

三季度业绩低于预期，短期毛利率承压

2017年10月28日

谨慎推荐

刘伟浩(分析师)
 电话: 020-88832824
 邮箱: liuweihao@gzgzhs.com.cn
 执业编号: A1310517040001

现价: 28.79
 目标价: 30.36
股价空间: 5.45%

汽车行业

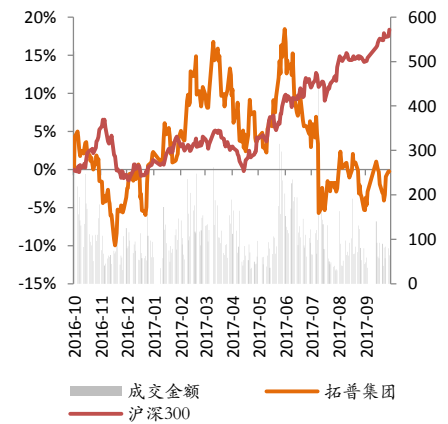
事件:

公司10月28日发布三季报，前三季度营业收入为35.4亿元，同比增长34.89%；归母净利润为5.51亿元，同比增长30.07%；基本每股收益为0.81元，同比增长24.62%。

点评:

- **三季度业绩低于预期，短期毛利率承压。**公司三季度（单季度）营收12.07亿，同比增长25.77%，归母净利润1.64亿，同比增长5.77%。毛利率27.94%，环比二季度下降1.75pp，同比下降0.92pp。净利率13.61%，环比下降4.73pp，同比下降2.63pp。毛利率下滑主要有两个原因：原材料（铝锭、橡胶）涨价；8、9月份环保严查导致公司上游部分供应商停工，公司外协件需送到江西或江苏加工，导致加工费和运费大幅增加。分板块看，减震、轻量化悬架、电子真空泵的毛利率微幅下降，内饰件板块由于新产品增量较快，毛利率略有增加。
- **受吉利销量带动，对吉利的营收增长较快，贡献主要收入增量。**公司前五大客户为吉利、通用、长安福特、克莱斯勒、上汽通用五菱。吉利车型畅销，在浙江临海、陕西宝鸡、山西晋中等地扩充产能，公司为吉利配套，营收快速增长。吉利15/16年销量分别53.8万、76.6万，17年销量目标为110万辆，公司15/16年对吉利的营收为3.2亿、7.6亿，17年预计在14-15亿之间。公司供给吉利的单车配套价值均价在1200-1300元之间，公司在吉利CMA平台份额略低，供给CMA平台的单车配套价值在1000元以下，明年吉利重点在CMA平台（领克车型和部分沃尔沃车型），公司对吉利的营收增量小于今年。
- **公司收购福纳多，形成业务互补，增强底盘业务。**公司近期公告，拟以现金6.42亿元人民币收购浙江家力汽车部件有限公司100%股权、四川福多纳汽车部件有限公司100%股权。标的公司是专业生产汽车高强度钢底盘的供应商，主要客户是吉利。收购后，与公司原有的铝合金底盘业务形成互补，扩大在吉利的采购份额。标的公司2017上半年营收3.36亿，净利润0.35亿，预计18年并表。
- **公司提前布局汽车电子（电子真空泵+智能刹车），为中长期增长提供动力。**公司自主研发的电子真空泵（EVP），已量产并交付客户使用（通用、吉利、众泰）。智能刹车系统（IBS）目前正在研发中，有望在18年底量产。该领域目前仅有博世、大陆两家企业量产，公司的产品将有望实现进口替代，打开新的增长空间。
- **盈利预测与估值：**预计17/18/19年全年营业收入分别为50.92、60.67、72.56亿元，归母净利润分别为7.5、8.96、10.67亿元，EPS分别为1.16、1.38、1.64元，对应目前股价的PE分别为27、22、19倍。给与目标价30.36元，相当于18年的22倍PE。给与谨慎推荐评级。
- **风险提示：**毛利率持续下滑；汽车电子业务进度低于预期。

股价走势



股价表现

| 涨跌(%) | 1M | 3M | 6M |
|-------|-------|--------|--------|
| 拓普集团 | 0.24% | -6.59% | -9.78% |
| 汽车零部件 | 0.47% | 6.24% | 4.28% |
| 沪深300 | 4.52% | 7.27% | 17.02% |

基本资料

| | |
|---------|----------------|
| 总市值(亿元) | 209.470 |
| 总股本(亿股) | 7.276 |
| 流通股比例 | 23% |
| 资产负债率 | 21% |
| 大股东 | 迈科国际控股(香港)有限公司 |
| 大股东持股比例 | 66% |

相关报告:

| 主要财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3937.72 | 5092.04 | 6067.86 | 7256.42 |
| 同比(%) | 30.94% | 29.31% | 19.16% | 19.59% |
| 归母净利润(百万元) | 615.69 | 750.54 | 896.02 | 1067.11 |
| 同比(%) | 50.70% | 21.90% | 19.38% | 19.09% |
| 毛利率(%) | 31.24% | 29.86% | 29.86% | 29.89% |
| ROE(%) | 18.72% | 19.90% | 19.87% | 20.10% |
| 每股收益(元) | 0.95 | 1.16 | 1.38 | 1.64 |
| P/E | 32.65 | 26.78 | 22.44 | 18.84 |
| P/B | 5.96 | 4.88 | 4.15 | 3.51 |
| EV/EBITDA | 4.62 | 18.09 | 14.92 | 12.13 |

附录：公司财务预测表

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | |
|-----------|------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 流动资产 | 2764 | 3023 | 3608 | 4395 | |
| 现金 | 330 | 1095 | 1437 | 2217 | |
| 应收账款 | 1146 | 780 | 868 | 931 | |
| 其它应收款 | 29 | 24 | 24 | 25 | |
| 预付账款 | 43 | 35 | 37 | 38 | |
| 存货 | 883 | 695 | 750 | 776 | |
| 其他 | 334 | 394 | 491 | 406 | |
| 非流动资产 | 2182 | 2304 | 2489 | 2671 | |
| 长期投资 | 72 | 63 | 65 | 67 | |
| 固定资产 | 1333 | 1513 | 1625 | 1673 | |
| 无形资产 | 381 | 468 | 579 | 712 | |
| 其他 | 397 | 260 | 221 | 219 | |
| 资产总计 | 4946 | 5326 | 6097 | 7066 | |
| 流动负债 | 1521 | 1169 | 1213 | 1301 | |
| 短期借款 | 200 | 152 | 117 | 156 | |
| 应付账款 | 1063 | 832 | 887 | 927 | |
| 其他 | 258 | 185 | 209 | 217 | |
| 非流动负债 | 29 | 10 | 13 | 17 | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | 29 | 10 | 13 | 17 | |
| 负债合计 | 1550 | 1179 | 1226 | 1318 | |
| 少数股东权益 | 25 | 25 | 26 | 26 | |
| 股本 | 649 | 649 | 649 | 649 | |
| 资本公积 | 1455 | 1455 | 1455 | 1455 | |
| 留存收益 | 1268 | 2018 | 2741 | 3617 | |
| 归属母公司股东权益 | 3372 | 4122 | 4845 | 5721 | |
| 负债和股东权益 | 4946 | 5326 | 6097 | 7066 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | |
|---------|------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 经营活动现金流 | 276 | 1141 | 910 | 1312 | |
| 净利润 | 616 | 751 | 896 | 1067 | |
| 折旧摊销 | 171 | 188 | 230 | 268 | |
| 财务费用 | -25 | -0 | -11 | -19 | |
| 投资损失 | -37 | -31 | -36 | -35 | |
| 营运资金变动 | -484 | 202 | -167 | 39 | |
| 其它 | 35 | 32 | -2 | -8 | |
| 投资活动现金流 | -163 | -328 | -371 | -399 | |
| 资本支出 | -742 | -269 | -282 | -286 | |
| 长期投资 | -552 | 9 | -1 | -2 | |
| 其他 | 1131 | -68 | -88 | -111 | |
| 筹资活动现金流 | -203 | -48 | -197 | -133 | |
| 短期借款 | 200 | -48 | -34 | 39 | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 资本公积金增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | -403 | 0 | -162 | -172 | |
| 现金净增加额 | -90 | 765 | 342 | 780 | |

数据截至 2017-10-28

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | |
|----------|------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 营业收入 | 3938 | 5092 | 6068 | 7256 | |
| 营业成本 | 2708 | 3572 | 4256 | 5087 | |
| 营业税金及附加 | 31 | 31 | 39 | 50 | |
| 营业费用 | 201 | 260 | 309 | 370 | |
| 管理费用 | 332 | 407 | 485 | 581 | |
| 财务费用 | -25 | -0 | -11 | -19 | |
| 资产减值损失 | 29 | 0 | 0 | 0 | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 投资净收益 | 37 | 31 | 36 | 35 | |
| 营业利润 | 698 | 854 | 1025 | 1223 | |
| 营业外收入 | 25 | 26 | 24 | 25 | |
| 营业外支出 | 8 | 8 | 8 | 8 | |
| 利润总额 | 715 | 872 | 1041 | 1240 | |
| 所得税 | 99 | 121 | 145 | 172 | |
| 净利润 | 616 | 751 | 897 | 1068 | |
| 少数股东损益 | -0 | 1 | 1 | 0 | |
| 归属母公司净利润 | 616 | 751 | 896 | 1067 | |
| EBITDA | 893 | 1061 | 1261 | 1489 | |
| EPS (摊薄) | 0.95 | 1.16 | 1.38 | 1.64 | |

| 主要财务比率 | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| 会计年度 | | | | | |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长率 | 30.9% | 29.3% | 19.2% | 19.6% | |
| 营业利润增长率 | 50.7% | 22.2% | 20.1% | 19.2% | |
| 归属于母公司净利润增长率 | 50.7% | 21.9% | 19.4% | 19.1% | |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 17.4% | 17.2% | 17.8% | 18.3% | |
| 净利率 | 3.9% | 5.3% | 6.4% | 15.6% | |
| ROE | 18.7% | 19.9% | 19.9% | 20.1% | |
| ROIC | 17.4% | 17.6% | 17.9% | 17.9% | |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 31.3% | 22.1% | 20.1% | 18.7% | |
| 净负债比率 | 12.90% | 12.87% | 9.56% | 11.86% | |
| 流动比率 | 1.82 | 2.59 | 2.97 | 3.38 | |
| 速动比率 | 1.24 | 1.99 | 2.36 | 2.78 | |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.87 | 0.99 | 1.06 | 1.10 | |
| 应收账款周转率 | 4.32 | 5.29 | 7.36 | 8.07 | |
| 应付账款周转率 | 2.96 | 3.77 | 4.95 | 5.61 | |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.95 | 1.16 | 1.38 | 1.64 | |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.43 | 1.76 | 1.40 | 2.02 | |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.19 | 6.35 | 7.46 | 8.81 | |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 32.65 | 26.78 | 22.44 | 18.84 | |
| P/B | 5.96 | 4.88 | 4.15 | 3.51 | |
| EV/EBITDA | 4.62 | 18.09 | 14.92 | 12.13 | |

研究员简介

刘伟浩 广证恒生汽车行业研究员，中山大学工商管理硕士，浙江大学工业设计、计算机双学士。具有 A 股和港股跨市场的研究经验，8 年买方投研经验，其中 5 年港股投研经验。2016 年加入广证恒生。

机构销售团队：

| 区域 | 姓名 | 移动电话 | 电子邮箱 |
|--------|-----|-----------------|------------------------|
| 华北机构销售 | 张岚 | (86)18601241803 | zhanglan@gzgzhs.com.cn |
| | 褚颖 | (86)13552097069 | chuy@gzgzhs.com.cn |
| 上海机构销售 | 王静 | (86)18930391061 | wjing@gzgzhs.com.cn |
| 广深机构销售 | 步娜娜 | (86)18320711987 | bunn@gzgzhs.com.cn |
| | 廖敏华 | (86)13632368942 | liaomh@gzgzhs.com.cn |
| | 吴昊 | (86)15818106172 | wuhao@gzgzhs.com.cn |
| 战略与拓展部 | 李文晖 | (86)13632319881 | liwh@gzgzhs.com.cn |
| | 姚澍 | (86)15899972126 | yaoshu@gzgzhs.com.cn |

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。