

2017年08月29日

拓普集团 (601689.SH)

动态分析

深度绑定优质自主领军企业，业绩持续超预期

投资要点

- ◆ **上半年收入同比增长 40.14%，归母净利润同比 44.09%，超预期。**公司 17 年上半年实现营收 23.36 亿元，同比增长 40.14%；归母净利润 3.87 亿元，同比增长 44.09%；毛利率 29.91%，净利率 16.58%，同比分别下降 1.11 个百分点和上升 0.42 个百分点，超预期。其中 2Q 实现营收 11.70 亿元，同比增长 33.31%；实现归母净利润 2.14 亿元，同比增长 50.04%。报告期内公司客户吉利、上汽、广汽等自主品牌销量保持高速增长，带动公司相关配套产品热销。预计未来几年内自主品牌将延续崛起态势并进军海外市场，公司将深度绑定核心客户，进一步完善全球布局。同时，公司积极布局汽车电子及电动汽车等新业务领域，有望成为业绩新增长点。
- ◆ **深度绑定领军自主品牌完善全球布局，未来业绩增长动力充足。**公司是 NVH 橡胶减震降噪细分领域龙头，拥有国内外优质且广泛的客户群。国内配套吉利、上汽、广汽等自主品牌乘用车企业，17 年上半年吉利销量同比增约 89%，上汽自主销量同比增约 113%，广汽销量同比增约 57%，带动公司国内营收同比大增 46.86%。海外市场公司已与通用、克莱斯勒、福特、奥迪等企业展开合作，轻量化产品也进入了特斯拉的供应体系。同时，公司深度绑定自主领军品牌，进一步完善国外布局。自主领军品牌全面崛起以及海外客户的持续开拓将为公司中长期业绩增长提供有力的保障。
- ◆ **布局智能驾驶与新能源汽车领域，IBS 和 EVP 产品有望成为新的业绩增长点。**在主业稳定发展的同时，公司通过研发智能刹车系统（IBS）和电子真空泵（EVP）切入汽车电子领域。IBS 是实现智能驾驶的核心模块及新能源汽车的首选制动系统，EVP 是涡轮增压及新能源动力汽车制动助力的标准配置，符合未来汽车智能化与新能源化的发展趋势。随着智能驾驶及新能源汽车的发展，IBS 及 EVP 的需求量将持续增大。公司 150 万套智能刹车系统（IBS）系统和 260 万套电子真空泵（EVP）系统产能预计将于 2018 年建成投产，未来有望成为公司新的业绩增长点。
- ◆ **投资建议：**我们上调公司 2017 年至 2019 年每股收益分别至 1.15 元、1.54 元和 2.01 元，净资产收益率分别为 21.2%、24.6%和 26.2%。维持“买入-A”的投资评级，维持 6 个月目标价为 38.50 元，相当于 2018 年 25 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**下游客户汽车销量不及预期；汽车电子项目进展不及预期。

投资评级

买入-A(维持)

6 个月目标价

38.50 元

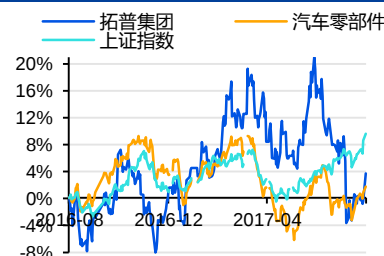
股价(2017-08-28)

30.03 元

交易数据

总市值 (百万元)	21,849.16
流通市值 (百万元)	5,126.12
总股本 (百万股)	727.58
流通股本 (百万股)	170.70
12 个月价格区间	26.26/35.10 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.54	-10.59	-15.21
绝对收益	-4.18	-2.47	-5.69

分析师

林帆
SAC 执业证书编号：S0910516040001
linfan@huajinsc.cn
021-20377188

报告联系人

刘文婷
liuwenting@huajinsc.cn
021-20377055

相关报告

拓普集团：一季报表现靓丽，全年业绩高速增长有望持续 2017-04-26
拓普集团：业绩超预期，新产品和大订单促未来成长可期 2017-04-21
拓普集团：受益于汽车“三化”和自主品牌崛起的 NVH 龙头 2017-02-13

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3,007.2	3,937.7	5,419.1	7,176.4	9,594.6
同比增长(%)	9.9%	30.9%	37.6%	32.4%	33.7%
营业利润(百万元)	463.3	698.4	953.5	1,278.5	1,681.5
同比增长(%)	5.9%	50.7%	36.5%	34.1%	31.5%
净利润(百万元)	408.5	615.7	837.7	1,116.9	1,462.8
同比增长(%)	2.4%	50.7%	36.1%	33.3%	31.0%
每股收益(元)	0.56	0.85	1.15	1.54	2.01
PE	53.5	35.5	26.1	19.6	14.9
PB	6.9	6.5	5.5	4.8	3.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、受益于核心客户销量大增，中报超预期	4
（一）国内 NVH 龙头，主营业务高速增长	4
（二）三费保持稳定，研发投入提升产品竞争力	5
二、自主崛起促业绩高增长，汽车电子业务将成中长期看点	7
（一）深度绑定自主领军品牌，业绩增长动力充足	7
（二）汽车电子卡位精准，有望成为中长期业绩增长点	7
三、投资建议	7
四、风险提示	7

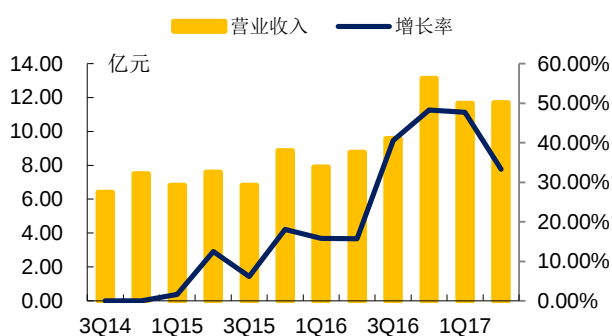
图表目录

图 1：过去 12 季度营业收入及增长率	4
图 2：过去 12 季度归母净利润及增长率	4
图 3：公司各业务历年营业收入及综合毛利率	4
图 4：1H17 各项业务营收占比	4
图 5：公司各业务细分毛利率	5
图 6：1H17 公司毛利润拆分	5
图 7：过去 12 季度毛利率及净利率变化	5
图 8：过去 12 季度三费率	6
图 9：过往 5 年研发投入占营业收入比重	6
表 1：定增募集资金用途	7

一、受益于核心客户销量大增，中报超预期

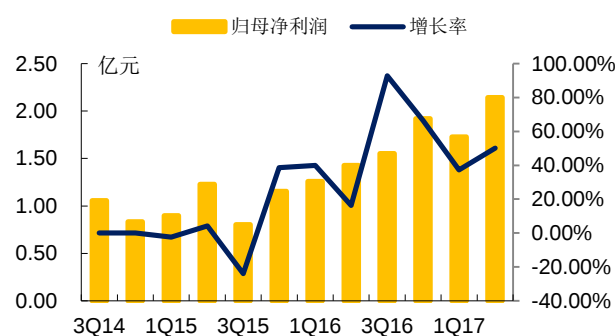
公司 17 年上半年实现营收 23.36 亿元，同比增长 40.14%；归母净利润 3.87 亿元，同比增长 44.09%；毛利率 29.91%，净利率 16.58%，同比分别下降 1.11 个百分点和上升 0.42 个百分点，超预期。其中 2Q 实现营收 11.70 亿元，同比增长 33.31%；实现归母净利润 2.14 亿元，同比增长 50.04%。报告期内公司客户吉利、上汽、广汽等自主品牌销量保持高增长，带动公司相关配套产品热销。预计未来几年内自主品牌将延续崛起态势并进军海外市场，公司将深度绑定核心客户，进一步完善全球布局。同时，公司积极布局汽车电子及电动汽车等新业务领域，有望成为业绩新增长点。

图 1：过去 12 季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过去 12 季度归母净利润及增长率

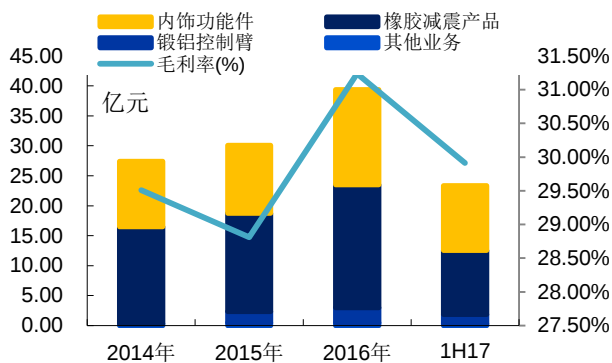


资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）国内 NVH 龙头，主营业务高速增长

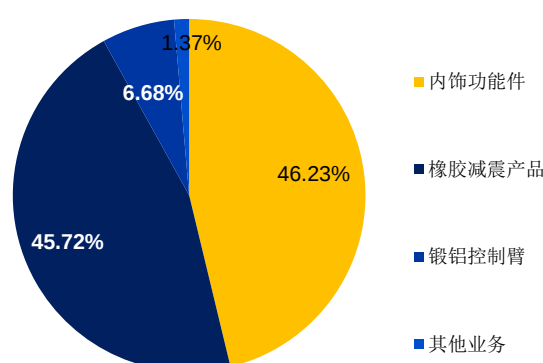
产品细分看，17 年上半年内饰功能件营业收入 10.80 亿元，同比增长 71.01%；橡胶减震产品营业收入 10.68 亿元，同比增长 19.08%；锻铝控制臂营业收入 1.56 亿元，同比增长 37.87%；其他业务营业收入 0.32 亿元，同比增长 26.38%，内饰功能件和减震产品仍为公司主要收入来源，继续驱动公司业绩增长。1H17 内饰功能件占比 46.23%，橡胶减震产品占比 45.72%，锻铝控制臂占比 6.68%，其他业务占比 1.37%。

图 3：公司各业务历年营业收入及综合毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

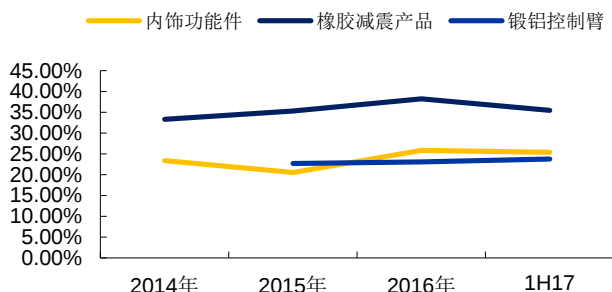
图 4：1H17 各项业务营收占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

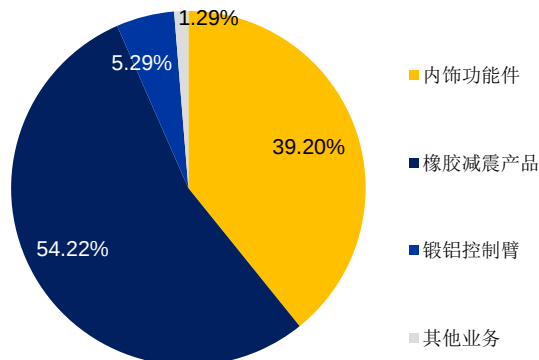
从各产品细分毛利率情况看,上半年内饰功能件呈现上升的趋势;橡胶减震产品虽相较 2016 年略有下滑,仍高于其他年份的毛利率;锻铝控制臂毛利率保持平稳。毛利润拆分中,内饰功能件和橡胶减震产品合计占有 93.42% 的份额,两项业务给公司带来的较大的利润贡献。

图 5：公司各业务细分毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

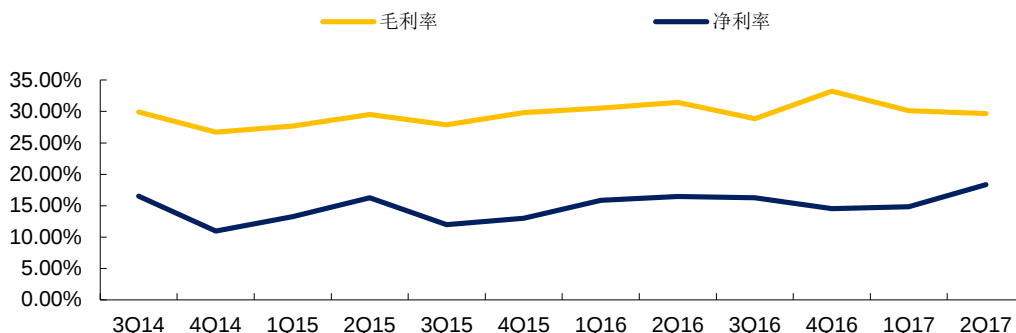
图 6：1H17 公司毛利润拆分



资料来源：Wind，华金证券研究所

综合看,17 年上半年公司毛利率 29.91%,净利率 16.58%,同比分别下降 1.11 个百分点和上升 0.42 个百分点。随着各项业务的稳步推进,毛利率有望在今后几个季度中逐步回升。

图 7：过去 12 季度毛利率及净利率变化



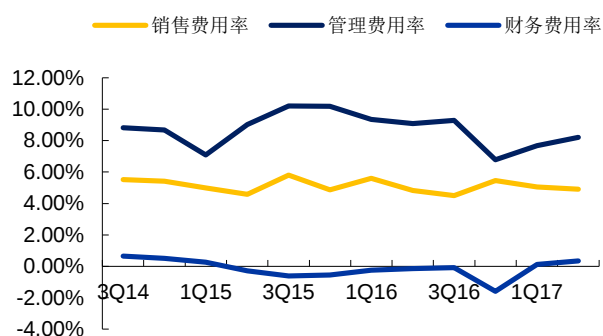
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）三费保持稳定，研发投入提升产品竞争力

17 年上半年公司三费率合计 13.15%，比上年同期下降 1.06%。公司过往几年中三费率呈现逐渐稳定的趋势,从 2014 年至 1H17 三费率合计在 13% 左右波动,显示出了公司较好的成本管控能力。

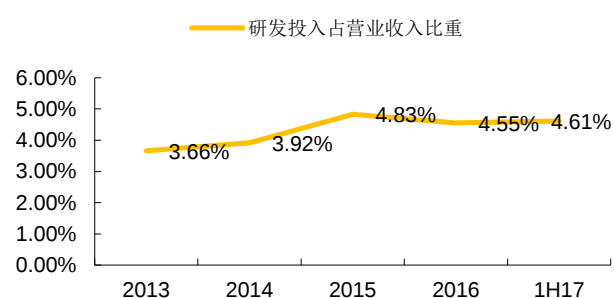
研发方面,公司研发费用占营业收入比例基本稳定,持续的研发投入有助于提升公司主业和外延新产品的技术竞争力。

图 8：过去 12 季度三费率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：过往 5 年研发投入占营业收入比重



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、自主崛起促业绩高增长，汽车电子业务将成中长期看点

（一）深度绑定自主领军品牌，业绩增长动力充足

公司是 NVH 橡胶减震降噪细分领域龙头，拥有国内外优质且广泛的客户群。国内配套吉利、上汽、广汽等自主品牌乘用车企业，17 年上半年吉利销量同比增约 89%，上汽自主销量同比增约 113%，广汽销量同比增约 57%，带动公司国内营收同比大增 46.86%。海外市场公司已与通用、克莱斯勒、福特、奥迪等企业展开合作，轻量化产品也进入了特斯拉的供应体系。同时，公司深度绑定自主领军品牌，进一步完善国外布局。自主领军品牌全面崛起以及海外客户的持续开拓将为公司中长期业绩增长提供充足的保障。

（二）汽车电子卡位精准，有望成为中长期业绩增长点

在主业稳定发展的同时，公司通过研发智能刹车系统（IBS）和电子真空泵（EVP）切入汽车电子领域。IBS 是实现智能驾驶的核心模块及新能源汽车的首选制动系统，EVP 是涡轮增压及新能源动力汽车制动助力的标准配置，符合未来汽车智能化与新能源化的发展趋势。随着智能驾驶及新能源汽车的发展，IBS 及 EVP 的需求量将持续增大。公司 150 万套智能刹车系统（IBS）系统和 260 万套电子真空泵（EVP）系统产能预计将于 2018 年建成投产，未来有望成为公司新的业绩增长点。

表 1：定增募集资金用途

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	汽车智能刹车系统项目	221,122.09	196,174.00
2	汽车电子真空泵项目	64,935.67	43,340.12
-	合计	286,057.76	239,514.12

资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、投资建议

我们上调公司 2017 年至 2019 年每股收益分别至 1.15 元、1.54 元和 2.10 元，净资产收益率分别为 21.2%、24.6%和 26.2%。维持“买入-A”的投资评级，维持 6 个月目标价为 38.50 元，相当于 2018 年 25 倍的动态市盈率。

四、风险提示

下游客户汽车销量不及预期；汽车电子项目进展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,007.2	3,937.7	5,419.1	7,176.4	9,594.6	年增长率					
减:营业成本	2,140.9	2,707.5	3,769.4	4,956.8	6,622.8	营业收入增长率	9.9%	30.9%	37.6%	32.4%	33.7%
营业税费	16.5	31.2	33.1	35.9	60.9	营业利润增长率	5.9%	50.7%	36.5%	34.1%	31.5%
销售费用	151.5	201.5	271.0	358.8	479.7	净利润增长率	2.4%	50.7%	36.1%	33.3%	31.0%
管理费用	276.5	331.7	433.5	588.5	786.8	EBITDA 增长率	5.5%	46.7%	24.7%	33.7%	30.4%
财务费用	-9.5	-24.8	-30.0	-25.0	-25.0	EBIT 增长率	3.0%	48.4%	37.1%	35.7%	32.1%
资产减值损失	8.4	29.2	20.0	19.2	22.8	NOPLAT 增长率	2.9%	48.5%	37.4%	35.9%	31.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	70.0%	15.4%	9.3%	40.7%	1.4%
投资和汇兑收益	40.4	36.9	31.4	36.3	34.9	净资产增长率	112.0%	6.8%	17.0%	15.2%	22.7%
营业利润	463.3	698.4	953.5	1,278.5	1,681.5						
加:营业外净收支	12.7	16.7	18.7	16.0	17.2	盈利能力					
利润总额	476.0	715.1	972.2	1,294.6	1,698.7	毛利率	28.8%	31.2%	30.4%	30.9%	31.0%
减:所得税	66.3	99.4	133.2	176.1	234.4	营业利润率	15.4%	17.7%	17.6%	17.8%	17.5%
净利润	408.5	615.7	837.7	1,116.9	1,462.8	净利润率	13.6%	15.6%	15.5%	15.6%	15.2%
						EBITDA/营业收入	18.9%	21.2%	19.2%	19.4%	18.9%
						EBIT/营业收入	15.1%	17.1%	17.0%	17.5%	17.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	23.0%	31.3%	29.3%	40.3%	34.6%
货币资金	422.0	329.9	475.6	574.1	767.6	负债权益比	29.8%	45.6%	41.4%	67.4%	52.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.71	1.82	1.95	1.88	1.97
应收帐款	697.8	1,174.1	1,119.4	2,015.1	2,255.8	速动比率	2.00	1.24	1.23	1.28	1.25
应收票据	158.4	286.3	125.5	503.2	381.2	利息保障倍数	-47.89	-27.11	-30.78	-50.14	-66.26
预付帐款	34.5	43.3	61.7	78.6	108.9	营运能力					
存货	672.4	882.7	1,184.8	1,598.6	2,119.8	固定资产周转天数	114	111	93	76	61
其他流动资产	587.5	47.7	224.0	286.4	186.1	流动营业资本周转天数	97	106	73	84	84
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	231	244	198	207	204
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	74	86	76	79	80
长期股权投资	58.6	72.1	79.8	86.6	95.9	存货周转天数	72	71	69	70	70
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	399	415	351	333	305
固定资产	1,092.6	1,332.5	1,460.0	1,586.9	1,685.1	投资资本周转天数	255	264	215	204	180
在建工程	147.4	216.0	255.1	287.6	334.3						
无形资产	173.1	380.6	515.0	538.1	550.4	费用率					
其他非流动资产	85.5	181.1	116.0	106.8	103.9	销售费用率	5.0%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
资产总额	4,129.8	4,946.4	5,617.1	7,662.0	8,589.0	管理费用率	9.2%	8.4%	8.0%	8.2%	8.2%
短期债务	-	200.0	-	490.7	93.2	财务费用率	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.3%	-0.3%
应付帐款	769.1	1,069.5	1,428.6	1,899.3	2,545.0	三费/营业收入	13.9%	12.9%	12.4%	12.9%	12.9%
应付票据	64.1	68.9	68.8	146.1	138.6	投资回报率					
其他流动负债	116.0	182.6	136.8	157.8	178.1	ROE	12.9%	18.3%	21.2%	24.6%	26.2%
长期借款	-	-	-	379.1	-	ROA	9.9%	12.4%	14.9%	14.6%	17.0%
其他非流动负债	-	29.2	9.7	13.0	17.3	ROIC	24.8%	21.6%	25.8%	32.0%	30.0%
负债总额	949.2	1,550.2	1,643.8	3,086.0	2,972.2	分红指标					
少数股东权益	24.7	24.7	26.0	27.6	29.1	DPS(元)	0.55	-	0.47	0.71	0.58
股本	649.1	649.1	727.6	727.6	727.6	分红比率	97.9%	0.0%	40.7%	46.2%	28.9%
留存收益	2,506.7	2,722.6	3,219.7	3,820.8	4,860.2	股息收益率	1.8%	0.0%	1.6%	2.4%	1.9%
股东权益	3,180.6	3,396.2	3,973.2	4,576.0	5,616.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	409.7	615.7	837.7	1,116.9	1,462.8	EPS(元)	0.56	0.85	1.15	1.54	2.01
加:折旧和摊销	122.0	170.9	118.1	139.2	159.3	BVPS(元)	4.34	4.63	5.43	6.25	7.68
资产减值准备	8.4	29.2	-	-	-	PE(X)	53.5	35.5	26.1	19.6	14.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.9	6.5	5.5	4.8	3.9
财务费用	3.0	-3.4	-30.0	-25.0	-25.0	P/FCF	-23.0	54.2	62.6	35.8	35.1
投资损失	-40.4	-36.9	-31.4	-36.3	-34.9	P/S	7.3	5.5	4.0	3.0	2.3
少数股东损益	1.2	-0.0	1.3	1.7	1.5	EV/EBITDA	33.4	23.0	20.4	15.8	11.6
营运资金的变动	-769.8	63.3	69.6	-1,191.6	86.5	CAGR(%)	39.8%	33.5%	28.0%	39.8%	33.5%
经营活动产生现金流量	238.1	276.3	965.3	4.9	1,650.1	PEG	1.3	1.1	0.9	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-938.2	-163.3	-387.6	-285.5	-281.6	ROIC/WACC	2.4	2.1	2.5	3.1	2.9
融资活动产生现金流量	1,012.3	-202.6	-432.0	379.1	-1,175.1						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn