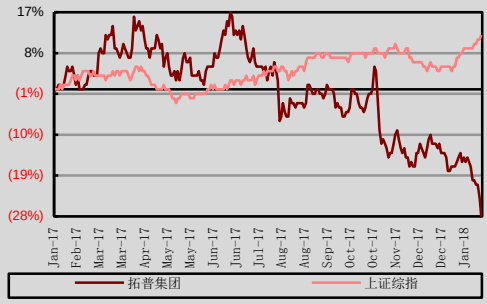
601689.CH

买入

市场价格：人民币 21.74

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(13.8)	(14.4)	(26.3)	(27.4)
相对上证指数	(18.4)	(20.6)	(29.9)	(39.5)

发行股数(百万)	728
流通股(%)	23
流通股市值(人民币 百万)	3,687
3 个月日均交易额(人民币 百万)	97
净负债比率(%)(2018E)	净现金
主要股东(%)	
中国人寿保险股份有限公司－分红－个人	1

资料来源：公司数据，聚源及中银证券

以 2018 年 1 月 23 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋
(8621)20328314
peng.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

*魏敏为本报告重要贡献者

拓普集团

减震隔音今日龙头，底盘轻量化明日之星

公司是国内橡胶减震和隔音产品的龙头企业，主要产品为减震器、内饰功能件、智能刹车系统及锻铝控制臂等，客户群覆盖了全球主流整车企业，主要客户包括宝马、奔驰、奥迪、保时捷、大众、克莱斯勒、通用、福特、吉利等。在燃油车节能减排及电动车增加续航等因素的大力推动下，汽车轻量化势在必行，而铝是汽车轻量化最佳材料，有望迎来爆发。公司大力发展锻铝控制臂业务，有望大幅受益。公司是减震和隔音产品国内龙头，自主车企崛起有望带动公司相关业务持续快速增长。此外公司 EVP、IBS 等智能刹车系统产品国内领先，收购福多纳大力发展底盘件业务，未来有望成为公司新的增长点。我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 1.07 元、1.39 元和 1.70 元，考虑到汽车轻量化及底盘业务的良好前景，首次给予买入评级。

支撑评级的要点

- **轻量化推动汽车用铝爆发，锻铝控制臂有望快速发展。**在燃油车节能减排及电动车增加续航等因素的大力推动下，汽车轻量化势在必行，而铝是汽车轻量化最佳材料，有望迎来爆发。公司大力发展锻铝控制臂业务，17H1 收入增长近 40%，未来有望大幅受益。
- **智能刹车产品国内领先，大力发展底盘部件前景好。**公司 EVP、IBS 等智能刹车系统产品国内领先，随着新能源汽车快速发展，相关业务有望爆发。此外公司收购福多纳大力发展底盘件业务，未来有望成为公司新的增长点。
- **减震和隔音产品国内龙头，业绩持续增长。**公司是减震和隔音产品国内龙头，近年来伴随着以吉利为首的自主车企崛起，公司相关业务持续快速增长。17H1 内饰件收入增速近 70%，有望推动公司业绩持续增点。

评级面临的主要风险

- 1）国内铝合金轻量化不及预期；2）底盘等新业务不及预期。

估值

- 我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 1.07 元、1.39 元和 1.70 元，考虑到汽车轻量化及底盘业务的良好前景，首次给予***买入***评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	3,007	3,938	5,324	6,921	8,305
变动(%)	10	31	35	30	20
净利润(人民币 百万)	409	616	780	1,012	1,238
全面摊薄每股收益(人民币)	0.562	0.846	1.072	1.391	1.702
变动(%)	2.4	50.7	26.7	29.7	22.3
全面摊薄市盈率(倍)	38.7	25.7	20.3	15.6	12.8
价格/每股现金流量(倍)	59.3	51.1	11.3	35.4	15.0
每股现金流量(人民币)	0.37	0.43	1.93	0.61	1.45
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.1	19.6	12.5	9.9	7.8
每股股息(人民币)	0.616	0.000	0.322	0.417	0.511
股息率(%)	2.8	n.a.	1.5	1.9	2.4

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	**3,007**	**3,938**	**5,324**	**6,921**	**8,305**
销售成本	(2,157)	(2,739)	(3,763)	(4,900)	(5,880)
经营费用	(321)	(401)	(553)	(753)	(882)
息税折旧前利润	**529**	**798**	**1,008**	**1,268**	**1,543**
折旧及摊销	(116)	(162)	(180)	(199)	(217)
经营利润 (息税前利润)	**413**	**637**	**828**	**1,069**	**1,325**
净利息收入/(费用)	9	25	20	45	50
其他收益/(损失)	53	54	60	63	65
税前利润	**476**	**715**	**907**	**1,177**	**1,440**
所得税	(66)	(99)	(127)	(165)	(202)
少数股东权益	(1)	0	0	0	0
净利润	**409**	**616**	**780**	**1,012**	**1,238**
核心净利润	**410**	**618**	**783**	**1,016**	**1,242**
每股收益 (人民币)	0.562	0.846	1.073	1.392	1.702
核心每股收益 (人民币)	0.562	0.846	1.076	1.396	1.707
每股股息 (人民币)	0.616	0.000	0.322	0.417	0.511
收入增长(%)	10	31	35	30	20
息税前利润增长(%)	(2)	54	30	29	24
息税折旧前利润增长(%)	1	51	26	26	22
每股收益增长(%)	2	51	13	30	22
核心每股收益增长(%)	2	51	13	30	22

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	422	330	3,334	3,369	3,949
应收帐款	856	1,460	1,310	1,987	2,401
库存	672	883	978	1,310	1,597
其他流动资产	622	91	112	133	146
流动资产总计	**2,573**	**2,764**	**5,735**	**6,799**	**8,093**
固定资产	1,240	1,549	1,661	1,650	1,623
无形资产	173	381	418	415	412
其他长期资产	119	216	235	257	273
长期资产总计	**1,532**	**2,145**	**2,314**	**2,321**	**2,308**
总资产	**4,130**	**4,946**	**8,231**	**9,294**	**10,567**
应付帐款	830	1,132	1,588	1,915	2,306
短期债务	0	200	100	100	100
其他流动负债	120	189	208	232	246
流动负债总计	**949**	**1,521**	**1,896**	**2,248**	**2,653**
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	29	32	34	36
股本	649	649	728	728	728
储备	2,507	2,723	5,551	6,260	7,126
股东权益	**3,156**	**3,372**	**6,278**	**6,987**	**7,854**
少数股东权益	25	25	25	25	25
总负债及权益	**4,130**	**4,946**	**8,231**	**9,294**	**10,567**
每股帐面价值 (人民币)	4.86	5.19	8.63	9.60	10.79
每股有形资产 (人民币)	4.60	4.61	8.05	9.03	10.23
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.65)	(0.20)	(4.45)	(4.49)	(5.29)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	476	715	907	1,177	1,440
折旧与摊销	116	162	180	199	217
净利息费用	(9)	(25)	(20)	(45)	(50)
运营资本变动	(122)	(273)	593	(355)	(29)
税金	(65)	(99)	(127)	(165)	(202)
其他经营现金流	(157)	(203)	(130)	(364)	(320)
经营活动产生的现金流	**238**	**276**	**1,404**	**447**	**1,057**
购买固定资产净值	52	208	330	184	187
投资减少/增加	41	23	(116)	30	32
其他投资现金流	(1,031)	(394)	(660)	(369)	(374)
投资活动产生的现金流	**(938)**	**(163)**	**(446)**	**(154)**	**(155)**
净增权益	129	0	78	0	0
净增债务	(255)	200	(100)	0	0
支付股息	(400)	0	(234)	(304)	(372)
其他融资现金流	1,538	(403)	2,302	45	50
融资活动产生的现金流	**1,012**	**(203)**	**2,046**	**(258)**	**(322)**
现金变动	312	(90)	3,004	34	580
期初现金	95	422	330	3,334	3,369
公司自由现金流	(700)	113	958	293	902
权益自由现金流	(965)	288	838	248	852

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	17.6	20.3	18.9	18.3	18.6
息税前利润率(%)	13.7	16.2	15.5	15.5	16.0
税前利润率(%)	15.8	18.2	17.0	17.0	17.3
净利率(%)	13.6	15.6	14.7	14.6	14.9
流动性					
流动比率(倍)	2.7	1.8	3.0	3.0	3.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.0	1.2	2.5	2.4	2.4
估值					
市盈率 (倍)	38.7	25.7	20.3	15.6	12.8
核心业务市盈率(倍)	38.8	25.8	20.2	15.6	12.7
市净率 (倍)	4.5	4.2	2.5	2.3	2.0
价格/现金流 (倍)	59.3	51.1	11.3	35.4	15.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.1	19.6	12.5	9.9	7.8
周转率					
存货周转天数	101.7	103.6	90.2	85.2	90.2
应收帐款周转天数	88.6	107.4	95.0	87.0	96.4
应付帐款周转天数	92.7	90.9	93.2	92.4	92.8
回报率					
股息支付率(%)	97.9	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率 (%)	17.6	18.9	16.2	15.3	16.7
资产收益率 (%)	10.7	12.1	10.8	10.5	11.5
已运用资本收益率(%)	4.1	4.5	3.9	3.7	4.1

资料来源：公司数据及中银证券预测