

铝合金底盘件贡献主要增量

——拓普集团（601689）2018 年度报告点评

2019 年 04 月 19 日

强烈推荐/维持

拓普集团 财报点评

投资要点：

■ **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营业收入 59.84 亿元，同比增长 17.56%，实现归属母公司股东的净利润 7.53 亿元，同比增长 2.08%，位于此前业绩预增中预计的范围之内。同时公司宣布，将此前募投的电子真空泵和智能刹车系统项目的投产时间延后 3 年至 2022 年 5 月。

■ **轻量化底盘贡献主要营收增量，铝合金零部件快速增长。**拓普轻量化底盘业务包括原有的铝合金零部件业务和 2017 年收购的福多纳钢制底盘业务。根据公司年报推算，2018 年公司铝合金零部件营收 4.46 亿元，同比增长 22.4%，是公司主营业务中增速最快的板块之一。2018 年开始并表的福多纳业务全年营收 7.26 亿，与 2017 年基本持平。受 2018 年四季度国内乘用车销量快速下跌的影响，公司底盘业务增速不及预期。

受 2020 年版“双积分”标准临近、新能源车续航瓶颈等多因素驱动，铝合金底盘件将维持快速增长。拓普的转向节、控制臂和副车架等轻量化零部件都属于簧下质量，实施轻量化的性价比优异，且目前国内市场的渗透率仍不到 10%。我们在 2019 年上海车展观察到，上汽通用、上汽大众、吉利和长城等整车厂都在提升铝合金底盘件的应用比例。拓普铝合金零部件与既有减震产品线组合多种多样，能够灵活匹配客户多种需求。

结合特斯拉业务的潜在示范效应，我们重申对公司铝合金轻量化业务的乐观，预计 2019 年该部分营收达到 7.55 亿，同比增长 69%。公司铝合金控制臂、底盘结构件等产品已匹配特斯拉 Model S/X，同时铝合金控制臂已经是吉利、沃尔沃和比亚迪等多家主流厂商的主要供应商，未来随着下游市场铝合金渗透率的提升，营收有望大幅增长。

■ **毛利率下滑：原材料、人工成本上升，让利换取较好的账期。**公司多个产品线 2018 年的毛利率同比显著下滑，其中减震零部件下滑了 3.4%，智能刹车系统下滑了 5.1%。2018 年多种原材料涨价，同时用工成本明显上升。公司减震产品营收增长不明显，但原材料/直接人工成本同比提升了 10.8%/15.9%。受下游需求不振的影响，2018 年多数零部件供应商的年降幅多大于以往，导致毛利率明显受损。底盘领域，由于加入了低毛利率的钢制底盘（原福多纳），整体毛利率明显下降。值得注意的是，公司在客户普遍压价的不利大环境下，通过争取较好的账期（同比减少约 18 天），获得了较为稳健的经营现金流，为日后产品线的继续拓宽打下了基础。

■ **汽车电子受下游影响增速不及预期。**2018 年公司电子真空泵业务营收 1.26 亿元，同比增长 13.8%，低于此前的预期。我们认为原因主要是公司该领域主要客户上汽乘用车、众泰汽车 2018 年末至 2019 年初销量增速大幅下滑。公司 2018 电子真空泵产品单价 286 元，同比下滑 4.7%，与汽车零部件行业整体年降水平相当。后续随着新能源车和涡轮增压车型的加速普及，真空泵产品增速将继续跑赢汽车市场。

■ **拓展汽车电子产品线：**公司在官网上发布了多款新能源车、智能驾驶车辆必需的汽车电子产品。其中电子水泵若成功匹配量产车型，单车价值量将达到 600-900 元；电子废气门执行器和净化泵是应对国六排放升级的有力设备；电动助力转向系统和电子稳定控制系统目前主要被外资把持，如能实现突破将是很好的国产替代机会。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 68.7 亿元、82.1 亿元、89.3 亿元；归母净利润分别为 8.42 亿元、9.98 亿元和 11.48 亿元；EPS 分别为 1.16 元、1.37 元和 1.58 元，对应 PE 分别为 17.2X、14.5X 和 12.6X。考虑到公司铝合金底盘轻量化、汽车电子业务的成长性，给予 22.6 倍估值，目标价 26.16 元，维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：**1、全球乘用车销量不及预期；2、原材料价格大幅上涨。

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

研究助理：

刘一鸣

021-25102862

liu_y_m@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	19.89-19.99
总市值 (亿元)	144.72
流通市值 (亿元)	143.82
总股本/流通 A 股 (万股)	72758/72306
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.15

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《拓普集团（601689）：随下游收缩，减震与底盘技术结合潜力仍在》2019-02-01
- 2、《拓普集团（601689）：随旺季不旺，但毛利率有所恢复》2018-10-25
- 3、《拓普集团（601689）：内饰压力释放，底盘轻量化产品线形成合力》2018-08-24
- 4、《拓普集团（601689）深度报告：轻量化 NVH 双剑合璧，底盘业务成燎原之势》2018-08-01

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,090.22	5,984.02	6,865.65	8,211.65	8,932.22
增长率(%)	29.3%	17.6%	14.7%	19.6%	8.8%
净利润(百万元)	740.49	755.32	844.99	1,000.88	1,151.10
增长率(%)	20.3%	2.0%	11.9%	18.4%	15.0%
净资产收益率(%)	11.4%	10.4%	10.5%	11.1%	11.4%
每股收益(元)	1.06	1.04	1.16	1.37	1.58
PE	18.8	19.1	17.2	14.5	12.6
PB	2.24	2.00	1.80	1.61	1.43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	6703	5671	7352	8599	9047	营业收入	5090	5984	6866	8212	8932
货币资金	1474	1087	1716	2053	2274	营业成本	3613	4375	4992	5974	6513
应收账款	1317	1251	1693	2025	2080	营业税金及附加	42	45	43	52	56
其他应收款	32	30	35	41	45	营业费用	269	290	326	390	402
预付款项	87	30	30	30	30	管理费用	396	218	584	698	737
存货	1239	1216	1573	1882	1874	财务费用	16	5	-3	-6	-54
其他流动资产	1415	842	851	864	871	资产减值损失	4.49	8.35	8.35	8.35	8.35
非流动资产合计	4032	5230	5468	5471	5636	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	80	101	101	101	101	投资净收益	43.31	100.97	58.18	58.59	58.80
固定资产	1949	2773	4155	4125	4268	营业利润	808	869	973	1154	1329
无形资产	551	576	610	643	665	营业外收入	54.18	11.52	11.52	11.52	11.52
其他非流动资产	136	184	184	184	184	营业外支出	3.04	3.22	3.22	3.22	3.22
资产总计	10735	10901	12820	14070	14683	利润总额	859	877	981	1162	1337
流动负债合计	4127	3267	4404	4686	4188	所得税	119	122	136	162	186
短期借款	809	390	1245	931	0	净利润	740	755	845	1001	1151
应付账款	1589	1315	1368	1637	1874	少数股东损益	2	2	3	3	3
预收款项	19	31	39	52	65	归属母公司净利润	738	753	842	998	1148
一年内到期的	0	55	55	55	55	EBITDA	1566	1718	1382	1596	1749
非流动负债合计	116	388	355	355	355	EPS (元)	1.06	1.04	1.16	1.37	1.58
长期借款	0	213	213	213	213	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4243	3655	4759	5041	4543	成长能力					
少数股东权益	23	25	28	31	34	营业收入增长	29.27%	17.56%	14.73%	19.60%	8.78%
实收资本(或股	728	728	728	728	728	营业利润增长	15.74%	7.50%	11.98%	18.61%	15.12%
资本公积	3737	3737	3737	3737	3737	归属于母公司净利	11.83%	18.45%	11.83%	18.45%	15.01%
未分配利润	1708	2393	2832	3331	3917	获利能力					
归属母公司股	6469	7221	8037	9000	10108	毛利率(%)	29.03%	26.89%	27.29%	27.25%	27.08%
负债和所有者	10735	10901	12820	14070	14683	净利率(%)	14.55%	12.62%	12.31%	12.19%	12.89%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	7.81%	6.87%	6.91%	6.57%	7.09%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	11.41%	10.43%	10.48%	11.09%	11.35%
经营活动现金	929	605	406	1084	1732	偿债能力					
净利润	740	755	845	1001	1151	资产负债率(%)	40%	34%	37%	36%	31%
折旧摊销	741	845	0	430	457	流动比率			1.67		
财务费用	16	5	-3	-6	-54	速动比率			1.31		
应收账款减少	0	0	-442	-332	-55	营运能力					
预收帐款增加	0	0	8	13	12	总资产周转率	0.65	0.55	0.58	0.61	0.62
投资活动现金	-2919	-895	-605	-405	-595	应收账款周转率	4	5	5	4	4
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.84	4.12	5.12	5.47	5.09
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	43	101	58	59	59	每股收益(最新摊	1.06	1.04	1.16	1.37	1.58
筹资活动现金	2944	-250	828	-343	-917	每股净现金流(最	1.31	-0.74	0.86	0.46	0.30
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	8.89	9.92	11.05	12.37	13.89
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	78	0	0	0	0	P/E	18.76	19.13	17.18	14.50	12.61
资本公积增加	2282	0	0	0	0	P/B	2.24	2.00	1.80	1.61	1.43
现金净增加额	954	-539	629	336	221	EV/EBITDA	8.82	8.17	10.32	8.53	7.13

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。