国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2016 年 08 月 25 日

拓普集团（601689）\汽车零部件

——业绩略超预期，毛利率提升明显

投资建议: 推荐

首次覆盖

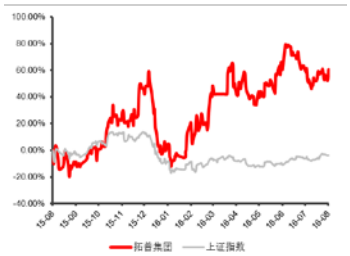
当前价格: 27.77 元

目标价格: 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	649/649
流通 A 股市值（百万元）	4,740
每股净资产（元）	5.06
资产负债率（%）	21.21
一年内最高/最低（元）	34.38/14.48

一年内股价相对走势



马松 分析师

执业证书编号：S0590515090002

电话：0510-85613713

邮箱：mas@glsc.com.cn

郦莉

电话：0510-85613713

邮箱：ll@glsc.com.cn

相关报告

事件:

公司2016年上半年实现营收16.67亿元，同比增长15.75%；归属于上市公司股东的净利润2.69亿元，同比增长26.26%；归属于上市公司股东的扣非净利润2.42亿元，同比增长24.13%；基本每股收益0.41元。

投资要点:

➢ **业绩表现略超预期，毛利率水平明显提升。**

2016 H1，公司四大业务板块减震器、内饰功能件、锻铝控制臂和智能刹车系统的营收和毛利率水平均有不同程度的提高，助推公司业绩取得26%的增速，并明显抬升了公司整体的盈利水平。公司上半年毛利率为31.02%，同比提升2.56个百分点，其中Q2毛利率达到31.44%，环比提升近1个百分点。预计公司下半年业绩继续保持稳健增长态势，叠加整车市场的繁荣，全年业绩增速有望达到30%；同时销售规模的增长可以增强成本控制能力，而高毛利业务的快速放量也将带来整体盈利水平的提升，预计公司的毛利率水平将得到进一步提升。

➢ **减震器业务稳健增长，海外市场开拓取得进展。**

公司占比最高的减震器业务上半年实现营收8.47亿元，同比增长14.37%，毛利率为34.89%，同比增加2.55个百分点。公司作为国内汽车减震器行业的龙头之一，除了深耕国内市场，近年来一直在积极开拓海外市场，15年底公司获得首个全球订单，为通用汽车GM E2XX的全球平台配套NVH液压减震器，并作为A点供应商，彰显了公司产品出色的竞争力。为了更好的进行全球市场的开拓，公司决定在巴西设立首个海外基地，这既可以为通用等国际厂商提供本土化供货服务，还可以兼顾海外自主品牌，强化了公司的全球供货能力并提升了全球市场的竞争力，为公司后续进一步开拓海外市场奠定了坚实的基础。

➢ **内饰件业务盈利能力修复中，环保纤维产品布局领先。**

公司上半年内饰件业务实现营收6.31亿元，同比增长11.88%，毛利率为24.47%，同比增长1.64个百分点，远超去年全年20.56%的毛利率水平，盈利能力得到了明显修复。公司目前大力拓展主打环保的内饰件产品，是国内唯一一家掌握汽车软内饰环保原材料生产技术、并拥有全产业链具备成本控制优势的供应商，布局领先很多其它厂商。目前公司的环保内饰件产品主要供给吉利的畅销车型博瑞和博越等。17年1月1日起，《乘用车内空气质量评价指南》有望从推荐性标准转变为强制性标准，对于VOC排放的要求趋严，公司的环保内饰件有望获得快速增长。

请务必阅读报告末页的重要声明

➢ **轻量化悬架进口替代第一家，进入Tesla产业链。**

公司上半年锻铝控制臂业务实现营收1.13亿元，同比增长30.77%，毛利率为23.94%，同比增长 1.22 个百分点。公司的铝合金控制臂产品生产工艺环保，重量更轻，价格相比于传统产品要高 20%-30%。以前铝合金控制臂产品主要应用于奔驰宝马等高端车型，目前如科鲁兹等中低端车型上也开始大量使用。以前该产品主要是由外资或合资厂商向整车厂提供，公司是国内第一家能够提供该款产品的一级供应商。随着整车厂对于成本控制愈加严格的要求，公司有望受益于进口替代，获得更多市场份额。公司 8 月 23 日公告已获得 Tesla 的定点协议，进入 Tesla 产业链，被认可向特斯拉供应轻量化铝合金底盘结构件，将应用于特斯拉 Model 3 车型。Model 3 车型预计于 17 年底上市，是 Tesla 寄予厚望能够实现冲量的车型。公司为该款车型供货一方面可以直接提升业绩，另一方面也从侧面证明了公司产品的竞争力，可以帮助公司开拓更多的客户，更好的发展该块业务。

➢ **电子真空泵业务高速增长，IBS研发推进顺利。**

公司上半年的电子真空泵业务实现营收 5026 万元，同比增长 127.79%，预计全年营收超过 1 亿元；毛利率高达 46.83%，同比大涨 10.82 个百分点。公司是全球第三家、国内第一家能够量产电子真空泵的公司，主攻中低端市场，产品价格和机械泵差别不大，目前主要受制于产能，后续随着定增项目的推进，新增产能的释放显著增厚公司业绩。而公司 IBS 的研发也进展顺利，目前产品的机械结构已完成，正在进行算法的完善，预计 18 年量产。公司的这两款产品是 AEB 的重要执行部件，随着后续 AEB 装配率的提升，这两款产品将成为公司今后重要的利润增长点。

➢ **首次覆盖，给予“推荐”评级。**

我们预计公司 2016 年-2018 年 EPS 分别为 0.81、0.96、1.24 元，市盈率分别为 36 倍、30 倍、24 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➢ **风险提示。**

（1）国内车市景气度下行；（2）公司新业务发展不及预期。

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2736.86	3007.21	3639.23	4397.73	5595.24
增长率（%）	18.54%	9.88%	21.02%	20.84%	27.23%
EBITDA（百万元）	568.50	598.07	715.40	852.50	1076.64
净利润（百万元）	398.99	408.54	523.45	622.76	803.84
增长率（%）	17.53%	2.39%	28.13%	18.97%	29.08%
EPS（元/股）	0.615	0.629	0.806	0.959	1.238
市盈率（P/E）	47.50	46.39	36.21	30.43	23.58
市净率（P/B）	12.85	6.01	5.38	4.79	4.19
EV/EBITDA	27.20	31.38	26.24	22.12	17.62

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表1：财务预测摘要

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	32.91	332.16	356.76	299.11	237.84
应收账款+票据	604.10	856.19	1009.46	1160.58	1449.47
预付账款	26.10	34.51	41.41	49.69	64.60
存货	530.31	672.41	806.89	968.27	1258.75
其他	36.89	584.88	400.00	400.00	400.00
流动资产合计	1230.32	2480.14	2614.52	2877.64	3410.66
长期股权投资	59.63	58.61	58.61	58.61	58.61
固定资产	814.58	1092.56	1140.78	1421.60	1682.41
在建工程	157.83	147.41	400.00	400.00	400.00
无形资产	121.41	173.06	217.69	261.20	303.61
其他非流动资产	81.69	74.99	116.06	127.14	147.14
非流动资产合计	**1235.15**	**1546.62**	**1933.13**	**2268.54**	**2591.76**
资产总计	**2465.46**	**4026.76**	**4547.65**	**5146.19**	**6002.43**
短期借款	255.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款+票据	698.54	829.59	978.92	1135.54	1419.43
其他	11.65	16.56	19.87	23.67	30.52
流动负债合计	**965.19**	**846.15**	**998.79**	**1159.21**	**1449.95**
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
负债合计	**965.19**	**846.15**	**998.79**	**1159.21**	**1449.95**
少数股东权益	24.93	24.66	26.50	28.68	31.49
股本	520.00	649.10	649.10	649.10	649.10
资本公积	192.01	1454.90	1454.90	1454.90	1454.90
留存收益	763.33	1051.95	1418.37	1854.30	2416.99
股东权益合计	**1500.27**	**3180.61**	**3548.86**	**3986.98**	**4552.48**
负债和股东权益总计	**2465.46**	**4026.76**	**4547.65**	**5146.19**	**6002.43**

现金流量表

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	384.00	371.05	513.23	612.03	792.88
折旧摊销	102.13	122.00	110.48	131.59	143.78
财务费用	2.74	3.00	-5.17	-4.92	-4.03
存货减少	-77.70	-143.49	-134.48	-161.38	-290.48
营运资金变动	44.37	-121.97	177.34	1.03	-13.07
其它	4.47	-2.02	3.00	3.00	3.00
经营活动现金流	460.00	228.57	664.40	581.34	632.09
资本支出	380.59	428.71	450.00	450.00	450.00
长期投资	13.96	2648.40	0.00	0.00	0.00
其他	9.65	2138.93	-37.94	-7.09	-6.22
投资活动现金流	-384.90	-938.18	-487.94	-457.09	-456.22
债权融资	255.00	-255.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	1391.99	0.00	0.00	0.00
其他	-380.29	-124.66	-151.87	-181.91	-237.13
筹资活动现金流	-125.29	1012.33	-151.87	-181.91	-237.13
现金净增加额	**-50.52**	**303.15**	**332.16**	**356.76**	**299.11**

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	**2736.86**	**3007.21**	**3639.23**	**4397.73**	**5595.24**
营业成本	1929.12	2140.90	2501.97	3053.78	3884.22
营业税金及附加	13.48	16.51	19.65	23.75	30.21
营业费用	140.91	151.47	188.88	215.49	268.57
管理费用	225.40	276.51	334.81	395.80	492.38
财务费用	3.25	-9.48	-5.17	-4.92	-4.03
资产减值损失	4.15	8.37	3.00	3.00	3.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.53	19.85	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	**436.08**	**442.78**	**596.09**	**710.83**	**920.88**
营业外净收益	28.24	33.23	14.00	15.00	16.00
利润总额	**464.32**	**476.01**	**610.09**	**725.83**	**936.88**
所得税	64.56	66.29	84.80	100.89	130.23
净利润	**399.75**	**409.72**	**525.29**	**624.94**	**806.66**
少数股东损益	0.76	1.17	1.83	2.18	2.81
归属于母公司净利润	**398.99**	**408.54**	**523.45**	**622.76**	**803.84**

主要财务比率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	18.54%	9.88%	21.02%	20.84%	27.23%
EBIT	17.48%	2.08%	27.07%	19.17%	29.40%
EBITDA	17.15%	5.20%	19.62%	19.16%	26.29%
归属于母公司净利润	39.49%	2.39%	28.13%	18.97%	29.08%
获利能力					
毛利率	29.51%	28.81%	31.25%	30.56%	30.58%
净利率	14.61%	13.62%	14.43%	14.21%	14.42%
ROE	27.04%	12.95%	14.86%	15.73%	17.78%
ROIC	25.91%	22.73%	17.14%	18.21%	20.43%
偿债能力					
资产负债率	39.15%	21.01%	21.96%	22.53%	24.16%
流动比率	1.27	2.93	2.62	2.48	2.35
速动比率	0.69	1.45	1.41	1.30	1.21
营运能力					
应收账款周转率	4.71	3.59	3.69	3.87	3.94
存货周转率	3.64	3.18	3.10	3.15	3.09
总资产周转率	1.11	0.75	0.80	0.85	0.93
每股指标（元）					
每股收益	0.61	0.63	0.81	0.96	1.24
每股经营现金流	0.71	0.35	1.02	0.90	0.97
每股净资产	2.27	4.86	5.43	6.10	6.97
估值比率					
市盈率	47.50	46.39	36.21	30.43	23.58
市净率	12.85	6.01	5.38	4.79	4.19
EV/EBITDA	27.20	31.38	26.24	22.12	17.62
EV/EBIT	33.16	39.42	31.03	26.16	20.34

数据来源：公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张鸿韵	010-68790949-8006
北京	管峰	010-68790949-8007
北京	窦红丽	010-68790949-8030
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064