



601689.SH

买入

市场价格：人民币 13.19

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	34.9	17.6	36.1	24.1
相对上证指数	17.0	19.9	32.3	14.6

发行股数(百万)	1,055
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	13,915
3个月日均交易额(人民币 百万)	118
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
迈科国际控股(香港)有限公司	66

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年11月13日收市价为准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

*魏敏为本报告重要贡献者

拓普集团

轻量化汽车电子完善布局，受益特斯拉国产化

公司是国内知名汽车零部件供应商，产品主要包括悬置、内饰、汽车电子等。轻量化领域，公司已掌握高强度钢和轻合金核心工艺，技术国内领先，底盘领域产品线齐全，符合轻量化发展趋势，单车价值量超过4,000元。新能源领域，公司铝合金电池包等产品竞争力突出，有望开拓较多新能源车企客户，订单逐步量产将推动业绩高速增长。公司在汽车电子等领域前瞻布局，大举投入研发，较早量产的EVP产品2018年收入1.3亿元，增长13.8%，此外EPS、IBS等产品研发持续推进，智能汽车底盘领域转向及制动产品布局齐全，有望成为未来发展的核心业务，长期前景看好。预计公司2019-2021年每股收益分别为0.44元、0.63元和0.88元，公司在轻量化、电动化、智能化等领域前瞻布局前景看好，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **底盘轻量化是近期业绩推动力。**油耗及新能源推动轻量化发展，汽车用铝有望快速增长。目前公司已掌握高强度钢和轻合金核心工艺，技术国内领先，电池包、转向节、控制臂、副车架等产品线覆盖齐全，单车价值量已超过10,000元，底盘轻量化是公司近期主要增长动力。目前公司已开拓吉利、特斯拉等优质客户，下半年部分客户副车架等轻量化订单陆续量产，有望推动业绩逐步回暖。
- **汽车电子长期前景看好。**公司在汽车电子等领域前瞻布局，大举投入研发，产品布局包括已经量产的EVP、以及处于验证推广阶段的电子水泵、EPS、IBS等高端产品，技术含量及单车价值量较高，长期前景看好。受国内汽车销量下滑影响，上半年汽车电子收入及毛利率下滑，后续汽车销量回暖、EVP产能释放、EPS等新产品量产，有望推动板块收入增长。
- **配套单车价值量或提升至5,000元，大幅受益于特斯拉国产化。**特斯拉10月23日发布三季报，Q3取得1.43亿美元盈利，远超市场预期，显示其经营情况持续向好，国产化前景光明。特斯拉10月24日发布消息，上海超级工厂已经试生产了整车，正在努力确认最终的许可证并满足其他要求，之后将开始大规模量产和交付。公司自2016年起成为特斯拉供应商，国产化阶段底盘、内饰、轻量化等多项产品参与竞标，我们预计单车价值量有望由500-800元提升至5,000元左右，将大幅受益于特斯拉国产化。

估值

- 我们预计公司2019-2021年每股收益分别为0.44元、0.63元和0.88元，公司在轻量化、汽车电子等领域布局齐全前景看好，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 1) 汽车销量大幅下滑；2) 新业务不及预期；3) 产能释放不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	5,090	5,984	5,086	5,697	7,121
变动(%)	29	18	(15)	12	25
净利润(人民币 百万)	738	753	465	662	924
全面摊薄每股收益(人民币)	0.700	0.714	0.441	0.628	0.876
变动(%)	19.9	2.1	(38.2)	42.4	39.6
全面摊薄市盈率(倍)	18.8	18.5	29.9	21.0	15.1
价格/每股现金流量(倍)	10.3	15.9	18.2	16.2	13.3
每股现金流量(人民币)	1.28	0.83	0.73	0.82	0.99
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.7	12.8	16.3	11.9	8.7
每股股息(人民币)	0.000	0.412	0.088	0.126	0.175
股息率(%)	n.a.	3.1	0.7	1.0	1.3

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	5,090	5,984	5,086	5,697	7,121
销售成本	(3,655)	(4,420)	(3,805)	(4,233)	(5,255)
经营费用	(466)	(518)	(466)	(371)	(418)
息税折旧前利润	969	1,046	816	1,093	1,448
折旧及摊销	(204)	(286)	(312)	(377)	(438)
经营利润 (息税前利润)	765	761	504	716	1,010
净利息收入/(费用)	(16)	(5)	(15)	(11)	(8)
其他收益/(损失)	94	109	54	68	76
税前利润	859	877	542	772	1,078
所得税	(119)	(122)	(76)	(108)	(151)
少数股东权益	(2)	(2)	(1)	(2)	(3)
净利润	738	753	465	662	924
核心净利润	738	753	467	665	927
每股收益 (人民币)	0.700	0.714	0.441	0.628	0.876
核心每股收益 (人民币)	0.700	0.714	0.441	0.628	0.876
每股股息 (人民币)	0.000	0.412	0.088	0.126	0.175
收入增长(%)	29	18	(15)	12	25
息税前利润增长(%)	20	(1)	(34)	42	41
息税折旧前利润增长(%)	21	8	(22)	34	32
每股收益增长(%)	20	2	(57)	42	40
核心每股收益增长(%)	20	2	(57)	42	39

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	843	865	542	772	1,078
折旧与摊销	204	286	312	377	438
净利息费用	16	5	15	11	8
运营资本变动	241	(387)	(379)	487	(305)
税金	(100)	(108)	(76)	(108)	(151)
其他经营现金流	(276)	(55)	351	(678)	(21)
经营活动产生的现金流	929	605	766	862	1,047
购买固定资产净值	170	25	550	510	510
投资减少/增加	(244)	80	26	32	44
其他投资现金流	(2,845)	(1,000)	(1,100)	(1,020)	(1,020)
投资活动产生的现金流	(2,919)	(895)	(524)	(478)	(466)
净增权益	78	0	327	0	0
净增债务	609	(151)	(105)	2	3
支付股息	0	(300)	(93)	(132)	(185)
其他融资现金流	2,257	201	(340)	(11)	(8)
融资活动产生的现金流	2,944	(250)	(211)	(142)	(189)
现金变动	954	(539)	31	242	392
期初现金	330	1,474	1,087	1,118	1,360
公司自由现金流	(1,990)	(289)	242	384	581
权益自由现金流	(1,364)	(436)	152	397	592

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,474	1,087	1,118	1,360	1,751
应收帐款	2,473	2,496	1,884	2,796	3,169
库存	1,239	1,216	875	1,504	1,416
其他流动资产	1,517	871	896	879	995
流动资产总计	6,703	5,671	4,772	6,538	7,331
固定资产	2,874	3,951	4,158	4,300	4,381
无形资产	551	576	608	599	589
其他长期资产	278	368	373	398	429
长期资产总计	3,702	4,895	5,138	5,296	5,400
总资产	10,735	10,901	10,225	12,124	13,022
应付帐款	2,688	2,614	1,568	2,864	2,995
短期债务	809	390	300	300	300
其他流动负债	630	263	366	433	446
流动负债总计	4,127	3,267	2,234	3,597	3,742
长期借款	0	213	200	200	200
其他长期负债	116	175	168	174	184
股本	728	728	1,055	1,055	1,055
储备	5,743	6,496	6,540	7,070	7,810
股东权益	6,470	7,223	7,595	8,125	8,865
少数股东权益	23	25	27	29	31
总负债及权益	10,735	10,901	10,225	12,124	13,022
每股帐面价值 (人民币)	8.89	9.93	7.20	7.70	8.40
每股有形资产 (人民币)	8.14	9.14	6.62	7.13	7.84
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.91)	(0.67)	(0.59)	(0.81)	(1.19)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.0	17.5	16.0	19.2	20.3
息税前利润率(%)	15.0	12.7	9.9	12.6	14.2
税前利润率(%)	16.6	14.5	10.7	13.6	15.1
净利率(%)	14.2	12.4	9.1	11.6	13.0
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.7	2.1	1.8	2.0
利息覆盖率(倍)	46.4	166.7	32.6	62.9	128.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.4	1.7	1.4	1.6
估值					
市盈率(倍)	18.8	18.5	29.9	21.0	15.1
核心业务市盈率(倍)	18.8	18.5	29.9	21.0	15.1
市净率(倍)	1.5	1.3	1.8	1.7	1.6
价格/现金流(倍)	10.3	15.9	18.2	16.2	13.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.7	12.8	16.3	11.9	8.7
周转率					
存货周转天数	106.0	101.4	100.3	102.6	101.4
应收帐款周转天数	141.0	151.6	157.2	149.9	152.9
应付帐款周转天数	137.0	161.7	150.1	142.0	150.2
回报率					
股息支付率(%)	0.0	40.4	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	14.7	10.8	6.3	8.4	10.9
资产收益率(%)	8.4	6.0	4.1	5.5	6.9
已运用资本收益率(%)	3.4	2.5	1.5	2.0	2.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测