

## TPMS 法规强制节点临近, Q3 业绩拐点显现

——保隆科技公司点评

买入|维持

### 事件:

保隆科技于2019年11月7日股价触发涨停,成交价29.39元。

#### ● TPMS 销量逐步上升, 欧洲冬季胎贡献突出

公司三季度 TPMS 业务业绩收入上升, 主要得益于: 1) 欧洲 TPMS 冬季胎上市带动销量上升, 冬季胎 TPMS 为 AM 市场产品, 其毛利率高于 OEM。2) 国内 TPMS 销量较前期有所回暖。其他板块增长保持稳定。受到我国 TPMS 强制性安装法规影响, 预计 2019 年直接式 TPMS 将实现 80% 左右的渗透率 (目前渗透率 50% 左右); 则 2019-2020 年我国 TPMS 行业市场规模将达到 26.83 亿元和 43.78 亿元; 保隆科技在我国 TPMS 市占率高达 30%, 随着 TPMS 渗透的爆发以及与德国 HUF 集团的合资 (公司持有 55% 股权), 2019 年公司 TPMS 业务收入有望增长 30.43%。

#### ● 2019Q3 三费下降, 毛利率上升, 业绩拐点初显

公司 2019 年第三季度率毛利率出现明显回升, 达到 32.1%, 环比增长 11.46%, Q3 毛利率也较上期提升 0.7pct, 达到 30.9%。公司三费率出现明显下滑, 其中最为明显的是管理费用率在剔除并购影响后下降 0.20pct, 从而带动公司剔除并购后三费率下降 0.08pct, 降至 19.47%。

#### ● MEMS 与智能传感器齐发力, 未来发展前途光明

公司自主研发智能汽车系列产品包括动态视觉传感器、77G 和 24G 毫米波雷达、双目前视系统、红外热成像夜视仪、驾驶员预警系统、车用人脸识别系统等高像素、纳秒级反应速度产品, 契合全球汽车智能化的发展需求。公司传感器项目 2019 年上半年预计在国内市场创造超过 1000 万收入, 主要供货于上汽乘用车、东风日产、启程、奇瑞等主机厂; 海外传感器由 PEX 创收, 2017 年收入约 7000 万至 8000 万元, 主要客户为宝马、玛莎拉蒂和保时捷。预计 2018-2020 年汽车电子业务分别达到 2800 万元、3900 万元和 5400 万元。

#### ● 投资建议与盈利预测

随着 TPMS 强制政策的临近以及下半年库存压力逐渐减小, TPMS 渗透提升的逻辑不变; 而公司借助国六排放要求实施, 量产压力传感器以及结构件轻量化项目亦前景可期。由此, 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 1.51 亿元、2.30 亿元和 2.98 亿元, 对应 PE 32x、21x 和 16x; 维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济增长、汽车下游销量、项目拓展进度不及预期等。

### 附表: 盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2081	2305	2791	3722	4334
收入同比 (%)	24	11	21	33	16
归母净利润(百万元)	174	155	151	230	298
归母净利润同比 (%)	31	-11	-2	52	30
ROE (%)	13.3	16.0	13.5	17.6	19.3
每股收益 (元)	1.04	0.93	0.91	1.37	1.78
市盈率(P/E)	28.20	31.66	32.42	21.37	16.46

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价: 26.72 元/28.53 元

目标期限: 6 个月

### 基本数据

52 周最高/最低价 (元): 30.33 / 16.96

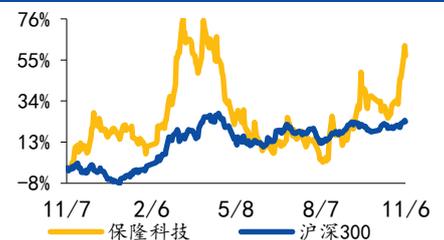
A 股流通股 (百万股): 98.40

A 股总股本 (百万股): 166.08

流通市值 (百万元): 2629.29

总市值 (百万元): 4437.66

### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

### 相关研究报告

《国元证券\*公司研究\*保隆科技(603197)季报点评: 母公司费用率下降, 毛利拐点逐步显现\*汽车与汽车零部件\*满在朋\*20191029》2019.10.30

《国元证券\*公司研究\*保隆科技(603197)2019 中报点评: 国内需求疲软业绩承压, TPMS 成长迅速\*汽车与汽车零部件\*满在朋\*20190902》2019.09.03

### 报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 薛雨冰

电话 021-51097188

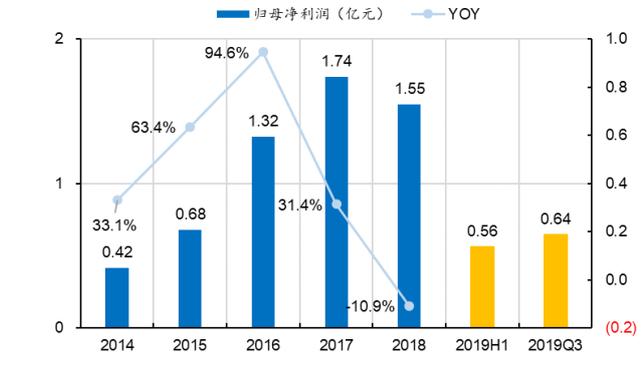
邮箱 xueyubing@gyzq.com.cn

图 1：2019Q3 营收增速高达 53.4%



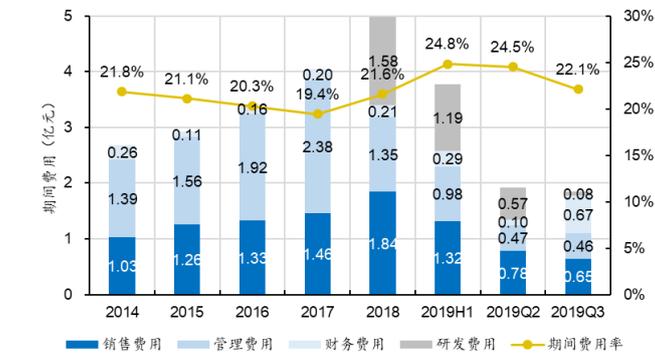
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 2：2019Q3 归母净利润上升 14.9%



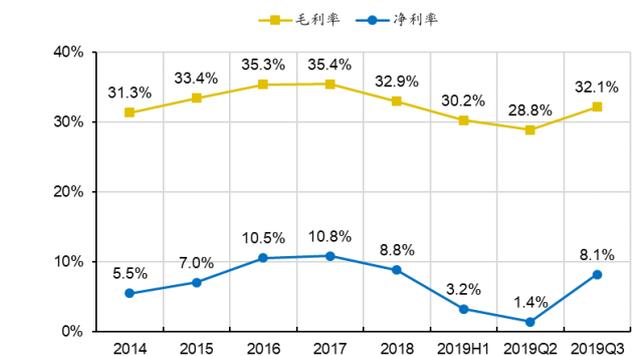
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 3：2019Q3 期间费用率下降



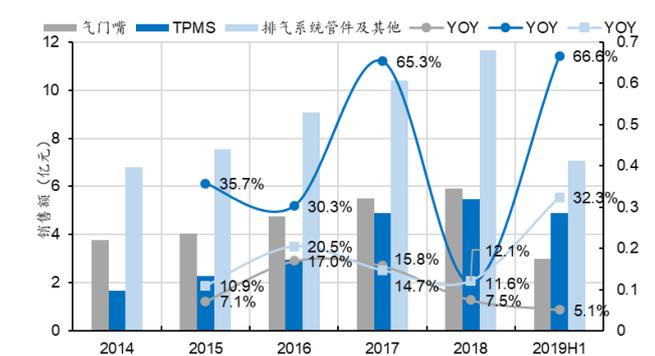
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 4：毛利率拐点出现



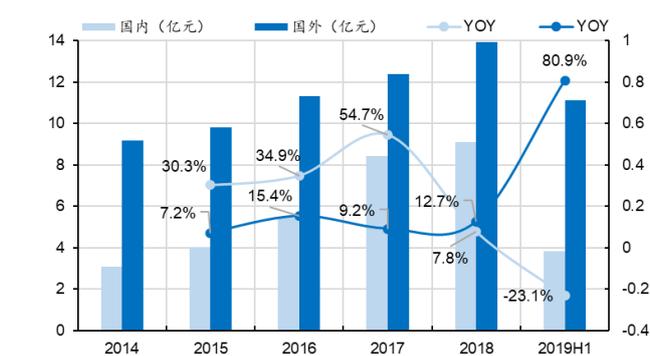
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 5：TPMS 增长保持强劲



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 6：国内需求疲软，国外依然保持高增长



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1725	2126	2652	3747	5072
现金	600	931	1231	1857	2888
应收账款	436	500	599	801	932
其他应收款	21	13	18	23	27
预付账款	9	12	16	20	24
存货	464	480	612	814	935
其他流动资产	194	190	176	231	266
<b>非流动资产</b>	691	985	819	764	701
长期投资	18	13	12	13	13
固定资产	478	648	596	536	472
无形资产	39	42	43	44	45
其他非流动资产	157	282	169	171	172
<b>资产总计</b>	2416	3110	3471	4511	5773
<b>流动负债</b>	735	1394	1674	2346	3185
短期借款	205	388	650	1089	1823
应付账款	400	460	557	759	869
其他流动负债	131	546	467	499	492
<b>非流动负债</b>	227	696	576	691	788
长期借款	173	295	354	437	519
其他非流动负债	54	401	223	254	269
<b>负债合计</b>	963	2091	2251	3038	3973
少数股东权益	149	54	100	168	258
股本	117	167	167	167	167
资本公积	689	239	239	239	239
留存收益	504	599	709	894	1127
归属母公司股东权益	1305	966	1121	1306	1542
<b>负债和股东权益</b>	2416	3110	3471	4511	5773

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	215	326	38	174	357
净利润	225	203	197	298	388
折旧摊销	53	65	70	71	71
财务费用	20	21	38	50	66
投资损失	-4	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-96	17	-274	-250	-169
其他经营现金流	17	22	8	6	1
<b>投资活动现金流</b>	-227	-337	77	-9	-3
资本支出	196	224	0	0	0
长期投资	35	117	-35	7	2
其他投资现金流	4	5	43	-2	-1
<b>筹资活动现金流</b>	443	156	185	461	678
短期借款	41	184	262	439	734
长期借款	82	123	58	84	82
普通股增加	29	50	0	0	0
资本公积增加	582	-449	0	0	0
其他筹资现金流	-291	250	-135	-62	-138
<b>现金净增加额</b>	421	161	301	626	1031

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	2081	2305	2791	3722	4334
营业成本	1345	1546	1955	2605	2995
营业税金及附加	18	16	19	27	31
营业费用	146	184	214	289	335
管理费用	92	135	163	217	253
研发费用	146	158	154	156	155
财务费用	20	21	38	50	66
资产减值损失	6	15	11	11	11
公允价值变动收益	0	5	3	3	3
投资净收益	4	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	330	261	264	395	515
营业外收入	1	0	3	2	2
营业外支出	7	1	3	3	2
<b>利润总额</b>	324	261	263	394	515
所得税	99	59	66	96	127
<b>净利润</b>	225	203	197	298	388
少数股东损益	51	48	46	69	90
<b>归属母公司净利润</b>	174	155	151	230	298
EBITDA	403	347	372	516	652
EPS (元)	1.48	0.93	0.91	1.37	1.78

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.0	10.8	21.1	33.4	16.4
营业利润(%)	45.0	-20.6	0.8	49.7	30.6
归属母公司净利润(%)	31.4	-10.9	-2.3	51.7	29.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.4	32.9	30.0	30.0	30.9
净利率(%)	8.4	6.7	5.4	6.2	6.9
ROE(%)	13.3	16.0	13.5	17.6	19.3
ROIC(%)	20.5	23.7	20.7	26.6	32.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	39.8	67.2	64.8	67.3	68.8
净负债比率(%)	40.57	47.49	53.95	58.25	64.80
流动比率	2.35	1.52	1.58	1.60	1.59
速动比率	1.71	1.17	1.21	1.24	1.29
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.03	0.83	0.85	0.93	0.84
应收账款周转率	5	5	5	5	5
应付账款周转率	4.20	3.59	3.84	3.96	3.68
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.04	0.93	0.91	1.37	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	1.95	0.23	1.04	2.13
每股净资产(最新摊薄)	7.81	5.78	6.71	7.82	9.23
<b>估值比率</b>					
P/E	28.20	31.66	32.42	21.37	16.46
P/B	3.76	5.08	4.38	3.76	3.18
EV/EBITDA	12	14	13	9	7

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

### 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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限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。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188