

公司点评
拓普集团 (601689)
汽车 | 汽车零部件
短期增速回调，长期依然向好

2018年04月25日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 23.0-29.4 元
交易数据

当前价格 (元)	18.61
52 周价格区间 (元)	18.11-35.10
总市值 (百万)	13540.22
流通市值 (百万)	3168.33
总股本 (万股)	72757.78
流通股 (万股)	17024.90

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
拓普集团	-4.61	-13.6	-43.0
汽车零部件	-1.56	-11.2	-14.48

何晨

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com

李文瀚

liwh1@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理

0731-89955753

相关报告

- 《拓普集团: 公司研究*拓普集团 (601689) 2017 年中报点评: 客户需求旺盛, 产品布局优秀》
2017-08-30
- 《拓普集团: 公司研究*新股拓普集团 (601689) 点评: 国内领先的减震降噪汽车零配件公司》
2015-03-06

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	3937.72	5090.22	6769.99	8462.49	10324.24
净利润 (百万元)	615.69	738.00	930.48	1202.14	1545.09
每股收益 (元)	0.85	1.01	1.28	1.65	2.12
每股净资产 (元)	4.63	8.89	10.17	11.49	12.98
P/E	21.99	18.35	14.55	11.26	8.76
P/B	4.02	2.09	1.83	1.62	1.43

资料来源: 贝格数据, 财富证券

事件: 近日, 公司公布了 2017 年财报和 2018 年一季报。

投资要点:

➤ **2017 年营收增速稳健, 利润略低于预期, 长期成长逻辑不变。**2017 年, 公司共实现营业收入 50.90 亿元, 同比增长 29.27%; 实现归属于上市公司股东净利润 7.38 亿元, 同比增长 19.87%; 扣非后归属于上市公司股东净利润 6.75 亿元, 同比增长 14.21%。2017 年公司年报利润低于业绩快报 (7.5-7.7 亿元) 的主要原因是由于会计准则变更, 2622 万元的理财收益被延后至到期日确认。利润增速不及营收增速的原因如下:

(1) 2017 年铝、钢等原材料价格的上涨提升了材料成本; (2) 扩产和研发新品前期的人员储备提升直接人工费用; (3) 毛利率相对较低的内饰功能件业务营收占比提升, 降低了整体毛利率。同时, 因为公司处于定增扩产能周期, 加权 ROE 同比大幅下降 4.25pct, 处于历史低位。经杜邦分析分拆, 产品整体销售净利率下降 1.14pct, 为 14.50%, 属于行业均值之上水平; 资产周转率下降 34% 至 0.65, 主要是新产能爬坡导致的产能利用率不足所致; 权益乘数增加 14% 至 1.59, 资产负债率为 39.52%, 据公司测算的 55% 的负债率上限仍有 41% 的提升空间, 属于合理水平。整体看公司 2017 年属于产能扩张周期, 各项经营指标下滑叠加原材料价格上升, 使得利润增速下滑。但长期看, 汽车零部件新产能释放周期约为 12-24 个月之间, 公司扩产基于订单饱满的前提下着眼于未来, 在下一波整车销售高峰来临前布局, 长期成长逻辑仍未改变。

➤ **2018 年一季度受财务费用和去年高基数影响, 利润增速继续放缓, 短期业绩承压。**2018 年一季度实现营业收入 14.97 亿元, 同比增长 28.36%; 实现归属上市公司股东净利润 1.99 亿元, 同比增长 15.52%; 扣非后归属上市公司股东净利润 1.89 亿元, 同比增长 10.08%。公司净利润增速不及营收的原因在于 Q1 的 ROE 仍较去年同期下滑 1.95pct, 销售毛利率下降 1.04pct。同时, 财务费用因汇兑损失和利息支出增加约 1600 万, 使得财务费用增长 1038%。综合考虑成本端的大宗商品原材料的价格上涨和需求端的高于往年平均年降水平, 叠加 2018 年新增产能的在建工程转固后的折旧摊销压力, 公司 2018 年在维持营收较快增长的情况下毛利率有进一步下降趋势, 短期业绩承压。

- **底盘业务开辟增长空间，NVH 依旧稳健，汽车电子厚积薄发。**由于原材料上涨和人力支出加大，2017 年公司各主营业务毛利率均出现不同程度下滑，但内饰功能件和底盘系统业务营收均实现了 45% 的增长，与 14% 增长的减震器业务一道维持了公司的业绩的高速增长。其中公司的底盘业务在整合福多纳后，已可实现高端铝制、低端钢制底盘的全面供货。在完全掌握核心技术的情况下，符合汽车轻量化趋势的铝制底盘结构件业务将成为公司未来的新增长点。汽车电子方面，公司新一代 EVP 在 2018 年将逐步量产并替代旧款产品，在保证原有毛利率的基础上进一步抢占海拉等国际巨头的市场；IBS 研发稳中有进，为避免出现竞品的技术问题，提高了测试标准和测试周期，产品有望在 2019 年以后量产。
- **受吉利带动营收快速增长，日系新客户开拓稳步进行。**随着吉利汽车在 2017 年销量的跨越式增长，吉利占公司营收的比重快速上升，在并购福多纳后已接近 40%。未来，公司将与吉利共同成长，在核心零部件领域的合作有望打破外资企业的垄断，实现国产对国外汽车品牌的超越。另外，公司也以进入日系、德系车企零部件供应链为目标，兼顾比亚迪、蔚来等新能源车企，多元化下游客户，通过减少大客户依赖来降低经营风险。
- **维持“推荐”评级。**公司作为国内 NVH 龙头，正逐步向底盘和汽车电子等领域延伸，未来有成为综合性国际零部件大厂的潜质。目前受限于汽车行业弱周期和自身产能扩张带来的费用开支提升影响，短期业绩增长承压，但仍具长期成长潜质。我们预计公司 2018-2019 年营业收入为 68 亿和 85 亿，归母净利润为 9.3 亿和 12 亿元，目前股价对应 2018-2019 年估值为 14.55 倍和 11.26 倍，给予公司 2018 年底 18-23 倍 PE，对应合理价格区间为 23.0-29.4 元。
- **风险提示：汽车销售不达预期，主营业务毛利率下降超预期**

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438