



2019 年 04 月 22 日

增持(维持)

当前价: 19.13 元

目标价:

汽车及零部件行业研究组

分析师: 韩晨

执业编号: S0300518070003

电话: 021-51759955

邮箱: hanchen@lxsec.com

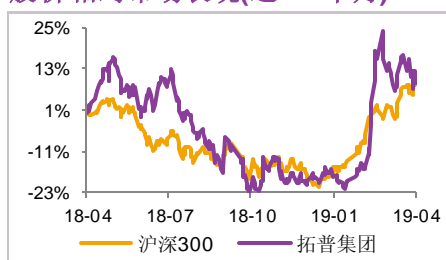
分析师: 徐昊

执业编号: S0300519040001

电话: 010-66235709

邮箱: xuhao@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	59.84	70.65	83.13	97.80
(+/-)	17.6%	18.1%	17.7%	17.6%
归母净利润	7.53	8.49	9.16	10.70
(+/-)	2%	13%	8%	17%
EPS(元)	1.04	1.17	1.26	1.47
P/E	14	16	15	13

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯汽车年报点评】拓普集团: 2016 年业绩稳定增长, 获得核准定增批文》

2017-04-27

《【联讯汽车季报点评】拓普集团: 深度绑定吉利, IBS 业务值得期待》

《【联讯汽车中报点评】拓普集团: 产能与产品布局完善, 短期承压, 未来增长点清晰》

2018-08-27

拓普集团(601689.SH)

【联讯汽车年报点评】拓普集团: 业绩符合预期, 短期承压, 智能化及轻量化将贡献增量

投资要点

✧ 事件: 拓普集团公布 2018 年年报

公司 2018 年实现营收 59.84 亿元, 同比增加 17.56%; 归母净利 7.53 亿元, 同比增加 2.08%; 归母扣非净利 6.78 亿元, 同比增加 0.47%, 公司全年业绩增长符合预期。

点评:

✧ 业绩符合预期, 毛利率短期承压

公司 2018 年销售净利率为 12.62%, 下降 1.93%, 这主要受三方面因素影响: 1) 上游原材料价格上涨和人工成本上升等因素一定程度上影响了公司盈利能力, 其中减震器的直接材料、直接人工费用与当年产量比值同比上升 8.5% 和 13.5%, 内饰功能件的直接材料、人工费用与当年产量比值同比上升 12.5% 和 20.1%。2) 2018 年国内汽车销量同比下降, 下游客户需求降低再次影响公司盈利能力, 其中减震器和内饰功能件的营业收入与销售量比值分别同比下降 4.8% 和 2.9%。3) 公司 2018 年加大研发创新力度, 发生研发费用 2.88 亿元, 同比增加 26.85%, 一定程度上影响了公司的利润总额。公司毛利率短期承压, 但随着汽车行业的复苏, 加之公司新产品投产和市场推广的顺利进行, 公司 2019 年业绩有望得到修复。

✧ 下游客户资源优质, 公司 NVH 业务稳定

公司 2018 年 NVH 业务稳定, 受下游汽车销量波动影响较小, 其中减震器实现营业收入 23.07 亿元, 同比增长 3.9%, 内饰功能件实现营业收入 22.18 亿元, 同比降低 3.5%。公司在减震器与内饰功能件领域已经具备领先的行业地位, 与上汽通用、吉利汽车、一汽大众等国内整车企业保持了长期合作关系, 同时也与通用、福特、宝马等国外车企建立了配套合作关系, 拥有稳定的下游客户。公司目前仍在进行 NVH 新产品的研发与投产, 进一步提高竞争力、提升市场份额。

✧ 新产品持续升级, 未来增长点清晰

公司 2018 年底盘系统业务实现营业收入 11.67 亿元, 同比增长 221%, 主要是福多纳收入进入公司合并报表所致。公司正在加大对轻量化底盘的研发, 目前已经和特斯拉签订了 Model 3 车型轻量化铝合金底盘结构件的定点协议, 此外还与比亚迪、蔚来签订了轻量化悬架系统的供货协议, 随着国内新能源汽车销量的增长以及特斯拉上海工厂的建成, 公司轻量化业务业绩有望再次提速。

公司汽车电子业务全年实现营业收入 1.26 亿元, 同比增长 13.51%。公司目前拥有柱塞式电子真空辅助泵、叶片式电子真空辅助泵和叶片式电子真空独立泵等产品, 该项目当前尚处于产能建设和产量爬坡期。此外, 公司正在开发智能刹车系统 IBS, 该项目处于验证和市场预推广阶段, 未来有望成为公司的新增



长点。

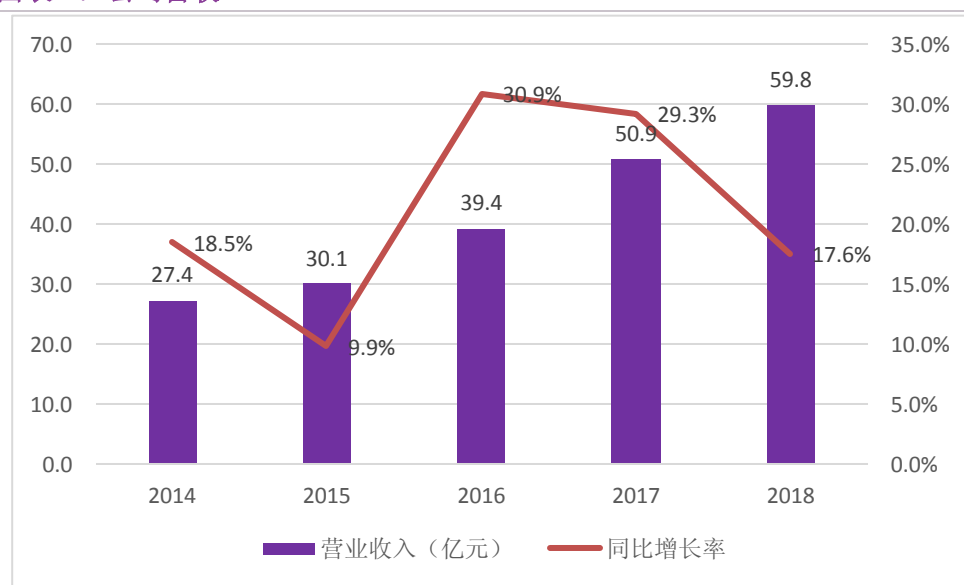
◇ 盈利预测和估值

我们预测 2019, 2020, 2021 年营业收入分别为 70.65 亿元、83.13 亿元、97.80 亿元, 归母净利润为 8.49 亿元、9.16 亿元、10.70 亿元, EPS 分别为 1.17 元、1.26 元、1.47 元, 对应 2019 年、2020 年和 2021 年的 PE 为 16 倍、15 倍、13 倍。本着审慎原则, 我们维持“增持”评级。

◇ 风险提示

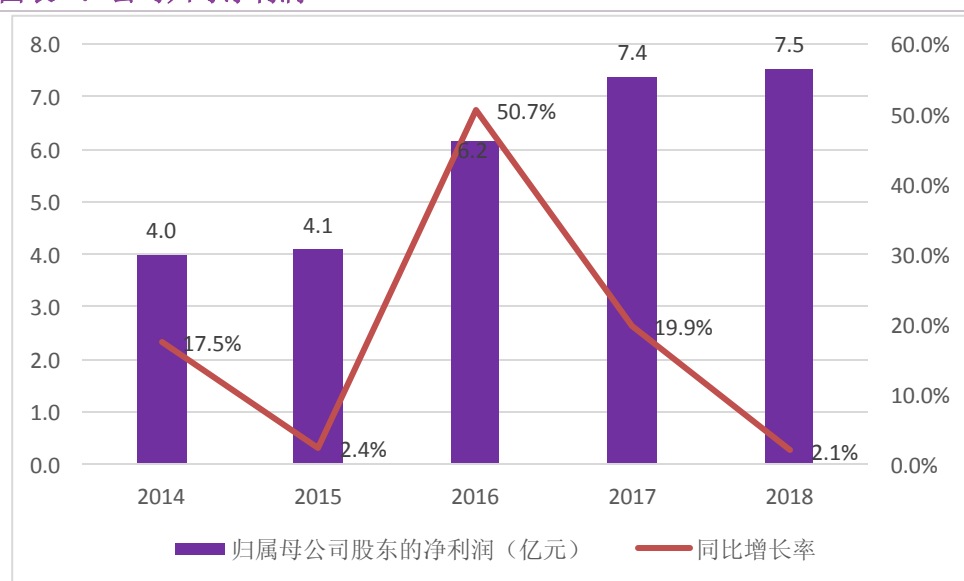
汽车销量增速不及预期、特斯拉销量不及预期、新产品投产进度不及预期。

图表 1: 公司营收



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院

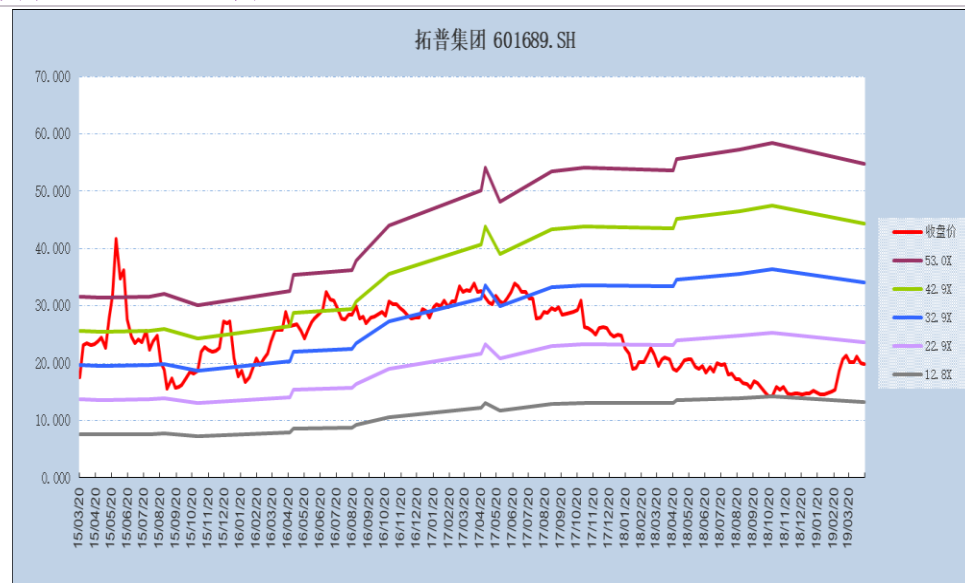
图表 2: 公司归母净利润





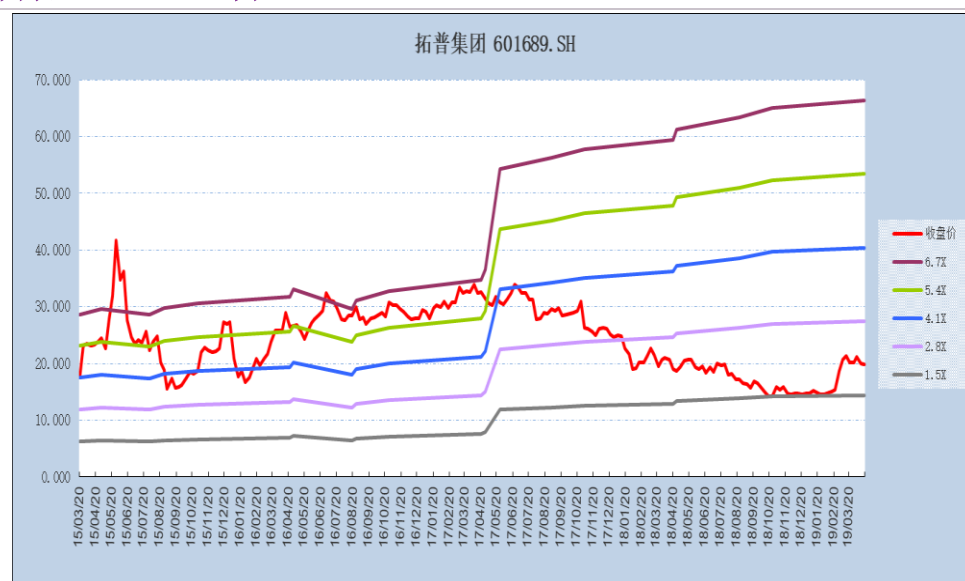
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院

图表 3: P/E Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表 4: P/B Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,671	5,954	6,669	7,669	经营活动现金流	605	515	556	611
现金	1,087	1,428	1,678	1,874	净利润	756	849	916	1,070
应收账款	1,251	1,313	1,418	1,532	折旧摊销	309	334	368	404
其它应收款	30	36	43	52	财务费用	5	6	6	18
预付账款	30	33	36	40	投资损失	-101	-107	-113	-120
存货	1,216	1,362	1,498	1,648	营运资金变动	-172	218	548	825
其他	2,057	1,782	1,995	2,523	其它	-191	-786	-1,168	-1,586
非流动资产	5,230	6,015	6,676	7,010	投资活动现金流	-895	-224	-246	-283
长期投资	101	80	80	80	资本支出	1,328	1,594	1,913	2,104
固定资产	2,773	3,050	3,355	3,690	长期投资	101	80	80	80
无形资产	576	605	593	605	其他	-2,324	-1,898	-2,239	-2,467
其他	1,781	2,280	2,649	2,635	筹资活动现金流	-250	50	-60	-132
资产总计	10,901	11,969	13,345	14,679	短期借款	390	312	353	335
流动负债	3,267	3,332	3,499	3,674	长期借款	213	268	268	268
短期借款	390	312	353	335	其他	-853	-530	-681	-735
应付账款	1,315	1,184	1,302	1,367	现金净增加额	-539	341	250	196
其他	1,561	1,836	1,844	1,971					
非流动负债	388	1,552	1,086	1,140	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
长期借款	213	268	268	268	成长能力				
其他	175	1,284	818	872	营业收入	18%	18%	18%	18%
负债合计	3,655	4,884	4,585	4,814	营业利润	8%	14%	8%	17%
少数股东权益	25	27	33	37	归属母公司净利润	2%	13%	8%	17%
归属母公司股东权益	7,221	7,058	8,727	9,828	获利能力				
负债和股东权益	10,901	11,969	13,345	14,679	毛利率	27%	28%	26%	27%
利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	13%	12%	11%	11%
营业收入	5,984	7,065	8,313	9,780	ROE	11%	12%	12%	11%
营业成本	4,375	5,122	6,113	7,132	偿债能力				
营业税金及附加	45	57	67	78	资产负债率	34%	41%	34%	33%
销售费用	290	353	416	489	流动比率	174%	179%	191%	209%
管理费用	218	283	333	391	速动比率	136%	138%	148%	164%
财务费用	5	6	6	18	营运能力				
研发费用	288	353	416	538	总资产周转率	0.55	0.62	0.66	0.70
资产减值损失	8	9	9	10	应收账款周转率	4.66	5.51	6.09	6.63
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率	3.01	4.10	4.92	5.34
投资净收益	101	107	113	120	每股指标(元)				
资产处置收益	-1	0	0	0	每股收益	1.04	1.17	1.26	1.47
其他收益	13	1	1	1	每股经营现金	0.83	0.71	0.76	0.84
营业利润	869	991	1,069	1,246	每股净资产	9.96	9.74	12.04	13.56
营业外收入	12	10	12	14	估值比率				
营业外支出	3	2	3	1	P/E	14.21	16.39	15.20	13.01
利润总额	878	999	1,078	1,259	P/B	1.48	1.96	1.59	1.41
所得税	122	150	162	189	EV/EBITDA	12.31	13.11	11.71	10.22
净利润	756	849	916	1,070					
少数股东损益	2	0	0	0					
归属母公司净利润	754	849	916	1,070					
EBITDA	1,083	1,325	1,436	1,650					
EPS	1.04	1.17	1.26	1.47					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

韩晨，同济大学工学硕士，2018 年 5 月加入联讯证券，现任电力设备与新能源行业首席分析师，证书编号：S0300518070003。

徐昊，英国纽卡斯尔大学硕士，2017 年 1 月加入联讯证券，汽车及零部件行业分析师，证书编号：S0300519040001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com