%	11.8%	11.7%	11.7%
<b>资产总额</b>	<b>1,523.3</b>	<b>1,613.9</b>	<b>1,744.6</b>	<b>1,939.5</b>	<b>2,054.5</b>	财务费用率	0.2%	0.8%	1.0%	0.8%	0.8%
短期债务	70.0	166.7	150.0	150.0	196.3	三费/营业收入	16.2%	16.7%	16.5%	16.1%	16.1%
应付帐款	213.4	159.4	165.0	227.4	201.1	<b>偿债能力</b>					
应付票据	72.8	66.7	62.2	97.6	74.9	资产负债率	31.0%	33.9%	30.0%	32.0%	30.4%
其他流动负债	43.6	41.9	33.9	35.0	40.7	负债权益比	45.0%	51.3%	42.9%	47.2%	43.7%
长期借款	60.0	90.0	90.0	90.0	90.0	流动比率	2.20	2.12	2.56	2.37	2.49
其他非流动负债	12.6	22.7	22.3	21.5	22.2	速动比率	1.63	1.59	1.92	1.77	1.85
<b>负债总额</b>	<b>472.5</b>	<b>547.4</b>	<b>523.3</b>	<b>621.5</b>	<b>625.2</b>	利息保障倍数	78.64	17.96	14.17	17.01	17.61
<b>少数股东权益</b>	<b>54.0</b>	<b>86.4</b>	<b>93.4</b>	<b>101.9</b>	<b>111.8</b>	<b>分红指标</b>					
股本	218.8	218.6	218.6	218.6	218.6	DPS(元)	0.18	0.37	0.22	0.22	0.25
留存收益	811.3	836.4	909.3	997.5	1,098.9	分红比率	30.1%	68.5%	40.0%	35.0%	35.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,050.8</b>	<b>1,066.5</b>	<b>1,221.3</b>	<b>1,318.0</b>	<b>1,429.3</b>	股息收益率	1.3%	2.7%	1.6%	1.6%	1.8%
<b>现金流量表</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	138.4	125.2	120.6	136.3	155.9	EPS(元)	0.60	0.54	0.55	0.62	0.71
加: 折旧和摊销	33.6	48.9	43.5	52.2	61.4	BVPS(元)	4.59	4.52	5.16	5.56	6.03
资产减值准备	2.8	23.6	-	-	-	PE(X)	23.1	25.8	25.2	22.3	19.5
公允价值变动损失	-	-25.1	-	0.0	-	PB(X)	3.0	3.1	2.7	2.5	2.3
财务费用	2.8	8.5	11.4	10.7	11.8	P/FCF	76.9	16.1	112.6	38.7	120.8
投资收益	-4.3	-1.6	-2.1	-1.8	-2.0	P/S	3.3	3.0	2.7	2.4	2.1
少数股东损益	7.6	8.2	7.0	8.5	9.9	EV/EBITDA	20.6	18.6	14.8	12.8	11.4
营运资金的变动	57.6	-19.9	-74.3	-13.8	-128.6	CAGR(%)	1.5%	9.8%	1.0%	1.5%	9.8%
<b>经营活动产生现金流</b>	<b>147.6</b>	<b>128.6</b>	<b>106.1</b>	<b>192.1</b>	<b>108.4</b>	PEG	15.2	2.6	24.7	14.7	2.0
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-200.2</b>	<b>-73.5</b>	<b>-44.4</b>	<b>-91.8</b>	<b>-104.6</b>	ROIC/WACC	1.8	1.3	1.3	1.4	1.5
<b>融资活动产生现金流</b>	<b>83.9</b>	<b>-16.3</b>	<b>-0.8</b>	<b>-58.8</b>	<b>-20.0</b>	REP	2.2	2.6	2.1	1.9	1.5

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**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。

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。