

毛利率承压，费用控制抵消了部分毛利率冲击

2018年08月24日

刘伟浩(分析师)

电话: 020-88832824
 邮箱: liuweihao@gzgzhs.com.cn
 执业编号: A1310517040001

事件:

公司 08 月 24 日发布半年度报告，上半年度营业收入为 30.75 亿元，同比增长 31.61%；归母净利润为 4.37 亿元，同比增长 12.86%；扣非后归母净利润 3.9 亿元，同比增长 15.2%，基本每股收益为 0.6 元，同比增长 3.45%。

点评:

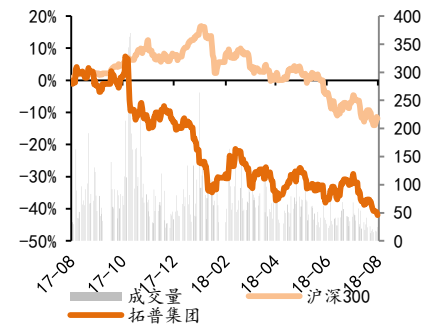
- **各项业务收入符合预期，毛利率短期承压。**从营业收入来看，总营收同比增长 31.61%，其中减震器同比增长 15.6%，内饰件同比增长 11.04%，底盘系统同比增长 277.73%，智能刹车系统同比增长 31.08%，其中公司在上半年完成对福多纳底盘业务的整合，对公司底盘业务增长有较大的贡献。从毛利率方面来看，整体毛利率 27.38%(-2.58pp)，其中减震器毛利率 34.7%(-0.3pp)，底盘系统 21.1%(-2.7pp)，主要由于福多纳并表所致，内饰功能件 22.6%(-2.8pp) 略低于预期，主要受到石油等原材料价格上涨和下游客户年降的影响；智能刹车系统 39.3%(-6.2pp)，主要原因在于受到铝、钢铁、塑料粒子等原材料价格上涨与产品单价下降的多重影响。客户年降压力影响了 Q1 一至两个月，Q2 三个月份完全体现。
- **加强费用管控，期间费用率下降，抵消部分毛利率冲击。**2018H1 公司净利率 14.21%，去年同期 16.58%，降幅 2.37pp，小于毛利率下降幅度。公司期间费用率 12.59%，较去年同期下降了 0.5pp，其中销售费用率 4.7%(-0.3pp)，管理费用率 7.6%(-0.3pp)，财务费用率 0.3%(+0.1pp)。Q1 期间费用率 13.69%，Q2 期间费用率 11.53%，由于公司加强费用控制，Q2 费用率环比下降 2.16pp。Q2 净利率 15.06%，环比提升 1.74pp。
- **NVH 业务绑定汽车行业一线品牌，伴随客户高速增长。**公司深度绑定吉利、上汽通用、长安福特、克莱斯勒、通用全球、上汽通用五菱等优质客户，为客户多个车型配套 NVH 产品。公司主要客户吉利销量增幅较快，对公司收入增长产生较大贡献。吉利 2018 年上半年销量同比增长 44%，吉利占公司的收入比例从 17 年的 30% 提升至 18 年的 40%。虽然吉利年降给公司造成了一定压力，但是来自吉利的收入和利润绝对值仍然是上升的。从长远看，零部件企业的成长与主机厂是互相促进，共同繁荣。另外，公司与日系、德系等品牌等加大合作力度，开拓新的配套体系，为未来营收贡献增量。
- **汽车电子产品实现量产，逐步增厚业绩。**2018 年上半年，电子真空泵销售增速达到 31%，且电子真空泵正在进行不断地更新换代，其主要客户有通用、吉利、众泰等，另外为与传统的机械泵竞争，目前电子真空泵销售采用降价策略，但未来有望进一步扩大市场份额。IBS(智能刹车)作为智能驾驶的必要装备，博世等国际对手的 IBS 预计 2019-2020 年开始量产，将带动 IBS 的普及应用。公司作为跟随者，IBS 产品也在持续迭代更新，将有望分享 IBS 的市场红利。
- **轻量化项目初具规模，未来增长可期。**轻量化项目中期战略目标 50 亿元，杭州湾新区轻量化底盘项目已启动，目前正处于试生产阶段；轻量化控制臂项目进入收获期，掌握三大核心技术且实现产业链一体化；轻量化转向节项目具备高强度、高精产品的生产及加工能力，并且公司积极拓展新用户，凯迪拉克、沃尔沃成为公司新产品轻量化转向节的客户。
- **盈利预测与估值：**下调盈利预测，预计 18/19/20 年全年营业收入分别为 64.74、75.32、87.93 亿元，归母净利润分别为 8.44、9.01、10.24 亿元，EPS 分别为 1.16、1.24、1.41 元，对应目前股价的 PE 分别为 14.77、13.85、12.18 倍。给与目标价 17.40 元，相当于 2018 年的 15 倍 PE。维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**客户年降压力；毛利率持续下滑；汽车电子业务进度低于预期。

谨慎推荐(维持)

现价: 17.15
 目标价: 17.4
股价空间: 1.4%

汽车行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
拓普集团	-13.16%	-16.99%	-18.14%
汽车零部件	-10.85%	-20.07%	-20.82%
沪深 300	-5.96%	-12.87%	-19.26%

基本资料

总市值(亿元)	124.780
总股本(亿股)	7.276
流通股比例	34%
资产负债率	21%
大股东	迈科国际控股(香港)有限公司
大股东持股比例	66%

相关报告:

广证恒生-汽车行业-拓普集团(601689)季报点评-三季度业绩低于预期，短期毛利率承压-2017.10.28



主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5090.22	6474.87	7532.56	8793.84
同比(%)	29.27%	27.20%	16.34%	16.74%
归母净利润(百万元)	738.00	844.85	901.09	1024.30
同比(%)	19.87%	14.48%	6.66%	13.67%
毛利率(%)	29.03%	27.65%	26.30%	26.09%
ROE(%)	14.93%	12.22%	11.68%	11.94%
每股收益(元)	1.01	1.16	1.24	1.41
P/E	16.91	14.77	13.85	12.18
P/B	1.93	1.71	1.55	1.38
EV/EBITDA	1.63	8.42	7.45	6.21

附录：公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
流动资产	6703	5318	5900	6626	
现金	1474	2047	2255	2578	
应收账款	1317	1047	1170	1178	
其它应收款	32	27	29	29	
预付账款	87	55	62	68	
存货	1239	931	1018	1063	
其他	2554	1211	1367	1711	
非流动资产	4032	4269	4872	5499	
长期投资	80	70	74	75	
固定资产	1949	2646	3150	3595	
无形资产	551	685	849	1001	
其他	1452	867	800	829	
资产总计	10735	9587	10773	12125	
流动负债	4127	2199	2616	2981	
短期借款	809	336	448	531	
应付账款	1589	1139	1264	1331	
其他	1729	724	904	1119	
非流动负债	116	48	64	76	
长期借款	0	0	0	0	
其他	116	48	64	76	
负债合计	4243	2247	2680	3057	
少数股东权益	23	24	26	27	
股本	728	728	728	728	
资本公积	3737	3737	3737	3737	
留存收益	2006	2851	3602	4577	
归属母公司股东权益	6470	7315	8067	9041	
负债和股东权益	10735	9587	10773	12125	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
经营活动现金流	928	1603	1174	1365	
净利润	740	845	901	1024	
折旧摊销	221	291	397	499	
财务费用	16	8	-9	-7	
投资损失	-43	-40	-40	-41	
营运资金变动	30	500	-69	-119	
其它	-37	-1	-7	8	
投资活动现金流	-2919	-543	-938	-1084	
资本支出	-1287	-634	-756	-905	
长期投资	1294	10	-4	-1	
其他	-2926	81	-178	-178	
筹资活动现金流	2944	-487	-27	41	
短期借款	609	-473	112	83	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	78	0	0	0	
资本公积金增加	2282	0	0	0	
其他	-25	-15	-140	-42	
现金净增加额	953	573	208	322	

数据截至 2018-08-24

利润表		单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
营业收入	5090	6475	7533	8794	
营业成本	3613	4685	5552	6500	
营业税金及附加	42	52	60	70	
营业费用	269	324	377	440	
管理费用	396	492	572	668	
财务费用	16	8	-9	-7	
资产减值损失	4	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	43	40	40	41	
营业利润	808	955	1020	1164	
营业外收入	54	30	30	30	
营业外支出	3	3	3	3	
利润总额	859	982	1047	1191	
所得税	119	136	145	165	
净利润	740	846	902	1026	
少数股东损益	2	1	1	2	
归属母公司净利润	738	845	901	1024	
EBITDA	1107	1281	1436	1683	
EPS (摊薄)	1.01	1.16	1.24	1.41	

主要财务比率		2017	2018E	2019E	2020E
会计年度					
成长能力					
营业收入增长率		29.3%	27.2%	16.3%	16.7%
营业利润增长率		15.7%	18.1%	6.8%	14.1%
归属于母公司净利润增长率		19.9%	14.5%	6.7%	13.7%
获利能力					
毛利率		17.4%	17.2%	17.8%	18.3%
净利率		3.9%	5.3%	6.4%	14.5%
ROE		14.9%	12.2%	11.7%	11.9%
ROIC		10.5%	11.1%	10.5%	10.7%
偿债能力					
资产负债率		39.5%	23.4%	24.9%	25.2%
净负债比率		19.07%	14.97%	16.73%	17.38%
流动比率		1.62	2.42	2.26	2.22
速动比率		1.32	1.99	1.87	1.87
营运能力					
总资产周转率		0.65	0.64	0.74	0.77
应收账款周转率		4.13	5.48	6.80	7.49
应付账款周转率		2.72	3.43	4.62	5.01
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)		1.01	1.16	1.24	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)		1.28	2.20	1.61	1.88
每股净资产(最新摊薄)		8.89	10.05	11.09	12.43
估值比率					
P/E		16.91	14.77	13.85	12.18
P/B		1.93	1.71	1.55	1.38
EV/EBITDA		1.63	8.42	7.45	6.21

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。