证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零配件Ⅱ

拓普集团(601689)

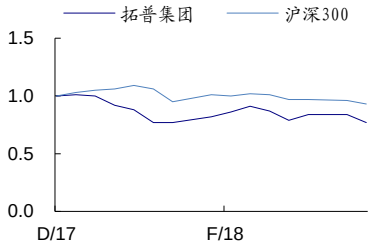
买入

2017 年年报点评

（维持评级）

2018 年 04 月 23 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	728/170
总市值/流通(百万元)	13,889/3,250
上证综指/深圳成指	3,072/10,409
12 个月最高/最低(元)	35.10/18.56

相关研究报告:

《拓普集团-601689-2017 年业绩预报点评：利润增长略低于预期，看好长期增长》——2018-01-25

《拓普集团-601689-2017 年半年报点评：主业受益于优质客户深度绑定，外延进展可期》——2017-08-28

《拓普集团-601689-2017 年一季报点评：业绩超预期，定增获批下稳健增长有望持续》——2017-04-26

《拓普集团-601689-2016 年业绩预告点评：受益于吉利等客户放量，业绩大幅超预期》——2017-01-19

《拓普集团-601689-2016 年半年报点评：上半年业绩稳增，智能化+轻量化有序推进》——2016-08-26

证券分析师：梁超
电话：0755-22940097
E-MAIL：liangchao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001
联系人：陶定坤
E-MAIL：taodingkun@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

业绩略低预期，长期增长可期

- **2017 年营收增长 29.27%，利润增长 19.87%，业绩增长略低于预期**

公司 2017 年实现营收 50.90 亿元，同比增加 29.27%；归母净利 7.38 亿元，同比增加 19.87%，一到四单季度营收增速分别为 47.72%、33.31%、25.77%和 18.02%，受 2016 年三、四季度高基数影响，增速持续放缓，业绩略低于预期。内生增长+福多纳并表，公司预计 2018 年实现营收 70 亿元，同比增长 40%。

- **三费占比稳定，产品结构致综合毛利率下降**

公司预算管理严格，报告期内费用稳定，三费率 13.40%（+0.49pct），在新增较多高级技术人才导致人工成本升高情况下，管理费用率降低至 7.79%（-0.64pct）。原材料涨价+环保核查+产品结构变化（毛利率低的内饰功能件+底盘系统营收占比提升）导致综合毛利率下降至 29.03%（-2.21pct）。

- **深耕 NVH，持续布局底盘轻量化和 IBS**

1）传统 NVH 业务稳增，公司拟在成都新设制造基地并加大台州、晋中、宝鸡生产能力，NVH 将持续扩大市场份额；2）汽车底盘业务快速增长（17 年营收同比+45.09%），单车配套金额约为 1500 元，2017 年 12 月收购“浙江家力”和“四川福多纳”，快速切入高强度钢底盘业务，与公司的铝合金底盘形成协同效应。布局多种轻量化工艺，实现错位竞争，未来 5 年拟继续投资 25 亿元，用于杭州湾、湘潭、西安三大底盘生产基地的建设，项目中期战略目标 50 亿元。3）IBS 业绩稳定，公司积极研发新一代 IBS 智能刹车系统，尚处实验验证阶段，有望在 18 年底生产。17 年完成上海研发中心整体搬迁与扩容，设立深圳研发中心，助力 IBS 研发，新一代 IBS 将成为今后增长新引擎。

- **NVH 龙头，布局轻量化、智能化，维持买入评级**

公司为 NVH 龙头，传统业务稳健，深耕轻量化底盘、布局新一代 IBS，受益于汽车节能减排和智能化，底盘及 IBS 成为新的增长引擎。深度绑定优质客户，订单有保障。短期因原材料价格上涨与环保核查导致成本提升，我们在不考虑福多纳并表的情况下，我们预计 18/19/20 年每股盈利分别为 1.10/1.35/1.64 元，目前股价对应动态市盈率分别是 17.4/14.2/11.6x，维持买入评级。

- **风险提示：原材料价格上涨超预期，新业务拓展不及预期**

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,938	5,090	6,328	7,811	9,612
(+/-%)	*30.9%*	*29.3%*	*24.3%*	*23.4%*	*23.1%*
净利润(百万元)	616	738	923	1136	1382
(+/-%)	*50.7%*	*19.9%*	*25.1%*	*23.1%*	*21.6%*
摊薄每股收益(元)	0.85	1.01	1.10	1.35	1.64
EBIT Margin	17.5%	15.0%	16.0%	16.2%	16.1%
净资产收益率(ROE)	18.3%	11.4%	13.0%	14.4%	15.6%
市盈率(PE)	22.6	18.8	17.4	14.2	11.6
EV/EBITDA	17.9	18.6	14.3	11.8	10.2
市净率(PB)	4.1	2.1	2.26	2.04	1.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1474	468	599	912
应收款项	2473	1803	2225	2739
存货净额	1239	1394	1716	2129
其他流动资产	1517	1266	1562	1922
流动资产合计	**6703**	**4931**	**6103**	**7703**
固定资产	2874	3078	3180	3155
无形资产及其他	551	530	509	488
投资性房地产	528	528	528	528
长期股权投资	80	80	80	80
资产总计	**10735**	**9146**	**10399**	**11953**
短期借款及交易性金融负债	809	130	130	130
应付款项	2688	1742	2145	2662
其他流动负债	630	253	312	386
流动负债合计	**4127**	**2125**	**2586**	**3178**
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	116	116	116	116
长期负债合计	**116**	**(114)**	**(114)**	**(114)**
负债合计	**4243**	**2011**	**2472**	**3064**
少数股东权益	23	25	28	31
股东权益	6469	7110	7898	8858
负债和股东权益总计	**10735**	**9146**	**10399**	**11953**

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**5090**	**6328**	**7811**	**9612**
营业成本	3613	4439	5465	6741
营业税金及附加	42	35	43	53
销售费用	269	316	391	481
管理费用	396	528	647	791
财务费用	16	(0)	(15)	(18)
投资收益	43	42	42	42
资产减值及公允价值变动	(4)	(9)	(9)	(9)
其他收入	16	0	0	0
营业利润	808	1043	1313	1598
营业外净收支	51	33	12	13
利润总额	**859**	**1076**	**1325**	**1611**
所得税费用	119	150	185	224
少数股东损益	2	3	4	5
归属于母公司净利润	**738**	**923**	**1136**	**1382**

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.01	1.10	1.35	1.64
每股红利	0.02	0.34	0.41	0.50
每股净资产	8.89	8.44	9.38	10.51
ROIC	13%	13%	15%	17%
ROE	11%	13%	14%	16%
毛利率	29%	30%	30%	30%
EBIT Margin	15%	16%	16%	16%
EBITDA Margin	19%	20%	20%	20%
收入增长	29%	24%	23%	23%
净利润增长率	20%	25%	23%	22%
资产负债率	40%	22%	24%	26%
息率	0.1%	2.0%	2.5%	3.0%
P/E	18.8	17.4	14.2	11.6
P/B	2.1	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	18.6	14.3	11.8	10.2

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	**738**	**923**	**1136**	**1382**
资产减值准备	(25)	2	0	0
折旧摊销	204	257	312	338
公允价值变动损失	4	9	9	9
财务费用	16	(0)	(15)	(18)
营运资本变动	(1083)	(554)	(579)	(695)
其它	27	(0)	2	3
经营活动现金流	**(134)**	**637**	**880**	**1036**
资本开支	(1486)	(451)	(401)	(301)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(1494)**	**(451)**	**(401)**	**(301)**
权益性融资	2360	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(16)	(282)	(348)	(423)
其它融资现金流	444	(679)	0	0
融资活动现金流	**2772**	**(1191)**	**(348)**	**(423)**
现金净变动	**1144**	**(1006)**	**131**	**313**
货币资金的期初余额	330	1474	468	599
货币资金的期末余额	1474	468	599	912
企业自由现金流	(1702)	121	420	673
权益自由现金流	(1258)	(788)	432	689

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032