

# 拓普集团 (601689)

证券研究报告

2019年04月25日

## 行业景气低迷 一季度业绩承压

### 事件

公司公布一季报，营收减少 17%，归母净利润减少 43%。

### 点评

**行业低景气带来业绩压力。**一季度国内乘用车批发销量仍在负增长，行业增速-14%，公司大客户吉利-5%、上汽通用-13%，对公司营收形成拖累，最终 1Q19 营收增速-17%。由于营收负增长，公司 1Q19 毛利率 26.3%，同比下降 2.8 个点，环比回升 2.6 个点。此外，由于公司仍在新技术、新产品投入期，管理费用、研发费用同比增长 12%，合计费用率同比提升 2.6 个百分点。公司 1Q19 净利润率为 9.1%，同比下降 4.2 个百分点，毛利率+管理费用率+研发费用率合计同比带来 5.4 个百分点的负面影响，成为拖累公司净利的主要因素。公司 1Q19 经营活动现金流净额同比-12%，表现好于净利增速。

**未来业务条线横向扩张，成长路径清晰。**

**1) 底盘系统及轻量化产品：**营收角度有望再造两个拓普。产品包括轻量化控制臂、电池包与大型车身结构件、转向节、轻量化底盘等，2018 年营收 11.7 亿元，其中包括 2017 年底收购的福多纳（2018 年底盘系统营收 7 亿左右）。轻量化方面，公司已掌握锻造、真空精密铸造、差压铸造、挤压铸造、高压压铸等多种工艺并投放产能，有望在大体积产品和客户粘性层面形成稳定优势。预计未来公司轻量化产品将进一步向主流新能源车企、车型拓展。公司中期目标底盘 50 亿元+轻量化 50 亿元/年营收体量，约为 2018 年拓普营收 2 倍。

**2) 汽车电子产品：**目前主要为已批产的 EVP，2018 年营收 1.3 亿元，以及在研的智能刹车、智能转向、电子水泵等产品，我们预计未来单车价值量超过当前 NVH 平均单车价值量，利润空间也将更高（更高毛利率）。目前 EVP 产品已更新至第三代。

**3) 传统 NVH 产品：**2018 年营收 45 亿元（减震、内饰件合计），我们判断规模和配套客户领先国内同行，未来海外仍有份额扩张空间。

### 投资建议

公司短期业绩受行业景气影响，未来三大业务有望为公司带来分步腾飞。考虑上半年行业景气度较低，公司 1 季度利润率低于预期，我们将公司 2019-2020 年净利润预测由 9.3 亿、10.5 亿下调至 7.3 亿、9.4 亿元，同比增速-3%、+28%，对应当前 PE 18 倍、14 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**行业销量低于预期、新订单开拓进展低于预期、汽车电子研发和量产进度不及预期等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,090.22	5,984.02	6,428.77	7,546.51	9,023.77
增长率(%)	29.27	17.56	7.43	17.39	19.58
EBITDA(百万元)	1,239.12	1,434.65	993.58	1,257.08	1,564.76
净利润(百万元)	738.00	753.32	730.97	936.25	1,185.93
增长率(%)	19.87	2.08	(2.97)	28.08	26.67
EPS(元/股)	1.01	1.04	1.00	1.29	1.63
市盈率(P/E)	17.74	17.38	17.91	13.98	11.04
市净率(P/B)	2.02	1.81	1.65	1.47	1.33
市销率(P/S)	2.57	2.19	2.04	1.73	1.45
EV/EBITDA	13.81	6.99	12.52	8.33	7.08

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	17.99 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	727.58
流通 A 股股本(百万股)	723.06
A 股总市值(百万元)	13,089.12
流通 A 股市值(百万元)	13,007.78
每股净资产(元)	9.92
资产负债率(%)	33.53
一年内最高/最低(元)	23.60/13.80

### 作者

**邓学** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518010001  
dengxue@tfzq.com

**张程航** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070005  
zhangchenghang@tfzq.com

### 股价走势



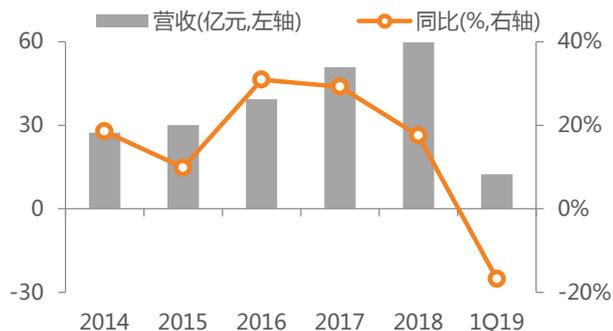
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《拓普集团-季报点评:三季报:行业压力进一步显现》2018-10-25
- 《拓普集团-半年报点评:中报:年降压力集中二季度体现 成长路径依然清晰》2018-08-24
- 《拓普集团-季报点评:一季度平稳起步 毛利率相对稳定》2018-04-24

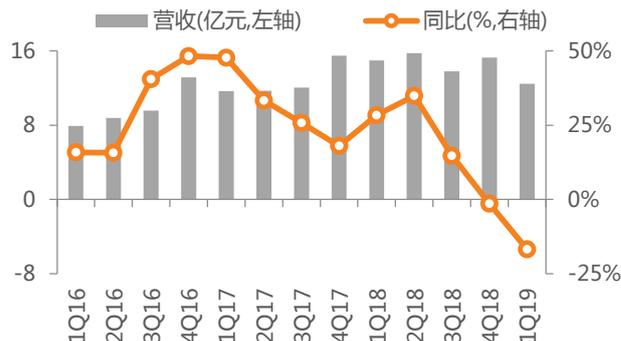


图 1: 2014-1Q19 拓普集团年度营收及增速



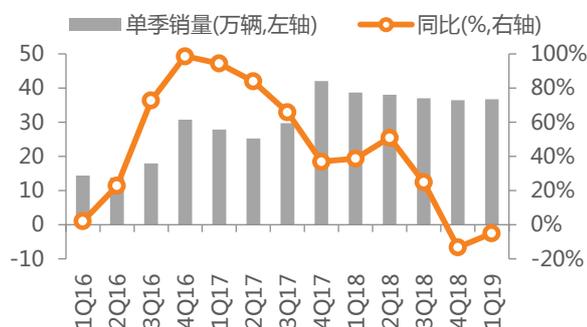
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 1Q16-1Q19 拓普集团单季营收及增速



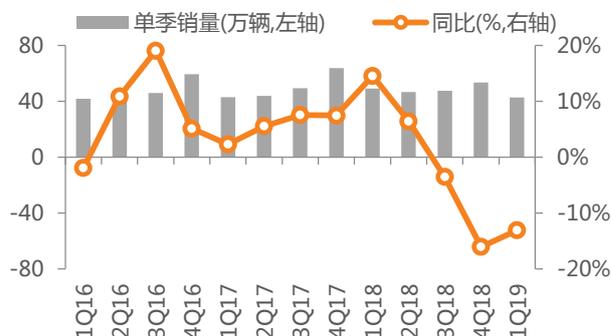
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 1Q16-1Q19 吉利汽车单季销量及增速



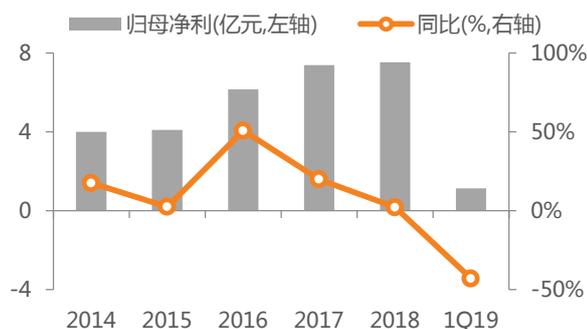
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 1Q16-1Q19 上汽通用单季销量及增速



资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

图 5: 2014-1Q19 拓普集团年度归母净利及增速



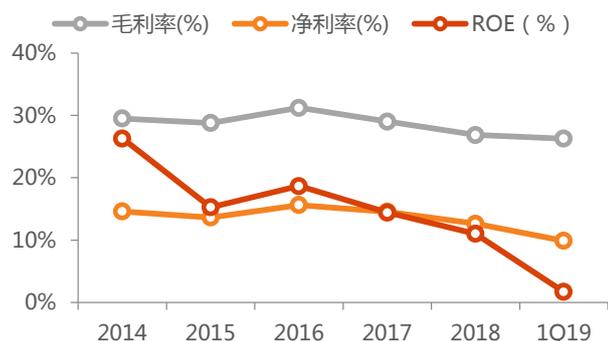
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 1Q16-1Q19 拓普集团单季归母净利及增速



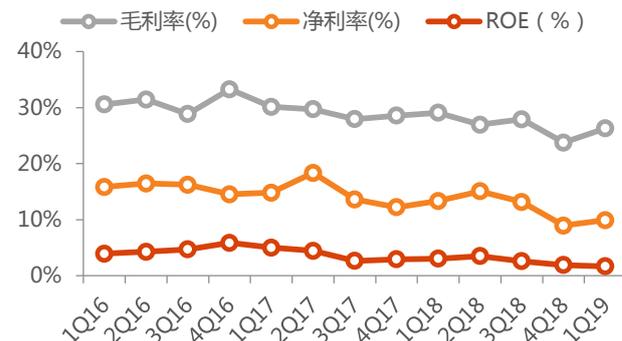
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7：2014-1Q19 拓普集团盈利能力



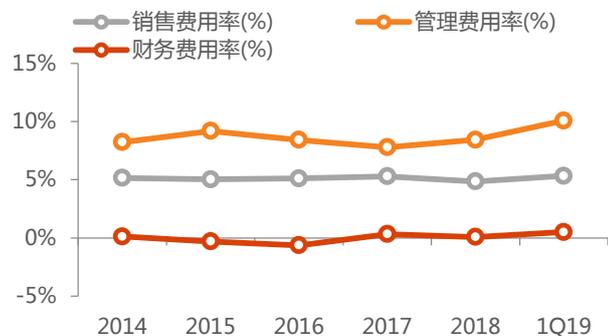
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：1Q16-1Q19 拓普集团单季盈利能力



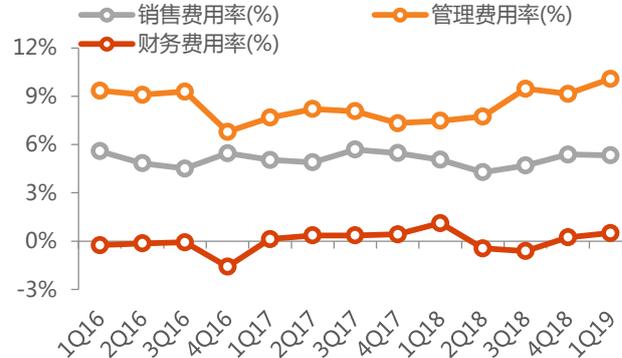
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2014-1Q19 拓普集团年度期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

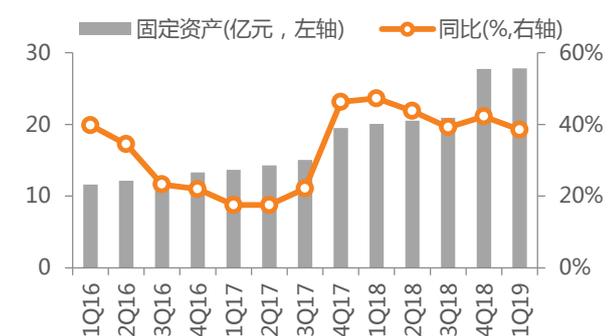
图 10：1Q16-1Q19 拓普集团单季期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

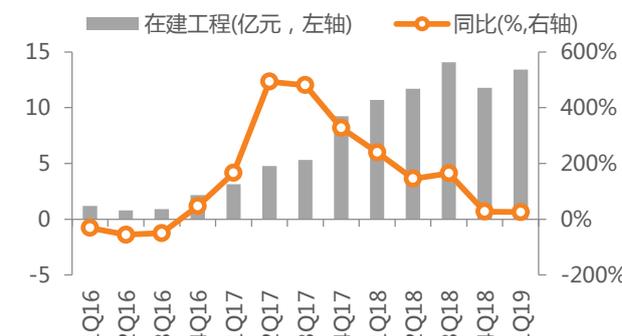
注：管理费用为管理费用+研发费用

图 11：1Q16-1Q19 拓普集团单季固定资产及增速



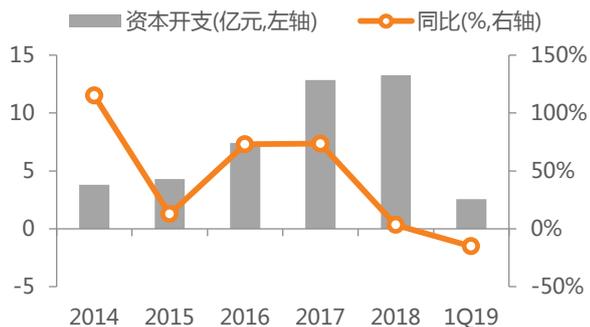
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：1Q16-1Q19 拓普集团单季在建工程及增速



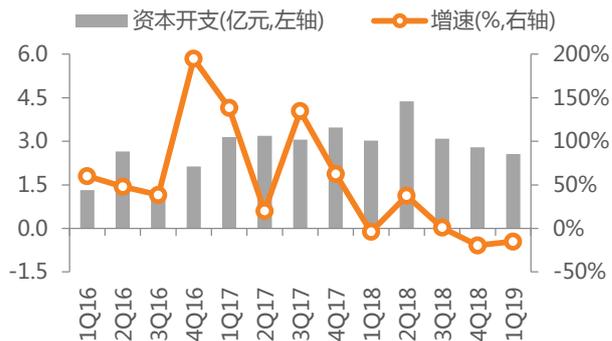
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13: 2014-1Q19 拓普集团年度资本开支及增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 1Q16-1Q19 拓普集团单季资本开支及增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 拓普集团预期 PE 变化 (倍)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 16: 拓普集团 PB 变化 (倍)



资料来源: Wind、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,473.62	1,087.17	1,170.50	3,356.87	2,245.98	营业收入	5,090.22	5,984.02	6,428.77	7,546.51	9,023.77
应收票据及应收账款	2,441.44	2,465.79	2,712.95	3,156.56	3,962.19	营业成本	3,612.67	4,375.04	4,663.12	5,388.57	6,382.40
预付账款	86.65	29.56	112.35	54.65	132.53	营业税金及附加	42.08	44.61	51.43	60.37	72.19
存货	1,239.36	1,216.19	1,462.00	1,632.81	2,032.82	营业费用	269.38	290.22	302.15	339.59	397.05
其他	1,461.84	871.89	824.64	1,055.25	946.15	管理费用	169.65	217.62	257.15	294.31	342.90
<b>流动资产合计</b>	<b>6,702.91</b>	<b>5,670.59</b>	<b>6,282.44</b>	<b>9,256.14</b>	<b>9,319.67</b>	研发费用	226.64	287.51	340.73	392.42	451.19
长期股权投资	79.74	100.71	100.71	100.71	100.71	财务费用	16.49	4.56	14.53	25.66	30.67
固定资产	1,949.36	2,772.57	3,145.74	3,336.29	3,404.26	资产减值损失	4.49	8.35	10.00	10.00	10.00
在建工程	924.26	1,178.54	743.12	493.87	326.32	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	550.82	576.19	559.05	541.92	524.78	投资净收益	43.31	100.97	50.00	40.00	30.00
其他	527.63	602.10	521.24	516.68	523.00	其他	(102.79)	(213.78)	(100.00)	(80.00)	(60.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,031.81</b>	<b>5,230.10</b>	<b>5,069.86</b>	<b>4,989.46</b>	<b>4,879.07</b>	<b>营业利润</b>	<b>808.31</b>	<b>868.91</b>	<b>839.67</b>	<b>1,075.58</b>	<b>1,367.37</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,734.71</b>	<b>10,900.69</b>	<b>11,352.31</b>	<b>14,245.61</b>	<b>14,198.74</b>	营业外收入	54.18	11.52	15.00	20.00	20.00
短期借款	809.00	390.00	400.00	500.00	300.00	营业外支出	3.04	3.22	3.00	4.00	5.00
应付票据及应付账款	2,687.87	2,613.70	2,039.59	3,828.65	3,189.19	<b>利润总额</b>	<b>859.45</b>	<b>877.21</b>	<b>851.67</b>	<b>1,091.58</b>	<b>1,382.37</b>
其他	630.19	263.03	512.09	451.75	587.12	所得税	118.96	121.89	119.23	152.82	193.53
<b>流动负债合计</b>	<b>4,127.06</b>	<b>3,266.73</b>	<b>2,951.68</b>	<b>4,780.40</b>	<b>4,076.31</b>	<b>净利润</b>	<b>740.49</b>	<b>755.32</b>	<b>732.43</b>	<b>938.76</b>	<b>1,188.84</b>
长期借款	0.00	212.90	312.90	412.90	112.90	少数股东损益	2.49	2.01	1.46	2.51	2.90
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>738.00</b>	<b>753.32</b>	<b>730.97</b>	<b>936.25</b>	<b>1,185.93</b>
其他	115.75	175.02	106.66	132.47	138.05	每股收益(元)	1.01	1.04	1.00	1.29	1.63
<b>非流动负债合计</b>	<b>115.75</b>	<b>387.92</b>	<b>419.56</b>	<b>545.37</b>	<b>250.95</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,242.80</b>	<b>3,654.65</b>	<b>3,371.24</b>	<b>5,325.78</b>	<b>4,327.26</b>						
少数股东权益	23.27	25.21	26.67	29.18	32.08	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	727.58	727.58	727.58	727.58	727.58	<b>成长能力</b>					
资本公积	3,736.85	3,736.85	3,736.85	3,736.85	3,736.85	营业收入	29.27%	17.56%	7.43%	17.39%	19.58%
留存收益	5,742.54	6,495.85	7,226.82	8,163.07	9,111.82	营业利润	15.74%	7.50%	-3.37%	28.10%	27.13%
其他	(3,738.33)	(3,739.44)	(3,736.85)	(3,736.85)	(3,736.85)	归属于母公司净利润	19.87%	2.08%	-2.97%	28.08%	26.67%
<b>股东权益合计</b>	<b>6,491.91</b>	<b>7,246.04</b>	<b>7,981.07</b>	<b>8,919.83</b>	<b>9,871.48</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>10,734.71</b>	<b>10,900.69</b>	<b>11,352.31</b>	<b>14,245.61</b>	<b>14,198.74</b>	毛利率	29.03%	26.89%	27.46%	28.60%	29.27%
						净利率	14.50%	12.59%	11.37%	12.41%	13.14%
						ROE	11.41%	10.43%	9.19%	10.53%	12.05%
						ROIC	22.98%	13.46%	11.30%	12.96%	19.17%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	39.52%	33.53%	29.70%	37.39%	30.48%
						净负债率	-10.24%	-5.92%	-5.50%	-27.13%	-18.24%
						流动比率	1.62	1.74	2.13	1.94	2.29
						速动比率	1.32	1.36	1.63	1.59	1.79
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.63	2.44	2.48	2.57	2.54
						存货周转率	4.80	4.87	4.80	4.88	4.92
						总资产周转率	0.65	0.55	0.58	0.59	0.63
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.01	1.04	1.00	1.29	1.63
						每股经营现金流	1.28	0.83	0.04	2.81	-0.46
						每股净资产	8.89	9.92	10.93	12.22	13.52
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	17.74	17.38	17.91	13.98	11.04
						市净率	2.02	1.81	1.65	1.47	1.33
						EV/EBITDA	13.81	6.99	12.52	8.33	7.08
						EV/EBIT	16.53	8.73	14.57	9.51	7.93

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com

