

Q3 环比大幅改善 特斯拉国产放量可期

——拓普集团 (601689.SH) 三季度业绩点评 汽车/汽车零部件

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

公司发布 2019 年三季度报, 2019 前三季度实现营收 37.66 亿元, 同比下降 15.5%, 归母净利润 3.37 亿元, 同比下降 45.3%, 扣非归母净利润为 3.15 亿元, 同比下降 43.6%。其中 Q3 单季实现营收 13.28 亿, 同比下滑 3.9%; 归母净利润 1.27 亿元, 同比下滑 29.7%; 扣非归母净利润 1.17 亿元, 同比下滑 30.5%。

投资摘要:

Q3 单季度业绩环比大幅改善。 Q3 单季度公司营收、归母净利润分别为 13.28 亿元、1.27 亿元, 增速分别为 -3.9%、-29.7%, 收入增速好于行业销量增速, 净利润增速低于行业销量增速, 但与 Q2 业绩增速 -59% 相比, 环比改善明显。我们认为行业销量承压, 下游客户将压力传导至上游, 零部件公司年降普遍加大, 叠加公司固定资产折旧的影响, 导致业绩短期承压, 但 Q3-Q4 业绩逐步改善的趋势已经明显。

毛利率环比提高 0.6 pct, 预计产能利用率逐步提高。 公司 Q3 毛利率 23.67%, 较去年同期降低 1.55 pct, 环比 19Q2 提高 0.6 pct; 对零部件企业而言, 产能利用率的下降, 将导致制造成本大幅上升, 我们判断 Q2 为公司产能利用率低点, Q3 开始产能利用率环比改善。乘用车 9 月上险数受前期透支影响同比下滑 7.4%, 预计 10 月终端销量将收窄至零位或同比实现正增长, 公司 Q4 收入有望实现正增长, 产能利用率提高将使得毛利率回升, 盈利水平得到改善。

管理费用控制明显, 盈利能力回升。 公司 Q3 净利率同比下降 3.3 pct, 同比提高 0.9 pct。公司 Q2 净利率为近三年来最低水平, 主要是由于 Q2 国五促销期间整车产量大幅下降导致订单数量减少。从费用角度来看, Q3 管理费用同比下降 8.5%, 销售费用同比增长 6%, 研发费用同比增长 9.1%。销售费用率、管理费用率和研发费用率环比分别增加 0.3、-0.79 和 -0.39 pct。

Model 3 国产在即, 预计 2020 年将为公司贡献 6 亿元收入。 特斯拉上海工厂已经建设完成, 10 月 25 日正式开放国产 Model 3 预定, 2020 年 Q1 开始交付。Model 3 在美国销量远超同级别 BBA 竞品, 我们认为国产后, Model 3 销量有望达到 1 万/月。假设预计 2020 年 Model 3 国产销量 12 万台, 公司为 Model 3 单车配套价值超过 5000 元, 预计 2020 年将为公司贡献 6 亿元以上的收入, 业绩弹性较大。

投资建议: 公司是国内 NVH 龙头企业, 预计公司 2019 年-2021 年的营业收入分别为 51.5 亿元、60.1 亿元和 67.9 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 5.2 亿元、7.1 亿元和 8.3 亿元, 每股收益分别为 0.49 元、0.67 元和 0.79 元, 对应 PE 分别为 22、16、13.7。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 新项目配套不及预期、汽车销量不及预期、上游原材料价格上涨

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,090.22	5,984.02	5,153.57	6010.65	6786.02
增长率(%)	29.27%	17.56%	-13.88%	16.63%	12.90%
归母净利润(百万)	738.00	753.32	517.95	710.48	829.82
增长率(%)	19.87%	2.08%	-31.24%	37.17%	16.80%
净资产收益率(%)	0.11	0.10	0.07	0.09	0.09
每股收益(元)	1.06	1.04	0.49	0.67	0.79

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入(首次)

2019 年 10 月 25 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

王敬

研究助理

wangjing@shgsec.com

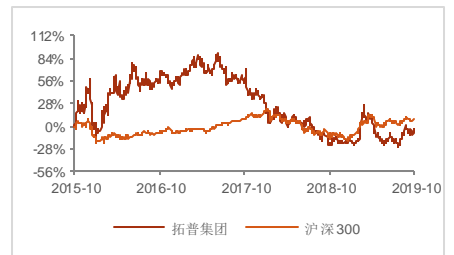
021-20639302

交易数据

时间 2019.10.24

总市值/流通市值(亿元)	113.73/113.02
总股本(万股)	105,498.77
资产负债率(%)	32.08
每股净资产(元)	6.88
收盘价(元)	10.78
一年内最低价/最高价(元)	9.07/23.6

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

证券研究报告

PE	10.17	10.37	21.96	16.01	13.71
PB	1.21	1.09	1.45	1.37	1.29

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
主营收入(百万元)	1497.26	1577.69	1381.43	1527.63	1245.54	1192.75	1327.55
增长率 (%)	28.36%	34.85%	14.74%	-1.43%	-16.81%	-24.40%	-3.90%
毛利率 (%)	29.08%	26.95%	27.92%	23.75%	26.28%	25.76%	26.37%
期间费用率 (%)	13.65%	11.57%	13.54%	14.79%	15.91%	15.67%	14.76%
净利润(百万元)	199.40	237.67	181.72	136.53	112.88	97.82	130.78
增长率 (%)	15.42%	10.74%	10.88%	-27.85%	-43.39%	-58.84%	-28.03%
每股盈利(季度, 元)	0.27	0.33	0.25	0.19	0.16	0.13	0.12
资产负债率 (%)	36.30%	36.56%	32.20%	33.53%	31.65%	33.98%	32.08%
净资产收益率 (%)	2.98%	3.43%	2.56%	1.88%	1.53%	1.37%	1.80%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
营业收入	5090.22	5984.02	5153.57	6010.65	6786.02	流动资产合计	6702.91	5670.59	5820.99	6490.88	7316.66		
营业成本	3612.67	4375.04	3798.86	4336.68	4854.04	货币资金	1473.62	1087.17	1741.22	1856.68	2097.96		
营业税金及附加	42.08	44.61	38.42	43.91	49.58	应收账款	1317.17	1250.57	1077.02	1231.08	1389.87		
营业费用	269.38	290.22	249.94	285.69	338.67	其他应收款	31.92	30.19	26.00	29.72	33.56		
管理费用	396.29	217.62	187.42	214.23	241.86	预付款项	86.65	29.56	25.66	28.71	32.14		
研发费用	0.00	287.51	316.26	347.88	382.67	存货	1239.36	1216.19	1179.63	1319.84	1477.14		
财务费用	16.49	4.56	27.08	22.88	33.72	其他流动资产	1415.42	841.70	724.89	828.58	935.45		
资产减值损失	4.49	8.35	11.56	14.77	17.98	非流动资产合计	4031.81	5230.10	5741.10	5980.07	6212.42		
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	79.74	100.71	100.71	100.71	100.71		
投资净收益	43.31	100.97	40.27	85.64	99.84	固定资产	1949.36	2772.57	3294.90	3702.68	4003.18		
营业利润	808.31	868.91	573.42	808.33	941.94	无形资产	550.82	576.19	601.19	611.19	621.19		
营业外收入	54.18	11.52	32.85	22.19	27.52	商誉	286.78	286.78	286.78	286.78	286.78		
营业外支出	3.04	3.22	3.13	3.18	3.15	其他非流动资产	135.61	184.29	148.01	169.18	191.00		
利润总额	859.45	877.21	603.14	827.34	966.31	资产总计	10734.71	10900.69	11562.09	12470.95	13529.08		
所得税	118.96	121.89	83.81	114.96	134.27	流动负债合计	4127.06	3266.73	2787.35	3091.78	3432.96		
净利润	740.49	755.32	519.33	712.37	832.03	短期借款	809.00	390.00	0.00	0.00	0.00		
少数股东损益	2.49	2.01	1.38	1.89	2.21	应付账款	1588.85	1315.40	1387.18	1552.06	1737.04		
归属母公司净利润	738.00	753.32	517.95	710.48	829.82	预收款项	18.79	31.37	27.02	30.89	34.87		
EBITDA	1566.19	1718.42	883.17	1128.43	1280.15	一年内到期的非流动负债	0.00	55.00	55.00	55.00	55.00		
EPS (元)	1.06	1.04	0.49	0.67	0.79	非流动负债合计	115.75	387.92	888.06	1062.83	1277.96		
主要财务比率						长期借款	0.00	212.90	372.90	537.90	707.90		
						应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
成长能力						负债合计	4242.80	3654.65	3675.41	4154.61	4710.92		
营业收入增长	29.27%	17.56%	-13.88%	14.30%	12.90%	少数股东权益	23.27	25.21	26.59	28.48	30.69		
营业利润增长	15.74%	7.50%	-34.01%	40.97%	16.53%	实收资本(或股本)	727.58	727.58	1054.99	1054.99	1054.99		
归属于母公司净利润增长	19.87%	2.08%	-31.24%	37.17%	16.80%	资本公积	3736.85	3736.85	3736.85	3736.85	3736.85		
获利能力						未分配利润	1708.19	2392.89	2657.56	3020.61	3444.64		
毛利率(%)	29.03%	26.89%	26.29%	27.85%	28.47%	归属母公司股东权益合计	6468.64	7220.84	7860.10	8287.86	8787.48		
净利率(%)	14.55%	12.62%	10.08%	12.09%	12.51%	负债和所有者权益	10734.71	10900.69	11562.09	12470.95	13529.08		
总资产净利润(%)	6.87%	6.91%	4.48%	5.70%	6.13%	现金流量表 单位:百万							
ROE(%)	11.41%	10.43%	6.59%	8.57%	9.44%	经营活动现金流	929.01	605.33	1215.00	711.89	845.35		
偿债能力						净利润	740.49	755.32	519.33	712.37	832.03		
资产负债率(%)	39.52%	33.53%	31.79%	33.31%	34.82%	折旧摊销	203.85	285.51	282.67	297.22	304.49		
流动比率	1.62	1.74	2.09	2.10	2.13	财务费用	16.49	4.56	27.08	22.88	33.72		
速动比率	1.32	1.36	1.67	1.67	1.70	应付帐款减少	(171.67)	66.60	173.55	(154.06)	(158.79)		
营运能力						预收帐款增加	0.75	12.59	(4.35)	3.86	3.98		
总资产周转率	0.65	0.55	0.46	0.49	0.51	投资活动现金流	(2918.80)	(894.63)	(765.31)	(465.61)	(455.28)		
应收账款周转率	4.13	4.66	4.43	5.10	5.07	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
应付账款周转率	3.84	4.12	3.81	4.01	4.04	长期股权投资减少	(7.63)	(20.97)	0.00	0.00	0.00		
每股指标(元)						投资收益	43.31	100.97	40.27	85.64	99.84		
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.04	0.49	0.67	0.79	筹资活动现金流	2944.27	(249.78)	204.36	(130.83)	(148.79)		
每股净现金流(最新摊薄)	1.31	(0.74)	0.62	0.11	0.23	应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
每股净资产(最新摊薄)	8.89	9.92	7.45	7.86	8.33	长期借款增加	0.00	212.90	160.00	165.00	170.00		
估值比率						普通股增加	78.48	0.00	327.41	0.00	0.00		
P/E	10.17	10.37	21.96	16.01	13.71	资本公积增加	2281.95	0.00	0.00	0.00	0.00		
P/B	1.21	1.09	1.45	1.37	1.29	现金净增加额	954.48	(539.07)	654.05	115.46	241.28		
EV/EBITDA	4.58	4.31	11.39	8.96	7.84								

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

王敬，西北工业大学硕士，曾就职于上汽大众，东兴证券。

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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贵任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上