

拓普集团 (601689) 2019年三季度报点评

3Q19 营收与净利降幅收窄，利润率环比改善

事项:

❖ 公司发布三季度报，2019年前三季度营收累计38亿元，同比-15.5%，归母净利润累计3.4亿元，同比-45%。

评论:

❖ **估计中小客户推动三季度营收降幅收窄。**公司3Q19单季营收13.3亿元，同比-3.9%、环比+11.3%，同比增速较2Q19的-24%明显收窄。公司大客户吉利6-8月销量分别为28万辆、同比-24%、环比-11%，同比降幅较前值-14%扩大；上汽通用39万辆、同比-11%、环比-7%，同比降幅较前值-15%略有改善。由此可以判断公司三季度营收可能受到了二三线客户如上汽自主、广汽自主、上通五菱等销量降幅收窄的拉动。

❖ **净利率同比依然下滑，但环比改善。**公司3Q19单季净利为1.3亿元，同比-28%、环比+34%，同比增速较2Q19的-59%收窄。净利率9.9%，同比-3.3PP、环比+1.7PP。净利率同比下滑主要由毛利率(26.4%)同比-1.5PP、研发费用率(6.3%)同比+0.8PP带来；环比看毛利率提升0.6PP、费用率下降0.9PP进而带来改善。公司3Q19固定资产周转率为0.38与2Q19的0.38持平，但低于3Q18的0.67，4Q18以来新产能投放给公司带来新增折旧压力，但3Q19末公司固定资产与2Q19末基本持平，压力不再上升。

❖ **品类扩张成长路径不变，2020年核心看吉利、通用销量修复以及底盘产品新订单。**公司持续保持占营收5%以上的研发费用支出，目前已成为国内为数不多能与国际主流车企同步研发的零部件供应商，逐步形成三大业务条线：

1) 传统 NVH: 2018年营收45亿元(减震、内饰件合计)，未来增长空间来自于国内外的份额提升。

2) 底盘系统及轻量化产品: 2018年营收11.7亿元，公司工艺类别齐全，产品种类不断丰富，未来有望在大体积产品和客户粘性层面形成稳定优势，并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。

3) 汽车电子: 2018年营收1.3亿元，目前主要为EVP，以及在研的智能刹车、智能转向、电子水泵等产品，预计未来汽车电子产品单车价值量有望超过当前NVH平均单车价值量，利润空间料将更高(更高毛利率)。

❖ **投资建议:** 考虑2H19汽车行业产销低于预期，我们将公司19-21年净利预期由5.5亿、8.1亿、9.9亿元下调至4.8亿、6.7亿、8.9亿元，同比-36%、+40%、+32%，对应当前PE 28倍、20倍、15倍。公司过去4年PE估值中枢在30倍，过去2年在21倍，考虑行业销量有望修复、特斯拉国产化进展快于预期，给予公司2020年目标PE 25倍，对应目标价16.0元(此前为11.6元)，对应19-21年PE为35倍、25倍、19倍，维持“推荐”评级。

❖ **风险提示:** 行业销量低于预期、新订拓展低于预期、汽车电子进度低于预期等。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	5,984	5,320	6,189	7,432
同比增速(%)	17.6%	-11.1%	16.3%	20.1%
归母净利润(百万)	753	480	674	889
同比增速(%)	2.1%	-36.3%	40.4%	31.8%
每股盈利(元)	0.71	0.46	0.64	0.84
市盈率(倍)	12.2	27.8	19.8	15.0
市净率(倍)	1.3	1.8	1.7	1.5

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2019年10月30日收盘价

推荐 (维持)

目标价: 16.0元

当前价: 12.66元

华创证券研究所

证券分析师: 张程航

电话: 021-20572543

邮箱: zhangchenghang@hcyjs.com

执业编号: S0360519070003

公司基本数据

总股本(万股)	105,499
已上市流通股(万股)	104,843
总市值(亿元)	133.56
流通市值(亿元)	132.73
资产负债率(%)	32.1
每股净资产(元)	6.9
12个月内最高/最低价	15.86/9.07

市场表现对比图(近12个月)

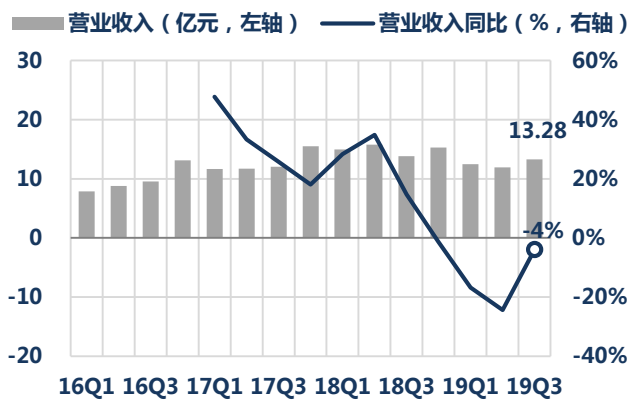


相关研究报告

《拓普集团(601689)2019年中报点评: 短期业绩承压, 成长路径不变》

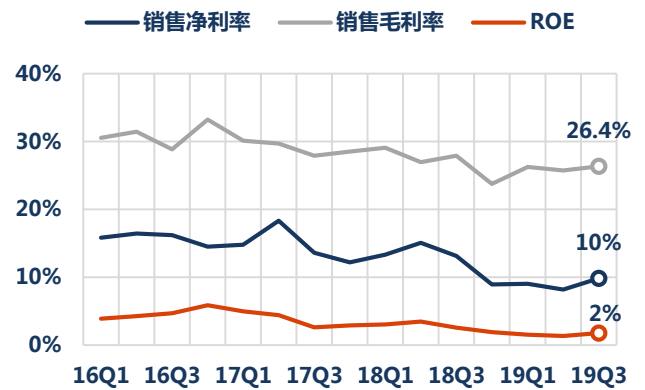
2019-08-22

图表 1: 公司季度营收及增速 (亿元, %)



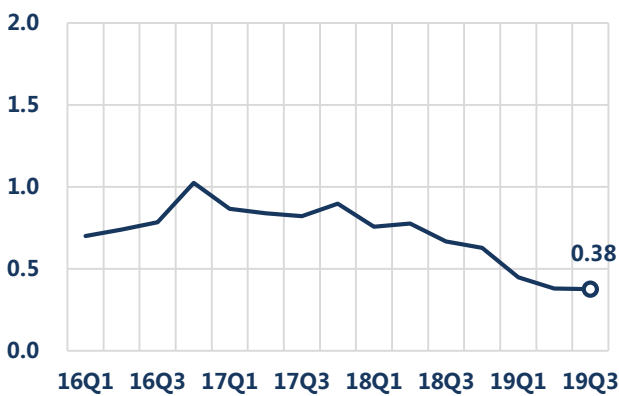
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 2: 公司季度盈利指标 (%)



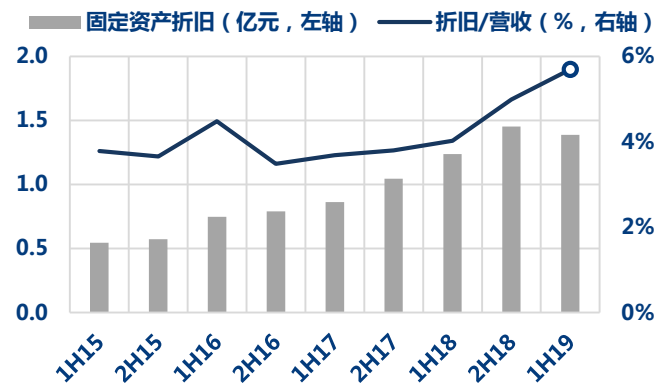
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 3: 公司固定资产周转率 (%)



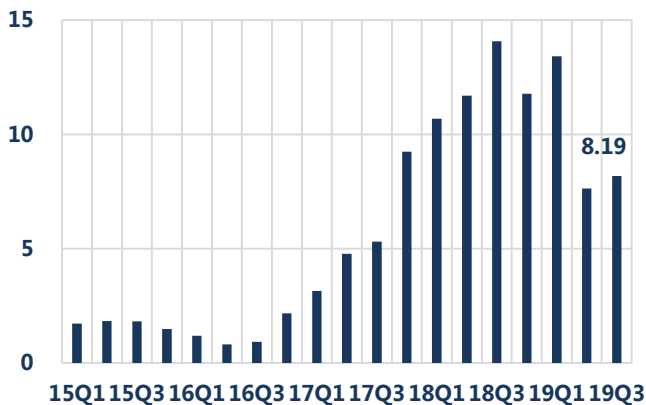
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 4: 公司固定资产折旧及折旧/营收占比 (亿元, %)



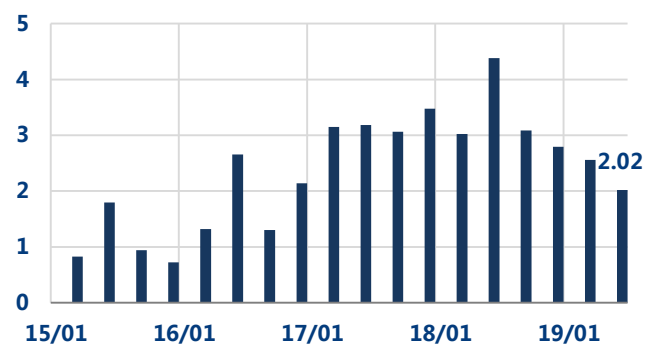
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 5: 公司在建工程情况 (亿元)



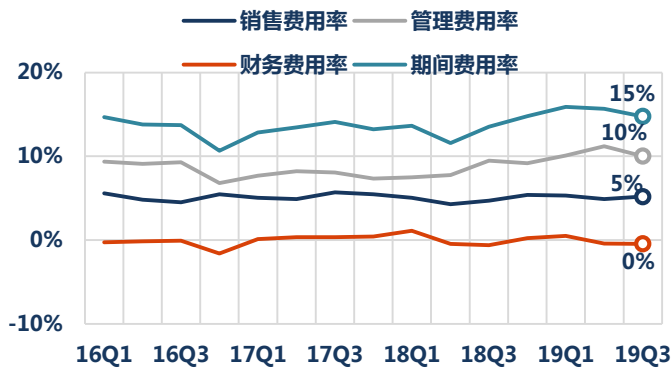
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 6: 公司资本开支情况 (亿元)



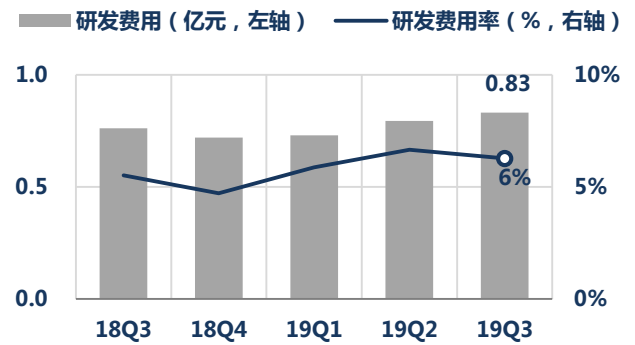
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 7: 公司单季期间费用率 (%)



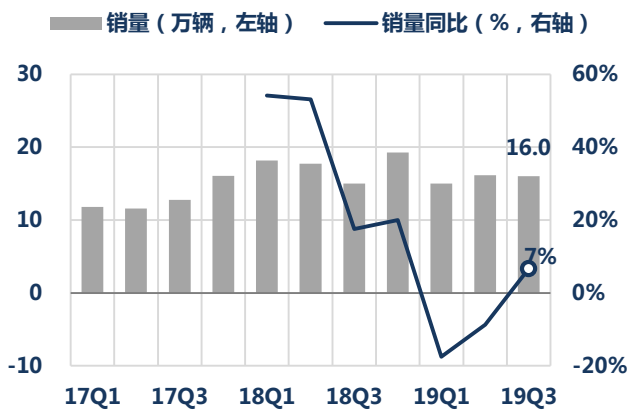
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 8: 公司单季研发费用及费用率 (亿元, %)



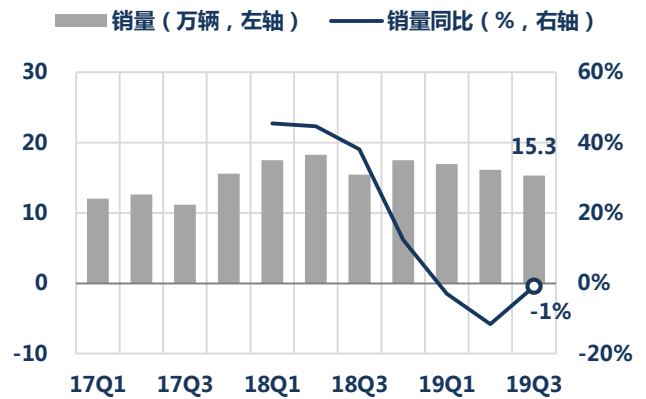
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 9: 上汽自主销量及增速



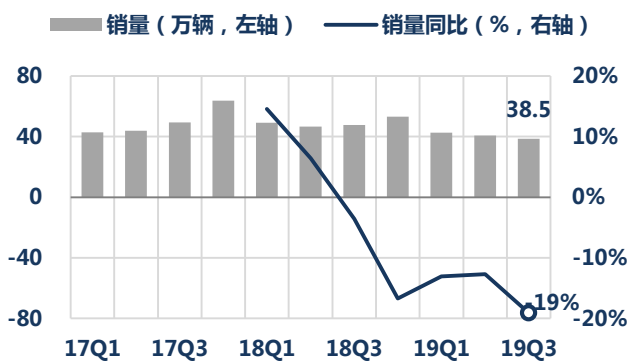
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 10: 上汽自主单季销量及增速 (按 12-2、3-5、6-8、9-11 月为当季)



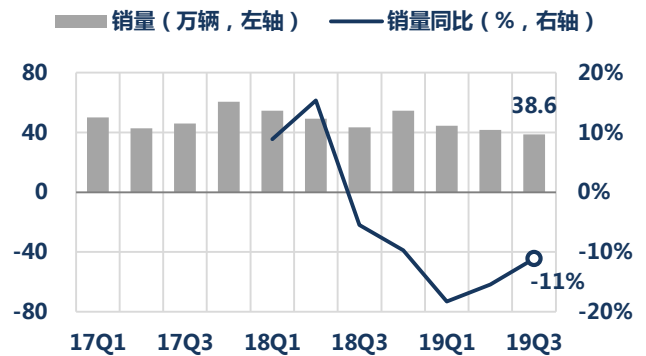
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 11: 上汽通用销量及增速



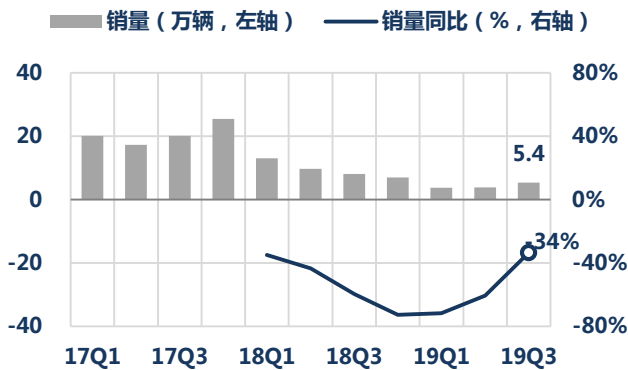
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 12: 上汽通用单季销量及增速 (按 12-2、3-5、6-8、9-11 月为当季)



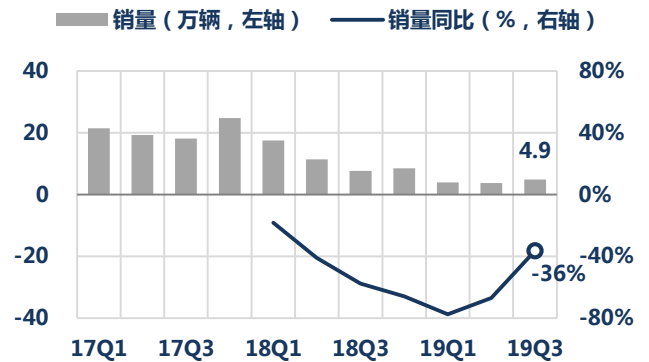
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 13: 长安福特销量及增速



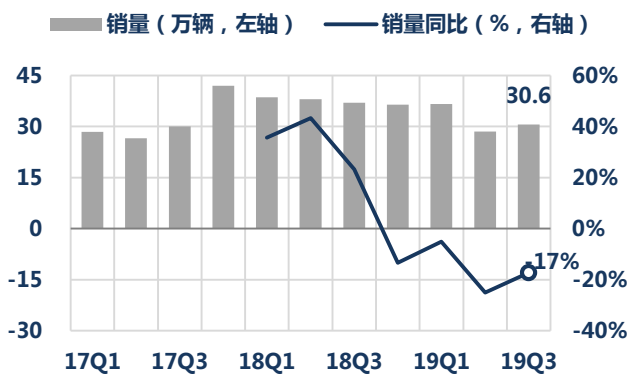
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 14: 长安福特单季销量及增速 (按 12-2、3-5、6-8、9-11 月为当季)



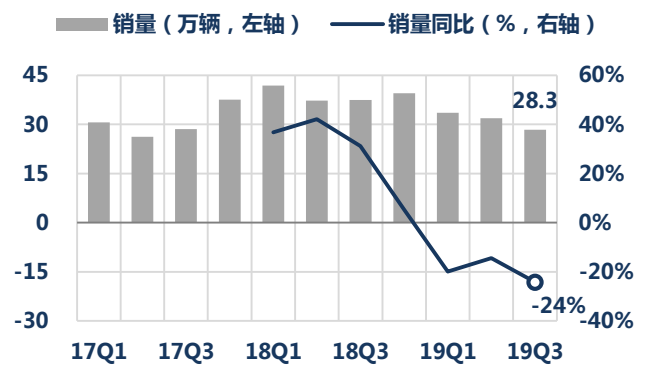
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 15: 吉利汽车销量及增速



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 16: 吉利汽车单季销量及增速 (按 12-2、3-5、6-8、9-11 月为当季)



资料来源: 公司公告、华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,087	1,322	1,683	2,576
应收票据	1,215	1,117	1,269	1,486
应收账款	1,251	1,040	1,228	1,439
预付账款	30	27	30	36
存货	1,216	1,092	1,244	1,478
其他流动资产	872	781	906	1,088
流动资产合计	5,671	5,379	6,360	8,103
其他长期投资	13	4	6	7
长期股权投资	101	101	101	101
固定资产	2,773	3,667	3,907	3,760
在建工程	1,179	679	679	679
无形资产	576	549	524	500
其他非流动资产	588	561	563	556
非流动资产合计	5,230	5,561	5,780	5,603
资产合计	10,901	10,940	12,140	13,706
短期借款	390	424	530	612
应付票据	1,298	1,166	1,328	1,578
应付账款	1,315	1,257	1,432	1,701
预收款项	31	28	32	39
其他应付款	38	113	140	173
一年内到期的非流动负债	55	55	55	55
其他流动负债	140	147	172	200
流动负债合计	3,267	3,190	3,689	4,358
长期借款	213.00	213.00	213.00	213.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	175	107	132	138
非流动负债合计	388	320	345	351
负债合计	3,655	3,510	4,034	4,709
归属母公司所有者权益	7,221	7,404	8,078	8,966
少数股东权益	25	26	28	31
所有者权益合计	7,246	7,430	8,106	8,997
负债和股东权益	10,901	10,940	12,140	13,706

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	759	1,216	868	1,041
现金收益	1,069	914	1,189	1,391
存货影响	23	124	-152	-234
经营性应收影响	24	302	-353	-445
经营性应付影响	-426	-120	370	559
其他影响	69	-4	-185	-230
投资活动现金流	-895	-794	-703	-304
资本支出	-1,412	-796	-709	-309
股权投资	26	0	0	0
其他长期资产变化	491	2	6	5
融资活动现金流	-250	-187	196	156
借款增加	-151	34	106	82
股利及利息支付	-26	-28	-203	0
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-73	-193	293	74

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,984	5,320	6,189	7,432
营业成本	4,375	3,928	4,476	5,317
税金及附加	45	40	46	55
销售费用	290	266	291	334
管理费用	218	239	260	297
财务费用	5	4	19	20
资产减值损失	8	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	101	50	40	30
其他收益	13	0	0	0
营业利润	869	547	769	1,019
营业外收入	11	15	20	20
营业外支出	3	3	4	5
利润总额	877	559	785	1,034
所得税	122	78	109	143
净利润	755	481	676	891
少数股东损益	2	1	2	2
归属母公司净利润	753	480	674	889
NOPLAT	759	485	692	908
EPS(摊薄) (元)	0.71	0.46	0.64	0.84

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	17.6%	-11.1%	16.3%	20.1%
EBIT 增长率	0.7%	-36.1%	42.6%	31.2%
归母净利润增长率	2.1%	-36.3%	40.4%	31.8%
获利能力				
毛利率	26.9%	26.2%	27.7%	28.5%
净利率	12.6%	9.0%	10.9%	12.0%
ROE	10.4%	6.5%	8.3%	9.9%
ROIC	11.5%	7.0%	9.1%	10.7%
偿债能力				
资产负债率	33.5%	32.1%	33.2%	34.4%
债务权益比	11.5%	10.7%	11.5%	11.3%
流动比率	173.6%	168.6%	172.4%	185.9%
速动比率	136.4%	134.4%	138.7%	152.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	77	78	66	65
应付账款周转天数	119	118	108	106
存货周转天数	101	106	94	92
每股指标(元)				
每股收益	0.71	0.46	0.64	0.84
每股经营现金流	0.72	1.15	0.82	0.99
每股净资产	6.84	7.02	7.66	8.50
估值比率				
P/E	12.2	27.8	19.8	15.0
P/B	1.3	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	16	19	14	12

汽车组团队介绍

组长、高级分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	机构业务中心总经理助理	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	机构业务中心副总经理	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500