

下游主动去库存致营收缩水

——拓普集团（601689）2019 年一季报点评

2019 年 04 月 26 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 2019 年一季度报告，报告期内营业收入 12.46 亿元，同比下滑 16.81%，实现归属母公司股东的净利润 1.14 亿元，同比下滑 43.07%，低于我们此前的预期。一季度毛利率 26.28%，同比下降 2.8%但是环比改善 2.5%。
- **受主要客户主动去库存影响，营收明显下滑。**一季度全球汽车下游需求不振，多数整车厂在此期间均采取了降低产量以图主动去库存的策略，因此整车的产量和销量均在低位。
拓普的主要客户一季度整车产量合计同比下降 13.9%，致使向拓普要货量同比大幅下滑。其中，整车产量同比下滑幅度较大的有：通用全球（10.8%）、福特全球（21.6%）、上汽乘用车（15%）、广汽集团（26.5%）和沃尔沃（20.4%）。
- **研发投入维持高位影响净利率。**公司一季度研发费用达 0.73 亿元，与 2018 年单季度平均水平持平，占营收比重达到 5.87%，同比上升 1%。公司年内发布了电子水泵、电动助力转向等多个汽车电子产品，力图在新能源和国六领域提升公司产品的覆盖面。公司新的汽车电子产品线偏向于动力总成，对试验验证的需求较多，我们预计 1-2 年内高研发费用将持续。
- **看好铝合金底盘业务，汽车电子值得期待：**拓普的铝合金控制臂、转向节业务国内领先，后续受“双积分”、电动车续航里程痛点改善和特斯拉订单的带动，将维持高增长。公司在汽车电子领域多点布局，有望取得突破。
- **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 64.3 亿元、78.4 亿元、85.2 亿元；归母净利润分别为 7.69 亿元、9.17 亿元和 10.55 亿元；EPS 分别为 1.06 元、1.26 元和 1.45 元，对应 PE 分别为 17X、14.3X 和 12.4X。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。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,090	5,984	6,432	7,837	8,519
增长率（%）	29.3%	17.6%	7.5%	21.8%	8.7%
净利润（百万元）	740.49	755.32	770.88	919.72	1,057.70
增长率（%）	20.3%	2.0%	2.1%	19.3%	15.0%
净资产收益率（%）	11.4%	10.4%	9.6%	10.4%	10.7%
每股收益（元）	1.06	1.04	1.06	1.26	1.45
PE	17.0	17.3	17.0	14.3	12.4
PB	2.02	1.81	1.64	1.48	1.33

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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

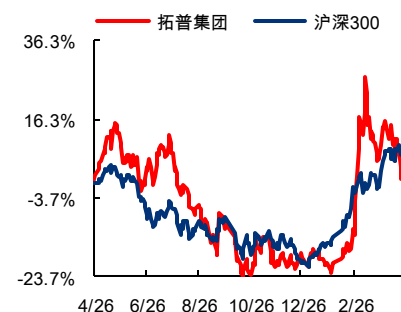
021-25102862

liu_yim@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	19.84-18.87
总市值（亿元）	144.35
流通市值（亿元）	143.45
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	1.14

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）：铝合金底盘件贡献主要增量》2019-04-19
- 2、《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
- 3、《拓普集团（601689）：随市旺季不旺，但毛利率有所恢复》2018-10-25
- 4、《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

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	6948	8252	8635	营业收入	5090	5984	6432	7837	8519
货币资金	1474	1087	1608	1959	2130	营业成本	3613	4375	4707	5727	6239
应收账款	1317	1251	1586	1932	1984	营业税金及附加	42	45	41	49	54
其他应收款	32	30	32	40	43	营业费用	269	290	306	372	383
预付款项	87	30	30	30	30	管理费用	396	218	547	686	724
存货	1239	1216	1483	1804	1795	财务费用	16	5	-5	-8	-51
其他流动资产	1415	842	846	860	867	资产减值损失	4.49	8.35	8.35	8.35	8.35
非流动资产合	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	58.05	58.48	58.68
固定资产	1949	2773	4155	4125	4268	营业利润	808	869	887	1060	1220
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	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	12417	13722	14271	利润总额	859	877	895	1068	1228
流动负债合计	4127	3267	4071	4489	4017	所得税	119	122	124	148	171
短期借款	809	390	1087	884	0	净利润	740	755	771	920	1058
应付账款	1589	1315	1290	1569	1795	少数股东损益	2	2	2	3	3
预收款项	19	31	39	51	63	归属母公司净利润	738	753	769	917	1055
一年内到期的	0	55	55	55	55	EBITDA	1566	1718	1294	1500	1644
非流动负债合	116	388	355	355	355	EPS（元）	1.06	1.04	1.06	1.26	1.45
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	4426	4844	4372	成长能力					
少数股东权益	23	25	28	30	33	营业收入增长	29.27%	17.56%	7.48%	21.84%	8.71%
实收资本（或股	728	728	728	728	728	营业利润增长	15.74%	7.50%	2.08%	19.49%	15.12%
资本公积	3737	3737	3737	3737	3737	归属于母公司净利	2.02%	19.31%	2.02%	19.31%	15.00%
未分配利润	1708	2393	2793	3252	3790	获利能力					
归属母公司股	6469	7221	7965	8851	9869	毛利率（%）	29.03%	26.89%	26.82%	26.92%	26.76%
负债和所有者	10735	10901	12417	13722	14271	净利率（%）	14.55%	12.62%	11.99%	11.74%	12.42%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润（%）	7.81%	6.87%	6.91%	6.19%	6.68%
						ROE（%）	11.41%	10.43%	9.65%	10.36%	10.69%
经营活动现金	929	605	451	983	1635	偿债能力					
净利润	740	755	771	920	1058	资产负债率（%）	40%	34%	36%	35%	31%
折旧摊销	741	845	0	430	457	流动比率	1.62	1.74	1.71	1.84	2.15
财务费用	16	5	-5	-8	-51	速动比率	1.32	1.36	1.34	1.44	1.70
应收账款减少	0	0	-335	-346	-52	营运能力					
预收帐款增加	0	0	7	13	12	总资产周转率	0.65	0.55	0.55	0.60	0.61
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	4.94	5.48	5.07
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	43	101	58	58	59	每股收益（最新摊	1.06	1.04	1.06	1.26	1.45
筹资活动现金	2944	-250	675	-227	-870	每股净现金流（最	1.31	-0.74	0.72	0.48	0.23
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产（最新	8.89	9.92	10.95	12.16	13.56
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	16.97	17.30	17.03	14.27	12.41
资本公积增加	2282	0	0	0	0	P/B	2.02	1.81	1.64	1.48	1.33
现金净增加额	954	-539	521	351	171	EV/EBITDA	7.93	7.37	9.92	8.19	6.83

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。