



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

零部件业务遇新机，布局氢能谋长发展

—腾龙股份(603158)公司报告

2021 年 12 月 24 日

王舫朝 首席分析师
S1500519120002
010-83326877
wangfangzhao@cindasc.com

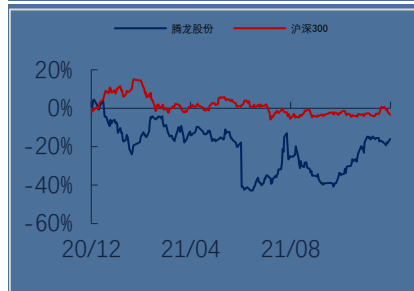
证券研究报告

公司研究

腾龙股份 (603158)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	16.66
52 周内股价波动区间 (元)	10.81-18.76
最近一月涨跌幅 (%)	-2.52
总股本 (亿股)	3.51
流通 A 股比例 (%)	86.15
总市值 (亿元)	58.41

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

零部件业务遇新机，布局氢能谋长发展

2021 年 12 月 24 日

本期内容提要：

◆**外延并购丰富汽车零部件业务，为系统集成打基础。**公司起家于汽车空调管路业务，通过外延并购丰富汽车零部件产品，2017 年 9 月收购力驰雷奥（主要产品为 EGR 冷却器）54% 股权，2017 年底力驰雷奥控股天瑞达（主要产品为 EGR 阀），打通 EGR 产业链；2019 年 10 月控股北京天元，布局发动机涡轮增压胶管。目前公司两大主业为热管理系统零部件和发动机节能环保零部件，产品应用于传统汽车、混合动力汽车、纯电动汽车。此外，公司投资新源动力，目前持股 29.64%（21 年半年报），布局氢燃料电池业务。

◆**新能源车热管理系统复杂程度高，单车零部件量价齐升。**1) 空调系统：制冷方面新能源车和传统汽车类似，制热方面，传统汽车利用发动机余热，新能源车需要加装 PTC/热泵供暖。2) 散热方面：传统汽车仅发动机需要散热，新能源车电池、电机、电控等都需要散热。新能源车热管理系统管路数量增加，管端成型、密封槽旋压、管件弯曲、管间密封焊接等工艺制作技术要求提高，产品售价提升，单车价值量为传统车的 3-4 倍。2020 年公司汽车热管理零部件业务收入 8.36 亿元，占比 47%，是最大的收入来源。随新能源车渗透率提升、欧洲生产基地扩产、二氧化碳热泵技术的开发合作，公司热管理零部件业务有望高速增长。

◆**汽车尾气排放标准升级，EGR 装机率有望提升。**EGR 系统是一种发动机废气净化装置，调配部分废气重新进入气缸，与新鲜混合气一起参与燃烧，降低燃烧温度，对柴油机，能够直接在发动机内降低氮氧化物浓度，对汽油机，能够提高燃油效率、降低油耗。我国自 2000 年起制定了一系列机动车环保法规，排放标准不断提升，尾气处理技术路线不断升级。21 年 7 月起重型车全面实施国六标准，部分柴油机国五采用 DOC+SCR 路线，国六下更多采用 EGR+DOC+DPF+SCR，法规升级带来需求增量。2020 年公司 EGR 业务实现收入 1.89 亿元，覆盖翰昂、马勒、云内、小康、潍柴、全柴等客户，业务体量同隆盛相当（2020 年 EGR 产品收入 2.23 亿元），具备一定市场份额，有望享受政策带来的需求红利高速增长。

◆**布局氢燃料电池业务，成为新源动力第一大股东。**新源动力成立于 2001 年，是“燃料电池及氢源技术国家工程研究中心”承建单位，自成立以来即承担国家科技部“863”计划重大专项——车用燃料电池发动机研制课题，创新成果涵盖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，拥有自主知识产权专利技术近 400 件。新源动力生产的第二代产品 HYMOD®-36 成功应用上汽荣威 750、上汽大通 FCV80，成为我国首例自主研发、耐久性突破 5,000 小时，可实现 -10℃ 低温启动、-40℃ 储存的燃料电池；第三代产品 HYSTK®-70 成为国内首款具有自主知识产权的高集成度大功率电堆。氢燃料电池功率密度高、续航里程远，是未来重型商用车的新能源解决方案，目前政策扶持力度大，首批燃料电池汽车示范应用城市已经落地，其中北京规划 2025 年前累计推广万辆。公司积极布局氢燃料电池与核心零部件业务，充分利用客户资源与制造能力，有利于长远发展。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 21-23 年可实现收入 21.40 亿元、27.06 亿元、33.18 亿元，同比+20.8%、+26.5%、+22.6%；归母净利润 1.58 亿元、2.37 亿元、2.95 亿元，同比+1.7%、+49.4%、+24.7%。当前股价对应 22 年 PE 24.7 x，低于行业平均水平。看好新能源车带动热管理零部件量价齐升、环保法规升级带动 EGR 系统需求量增长、布局优质氢燃料电池资产的长远规划、通过投资并购外延发展的能力，给予“买入”

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

评级。

◆**风险因素：**新能源车渗透率提升不及预期、EGR 装机率不及预期、产能建设不及预期、氢燃料电池发展不及预期

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,034	1,772	2,140	2,706	3,318
增长率 YoY %	1.5%	71.4%	20.8%	26.5%	22.6%
归属母公司净利润 (百万元)	122	156	158	237	295
增长率 YoY%	4.3%	27.8%	1.7%	49.4%	24.7%
毛利率%	34.4%	29.6%	27.2%	29.1%	28.6%
净资产收益率ROE%	11.5%	13.1%	10.6%	13.7%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.73	0.45	0.68	0.84
市盈率 P/E(倍)	27.09	27.81	36.86	24.67	19.79
市净率 P/B(倍)	5.10	5.96	3.92	3.38	2.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 12 月 24 日收盘价

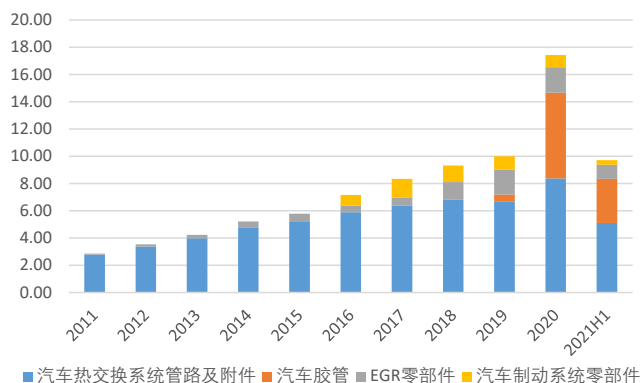
表 目 录

表 1: 分业务盈利预测	6
表 2: 可比公司估值情况.....	7

图 目 录

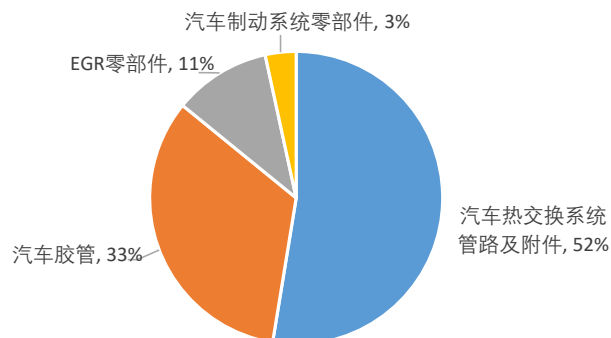
图 1: 2011-2021H1 公司分业务收入情况, 亿元	5
图 2: 公司分业务收入占比, 2021H1	5
图 3: 2011-2021 前三季度公司营收情况	5
图 4: 2011-2021 前三季度公司归母净利润情况	5
图 5: 2011-2021 前三季度毛利率、净利率情况	5
图 6: 2011-2021 前三季度各项费用率情况	5
图 7: 2011-2020 公司研发投入情况	6
图 8: 2016-2020 杜邦拆分	6
图 9: 2016-2021H1 资产负债率情况	6
图 10: 2016-2020 公司资产周转率情况	6
图 11: 2011-2020 销售商品、提供劳务收现情况	6
图 12: 2011-2020 经营活动产生的现金流量净额	6

图 1: 2011-2021H1 公司分业务收入情况, 亿元



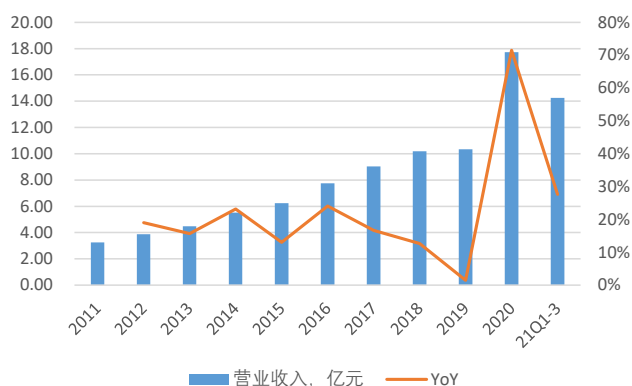
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 公司分业务收入占比, 2021H1



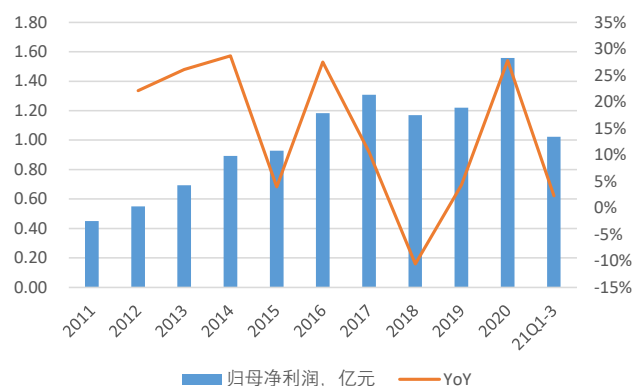
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 2011-2021 前三季度公司营收情况



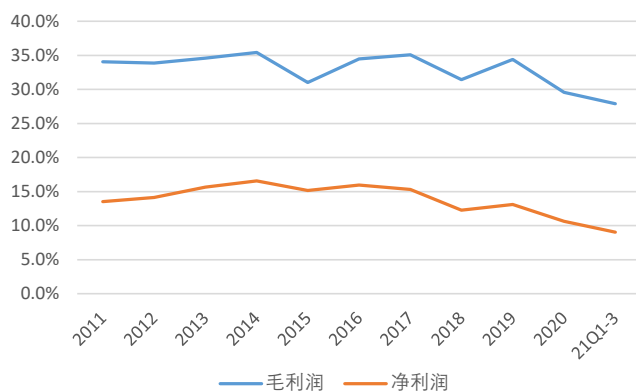
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 2011-2021 前三季度公司归母净利润情况



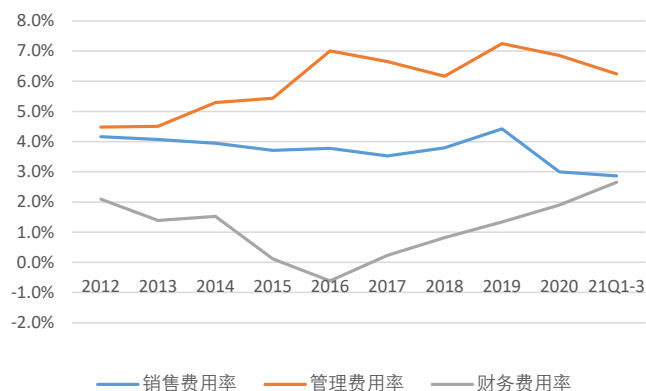
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 2011-2021 前三季度毛利率、净利率情况

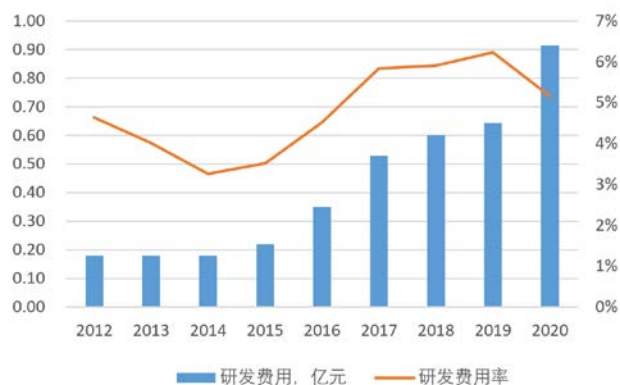


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

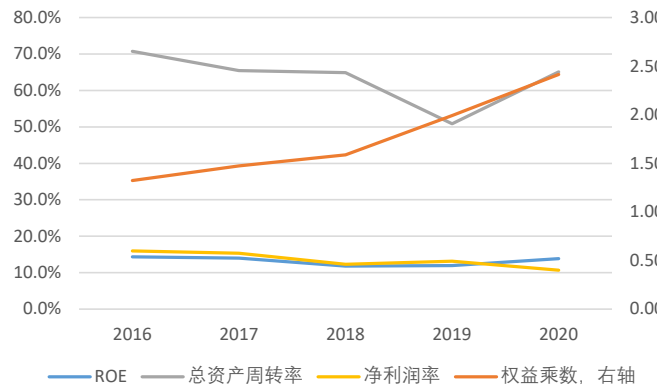
图 6: 2011-2021 前三季度各项费用率情况



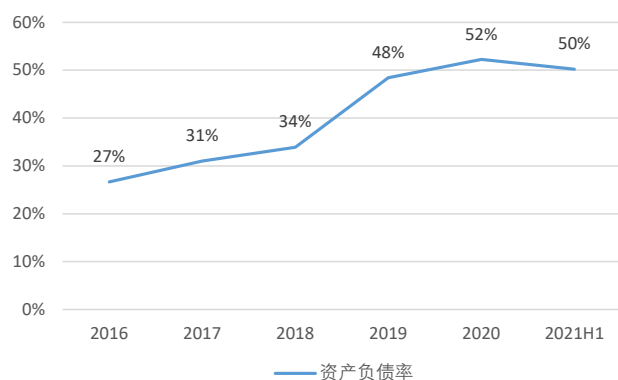
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：2011-2020 公司研发投入情况


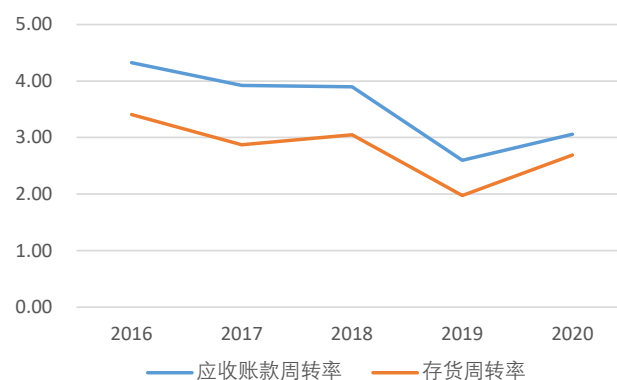
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：2016-2020 杜邦拆分


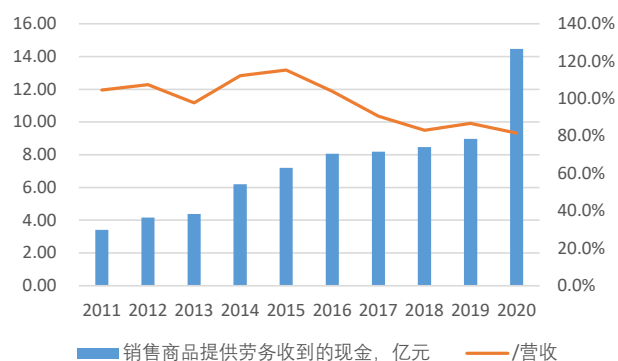
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：2016-2021H1 资产负债率情况


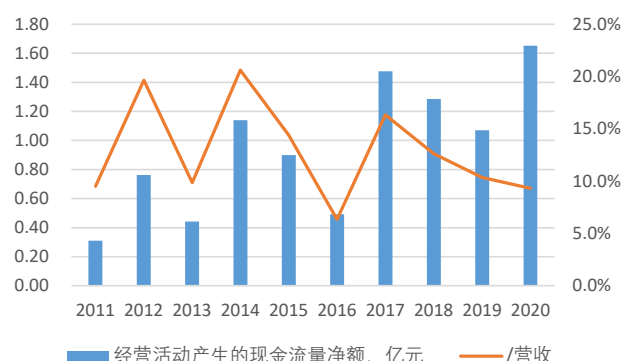
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：2016-2020 公司资产周转率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：2011-2020 销售商品、提供劳务收现情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12：2011-2020 经营活动产生的现金流量净额


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 1：分业务盈利预测

		2020	2021E	2022E	2023E
热交换系统零部件	收入, 亿元	8.36	11.54	16.15	21.00
	增速	25.0%	38.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	27.8%	25.5%	27.0%	26.5%
胶管	收入, 亿元	6.29	6.48	6.80	7.14
	增速		3.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	32.1%	28.0%	32.0%	32.0%
EGR 零部件	收入, 亿元	1.89	2.17	2.83	3.67

	增速	3.8%	15.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	32.8%	32.0%	33.0%	33.0%
制动系统零部件	收入, 亿元	0.89	0.89	0.93	0.98
	增速	-10.1%	0.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	21.3%	20.0%	25.0%	25.0%
其他	收入, 亿元	0.29	0.32	0.35	0.38
	增速	-13.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	34.3%	60.0%	50.0%	50.0%
合计	收入, 亿元	17.7	21.4	27.1	33.2
	增速	71.4%	20.8%	26.5%	22.6%
	毛利率	29.6%	27.2%	29.1%	28.6%

资料来源: 信达证券研发中心

表 2: 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS				EPS			
				2020	21E	22E	23E	2020	21E	22E	23E
300680.SZ	隆盛科技	59.0	29.22	0.37	0.59	1.19	1.87	79.0	49.5	24.6	15.6
002126.SZ	银轮股份	96.9	12.23	0.41	0.42	0.63	0.78	29.8	29.1	19.4	15.7
002050.SZ	三花智控	815.2	22.70	0.41	0.52	0.66	0.8	55.4	43.7	34.4	28.4
平均								54.7	40.8	26.1	19.9
603158.SH	腾龙股份	58.4	16.66	0.73	0.45	0.68	0.84	22.8	36.9	24.7	19.8

资料来源: 信达证券研发中心, wind 一致预测, 股价为 2021 年 12 月 24 日

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,407	1,714	2,225	2,588	3,147
货币资金	239	285	312	407	566
应收票据	89	88	88	123	143
应收账款	513	646	706	939	1,121
预付账款	20	24	37	41	54
存货	455	472	640	757	954
其他	91	199	440	321	309
非流动资产	1,046	1,277	1,327	1,437	1,441
长期股权投资	0	260	390	584	747
固定资产（合计）	558	552	379	253	27
无形资产	178	167	215	234	268
其他	310	299	343	366	399
资产总计	2,453	2,990	3,552	4,025	4,589
流动负债	1,100	1,357	1,486	1,664	1,858
短期借款	447	614	614	614	614
应付票据	89	40	85	105	130
应付账款	303	360	427	539	657
其他	261	344	360	405	457
非流动负债	88	205	302	302	302
长期借款	38	153	238	238	238
其他	50	53	64	64	64
负债合计	1,188	1,563	1,788	1,966	2,160
少数股东权益	205	234	273	333	406
归属母公司股东权益	1,061	1,194	1,490	1,727	2,022
负债和股东权益	2,453	2,990	3,552	4,025	4,589

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,034	1,772	2,140	2,706	3,318
同比(%)	1.5%	71.4%	20.8%	26.5%	22.6%
归属母公司净利润	122	156	158	237	295
同比(%)	4.3%	27.8%	1.7%	49.4%	24.7%
毛利率(%)	34.4%	29.6%	27.2%	29.1%	28.6%
ROE%	11.5%	13.1%	10.6%	13.7%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.73	0.45	0.68	0.84
P/E	27.09	27.81	36.86	24.67	19.79
P/B	5.10	5.96	3.92	3.38	2.89
EV/EBITDA	17.78	17.22	14.06	10.56	8.66

利润表	单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,034	1,772	2,140	2,706	3,318
营业成本	678	1,248	1,558	1,919	2,368
营业税金及附加	12	15	18	23	29
销售费用	46	53	75	88	112
管理费用	75	121	146	181	212
研发费用	64	91	118	176	199
财务费用	14	34	0	0	0
减值损失合计	-4	-11	-4	0	0
投资净收益	1	7	-15	3	7
其他	6	8	16	12	11
营业利润	148	213	223	334	415
营业外收支	-1	0	0	0	0
利润总额	147	213	223	334	415
所得税	12	25	24	38	46
净利润	136	188	198	296	369
少数股东损益	14	33	40	59	74
归属母公司净利润	122	156	158	237	295
EBITDA	203	293	466	612	728
EPS (当年)(元)	0.57	0.73	0.45	0.68	0.84

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	107	165	342	389	483
净利润	136	188	198	296	369
折旧摊销	57	85	283	337	386
财务费用	15	32	0	0	0
投资损失	-1	-7	15	-3	-7
营运资金变动	-102	-154	-155	-241	-266
其它	3	21	1	-1	-1
投资活动现金流	-292	-469	-546	-294	-323
资本支出	-61	-74	-204	-252	-228
长期投资	-258	-388	-327	-45	-102
其他	27	-7	-15	3	7
筹资活动现金流	174	386	230	0	0
吸收投资	8	4	134	0	0
借款	668	1,098	86	0	0
支付利息或股息	-46	-53	0	0	0
现金流净增加额	-10	79	27	95	159

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。