

拓普集团 (601689) / 汽车零部件

传统业务增长稳定，拓展汽车电子、轻量化业务

评级：增持(首次)

市场价格：32.48

目标价格：36.78

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

电话：

Email: shaojx@r.qizq.com.cn

联系人：戴仕远

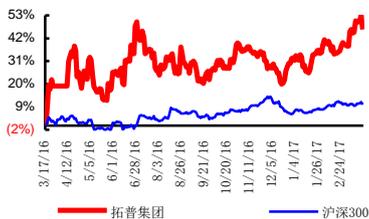
电话：

Email: daishiyuan@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	649
流通股本(百万股)	171
市价(元)	32.48
市值(百万元)	21,083
流通市值(百万元)	5,544

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,737	3,007	3,923	4,958	6,392
营业收入增速	18.54%	9.88%	30.45%	26.38%	28.92%
归属于母公司的净利润	399	409	637	803	1,088
净利润增长率	17.53%	2.39%	56.01%	25.94%	35.53%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.63	0.98	1.05	1.42
市盈率(倍)	0.00	44.25	29.96	28.00	20.66
PEG	0.00	18.48	0.53	1.08	0.58
净资产收益率	27.04%	12.95%	18.78%	12.18%	14.17%
市净率	0.00	5.73	5.63	3.41	2.93
总股本(百万元)	520.00	649.10	649.10	763.92	763.92

备注：

投资要点

- NVH 龙头，拓展汽车电子、轻量化业务。**公司是为数不多的具备同步研发及系统集成能力的 NVH 零部件供应商之一。针对整车的同步研发技术门槛高，一方面有利于公司议价能力高、产品销量稳定；另一方面公司拥有稳定的客户群，目前已经参与了上汽通用、克莱斯勒、一汽大众、吉利汽车等主机厂的同步研发。此外，公司专注汽车 NVH 领域的研发，研发投入高，目前在整车 NVH 系统研发和配套能力上达到世界先进水平。在传统 NVH 业务稳定增长的基础上，公司致力于拓展汽车电子、轻量化业务，新业务高速发展，占公司营业收入比重逐年提高。
- 减震器产品海外拓展顺利，自主品牌市场增长空间大。**1) 海外业务拓展顺利：公司在拓展海外 A 点订单，目前已经陆续收到通用汽车全球项目订单 (E2XX 平台、GEM 平台)，前者价值 10 亿元，我们预计经过 2016 年的爬坡期 2017 年开始进入顶峰，持续 2-3 年；后者 2019 年 3 月开始供货，价值 16.8 亿。2) 自主品牌市场增长空间大：公司目前客户除上海通用、长安福特等合资品牌外，还包括吉利、比亚迪、江铃等自主品牌。公司凭借覆盖率高且多为 A 点供应商的优势，将较好的受益于自主品牌乘用车销量的提升。3) 产能释放，供应有保障：随着 IPO 项目的产能释放，公司的业务规模将迅速扩大。
- 深耕自动驾驶执行层，电子真空泵、智能刹车系统双轮驱动。**1) 电子真空泵自主品牌龙头，产能释放加速提升业绩。电子真空泵 (EVP) 目前主要用于涡轮增压发动机以及新能源汽车，将逐渐成为乘用车的标配。随着渗透率的提高，我们预计到 2020 年市场规模可达 40 亿元。目前 EVP 市场处于供不应求的状态，公司是国内唯一一家具备 EVP 量产能力的自主企业。随着公司定增产能的释放，EVP 产品营收将加速提升。2) 前瞻性布局智能刹车系统，我们预计产品有望于 2018 年量产。智能刹车系统 (IBS) 相对于电子真空泵响应速度快，且可以实现制动能量回收，未来将替代电子真空泵作为主动安全的执行模块。随着主动安全市场规模的扩大以及 IBS 在自动制动系统 (AEB) 中渗透率的提高，IBS 市场需求巨大。公司 2011 年开始研发 IBS 产品，有望成为全球第三家具备 IBS 生产能力的企业，我们预计有望于 2018 年实现量产。
- 轻量化产品布局早，已获多个新能源项目供货协议。**新能源汽车对续航里程的要求决定新能源汽车对轻量化的需求相对比传统汽车更为迫切。公司已经进入北汽、江铃、吉利、通用等多家厂商供应体系。此外，锻铝产品已经获得特斯拉、蔚来汽车、比亚迪等多家新能源项目的供货协议。
- 盈利预测：**我们预计公司 2016/17/18 年净利润为 6.37/8.02/10.87 亿元，同比增长 56%/26%/35%。假设 2017 年按照定增低价 20.86 元/股发行 1.15 亿股，对应摊薄后的 EPS 为 0.98/1.05/1.42，参考可比公司估值，我们给予 2017 年 35 倍 PE 估值，目标价 36.78 元，给予“增持”评级。
- 风险提示：**购置税优惠取消后行业景气度下滑，零部件行业整体承压；C-NCAP 政策出台不及预期；AEB 渗透率提高速度不及预期；公司 EVP 和 IBS 产品产能建设不及预期。

## 内容目录

<b>NVH 产品龙头，拓展汽车电子、轻量化业务</b> .....	<b>- 4 -</b>
NVH 产品行业龙头，营收增长稳定.....	- 4 -
具备同步开发与系统集成能力，客户群稳定、议价能力高.....	- 4 -
拓展汽车电子、轻量化业务.....	- 5 -
<b>减震器产品海外拓展顺利，自主品牌市场增长空间大</b> .....	<b>- 7 -</b>
积极拓展海外业务，减震器产品已获通用全球项目订单.....	- 7 -
自主品牌市场增长动力强，产能释放、供应有保障.....	- 7 -
<b>深耕自动驾驶执行层，电子真空泵、智能刹车系统双轮驱动</b> .....	<b>- 9 -</b>
涡轮增压、新能源汽车推动，电子真空泵将成为乘用车标配.....	- 9 -
IBS 性能优越，将成为主动安全系统的执行模块.....	- 9 -
电子真空泵自主品牌龙头，智能刹车系统产品有望于 2018 年实现量产... ..	- 11 -
<b>轻量化产品布局早，新能源汽车热销打开成长空间</b> .....	<b>- 13 -</b>
新能源汽车热销打开轻量化产品成长空间.....	- 13 -
轻量化产品有望营收、毛利率双升，已获多个新能源汽车订单.....	- 14 -
<b>盈利预测与投资建议</b> .....	<b>- 15 -</b>
盈利预测.....	- 15 -
绝对估值结果.....	- 15 -
相对估值结果.....	- 16 -
估值结论与投资评级.....	- 17 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 18 -</b>

## 图表目录

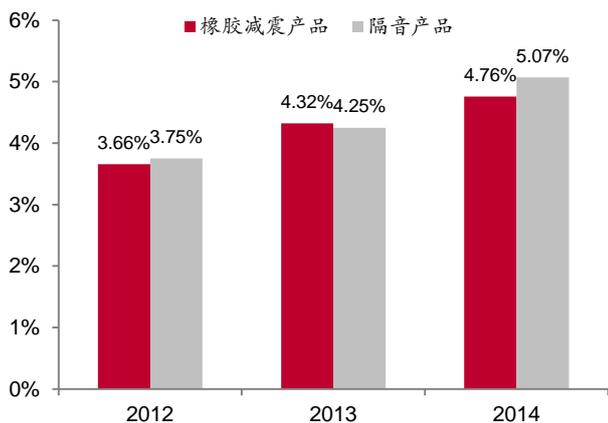
图表 1: 公司产品国内市场占有率	- 4 -
图表 2: 公司主营业务收入 (亿元)、增长率	- 4 -
图表 3: 拓普集团研发支出 (亿元)	- 4 -
图表 4: 研发支出占营收比重对比	- 4 -
图表 5: 公司产品国内市场占有率	- 5 -
图表 6: 拓普集团、中鼎股份橡胶产品毛利率对比	- 5 -
图表 7: 2014 年减震产品公司客户结构	- 5 -
图表 8: 2014 年隔音产品公司客户结构	- 5 -
图表 9: 公司主要产品	- 5 -
图表 10: 公司主营业务收入构成	- 6 -
图表 11: 拓普集团海外业务布局	- 7 -
图表 12: 公司国内市场分布	- 7 -
图表 13: 我国自主品牌乘用车月销量 (万辆)	- 8 -
图表 14: 我国乘用车销量结构	- 8 -
图表 15: 公司减震、隔音产品产能利用率 (2012-2014)	- 8 -
图表 16: 公司减震、隔音产品产能 (万套)	- 8 -
图表 17: 我国 EVP 市场规模预测 (亿元)	- 9 -
图表 18: 各国制定的 ADAS 相关法律法规和行业标准	- 9 -
图表 19: AEB 实现功能	- 10 -
图表 20: 我国 AEB 市场预测 (万套)	- 10 -
图表 21: 博世 iBooster 智能化助力器	- 10 -
图表 22: 电控制动系统的优点	- 10 -
图表 23: IBS 市场规模预测 (亿元)	- 11 -
图表 24: 公司 EVP 产品营业收入 (百万) 及增速	- 11 -
图表 25: 公司 EVP 产品产能 (万套)	- 11 -
图表 26: 新能源汽车轻量化技术途径	- 13 -
图表 27: 我国新能源汽车产量 (万辆)	- 13 -
图表 28: 锻铝产品营业收入 (亿元)、增速	- 14 -
图表 29: 锻铝产品毛利率	- 14 -
图表 30: 拓普集团分业务盈利预测 (亿元)	- 15 -
图表 31: DCF 估值模型结果	- 15 -
图表 32: 可比上市公司估值	- 16 -
图表 33: 拓普集团历史 PE-Bands	- 16 -
图表 34: 拓普集团历史 PB-Bands	- 16 -
图表 35: 拓普集团财务模型预测	- 19 -

## NVH 产品龙头，拓展汽车电子、轻量化业务

### NVH 产品行业龙头，营收增长稳定

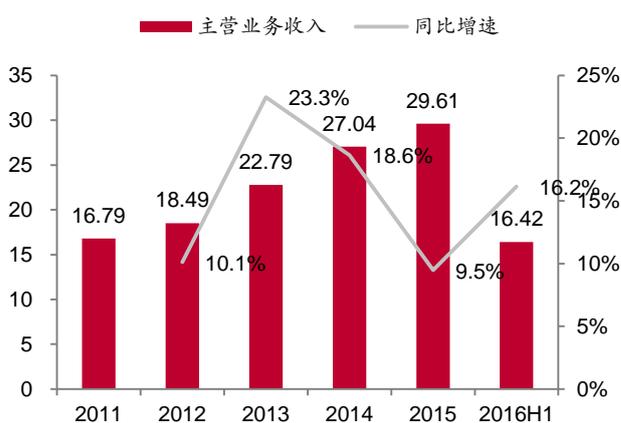
- 公司是 NVH 产品行业龙头，主营业务增长稳定。公司主要从事汽车 NVH 领域橡胶减震产品和隔音产品的研发、生产和销售。2011 年至 2013 年，公司橡胶减震产品销售额国内排名均为第一名；公司隔音产品销售额国内排名均为第六名。2011-2015 年公司主营业务收入 CAGR 为 15.2%，处于快速成长中。

图表 1：公司产品国内市场占有率



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：公司主营业务收入（亿元）、增长率

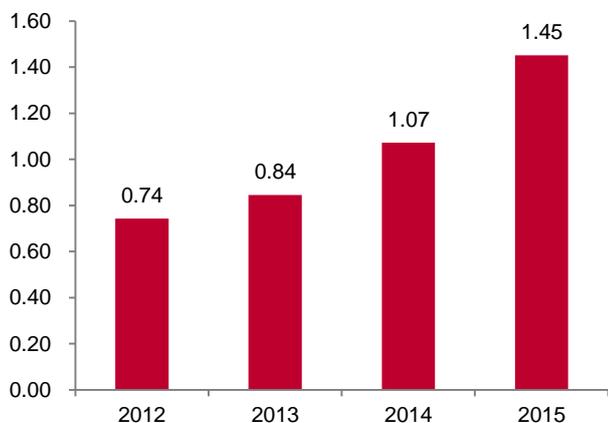


来源：公司公告、中泰证券研究所

### 具备同步开发与系统集成能力，客户群稳定、议价能力高

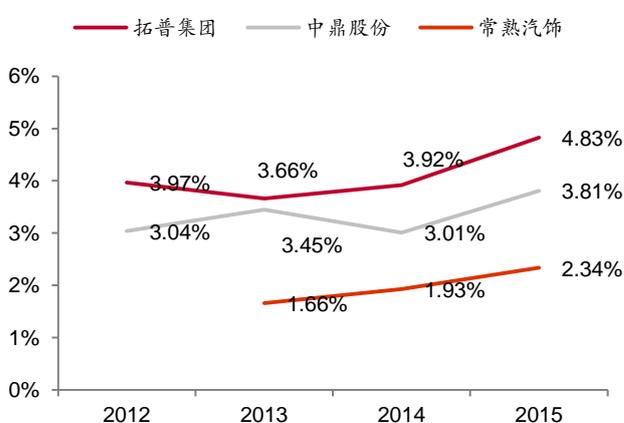
- 研发投入高，技术储备充足。公司以“致力于消除来自动力总成、地面及空气的振动和噪声”为研发宗旨，长期以来专注于汽车 NVH 领域研发水平的提高，研发投入逐年增加。通过不断的交流学习、人才引进、设备升级和实验条件的改善，公司目前已经实现在整车 NVH 系统研发和配套能力上与世界先进水平的接轨。

图表 3：拓普集团研发支出（亿元）



来源：中泰证券研究所

图表 4：研发支出占营收比重对比

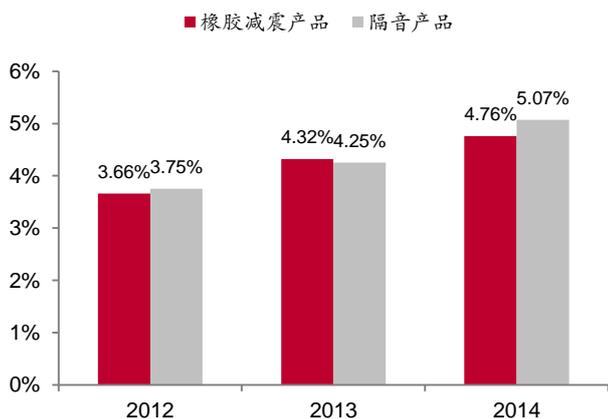


来源：中泰证券研究所

- 具备同步研发及系统集成能力，客户群稳定、议价能力高。公司是国内

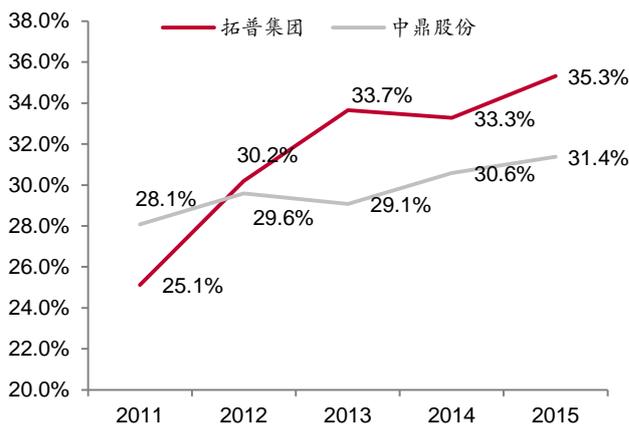
为数不多的具备整车同步研发能力的 NVH 零部件供应商之一，也是国内较早进入全球整车配套零部件采购体系的自主品牌汽车零部件生产企业。参与了上汽通用、通用汽车、克莱斯勒、一汽大众、吉利汽车等多家主机厂的同步研发。此外，公司与法雷奥、佛吉亚、本特勒等全球知名汽车系统集成供应商也建立了长期的合作关系。针对整车的同步研发技术门槛高，一方面有利于公司提高议价能力、保持销量稳定，另一方面利于公司与整车制造商保持良好合作关系，保持稳定的客户群。

图表 5：公司产品国内市场占有率



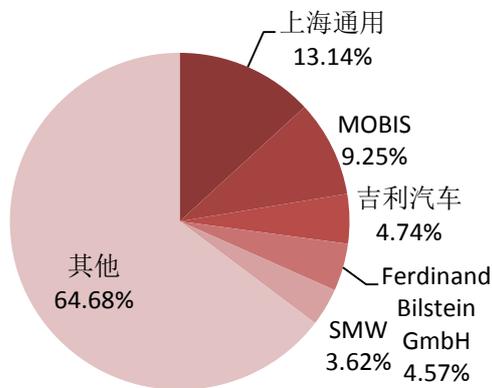
来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 6：拓普集团、中鼎股份橡胶产品毛利率对比



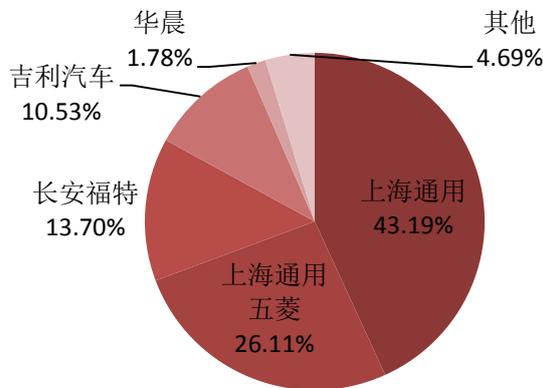
来源：WIND、公司公告、中泰证券研究所

图表 7：2014 年减震产品公司客户结构



来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 8：2014 年隔音产品公司客户结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

### 拓展汽车电子、轻量化业务

- **拓展汽车电子、轻量化业务。**公司 2008 年开始研发 EVP (电子真空泵)，2013 年开始量产。公司 2006 年开始开发悬架轻量化产品，目前已经切入北汽、江铃、吉利、通用等自主、合资品牌。汽车电子、汽车轻量化业务高速发展，占公司营业收入比重逐年提高。

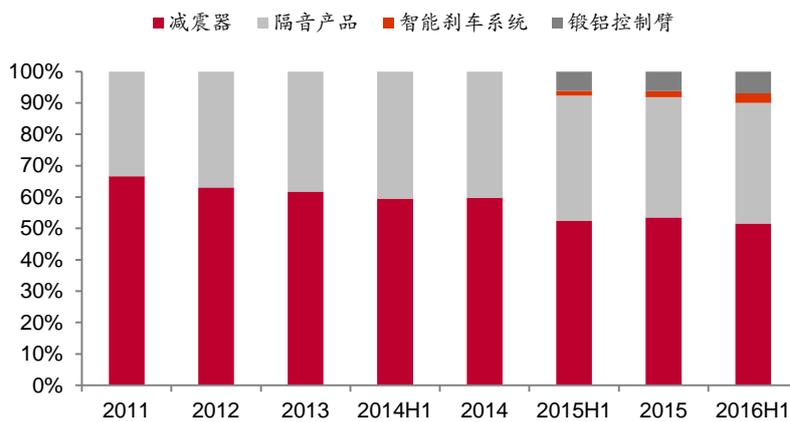
图表 9：公司主要产品

产品类别	分类	典型产品
橡胶减震	扭震	扭震

悬置	发动机悬置、变速箱悬置
衬套	拉杆衬套、副车架衬套、传动轴衬套、悬架衬套等
隔音产品	前围板、行李箱隔板、顶棚、主地毯等

来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 10：公司主营业务收入构成**



来源：公司公告、中泰证券研究所

## 减震器产品海外拓展顺利，自主品牌市场增长空间大

积极拓展海外业务，减震器产品已获通用全球项目订单

- **积极拓展海外业务，减震器产品已获通用全球项目订单。**在国内，公司主要是 A 点供应商，在国际市场，公司主要是 B 点供应商。同时，公司也在拓展海外 A 点订单，目前已经陆续收到通用汽车全球项目订单（E2XX 平台、GEM 平台），前者价值 10 亿元，经过 2016 年的爬坡期，我们预计 2017 年开始进入顶峰，持续 2~3 年；后者 2019 年 3 月开始供货，价值 16.8 亿。

图表 11：拓普集团海外业务布局

时间	布局
2002 年 1 月	成立拓普进出口公司，负责零部件进出口业务
2006 年 1 月	成立拓普北美，负责北美市场销售
2012 年 10 月	成立拓普北美（美国），负责部件测试与开发
2015 年 5 月	成立拓普国际（香港），建立海外扩张融资平台
2016 年 7 月	通过在巴西投资 1000 万美元设立子公司的议案
2017 年 1 月	设立拓普（瑞典）技术有限公司

来源：中泰证券研究所

自主品牌市场增长动力强，产能释放、供应有保障

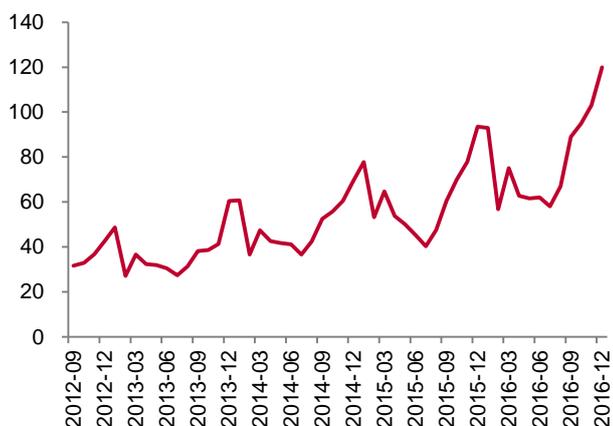
- **自主品牌市场覆盖率高，增长空间大。**国内当前除了日韩系之外，自主品牌客户几乎全覆盖，从增量上来看，吉利、广汽传祺，长安 CS 系列，宝沃比较大。此外，上汽荣威、长安、比亚迪等品牌公司也有配套。公司凭借覆盖率高，且多为 A 点供应商的优势，将较好的受益于自主品牌乘用车销量的迅速提升。

图表 12：公司国内市场分布



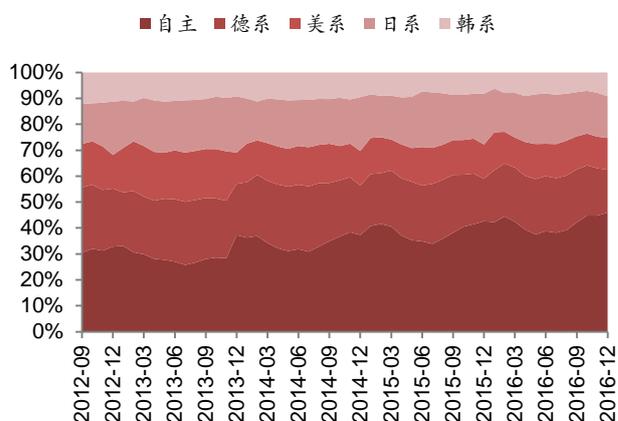
来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 13：我国自主品牌乘用车月销量（万辆）**



来源：乘联会、中泰证券研究所

**图表 14：我国乘用车销量结构**



来源：乘联会、中泰证券研究所

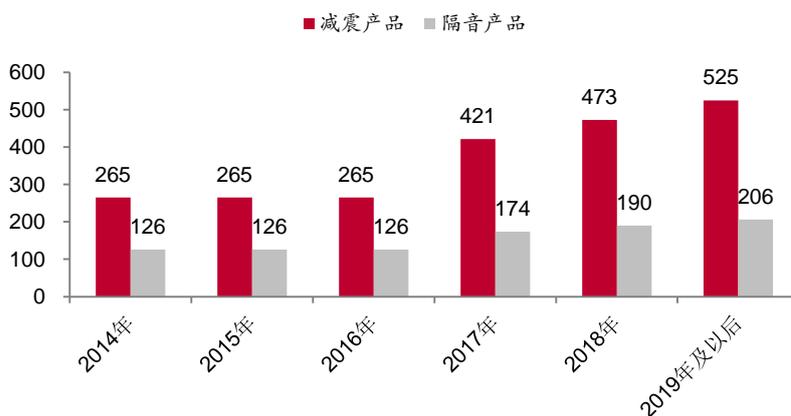
- **公司 IPO 募投项目投产，供应有保障。**2014 年，公司减震产品和隔音产品的产能分别为 265 万套和 126 万套。通过募投扩张产能后，至 2017 年底，减震产品和隔音产品产能分别达到 525 万套、206 万套。产能大幅扩张使得公司接单能力迅速增强，我们预计整体业务规模将扩大 0.85 倍左右。

**图表 15：公司减震、隔音产品产能利用率（2012-2014）**

	2012	2013	2014
减震产品	89.01%	106.76%	105.76%
隔音产品	91.63%	95.90%	93.10%

来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 16：公司减震、隔音产品产能（万套）**



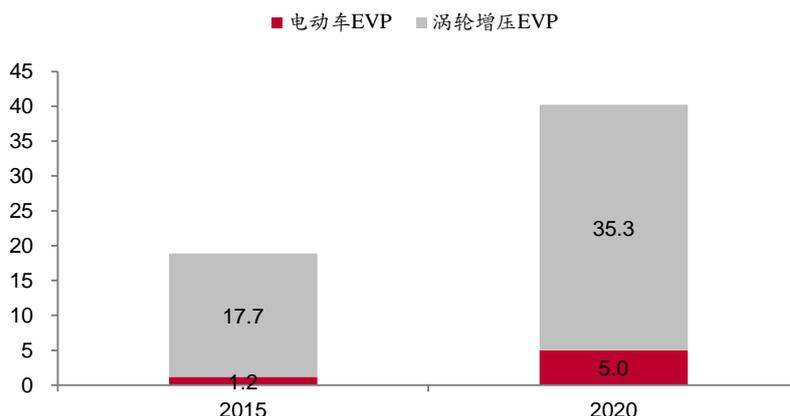
来源：公司公告、中泰证券研究所

## 深耕自动驾驶执行层，电子真空泵、智能刹车系统双轮驱动

涡轮增压、新能源汽车推动，电子真空泵将成为乘用车标配

- **汽车真空泵主要用于涡轮增压、新能源汽车等。**汽车真空泵主要应用于汽车制动系统，为汽车制动系统中的真空助力器提供真空源，减轻踏板阻力，从而减小制动距离。主要应用与**涡轮增压、新能源汽车、直喷的汽油发动机和柴油机等不产生稳定真空源的发动机的汽车**。对于电动汽车而言，发动机被电机取代，没有可供助力器使用的真空源，电子真空泵通过传感器的检测以及逻辑的判断，能很好地解决这种难题。
- **我们预计到 2020 年 EVP 市场规模将达到 40 亿元。**根据汽车涡轮增压供应商霍尼韦尔的预计，涡轮增压技术在我国新车销售的渗透率将极大地提升，从目前的 28% 上升至 2020 年的 47%。新能源汽车的热销也推动着相应市场 EVP 需求的提升，我们预计到 2020 年新能源产量达到 200 万辆。假设 2020 年乘用车产量达到 3000 万辆、EVP 产品价格为 250 元/套（当前价格约为 300 元/套），则我们预计到 2020 年 EVP 市场规模将达 40 亿元。

图表 17：我国 EVP 市场规模预测（亿元）



来源：中汽协、中泰证券研究所

- **长期来看，电子真空泵将成为乘用车标配，市场规模可达 68 亿。**真空泵按照驱动方式可分机械式和电子式两种。机械式真空泵结构简单、成本低。电子真空泵可以降低对发动机的能耗要求和污染，并且更为精准的启动和暂停。机械真空泵将只会保留在商用车以及小部分乘用车上，电子真空泵将逐渐成为大多数乘用车的标配。假设乘用车销量为 3000 万辆，电子真空泵渗透率达到 90%，价格稳定在 250 元/套，则市场规模可达 68 亿元。

IBS 性能优越，将成为主动安全系统的执行模块

- **C-NCAP 对采用要求提高催动 ADAS 渗透率加速提升。**各国 NCAP（新车评价规程）对汽车安全的需求不断提升。例如中国的 C-NCAP 在 2012 版的中首次增加了对 ESC（汽车电子稳定控制装置）的加分，2015 年提高了对 ESC 的加分，我们预计 2018 年 AEB 将进入加分体系中。

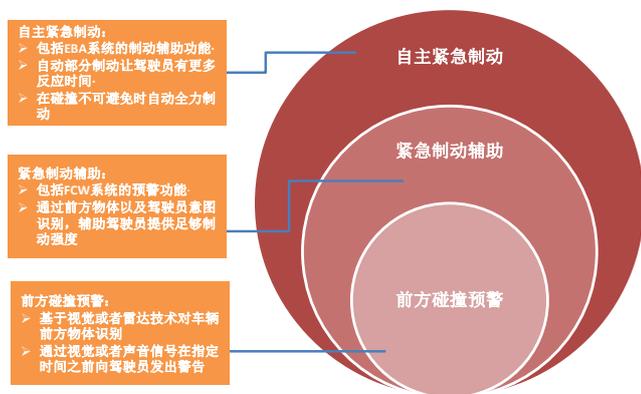
图表 18：各国制定的 ADAS 相关法律法规和行业标准

国家	机构	要求系统	具体规定
加拿大	政府	ESC (ESP)	2011 年强制要求全国范围内的新增乘用车安装该系统
美国	NHTSA	ESC (ESP)	2012 年, 要求 10000 磅以下的乘用车配备
	NHTSA	紧急碰撞系统 (CIB)、 自动刹车系统 (DBS)	2015 年 1 月将 CIB 和 DBS 加入到其下属的 N-NCP 推荐的高级安全特性列表中
欧洲	欧盟	ESC (ESP)	2011 年 11 月后上市的新车型和 2014 年 11 月后登记的车辆必须采用这项技术
	European-NCAP	ESC (ESP)	2010 年起, 只有配备该系统的新车型才有可能获得五星级最高评级
	European-NCAP	ADAS(AAC)	2014 年将 ADAS 平分权重由 10% 调整为 20%
澳大利亚	政府	ESC (ESP)	2013 年 11 月以后, 所有新车均需配备
	ANCAP	AEB	2012 年起强制要求安装 AEB
中国	C-NCAP	ESC (ESP)	15 年新规中, 由加 1 分变为加 2 分, 安全测试满分为 61 分; 2018 版中, AEB 加入规则讨论
日本	MLIT	AEB	2016 年强制要求车安装

来源: iSuppli、中泰证券研究所

- **AEB 渗透率提高拉动执行机构需求将提升。**由于 C-NCAP 对 AEB 采用率的要求, 我国 AEB 渗透率将加速提升, 假设 2020 年中国汽车销量为 3000 万辆, AEB 的渗透率将由目前的 2015 年的 2.4% 上升为 2020 年的 10%, 我们预计 AEB 的新车搭载量将达到 300 万套。

图表 19: AEB 实现功能



来源: 中泰证券研究所

图表 20: 我国 AEB 市场预测 (万套)



来源: 中泰证券研究所

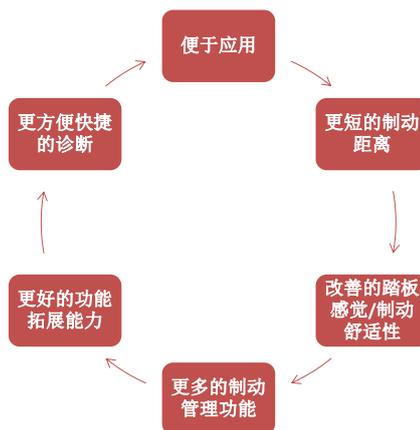
- **IBS 性能优越, 将替代 EVP 作为主动安全的执行模块。**IBS 相对于电子真空泵响应速度快、且可以实现制动能量回收, 舒适性、环保性更好, 未来将替代电子真空泵作为主动安全系统的执行模块。2015 年, 我国 IBS 市场规模约为 0.4 亿元, 假设 2020 年乘用车产量达到 3000 万辆、AEB 渗透率为 10%、IBS 在 AEB 中的渗透率达到 30%、IBS 产品单价由当前的约 0.4 万元下降到 0.25 万元, 我们预计到 2020 年市场规模可达 22.5 亿元。未来, 随着主动安全市场规模的扩大以及 IBS 在 AEB 中渗透率提升, IBS 市场需求巨大。

图表 21: 博世 iBooster 智能化助力器

图表 22: 电控制动系统的优点

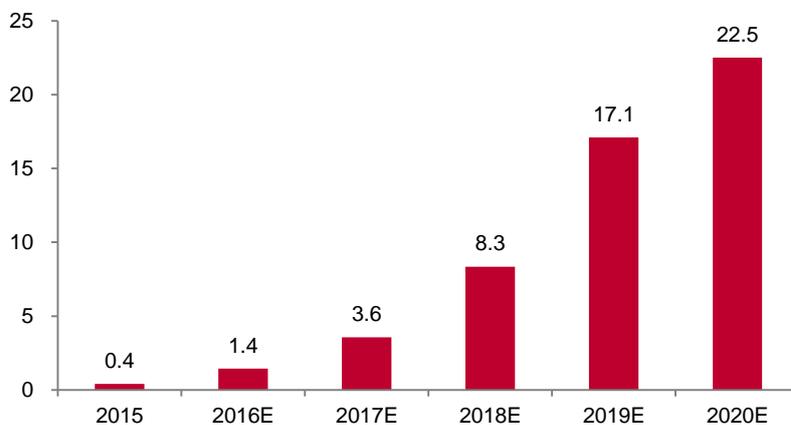


来源:中泰证券研究所



来源:中泰证券研究所

**图表 23: IBS 市场规模预测 (亿元)**



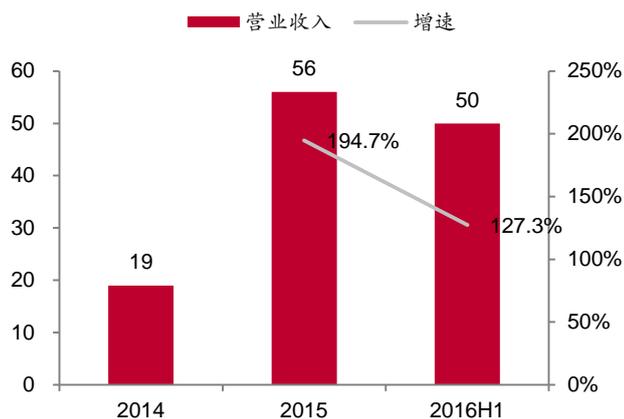
来源:公司公告、中泰证券研究所

**电子真空泵自主品牌龙头, 智能刹车系统产品有望于 2018 年实现量产**

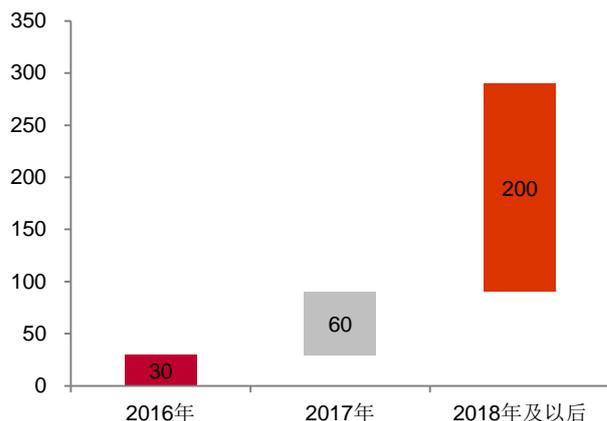
- **EVP 市场供不应求, 公司是自主品牌龙头。**目前 EVP 市场处于供不应求的状态, 公司是国内少有的具备量产能力的 EVP 企业。公司 EVP 产品配套客户中, 主要配套车型包括众泰 T600、大迈 X5、X7、SR 系列等车型。此外, 客户还有吉利, 上汽荣威、通用全球 A0 级平台车型。随着涡轮增压技术渗透率的提高以及新能源汽车的热销, 公司作为自主品牌龙头, 将充分享受行业增长红利。
- **定增产能释放, EVP 产品营收将加速提升。**公司 EVP 产品 2008 年开始研发, 2013 年开始量产。在受制于产能限制的情况下, 2016 年 H1 实现营业收入 5025 万。2016 年公司 EVP 产品产能约为 30 万套, 我们预计定增的产能 2017 年将释放 60 万套、剩下的 200 万套产能将于 2018 年开始陆续释放。

**图表 24: 公司 EVP 产品营业收入 (百万) 及增速**

**图表 25: 公司 EVP 产品产能 (万套)**



来源：公司公告、中泰证券研究所



来源：中泰证券研究所

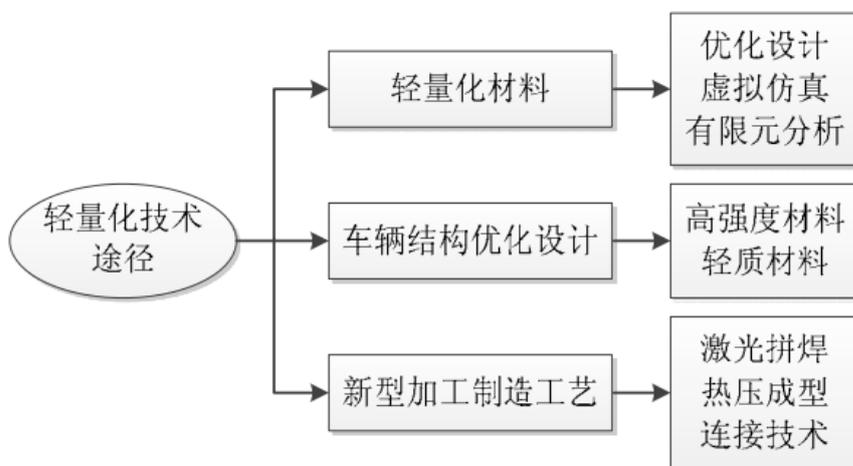
- **公司有望成为第三家具备 IBS 量产能力的企业。** IBS 是 AEB 的制动执行机构，目前只有德国博世能够量产，主要配套保时捷 918、特斯拉 Model S 等中高端车型。天合、大陆开发的产品我们预计将于 2017 年将量产，公司有望成为第三家具备 IBS 量产能力的企业。
- **前瞻性布局 IBS，公司产品有望于 2018 年量产。** 公司 IBS 产品 2011 年开始积累研究，在上海设有研发中心。2016 年 4 月公司定增募集 22 亿元用于智能刹车建设项目，将形成 150 万套的产能，我们预计 2018 年有望实现量产，假设产品单价为 2000 元/套，完全投产将实现 30 亿元的收入。

## 轻量化产品布局早，新能源汽车热销打开成长空间

### 新能源汽车热销打开轻量化产品成长空间

- **新能源汽车轻量化需求迫切，轻量化目标成本较小。**新能源汽车对续航里程的要求决定新能源汽车对轻量化的需求相对比传统汽车更为迫切。相对于对于其他节能技术如发动机、涡轮增压、传统系统、动力电器化等，轻量化目标成本是最小的。目前新能源汽车主要有三种轻量化技术途径：轻量化材料、车辆结构优化设计、新型加工制造工艺。轻量化材料主要包括高强度钢、铝合金、非金属材料等。

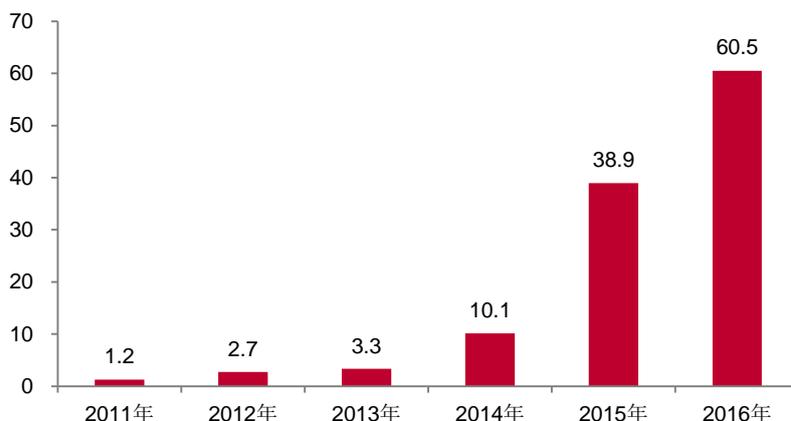
**图表 26：新能源汽车轻量化技术途径**



来源：中泰证券研究所

- **新能源汽车热销打开轻量化产品成长空间。**基于能源战略、环保压力以及“弯道超车”的产业战略，新能源汽车是我国大力扶持的产业。新能源汽车的产量已经从2011年1.2万辆迅速增长至2016年的60.5万辆。

**图表 27：我国新能源汽车产量（万辆）**



来源：中泰证券研究所

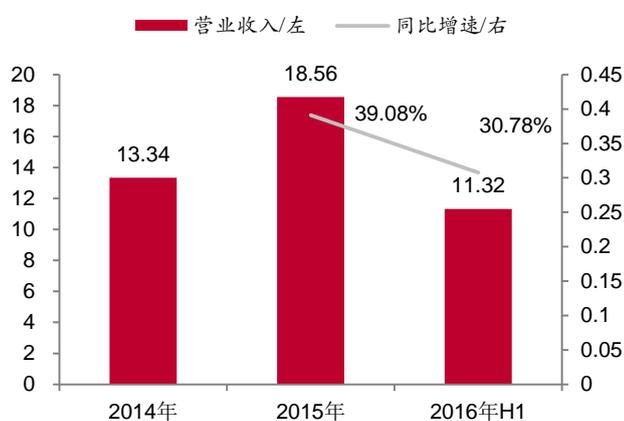
- **长期来看节能减排的压力、汽车安全性的要求决定了轻量化是长期发展趋势** 1) 汽车尾气排放已经成为空气污染的重要来源，对此《中国制造2025》中，目标到2020年我国整车平均减重目标5%-20%。2) 轻量化

汽车有利于各种主动安全控制措施。与此同时，轻量化汽车的高速行驶稳定性问题可以通过汽车电子技术和空气动力学技术来提升。

**轻量化产品有望营收、毛利率双升，已获多个新能源汽车订单**

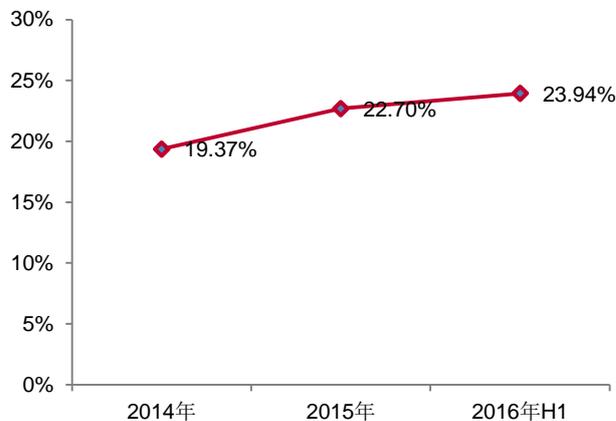
- **轻量化业务快速发展，毛利率水平有望继续上升。**1) 公司锻铝产品已经进入北汽、东风柳汽、江铃、吉利、通用、沃尔沃、长安福特等厂商的供应体系。2) 近年来轻量化业务发展迅速，2014-2016 年连续保持 30% 以上的增速。3) 公司毛利率一直处于上升趋势中，未来随着订单逐步增加，产能利用率有了较大提升，我们预计毛利率水平将进一步上升。
- **锻铝产品获得多个新能源项目供货协议。**2016 年 8 月，公司公告收到了特斯拉的供应商定点协议，公司被认可向特斯拉供应轻量化铝合金底盘结构件，应用于特斯拉 Model 3 车型。同年 9 月，公司公告获得蔚来汽车、比亚迪的供货协议，为二者供应轻量化悬架系统相关产品。

**图表 28：锻铝产品营业收入（亿元）、增速**



来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 29：锻铝产品毛利率**



来源：公司公告、中泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

- 我们认为作为 NVH 行业龙头，自主品牌覆盖率高、海外业务拓展顺利；专注汽车制动技术，电子真空泵、智能刹车系统国内自主品牌龙头，未来成长确定性强。(1) 公司传统业务整体来看将保持稳定增长，主要得益于自主品牌乘用车崛起以及减震器海外订单拓展带来需求的提升以及产能扩张后供应能力的增加。(2) 电子真空泵市场目前处于供不应求的状态，未来三年内随着产能建设完成，营收将高速扩张。公司 IBS 产品下游需求旺盛，我们预计将逐渐进入稳定的营收区间。(3) 轻量化产品随着整车厂节能减排压力下对轻量化零部件的进一步需求，以及新能源汽车的逐步上量，营收和毛利率水平将继续上升。

图表 30：拓普集团分业务盈利预测 (亿元)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	27.37	30.07	39.23	49.58	63.92
减震器	16.17	15.84	20.59	25.74	32.18
隔音产品	10.88	11.35	14.19	17.03	19.58
电子真空泵	0.00	0.56	1.40	2.80	5.04
IBS	-	-	-	-	2.00
锻铝控制臂	1.34	1.86	2.51	3.39	4.41
其他	0.33	0.47	0.54	0.62	0.71
毛利	8.48	8.66	12.31	15.83	21.26
减震器	5.48	5.53	7.41	9.27	11.58
隔音产品	2.54	2.33	3.48	4.17	4.80
电子真空泵	0.00	0.26	0.66	1.32	2.37
IBS	-	-	-	-	1.00
锻铝控制臂	0.29	0.42	0.63	0.92	1.32
其他	0.16	0.12	0.14	0.16	0.19
毛利率	31.0%	28.8%	31.4%	31.9%	33.3%
减震器	33.9%	34.9%	36.0%	36.0%	36.0%
隔音产品	23.4%	20.6%	24.5%	24.5%	24.5%
电子真空泵	-	46.0%	47.0%	47.0%	47.0%
IBS	-	-	-	-	50.0%
锻铝控制臂	22.0%	22.7%	25.0%	27.0%	30.0%
其他	48.0%	25.0%	25.0%	26.0%	27.0%

来源：公司公告、中泰证券研究所

### 绝对估值结果

- 假设条件如下：
  - 无风险利率为 3.33%，风险溢价为 5.84%，股票 Beta 为 1.32，TV 增长率 1.0%。
- 根据 DCF 估值模型计算出公司每股价值为 10.90 元

图表 31：DCF 估值模型结果

每股价值	10.90	TV增长率	1.0%
隐含P/E	11.11	WACC	10.94%
企业值	730,280.84	债务	20,000.00
		投资	53,142.40
股票价值	707,814.44	少数股东权益	2,466.40

$$PV(FCFF) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+TV)}{(1+WACC)^n \times (WACC-TV)}$$

来源：中泰证券研究所

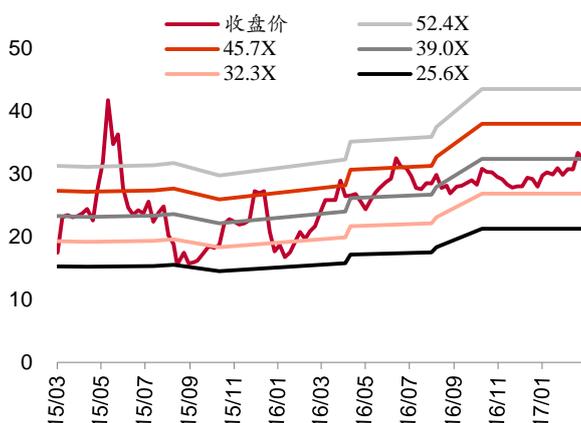
### 相对估值结果

- 我们选取智能驾驶领域的可比公司发现，截至2017年3月17日，可比公司2016年、2017年平均PE估值为59.8倍、37.6倍，高于公司33.1倍、30.9倍估值水平，我们认为公司估值处于被低估状态。

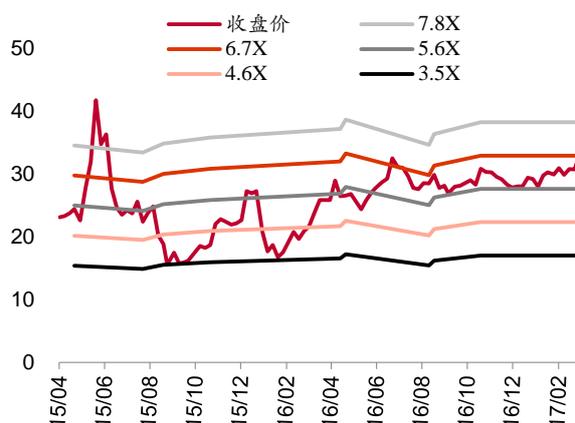
**图表 32：可比上市公司估值**

股票代码	简称	市值(亿元)	股价(元)	EPS				PE			
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
000887	中鼎股份	298	24.15	0.64	0.80	1.05	1.28	36.7	30.2	23.0	18.9
002590	万安科技	91	19.00	0.22	0.27	0.37	0.50	113.0	70.4	51.4	38.0
600699	均胜电子	312	32.87	0.58	0.75	1.33	1.65	53.9	43.8	24.7	19.9
000599	万向钱潮	58	8.55	0.34	0.36	0.41	0.46	29.3	23.8	20.9	18.6
603085	天成自控	56	49.73	0.53	0.38	0.73	1.06	91.8	130.9	68.1	46.9
平均值								64.9	59.8	37.6	28.5
601689	拓普集团	211	32.48	0.63	0.98	1.05	1.42	43.3	33.1	30.9	22.8

来源：可比公司盈利预测来源于WIND一致预期，股价为2017年3月17日收盘价、中泰证券研究所

**图表 33：拓普集团历史 PE-Bands**


来源：wind、中泰证券研究所

**图表 34：拓普集团历史 PB-Bands**


来源：wind、中泰证券研究所

### 估值结论与投资评级

- 我们预计公司2016-2018年将实现营业收入39.23亿元、49.58亿元、63.92亿元；实现归母净利润6.37亿元、8.03亿元、10.88亿元。假设按照20.86元的定增低价发行，股本增加1.15亿股，对应摊薄后2016-2018的EPS为0.98元、1.05元、1.42元。
- 考虑到目前公司处于扩张期，未来成长性较好，我们采用相对估值的方法。结合可比公司平均37.6倍的PE估值水平，我们给予公司2017年35倍PE估值，对应的目标价为36.78元，首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

- 购置税优惠取消后行业景气度下滑，零部件行业整体承压；C-NCAP 政策出台不及预期；AEB 渗透率提高速度不及预期；公司 EVP 和 IBS 产品产能建设不及预期。

**图表 35：拓普集团财务模型预测**

损益表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>230,877</b>	<b>273,686</b>	<b>300,721</b>	<b>392,300</b>	<b>495,800</b>	<b>639,200</b>
增长率	23.14%	18.5%	9.9%	30.5%	26.4%	28.9%
营业成本	-159,400	-192,912	-214,090	-269,206	-337,550	-426,774
% 销售收入	69.0%	70.5%	71.2%	68.6%	68.1%	66.8%
毛利	71,477	80,774	86,632	123,095	158,251	212,426
% 销售收入	31.0%	29.5%	28.8%	31.4%	31.9%	33.2%
营业税金及附加	-1,466	-1,348	-1,651	-2,043	-2,652	-3,374
% 销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-12,492	-14,091	-15,147	-19,760	-24,974	-32,197
% 销售收入	5.4%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-18,031	-22,540	-27,651	-33,006	-42,712	-55,873
% 销售收入	7.8%	8.2%	9.2%	8.4%	8.6%	8.7%
息税前利润 (EBIT)	39,489	42,795	42,182	68,285	87,913	120,983
% 销售收入	17.1%	15.6%	14.0%	17.4%	17.7%	18.9%
财务费用	-1,287	-325	948	0	0	0
% 销售收入	0.6%	0.1%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-1,921	-415	-837	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1,552	1,699	4,039	4,039	4,039	4,039
% 税前利润	3.9%	3.7%	8.5%	5.4%	4.3%	3.2%
营业利润	37,832	43,754	46,331	72,324	91,952	125,022
营业利润率	16.4%	16.0%	15.4%	18.4%	18.5%	19.6%
营业外收支	1,676	2,678	1,270	1,974	1,622	1,798
税前利润	<b>39,508</b>	<b>46,432</b>	<b>47,601</b>	<b>74,298</b>	<b>93,573</b>	<b>126,819</b>
利润率	17.1%	17.0%	15.8%	18.9%	18.9%	19.8%
所得税	-5,368	-6,456	-6,629	-10,347	-13,031	-17,661
所得税率	13.6%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
净利润	34,141	39,975	40,972	63,951	80,542	109,158
少数股东损益	194	76	117	213	268	363
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>33,946</b>	<b>39,899</b>	<b>40,854</b>	<b>63,738</b>	<b>80,274</b>	<b>108,794</b>
净利率	14.7%	14.6%	13.6%	16.2%	16.2%	17.0%

资产负债表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	12,436	9,472	42,201	92,847	338,938	417,781
应收款项	55,568	60,410	85,619	92,805	122,733	154,722
存货	45,228	53,031	67,241	72,089	92,603	115,681
其他流动资产	4,623	6,299	62,202	62,741	63,973	65,215
流动资产	117,856	129,213	257,262	320,482	618,247	753,400
% 总资产	55.6%	50.9%	62.3%	65.4%	77.2%	79.7%
长期投资	4,894	5,963	5,861	5,861	5,861	5,861
固定资产	74,147	97,241	123,996	133,882	142,262	146,900
% 总资产	35.0%	38.3%	30.0%	27.3%	17.8%	15.5%
无形资产	11,760	13,752	19,804	24,005	28,763	33,083
非流动资产	94,113	124,485	155,717	169,804	182,942	191,900
% 总资产	44.4%	49.1%	37.7%	34.6%	22.8%	20.3%
<b>资产总计</b>	<b>211,969</b>	<b>253,698</b>	<b>412,979</b>	<b>490,285</b>	<b>801,188</b>	<b>945,300</b>
短期借款	0	25,500	0	0	0	0
应付款项	57,097	71,019	84,615	95,772	122,942	153,696
其他流动负债	8,679	7,152	10,303	52,486	16,163	20,363
流动负债	65,776	103,671	94,918	148,258	139,105	174,059
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
<b>负债</b>	<b>65,776</b>	<b>103,671</b>	<b>94,918</b>	<b>148,258</b>	<b>139,105</b>	<b>174,059</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>143,632</b>	<b>147,534</b>	<b>315,595</b>	<b>339,348</b>	<b>659,136</b>	<b>767,930</b>
少数股东权益	2,561	2,493	2,466	2,679	2,947	3,311
<b>负债股东权益合计</b>	<b>211,969</b>	<b>253,698</b>	<b>412,979</b>	<b>490,285</b>	<b>801,188</b>	<b>945,300</b>

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.653	0.767	0.629	0.982	1.051	1.424
每股净资产 (元)	2.762	2.837	4.862	5.228	8.628	10.052
每股经营现金净流 (元)	0.631	0.882	0.367	1.144	0.944	1.354
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.616	0.616	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	23.63%	27.04%	12.95%	18.78%	12.18%	14.17%
总资产收益率	16.01%	15.73%	9.89%	13.00%	10.02%	11.51%
投入资本收益率	26.48%	23.01%	13.45%	24.16%	23.85%	29.96%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	23.14%	18.54%	9.88%	30.45%	26.38%	28.92%
EBIT增长率	48.48%	8.37%	-1.43%	61.88%	28.74%	37.62%
净利润增长率	39.49%	17.53%	2.39%	56.01%	25.94%	35.53%
总资产增长率	19.67%	19.69%	62.78%	18.72%	63.41%	17.99%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	65.3	66.6	72.5	69.6	71.1	70.3
存货周转天数	96.7	93.0	102.5	97.7	100.1	98.9
应付账款周转天数	114.2	115.6	122.2	118.9	120.5	119.7
固定资产周转天数	101.5	97.2	115.7	105.1	88.7	71.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-8.51%	10.68%	-13.27%	-27.15%	-51.19%	-54.17%
EBIT利息保障倍数	30.7	131.8	-44.5	—	—	—
资产负债率	31.03%	40.86%	22.98%	30.24%	17.36%	18.41%

现金流量表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	34,141	39,975	40,972	63,951	80,542	109,158
少数股东损益	0	0	0	213	268	363
非现金支出	10,747	10,519	13,037	15,560	18,089	21,479
非经营收益	-917	-1,281	-3,653	-6,012	-5,660	-5,836
营运资金变动	-11,150	-3,333	-26,547	782	-20,842	-21,357
<b>经营活动现金净流</b>	<b>32,822</b>	<b>45,881</b>	<b>23,810</b>	<b>74,493</b>	<b>72,397</b>	<b>103,807</b>
资本开支	17,556	38,020	42,710	27,673	29,605	28,639
投资	-391	-1,396	-52,797	0	0	0
其他	768	926	1,689	4,039	4,039	4,039
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-17,179</b>	<b>-38,490</b>	<b>-93,818</b>	<b>-23,635</b>	<b>-25,567</b>	<b>-24,601</b>
股权募资	0	0	139,199	0	239,514	0
债权募资	-11,000	25,500	-25,500	0	0	0
其他	-3,234	-38,062	-12,423	0	-39,985	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-14,234</b>	<b>-12,562</b>	<b>101,276</b>	<b>0</b>	<b>199,530</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,409</b>	<b>-5,172</b>	<b>31,268</b>	<b>50,859</b>	<b>246,360</b>	<b>79,206</b>

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。