

随市旺季不旺，但毛利率有所恢复

——拓普集团（601689）三季度财报点评

2018 年 10 月 25 日

强烈推荐/维持

拓普集团

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
刘一鸣	研究助理		
	liu_ym@dxzq.net.cn	010-66554026	

事件：

公司 2018 年 1~3 季度营收 44.6 亿元，同比增长 26%；实现归母净利润 6.17 亿元，同比增长 12%。公司 1~3 季度毛利率 27.96%，比去年同期下降 1.28%，但环比二季度回升 0.97%；1~3 季度净利润率 13.89%，比去年同期下降 1.68%。

公司分季度财务指标

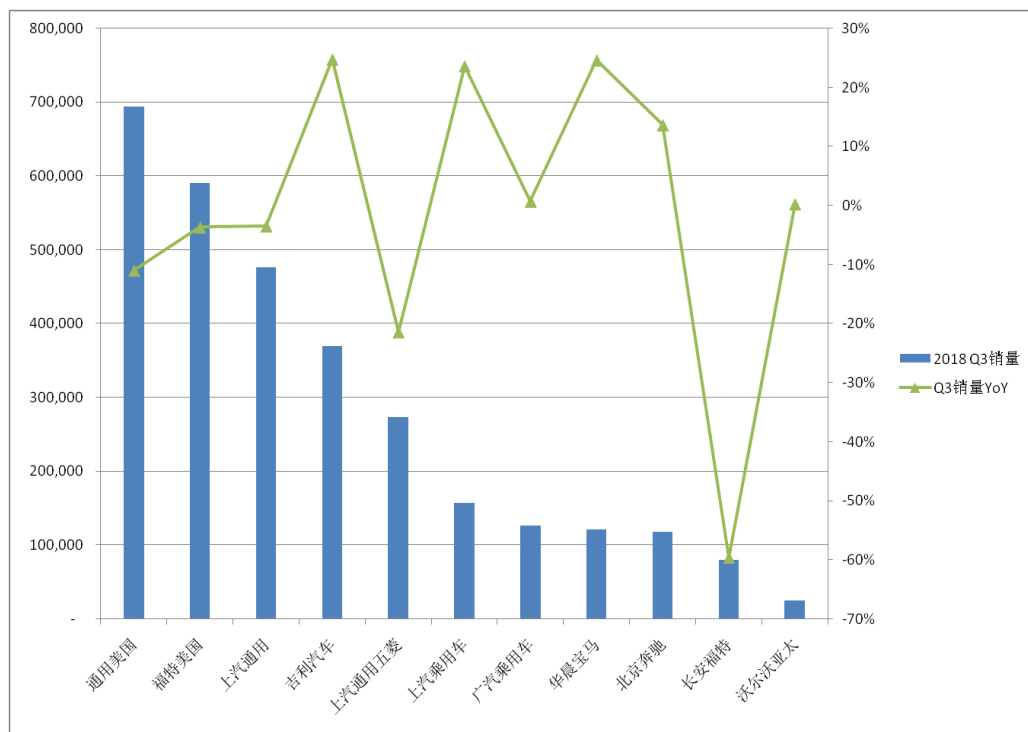
指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	1166.43	1169.99	1203.95	1549.85	1497.26	1577.69	1381.43
增长率（%）	47.72%	33.31%	25.77%	18.02%	28.36%	34.85%	14.74%
毛利率（%）	30.12%	29.69%	27.94%	28.55%	29.08%	26.95%	27.92%
期间费用率（%）	12.84%	13.46%	0.51%	23.79%	13.65%	11.57%	-2.06%
营业利润率（%）	17.01%	17.81%	14.92%	14.32%	15.88%	16.86%	15.28%
净利润（百万元）	172.77	214.62	163.88	189.22	199.40	237.67	181.72
增长率（%）	38.14%	48.67%	05.43%	-00.83%	15.42%	10.74%	10.88%
每股盈利（季度，元）	0.27	0.29	0.23	0.26	0.27	0.33	0.25
资产负债率（%）	33.70%	26.56%	31.92%	39.52%	36.30%	36.56%	32.20%
净资产收益率（%）	4.84%	3.49%	2.60%	2.91%	2.98%	3.43%	2.56%
总资产收益率（%）	3.21%	2.57%	1.77%	1.76%	1.90%	2.18%	1.73%

观点：

三季度营收增长受下游减速影响明显放缓，但仍显著高于下游

公司三季度营收同比增长 12%，然而扣除 2018 年并表的福多纳业务（底盘轻量化零部件），同比基本持平。内生营收无明显增长的主要原因是同期下游乘用车销量萎缩。2018 三季度中国乘用车销量同比下降 7.9%，而公司主要客户（通用全球/福特全球/吉利/上汽乘用车/上汽通用/上汽通用五菱/广汽乘用车/沃尔沃亚太/北京奔驰/华晨宝马）三季度销量同比下跌 5.5%。公司营收增速仍明显高于其客户，说明公司在客户处的业务仍在不断扩张。

图 1：拓普集团主要客户 2018 1~3 季度整车销量



资料来源：乘联会；东兴证券研究所

➤ 年降压力释放，毛利率回升，营业周期加快

公司三季度毛利率环比回升 1% 的主要原因是将给客户的降价部分转移给供应商。1~2 季度整车厂要求一级零部件供应商降价之后，一级与二级零部件供应商的价格谈判随后才完成。根据毛利率趋势我们认为公司在产业链中的议价能力仍较高，然而需要关注石油价格的上涨对原材料价格的压力。

➤ 底盘轻量化业务：铝合金快速增长，未来潜力仍然巨大，高强度钢稳增长调结构

我们认为随着 2020 年双积分的临近，考虑到底盘轻量化的特殊意义（簧下质量权重高），整车厂对公司产品的需求仍将保持强劲，全年铝合金底盘轻量化业务预计增长 40% 以上。吉利仍将贡献业务的大部分，比亚迪、特斯拉 Model 3 的爆发以及沃尔沃的稳定增长都将进一步推动公司铝合金业务的增长。

结论：

我们认为随着公司产品线不断拓宽，产品间的合力逐渐形成，未来有望成长为 NVH 与底盘方面的主要一极。NVH 方面作为国产龙头，公司是 2013 年以来国内减震产品份额上升最快的厂商。减震产品将受益于市场集中度的不断提升。底盘轻量化（铝合金、高强度钢）将受“双积分”和续航里程痛点推动，在 2019-20 保持快速增长。

预计 2018-20 公司营收增长 23.7%/19%/19.4%，归母净利润增长 10.2%/35.6%/20.4%，EPS 为 1.12/1.51/1.82 元，对应 PE 为 12.8/9.5/7.9。我们看好公司 2019-20 业绩随轻量化、减震和电子真空泵的上量而爆发，给予 22.2 倍 PE 估值，微降目标价至 24.8 元，当前股价有 73% 上行空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：整车销量不及预期；原材料价格大幅上行

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2764	6703	6615	8393	9534	营业收入	3938	5090	6297	7495	8952
货币资金	330	1474	1175	1784	1901	营业成本	2708	3613	4590	5197	6187
应收账款	1146	1317	1380	1791	2051	营业税金及附加	31	42	40	47	56
其他应收款	29	32	39	47	56	营业费用	201	269	302	394	470
预付款项	43	87	122	173	227	管理费用	332	396	520	656	783
存货	883	1239	1258	1603	1802	财务费用	-25	16	31	45	60
其他流动资产	48	1415	1174	1294	1440	资产减值损失	29.16	4.49	12.55	14.38	14.72
非流动资产合计	2182	4032	4390	5029	5148	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	72	80	93	108	127	投资净收益	36.93	43.31	97.85	104.19	120.16
固定资产	1332.52	1949.36	3070.00	3676.37	3760.24	营业利润	698	808	900	1246	1501
无形资产	381	551	573	595	615	营业外收入	25.03	54.18	54.18	44.46	50.94
其他非流动资产	122	136	266	266	266	营业外支出	8.33	3.04	6.86	6.08	5.33
资产总计	4946	10735	11004	13422	14682	利润总额	715	859	947	1284	1546
流动负债合计	1521	4127	3856	5366	5637	所得税	99	119	132	178	214
短期借款	200	809	651	1359	1254	净利润	616	740	816	1106	1332
应付账款	1063	1589	1824	2160	2514	少数股东损益	0	2	3	4	4
预收款项	18	19	23	27	32	归属母公司净利润	616	738	813	1102	1327
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	1208	1566	1262	1713	2007
非流动负债合计	29	116	116	116	116	EPS（元）	0.95	1.06	1.12	1.51	1.82
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1550	4243	3971	5482	5753	成长能力					
少数股东权益	25	23	26	30	34	营业收入增长	30.94%	29.27%	23.71%	19.03%	19.44%
实收资本(或股本)	649	728	728	728	728	营业利润增长	50.74%	15.74%	11.33%	38.42%	20.47%
资本公积	1455	3737	3737	3737	3737	归属于母公司净利润	10.15%	35.58%	10.15%	35.58%	20.44%
未分配利润	1052	1708	1941	2415	2890	获利能力					
归属母公司股东权	3372	6469	7008	7912	8896	毛利率(%)	31.24%	29.03%	27.10%	30.66%	30.89%
负债和所有者权	4946	10735	11004	13422	14682	净利率(%)	15.64%	14.55%	12.95%	14.75%	14.88%
现金流量表						总资产净利润（%）					
单位:百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		18.26%	11.41%	11.60%	13.93%	14.92%
经营活动现金流	276	929	769	1120	1088	偿债能力					
净利润	616	740	816	1106	1332	资产负债率(%)	31%	40%	36%	41%	39%
折旧摊销	534.30	741.38	0.00	393.63	416.13	流动比率			1.72	1.56	1.69
财务费用	-25	16	31	45	60	速动比率			1.39	1.27	1.37
应收账款减少	0	0	-63	-411	-260	营运能力					
预收帐款增加	0	0	5	3	5	总资产周转率	0.87	0.65	0.58	0.61	0.64
投资活动现金流	-163	-2919	-594	-976	-463	应收账款周转率	4	4	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.31	3.84	3.69	3.76	3.83
长期股权投资减少	0	0	-13	-15	-18	每股指标（元）					
投资收益	37	43	98	104	120	每股收益(最新摊薄)	0.95	1.06	1.12	1.51	1.82
筹资活动现金流	-203	2944	-473	465	-509	每股净现金流(最新	-0.14	1.31	-0.41	0.84	0.16
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.19	8.89	9.63	10.87	12.23
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	78	0	0	0	P/E	15.08	13.52	12.83	9.46	7.85
资本公积增加	0	2282	0	0	0	P/B	2.76	1.61	1.49	1.32	1.17
现金净增加额	-90	954	-298	609	117	EV/EBITDA	7.59	6.23	7.85	5.84	4.87

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，7 年国内外汽车零部件行业项目管理及技术开发经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。