

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

拓普集团(601689)

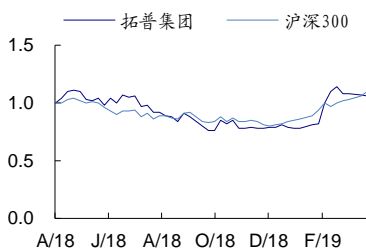
买入

2018 年报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 23 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	728/723
总市值/流通(百万元)	14,435/14,345
上证综指/深圳成指	3,271/10,418
12 个月最高/最低(元)	23.60/13.80

相关研究报告:

《拓普集团-601689-2018 三季报点评: 业绩受行业拖累, 静待汽车电子+轻量化放量》——2018-10-25  
 《拓普集团-601689-2018 年中报点评: 中报稳健增长, 轻量化+汽车电子, 全年可期》——2018-08-24  
 《拓普集团-601689-2018 年一季报点评: 一季度稳健增长, 轻量化布局全年可期》——2018-04-26  
 《拓普集团-601689-2017 年年报点评: 业绩略低预期, 长期增长可期》——2018-04-23  
 《拓普集团-601689-2017 年业绩预告点评: 利润增长略低于预期, 看好长期增长》——2018-01-25

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097  
 E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080001  
 联系人: 陶定坤  
 E-MAIL: taodingkun@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩略低于预期, 轻量化、电子化助力公司成长

● 受行业影响, 业绩略低于预期

公司 2018 年实现营收 59.84 亿元, 同增 17.56%, 归母净利润 7.53 亿元, 同增 2.08%, 归母扣非净利 6.78 亿元, 同比增加 0.47%。Q4 实现营收 15.28 亿元, 同减 1.43%, 归母净利润 1.36 亿元, 同减 27.14%。受乘用车销量下滑和毛利率下降影响, 公司业绩略低于预期。

● 费用率稳健, 毛利率下滑, 业绩承压

四费占比 13.36%, 基本持平, 其中销售费用率为 4.85%, 下降 0.44pct; 管理费用率为 3.64%, 增加 0.31pct, 主要系加大人才和储备干部引入, 本期工资和折旧摊销增加; 财务费用率为 0.08%, 下降 0.24pct, 系汇兑收益 1279 万元; 研发费用率为 4.80%, 增加 0.35pct, 系公司在研项目较多, 加大轻量化和电子化研发投入。在福多纳并表、原材料成本上升和人工成本增加的多重影响下, 公司毛利率为 26.89%, 同比下降 2.14pct, 下滑幅度较大。

● 优质客户叠加轻量化、电子化, 助力公司稳健成长

1) 公司与吉利、通用、福特、沃尔沃、特斯拉等国内外车企建立良好的配套关系, 其中特斯拉上海工厂预计 19 年竣工, 我们认为特斯拉国产化后销量有望快速增长, 给公司带来业绩弹性。2) 轻量化符合汽车节能降耗的趋势, 单车价值高(目前最高配备车型价值 5000 元), 公司轻量化产品、技术、工艺处于市场领先地位, 武汉工厂产能将陆续释放, 特斯拉、比亚迪和沃尔沃等客户将提供短期业绩增量。3) 公司在研产品电子真空泵 EVP、智能刹车系统 IBS 系汽车电动化、智能化重要零部件, 目前 EVP 陆续供货, 新产品拓展助力公司长期发展。

● 深耕轻量化、电子化、未来可期, 维持买入评级

公司为 NVH 龙头, 深度绑定优质客户、受益特斯拉国产化, 布局轻量化+汽车电子。受行业侧影响业绩增长承压, 新产品、新项目的释放, 有望支撑公司成长, 我们预计 19/20/21 年每股盈利分别为 1.10/1.24/1.41 元, 目前股价对应动态市盈率分别是 18.1/16.1/14.0x, 维持买入评级。

● 风险提示:

原材料价格上涨超预期, 新项目拓展不及预期, 汽车销量大幅下滑。

盈利预测和财务指标

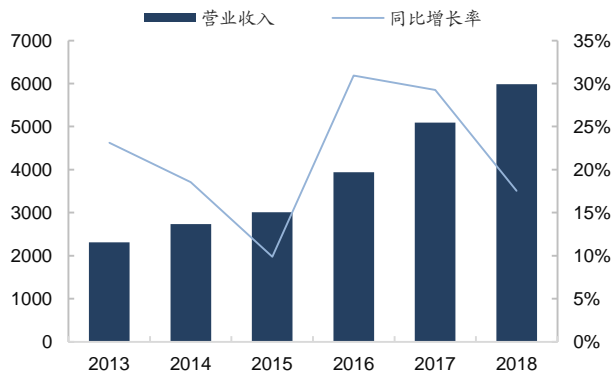
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,984	6,615	7,368	8,164
(+/-%)	17.6%	10.6%	11.4%	10.8%
净利润(百万元)	753	797	899	1030
(+/-%)	2.1%	5.9%	12.7%	14.5%
摊薄每股收益(元)	1.04	1.10	1.24	1.41
EBIT Margin	17.7%	13.6%	14.0%	14.2%
净资产收益率(ROE)	10.4%	10.3%	10.7%	11.3%
市盈率(PE)	19.2	18.1	16.1	14.0
EV/EBITDA	13.5	15.2	13.0	11.6
市净率(PB)	2.00	1.86	1.72	1.58

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

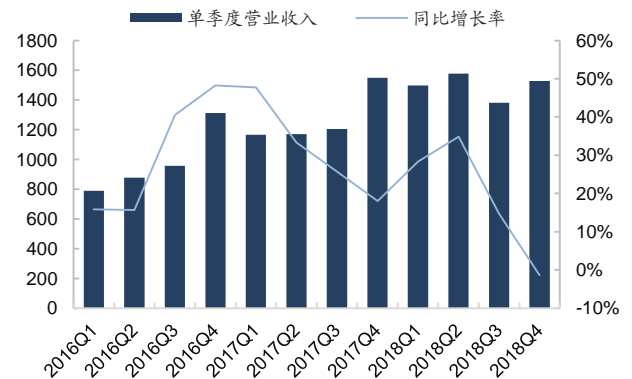
公司 2018 年实现营收 59.84 亿元，同增 17.56%，保持中高速增长。拆分季度来看，Q3 和 Q4 分别实现营收 13.81 和 15.28 亿元，同比变化 14.74%和-1.43%，四季度收入增速转负，主要系 2018 年下半年乘用车销量下滑影响。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

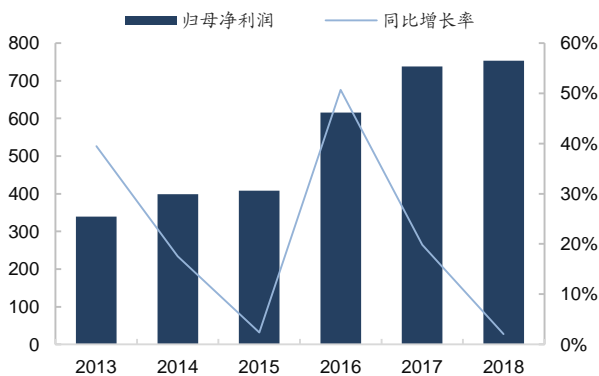
图 2：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

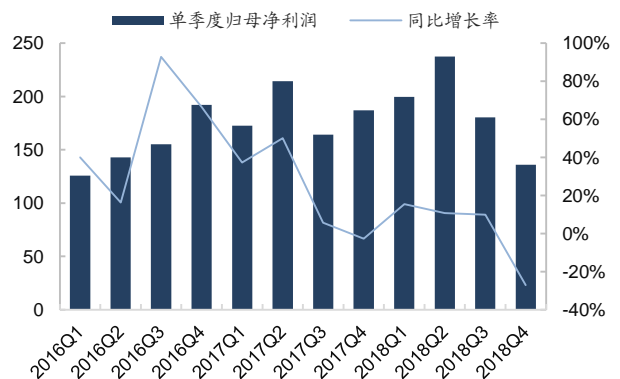
2018 年实现归母净利润 7.53 亿元，同增 2.08%，第四季度归母净利润 1.36 亿元，同减 27.14%。因毛利率下降，四季度净利润显著下滑。

图 3：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

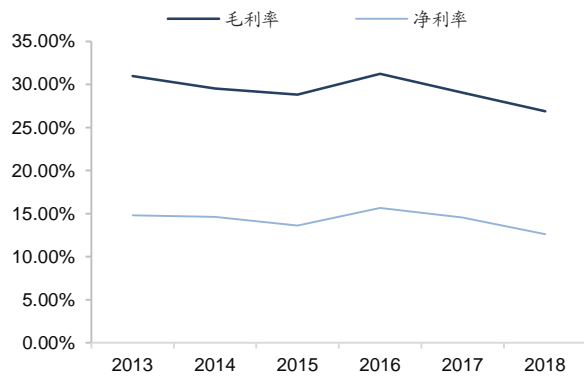
图 4：公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

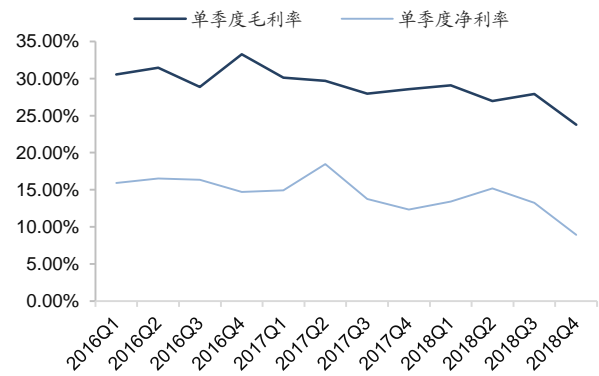
公司 2018 年毛利率为 26.89%，同比降低 2.14pct，其中减震器业务减少 3.36pct，底盘业务减少 4.04pct，智能刹车业务减少 5.05%，主要系福多纳并表、原材料成本上升和人工成本增加的多重影响。拆分季度来看，公司 Q4 毛利率为 23.77%，环比下降 4.14pct，降幅较大，主要系 18 年上半年资本开支投入加大所致。我们认为随着公司高毛利汽车电子和智能化业务的放量，产品结构改善，公司盈利能力有望回升。

图 5: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

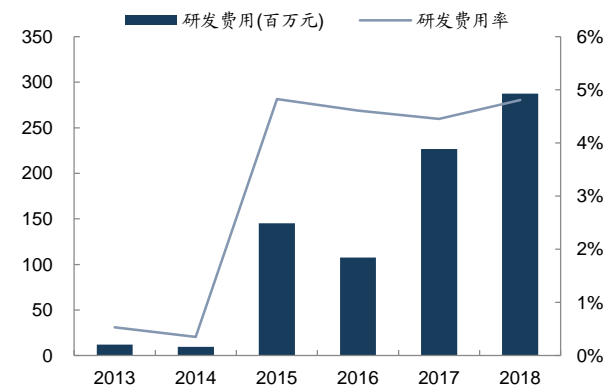
图 6: 公司单季度毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

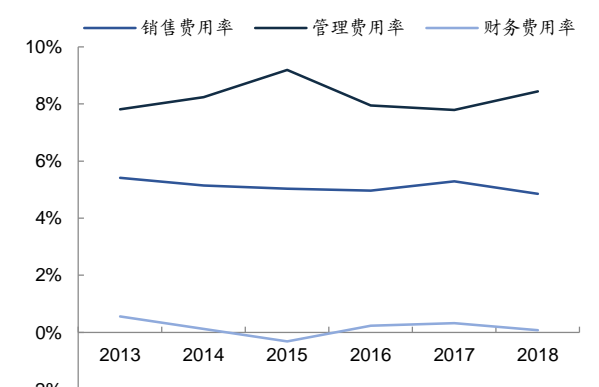
2018 年四费占比 13.36%，基本持平，其中销售费用率为 4.85%，下降 0.44pct；管理费用率为 3.64%，增加 0.31pct，主要系加大人才和储备干部引入，本期工资和折旧摊销增加；财务费用率为 0.08%，下降 0.24pct，系汇兑收益 1279 万元。研发费用 15 年以来快速增长，18 年研发费用率为 4.80%，增加 0.35pct，系公司在研项目较多，加大轻量化和电子化研发投入。

图 7: 公司研发费用和研发费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司三费率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 公司为 NVH 龙头，深度绑定优质客户、受益特斯拉国产化，布局轻量化+汽车电子。受行业侧影响业绩增长承压，新产品、新项目的释放，有望支撑公司成长，我们预计 19/20/21 年每股盈利分别为 1.10/1.24/1.41 元，目前股价对应动态市盈率分别是 18.1/16.1/14.0x，维持买入评级。我们选取行业内四家可比公司的 2019 年平均估值 17.07 倍，考虑到公司为特斯拉供应商，IBS、EVP 等新产品单价、盈利能力较高，公司合理估值 20-22 倍，合理估值在 22.0-24.2 元，较目前价格有 11%-22% 的上涨空间，维持“买入”评级。

**表 1: 可比公司估值表**

证券简称	19/4/19 收盘价	ROE (%)	每股收益			市盈率			P/B	每股净资产
			17	18E	19E	17	18E	19E		
均胜电子	28.20	3.12	0.42	1.37	1.48	67.14	20.56	19.09	2.11	13.37
中鼎股份	13.09	6.89	0.93	1.02	1.17	14.08	12.89	11.20	2.12	6.16
宁波高发	17.74	16.03	1.59	1.20	1.44	11.16	14.73	12.31	1.58	11.23
星宇股份	73.98	17.42	1.70	2.21	2.88	43.47	33.46	25.70	4.68	15.82
平均		12.09						17.07	2.62	11.64
拓普集团	19.84	11.01	1.06	1.04	1.1	18.72	19.08	18.04	2.00	9.92

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 均胜电子、中鼎股份、宁波高发和星宇股份为 Wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1087	1100	1100	1493	营业收入	5984	6615	7368	8164
应收款项	2496	2900	3028	3131	营业成本	4375	4796	5327	5894
存货净额	1216	1479	1629	1805	营业税金及附加	45	36	41	45
其他流动资产	871	1323	1474	1633	销售费用	290	318	352	388
<b>流动资产合计</b>	<b>5671</b>	<b>6802</b>	<b>7230</b>	<b>8062</b>	管理费用	218	566	620	676
固定资产	3951	4404	4580	4421	财务费用	5	32	43	23
无形资产及其他	576	554	532	510	投资收益	101	60	60	60
投资性房地产	602	602	602	602	资产减值及公允价值变动	(8)	(9)	(9)	(9)
长期股权投资	101	111	121	131	其他收入	(276)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>10901</b>	<b>12472</b>	<b>13065</b>	<b>13726</b>	营业利润	869	919	1037	1190
短期借款及交易性金融负债	445	1274	920	500	营业外净收支	8	10	10	10
应付款项	2614	2711	2986	3308	<b>利润总额</b>	<b>877</b>	<b>929</b>	<b>1047</b>	<b>1200</b>
其他流动负债	208	268	295	326	所得税费用	122	129	146	167
<b>流动负债合计</b>	<b>3267</b>	<b>4253</b>	<b>4201</b>	<b>4135</b>	少数股东损益	2	2	2	3
长期借款及应付债券	213	213	213	213	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>753</b>	<b>797</b>	<b>899</b>	<b>1030</b>
其他长期负债	175	205	225	235					
<b>长期负债合计</b>	<b>388</b>	<b>418</b>	<b>438</b>	<b>448</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3655</b>	<b>4671</b>	<b>4639</b>	<b>4583</b>	净利润	753	797	899	1030
少数股东权益	25	27	28	30	资产减值准备	4	4	1	(0)
股东权益	7221	7774	8399	9113	折旧摊销	286	358	437	474
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10901</b>	<b>12472</b>	<b>13065</b>	<b>13726</b>	公允价值变动损失	8	9	9	9
					财务费用	5	32	43	23
关键财务与估值指标					营运资本变动	138	(927)	(106)	(75)
每股收益	1.04	1.10	1.24	1.41	其它	(2)	(3)	1	2
每股红利	0.04	0.34	0.38	0.43	<b>经营活动现金流</b>	<b>1187</b>	<b>238</b>	<b>1241</b>	<b>1439</b>
每股净资产	9.92	10.68	11.54	12.52	资本开支	(1342)	(801)	(601)	(301)
ROIC	12%	9%	10%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	10%	11%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1363)</b>	<b>(811)</b>	<b>(611)</b>	<b>(311)</b>
毛利率	27%	28%	28%	28%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	14%	14%	14%	负债净变化	213	0	0	0
EBITDA Margin	22%	19%	20%	20%	支付股利、利息	(26)	(244)	(275)	(315)
收入增长	18%	11%	11%	11%	其它融资现金流	(585)	829	(355)	(420)
净利润增长率	2%	6%	13%	15%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(211)</b>	<b>586</b>	<b>(630)</b>	<b>(735)</b>
资产负债率	34%	38%	36%	34%	<b>现金净变动</b>	<b>(386)</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	<b>393</b>
息率	0.2%	1.7%	1.9%	2.2%	货币资金的期初余额	1474	1087	1100	1100
P/E	19.2	18.1	16.1	14.0	货币资金的期末余额	1087	1100	1100	1493
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6	企业自由现金流	(8)	(596)	616	1097
EV/EBITDA	13.5	15.2	13.0	11.6	权益自由现金流	(380)	206	224	658

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032