

公司研究/中报点评

2019年08月22日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.53
合理价格区间(元): 11.27~11.76

林志轩 执业证书编号: S0570519060005
研究员 021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

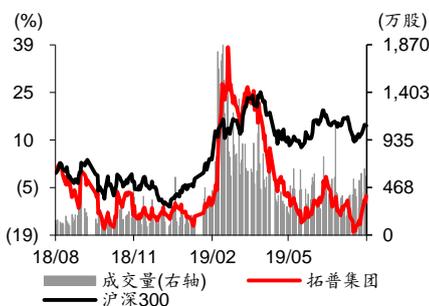
刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

陈燕平 执业证书编号: S0570518080002
研究员 021-38476102
chenyanping@htsc.com

相关研究

- 1 《拓普集团(601689,买入): 汽车需求下滑, Q2 业绩低于预期》2019.07
- 2 《拓普集团(601689,买入): Q1 利润下滑, 新兴业务空间广阔》2019.04
- 3 《拓普集团(601689,买入): 开拓轻量化底盘, 受益电动化潮流》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

需求不振, 折旧增加, 业绩下滑

拓普集团(601689)

客户产量下滑, 折旧费用增加, 业绩符合预期

8月21日, 公司发布中报, 上半年公司实现收入 24.38 亿元, 同比-20.7%, 归母净利润 2.11 亿, 同比-51.76%; Q2 公司实现收入 11.93 亿元, 同比-24.4%, 归母净利润 0.97 亿, 同比-59.07%, 扣非后归母 0.91 亿元, 同比-55%。我们认为公司业绩下滑的主要原因是下游客户销量下滑、折旧费用增加以及降价压力加大。公司是国内 NVH 行业龙头, 有望充分受益电动化潮流。公司电子真空泵已经开发至第三代, 国产替代空间大。虽短期受困于客户销量下滑, 但我们依旧看好公司长期发展。预计公司 19-21 年有望实现 EPS0.49、0.55、0.61 元, 维持“买入”评级。

折旧增加, 需求不振, 毛利率下滑, 管理费用提升

Q2, 公司毛利率 25.8%, 同比-1.2pct, 底盘业务和智能刹车系统业务毛利率下滑较多; 销售费用率 4.9%, 同比+0.6pct; 管理费用率 11.2%, 同比+3.5pct, 主要是厂房折旧费用增加, 18 年 Q4 公司在建工程转固 7.4 亿元; 产生研发费用 0.79 亿元, 公司持续在轻量化底盘等新兴领域投入研发; 实现财务费用-4.93 亿, 主要原因是公司存款利息增加。经营性现金净流入 4.73 亿元, 同比+144%, 主因应付票据到期支付较少, 同时税金支付减少。

主要客户产量大幅下滑, 折旧费用上升, 全年业绩承压

上半年, 公司主要客户吉利、上汽通用、上汽自主、长安福特产量分别同比-15%、-14%、-23%、-70%, 下游客户产量大幅下滑导致公司产能利用率不足, 同时收入出现大幅下滑。由于主机厂销量不景气, 控制成本压力加大, 公司降价压力较大, 导致收入和毛利率下滑。我们预计若下半年主要客户销量环比改善, 公司业绩有望好于上半年。公司锻铝控制臂等轻量化底盘产品已经供应吉利、比亚迪、特斯拉等客户。展望明年, 公司业绩有望受益于特斯拉国产化、行业销量改善等因素持续改善。

把握轻量化发展浪潮, 维持“买入”评级

我们认为公司是国内 NVH 行业龙头, 跟随优质客户稳健成长; 积极布局轻量化底盘业务, 已经供货特斯拉、比亚迪等, 有望充分受益电动化; 公司开发电子真空泵产品国产替代进行中。考虑到 19 年客户销量下滑较多, 下半年业绩改善空间或有限, 我们预计公司 19-21 年归母净利润为 5.22、5.82、6.47 亿元 (下调 10.2%、8.8%、9%), 对应 EPS 为 0.49、0.55、0.61 元, 可比公司 19 年平均估值 17 倍 PE, 考虑到公司短期业绩受困于客户销量下滑, 但未来前景广阔, 给予公司 19 年 23~24 倍 PE 估值, 调整目标价至 11.27~11.76 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 新兴业务研发不达预期, 海外业务受中美贸易摩擦影响, 行业景气度下降。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,055
流通 A 股 (百万股)	1,048
52 周内股价区间 (元)	9.28-23.32
总市值 (百万元)	11,109
总资产 (百万元)	10,841
每股净资产 (元)	6.76

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,090	5,984	5,285	6,314	7,730
+/-%	29.27	17.56	(11.68)	19.48	22.41
归属母公司净利润 (百万元)	738.00	753.32	521.84	581.99	647.20
+/-%	19.87	2.08	(30.73)	11.53	11.20
EPS (元, 最新摊薄)	0.70	0.71	0.49	0.55	0.61
PE (倍)	14.91	14.61	21.09	18.91	17.00

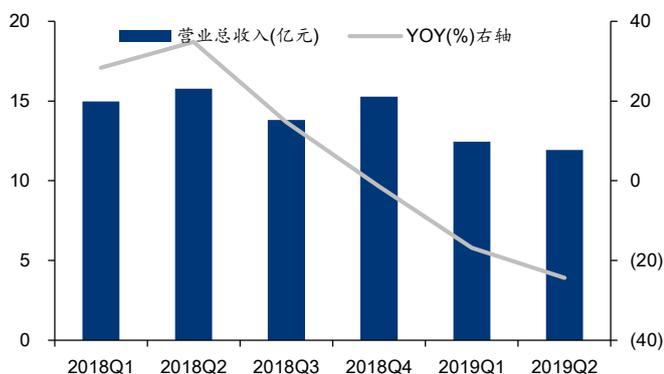
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 拓普集团各季度财务指标情况

项目	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入 (亿元)	14.97	15.78	13.81	15.28	12.46	11.93
营业收入 YoY (%)	28.36	34.85	14.74	-1.43	-16.81	-24.40
归母净利 (亿元)	1.99	2.37	1.80	1.36	1.13	0.97
归母净利 YoY (%)	15.52	10.71	9.93	-27.14	-43.39	-59.07
扣非后归母净利 (亿元)	1.89	2.02	1.68	1.19	1.08	0.91
ROE (%)	3.04	3.50	2.58	1.90	1.56	1.34
扣非后 ROE (%)	2.88	2.97	2.40	1.66	1.48	1.25
销售净利率 (%)	13.32	15.06	13.15	8.94	9.06	8.20
经营活动现金净流量 (亿元)	0.85	1.94	0.98	2.27	0.75	4.73
投资活动现金净流量 (亿元)	-3.64	-2.91	-1.46	-0.94	1.12	7.06
筹资活动现金净流量 (亿元)	-1.85	1.58	-5.05	2.83	0.01	1.03

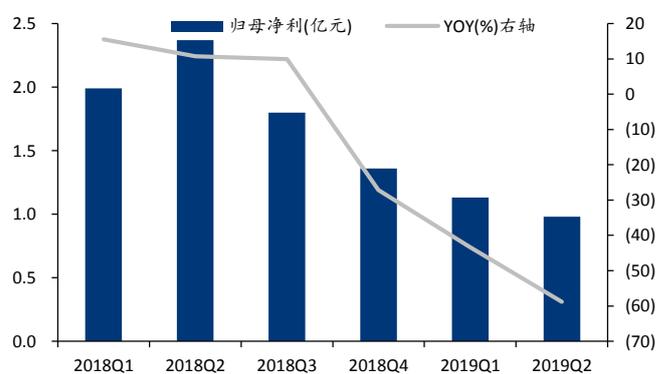
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 拓普集团分季度收入情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 拓普集团分季度归母净利润情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

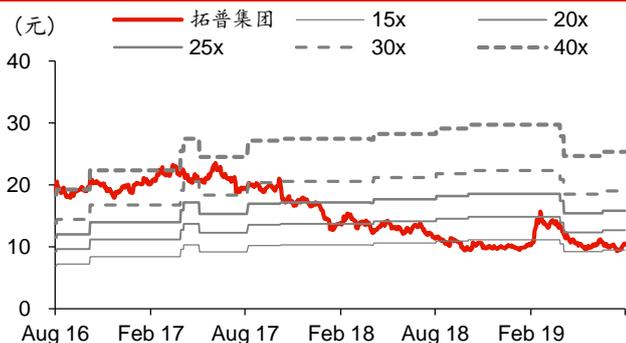
图表4: 可比公司估值 (截至 20190821)

证券代码	公司	收盘价	EPS (元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000887.SZ	中鼎股份	9.00	0.95	1.09	1.25	9.50	8.24	7.20
002085.SZ	万丰奥威	7.00	0.46	0.50	0.55	15.22	13.91	12.74
600699.SH	均胜电子	14.59	1.06	1.27	1.55	13.79	11.47	9.42
603788.SH	宁波高发	13.00	1.14	1.31	1.32	11.38	9.91	9.82
002920.SZ	德赛西威	24.60	0.66	0.84	1.02	37.19	29.29	24.14
	平均					17.42	14.56	12.67

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (盈利预测均来自万得一致预期)

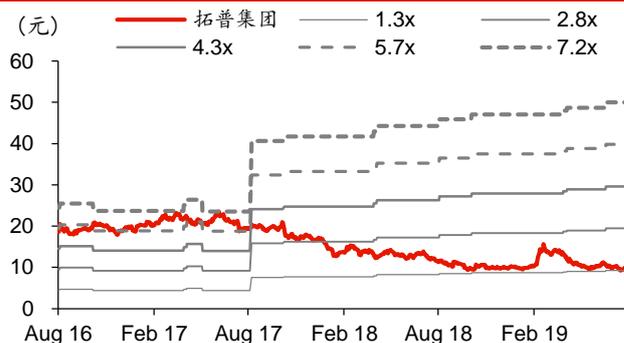
PE/PB - Bands

图表5: 拓普集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 拓普集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,703	5,671	4,775	5,219	6,516
现金	1,474	1,087	700.00	400.00	300.00
应收账款	1,317	1,251	1,398	1,547	2,062
其他应收账款	46.42	30.19	30.66	36.63	44.85
预付账款	86.65	29.56	91.17	132.96	170.36
存货	1,239	1,216	1,245	1,493	1,833
其他流动资产	2,540	2,057	1,311	1,609	2,106
非流动资产	4,032	5,230	6,971	7,645	8,178
长期投资	79.74	100.71	80.00	81.00	82.00
固定投资	1,949	2,773	4,230	5,222	5,913
无形资产	550.82	576.19	658.37	703.95	767.77
其他非流动资产	1,452	1,781	2,003	1,638	1,415
资产总计	10,735	10,901	11,747	12,864	14,695
流动负债	4,127	3,267	3,975	4,489	5,669
短期借款	809.00	390.00	901.59	874.64	1,292
应付账款	2,688	2,614	1,665	1,994	2,467
其他流动负债	630.19	263.03	1,408	1,620	1,910
非流动负债	115.75	387.92	303.84	324.41	327.76
长期借款	0.00	212.90	212.90	212.90	212.90
其他非流动负债	115.75	175.02	90.94	111.51	114.86
负债合计	4,243	3,655	4,279	4,813	5,997
少数股东权益	23.27	25.21	25.21	25.21	25.77
股本	727.58	727.58	1,055	1,055	1,055
资本公积	3,737	3,737	3,409	3,409	3,409
留存公积	2,006	2,759	2,978	3,560	4,208
归属母公司股东权益	6,469	7,221	7,443	8,025	8,672
负债和股东权益	10,735	10,901	11,747	12,864	14,695

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	929.01	605.33	1,672	979.18	773.60
净利润	740.49	755.32	521.84	581.99	647.76
折旧摊销	221.28	309.36	425.83	607.42	763.45
财务费用	16.49	4.56	32.94	68.07	89.65
投资损失	(43.31)	(100.97)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	29.89	(390.89)	759.13	(203.03)	(659.54)
其他经营现金	(35.83)	27.94	32.26	24.74	32.27
投资活动现金	(2,919)	(894.63)	(2,185)	(1,185)	(1,202)
资本支出	1,287	1,328	2,200	1,200	1,200
长期投资	(1,294)	689.30	(33.35)	1.00	1.00
其他投资现金	(2,926)	1,123	(18.42)	16.18	(1.12)
筹资活动现金	2,944	(249.78)	125.91	(94.36)	328.52
短期借款	609.00	(419.00)	511.59	(26.95)	417.37
长期借款	0.00	212.90	0.00	0.00	0.00
普通股增加	78.48	0.00	327.41	0.00	0.00
资本公积增加	2,282	0.00	(327.41)	0.00	0.00
其他筹资现金	(25.16)	(43.68)	(385.68)	(67.41)	(88.85)
现金净增加额	956.84	(526.75)	(387.17)	(300.00)	(100.00)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,090	5,984	5,285	6,314	7,730
营业成本	3,613	4,375	3,964	4,748	5,874
营业税金及附加	42.08	44.61	39.64	47.36	57.97
营业费用	269.38	290.22	251.04	299.93	367.15
管理费用	169.64	217.62	491.51	574.61	687.93
财务费用	16.49	4.56	32.94	68.07	89.65
资产减值损失	4.49	8.35	8.35	8.35	8.35
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	43.31	100.97	100.00	100.00	100.00
营业利润	808.31	868.91	597.79	667.65	744.04
营业外收入	54.18	11.52	11.52	11.52	11.52
营业外支出	3.04	3.22	3.22	3.22	3.22
利润总额	859.45	877.21	606.09	675.95	752.34
所得税	118.96	121.89	84.25	93.96	104.58
净利润	740.49	755.32	521.84	581.99	647.76
少数股东损益	2.49	2.01	0.00	0.00	0.56
归属母公司净利润	738.00	753.32	521.84	581.99	647.20
EBITDA	1,046	1,183	1,057	1,343	1,597
EPS (元, 基本)	1.01	1.04	0.49	0.55	0.61

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	29.27	17.56	(11.68)	19.48	22.41
营业利润	15.73	7.50	(31.20)	11.69	11.44
归属母公司净利润	19.87	2.08	(30.73)	11.53	11.20
获利能力 (%)					
毛利率	29.03	26.89	25.00	24.80	24.00
净利率	14.50	12.59	9.87	9.22	8.37
ROE	11.41	10.43	7.01	7.25	7.46
ROIC	12.46	11.27	6.97	7.33	7.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	39.52	33.53	36.42	37.42	40.81
净负债比率 (%)	19.07	18.00	26.05	22.59	25.09
流动比率	1.62	1.74	1.20	1.16	1.15
速动比率	1.32	1.36	0.88	0.83	0.82
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.55	0.47	0.51	0.56
应收账款周转率	3.91	4.41	3.77	4.05	4.05
应付账款周转率	1.93	1.65	1.85	2.60	2.63
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.71	0.49	0.55	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	0.57	1.58	0.93	0.73
每股净资产(最新摊薄)	6.13	6.84	7.06	7.61	8.22
估值比率					
PE (倍)	14.91	14.61	21.09	18.91	17.00
PB (倍)	1.70	1.52	1.48	1.37	1.27
EV_EBITDA (倍)	9.85	8.71	9.75	7.67	6.45

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com