

拓普集团 (601689.SH) 汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 29.56元

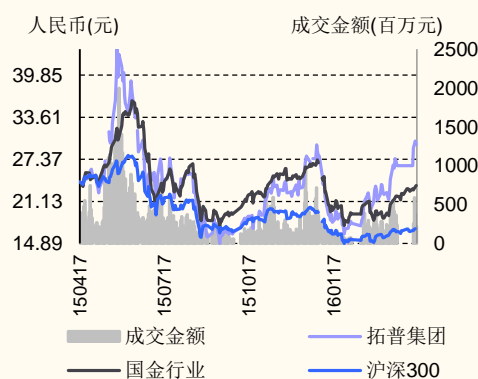
业绩基本符合预期 未来看智能汽车布局

—拓普集团(601689) 2015 年报点评

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	170.70
总市值(百万元)	19,187.40
年内股价最高最低(元)	43.70/14.89
沪深 300 指数	3275.83
上证指数	3082.36



1. 《智能汽车核心标的 精准卡位执行层-拓普集团(601689)定...》,

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.653	0.767	0.629	0.792	1.040
每股净资产(元)	2.76	2.84	3.62	4.61	5.91
每股经营性现金流(元)	0.63	0.88	0.79	0.98	1.11
市盈率(倍)	N/A	N/A	44.25	37.32	28.42
行业优化市盈率(倍)	13.42	21.74	38.41	32.31	32.31
净利润增长率(%)	39.49%	17.53%	2.39%	25.86%	31.29%
净资产收益率(%)	23.63%	27.04%	21.69%	21.44%	21.97%
总股本(百万股)	520.00	520.00	649.10	649.10	649.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件概述

■ 公司发布 2015 年度报告: 实现营收 30.1 亿元, 同比增长 9.9%; 归属于上市公司股东的净利润 4.1 亿元, 同比增长 2.4%; 扣非后净利润 3.8 亿元, 同比增长 0.9%; EPS 0.66 元, 基本符合预期。2015 年公司净利润分配方案为: 每 10 股派息 6.16 元。

分析与判断

- **业绩基本符合预期, 悬架系统与智能刹车系统表现亮眼。**报告期内, 公司营收同比增长 9.9% 至 30.1 亿元, 净利润同比增长 2.4% 至 4.1 亿元; 2015Q4 单季度营收 8.9 亿元, 环比增长 30.0%, 净利润 1.2 亿元, 环比增长 43.3% (2015Q4 业绩表现较好主要由于小排量乘用车购置税减半政策带来行业增速好转)。公司业绩增速高于行业整体表现, 原因在于: 1) 智能刹车系统业绩实现大幅增长, 累计销售电子真空泵 17 万套, 营收同比增长 133.9% 至 0.56 亿元; 2) 锻铝控制臂业绩增长可观, 累计销售 22 万套, 营收同比增长 39.1% 至 1.9 亿元。
- **毛利率维持稳定高位, 未来随着高毛利率产品量产, 毛利率还有较大提升空间。**报告期内, 公司毛利率 28.9%, 同比下降 0.42 个百分点, 主要原因在于 2015 年汽车市场下游需求疲软, 汽车销量增速放缓, 全行业利润率均受到影响。公司未来毛利率的提升空间还很大, 原因在于: 1) 电子真空泵技术门槛高, 毛利率高达 46%, 智能刹车系统 (IBS) 的毛利率要更高, 未来电子真空泵与 IBS 的逐步放量将带动毛利率提升; 2) 铝合金悬架不断放量, 规模效应形成, 毛利率稳中有升, 2015 年该产品毛利率已提升 3.3 个百分点至 23%, 未来仍有提升空间。
- **定增助公司精准卡位智能汽车执行层, 牢牢把握智能化与电动化趋势。**公司拟定增 28 亿元, 全部用于 IBS (150 万套/22 亿元) 与电子真空泵 (260 万套/6 亿元) 项目。IBS 是智能驾驶执行层的关键模块, 募投项目完全投产将贡献 30 亿元收入与 6.3 亿元净利润; 电子真空泵顺应电动化和节能减排趋势, 募投项目完全投产将贡献 10 亿元收入与 1.5 亿元净利润。

投资建议

- **NVH 龙头, 转型争做智能汽车执行端巨头。**公司是 NVH (减震降噪) 龙头, 绑定大客户通用全球与吉利共增长, 转型争做智能汽车执行端巨头, 精准卡位智能汽车执行层面, 未来空间巨大。不考虑外延与此次定增, 预估 16-17 年 EPS 分别为 0.79、1.04 元, 对应 PE 37、28 倍, 维持买入评级。

风险: 汽车行业持续低迷; 公司新兴业务进展不及预期。

崔琰

分析师 SAC 执业编号: S1130516020002
(8621)60230251
cuiyan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
主营业务收入	1,875	2,309	2,737	3,007	3,619	4,745
增长率		23.1%	18.5%	9.9%	20.4%	31.1%
主营业务成本	-1,322	-1,594	-1,929	-2,139	-2,585	-3,387
%销售收入	70.5%	69.0%	70.5%	71.1%	71.4%	71.4%
毛利	553	715	808	868	1,034	1,358
%销售收入	29.5%	31.0%	29.5%	28.9%	28.6%	28.6%
营业税金及附加	-11	-15	-13	-15	-18	-23
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-113	-125	-141	-150	-172	-228
%销售收入	6.0%	5.4%	5.1%	5.0%	4.8%	4.8%
管理费用	-164	-180	-225	-254	-282	-371
%销售收入	8.7%	7.8%	8.2%	8.5%	7.8%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	266	395	428	449	561	736
%销售收入	14.2%	17.1%	15.6%	14.9%	15.5%	15.5%
财务费用	-10	-13	-3	-7	4	12
%销售收入	0.5%	0.6%	0.1%	0.2%	-0.1%	-0.3%
资产减值损失	-2	-19	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	16	17	20	21	22
%税前利润	4.3%	3.9%	3.7%	4.2%	3.5%	2.8%
营业利润	265	378	438	462	586	770
营业利润率	14.2%	16.4%	16.0%	15.4%	16.2%	16.2%
营业外收支	17	17	27	14	11	14
税前利润	282	395	464	476	597	784
利润率	15.1%	17.1%	17.0%	15.8%	16.5%	16.5%
所得税	-39	-54	-65	-66	-82	-108
所得税率	13.7%	13.6%	13.9%	13.9%	13.7%	13.8%
净利润	243	341	400	410	515	676
少数股东损益	0	2	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	243	339	399	409	514	675
净利率	13.0%	14.7%	14.6%	13.6%	14.2%	14.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
净利润	243	341	400	410	515	676
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	86	107	105	122	139	157
非经营收益	-7	-9	-13	-24	-30	-36
营运资金变动	-28	-111	-33	-96	-117	-221
经营活动现金净流	294	328	459	411	507	577
资本开支	-82	-176	-380	-174	-220	-236
投资	-31	-4	-14	0	0	0
其他	13	8	9	20	21	22
投资活动现金净流	-100	-172	-385	-154	-199	-214
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-150	-110	255	-217	-38	0
其他	-38	-32	-381	-10	-1	0
筹资活动现金净流	-188	-142	-126	-226	-40	0
现金净流量	6	14	-52	31	269	363

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
货币资金	112	124	95	126	395	758
应收款项	392	556	604	687	857	1,163
存货	393	452	530	589	722	946
其他流动资产	46	46	63	33	41	51
流动资产	943	1,179	1,292	1,435	2,016	2,918
%总资产	53.2%	55.6%	50.9%	52.3%	59.0%	66.1%
长期投资	33	49	60	60	60	60
固定资产	668	741	972	1,084	1,168	1,253
%总资产	37.7%	35.0%	38.3%	39.5%	34.2%	28.4%
无形资产	119	118	138	142	149	156
非流动资产	828	941	1,245	1,311	1,401	1,494
%总资产	46.8%	44.4%	49.1%	47.7%	41.0%	33.9%
资产总计	1,771	2,120	2,537	2,746	3,417	4,412
短期借款	110	0	255	38	0	0
应付款项	461	571	710	720	892	1,188
其他流动负债	80	87	72	78	100	123
流动负债	651	658	1,037	836	992	1,311
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	651	658	1,037	836	992	1,311
普通股股东权益	1,097	1,436	1,475	1,884	2,398	3,073
少数股东权益	24	26	25	26	27	28
负债股东权益合计	1,771	2,120	2,537	2,746	3,417	4,412

比率分析						
	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.468	0.653	0.767	0.629	0.792	1.040
每股净资产	2.109	2.762	2.837	3.623	4.611	5.909
每股经营现金净流	0.566	0.631	0.882	0.791	0.975	1.109
每股股利	0.000	0.000	0.185	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	22.19%	23.63%	27.04%	21.69%	21.44%	21.97%
总资产收益率	13.74%	16.01%	15.73%	14.88%	15.05%	15.30%
投入资本收益率	18.64%	23.34%	20.99%	19.85%	19.98%	20.47%
增长率						
主营业务收入增长率	10.82%	23.14%	18.54%	9.87%	20.36%	31.10%
EBIT 增长率	13.66%	48.48%	8.37%	4.98%	24.95%	31.18%
净利润增长率	18.31%	39.49%	17.53%	2.39%	25.86%	31.29%
总资产增长率	9.37%	19.67%	19.69%	8.23%	24.45%	29.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.6	65.3	66.6	72.0	75.0	78.0
存货周转天数	100.9	96.7	93.0	100.5	102.0	102.0
应付账款周转天数	115.7	114.2	115.6	115.0	118.0	120.0
固定资产周转天数	124.8	101.6	108.6	105.1	89.2	69.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.16%	-8.51%	10.68%	-4.59%	-16.28%	-24.43%
EBIT 利息保障倍数	26.0	30.7	131.8	61.1	-135.8	-61.8
资产负债率	36.74%	31.03%	40.86%	30.44%	29.04%	29.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-12	买入	26.42	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD