

2017年11月14日

公司研究

评级：增持（维持）

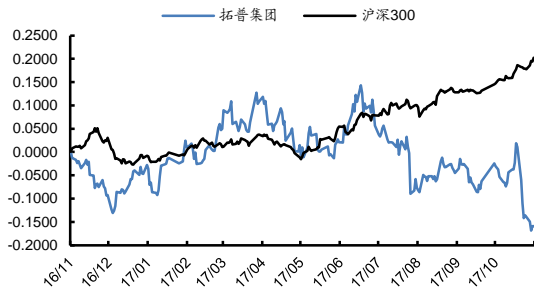
## 三季度业绩低位，不改长期成长趋势

### ——拓普集团（601689）深度报告

研究所

证券分析师：周绍倩 S0350516070001  
021-50873259 zhousq01@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
拓普集团	-13.8	-8.9	-15.8
沪深300	4.8	9.7	20.2

市场数据 2017-11-13

当前价格（元）	25.77
52周价格区间（元）	25.34 - 35.10
总市值（百万）	18749.68
流通市值（百万）	4398.94
总股本（万股）	72757.78
流通股（万股）	17070.00
日均成交额（百万）	101.15
近一月换手（%）	65.18

相关报告

《拓普集团（601689）2017年中报点评：绑定优质客户，外延布局可期》——2017-08-29

《拓普集团（601689）2016业绩预增点评：业绩超预期，进一步完善全球研发布局》——2017-01-22

《拓普集团（601689）动态研究：智能驾驶优质标的，持续稳定增长》——2016-09-02

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

## 投资要点：

- **NVH 行业龙头，积极拓展海外项目**公司同步研发及系统集成能力出众，行业内竞争力明显，是国内领先的具备整车同步研发能力的 NVH 零部件系统集成供应商。经测算，到 2020 年国内橡胶减震产品市场容量为 241 亿元，隔音产品市场容量为 276 亿元。橡胶减震产品和隔音产品的市场空间非常广阔。公司市场占有率不断扩大，近两年已接近 10%，将来业绩将有稳定的提升，保持行业龙头的地位。此外公司还积极拓展海外项目，2015 年 12 月公司获得通用全球平台 E2XX 项目未来 8 年总计 10 亿元的汽车 NVH 液压减震器订单；2016 年 10 月公司又获得通用全球平台 GEM 项目 NVH 减震器同步研发的 16.8 亿元订单。海外项目的成功拓展将带来业务新的增长点。
- **EVP 市场空间可观，公司研发扩产提前布局**随着近年来汽车排放标准要求越发严苛，以及国家对于节能与新能源汽车产业发展规划，涡轮增压、混合动力及纯电动车市场规模不断扩大。电子真空泵作为涡轮增压及新能源动力汽车制动助力的标准配置，2020 年市场规模有望达 40-45 亿。电子真空泵作为公司汽车电子的第一个项目于 2013 年完成研发并投入试生产，2015 年逐步放量营业收入大幅增长。目前国内的客户包括吉利、众泰、上汽荣威等车企，国外方面公司取得了通用的部分配套订单。2016 年 9 月 15 日公司发布《2016 年公司非公开发行股票预案（二次修订稿）》，其中拟投入电子真空泵项目的募集资金为 4.33 亿元，2 年完成建设产能达一年 260 万套。项目达产后预计将贡献 10 亿元收入与 1.5 亿元净利润。
- **国内 IBS 第一家，顺应汽车智能化趋势**《中国制造 2025》针对汽车智能化提出了明确的要求，预计“十三五”期间，从事汽车整车与汽车零部件智能化的行业将迎来新的发展机遇。公司是国内首家投身 IBS 研发的汽车零部件厂商，目前公司研发技术成熟，产品通过实验室调校试验和普通道路试验，未来两年有望量产。我们预计到 2020 年 IBS 市场规模将达到 25 亿。随着对于安全要求的不断提高，IBS 的渗透率将不断提升，据测算到 2020 年国内 IBS 市场规模在 25 亿元左右。公司积极扩充 IBS 产能打开未来业绩空间，2016 年 9 月发布公告，拟投入募集资金 19.62 亿元于汽车智能刹车系统，2 年完成建设产能达一年 150 万套。达产当年约贡献净利润 6.23 亿元。
- **底盘业务整合，铝合金和高强度钢实现互补**2017 年 10 月 20 日，公司发布签订股权收购协议的公告，宣布公司拟以现金 6.42 亿元人民

币收购浙江家力和四川福多纳 100% 股权。标的公司是专业生产汽车高强度钢底盘的供应商，本次收购将实现铝合金和高强度钢业务的优势互补，大大扩展底盘业务的市场份额，有效增厚公司业绩。此外在汽车轻量化趋势下，公司不断达成和海内外车企的铝合金结构件和控制臂业务合作，分别取得特斯拉的定点协议以及和蔚来汽车、比亚迪汽车的供货协议，未来底盘悬架业务将实现双管齐下。

- **盈利预测和投资评级：**基于审慎性原则，在股权收购未最终完成时，暂不考虑其对业绩的影响因素，小幅调整公司 2017/2018/2019 年 EPS 至 1.07/1.30/1.70 元，对应当前股价 PE 分别为 25/21/16 倍，当前公司的成长性被低估，密切关注公司业绩释放拐点，维持“增持”评级。
- **风险提示：**配套客户销量不达预期的风险；新产品研发及市场不及预期的风险；产能投放进度不及预期的风险；收购福多纳进度或业绩不及预期的风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	3938	4977	6276	8151
增长率（%）	31%	26%	26%	30%
净利润（百万元）	616	779	943	1240
增长率（%）	51%	27%	21%	31%
摊薄每股收益（元）	0.95	1.07	1.30	1.70
ROE（%）	18.13%	12.92%	14.85%	18.28%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 公司概况：深耕 NVH 业务，布局电子化、智能化、轻量化业务.....	5
1.1、 公司主营业务.....	5
1.2、 股权结构.....	6
2、 NVH 行业龙头，积极拓展海外项目.....	6
2.1、 NVH 产品市场空间可观.....	6
2.2、 公司竞争优势明显，海外项目助力发展.....	7
3、 EVP 市场空间可观，公司研发扩产提前布局.....	10
3.1、 涡轮增压和新能源汽车市场双驱动，电子真空泵未来需求可观.....	10
3.2、 自主 EVP 龙头研发能力强，逐步替代进口厂商.....	12
3.3、 定增募资扩大产能，EVP 未来业绩有保障.....	14
4、 汽车智能化已成趋势，国内 IBS 第一家.....	14
4.1、 汽车智能化技术发展迅速，智能驾驶走向成熟.....	14
4.2、 智能刹车系统市场前景非常广阔.....	15
4.3、 国内 IBS 第一家，募资扩产抢占市场.....	16
5、 底盘业务整合，铝合金和高强度钢双管齐下.....	17
5.1、 拟收购福多纳，拓展高强度钢实现业务互补.....	17
5.2、 轻量化乃汽车发展趋势，铝合金业务国内领先.....	19
6、 盈利预测与评级.....	21
7、 风险提示.....	22

## 图表目录

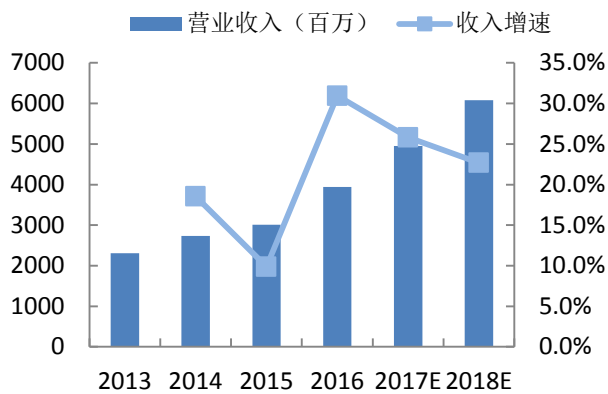
图 1: 公司历史营收及未来增速预测 .....	5
图 2: 公司主要业务历史收入贡献及预测 (百万元) .....	5
图 3: 公司历史综合毛利率及预测 .....	5
图 4: 公司主要业务历史毛利率及预测 .....	5
图 5: 发行人股权结构图 .....	6
图 6: 汽车内噪声和振动的传递路线图 .....	7
图 7: 国内橡胶减震产品市场容量 (亿元) .....	7
图 8: 国内隔音产品市场容量 (亿元) .....	7
图 9: 公司国内市场分布 .....	9
图 10: 公司国外市场分布 .....	10
图 11: 两代真空泵结构 .....	11
图 12: 2015 年-2017 年新能源汽车年度销量 (辆) .....	12
图 13: 2015 年-2017 年新能源汽车月度销量 (辆) .....	12
图 14: 2020 年我国 EVP 市场规模预测 (亿元) .....	12
图 15: 公司 EVP 营收及增速 (百万元) .....	14
图 16: 公司 EVP 毛利率 .....	14
图 17: 智能汽车发展的五阶段 .....	15
图 18: 汽车安全市场规模 .....	16
图 19: IBS 和 EVP 市场规模比较 .....	17
图 20: 福多纳合并财务数据 (单位: 百万元) .....	18
图 21: 福多纳 2017H1 净利润占比情况 .....	18
图 22: 汽车轻量化技术路线图 .....	19
图 23: 公司悬架产品营收及增速 (单位: 百万) .....	21
图 24: 公司悬架产品毛利率 (单位: 百万) .....	21
表 1: 橡胶减震产品市场主要竞争对手 .....	8
表 2: 隔音产品市场主要竞争对手 .....	8
表 3: 公司橡胶减震及隔音产品市场占有率 .....	10
表 4: EVP 项目开发情况 .....	13
表 5: EVP 市场主要竞争情况 .....	13
表 6: 公司定增募集资金投资计划 .....	14
表 7: 吉利底盘供应商 .....	19
表 8: 各汽车厂铝合金使用情况 .....	20
表 9: 盈利预测指标 .....	21

# 1、公司概况：深耕 NVH 业务，布局电子化、智能化、轻量化业务

## 1.1、公司主营业务

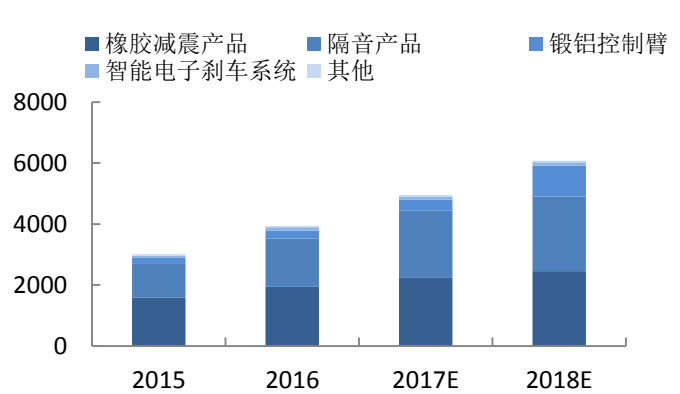
宁波拓普集团股份有限公司成立于 2004 年，主要从事汽车 NVH（即减震降噪及舒适性控制）领域橡胶减震产品和隔音产品的研发、生产与销售。公司拥有国内领先的整车 NVH 系统同步研发能力，已成为多家全球知名汽车制造商的 NVH 零部件系统集成供应商。公司 2017 年 1-9 月营业收入 35.40 亿元，同比增长 34.89%；归母公司股东的净利润 5.51 亿元，同比增长 30.07%。

图 1：公司历史营收及未来增速预测



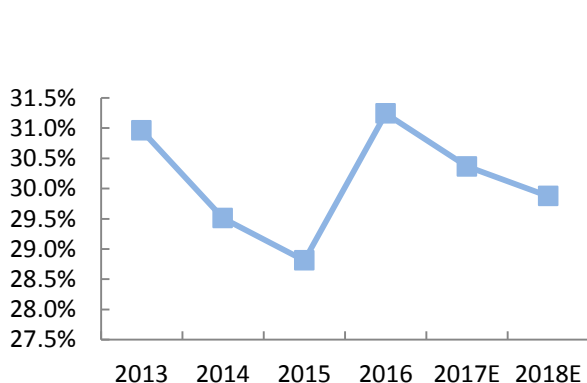
资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 2：公司主要业务历史收入贡献及预测（百万元）



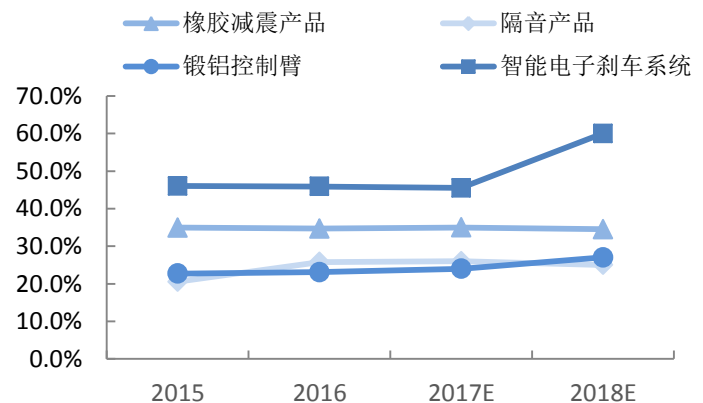
资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 3：公司历史综合毛利率及预测



资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 4：公司主要业务历史毛利率及预测



资料来源：公司财报，国海证券研究所

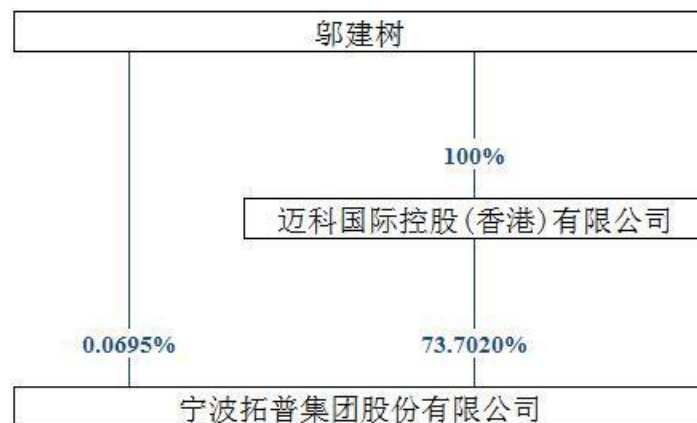
公司的主营业务包括橡胶减震产品、内饰功能件、锻铝控制臂以及汽车电子产品。公司以传统 NVH 业务为出发点巩固市场，积极开发电子化、智能化、轻量化汽

车零部件，紧跟行业发展趋势。电子化产品方面，公司研制开发出电子真空泵并取得国外通用的部分配套订单；智能化方面，公司国内首家投身智能刹车系统的厂家，积极募资扩充产能支撑未来业绩；轻量化方面，公司作为国内第一家做铝合金轻量化产品的厂商，收购主营高强度钢产品的福多纳，整合底盘行业，实现市场的全覆盖。未来 NVH 业务夯实业绩，电子化、智能化、轻量化产品将打开新增长点。

## 1.2、股权结构

公司的实际控制人为邬建树先生。公司第一大股东为迈科国际控股（香港）有限公司，持股比例为 65.75%。2017 年 5 月 26 日，公司发布非公开发行股票发行情况报告书，本次发行采取向包括公司实际控制人邬建树在内的不超过 10 名的特定投资者非公开发行的方式，非公开发行股票的数量为 78477758 股，其中邬建树先生的认购金额为 138000025.52 元。本次发行完成后，公司的股东结构将相应发生变化，迈科香港的持股比例下降至 65.75%，邬建树先生持股比例由发行前的 73.77% 比例下降至 66.44%。迈科香港仍为公司的控股股东，邬建树先生仍为公司的实际控制人。因此，本次非公开发行并没有导致公司的控制权发生变化。

图 5：发行人股权结构图



资料来源：公司公告，国海证券研究所

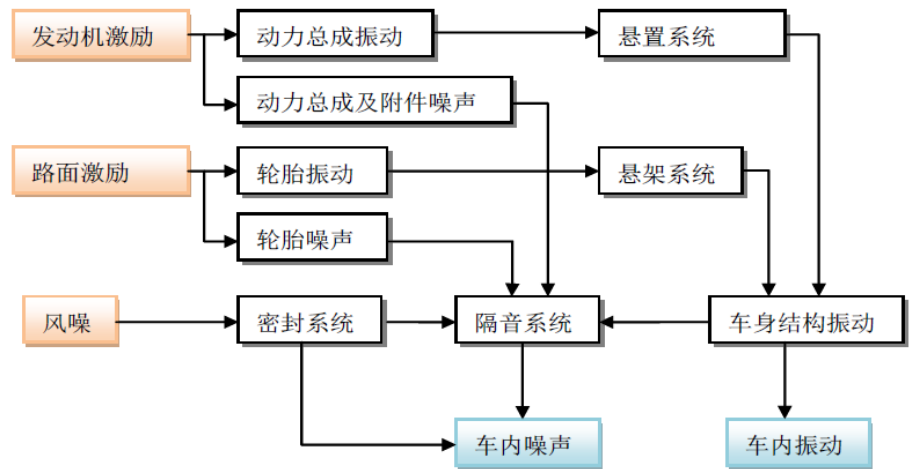
## 2、NVH 行业龙头，积极拓展海外项目

### 2.1、NVH 产品市场空间可观

汽车 NVH 零部件通常分为减震产品和降噪产品两大类。减震产品主要包括橡胶减震产品和弹簧阻尼减震产品，其中橡胶减震产品在整车系统中的分布最为广泛，用于动力总成、车身、底盘等各类结构件之间的弹性连接和缓冲；弹簧阻尼减震器主要包括各类悬架弹簧及液压筒式减震器，起到轮胎和车身的弹性连接和提供阻尼的作用。降噪产品主要包括隔音吸音产品和密封产品，隔音产品涵盖范围很

广，主要分布于发动机舱、乘员厢、行李厢和底盘，其中如顶棚、主地毯等在内的大部分内饰件也同时是车内噪声控制的重要零部件。

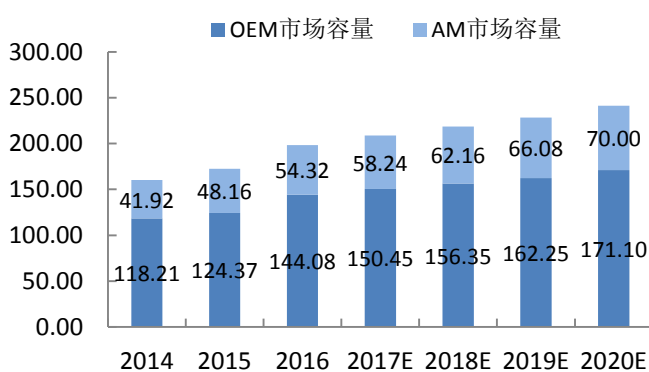
图 6：汽车内噪声和振动的传递路线图



资料来源：拓普集团招股说明书，国海证券研究所

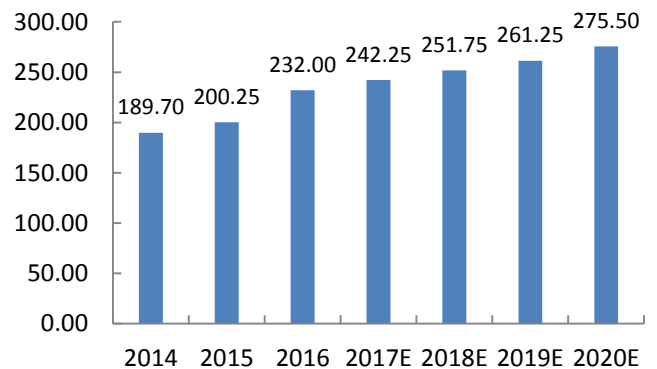
我们测算，到 2020 年国内橡胶减震产品市场总容量为 241 亿元，其中：OEM 市场容量为 171 亿元，AM 市场容量为 70 亿元。国内隔音产品市场容量为 276 亿元。橡胶减震产品和隔音产品市场空间可观，行业发展前景值得期待。我们做以下几个假设：假设一，2020 年中国乘用车产量为 2900 万辆；假设二，2020 年中国汽车保有量为 2.5 亿量；假设三，根据公司招股说明书的数据我们估算，2020 年 OEM 市场每套橡胶减震产品平均单价为 560 元，AM 市场每套橡胶减震产品平均单价为 26 元，OEM 市场每套隔音产品平均单价为 900 元。橡胶减震产品和隔音产品的市场空间非常广阔。

图 7：国内橡胶减震产品市场容量（亿元）



资料来源：拓普集团招股说明书，国海证券研究所

图 8：国内隔音产品市场容量（亿元）



资料来源：拓普集团招股说明书，国海证券研究所

## 2.2、公司竞争优势明显，海外项目助力发展

橡胶减震产品行业 OEM 市场进入门槛高，AM 市场竞争激烈。目前，国内从事汽车橡胶减震产品生产的企业有 600 多家。其中进入乘用车 OEM 市场的仅有约

50 家，其余企业主要服务于 AM 市场。AM 市场对供应商的资金实力、生产规模、配套能力、技术水平和成本等方面的要求均低于 OEM 市场，因此门槛相对较低，供应商数量较多，市场竞争十分激烈。

**表 1：橡胶减震产品市场主要竞争对手**

公司	业务范围	客户
宁海建新橡塑有限公司	主要生产轿车橡胶、塑料、密封条、冲压件、接插件、弹簧等产品	一汽大众、上海大众、沈阳金杯通用、神龙富康和杭州松下家用电器有限公司
上海众力汽车部件有限公司	主要产品为汽车发动机悬置减振系列、汽车底盘减振器系列、塑料装饰件系列及其它工业橡塑制品系列	奇瑞、天津丰田、广州丰田、第一汽车集团、海南汽车集团、大发、吉利、长城、江淮、哈飞、比亚迪
宁波捷豹集团有限公司	汽车振动控制系统、发动机进/排气系统、操纵系统、动力传动系统、电子控制系统、内/外饰系统等配套橡胶/塑料件总成及零部件	德国大众、上海大众、一汽大众、上海汽车、上海通用、北美通用、北京汽车、吉利汽车、华晨汽车
东海橡塑（天津）有限公司	主要生产汽车用减震橡胶及胶管	丰田、本田、日产等日系整车制造商
无锡沃可通用工程橡胶有限公司	主要生产销售橡胶金属减震器及橡胶密封件	一汽大众、上海大众等国内大型汽车制造厂及西欧、北美汽车制造商
无锡雀来宝减震器有限公司	生产橡胶金属减震器	上海大众、上海通用、长安福特、一汽大众、武汉神龙、江淮、北京现代、奇瑞
浙江骆氏实业发展有限公司	主要生产汽车用悬挂衬套、液压和机械式发动机支承，减震衬套、控制臂衬套和其他橡胶、塑料零件	一汽-大众、上海大众、一汽集团、一汽-丰田、金杯通用、华晨汽车、奇瑞

资料来源：公司官网，国海证券研究所

隔音产品行业以 OEM 市场为主。国内生产汽车隔音产品的企业共有 100 多家，由于隔音产品的 AM 市场容量较小，企业主要服务于 OEM 市场。与橡胶减震产品行业类似，隔音产品 OEM 市场对供应商的技术水平和质量要求较高，零部件企业须通过整车企业的体系认证。由于隔音产品的技术门槛相对较低，因此市场竞争比橡胶减震产品 OEM 市场更为充分。

**表 2：隔音产品市场主要竞争对手**

公司	业务范围	客户
常熟市汽车饰件有限公司	门内护板总成、仪表板/副仪表板总成、行李箱内饰总成、衣帽架总成和天窗遮阳板	一汽大众、上海通用、奇瑞汽车、北京奔驰、东风神龙、上汽汽车和上海大众
上海汽车地毯总厂有限公司	主要生产针刺地毯内饰材料、轿车地毯、衣帽架、行李箱内饰	上海大众、上海通用、安徽奇瑞
温州市环球汽车衬垫有限	主要生产车用隔音垫材料	上海大众、上海通用、一汽



公司		大众、武汉神龙、广州本田
佛吉亚（武汉）汽车部件系统有限公司	主要生产四大汽车模块：座椅、尾气控制系统、内饰系统、前端模块	一汽大众、上海大众、神龙公司、东风日产、长安福特、奇瑞
上海华特汽车配件有限公司	主要产品为遮阳板、隔音隔热垫、中间扶手、座椅发泡、门内把手、换挡罩盖、EPP发泡产品	上海大众、上海通用、天津丰田、南汽集团

资料来源：拓普集团招股说明书，国海证券研究所

公司同步研发及系统集成能力出众，行业内竞争力明显。公司一直坚持以研发为导向的经营策略，经过多年的技术发展和积淀，目前在汽车 NVH 领域的研发能力已符合多家全球知名汽车制造商的技术指标要求，是国内领先的具备整车同步研发能力的 NVH 零部件系统集成供应商，也是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。公司先后参与了上海通用、通用汽车、克莱斯勒、宝马、奥迪、上海汽车、一汽大众、一汽轿车、长安福特、长安汽车、吉利汽车、华晨金杯、江淮汽车、比亚迪汽车、奇瑞汽车等汽车制造商的同步研发，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。

公司具有优质和稳定的客户资源优势。在国内，公司的主要客户是国内知名整车制造企业，其中主要有上海通用、吉利、长安福特、上汽通用五菱、一汽大众、上海汽车、一汽轿车、比亚迪、北京奔驰、华晨集团、江淮汽车、江铃汽车、福田汽车、上海汇众等国内知名整车制造商。与此同时，公司也是佛吉亚烟台、上海纳铁福等系统集成供应商的重要配套商。

图 9：公司国内市场分布



资料来源：拓普集团招股说明书，国海证券研究所

在国外，公司的客户主要分布在北美与欧洲地区。主要客户包括克莱斯勒、通用汽车、奥迪、宝马等国际著名整车制造商、法雷奥、阿文美驰、本特勒等全球知名的零部件经销商和系统集成供应商。

图 10: 公司国外市场分布



资料来源：拓普集团招股说明书，国海证券研究所

公司积极拓展海外项目，保持与重要客户群在全球同步研发方面的持续、深度合作。2015 年 12 月公司获得通用全球平台 E2XX 项目未来 8 年总计 10 亿元的汽车 NVH 液压减震器订单。2016 年 10 月公司又获得通用全球平台 GEM 项目 NVH 减震器同步研发的 16.8 亿元订单。与通用的项目订单是公司第一次在海外取得 A 点订单，表明公司整体研发技术已经收到国际知名厂商的认可，未来有望继续打开海外市场。这一系列的项目是公司全球化战略的重大成果，将进一步扩大公司在该行业的领先优势，为公司深度实践全球化奠定坚实基础。

基于公司橡胶减震产品和隔音产品的营业收入以及市场容量的估计，我们测算出公司橡胶减震产品在 2015 年和 2016 年的市场占有率分别为 9.18% 和 9.79%，隔音产品对应的占有率分别为 5.67% 和 6.84%。随着公司研发技术不断进步、生产效率不断提高、国内外客户群不断扩张，预计公司未来将继续巩固在国内汽车橡胶减震产品和隔音产品市场的领先地位，并稳步扩大国外市场份额。

表 3: 公司橡胶减震及隔音产品市场占有率

产品	2015	2016
橡胶减震产品	9.18%	9.79%
隔音产品	5.67%	6.84%

资料来源：公司财报，国海证券研究所

### 3、EVP 市场空间可观，公司研发扩产提前布局

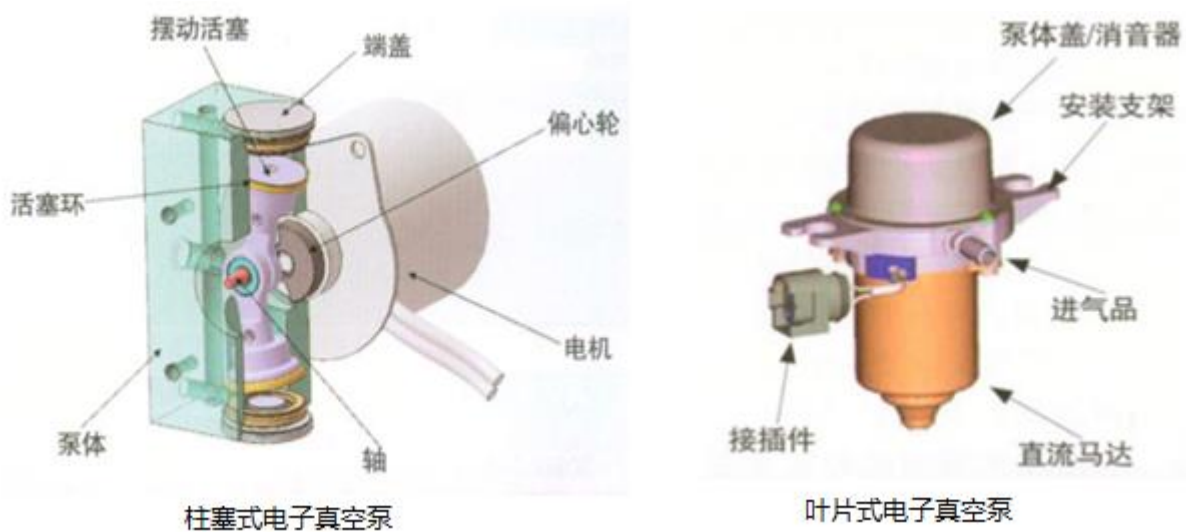
#### 3.1、涡轮增压和新能源汽车市场双驱动，电子真空泵未来需求可观

电子真空泵（EVP）已经成为涡轮增压及新能源动力汽车制动助力的标准配置。传统乘用车制动是通过真空助力器放大并推动液压系统对车轮产生制动力。近

年来，涡轮增压、混合动力及纯电动车占比不断提升，上述技术进步导致发动机进气歧管提供给真空助力器的真空度不足，一定工况如高原行驶情况下甚至无法满足刹车助力要求。汽车高效动力升级迫切需要为制动助力系统提供稳定、响应快速的新型真空源，目前的首选经济性解决方案是加装真空泵。

真空泵主要有电子式与机械式两种形式，电子真空泵相较于机械式更为先进智能。机械式真空泵与发动机凸轮轴相连，发动机一旦运转则同步工作，能源消耗较大；电子真空泵则是通过电机直接驱动产生真空源，可根据汽车的运行工况选择性开启，抽气速率等不受发动机工况影响，可为助力器提供稳定的真空源。因此，电子真空泵是涡轮增压及新能源动力汽车制动助力的标准配置。

图 11：两代真空泵结构



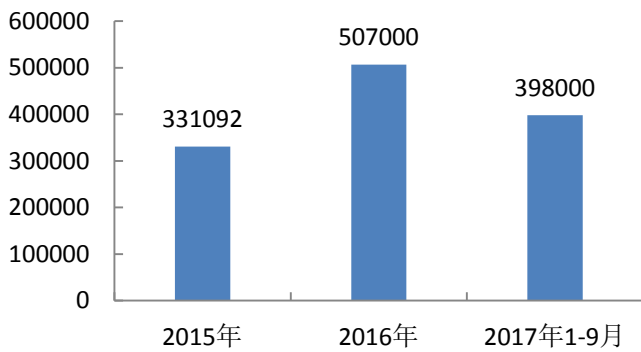
资料来源：汽车制动网，国海证券研究所

涡轮增压、混合动力及纯电动车市场规模不断扩大。近年来汽车排放标准要求越发严苛，工信部《乘用车燃料消耗量限值》等标准强制要求在 2020 年实现油耗

5L/百公里的目标。为实现低排放、高燃油经济性要求，发动机小型化与涡轮增压、混合动力及纯电动车的市场规模不断扩大。据中国汽车工业协会数据统计，2016 年我国汽车产销量均超过 2800 万辆，创全球历史新高，连续八年蝉联全球第一。我国汽车油耗限制逼近和二氧化碳减排推动涡轮增压器行业增长。根据全球领先的汽车涡轮增压器制造商霍尼韦尔发布的“全球涡轮增压市场预测”报告，中国作为全球涡轮增压市场的领头羊，涡轮增压器在中国新销售车辆的渗透率将进一步地提升，从 2015 年的 28% 上升至 2020 年的 47%，涡轮增压器的年销量从 2015 年 750 万台上升到 1,550 万台，复合增长率约为 16%。

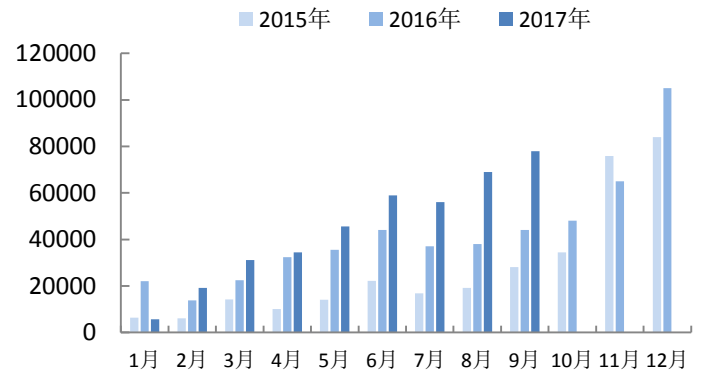
另据 2012 年国务院办公厅下发的《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》，到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。我国新能源汽车发展势头非常迅猛，涡轮增压、混合动力及纯电动车市场规模不断扩大。

图 12: 2015 年-2017 年新能源汽车年度销量 (辆)



资料来源: wind, 国海证券研究所

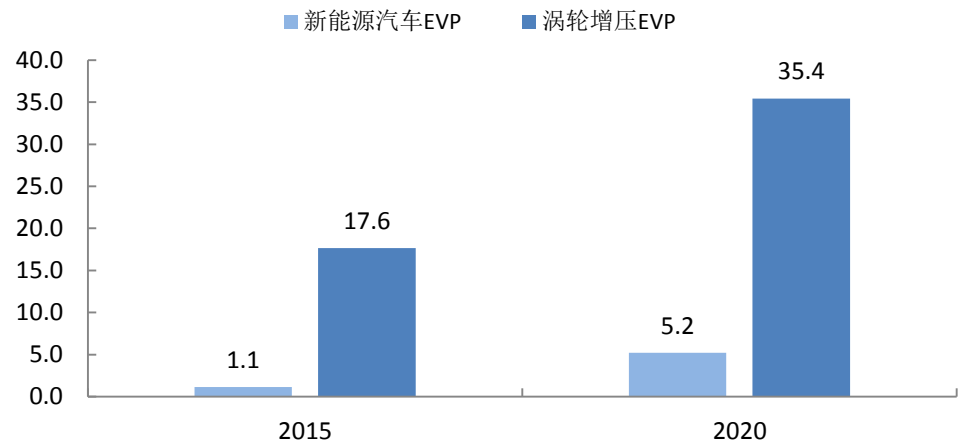
图 13: 2015 年-2017 年新能源汽车月度销量 (辆)



资料来源: wind, 国海证券研究所

电子真空泵未来市场空间乐观, 我们测算 2020 年 EVP 市场规模将在 40-45 亿元。根据汽车涡轮增压器制造商霍尼韦尔报告中的预测, 以及国务院下发的《节能与新能源汽车产业发展规划 (2012-2020 年)》中的数据, 我们做以下四个假设: 第一, 假设 2020 年乘用车产量为 2900 万; 第二, 假设涡轮增压器的渗透率达到 47%; 第三, 新能源汽车产量为 200 万; 第四, 电子真空泵单价为 260 元/套。计算得 2020 年 EVP 市场规模将达到 40-45 亿元。

图 14: 2020 年我国 EVP 市场规模预测 (亿元)



资料来源: 《节能与新能源汽车产业发展规划 (2012-2020 年)》, 国海证券研究所

### 3.2、自主 EVP 龙头研发能力强, 逐步替代进口厂商

深厚的研发与创新体系为电子真空泵的研发提供保障。拓普集团自创立以来始终坚持研发与创新, 是国内稀缺的具备与汽车厂同步系统研发的供应商。公司每年对研发投入巨资以保持体系、人才、软件、硬件、验证等各方面的领先性。公司在电子真空泵产品研发过程中配置公司优秀的经验丰富的研发团队, 综合运用 CAE、FEA 等系统模拟及仿真工具, 并且充分利用公司在汽车 NVH 领域的技术优势, 利用公司国际领先的试验与验证装备。公司研发的电子真空泵工作过程中

产生更低的振动与噪声，具备较高的抽气速率及使用寿命，已获得相应的国家发明专利授权。

公司 EVP 立项时间早，发展循序渐进。2008 年，国际油价破百美元并一路走高，市场对新能源汽车的呼声日益高涨。公司研究决定将汽车电子作为未来公司发展的主要方向，投入巨资开发相关产品。电子真空泵作为第一个项目已经于 2013 年完成研发并投入试生产，14 年小批量供货，15 年逐步放量营业收入大幅增长，获得初步成果。本着量产一代，研发一代，储备一代的原则，第二代产品汽车智能刹车系统样品试制成功并完成了部分测试。同时有更多的汽车电子项目正在孵化中。

**表 4: EVP 项目开发情况**

时间	EVP 开发情况
2008 年	EVP 立项
2013 年	EVP 完成研发投入试生产
2014 年	EVP 小批量供货
2015 年	EVP 逐步放量生产
2016 年	EVP 营收同比增长 133.9%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司大力开展与自主品牌车企的合作，并进入部分海外公司的配套系统，逐步替代进口厂商。公司在汽车零部件领域深耕多年，积累了较好的口碑。凭借强大的质量、服务、技术和成本优势，拓普集团与国内外大部分汽车厂建立了长期合作关系，为 EVP 市场的开拓提供了有力的支撑。公司是自主品牌 EVP 的龙头，在自主品牌近年来大力发展的同时，与众多自主品牌达成合作。目前国内的客户包括吉利、众泰、上汽荣威等强势崛起的车企。国外方面，公司取得了通用的部分配套订单，挑战着海拉、大陆等国际大公司的市场份额。

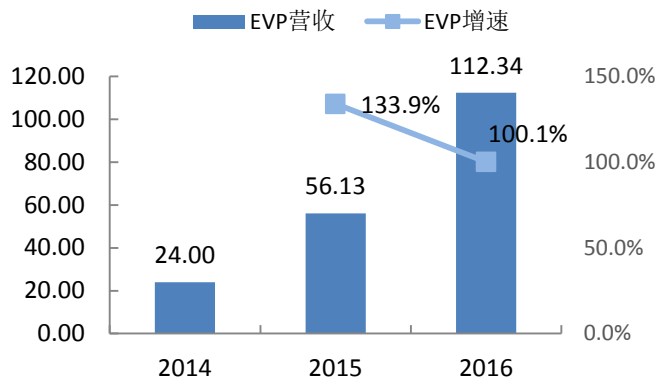
**表 5: EVP 市场主要竞争情况**

公司	类型	EVP 配套客户	相关配套车型
德国海拉	外资	通用、铃木、克莱斯勒、长城汽车	通用 Chevrolet Cruze、通用 Chevrolet Malibu Hybrid、铃木 Swift Range Extender、长城 C50
大陆集团	外资	福特、一汽、吉利、比亚迪、沃尔沃、特斯拉	福特 F150、福特 Connect、一汽红旗、吉利 EK、比亚迪 E6、沃尔沃 C30、特斯拉 Model S
拓普集团	自主品牌	吉利、众泰、上汽、海外通用	众泰全系，上汽全系，占吉利约三分之一

资料来源：汽车制动网，国海证券研究所

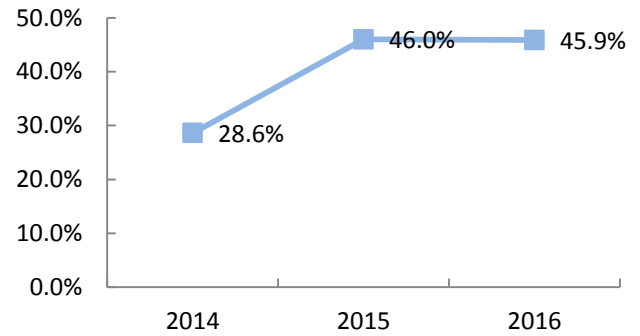
公司 EVP 业绩快速增长，产品毛利率高。2015 年公司 EVP 营收达到 5613.46 万元，同比增长 46.0%，133.9%，毛利率为 46.0%；2016 年 EVP 营收为 1.12 亿元，同比增长 100.1%，毛利率为 45.9%。EVP 增长速度迅速，最近两年都实现了业绩翻番，EVP 毛利率明显高于公司其它业务，产品盈利能力较好。

图 15: 公司 EVP 营收及增速 (百万元)



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

图 16: 公司 EVP 毛利率



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

### 3.3、定增募资扩大产能, EVP 未来业绩有保障

公司定增募集资金总额不超过 23.60 亿元, 扣除发行费用后拟用于汽车智能刹车系统项目及汽车电子真空泵项目。其中汽车电子真空泵项目投资总额为 6.49 亿元, 拟投入募集资金金额为 4.33 亿元, 项目建设期为 2 年, 占用工业用地 70 亩, 项目建成后产能可以达到一年 260 万套。电子真空泵项目是公司业务延伸到机电一体化与电控类领域的重要里程碑, 该项目的实施有助于实现公司战略的优化升级, 实现公司在机电一体化领域的发展, 同时增强公司的盈利能力, 促进可持续发展。项目达产后预计将贡献 10 亿元收入与 1.5 亿元净利润, 保证未来业绩。

表 6: 公司定增募集资金投资计划

	汽车电子真空泵 EVP 项目	汽车智能刹车系统 IBS 项目
投资总额 (万元)	64,935.67	221,122.09
拟投入募集资金金额 (万元)	43,340.12	196,174.00
项目建设期	2 年	2 年
项目建设地点	宁波市北仑区	宁波市北仑区
所需工业用地	70 亩	230 亩
项目产能	年产 260 万套	年产 150 万套
实施主体	宁波拓普底盘科技有限公司	宁波拓普集团股份有限公司

资料来源: 汽车制动网, 国海证券研究所

## 4、汽车智能化已成趋势, 国内 IBS 第一家

### 4.1、汽车智能化技术发展迅速, 智能驾驶走向成熟

近年来, 电子、智能、通信和新能源等技术飞速发展, 并不断向汽车行业渗透, 推动了汽车行业智能化、电子化的发展, 无人驾驶技术逐渐成熟。无人驾驶研究开始于 20 世纪 80 年代, 经过行业内近 30 年的发展, 受益于无人驾驶技术的成熟以及硬件系统成本的急速下降, 无人驾驶已经进入具备大规模普及的性价比区

间。2010年后，主机厂商相继开始在高配车型上配载 ADAS 辅助驾驶模块。继 2012 年 Google 推出第一款无人驾驶实验车型之后，国内外的各大汽车厂商（如宝马、沃尔沃、通用、丰田）均已做出智能驾驶和自动驾驶方面的战略部署。国际智能汽车的阶段划分以美国高速公路管理局的划分 L0-L4 为主，目前智能汽车发展阶段处于 L1\L2 阶段。

图 17：智能汽车发展的五阶段

L0: 无智能化	驾驶员直接操控底层结构						
L1: 辅助驾驶	LDWS 车道偏离警告	TLR 交通信号灯识别	NV 夜视系统	DDD 驾驶员疲劳探测	FCWS 正面碰撞警告	BLIS 盲点探测	ALC 自适应灯光控制
	TMC 实时交通系统	ISA 电子警察系统		AVM 全景驾驶辅助		TPMS 胎压监测	HUD 抬头显示
L2: 半自动驾驶	ABS 防抱死系统	AP 自动泊车系统	AEB 紧急自动刹车	ELA 紧急车道辅助	ESP 车身稳定系统	EBD 电子制动力分配	电子差速锁止
	BAS 制动辅助系统	全自动泊车系统	智能车速辅助	后向驾驶辅助		TCS/ASR 牵引力控制系统	LDWS 车道辅助转向
	VCS 车联网	ACC 自适应巡航	LCA 车道保持与跟踪	CAS 预碰撞系统	EVW 电动汽车报警	PPS 行人保护系统	转向及穿行辅助
		HDC 下坡控制系统					
L3: 高度自动驾驶 (特定环境下自动驾驶)	编队行驶 主动避碰 主动超车、变道 车辆交汇 汇入/离开车流 全局/局部路径规划						
L4: 全工况无人驾驶	全路况、全天候、无人介入驾驶						

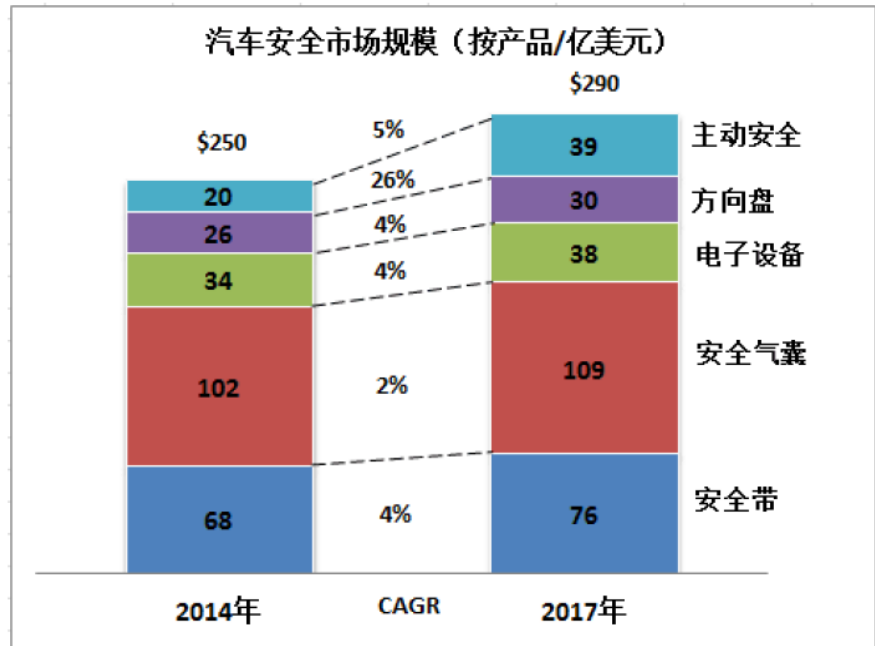
资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 4.2、智能刹车系统市场前景非常广阔

汽车智能刹车系统（IBS）是主动安全方面的市场需求。安全性指标一直是汽车领域的核心标准之一。由于传统的被动安全技术如安全带、安全气囊、保险杠等并不能有效降低安全事故的发生，被动安全技术已无法满足人们对安全性的要求。以智能刹车系统等技术为代表的主动安全技术可积极有效保障汽车行驶安全和预防事故发生，同时对人们的驾乘习惯和感受带来了新的变革。包括紧急自动刹车系统（AEB）、车身电子稳定系统（ESC）、主动车道保持、自适应巡航控制和自动泊车技术等在内的先进主动安全技术成为汽车行业发展趋势，上述系统均需智能刹车系统作为执行机构。近年来，欧美等国家制定了车辆制动配置主动安全的法规和技术标准体系，美国 NHTSA 2015 年 1 月起将 DBS（AEB）加入推荐高级安全列表，欧盟 E-NCAP 2013 年 11 月强制要求商用车安装 AEB，澳大利亚 A-NCAP 2012 年起强制要求新车安装 AEB，日本 MLIT 2016 年起强制要求新车安装 AEB。据调研机构 IHS 预测，未来 10~15 年是智能汽车快速发展的黄金阶段，主动安全类产品如 IBS 等的年复合增速将达到 26%，IBS 市场前景十分广阔。目前，我国尚未将 AEB 作为强制性标准，但随着人们对主动安全需求的提升，未来我国也可能将 AEB 作为强制性安装要求。智能刹车系统属于 AEB 执行

层的关键系统，随着主动安全市场规模的扩大，智能刹车系统市场需求可观。

图 18: 汽车安全市场规模



资料来源：公司公告，国海证券研究所

汽车智能刹车系统是智能汽车和新能源汽车的市场需求。对于无人驾驶汽车和主动安全系统，IBS 作为执行层的关键模块，发挥极其重要的作用。同时，对于新

能源汽车而言，常规的真空助力刹车系统无法使用，需要新结构的刹车系统替代。汽车智能刹车系统 IBS 是由机械装置与电控单元组成的机电一体化产品，具有更高效、响应速度更快、可拓展性更强的优势，并能实现主动安全的功能，是新能源汽车的最佳制动解决方案。我国新能源汽车发展势头非常迅猛，根据 2012 年国务院办公厅下发的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》，到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。智能汽车产业链的快速增长和新能源车市场规模的快速增长，将给智能刹车系统创造可观的市场空间。

汽车智能刹车系统是驾驶舒适性和环保的市场需求。汽车智能刹车系统 IBS 由机械装置与电控单元组成，通过传感器感知驾驶者踩下刹车的力度和速度，传递给电控单元，电控单元将信号处理之后传给助力机构中的伺服电机，在机械传动的放大机构驱动下，推动制动主泵工作，从而实现电控制动。由于 IBS 的踏板感和助力比是可设定的，可以很好改善刹车过程中的舒适性及准确性。另外，在汽车制动时，IBS 可以配合驱动电机实现汽车制动减速的同时，将动能转化为电能，实现制动能量的回收，可提高燃油经济性并起到节能环保的作用。智能刹车系统舒适性和节能环保的优良特性进一步扩大了其市场空间。

### 4.3、国内 IBS 第一家，募资扩产抢占市场

公司是国内首家投身 IBS 研发的汽车零部件厂商。2011 年 9 月，公司成立子公

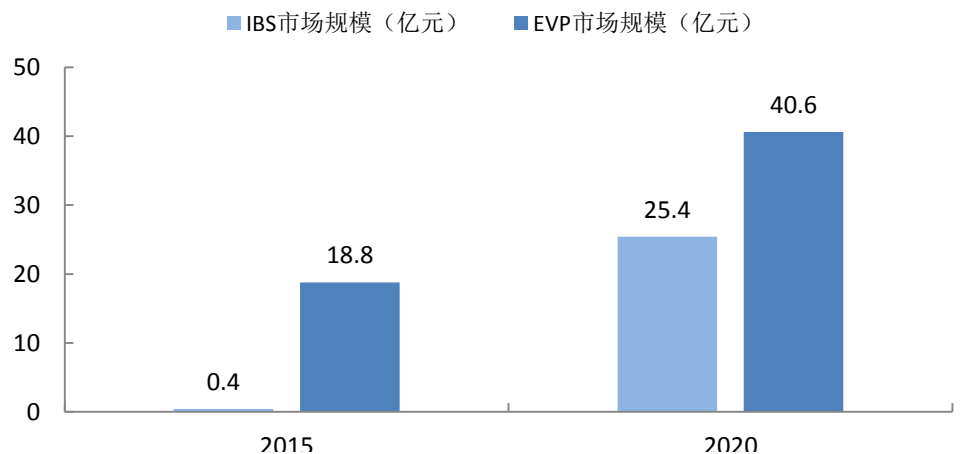


司——宁波拓普智能刹车系统有限公司，主要从事 IBS 和 EVP 产品的研发生产。经历 7 年发展，目前公司研发技术成熟，产品通过实验室调校试验和普通道路试验，未来两年内有望量产。

IBS 可以帮助公司实现业务升级和快速增长。IBS 在主动安全、无人驾驶和新能源汽车方面市场需求可观。公司通过 IBS 产品的研发，可以进一步提升公司在智能汽车领域的技术能力，扩大公司的汽车电控领域的业务规模。公司通过自主研发、与高校合作等方式，加快本项目的实施进度，有助于公司实现业务布局的战略升级。

我们预计到 2020 年 IBS 市场规模将达到 25 亿。随着对于安全要求的不断提高，C-NCAP 对于 AEB 使用普及的要求不断提升，AEB 渗透率有望实现高增长。IBS 作为执行层的关键模块，发挥极其重要的作用，其在 AEB 系统中的渗透率也有望不断提高。我们做以下四个假设：第一，2020 年中国乘用车产量为 2900 万辆；第二，2020 年 AEB 渗透率达到 10%；第三，2020 年 IBS 在 AEB 中的渗透率为 35%；第四，IBS 产品单价为 2500 元。测算得 2020 年 IBS 市场规模在 25 亿元左右。

图 19: IBS 和 EVP 市场规模比较



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司定增募集资金扩充 IBS 产能，积极夺取未来市场。发行的募集资金总额不超过 23.60 亿元，扣除发行费用后拟用于汽车智能刹车系统项目及汽车电子真空泵项目。其中汽车智能刹车系统项目投资总额为 22.11 亿元，拟投入募集资金金额为 19.62 亿元，项目建设期为 2 年，占用工业用地 230 亩，项目建成后产能可以达到一年 150 万套。经测算，项目投产后，达产当年净利润达 6.23 亿元。

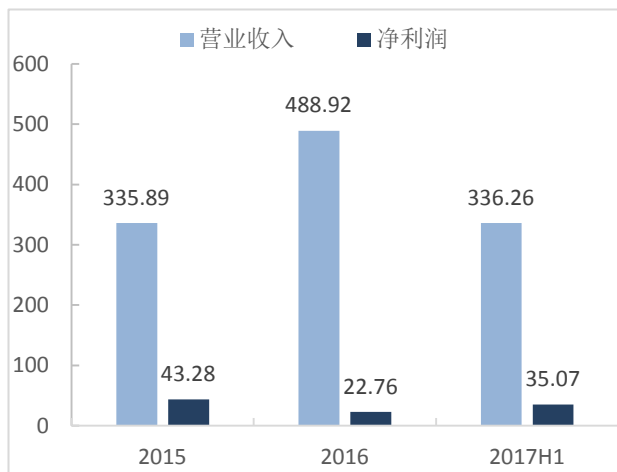
## 5、底盘业务整合，铝合金和高强度钢双管齐下

### 5.1、拟收购福多纳，拓展高强度钢实现业务互补

公司拟收购福多纳，拓展高强度钢底盘业务，实现底盘业务整合。2017年10月20日，公司发布宁波拓普集团股份有限公司关于签订股权收购协议的公告，宁波拓普集团股份有限公司与浙江家力汽车零部件有限公司、四川福多纳汽车零部件有限公司的股东邓东东先生、潘红梅女士于2017年10月18日签署了《股权转让协议》。公司拟以现金6.42亿元人民币收购邓东东先生、潘红梅女士持有的浙江家力和四川福多纳100%股权。本次公司拟收购的标的公司为浙江家力（承接全部浙江福多纳汽车底盘业务）和四川福多纳。浙江公司主要供应吉利华东基地，四川公司主要供应吉利西北基地。

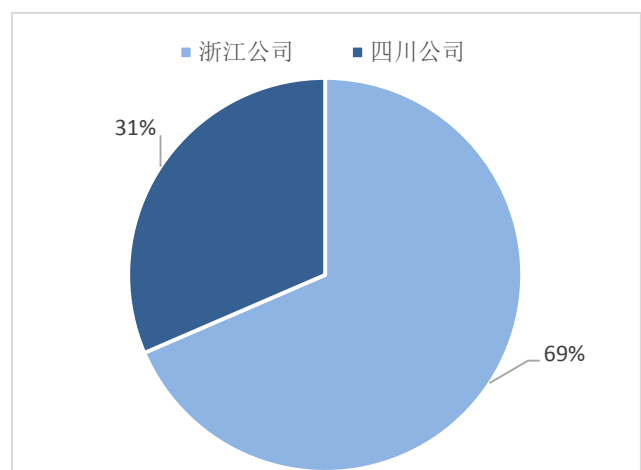
标的公司是一家专业生产汽车高强度钢底盘的供应商，经营范围为汽车底盘结构件、前副车架总成、后桥总成、摆臂总成、控制臂、球销、制动器、其它汽车配件、模具、机械零部件的制造、销售。标的公司在底盘领域深耕20余年，拥有丰富的制造经验和深厚的质量控制能力，具备一定的核心竞争力。浙江家力2016净利润为2275.06万元，2017H1为2403.49万元；四川福多纳2016净利润为0.99万元，2017H1为1104.49万元。合并后2017上半年贡献利润3500万元，全年预计净利润超过7000万元，近两年公司盈利能力较好，鉴于产品处于爬坡期，未来利润有望进一步提升。

图 20: 福多纳合并财务数据 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 21: 福多纳 2017H1 净利润占比情况



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

公司原先是国内最早进入汽车铝合金轻量化领域的企业，是中国第一家生产铝合金轻量化产品的厂商，国际上排名在前五名以内。公司在铝合金底盘悬架件方面占有技术优势。此次收购福多纳，公司拓展了高强度钢底盘等产品，丰富了底盘业务方面的产品线，实现了产品互补。相对于铝合金，高强度钢技术成熟度更高，成本相对较低，高强度钢的成本比铝合金低20%-30%。在目前铝合金车身还未广泛应用的时候，高强度钢是汽车厂商用于过渡的一个绝佳替代品。公司此次收购福多纳，可以直接提升底盘业务的未来业绩，实现铝合金和高强度钢双管齐下，大大扩展底盘业务的市场份额。

公司实力雄厚，收购福多纳实现客户资源的高效利用。福多纳原先的第一大客户是吉利，此次收购以后也将继续保持与吉利的合作关系，也将吉利这一客户流量导入公司原有的产品。吉利目前的底盘供应商主要有三个，分别是塔奥地通、韩国东熙和福多纳。在目前前两大供应商份额下降的时候，吉利谋求自主品牌零部

件厂商共成长，公司此时的切入将进一步深度绑定与吉利的合作关系。此外，公司原有的通用、长安等客户流量也可以导入福多纳高强度钢产品，实现客户资源的高效利用。

**表 7: 吉利底盘供应商**

公司	份额排名	企业类型	与吉利发展关系
塔奥地通	第一	塔奥和地通的合资公司	到 2016 为止，塔奥全面退出中国市场，在资金和技术方面都遇到问题，份额下降
韩国东熙	第二	外资	吉利这几年去韩化比较明显，份额在逐步往下走
福多纳	第三	自主品牌	被拓普收购，和吉利深度绑定，共同成长

资料来源：公司官网，国海证券研究所

## 5.2、轻量化乃汽车发展趋势，铝合金业务国内领先

轻量化要求标准和燃油消耗标准不断升级，汽车轻量化已是未来发展趋势。《节能与新能源汽车路线图》对于汽车轻量化提出了明确的要求，2020 年、2025 年和 2030 年整车相较于 2015 年减重分别要达到 10%、20%和 30%；到 2030 年，高强度钢应用比例大幅增加，单车用铝量超过 350kg，单车使用镁合金 45kg，碳纤维使用量占车重 5%。这些目标将通过采用轻质材料、新制造技术和工艺、优化结构设计以及大力推动高强度钢、铝合金、镁合金、碳纤维复合材料等在汽车上的应用来实现。此外在 2012 年 6 月国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020）》中，我国乘用车平均燃料消耗量到 2020 年要被控制到 5.0 升/100 公里。不管是汽车轻量化标准的直接要求，还是汽车燃油消耗标准的间接要求，车身轻量化无可避免的成为未来汽车工业发展的一大趋势。

**图 22: 汽车轻量化技术路线图**

发展目标	技术路径	发展重点						
<p>到2030年：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 高强度钢应用比例大幅增加</li> <li>• 单车用铝量超过350kg</li> <li>• 单车使镁合金45kg</li> <li>• 碳纤维使用量占车重5%</li> </ul> <p>整车比2015年减重：</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>2020年</th> <th>2025年</th> <th>2030年</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>10%</td> <td>20%</td> <td>35%</td> </tr> </tbody> </table>	2020年	2025年	2030年	10%	20%	35%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 轻质材料的应用</li> <li>➢ 新的制造技术和工艺</li> <li>➢ 先进的结构优化或设计方法</li> <li>➢ 大力推进高强度钢、铝合金、镁合金、工程塑料、复合材料等在汽车上的应用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 轿车车身的轻量化</li> <li>✓ 轿车动力传动的轻量化</li> <li>✓ 底盘轻量化技术</li> <li>✓ 高强度钢的材料与工艺提升</li> <li>✓ 轻质材料的部件制作工艺研究</li> <li>✓ 轻质材料典型部件的标准化、系列化研究</li> <li>✓ 复合材料工艺及高效制备</li> <li>✓ 轻质材料部件的设计与工艺模拟技术</li> </ul>
2020年	2025年	2030年						
10%	20%	35%						

资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图》，国海证券研究所

汽车轻量化趋势将直接催生铝合金车身需求。《节能与新能源汽车技术路线图》

除了直接给出 2030 年车用铝量产国 350kg 的硬性标准外，还规定了 2020 到

2030 年整车减重目标，使用铝合金材料是减重降燃油消耗比较好的选择。众多国内外车企都已经纷纷选择了使用铝合金车身里实现轻量化的目标。从国外品牌到自主品牌，从高端车到中低端车，铝合金材料已经实现了全应用。2016 年 4 月奇瑞捷豹路虎全铝车身生产线正式投产；特斯拉研发制造的 Model S 也采用全铝车身，除了车身外，特斯拉前后悬架大部分材料也采用铝材；福特 F-150 是该品牌中首个大规模采用全铝车身技术的车型，采用全铝技术后，减重超过 300kg，油耗大幅降低；奇瑞微型电动车奇瑞 eQ1 车身采用了全铝合金；蔚来 ES8 的白车身采用了源于飞行器的全铝架构平台，ES8 全铝车身上铝材的使用率高达 96.4%，这也是全球量产的全铝车身中最高比例的铝材应用量。

表 8：各汽车厂铝合金使用情况

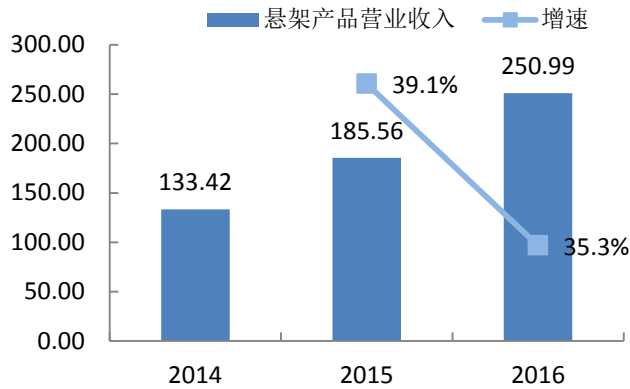
奥迪	A8	奥迪作为车身轻量化领域的先驱，自上世纪 80 年代末就开始轻量化技术的研究，当时推出的奥迪 V8 就是奥迪车身轻量化应用的原型车。随着对车身刚性和碰撞安全方面要求进一步提高，奥迪 A8 系列在车身材料方面，奥迪在 1995 年首先批量生产的第一代奥迪 A8 是使用铝质材料制造汽车车身的最具代表性的成功之作。车身采用由铝挤压成型的多种盒形断面的梁构成空间框架，称为 ASF (Aluminum Space Frame)。
捷豹路虎	XFL	将全铝技术应用得最彻底的是来自英国的捷豹品牌，其技术最成熟，铝合金车的产量也最大。2016 年 4 月位于江苏常熟的奇瑞捷豹路虎全铝车身生产线正式投产，成为国内汽车行业第一家能够成熟地制造全铝车身的工厂，以 75% 铝合金材料应用比率而闻名的首款国产车全新捷豹 XFL 就从这里下线。
特斯拉	Model S	特斯拉研发制造的 Model S 也采用全铝车身。除了车身外，特斯拉前后悬架大部分材料也采用铝材。
福特	F-150	福特 F-150 是该品牌中首个大规模采用全铝车身技术的车型。皮卡车身重油耗高，采用全铝技术后，减重超过 300kg，油耗大幅降低。
林肯	领航员	林肯领航员也采用了全铝车身，整车的刚度得到提升的同时，大幅降低了车辆的总重，车辆的动力性和燃油经济性得到有效提升。
劳斯莱斯	幻影	劳斯莱斯幻影基于宝马集团全新的铝制车身平台打造，整备质量大幅下降。
蔚来	ES8	ES8 的白车身采用了源于飞行器的全铝架构平台。ES8 全铝车身上铝材的使用率高达 96.4%，这也是全球量产的全铝车身中最高比例的铝材应用量。除了车身之外，ES8 的底盘、悬挂、轮毂、刹车系统以及电池组外壳都是全铝材质。
奇瑞	eQ1	奇瑞微型电动车奇瑞 eQ1 车身采用了全铝合金。奇瑞 eQ1 的“全铝车身”其实并不是完整意义上的全铝，而是“铝合金结构件”，覆盖件还是使用的复合材料

资料来源：汽车之家，国海证券研究所

公司是中国第一家生产铝合金轻量化产品的厂商，国际上排名在前五名以内。公司早在 2006 年开始开发汽车悬架系统轻量化产品，主要生产铝合金控制臂与连

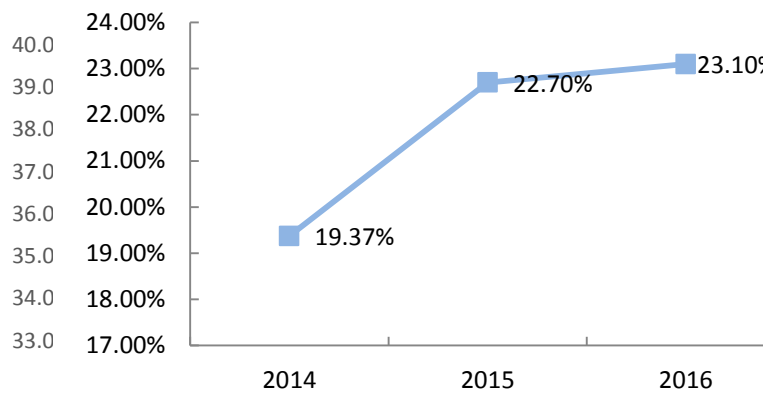
杆。在 2015 年 9 月，公司又设立全资子公司宁波拓普悬架系统有限公司。公司近年来悬架产品业绩良好，保持高速增长。2015 年悬架产品营业收入为 1.86 亿元，同比增长 39.08%；毛利率为 22.70%，同比增长 3.33 个百分点。2016 年悬架产品营业收入为 2.51 亿元，同比增长 35.26%；毛利率为 23.10%，同比增长 0.40 个百分点。

图 23: 公司悬架产品营收及增速 (单位: 百万)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 24: 公司悬架产品毛利率 (单位: 百万)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

近年来公司在国内外都斩获一批客户的定点协议, 表明公司的轻量化产品已经广受国内外知名厂商认可。

2016 年 8 月 24 日, 公司发布了宁波拓普集团股份有限公司关于收到特斯拉供应商定点书 (协议) 的补充公告, 该定点协议阐述了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; 2016 年 9 月 7 日, 公司发布了宁波拓普集团股份有限公司关于签署轻量化悬架产品相关协议的提示性公告, 公司全资子公司宁波拓普汽车零部件有限公司分别与上海蔚来汽车有限公司签订了供货框架协议, 主要为其智能电动汽车配套轻量化悬架系统相关产品, 与比亚迪汽车工业有限公司签订了定点开发协议和批量供货协议, 主要为其新能源汽车配套轻量化悬架系统相关产品。

## 6、盈利预测与评级

公司于 2017 年 5 月 24 日, 完成 30.52 元/股非公开发行约 7848 万股, 募集资金净额 23.6 亿元的定增事宜。募集资金净额全部投向汽车智能刹车系统项目和汽车电子真空泵项目, 定增的顺利完成成为下一阶段的成长布局产能储备。

基于审慎性原则, 在福多纳股权收购未最终完成时, 暂不考虑其对业绩的影响因素, 小幅调整公司 2017/2018/2019 年 EPS 至 1.07/1.30/1.70 元, 对应当前股价 PE 分别为 25/21/16 倍, 当前公司的成长性被低估, 密切关注公司业绩释放拐点, 维持“增持”评级。

表 9: 盈利预测指标

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	3938	4977	6276	8151

增长率(%)	31%	26%	26%	30%
净利润(百万元)	616	779	943	1240
增长率(%)	51%	27%	21%	31%
摊薄每股收益(元)	0.95	1.07	1.30	1.70
ROE(%)	18.13%	12.92%	14.85%	18.28%

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 7、风险提示

- 1) 配套客户销量不达预期的风险;
- 2) 新产品研发及市场不及预期的风险;
- 3) 产能投放进度不及预期的风险;
- 4) 收购福多纳进度或业绩不及预期的风险。

表 10: 拓普集团盈利预测表 (暂不考虑股权收购对业绩的影响因素)

证券代码:	601689.SH				股价:	25.77	投资评级:	增持		日期:	2017-11-13	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>							
ROE	18%	13%	15%	18%	EPS		0.95	1.07	1.30	1.70		
毛利率	31%	30%	30%	30%	BVPS		5.19	8.25	8.70	9.29		
期间费率	14%	13%	13%	13%	<b>估值</b>							
销售净利率	16%	16%	15%	15%	P/E		28.40	25.17	20.78	15.81		
<b>成长能力</b>							P/B		5.19	3.27	3.10	2.90
收入增长率	31%	26%	26%	30%	P/S		4.44	3.94	3.12	2.40		
利润增长率	51%	27%	21%	31%								
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>							
总资产周转率	0.80	0.63	0.73	0.85	<b>营业收入</b>		<b>3938</b>	<b>4977</b>	<b>6276</b>	<b>8151</b>		
应收账款周转率	2.70	2.70	2.70	2.70	营业成本		2708	3466	4407	5698		
存货周转率	3.07	3.07	3.07	3.07	营业税金及附加		31	39	50	65		
<b>偿债能力</b>							销售费用		201	249	314	408
资产负债率	31%	24%	26%	29%	管理费用		332	348	439	571		
流动比	1.82	2.55	2.51	2.41	财务费用		(25)	(3)	(3)	(3)		
速动比	1.24	1.94	1.85	1.73	其他费用/(-收入)		8	4	5	5		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>		<b>698</b>	<b>882</b>	<b>1074</b>	<b>1418</b>		
现金及现金等价物	330	1638	1631	1578	营业外净收支		17	23	22	22		
应收款项	1460	1846	2327	3023	<b>利润总额</b>		<b>715</b>	<b>905</b>	<b>1096</b>	<b>1440</b>		
存货净额	883	1143	1453	1879	所得税费用		99	126	152	200		
其他流动资产	91	115	145	188	<b>净利润</b>		<b>616</b>	<b>779</b>	<b>943</b>	<b>1240</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>2764</b>	<b>4741</b>	<b>5556</b>	<b>6668</b>	少数股东损益		(0)	(0)	(0)	(0)		
固定资产	1333	1444	1347	1258	<b>归属于母公司净利润</b>		<b>616</b>	<b>779</b>	<b>943</b>	<b>1240</b>		
在建工程	216	1096	1096	1096	<b>现金流量表 (百万元)</b>							
无形资产及其他	381	381	343	305	<b>经营活动现金流</b>		<b>276</b>	<b>574</b>	<b>660</b>	<b>754</b>		
长期股权投资	72	72	72	72	净利润		616	779	943	1240		
<b>资产总计</b>	<b>4946</b>	<b>7915</b>	<b>8595</b>	<b>9579</b>	少数股东权益		(0)	(0)	(0)	(0)		
短期借款	200	200	150	150	折旧摊销		162	127	134	124		
应付款项	1132	1466	1864	2410	公允价值变动		0	0	0	0		
预收帐款	18	23	29	37	营运资金变动		(501)	(331)	(418)	(610)		
其他流动负债	171	171	171	171	<b>投资活动现金流</b>		<b>(163)</b>	<b>(991)</b>	<b>96</b>	<b>90</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>1521</b>	<b>1859</b>	<b>2213</b>	<b>2768</b>	资本支出		(309)	(991)	96	90		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资		(14)	0	0	0		
其他长期负债	29	29	29	29	其他		159	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>筹资活动现金流</b>		<b>1195</b>	<b>1851</b>	<b>(667)</b>	<b>(810)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>1550</b>	<b>1889</b>	<b>2242</b>	<b>2797</b>	债务融资		200	0	(50)	0		
股本	649	728	728	728	权益融资		0	2360	0	0		
股东权益	3396	6026	6353	6782	其它		995	(509)	(617)	(810)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4946</b>	<b>7915</b>	<b>8595</b>	<b>9579</b>	<b>现金净增加额</b>		<b>1308</b>	<b>1435</b>	<b>89</b>	<b>33</b>		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【汽车组介绍】

周绍倩，毕业于同济大学汽车专业，汽车行业 OEM 四年工作经验，证券行业 A+H 股两年研究经验，2016 年加入国海证券研究所。

## 【分析师承诺】

周绍倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。



若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。