

拓普集团 (601689) \汽车

——业绩表现低于预期，产能扩张助力中长期发展

事件：

公司2017年实现营收50.90亿元，同比增长29.27%；归属于上市公司股东的净利润7.38亿元，同比增长19.87%；归属于上市公司股东的扣非净利润6.75亿元，同比增长14.21%；基本每股收益1.06元。

投资要点：

► 业绩表现低于预期，四大业务板块盈利能力均有所走弱

公司17年营收端仍然保持较快增长，四大业务板块中除了电子真空泵产品由于受到销售单价下降以及主要客户销量不达预期的影响营收同比小幅下滑外（同比-1.1%），减震/内饰/底盘系统的营收均呈现不同程度的上涨（同比14.33%/44.91%/45.09%）。但由于受到原材料上涨等因素的影响，四块产品的毛利率均有所下滑，17年减震/内饰/底盘系统/电子真空泵的毛利率分别为33.47%/23.82%/22.21%/41.56%，同比下滑1.22/2.01/0.89/4.33个百分点。由于各个业务板块毛利率的走低以及营收结构的变化（毛利率最低的内饰件业务营收占比提升）以及三项费用率的提升，公司17年盈利能力同比有所下滑，毛利率和净利率分别为29.03%和14.55%，同比下降2.21和1.09个百分点。

► 四川福多纳和浙江家力收购完成，丰富底盘产品线

公司于2017年底完成了对四川福多纳和浙江家力100%股权的收购，作价6.42亿元。收购标的主要产品为汽车高强度钢底盘产品，与公司的铝合金底盘产品可以形成很好的互补，增强公司在该领域的竞争力。公司将底盘业务作为公司未来发展的战略方向之一，预计在未来五年将继续投资25亿元，中期战略目标达到50亿元。

► 多项新产能建设推进中，助力公司中长期发展

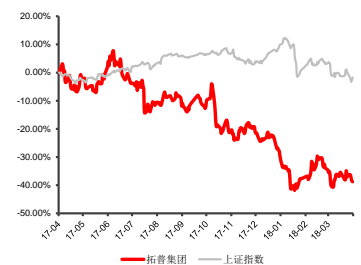
公司近年来持续在进行新生产基地和新产能的建设投入。公司的定增项目150万套IBS和260万套汽车电子真空泵目前正在推进中，近期公司还公告了拟投资10亿元在湘潭经济技术开发区建设生产基地，规划年产能为30万套内饰功能件和60万套底盘系统；全资子公司台州拓普拟投资2.5亿元在浙江头门港经济开发区建设年产30万套NVH内饰功能件系统项目。17年底，公司固定资产和在建工程分别为19.5亿元和9.2亿元，较16年增幅达到46.29%和327.82%。新产能的建设有利于公司更好的就近为相关客户进行产品供应和服务，也为公司后续业绩的持续的增长提供基础，但短期来看折旧额的明显增长会对公司的业绩造成压力。

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：19.91元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	728/171
流通A股市值（百万元）	3,467
每股净资产（元）	8.64
资产负债率（%）	31.92
一年内最高/最低（元）	35.10/18.56

一年内股价相对走势



郦莉 分析师
 执业证书编号：S0590517090003
 电话：0510-85613713
 邮箱：ll@glsc.com.cn

相关报告

- 《拓普集团 (601689) \汽车行业》
《Q3 业绩表现低于预期，无碍长期看好》
- 《拓普集团 (601689) \汽车行业》
《业绩增速维持高位，内饰板块表现亮眼》
- 《拓普集团 (601689) \汽车行业》
《自主崛起助力业绩持续高增长，汽车电子业务》

➤ **维持“推荐”评级**

考虑到原材料价格处于高位以及大额资本开支带来的折旧压力对于公司业绩的影响，我们下调公司18年-20年的EPS为1.18、1.33、1.60元，市盈率分别为17倍、15倍、13倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

(1) 国内车市低迷；(2) 盈利能力下滑；(3) 公司新业务发展不及预期等。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3937.72	5090.22	6577.91	7733.63	9161.16
增长率 (%)	30.94%	29.27%	29.23%	17.57%	18.46%
EBITDA (百万元)	885.11	1084.04	1273.29	1470.22	1687.88
净利润 (百万元)	615.69	738.01	860.46	964.80	1166.29
增长率 (%)	50.70%	19.87%	16.59%	12.13%	20.88%
EPS (元/股)	0.846	1.014	1.183	1.326	1.603
市盈率 (P/E)	24.00	20.02	17.17	15.32	12.67
市净率 (P/B)	4.38	2.28	2.02	1.78	1.56
EV/EBITDA	15.15	13.64	12.26	10.19	8.36

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	158.48	1,226.48	526.23	618.69	1,425.58	营业收入	3,937.7	5,090.2	6,577.9	7,733.6	9,161.1
应收账款+票据	1,460.4	2,473.36	3,208.87	3,783.16	4,459.29	营业成本	2,707.5	3,612.6	4,790.0	5,703.5	6,757.2
预付账款	43.34	86.65	100.00	110.00	120.00	营业税金及附加	31.20	42.08	52.62	61.87	73.29
存货	882.68	1,239.36	1,611.16	1,901.17	2,243.38	营业费用	201.50	269.38	335.47	386.68	458.06
其他	47.71	1,415.42	800.00	500.00	300.00	管理费用	331.73	396.29	473.61	549.09	641.28
流动资产合计	2,592.6	6,441.26	6,246.26	6,913.03	8,548.25	财务费用	-24.85	16.49	17.04	12.87	-11.46
长期股权投资	72.11	79.74	119.74	169.74	229.74	资产减值损失	29.16	4.49	5.00	6.00	7.00
固定资产	1,332.5	2,038.32	2,741.48	3,936.04	4,101.83	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	216.04	924.26	1,500.00	500.00	300.00	投资净收益	29.70	37.14	40.00	50.00	60.00
无形资产	380.63	550.82	531.09	608.02	681.62	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	158.69	464.95	543.68	522.40	522.40	营业利润	691.15	785.97	944.13	1,063.5	1,295.7
非流动资产合计	2,159.9	4,058.10	5,435.98	5,736.20	5,835.58	营业外净收益	23.92	73.49	50.00	50.00	50.00
资产总计	4,752.6	10,499.3	11,682.2	12,649.2	14,383.8	利润总额	715.07	859.46	994.13	1,113.5	1,345.7
短期借款	200.00	809.00	808.64	177.86	0.00	所得税	99.40	118.96	131.67	146.77	177.43
应付账款+票据	1,132.0	2,687.87	3,494.23	4,123.19	4,865.37	净利润	615.68	740.49	862.46	966.80	1,168.2
其他	24.34	510.57	25.00	27.00	29.00	少数股东损益	-0.01	2.49	2.00	2.00	2.00
流动负债合计	1,356.4	4,007.45	4,327.87	4,328.05	4,894.37	归属于母公司净利润	615.69	738.01	860.46	964.80	1,166.2
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	30.94%	29.27%	29.23%	17.57%	18.46%
负债合计	1,356.4	4,007.45	4,327.87	4,328.05	4,894.37	EBIT	50.02%	20.80%	17.78%	10.85%	18.45%
少数股东权益	24.65	23.27	25.27	27.27	29.27	EBITDA	48.00%	22.47%	17.46%	15.47%	14.80%
股本	649.10	727.58	727.58	727.58	727.58	归属于母公司净利润	2.39%	19.87%	16.59%	12.13%	20.88%
资本公积	1,454.9	3,736.85	3,736.85	3,736.85	3,736.85	获利能力					
留存收益	1,267.5	2,004.21	2,864.67	3,829.47	4,995.76	毛利率	31.24%	29.03%	27.18%	26.25%	26.24%
股东权益合计	3,396.2	6,491.91	7,354.37	8,321.17	9,489.46	净利率	15.64%	14.55%	13.11%	12.50%	12.75%
负债和股东权益总	4,752.6	10,499.3	11,682.2	12,649.2	14,383.8	ROE	18.26%	11.41%	11.74%	11.63%	12.33%
						ROIC	19.45%	19.47%	12.93%	11.45%	13.12%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债	28.54%	38.17%	37.05%	34.22%	34.03%
净利润	580.81	699.15	779.36	873.70	1,065.19	流动比率	1.91	1.61	1.44	1.60	1.75
折旧摊销	170.93	221.28	257.12	343.78	353.62	速动比率	1.23	0.94	0.89	1.04	1.23
财务费用	-3.44	9.22	22.04	12.87	-11.46	营运能力					
存货减少	-210.60	-211.37	-371.81	-290.01	-342.21	应收账款周转率	2.75	2.08	2.07	2.06	2.07
营运资金变动	-273.08	241.25	187.35	346.67	258.05	存货周转率	3.07	2.91	2.97	3.00	3.01
其它	-12.26	-17.32	5.00	6.00	7.00	总资产周转率	0.83	0.48	0.56	0.61	0.64
经营活动现金流	252.36	942.21	879.06	1,293.01	1,330.18	每股指标(元)					
资本支出	741.71	1,286.82	1,600.00	600.00	400.00	每股收益	0.85	1.01	1.18	1.33	1.60
长期投资	512.54	2,583.07	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.35	1.29	1.21	1.78	1.83
其他	1,090.9	951.09	43.10	43.10	43.10	每股净资产	4.63	8.89	10.07	11.40	13.00
投资活动现金流	-163.32	-2,918.8	-1,556.9	-556.90	-356.90	估值比率					
债权融资	200.00	600.00	-0.36	-630.78	-177.86	市盈率	24.00	20.02	17.17	15.32	12.67
股权融资	0.00	2,360.43	0.00	0.00	0.00	市净率	4.38	2.28	2.02	1.78	1.56
其他	-402.58	-16.16	-22.04	-12.87	11.46	EV/EBITDA	15.15	13.64	12.26	10.19	8.36
筹资活动现金流	-202.58	2,944.27	-22.40	-643.65	-166.39	EV/EBIT	18.77	17.14	15.36	13.30	10.58
现金净增加额	-107.32	970.03	-700.25	92.46	806.89						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064