

随下游收缩,减震与底盘技术结合 潜力仍在

2019 年 01 月 31 日 强烈推荐/维持 拓普集团 财报点评

——拓普集团(601689)三季度财报点评

陆洲	分析师	执业证书编号: S1480517080001
	luzhou@dxzq.net.cn	010-66554142
刘一鸣	研究助理	
	liu_ym@dxzq.net.cn	010-66554026

事件:

公司发布 2018 年业绩预告: 预计全年归母净利润 7.43-8.01 亿元, 同比增长 0.6%~8.5%。扣非后, 业绩同比增幅为-1.4%~7.2%。

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:

> 受2018Q4乘用车销量同比大跌影响,公司2018Q4业绩大跌

根据公司发布的业绩预测推算,公司2018Q4归母净利润同比增速为-32.3%~-1.3%,环比增速为-29.7%~2.5%。乘用车市场2018最后三个月均录得同比双位数下跌,公司业绩下滑幅度与下游相仿。我们推测吉利销量增长乏力、原材料价格高企以及铝合金底盘和EVP(电子真空泵)产品上量较慢对公司Q4业绩的下滑均有一定贡献。

▶ 业绩增长主要来自于2018年新并表的福多纳底盘(控制臂、副车架等)业务

公司预计2018年业绩增长为457~6,257万元,而新并表的福多纳业务利润额达到了5,000万元。剔除福多



纳并表的影响,公司2018年全年业绩同比增速为-6.2%~1.7%,2018Q4业绩同比增速为-59%~-28%。我们认为传统业务四季度业绩同比大幅下滑的原因可能包括:

- 四季度多数时间油价维持高位,公司隔音产品原材料成本高企;
- ◆ 铝原料价格维持高位;
- ◆ 部分车型销量低于预期导致公司部分产能闲置。
- ▶ 展望:掌握减震与底盘轻量化技术的综合标的,长期看好
 - ◆ 有望成为稀缺的轻量化底盘综合供应商: 拓普集团 2018 年刚刚量产的铝合金转向节、副车架产品可以与其原有的控制臂一起,通过其主营的减震衬套组合成多种总成。目前国内零部件供应商产品普遍结构单一,谱系偏窄。拓普的多种产品组合能够较好地契合整车厂尤其是自主厂商灵活、快速的配套需求。
 - 底盘铝合金轻量化零部件持续高增长: 我们预计 2018 年拓普底盘铝合金业务同比增长 35%。随着"双积分"严格实施的趋近以及新能源车的逐步普及,我们认为性价比高、渗透率低的底盘铝合金轻量化将迎来爆发。预计 2019/2020 年拓普铝合金底盘业务(包括铝合金控制臂、转向节、副车架以及底盘结构件)的营收同比增速达到 55%/59%。到 2020 年该项业务在拓普营收中的占比将从 2018 年的约8%提升到 16%。



结论:

我们预计公司2019年营收同比增长14%, 归母净利润同比增长13%, 2018-2020年EPS分别为1.01/1.15/1.39元,对应PE为13.9/12.3/10.3x。公司是国产NVH龙头,业务稳健,同时底盘铝合金轻量化/EVP业务增长迅速,存在超预期的可能。给予2019年18x PE,削减目标价到20.67元,但仍然维持"强烈推荐"评级。

风险提示:

乘用车销量不及预期;

原材料价格大幅上涨。



公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
克动资产合计	2764	6703	6342	7484	8547	营业收入	3938	5090	6019	6860	7818
货币资金	330	1474	1030	1245	1674	营业成本	2708	3613	4392	4920	5528
应收账款	1146	1317	1319	1639	1791	营业税金及附加	31	42	38	43	49
其他应收款	29	32	38	43	49	营业费用	201	269	289	360	410
预付款项	43	87	120	168	217	管理费用	332	396	497	600	684
存货	883	1239	1203	1518	1610	财务费用	-25	16	42	58	7
其他流动资产	48	1415	1230	1314	1410	资产减值损失	29. 16	4. 49	9. 94	28. 43	31. 9
丰流动资产合计	2182	4032	4845	5439	5513	公允价值变动收益	0. 00	0. 00	0. 00	0. 00	0. 0
长期股权投资	72	80	93	108	127	投资净收益	36. 93	43. 31	85. 74	90. 66	100. 6
固定资产	1332, 52	1949. 36	3525. 00	4086, 37	4125, 24	营业利润	698	808	837	941	114
无形资产	381	551	573	595	615	营业外收入	25. 03	54. 18	28. 80	36. 00	39. 6
其他非流动资产	122	136	266	266	266	营业外支出	8. 33	3. 04	6. 97	6. 12	5. 3
予产总计	4946	10735	11187	12923	14060	利润总额	715	859	859	971	117
克动负债合计	1521	4127	4088	5138	5522	所得税	99	119	119	135	16
短期借款	200	809	995	1312	1539	净利润	616	740	740	836	101
应付账款	1063	1589	1745	2044	2247	少数股东损益	0	2	2	3	101
预收款项	18	19	23	2044	31	归属母公司净利润	616	738	737	834	
-年内到期的非流	18 0	190	2 <u>3</u> 0		0	EBITDA					101
丰流动负债合计	29	116	116	116	116	EPS(元)	1208	1566	1255	1466	170
长期借款						A 757 M J 45 M 11 155	0. 95	1. 06	1. 01	1. 15	1. 3
	0	0	0	0	0	工安州万几平					
	0	0	0	0	0	成长能力	2016A	2017A	2018E	2019E	2020F
少数股东权益	1550	4243	4204	5254		营业收入增长					
- /	25	23	26	29	32	营业利润增长	30. 94%	29. 27%	18. 24%	13. 98%	13. 97
资本公积	649	728	728	728	728	归属于母公司净利润	50. 74%	15. 74%	3. 60%	12. 40%	21. 56
未分配利润	1455	3737	3737	3737	3737	获利能力	-0. 08%	13. 04%	-0. 08%	13. 04%	21. 36
3属母公司股东权	1052	1708	1919	2278	2640	毛利率(%)					
	3372	6469	6958								
债和所有者权				7642	8392		31. 24%	29. 03%	27. 02%	28. 29%	
	4946	10735	11187	12923	14060	净利率(%)	31. 24% 15. 64%	14, 55%	12. 29%	12. 19%	12. 98
现金流量表		10735	11187	12923 单位: ī	<u>14060</u> 百万元	净利率(%)	15. 64%	14, 55% 12, 45%	12, 29% 6, 87%	12, 19% 6, 59%	12. 98 6. 45
	2016A	10735 2017A	11187 2018E	12923 单位: 2019E	<u>14060</u> 百万元 2020E	净利率 (%) 总资产净利润 (%) ROE (%)		14, 55%	12. 29%	12. 19%	12. 98 6. 45
圣营活动现金流	2016A 276	10735 2017A 929	11187 2018E 774	12923 单位: i 2019E 1108	14060 百万元 2020E 1034	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力	15. 64%	14, 55% 12, 45% 11, 41%	12. 29% 6. 87% 10. 60%	12 19% 6. 59% 10. 91%	12. 98 6. 45 12. 05
2 营活动现金流 净利润	2016A 276 616	10735 2017A 929 740	11187 2018E 774 740	12923 单位: 1 2019E 1108 836	14060 百万元 2020E 1034 1015	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%)	15. 64%	14, 55% 12, 45%	12 29% 6. 87% 10. 60%	12 19% 6. 59% 10. 91%	12. 98 6. 45 12. 05
全 营活动现金流 净利润 折旧摊销	2016A 276 616 534, 30	2017A 929 740 741, 38	2018E 774 740 0, 00	12923 单位: 2019E 1108 836 438, 63	14060 百万元 2020E 1034 1015 461, 13	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率	15. 64%	14, 55% 12, 45% 11, 41%	12 29% 6. 87% 10. 60% 38% 1. 55	12 19% 6. 59% 10. 91% 41% 1. 46	12 98 6. 45 12. 05 40 1. 5
圣营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用	2016A 276 616	10735 2017A 929 740	11187 2018E 774 740	12923 单位: i 2019E 1108 836 438, 63 58	14060 百万元 2020E 1034 1015 461.13	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率	15. 64%	14, 55% 12, 45% 11, 41%	12 29% 6. 87% 10. 60%	12 19% 6. 59% 10. 91%	12 98 6. 45 12. 05 40 1. 5
全营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应付帐款的变化	2016A 276 616 534, 30	2017A 929 740 741, 38	2018E 774 740 0, 00	12923 单位: 2019E 1108 836 438, 63	14060 百万元 2020E 1034 1015 461, 13	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率	15. 64%	14, 55% 12, 45% 11, 41%	12 29% 6. 87% 10. 60% 38% 1. 55	12 19% 6. 59% 10. 91% 41% 1. 46	12 98 6. 45 12. 05 40 1. 5
全营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应付帐款的变化 预收帐款的变化	2016A 276 616 534. 30 -25	10735 2017A 929 740 741, 38 16	2018E 774 740 0.00	12923 单位: i 2019E 1108 836 438, 63 58	14060 百万元 2020E 1034 1015 461.13	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率	15. 64%	14, 55% 12, 45% 11, 41%	12 29% 6. 87% 10. 60% 38% 1. 55	12 19% 6. 59% 10. 91% 41% 1. 46	12 98 6, 45 12, 05 40 1, 5 1, 2
全营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应付帐款的变化 预收帐款的变化 投资活动现金流	2016A 276 616 534. 30 -25	2017A 929 740 741. 38 16	2018E 774 740 0.00 42 -2	12923 单位: 2019E 1108 836 438.63 58 -320	14060 百万元 2020E 1034 1015 461.13 71	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率	15. 64% 18. 26% 31%	14. 55% 12. 45% 11. 41% 40%	12 29% 6. 87% 10. 60% 38% 1. 55 1. 26	12 19% 6.59% 10.91% 41% 1.46	12 98 6. 45 12. 05 40 1. 5 1. 2
全营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应付帐款的变化 预收帐款的变化 投资活动现金流	2016A 276 616 534. 30 -25 0	2017A 929 740 741.38 16 0	2018E 774 740 0.00 42 -2	12923 单位: 2019E 1108 836 438.63 58 -320	14060 百万元 2020E 1034 1015 461.13 71 -152 5 -499	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率	15 64% 18. 26% 31%	14 55% 12.45% 11.41% 40%	12 29% 6. 87% 10. 60% 38% 1. 55 1. 26	12 19% 6,59% 10,91% 41% 1,46 1,16	12. 98 6. 45 12. 05 40 1. 5 1. 2
全营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应付帐款的变化 预收帐款的变化 投资活动现金流 公允价值变动收益 失期股权投资减少	2016A 276 616 534, 30 -25 0 0	741.38 16 0 -2919	2018E 774 740 0, 00 42 -2 4 -1103	12923 单位: 2019E 1108 836 438.63 58 -320 3 -1003	14060 百万元 2020E 1034 1015 461.13 71 -152 5 -499	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率 应付账款周转率	15 64% 18. 26% 31% 0. 87	14 55% 12.45% 11.41% 40%	12 29% 6. 87% 10. 60% 38% 1. 55 1. 26	12 19% 6.59% 10.91% 41% 1.46 1.16	12. 98 6. 45 12. 05 40 1. 5 1. 2
全营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应付帐款的变化 预收帐款的变化 及资活动现金流 公允价值变动收益 、知股权投资减少 投资收益	2016A 276 616 534. 30 -25 0 0 -163	741.38 16 0 -2919 0	11187 2018E 774 740 0.00 42 -2 4 -1103 0	12923 单位: 2019E 1108 836 438.63 58 -320 3 -1003	14060 百万元 2020E 1034 1015 461.13 71 -152 5 -499	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率	15 64% 18. 26% 31% 0. 87	14 55% 12.45% 11.41% 40%	12 29% 6. 87% 10. 60% 38% 1. 55 1. 26	12 19% 6.59% 10.91% 41% 1.46 1.16	12 98 6. 45 12. 05 40 1. 5 1. 2 0. 5
全营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应付帐款的变化 预收帐款的变化 及责活动现金流 允价值变动收益 共期股权投资减少 投资收益	2016A 276 616 534.30 -25 0 -163 0	741.38 16 0 -2919 0	2018E 774 740 0.00 42 -2 4 -1103 0	17923 单位: 2019E 1108 836 438.63 58 -320 3 -1003 0	14060 百万元 2020E 1034 1015 461. 13 71 -152 5 -499 0	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率 应付账款周转率 每股指标(元) 每股收益(最新摊薄)	15 64% 18. 26% 31% 0. 87 4 4. 31	14 55% 12 45% 11 41% 40% 0 65 4 3 84	12 29% 6. 87% 10. 60% 38% 1. 55 1. 26 0. 55 5 3. 61	12 19% 6.59% 10.91% 41% 1.46 1.16 0.57 5 3.62	12. 98 6. 45 12. 05 40 1. 5 1. 2 0. 5
全营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应付帐款的变化 预收帐款的变化 及资活动现金流 公允价值变动收益 、知股权投资减少 投资收益	2016A 276 616 534.30 -25 0 -163 0	2017A 929 740 741.38 16 0 -2919 0 43	2018E 774 740 0.00 42 -2 4 -1103 0 -13 86	17923 单位: 2019E 1108 836 438.63 58 -320 3 -1003 0 -15	14060 百万元 2020E 1034 1015 461. 13 71 -152 5 -499 0 -18	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率 应付账款周转率 每股指标(元) 每股收益(最新摊薄) 每股净现金流(最新	15 64% 18. 26% 31% 0. 87 4 4. 31 0. 95	14 55% 12.45% 11.41% 40% 0.65 4 3.84	12 29% 6. 87% 10. 60% 38% 1. 55 1. 26 0. 55 5 3. 61	12 19% 6.59% 10.91% 41% 1.46 1.16 0.57 5 3.62	12. 98 6. 45 12. 05 40 1. 5 1. 2 0. 5 3. 6
全营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应付帐款的变化 预收帐款的变化 受资活动现金流 公允价值变动收益 长期股权投资减少 投资收益 等资活动现金流	2016A 276 616 534.30 -25 0 -163 0 0 37 -203	2017A 929 740 741.38 16 0 -2919 0 43 2944	2018E 774 740 0.00 42 -2 4 -1103 0 -13 86 -115	17923 单位: 2019E 1108 836 438.63 58 -320 3 -1003 0 -15 91	14060 百万元 2020E 1034 1015 461. 13 71 -152 -5 -499 0 -18 101 -106	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率 应付账款周转率 每股指标(元) 每股收益(最新摊薄) 每股净现金流(最新	15 64% 18. 26% 31% 0. 87 4 4. 31 0. 95 -0. 14	14 55% 12 45% 11 41% 40% 0 65 4 3 84 1 06 1 31	12 29% 6. 87% 10. 60% 38% 1. 55 1. 26 0. 55 5 3. 61 1. 01 -0. 61	12 19% 6. 59% 10. 91% 41% 1. 46 1. 16 0. 57 5 3. 62 1. 15 0. 29	12. 98 6. 45 12. 05 40 1. 5 1. 2 0. 5 3. 6
全营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应付帐款的变化 预收帐款的变化 受责活动现金流 公允价值变动收益 长期股权投资减少 投资收益 等责活动现金流 应付债券增加	2016A 276 616 534.30 -25 0 -163 0 0 37 -203	2017A 929 740 741.38 16 0 -2919 0 43 2944 0	2018E 774 740 0.00 42 -2 4 -1103 0 -13 86 -115	17923 单位: 2019E 1108 836 438.63 58 -320 3 -1003 0 -15 91 110	14060 百万元 2020E 1034 1015 461. 13 71 -152 -5 -499 0 -18 101 -106	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率 应付账款周转率 每股指标(元) 每股收益(最新摊薄) 每股净现金流(最新	15.64% 18.26% 31% 0.87 4.31 0.95 -0.14 5.19	14 55% 12. 45% 11. 41% 40% 0 .65 4 3. 84 1. 06 1. 31 8. 89	12 29% 6. 87% 10. 60% 38% 1. 55 1. 26 0. 55 5 3. 61 1. 01 -0. 61 9. 56	12 19% 6.59% 10.91% 41% 1.46 1.16 0.57 5 3.62 1.15 0.29 10.50	29. 29' 12. 98' 6. 45' 12. 05' 40' 1. 5. 1. 2 0. 5. 11. 3' 0. 5' 11. 5.
全营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应付帐款的变化 预收帐款的变化 受责活动现金流 公允价值变动收益 类期股权投资减少 投资收益 序方对现金流 应付债券增加 长期借款增加	2016A 276 616 534, 30 -25 0 -163 0 0 37 -203 0	2017A 929 740 741.38 16 0 -2919 0 43 2944 0	2018E 774 740 0.00 42 -2 4 -1103 0 -13 86 -115 0	17923 单位: 2019E 1108 836 438.63 58 -320 3 -1003 0 -15 91 110 0	14060 百万元 2020E 1034 1015 461.13 71 -152 5 -499 0 -18 101 -106 0	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率 应付账款周转率 每股指标(元) 每股收益(最新摊薄) 每股净现金流(最新 每股净资产(最新摊	15 64% 18. 26% 31% 0. 87 4 4. 31 0. 95 -0. 14	14 55% 12 45% 11 41% 40% 0 65 4 3 84 1 06 1 31	12 29% 6. 87% 10. 60% 38% 1. 55 1. 26 0. 55 5 3. 61 1. 01 -0. 61	12 19% 6. 59% 10. 91% 41% 1. 46 1. 16 0. 57 5 3. 62 1. 15 0. 29	12. 98 6. 45 12. 05 40 1. 5 1. 2 0. 5 3. 6

资料来源:公司财报、东兴证券研究所



分析师简介

陆洲

北京大学硕士,军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者,历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师,华商基金研究部工业品研究组组长,2017年加盟东兴证券研究所。

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。