

证券研究报告—动态报告

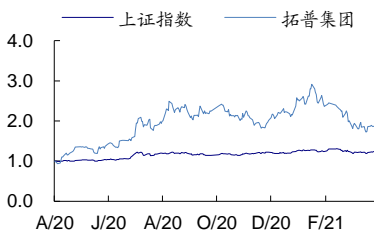
汽车汽配

汽车零部件 II

拓普集团(601689)
增持
2020 业绩快报&2021Q1 业绩预增点评

(维持评级)

2021 年 04 月 07 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)	1,102/1,055
总市值/流通(百万元)	36,830/35,258
上证综指/深圳成指	3,484/14,123
12个月最高/最低(元)	52.61/16.05

相关研究报告:

《拓普集团-601689-2020 年年报业绩预告点评: Q4 增长加速, 特斯拉助力业绩》——2021-01-22

《拓普集团-601689-2020 年三季报点评: 业绩符合预期, 毛利率改善明显》——2020-10-21

《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 年一季报点评: 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

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814

E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080002

证券分析师: 周俊宏

电话: 021-61761059

E-MAIL: zhoujunhong@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

绑定客户放量, 业绩持续高增

● 2020 年超额完成中报预期的营收目标, 2021Q1 业绩高增

公司预计 2020 年实现营收 65.1 亿元 (2020 中报预测 55~65 亿元), 同比 +21.41%; 归母 6.21 亿元, 同比 +36.10%, 扣非归母 5.67 亿元, 同比 +36.90%。同时 2021Q1 由于“特斯拉业务显著放量+下游需求持续回升”拉动利润近翻倍 (特斯拉 Q1 交付量同比 +109% 至 18.5 万辆), 预计归母 2.2~2.6 亿元, 同比 +93.5%~128.7%; 扣非归母 2.14~2.54 亿元, 同比 +98.9%~136.0%。

● 精准定位多品类赛道的模块化供应商, 未来成长可期

公司系 NVH 龙头, 前瞻布局汽车电子 (IBS、EPS、智能座舱产品等)、轻量化底盘及热管理业务 (已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), 精准定位多品类赛道的模块化供应商。在吉利、通用等成熟客户基础上, 深度绑定特斯拉等新势力。近期公司积极布局完善全球产能布局, 1) 在波兰新设全资子公司, 有效辐射周边国家。2) 新设“拓普电动车热管理系统 (宁波) 有限公司”, 进一步扩大产能, 随未来产能的逐渐释放, 公司业绩成长可期。

● 深度绑定特斯拉, 项目集群进入收获期

公司产能自 2016 年以来持续扩张, 2020 年下半年进入景气向上周期, 2021 年可期: 1) 持续突破特斯拉产品体系 (轻量化结构件、内外饰及热管理), 随爆款潜力的国产版 Model Y 车型上量, 业绩进入快速增长通道。2) 积极与蔚来、小鹏、理想等造车新势力开展合作, 探索 Tier 0.5 级的合作模式, 头部新势力 2021 年销量具翻倍潜力。3) 热管理及轻量化件具较大增量空间。公司面向新能源车市场推出的 T0.5 级平台型服务获得了众多新势力客户的认可, 布局的“2+3”前瞻性项目集群开始进入收获期。

● 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

预计公司 20/21/22 年归母净利润为 6.21/10.45/12.60 亿 (原: 6.36/10.46/12.60 亿元), 基于产能释放而边际成本下降、毛利率环比上升及特斯拉国产版 Model Y 放量, 业绩持续高增, 预计 20/21/22 年 EPS 分别为 0.59/0.99/1.19 元, 维持“增持”评级。

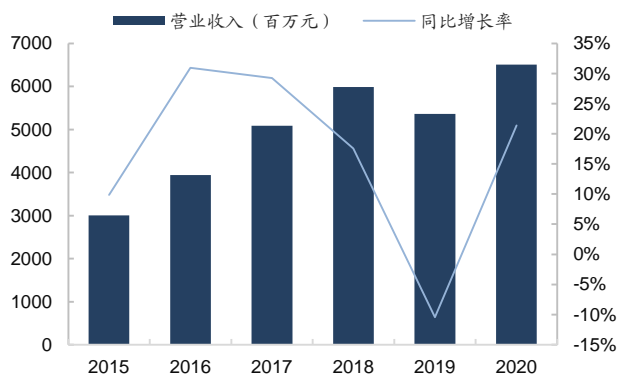
盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,359	6,506	10,123	12,434
(+/-%)	-10.4%	21.4%	55.6%	22.8%
净利润(百万元)	456	621	1045	1260
(+/-%)	-39.4%	36.0%	68.4%	20.5%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.59	0.99	1.19
EBIT Margin	15.7%	11.5%	12.4%	12.2%
净资产收益率(ROE)	6.2%	8.1%	12.9%	14.5%
市盈率(PE)	77.3	56.8	33.7	28.0
EV/EBITDA	32.5	32.9	23.6	20.8
市净率(PB)	4.78	4.61	4.34	4.06

资料来源: 国信证券经济研究所预测

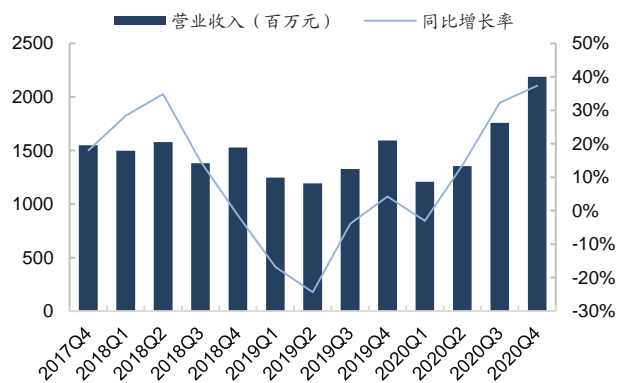
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营业收入及增速



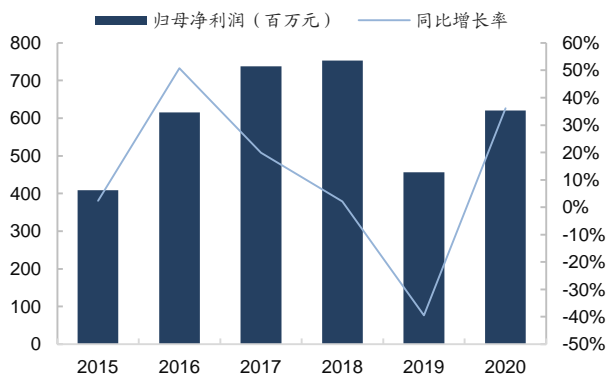
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及增速



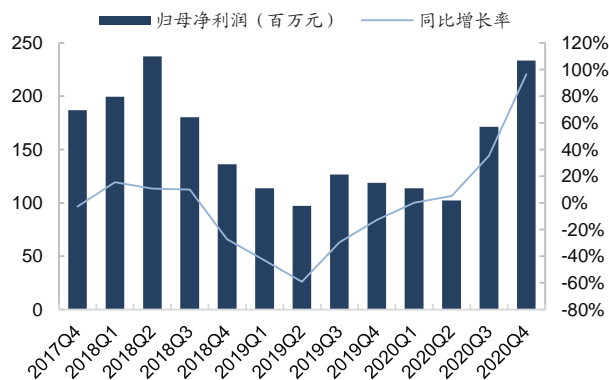
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利润及增速



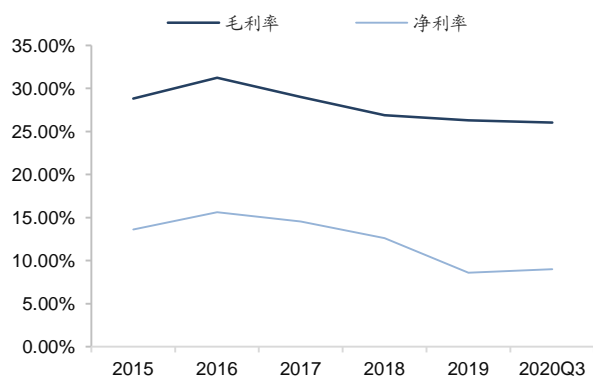
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度净利润及增速



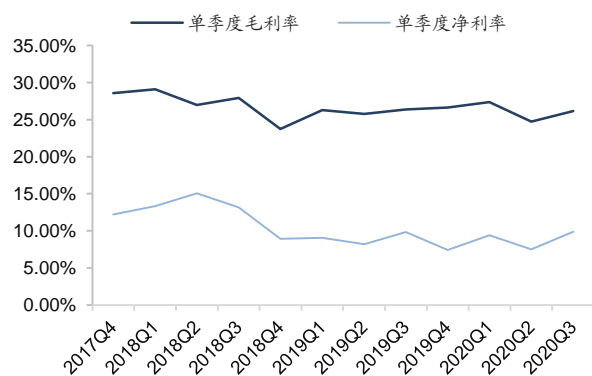
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率和净利率

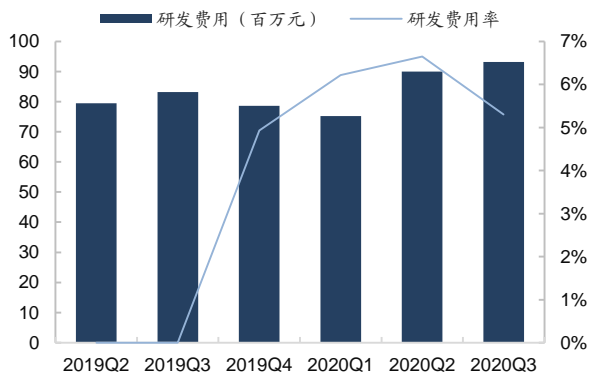


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

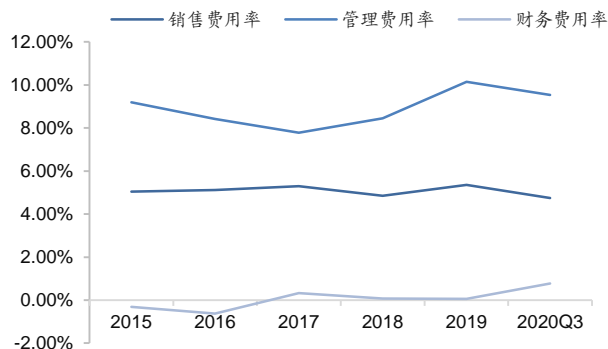
图 6: 公司单季度毛利率和净利率



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

公司精准定位多品类赛道的模块化供应商。系 NVH 龙头，前瞻布局汽车电子（IBS、EPS、智能座舱产品等）、轻量化底盘及热管理业务（已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），精准定位多品类赛道的模块化供应商。在吉利、通用等成熟客户基础上，深度绑定特斯拉等新势力。受益于“特斯拉业务显著放量+下游需求持续回升”，长期成长可期。

选取特斯拉产业链核心供应商三花智控、宁德时代、旭升股份作为可比公司，2021 年平均 PE 为 53x，考虑公司业务多点开花，随 Model Y 量产进入业绩释放期，为特斯拉产业链最大业绩弹性的标的之一，给予目标 PE 45-55x。

预计 20/21/22 年归母净利润为 6.21/10.45/12.60 亿（原：6.36/10.46/12.60 亿元），基于产能释放而边际成本下降、毛利率环比上升及特斯拉国产版 Model Y 放量，业绩高增，预计 20/21/22 年 EPS 分别为 0.59/0.99/1.19 元。对应 2021 年的一年期目标估值为 44.55-54.45 元（对应 PE 45-55x），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	368	33.42	0.59	0.99	1.19	57	34	27	增持
旭升股份	603305.SH	139	31.02	0.74	1.13	1.5	42	27	20	未评级
宁德时代	300750.SZ	7,743	332.40	2.27	3.40	4.59	146	98	71	增持
三花智控	002050.SZ	757	21.07	0.53	0.64	0.85	40	33	24	增持
可比公司平均估值							76	53	38	

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	6506	10123	12434
应收款项	1812	2389	3883	4769	营业成本	3950	4875	7476	9159
存货净额	1240	1425	2161	2858	营业税金及附加	50	62	101	124
其他流动资产	779	976	1417	1741	销售费用	287	449	739	933
流动资产合计	5433	6121	8980	10895	管理费用	230	376	551	696
固定资产	4553	5242	5573	5743	财务费用	3	31	58	84
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	12609	15780	17853	营业利润	532	721	1228	1472
短期借款及交易性金融负债	563	1052	1904	2328	营业外净收支	(3)	2	(3)	5
应付款项	2643	3144	4785	5716	利润总额	529	723	1225	1477
其他流动负债	220	264	415	515	所得税费用	69	98	172	207
流动负债合计	3427	4461	7105	8558	少数股东损益	4	5	9	11
长期借款及应付债券	183	183	183	183	归属于母公司净利润	456	621	1045	1260
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	4922	7616	9113	净利润	456	621	1045	1260
少数股东权益	29	32	39	48	资产减值准备	57	18	5	3
股东权益	7375	7655	8125	8692	折旧摊销	360	477	559	615
负债和股东权益总计	11234	12609	15780	17853	公允价值变动损失	(50)	40	30	35
					财务费用	3	31	58	84
关键财务与估值指标					营运资本变动	982	(338)	(825)	(830)
每股收益	0.43	0.59	0.99	1.19	其它	(56)	(14)	2	5
每股红利	0.31	0.32	0.54	0.66	经营活动现金流	1749	803	816	1089
每股净资产	6.99	7.26	7.70	8.24	资本开支	(1050)	(1201)	(901)	(801)
ROIC	10%	8%	12%	13%	其它投资现金流	(780)	490	(109)	111
ROE	6%	8%	13%	14%	投资活动现金流	(1855)	(731)	(1015)	(701)
毛利率	26%	25%	26%	26%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	11%	12%	12%	负债净变化	(30)	0	0	0
EBITDA Margin	22%	19%	18%	17%	支付股利、利息	(328)	(341)	(575)	(693)
收入增长	-10%	21%	56%	23%	其它融资现金流	558	489	852	424
净利润增长率	-39%	36%	68%	21%	融资活动现金流	(159)	148	277	(269)
资产负债率	34%	39%	49%	51%	现金净变动	(265)	220	78	119
息率	0.9%	1.0%	1.6%	2.0%	货币资金的期初余额	1087	822	1042	1120
P/E	77.3	56.8	33.7	28.0	货币资金的期末余额	822	1042	1120	1239
P/B	4.8	4.6	4.3	4.1	企业自由现金流	1024	(417)	(87)	294
EV/EBITDA	32.5	32.9	23.6	20.8	权益自由现金流	1552	45	715	645

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