

拓普集团 (601689.SH)

动态分析

业绩短期承压，轻量化及汽车电子业务持续推进

投资要点

- ◆ **并表推升营收增速，净利润增长低于预期。**公司发布2018年年报，全年实现营业收入59.84亿元，同比增长17.56%；归母净利润7.53亿元，同比增长2.08%；毛利率26.89%，同比下降2.14个百分点；净利率12.62%，同比下降1.93个百分点。公司2018年业绩表现低于我们此前的预期，主要是由于：（1）受汽车行业景气度下滑影响，公司减震器及内饰功能件业务收入增速放缓；（2）前期投入较大的汽车电子项目（IBS、EVP）未能按预定计划实现生产及销售目标；（3）受原材料价格上涨、管理费用费用增多影响，毛利率及净利率下滑较多。
- ◆ **NVH业务短期承压，随行业回暖及订单释放，收入增速有望回升。**2018年下半年开始，受下游主要客户（吉利、通用等）汽车产销量下滑影响，公司NVH（减震器及内饰功能件）业务收入增速放缓明显。我们预计，随着2019年汽车行业景气度逐步回暖（2019年3月，吉利销量同比已由负转正，上汽通用销量同比降幅较前几月有所收窄）以及新订单逐步释放（公司与通用全球同步研发的NVH减震器预计于2019年3月起在全球逐步量产，订单总额16.8亿元，生命周期6年），公司产品配套需求有望获得一定增长。
- ◆ **底盘系统业务布局持续完善，有望保持较快增长。**2018年公司底盘系统业务收入11.67亿元，同比增长220.60%；若扣除福多纳并表影响（据公司此前披露的业绩快报，2018年福多纳实现营业收入约7亿元，净利润约5000万元），该业务收入增长约28%。目前公司轻量化底盘产品已进入吉利、比亚迪、特斯拉等客户新能源车型的配套体系，受益于全球新能源汽车快速发展浪潮，底盘系统业务收入有望保持较快增长。
- ◆ **汽车电子业务打开长期成长空间，静待项目逐步落地。**考虑到：（1）汽车电子真空泵（EVP）当前尚处于产能建设和产量爬坡期；（2）智能刹车系统（IBS）尚处于验证和市场预推广阶段，公司将EVP及IBS项目建设期延长至2022年5月。目前公司在智能驾驶领域已具备一定先发优势（已研发出第三代EVP产品），随产能后续到位，汽车电子业务的逐步发力或可打开公司长期成长空间。
- ◆ **投资建议：**公司短期业绩增速放缓，但随行业逐步回暖及新订单逐步释放，业绩增速有望回升，轻量化及智能驾驶业务则打开了公司中长期成长空间。我们预测公司2019年至2021年的每股收益分别为1.24元、1.41元和1.56元，净资产收益率分别为11.9%、12.7%和13.1%，维持“买入-A”投资评级。
- ◆ **风险提示：**下游客户汽车销量增长不及预期；智能驾驶系统项目进展不及预期。

投资评级

买入-A(维持)

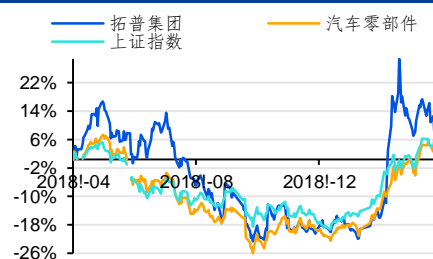
股价(2019-04-19)

19.84元

交易数据

总市值(百万元)	14,435.14
流通市值(百万元)	14,345.43
总股本(百万股)	727.58
流通股本(百万股)	723.06
12个月价格区间	13.80/23.60元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.47	7.7	-7.24
绝对收益	-3.64	33.69	-0.75

分析师

林帆

 SAC执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

报告联系人

陆嘉敏

 lujiamin@huajinsec.cn
 021-20377038

相关报告

拓普集团：Q3业绩增速放缓，毛利率继续承压 2018-10-25

拓普集团：营收增长稳健，净利润短期承压 2018-08-24

拓普集团：业绩符合预期，未来受益于自主品牌和新能源汽车看点颇多 2018-04-20

拓普集团：深度绑定优质自主领军企业，业绩持续超预期 2017-08-29

拓普集团：一季报表现靓丽，全年业绩高增长有望持续 2017-04-26

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	5,090.2	5,984.0	6,856.5	7,818.6	8,648.8
同比增长(%)	29.3%	17.6%	14.6%	14.0%	10.6%
营业利润(百万元)	808.3	868.9	1,034.4	1,175.1	1,304.5
同比增长(%)	15.7%	7.5%	19.0%	13.6%	11.0%
净利润(百万元)	738.0	753.3	905.1	1,026.8	1,137.9
同比增长(%)	19.9%	2.1%	20.1%	13.5%	10.8%
每股收益(元)	1.01	1.04	1.24	1.41	1.56
PE	19.6	19.2	15.9	14.1	12.7
PB	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、并表推升营收增速，净利润增长低于预期.....	4
二、传统业务增速放缓，轻量化及智能驾驶业务打开中长期成长空间.....	5
三、盈利预测与投资建议.....	7
四、风险提示.....	7

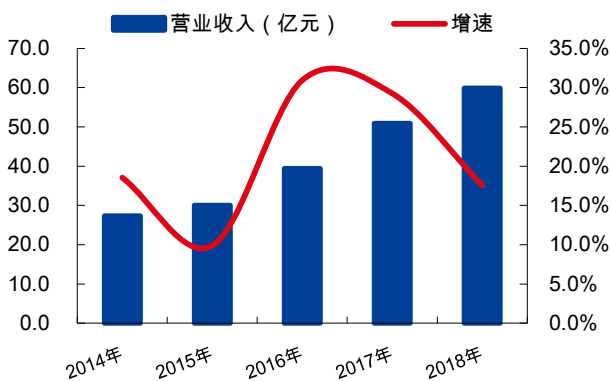
图表目录

图 1：近 5 年公司营业收入及增速.....	4
图 2：近 5 年公司归母净利润及增速.....	4
图 3：近 5 年公司毛利率及净利率.....	4
图 4：近五年公司三项费用率.....	4
图 5：近 10 个季度公司营业收入及增速.....	5
图 6：近 10 个季度公司归母净利润及增速.....	5
图 7：近 10 个季度公司毛利率及净利率.....	5
图 8：近 10 个季度公司三项费用率.....	5
图 9：近 5 年公司主营业务收入.....	6
图 10：近 5 年公司各业务毛利率.....	6
图 11：吉利汽车单月销量及增速.....	7
图 12：上汽通用单月销量及增速.....	7

一、并表推升营收增速，净利润增长低于预期

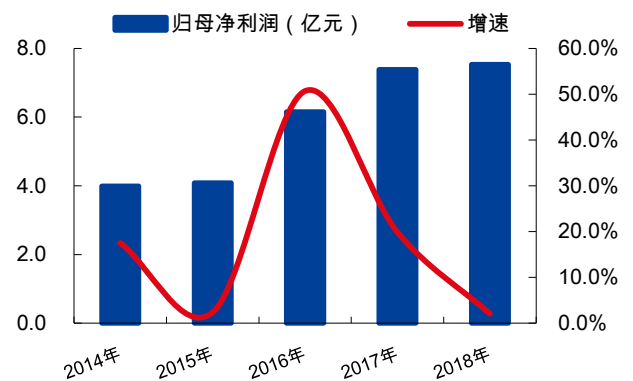
公司发布 2018 年年报，全年实现营业收入 59.84 亿元，同比增长 17.56%；归母净利润 7.53 亿元，同比增长 2.08%；毛利率 26.89%，同比下降 2.14 个百分点；净利率 12.62%，同比下降 1.93 个百分点。公司 2018 年业绩表现低于我们此前的预期，主要是由于：（1）受汽车行业景气度下滑影响，公司减震器及内饰功能件业务收入增速放缓；（2）前期投入较大的汽车电子项目（IBS、EVP）未能按预定计划实现生产及销售目标；（3）受原材料价格上涨、管理费用费用增多影响，毛利率及净利率下滑较多。

图 1：近 5 年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

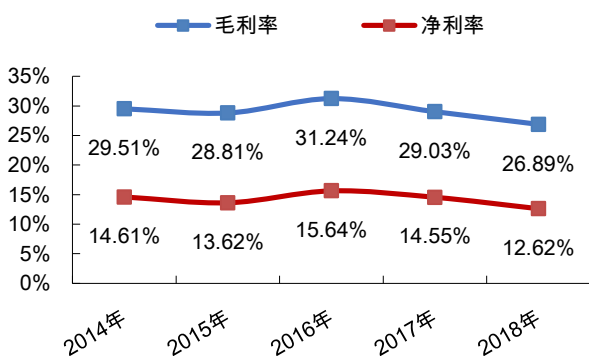
图 2：近 5 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

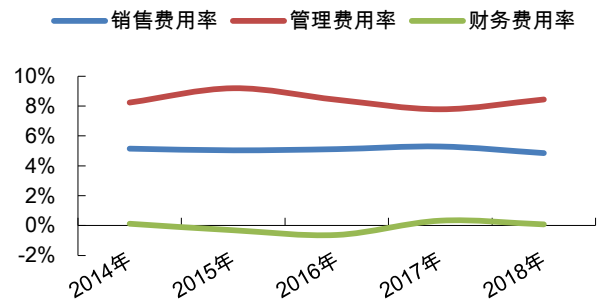
2018 年全年公司毛利率 26.89%，同比减少 2.14 个百分点；净利率 12.62%，同比减少 1.93 个百分点。毛利率下滑主要是受原材料价格上涨及产品价格年降的影响。2018 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 4.85%、8.44%和 0.08%，同比分别下降 0.44 个百分点、增长 0.66 个百分点和下降 0.25 个百分点。管理费用率增加较多主要是由于设备折旧及研发费用增多所致。

图 3：近 5 年公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：近 5 年公司三项费用率

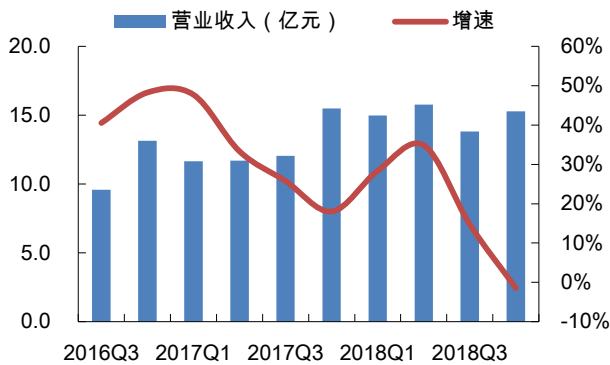


资料来源：Wind，华金证券研究所

2018Q4 公司单季度实现营业收入 15.28 亿元，同比下降 1.43%；归母净利润 1.36 亿元，同比下降 27.14%；毛利率 23.75%，同比下降 4.80 个百分点；净利率 8.94%，同比下降 3.27 个百分点。期间费用方面，Q4 公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 5.38%、4.47%和 0.23%，三项费用率合计 10.08%，同比减少 3.15 个百分点。受行业下行压力影响，下半年

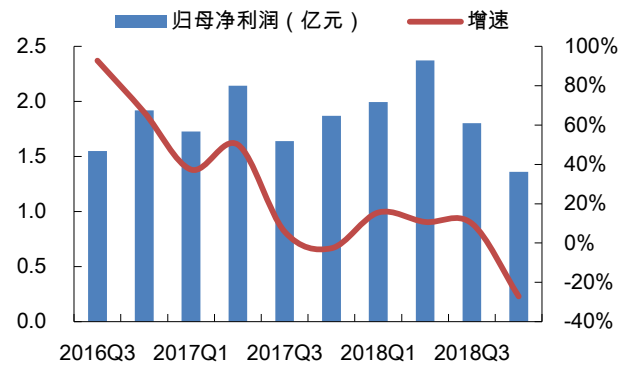
开始公司业绩持续承压，Q4 营收及净利润增速进一步放缓，毛利率、净利润同比均呈现较明显的下滑。

图 5: 近 10 个季度公司营业收入及增速



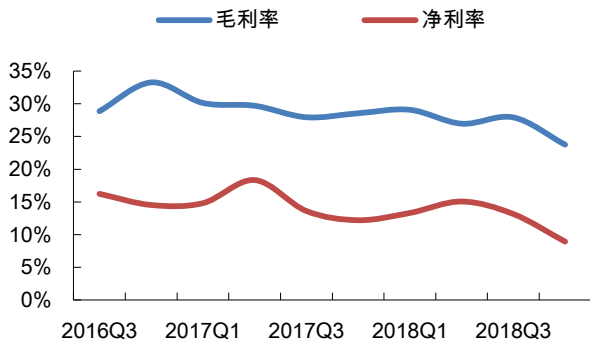
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6: 近 10 个季度公司归母净利润及增速



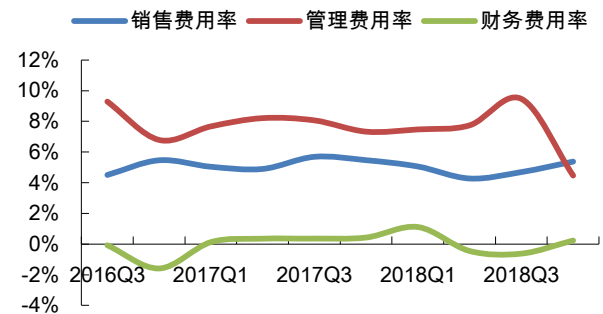
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 近 10 个季度公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 近 10 个季度公司三项费用率

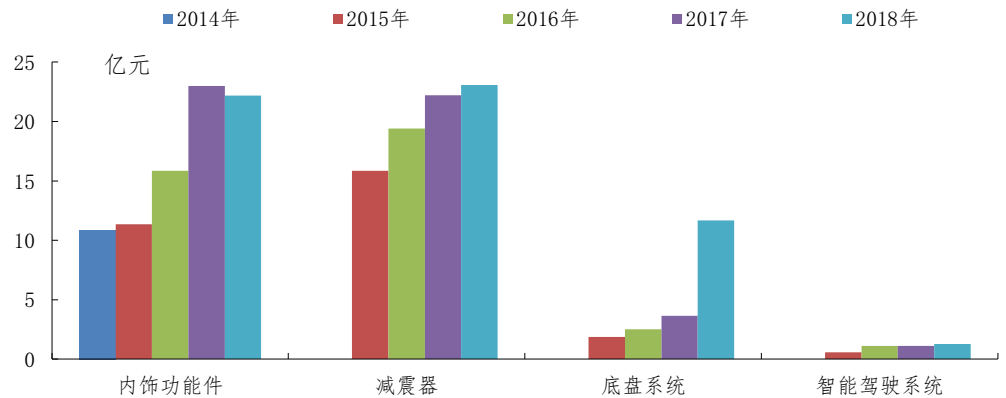


资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、传统业务增速放缓，轻量化及智能驾驶业务打开中长期成长空间

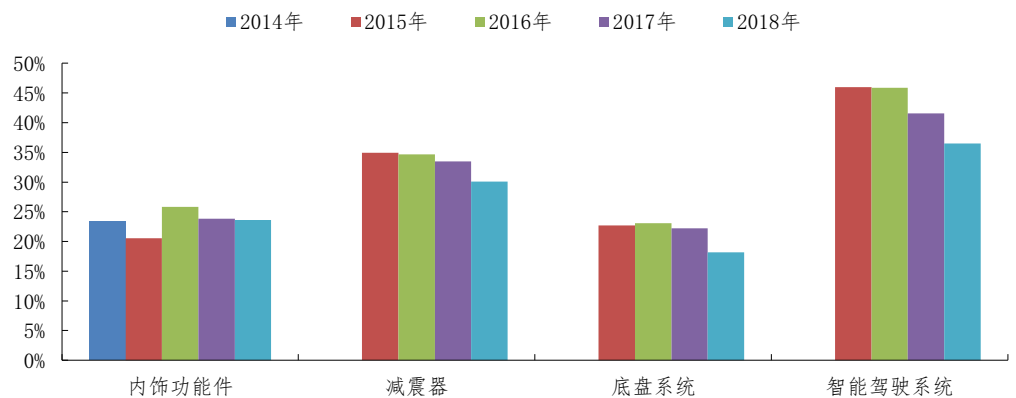
收入方面，仅底盘系统业务保持较快增长（由于福多纳并表）；毛利率方面，各业务毛利率均有不同程度的下滑。分业务看：2018 年公司内饰功能件业务收入 22.18 亿元，同比下降 3.48%；毛利率 23.63%，同比下降 0.18 个百分点。减震器业务收入 23.07 亿元，同比增长 3.91%；毛利率 30.11%，同比下降 3.36 个百分点。底盘系统业务收入 11.67 亿元，同比增长 220.60%；毛利率 18.17%，同比下降 4.04 个百分点。智能驾驶系统业务（现阶段为 EVP）收入 1.26 亿元，同比增长 13.77%；毛利率 36.51%，同比下降 5.05 个百分点。

图 9: 近 5 年公司主营业务收入



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

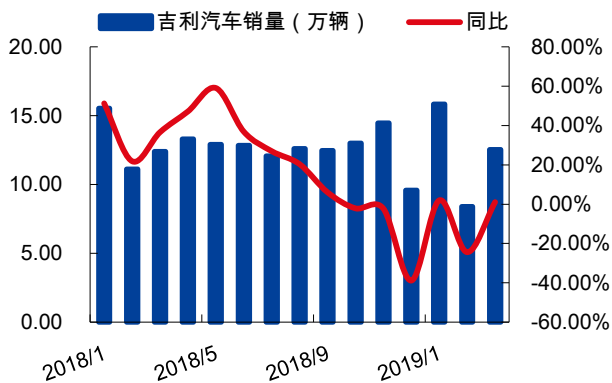
图 10: 近 5 年公司各业务毛利率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

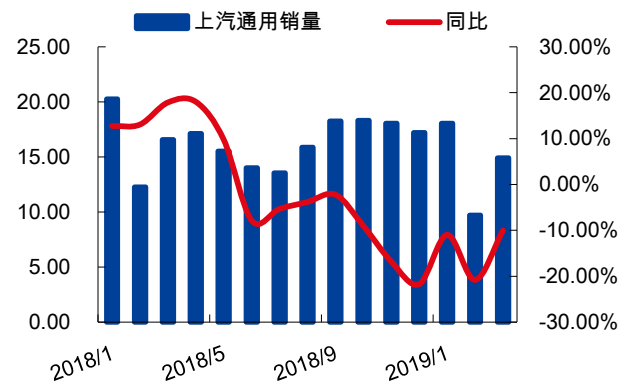
NVH 业务短期承压, 随行业回暖及订单释放, 收入增速有望回升。2018 年下半年开始, 受下游主要客户 (吉利、通用等) 汽车产销量下滑影响, 公司 NVH (减震器及内饰功能件) 业务收入增长放缓明显。我们预计, 随着 2019 年汽车行业景气度逐步回暖 (2019 年 3 月, 吉利销量同比已由负转正, 上汽通用销量同比降幅较前几月有所收窄) 以及新订单逐步释放 (公司与通用全球同步研发的 NVH 减震器预计于 2019 年 3 月起在全球逐步量产, 订单总额 16.8 亿元, 生命周期 6 年), 公司产品配套需求有望获得一定增长。

图 11: 吉利汽车单月销量及增速



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 12: 上汽通用单月销量及增速



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

底盘系统业务布局持续完善, 有望保持较快增长。2018 年公司底盘系统业务收入 11.67 亿元, 同比增长 220.60%; 若扣除福多纳并表影响 (据公司此前披露的业绩快报, 2018 年福多纳实现营业收入约 7 亿元, 净利润约 5000 万元), 该业务收入增长约 28%。目前公司轻量化底盘产品已进入吉利、比亚迪、特斯拉等客户新能源车型的配套体系, 受益于全球新能源汽车快速发展浪潮, 底盘系统业务收入有望保持较快增长。

汽车电子业务打开长期成长空间, 静待项目逐步落地。2016 年, 公司定增募集资金 28 亿元投向智能刹车系统 (IBS) 及汽车电子真空泵 (EVP) 项目。EVP 方面, 公司紧跟国际龙头, 至今已先后研发了柱塞式电子真空辅助泵、叶片式电子真空辅助泵和面向新能源汽车的叶片式电子真空独立泵等三代产品, 陆续向众多客户供货并应用于各类节能车型, 2018 年该产品实现收入 1.26 亿元, 同比增长 13.77%。IBS 方面, 目前公司相关研发项目仍在持续推进中, 尚未实现量产。考虑到: (1) EVP 当前尚处于产能建设和产量爬坡期; (2) IBS 尚处于验证和市场预推广阶段, 公司将两个项目的建设期延长至 2022 年 5 月。目前公司在智能驾驶领域已具备一定先发优势 (已研发出第三代 EVP 产品), 随产能后续到位, 汽车电子业务的逐步发力或可打开公司长期成长空间。

三、盈利预测与投资建议

公司短期业绩增速放缓, 但随行业逐步回暖及新订单逐步释放, 业绩增速有望回升, 轻量化及智能驾驶业务则打开了公司中长期成长空间。我们预测公司 2019 年至 2021 年的每股收益分别为 1.24 元、1.41 元和 1.56 元, 净资产收益率分别为 11.9%、12.7%和 13.1%, 维持“买入-A”投资评级。

四、风险提示

下游客户汽车销量增长不及预期; 智能驾驶系统项目进展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总
利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,090.2	5,984.0	6,856.5	7,818.6	8,648.8
减:营业成本	3,612.7	4,375.0	4,984.5	5,698.6	6,326.0
营业税费	42.1	44.6	54.0	61.5	66.9
销售费用	269.4	290.2	329.1	367.5	389.2
管理费用	396.3	217.6	521.1	578.6	631.4
财务费用	16.5	4.6	4.4	13.1	10.5
资产减值损失	4.5	8.4	9.0	7.3	8.2
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	43.3	101.0	80.0	83.0	88.0
营业利润	808.3	868.9	1,034.4	1,175.1	1,304.5
加:营业外净收支	51.1	8.3	20.1	21.3	21.1
利润总额	859.5	877.2	1,054.5	1,196.4	1,325.6
减:所得税	119.0	121.9	147.6	166.8	184.9
净利润	738.0	753.3	905.1	1,026.8	1,137.9

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,473.6	1,087.2	3,523.1	4,241.5	5,437.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,349.1	1,250.6	1,606.3	1,564.6	1,894.9
应收票据	1,124.3	1,215.2	1,489.3	1,681.6	1,922.1
预付帐款	86.7	29.6	122.1	54.5	131.1
存货	1,239.4	1,216.2	1,497.6	1,510.0	1,934.5
其他流动资产	1,429.9	871.9	783.2	1,028.3	894.5
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	79.7	100.7	114.7	129.0	145.4
投资性房地产	-	12.6	12.6	12.6	12.6
固定资产	1,949.4	2,772.6	3,106.7	3,274.9	3,316.3
在建工程	924.3	1,178.5	1,342.8	1,154.3	963.4
无形资产	550.8	576.2	541.1	494.5	446.3
其他非流动资产	527.6	589.5	569.4	535.4	524.1
资产总额	10,734.7	10,900.7	14,709.0	15,681.0	17,622.4
短期债务	809.0	390.0	3,000.0	3,500.0	4,000.0
应付帐款	1,991.7	1,315.4	2,299.5	1,927.0	2,760.1
应付票据	1,099.0	1,298.3	1,443.2	1,722.7	1,764.0
其他流动负债	227.4	263.0	223.9	252.7	246.2
长期借款	-	212.9	-	-	-
其他非流动负债	115.7	175.0	130.0	150.0	151.7
负债总额	4,242.8	3,654.7	7,096.5	7,552.4	8,922.0
少数股东权益	23.3	25.2	27.0	29.8	32.6
股本	727.6	727.6	727.6	727.6	727.6
留存收益	5,742.5	6,495.9	6,857.9	7,371.3	7,940.3
股东权益	6,491.9	7,246.0	7,612.5	8,128.6	8,700.4

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	740.5	755.3	905.1	1,026.8	1,137.9
加:折旧和摊销	221.3	309.4	241.6	282.0	312.6
资产减值准备	4.5	8.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	9.2	12.3	4.4	13.1	10.5
投资损失	-43.3	-101.0	-80.0	-83.0	-88.0
少数股东损益	2.5	2.0	1.8	2.8	2.8
营运资金的变动	-1,276.0	138.3	172.4	-370.9	-81.8
经营活动产生现金流量	929.0	605.3	1,245.3	870.9	1,294.1
投资活动产生现金流量	-2,918.8	-894.6	-625.0	-132.0	-27.0
融资活动产生现金流量	2,944.3	-249.8	1,815.6	-20.4	-71.3

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	29.3%	17.6%	14.6%	14.0%	10.6%
营业利润增长率	15.7%	7.5%	19.0%	13.6%	11.0%
净利润增长率	19.9%	2.1%	20.1%	13.5%	10.8%
EBITDA 增长率	21.2%	41.7%	-10.8%	14.8%	10.7%
EBIT 增长率	20.1%	42.1%	-9.6%	14.4%	10.7%
NOPLAT 增长率	22.5%	5.8%	18.8%	14.5%	10.7%
投资资本增长率	80.7%	16.4%	4.6%	4.8%	-1.7%
净资产增长率	91.2%	11.6%	5.1%	6.8%	7.0%
盈利能力					
毛利率	29.0%	26.9%	27.3%	27.1%	26.9%
营业利润率	15.9%	14.5%	15.1%	15.0%	15.1%
净利润率	14.5%	12.6%	13.2%	13.1%	13.2%
EBITDA/营业收入	19.9%	24.0%	18.7%	18.8%	18.8%
EBIT/营业收入	15.9%	19.2%	15.1%	15.2%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	39.5%	33.5%	48.2%	48.2%	50.6%
负债权益比	65.4%	50.4%	93.2%	92.9%	102.5%
流动比率	1.62	1.74	1.29	1.36	1.39
速动比率	1.32	1.36	1.08	1.16	1.17
利息保障倍数	49.03	251.81	237.61	90.42	124.83
营运能力					
固定资产周转天数	116	142	154	147	137
流动营业资本周转天数	107	110	87	81	83
流动资产周转天数	335	372	386	440	464
应收帐款周转天数	89	78	75	73	72
存货周转天数	75	74	71	69	72
总资产周转天数	555	651	672	700	693
投资资本周转天数	307	364	349	320	294
费用率					
销售费用率	5.3%	4.8%	4.8%	4.7%	4.5%
管理费用率	7.8%	3.6%	7.6%	7.4%	7.3%
财务费用率	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%
三费/营业收入	13.4%	8.6%	12.5%	12.3%	11.9%
投资回报率					
ROE	11.4%	10.4%	11.9%	12.7%	13.1%
ROA	6.9%	6.9%	6.2%	6.6%	6.5%
ROIC	23.0%	13.5%	13.7%	15.0%	15.9%
分红指标					
DPS(元)	-	0.69	0.75	0.71	0.78
分红比率	0.0%	66.4%	60.0%	50.0%	50.0%
股息收益率	0.0%	3.5%	3.8%	3.6%	3.9%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	1.01	1.04	1.24	1.41	1.56
BVPS(元)	8.89	9.92	10.43	11.13	11.91
PE(X)	19.6	19.2	15.9	14.1	12.7
PB(X)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7
P/FCF	-12.6	-46.1	4.9	11.9	8.2
P/S	2.8	2.4	2.1	1.8	1.7
EV/EBITDA	13.4	9.6	10.7	9.2	7.8
CAGR(%)	11.6%	14.7%	13.8%	11.6%	14.7%
PEG	1.7	1.3	1.2	1.2	0.9
ROIC/WACC	2.5	1.4	1.5	1.6	1.7

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com