

拓普集团 (601689) \ 汽车

——行业低迷业绩承压，看好轻量化与汽车电子

事件：

公司发布2019年半年度报告，2019H1公司营业收入24.38亿元，同比下滑20.7%；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%；基本每股收益0.2元。

投资要点：

➤ 毛利率下滑，研发费用与管理费用提升，国外收入逆势增长

2019H1公司汽车零部件业务收入23.27亿元，占总收入的95%，毛利率24.28%，比上年减少3.1个百分点。上半年，公司主要客户吉利、上汽通用等销量分别同比下滑15%和下滑12.91%，由于主机厂销量不景气，加大成本控制，导致公司产品面临较大降价压力，产品价量下行导致收入和毛利率下滑。本期研发费用1.53亿元，同比增长9.5%；受厂房折旧增加影响，导致管理费用同比增长12.6%；经营活动现金流净额有所改善，本期为5.48亿元，同比增长95.87%。受国内汽车销量下滑影响，本期国内收入18.01亿元，同比下滑29.39%，国外收入5.26亿元，同比增长9.29%。

➤ **轻量化底盘系统供应特斯拉，电子真空泵和智能刹车系统有增长潜力**
 上半年减震器业务、底盘系统收入同比-15.38%、-15.49%，两项业务收入下滑幅度低于总收入下滑幅度。通过收购福多纳使轻量化底盘系统的布局更加完善，已进入特斯拉供应体系。智能刹车系统上半年收入下滑31.67%，电子真空泵开始贡献业绩。公司智能刹车系统不断加大研发投入，募投项目进展顺利，未来有望受益新能源汽车和智能驾驶领域的快速发展。

➤ 首次覆盖，给予“推荐”评级

预计公司2019/2020/2021年实现归属上市公司股东净利润分别为5.55亿元/6.72亿元/7.27亿元，EPS分别为0.53元/0.64元/0.69元，对应当前股价P/E估值水平分别为21X/17X/16X。公司长期绑定吉利、上汽通用等大客户，借力汽车轻量化以及智能化发展趋势，未来轻量化底盘以及汽车电子业务有望贡献增量业绩。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**汽车销量不及预期；募投项目推进不及预期。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,090.22	5,984.02	5,227.70	5,673.72	6,004.23
增长率（%）	29.27%	17.56%	-12.64%	8.53%	5.83%
EBITDA（百万元）	1,067.86	1,189.74	1,215.89	1,493.52	1,710.07
净利润（百万元）	726.30	744.76	554.93	671.50	726.79
增长率（%）	19.87%	2.08%	-25.49%	21.01%	8.23%
EPS（元/股）	0.69	0.71	0.53	0.64	0.69
市盈率（P/E）	15.83	15.44	20.72	17.12	15.82
市净率（P/B）	1.78	1.59	1.48	1.36	1.25
EV/EBITDA	8.01	7.19	7.55	6.09	5.63

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：

推荐
首次覆盖

当前价格：

10.9元

目标价格：

元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,055/1,048
流通A股市值（百万元）	11,040
每股净资产（元）	9.80
资产负债率（%）	33.98
一年内最高/最低（元）	23.60/9.07

一年内股价相对走势



马宝德 分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

王昆 研究助理

电话：0510-85607670

邮箱：wangkun@glsc.com.cn

相关报告

- 《拓普集团 (601689) \ 汽车行业》
《业绩表现低于预期，产能扩张助力中长期发展》
- 《拓普集团 (601689) \ 汽车行业》
《Q3 业绩表现低于预期，无碍长期看好》
- 《拓普集团 (601689) \ 汽车行业》
《业绩增速维持高位，内饰板块表现亮眼》

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,226.48	843.76	1,045.54	1,134.74	1,200.85	营业收入	5,090.2	5,984.0	5,227.7	5,673.7	6,004.2
应收账款+票据	2,473.36	2,495.98	2,310.74	2,476.25	2,589.60	营业成本	3,612.6	4,375.0	3,930.1	4,233.7	4,483.3
预付账款	86.65	29.56	88.09	38.64	95.56	营业税金及附加	42.08	44.61	41.20	44.72	47.32
存货	1,239.36	1,216.19	1,319.41	1,246.48	1,470.70	营业费用	269.38	290.22	271.84	283.69	306.22
其他	1,415.42	841.70	841.70	841.70	841.70	管理费用	396.29	217.62	261.38	295.03	324.23
流动资产合计	6,441.26	5,427.19	5,605.48	5,737.82	6,198.41	财务费用	16.49	4.56	15.13	21.08	32.41
长期股权投资	79.74	100.71	105.71	110.71	115.71	资产减值损失	4.49	8.35	14.00	14.00	14.00
固定资产	1,949.36	2,772.57	3,414.89	4,086.15	4,675.78	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	924.26	1,178.54	1,341.63	1,400.00	1,500.00	投资净收益	37.14	32.67	30.00	30.00	30.00
无形资产	550.82	576.19	563.51	550.83	538.14	其他	0.00	-287.51	-100.00	-50.00	0.00
其他非流动资产	464.95	531.89	525.81	519.72	513.64	营业利润	785.97	788.77	623.95	761.47	826.69
非流动资产合计	3,969.14	5,159.89	5,951.55	6,667.41	7,343.28	营业外净收益	57.31	76.60	25.38	25.38	25.38
资产总计	10,410.4	10,587.0	11,587.0	12,575.1	13,741.6	利润总额	843.28	865.36	649.33	786.85	852.07
短期借款	809.00	390.00	890.03	921.56	1,348.29	所得税	114.48	118.60	92.90	113.53	123.31
应付账款+票据	2,687.87	2,613.70	2,457.51	2,834.66	2,769.54	净利润	728.79	746.77	556.43	673.32	728.76
其他	421.61	124.43	105.51	128.17	108.28	少数股东损益	2.49	2.01	1.50	1.82	1.97
流动负债合计	3,918.49	3,128.13	3,453.05	3,884.39	4,226.11	归属于母公司净利	726.30	744.76	554.93	671.50	726.79
长期带息负债	0.00	212.90	331.51	215.00	310.97	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	212.90	331.51	215.00	310.97	营业收入	29.27%	17.56%	-12.6%	8.53%	5.83%
负债合计	3,918.49	3,341.03	3,784.56	4,099.39	4,537.08	EBIT	18.54%	3.99%	-23.3%	21.26%	9.35%
少数股东权益	23.27	25.21	26.71	28.53	30.50	EBITDA	20.65%	11.41%	2.20%	22.83%	14.50%
股本	727.58	727.58	727.58	727.58	727.58	归属于母公司净利	19.87%	2.08%	-25.5%	21.01%	8.23%
资本公积	3,736.85	3,736.85	3,736.85	3,736.85	3,736.85	获利能力					
留存收益	2,004.21	2,756.41	3,311.34	3,982.84	4,709.63	毛利率	29.03%	26.89%	24.82%	25.38%	25.33%
股东权益合计	6,491.91	7,246.04	7,802.47	8,475.80	9,204.55	净利率	14.32%	12.48%	10.64%	11.87%	12.14%
负债和股东权益总	10,410.4	10,587.0	11,587.0	12,575.1	13,741.6	ROE	11.23%	10.31%	7.14%	7.95%	7.92%
现金流量表						ROIC	19.13%	10.61%	7.09%	7.52%	7.74%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	699.15	655.08	504.86	621.75	677.19	资产负债	37.64%	31.56%	32.75%	33.05%	33.50%
折旧摊销	221.28	309.36	540.97	675.14	815.14	流动比率	1.64	1.73	1.62	1.48	1.47
财务费用	9.22	12.35	25.59	31.53	42.86	速动比率	0.97	1.08	1.00	0.94	0.92
存货减少	-211.37	-3.82	-103.22	72.93	-224.22	营运能力					
营运资金变动	241.25	-387.07	-48.42	283.75	-255.27	应收账款周转率	2.08	2.43	2.29	2.32	2.34
其它	-17.32	8.97	14.00	14.00	14.00	存货周转率	2.91	3.60	2.98	3.40	3.05
经营活动现金流	942.21	594.88	933.78	1,699.10	1,069.70	总资产周转率	0.49	0.57	0.45	0.46	0.44
资本支出	1,286.82	1,328.24	1,341.63	1,400.00	1,500.00	每股指标 (元)					
长期投资	2,583.07	2,573.40	5.00	5.00	5.00	每股收益	0.69	0.71	0.53	0.64	0.69
其他	951.09	3,007.01	21.57	21.57	21.57	每股经营现金流	0.89	0.56	0.89	1.61	1.01
投资活动现金流	-2,918.8	-894.63	-1,325.0	-1,383.4	-1,483.4	每股净资产	6.13	6.84	7.37	8.01	8.70
债权融资	600.00	-151.10	618.64	-194.93	522.70	估值比率					
股权融资	2,360.43	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	15.83	15.44	20.72	17.12	15.82
其他	-16.16	-98.68	-25.59	-31.53	-42.86	市净率	1.78	1.59	1.48	1.36	1.25
筹资活动现金流	2,944.27	-249.78	593.06	-226.46	479.83	EV/EBITDA	8.01	7.19	7.55	6.09	5.63
现金净增加额	970.03	-537.21	201.78	89.20	66.10	EV/EBIT	10.10	9.72	13.60	11.11	10.75

数据来源: 公司报告, 国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元

电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210