

# 拓普集团(601689)

## 上半年业绩高增长 继续看好公司向巨头进军

#### 事件

公司发布中报,上半年营收+40%达到 23.4 亿元,归母净利+44%达到 3.9 亿元。同时公司公告将对子公司拓普电子增资 3 亿元以增强其作为"智能刹车系统项目"实施主体的资本金实力。

#### 点评

一线自主上半年表现靓丽,带动公司业绩继续高增长。公司自 3Q16 以来营收加速增长,主要由吉利、广汽自主、上汽自主等一线自主贡献,其中 3Q16-1Q17 三个单季的营收增速分别达到了 41%、48%、48%,远高于此前 10%-20%的增速。2Q17 公司营收在乘用车销售平淡的情况下继续高增长,增速为 33%。1H17 吉利、广汽自主、上汽自主销量分别增长 89%、50%、83%,最终拉动公司营收增长 40%。分产品来看,内饰功能件营收增速最快,达到了 71%;其次为锻铝控制臂,增长 38%;减震器和智能刹车系统产品分别增长 20%和 4%。

毛利率受产品结构变化带动稳中略降,净利率受费用率下降和政府补助增加影响略有提升。公司 1H17 毛利率与去年同期基本保持稳定,在产品结构变化、年降和原材料涨价的背景下同比小幅减少 1.1PP 达到 29.9%。具体来看,内饰功能件毛利率较去年同期减少 1.4PP 为 25.4%,但营收占比提升 4.2PP,达到 46.2%,成为公司 1H17 综合毛利率小幅减少的主要原因;减震器和智能刹车系统产品毛利率分别小幅提升 0.4PP 达到 35.0%和 45.5%;锻铝控制臂毛利率提升 1.4PP 达到 23.8%。1H17 公司三项费用率下降 1.1PP,主要受管理费用率下降 1.3PP 带动;政府补助为 0.54 亿元(主要集中在 2Q17),上期为 0.20 亿元,同比也有所增加。最终公司 1H17 净利率提升 0.4PP,为 16.6%,其中 2Q17 为 18.3%/+1.9PP,1Q17 为 14.8%/-1.0PP。

短期继续绑定强自主实现快速成长,中长期通过海外市场和汽车电子业务拓展市场空间。凭借领先的研发和生产优势,公司未来将持续配套吉利等强自主新车,单车价值量也有望增长。公司此前公布首个并购意向,希望借收购主营底盘业务的福多纳,夯实底盘系统布局、增强客户粘性。同时公司获通用全球同步研发订单,验证其全球竞争力,未来将不断拓展海外市场。上半年公司定增资金已到位,年产150万套的IBS项目和年产260万套的EVP项目将加速落地。公司在汽车电子领域的研发实力较强,其中EVP作为公司的第一个电子项目已投产,并进入第二代产品时期,IBS项目进入路试阶段,预计2018年小批量产。

#### 投资建议

公司 2016 年确立业绩向上拐点,主业绑定吉利等优质自主车企、拓展争做智能汽车执行端领军企业、进一步加码全球化战略,继续看好公司成长为中国的汽车零部件巨头。不考虑收购福多纳,预计公司 2017-2018 年归母净利分别为8.8 亿、11.6 亿元,EPS 分别为1.21 元、1.60 元,对应 PE 分别为24X、18X;考虑收购福多纳,假设4Q17 并表并贡献0.2 亿元净利,明年贡献0.7 亿元净利,预计公司2017-2018 年归母净利分别为9.0 亿、12.3 亿元,EPS 分别为1.24元、1.70 元,对应 PE 分别为23X、17X;维持"买入"评级。

**风险提示**: 自主车企产销不及预期、新车型订单不及预期、汽车电子产品研发和量产进度不及预期、原材料成本上升。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,007.21	3,937.72	5,453.26	7,132.08	9,107.67
增长率(%)	9.88	30.94	38.49	30.79	27.70
EBITDA(百万元)	569.58	835.36	1,122.83	1,467.11	1,852.07
净利润(百万元)	408.54	615.69	882.80	1,164.95	1,455.72
增长率(%)	2.39	50.70	43.38	31.96	24.96
EPS(元/股)	0.56	0.85	1.21	1.60	2.00
市盈率(P/E)	51.36	34.08	23.77	18.01	14.41
市净率(P/B)	6.65	6.22	3.26	2.87	2.50
市销率(P/S)	6.98	5.33	3.85	2.94	2.30
EV/EBITDA	30.90	22.53	17.09	13.47	10.56

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 证券研究报告 2017年08月27日

1	<b>殳资评级</b>	
1	<b></b> 于业	汽车/汽车零部件
6	6 个月评级	买入(维持评级)
3	当前价格	28.84 元
	目标价格	40 元
_	上次目标价	40 元

#### 基本数据

A 股总股本(百万股)	727.58
流通 A 股股本(百万股)	170.70
A 股总市值(百万元)	20,983.34
流通 A 股市值(百万元)	4,922.99
每股净资产(元)	8.41
资产负债率(%)	26.56
一年内最高/最低(元)	35.10/26.26

#### 作者

#### **崔琰** 分析师

SAC 执业证书编号: S1110516100005 cuiyan@tfzq.com

**张程航** 联系人 zhangchenghang@tfzq.com

**周沐** 联系人

zhoumu@tfzq.com

**娄周鑫** 联系人

louzhouxin@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源: 贝格数据

#### 相关报告

- 1 《拓普集团-公司点评:首次外延 夯实 汽车底盘系统业务增强客户粘性》 2017-07-18
- 2 《拓普集团-公司点评:增资子公司 强 化电子真空泵业务》 2017-06-26
- 3 《公司点评:拓普集团 (601689)增发 完成 继续快步前行》 2017-05-26



# 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	422.01	329.88	1,919.69	1,246.81	1,459.43	营业收入	3,007.21	3,937.72	5,453.26	7,132.08	9,107.67
应收账款	697.81	1,174.12	1,401.03	1,927.27	2,221.78	营业成本	2,140.90	2,707.53	3,753.27	4,949.33	6,359.89
预付账款	34.51	43.34	61.28	78.85	101.21	营业税金及附加	16.51	31.20	49.08	64.19	81.97
存货	672.41	882.68	1,202.47	1,464.67	1,891.93	营业费用	151.47	201.50	267.75	343.77	430.79
其他	745.89	334.01	319.61	388.66	491.75	管理费用	276.51	331.73	370.82	477.85	601.11
流动资产合计	2,572.62	2,764.02	4,904.08	5,106.26	6,166.11	财务费用	(9.48)	(24.85)	10.96	(28.79)	(27.20)
长期股权投资	58.61	72.11	72.11	72.11	72.11	资产减值损失	8.37	29.16	35.00	36.00	38.00
固定资产	1.092.56	1,332.52	2,031.06	3.032.42	3,773.46	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	147.41	216.04	683.23	829.94	589.97	投资净收益	40.39	36.93	40.00	43.00	46.00
无形资产	173.06	380.63	369.41	358.18	346.95	其他	(80.77)	(73.86)	(80.00)	(86.00)	(92.00)
其他	85.54	181.06	25.56	14.17	7.14	营业利润	463.31	698.38	1,006.37	1,332.73	1,669.12
非流动资产合计	1,557.17	2,182.35	3,181.36	4,306.81	4,789.62	营业外收入	21.89	25.03	30.00	33.00	36.00
资产总计	,	,	,	•	,		9.20	8.33	9.00	10.00	11.00
	4,129.79	4,946.38	8,085.43	9,413.06	10,955.73	营业外支出					
短期借款	0.00	200.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	476.01	715.07	1,027.37	1,355.73	1,694.12
应付账款	769.15	1,069.49	1,417.89	1,905.00	2,362.88	所得税	66.29	99.40	142.80	188.45	235.48
其他	180.03	251.48	92.15	176.67	166.75	净利润	409.72	615.68	884.57	1,167.29	1,458.64
流动负债合计	949.18	1,520.97	1,510.04	2,081.67	2,529.63	少数股东损益	1.17	(0.01)	1.77	2.33	2.92
长期借款	0.00	0.00	120.05	0.00	0.00	归属于母公司净利润	408.54	615.69	882.80	1,164.95	1,455.72
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.56	0.85	1.21	1.60	2.00
其他	0.00	29.21	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	0.00	29.21	120.05	0.00	0.00						
负债合计	949.18	1,550.18	1,630.09	2,081.67	2,529.63	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	24.66	24.65	26.42	28.76	31.67	成长能力					
股本	649.10	649.10	727.58	727.58	727.58	营业收入	9.88%	30.94%	38.49%	30.79%	27.70%
资本公积	1,454.90	1,454.90	3,771.56	3,771.56	3,771.56	营业利润	5.89%	50.74%	44.10%	32.43%	25.24%
留存收益	2,506.74	2,722.58	5,701.35	6,575.06	7,666.85	归属于母公司净利润	2.39%	50.70%	43.38%	31.96%	24.96%
其他	(1,454.79)	(1,455.04)	(3,771.56)	(3,771.56)	(3,771.56)	获利能力					
股东权益合计	3,180.61	3,396.20	6,455.34	7,331.39	8,426.10	毛利率	28.81%	31.24%	31.17%	30.60%	30.17%
负债和股东权益总	4,129.79	4,946.38	8,085.43	9,413.06	10,955.73	净利率	13.59%	15.64%	16.19%	16.33%	15.98%
						ROE	12.95%	18.26%	13.73%	15.95%	17.34%
						ROIC	24.78%	21.64%	28.32%	24.21%	23.26%
现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	409.72	615.68	882.80	1,164.95	1,455.72	资产负债率	22.98%	31.34%	20.16%	22.11%	23.09%
折旧摊销	122.00	170.93	105.50	163.16	210.16	净负债率	21.60%	15.52%	15.81%	-5.59%	9.91%
财务费用	3.00	(3.44)	10.96	(28.79)	(27.20)	流动比率	2.71	1.82	3.25	2.45	2.44
投资损失	(40.39)	(36.93)	(40.00)	(43.00)	(46.00)	速动比率	2.00	1.24	2.45	1.75	1.69
营运资金变动	(769.84)	63.29	(234.88)	(292.04)	(392.24)	营运能力					
其它	513.61	(533.22)	1.77	2.33	2.92	应收账款周转率	4.86	4.21	4.24	4.29	4.39
经营活动现金流	238.10	276.31	726.15	966.62	1,203.35	存货周转率	5.00	5.06	5.23	5.35	5.43
资本支出	433.92	662.29	1,289.21	1,300.00	700.00	总资产周转率	0.90	0.87	0.84	0.82	0.89
长期投资	(1.02)	13.50	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
其他	(1,371.07)	(839.11)	(2,509.21)	(2,557.00)	(1,354.00)	每股收益	0.56	0.85	1.21	1.60	2.00
投资活动现金流	(938.18)	(163.32)	(1,220.00)	(1,257.00)	(654.00)	每股经营现金流	0.33	0.38	1.00	1.33	1.65
债权融资	0.00	200.00	120.05	0.00	0.00	每股净资产	4.34	4.63	8.84	10.04	11.54
股权融资	1,401.62	24.60	2,384.32	28.79	27.20	估值比率					
其他	(389.30)	(427.18)	(420.70)	(411.29)	(363.93)	市盈率	51.36	34.08	23.77	18.01	14.41
筹资活动现金流	1,012.33	(202.58)	2,083.67	(382.50)	(336.73)	市净率	6.65	6.22	3.26	2.87	2.50
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		30.90	22.53	17.09	13.47	10.56
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00		0.00	EV/EBITDA	30.30	22.00	11.00	10.47	10.50

资料来源:公司公告,天风证券研究所



#### 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。

#### 一般声明

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

本报告是机密的,仅供我们的客户使用,天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但天风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,天风证券及/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,天风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。 天风证券的销售人员、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。天风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。天风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,天风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,投资者应当考虑到天风证券及/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。

#### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级		买入	预期股价相对收益 20%以上
	自报告日后的6个月内,相对同期沪	增持	预期股价相对收益 10%-20%
	深 300 指数的涨跌幅	持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内,相对同期沪	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
	深300指数的涨跌幅	中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
	NV 000 JUXXIII DIVINA	弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

#### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳	
北京市西城区佟麟阁路 36号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号	
邮编: 100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼	
邮箱: research@tfzq.com	邮编: 430071	邮编: 201204	邮编: 518017	
	电话: (8627)-87618889	电话: (8621)-68815388	电话: (86755)-82566970	
	传真: (8627)-87618863	传真: (8621)-68812910	传真: (86755)-23913441	
	邮箱: research@tfzq.com	邮箱: research@tfzq.com	邮箱: research@tfzq.com	