

2018年08月23日

公司研究

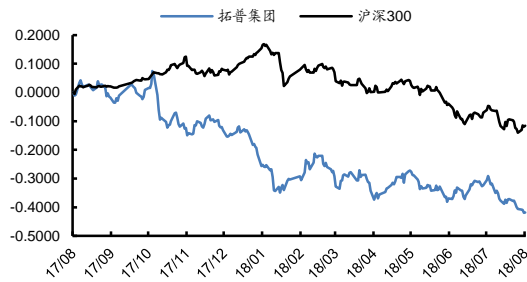
评级：增持（维持）

研究所

证券分析师：周绍倩 S0350516070001
021-60338122 zhousq01@ghzq.com.cn
联系人：王炎太 S0350118050031
021-60338173 wangyt01@ghzq.com.cn

依托下游优质客户，二季度业绩见好转 ——拓普集团（601689）2018年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
拓普集团	-14.1	-20.2	-41.5
沪深300	-5.8	-13.9	-11.6

市场数据

2018-08-23

当前价格（元）	16.88
52周价格区间（元）	16.71 - 31.25
总市值（百万）	12281.51
流通市值（百万）	4122.18
总股本（万股）	72757.78
流通股（万股）	24465.61
日均成交额（百万）	67.64
近一月换手（%）	14.12

相关报告

《拓普集团（601689）深度报告：三季度业绩低位，不改长期成长趋势》——2017-11-14

《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

事件：

拓普集团发布2018年中报：公司2018年上半年实现营业收入30.75亿元，同比+31.6%，归属于上市公司股东净利润4.37亿元，同比+12.9%，扣非后归属于上市公司股东净利润3.91亿元，同比+15.2%；其中，二季度实现营业收入15.78亿元，同比+34.9%，归属上市公司股东净利润2.37亿元，同比+10.7%，扣非后归属上市公司股东净利润2.02亿元，同比+20.6%。

投资要点：

- 下游自主车企保持高增速，有效带动公司营收增长** 2018H1公司实现营业收入30.75亿元，同比增长31.6%。公司深度配套自主品牌车企吉利、上汽等，报告期内均实现销量的高速增长。其中吉利上半年销量76.66万辆，同比增长44.5%，旗下7款车型月均销量超过1万辆；上汽上半年销量35.90万辆，相较去年同期大幅增长53.7%。公司产品全面配套自主一线车企，充分受益于下游的高增长，在上半年行业低增速的大背景下实现了营收的稳步增长，未来有望借助自主更上一层楼。
- 原材料涨价拉低毛利率，下半年预计逐步企稳** 上半年销售毛利率为28.0%（同比-1.9pct），其中减震器业务毛利率同比基本持平，内饰功能件下滑2.79pct，底盘系统下滑2.67pct，智能刹车系统下滑6.21pct。三项费用率合计12.6%（同比-0.6pct）。Q2单季度毛利率27%，同比下降2.7pct，环比下降2.1pct，毛利率的下滑一方面主要由于原材料价格呈现上升趋势，另一方面也叠加了福多纳并表的影响，下半年随着上游原材料价格逐步趋于稳定，同时公司持续通过规模化采购来控制成本，成本压力预计逐步缓解。费用方面，销售费用率和管理费用率同比分别下降0.31和0.33个百分点，财务费用为958万元，同比增长71.8%，上半年汇兑收益260万元（去年同期损失258万元），财务费用的大幅增长主要是由于贷款利息支出增加所致。
- 福多纳并表有效增厚业绩，底盘系统业务成未来增长点** 由于年初福多纳并表，上半年底盘系统业务贡献收入5.90亿元，同比增长277.7%。其中，并表部分四川迈高和浙江拓为营收合计3.94亿元，净利润合计3401万元。福多纳并表有效增厚公司业绩，2018H1公司归母净利润4.37亿元，同比增长12.9%；若剔除福多纳并表因素，归母净利润同比增长4.1%，营收同比增长14.7%，Q2均较Q1好转。随着福多纳项目顺利融合产生协同效应，未来该业务将成为公司业绩重要增长点。

已发行股份的 1%。

- **电子真空泵项目逐步放量,处于快速成长期** 电子真空泵项目收入 6847 万元,同比增长 31.1%,净利润 1458 万元,同比增长 4.4%。随着产品升级以及配套客户的拓展,后期增幅有望进一步提升。智能刹车系统处于产品迭代与升级阶段,进一步提高相关技术指标,是未来一大看点。
- **盈利预测和投资评级:上调买入评级** 预计 2018/2019/2020 年 EPS 为 1.22/1.52/1.89 元,对应当前股价 PE 分别为 14/11/9 倍,在年报及一季报低于预期的影响下,当前股价已充分反应了市场对全年业绩的悲观预期,中报业绩显示好转,随着原材料成本企稳以及成本端控制的加强,公司下半年成长性被低估,业绩预期差较大,目前价格处于低点,上调评级至“买入”。
- **风险提示:** 下游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;并购项目业绩不及预期的风险;原材料价格上升的风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	5090	6721	8136	9836
增长率(%)	29%	32%	21%	21%
净利润(百万元)	738	886	1107	1375
增长率(%)	20%	20%	25%	24%
摊薄每股收益(元)	1.01	1.22	1.52	1.89
ROE(%)	11.37%	12.04%	13.10%	14.03%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 拓普集团盈利预测表

证券代码:	601689.SH				股价:	16.88	投资评级:	增持		日期:	2018-08-23
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E		
盈利能力					每股指标						
ROE	11%	12%	13%	14%	EPS	1.01	1.22	1.52	1.89		
毛利率	29%	28%	29%	29%	BVPS	8.89	10.08	11.57	13.42		
期间费率	14%	14%	13%	13%	估值						
销售净利率	14%	13%	14%	14%	P/E	16.64	13.86	11.10	8.93		
成长能力					P/B	1.90	1.67	1.46	1.26		
收入增长率	29%	32%	21%	21%	P/S	2.41	1.83	1.51	1.25		
利润增长率	20%	20%	25%	24%							
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
总资产周转率	0.47	0.53	0.57	0.60	营业收入	5090	6721	8136	9836		
应收账款周转率	2.06	2.21	2.21	2.21	营业成本	3613	4834	5808	6976		
存货周转率	2.91	3.04	3.04	3.04	营业税金及附加	42	56	67	81		
偿债能力					销售费用	269	336	407	492		
资产负债率	40%	42%	41%	40%	管理费用	396	497	602	728		
流动比	1.62	1.62	1.67	1.76	财务费用	16	19	15	10		
速动比	1.32	1.29	1.32	1.38	其他费用 / (-收入)	39	40	40	40		
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	808	1019	1277	1589		
现金及现金等价物	1474	1278	1034	1052	营业外净收支	51	13	12	12		
应收款项	2473	3038	3678	4446	利润总额	859	1032	1289	1601		
存货净额	1239	1607	1932	2320	所得税费用	119	143	178	222		
其他流动资产	1517	2002	2424	2931	净利润	740	889	1111	1379		
流动资产合计	6703	7926	9068	10749	少数股东损益	2	3	4	5		
固定资产	1949	2419	2858	3268	归属于母公司净利润	738	886	1107	1375		
在建工程	924	1124	1124	1124	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
无形资产及其他	551	551	596	541	经营活动现金流	929	614	684	856		
长期股权投资	80	80	80	80	净利润	740	889	1111	1379		
资产总计	10735	12628	14253	16289	少数股东权益	2	3	4	5		
短期借款	809	609	409	209	折旧摊销	204	185	216	250		
应付款项	2688	3638	4371	5251	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	19	25	30	36	营运资金变动	(18)	(463)	(647)	(778)		
其他流动负债	611	611	611	611	投资活动现金流	(2919)	(670)	(439)	(409)		
流动负债合计	4127	4883	5422	6107	资本支出	(1325)	(670)	(439)	(409)		
长期借款及应付债券	0	268	268	268	长期投资	(8)	0	0	0		
其他长期负债	116	116	116	116	其他	(1586)	0	0	0		
长期负债合计	116	384	384	384	筹资活动现金流	1794	49	(224)	(230)		
负债合计	4243	5267	5805	6491	债务融资	609	68	(200)	(200)		
股本	728	728	728	728	权益融资	2360	0	0	0		
股东权益	6492	7362	8448	9797	其它	(1175)	(19)	(24)	(30)		
负债和股东权益总计	10735	12628	14253	16289	现金净增加额	(195)	(7)	21	217		

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，四年实业，四年证券行业研究经验，2016 年加入国海证券研究所，现负责汽车及家电行业研究组

王炎太，上海交通大学金融学学士，美国福特汉姆大学数量金融硕士，2018 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。