

汽车

2019年08月23日

拓普集团 (601689)

——上半年毛利率受折旧拖累，特斯拉国产有望注入纯增量

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2019年08月23日

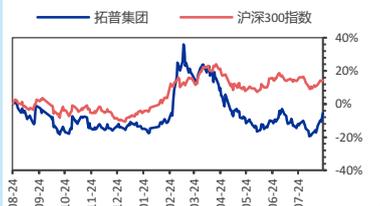
收盘价(元)	11.16
一年内最高/最低(元)	23.6/9.07
市净率	1.1
息率(分红/股价)	3.69
流通A股市值(百万元)	11700
上证指数/深证成指	2897.43/9362.55

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年06月30日

每股净资产(元)	9.8
资产负债率%	33.98
总股本/流通A股(百万)	1055/1048
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《拓普集团(601689)点评：折旧拖累业绩，轻量化业务新产品新客户》2019/04/30

《拓普集团(601689)深度：“四化”助推公司稳健成长》2019/01/02

证券分析师

宋亭亭 A0230517090004
songtt@swsresearch.com

联系人

宋亭亭
(8621)23297818×7230
songtt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：公司公布2019年半年报，实现营业收入24.38亿元，同比下滑20.70%，实现归母净利润2.11亿元，同比下滑51.76%，扣非归母净利润1.99亿元，同比下滑49.25%，符合市场预期。

- **上汽通用等核心客户产量持续下滑压制营收，减震器/底盘系统业务增速相对稳定。**公司2019H1实现营收24.38亿元，同比下滑20.70%，Q2单季度实现营收11.9亿元，同比下降24.40%。主要系2019H1头部客户上汽通用、吉利汽车产量同比下降25.88%/12.45%造成拖累所致。分业务看，减震器/内饰功能件/底盘系统/智能刹车系营收分别下滑15.38%/34.29%/15.49%/31.67%，技术领先的减震器和汽车底盘业务增速相对稳定，预计未来底盘业务的铝合金控制臂等订单将为业绩贡献重要增量。
- **毛利率仍受折旧拖累，二季度在建工程减少，后续转固压力相对减轻。**2019H公司毛利率24.28%，同比减少3.10pct，主要受折旧摊销的持续拖累。2019H1发生折旧摊销达1.34亿元，同比增长26%，对公司毛利率新增约-1.19pct的影响。此外营收下滑导致单位产品的固定成本摊薄下降也进一步拉低了整体毛利率。当前在建工程/固定资产7.64/35.16亿元，较一季度末下降45%/上升26%。其中多项工程完工，浙江拓为、台州拓普工程投入进度达97.8%/66.84%，在建工程转固压力相对减轻。预计三季度固定资产账面价值达到相对高点，但后续折旧仍存在一定压力。
- **公司控制下销售费用下降，管理费用/研发费用小幅上升。**2019Q2，公司有效控制销售费用至1.24亿元，同比下降13.0%；管理费用受折旧影响增长12.6%至1.07亿元；研发费用受在研新订单仍较多的影响同比上升9.5%，研发费用率仍处于6.66%的较高水平。
- **短期内基本盘业务获恢复性增长，特斯拉定点提供纯增量，长期汽车轻量化、智能化打开成长空间。**短期来看，2019-2020年通用有CT3等6-10款新车型、吉利有15-20款新车型上市，有望带来基本盘的恢复。同时特斯拉model3/Y国产化后有望带动产业链戴维斯双击，公司在手有特斯拉铝合金控制臂等定点订单，特斯拉model3/Y车型将于2020年开始量产，公司2019Q2-Q3开始定点配套获纯增量。长期来看，公司汽车轻量化（铝控制臂等）、智能化（电子evp及ibooster）将逐步放量。
- **下调盈利预测，维持增持评级。**由于车市整体仍处相对低点，我们下调公司盈利预测，预计公司2019-2021年可实现营业收入47.20亿元、59.50亿元、70.41亿元，对应净利润4.57亿、6.27亿及7.63亿元，同比-39%、37%及22%，下调幅度分别为46%、36%、35%，对应pe为26倍、19倍及16倍。

财务数据及盈利预测

	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	5,984	2,438	4,720	5,950	7,041
同比增长率(%)	17.6	-20.7	-21.1	26.1	18.3
归母净利润(百万元)	753	211	457	627	763
同比增长率(%)	2.1	-51.8	-39.3	37.1	21.7
每股收益(元/股)	1.04	0.29	0.43	0.59	0.72
毛利率(%)	26.9	26.0	25.3	26.4	26.4
ROE(%)	10.4	3.0	5.7	7.1	7.6
市盈率	11		26	19	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,938	5,090	5,984	4,720	5,950	7,041
营业总收入同比增长率 (yoy)	30.94%	29.27%	17.56%	-21.10%	26.10%	18.30%
其中: 营业收入	3,938	5,090	5,984	4,720	5,950	7,041
减: 营业成本	2,708	3,613	4,375	3,526	4,382	5,180
毛利率 (%)	31.24%	29.03%	26.89%	25.30%	26.40%	26.40%
减: 税金及附加	31	42	45	37	45	53
主营业务利润	1,199	1,435	1,564	1,157	1,523	1,808
主营业务利润率 (%)	30.45%	28.20%	26.14%	24.51%	25.60%	25.68%
减: 销售费用	201	269	290	231	292	345
减: 管理费用	332	170	218	194	226	253
减: 研发费用	0	227	288	227	286	338
减: 财务费用	-25	16	5	3	1	-8
经营性利润	691	753	764	502	718	880
经营性利润同比增长率 (yoy)	60.12%	9.08%	1.48%	-38.57%	62.08%	32.13%
经营性利润率 (%)	17.54%	14.80%	12.77%	10.64%	12.07%	12.50%
减: 资产减值损失	29	4	8	-5	1	1
减: 信用减值损失	0	0	0	-7	14	13
加: 投资收益及其他	37	43	101	10	20	20
营业利润	698	808	869	537	735	897
加: 营业外净收入	17	51	8	5	6	6
利润总额	715	859	877	542	742	903
减: 所得税	99	119	122	83	113	139
净利润	616	740	755	458	628	765
少数股东损益	0	2	2	1	2	2
归属于母公司所有者的净利润	616	738	753	457	627	763
归母净利润同比增长率 (yoy)	50.70%	19.87%	2.08%	-39.30%	37.10%	21.70%
全面摊薄总股本	649	728	728	1,055	1,055	1,055
每股收益 (元)	0.95	1.06	1.04	0.43	0.59	0.72
归属母公司所有者净利润率 (%)	15.64%	14.50%	12.59%	9.68%	10.54%	10.84%
ROE	18.26%	11.41%	10.43%	5.70%	7.10%	7.60%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【毛利率】= (营业收入-营业成本)/营业收入*100%

【主营业务利润率】= (营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入*100%

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、研发费用、财务费用、资产减值损失和信用减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润率】= 主营业务利润-(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入*100%

【ROE】(摊薄后)=净利润/所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。