



拓普集团 (601689): 联手电车, 横向一体化再拓展

2020年08月23日

强烈推荐/维持

拓普集团

公司报告

中报摘要: 拓普集团2020年上半年营收25.6亿元,同比增长5.1%;归母净利润2.2亿元,同比增长2.6%,扣非归母净利润同比基本持平。公司2020年上半年毛利率为26%,同比基本持平;净利率为8.4%,同比基本持平。公司预计2020年营收为55-65亿元,2021营收同比增长60%。

拓普集团跑赢市场,主要归功于前瞻性的横向一体化。2020H1国内乘用车产量同比-23%,公司主要客户产量同比-20%,公司营收增速明显快于下游。扣除给H1刚开始国产的某新能源车品牌的配套,公司营收也仅下滑7%。拓普深耕减震零部件二十年以上,通过不断延展能够与减震衬套、悬置形成配套的底盘件(转向节、控制臂和副车架等),成功获得大批客户订单。

携手多个电动车品牌,向零部件超市进发。我们在2018年发布的公司深度报告《轻量化NVH双剑合璧,底盘业务成燎原之势》中即已指出了拓普集团在底盘上横向一体化上的优势。今年以来,多个电动车品牌上量迅速,它们对电池、ADAS等的迭代更加侧重,而底盘等零部件将逐渐模块化。因此我们认为,产品线较宽、能够提供综合解决方案且产品线间能够有效分摊成本的零部件供应商将逐渐胜出。

发布多款热管理、汽车电子产品,业务有增厚趋势。拓普集团的汽车电子产品线中,配套新能源车的电子真空泵逐渐站稳了脚跟,2020H1营收同比增长50%以上。同时公司一直坚持研发IBS(线控制动的电子助力器),对电控、泵阀及相关软件的积累有望孵化更多的汽车电子应用。

盈利预测: 预计公司2020/2021/2022年营收分别为61.7/93.3/114.9亿元,归母净利润分别为5.41/8.16/10.86亿元, EPS分别为0.51/0.77/1.03元,对应PE为79.4/52.6/39.5x。我们认为拓普集团的客户资源优质,底盘、减震、内饰等零部件业务的下游增长较为确定,同时热管理、汽车电子新业务有望实现较快成长,维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 乘用车消费不及预期;原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

| 指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5,359 | 6,165 | 9,330 | 11,488 | 13,333 |
| 增长率(%) | -10.4% | 15.0% | 51.3% | 23.1% | 16.1% |
| 归母净利润(百万元) | 456 | 541 | 816 | 1,086 | 1,413 |
| 增长率(%) | -39.4% | 18.5% | 50.9% | 33.1% | 30.1% |
| 净资产收益率(%) | 6.2% | 7.2% | 10.5% | 13.5% | 16.7% |
| 每股收益(人民币元) | 0.43 | 0.51 | 0.77 | 1.03 | 1.34 |
| PE | 94.7 | 79.4 | 52.6 | 39.5 | 30.4 |
| PB | 5.82 | 5.70 | 5.53 | 5.32 | 5.08 |

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

拓普集团主营为汽车零部件,包括减震、隔音、底盘轻量化零部件和汽车电子等多个产品线。公司主要客户包括吉利汽车、通用全球(含合资公司)、比亚迪、特斯拉和沃尔沃等。公司减震、隔音和底盘铝合金零部件的国内市场份额均在自主零部件企业中领先。

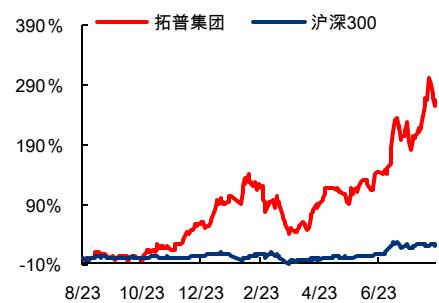
未来3-6个月重大事项提示:

2020年10月,发布2020年三季报

交易数据

| | |
|--------------|-----------------|
| 52周股价区间(元) | 44.5-10.72 |
| 总市值(亿元) | 429.49 |
| 流通市值(亿元) | 429.49 |
| 总股本/流通A股(万股) | 105,499/105,499 |
| 流通B股/H股(万股) | / |
| 52周日均换手率 | 1.54% |

52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

分析师:刘一鸣

021-25102862

liu_ym@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520050003

研究助理:张觉尹

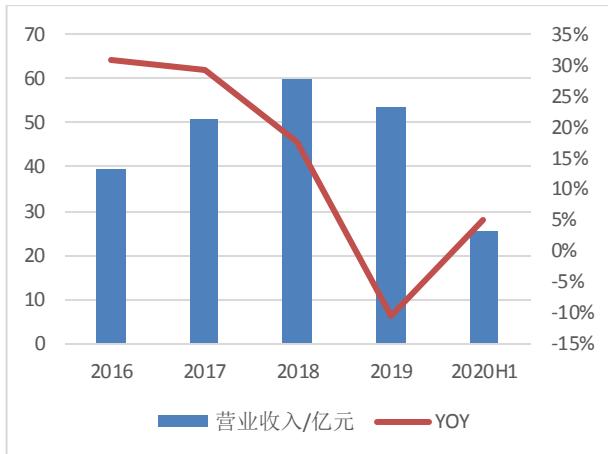
021-25102862

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480119070035

图1: 拓普集团营业总收入及同比增速



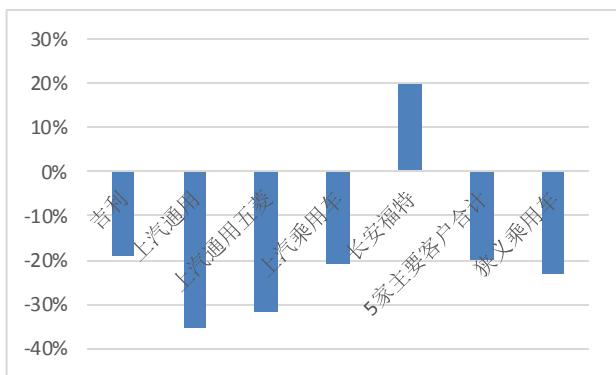
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图2: 拓普集团归母净利润及同比增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图3: 2020H1 公司主要客户产量同比



资料来源: 各公司公告, 乘联会; 东兴证券研究所

图4: 2020H1 国产特斯拉、蔚来、小鹏销量 (单位: 辆)



资料来源: 乘联会, Marklines; 东兴证券研究所

图5: 吉利汽车 CMA 模块化



资料来源: 百度图片; 东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|---------------|-----------------|-------|---------|--------|--------|--------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产合计 | 5671 | 5433 | 5621 | 7796 | 9187 | 营业收入 | 5,984 | 5,359 | 6,165 | 9,330 | 11,488 |
| 货币资金 | 1087 | 822 | 968 | 1400 | 1723 | 营业成本 | 4,375 | 3,950 | 4,604 | 6,994 | 8,528 |
| 应收账款 | 1251 | 1357 | 1520 | 2301 | 2675 | 营业税金及附加 | 45 | 50 | 55 | 70 | 86 |
| 其他应收款 | 30 | 14 | 16 | 24 | 30 | 营业费用 | 290 | 287 | 308 | 467 | 546 |
| 预付款项 | 30 | 35 | 35 | 35 | 35 | 管理费用 | 218 | 230 | 617 | 910 | 1,120 |
| 存货 | 1216 | 1240 | 1450 | 2203 | 2453 | 财务费用 | 5 | 3 | (17) | (25) | (18) |
| 其他流动资产 | 842 | 156 | 164 | 196 | 218 | 研发费用 | 8 | (50) | - | - | - |
| 非流动资产合计 | 5230 | 5801 | 5620 | 5969 | 6080 | 资产减值损失 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | 101 | 125 | 125 | 125 | 125 | 公允价值变动收益 | 101 | 51 | 29 | 30 | 31 |
| 固定资产 | 2773 | 3941 | 4340 | 4657 | 4748 | 投资净收益 | 869 | 532 | 628 | 946 | 1,258 |
| 无形资产 | 576 | 606 | 639 | 671 | 692 | 加: 其他收益 | 12 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他非流动资产 | 184 | 98 | 98 | 98 | 98 | 营业利润 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 资产总计 | 10901 | 11234 | 11241 | 13764 | 15267 | 营业外收入 | 877 | 529 | 625 | 943 | 1,255 |
| 流动负债合计 | 3267 | 3427 | 3327 | 5616 | 6809 | 营业外支出 | 122 | 69 | 81 | 123 | 163 |
| 短期借款 | 390 | 500 | 0 | 613 | 727 | 利润总额 | 755 | 460 | 544 | 821 | 1,092 |
| 应付账款 | 1315 | 1459 | 1640 | 2491 | 3037 | 所得税 | 2 | 4 | 3 | 5 | 6 |
| 预收款项 | 31 | 25 | 27 | 24 | 24 | 净利润 | 753 | 456 | 541 | 816 | 1,086 |
| 一年内到期的非流动负债 | 55 | 63 | 63 | 63 | 63 | 少数股东损益 | 1,718 | 1,482 | 1,041 | 1,422 | 1,767 |
| 非流动负债合计 | 388 | 403 | 355 | 355 | 355 | 归属母公司净利润 | 1.04 | 0.43 | 0.51 | 0.77 | 1.03 |
| 长期借款 | 213 | 183 | 183 | 183 | 183 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 负债合计 | 3655 | 3830 | 3682 | 5971 | 7164 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 25 | 29 | 32 | 37 | 43 | 营业收入增长 | 17.56 | -10.45% | 15.05% | 51.33% | 23.13% |
| 实收资本 (或股本) | 728 | 1055 | 1055 | 1055 | 1055 | 营业利润增长 | 7.50% | -38.83% | 18.08% | 50.71% | 32.98% |
| 资本公积 | 3737 | 3409 | 3409 | 3409 | 3409 | 归属于母公司净利润增长 | 18.52 | 50.93% | 18.52% | 50.93% | 33.07% |
| 未分配利润 | 2393 | 2503 | 2279 | 1855 | 1348 | 盈利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 7221 | 7375 | 7532 | 7761 | 8066 | 毛利率(%) | 26.89 | 26.29% | 25.33% | 25.04% | 25.77% |
| 负债和所有者权益 | 10901 | 11234 | 11241 | 13764 | 15267 | 净利率(%) | 12.62 | 8.58% | 8.82% | 8.80% | 9.51% |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | 总资产净利润 (%) | 6.91% | 4.06% | 4.81% | 5.93% | 7.11% |
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | ROE(%) | 10.43 | 6.19% | 7.18% | 10.52% | 13.46% |
| 经营活动现金流 | 605 | 1239 | 463 | 1205 | 1586 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 755 | 460 | 544 | 821 | 1092 | 资产负债率(%) | 34% | 34% | 33% | 43% | 47% |
| 折旧摊销 | 845 | 947 | 0 | 483 | 509 | 流动比率 | 1.74 | 1.59 | 1.69 | 1.39 | 1.35 |
| 财务费用 | 5 | 3 | -17 | -25 | -18 | 速动比率 | 1.36 | 1.22 | 1.25 | 1.00 | 0.99 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -163 | -780 | -375 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 3 | -4 | 0 | 总资产周转率 | 0.55 | 0.48 | 0.55 | 0.75 | 0.79 |
| 投资活动现金流 | -895 | -1026 | 554 | -825 | -614 | 应收账款周转率 | 4.66 | 4.11 | 4.29 | 4.88 | 4.62 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 4.12 | 3.86 | 3.98 | 4.52 | 4.16 |
| 长期投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 投资收益 | 101 | 51 | 29 | 30 | 31 | 每股收益(最新摊薄) | 1.04 | 0.43 | 0.51 | 0.77 | 1.03 |
| 筹资活动现金流 | -250 | -241 | -872 | 51 | -648 | 每股净现金流(最新摊薄) | -0.74 | -0.03 | 0.14 | 0.41 | 0.31 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 9.92 | 6.99 | 7.14 | 7.36 | 7.65 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 327 | 0 | 0 | 0 | P/E | 39.14 | 94.67 | 79.43 | 52.63 | 39.55 |
| 资本公积增加 | 0 | -327 | 0 | 0 | 0 | P/B | 4.10 | 5.82 | 5.70 | 5.53 | 5.32 |
| 现金净增加额 | -539 | -28 | 145 | 432 | 324 | EV/EBITDA | 16.99 | 28.94 | 40.56 | 29.83 | 23.88 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|--------|---|---------------|
| 行业普通报告 | 特斯拉逐步摆脱补贴拐杖, 产能瓶颈或持续至 21 年 | 2020-07-28 |
| 公司普通报告 | 拓普集团 (601689) : 横向一体化初见成效 | 2020-04-29 |
| 行业普通报告 | 汽车行业报告: 从 ModelX 召回看特斯拉产业链趋势 | 2020-02-18 |
| 行业普通报告 | 特斯拉国产 Model3 爬坡阶段份额或超美国当年 | 2020-01-12-05 |
| 公司普通报告 | 拓普集团 (601689) : 市场份额略微提升, 关注特斯拉国产配套 | 2019-10-25 |
| 公司普通报告 | 拓普集团 (601689) : 随下游下滑, 产品线拓宽潜力仍在 | 2019-08-23 |
| 行业普通报告 | 铝合金底盘零部件逆市高增长 | 2019-06-21 |
| 公司普通报告 | 拓普集团 (601689) 2018 年报点评: 铝合金底盘件贡献主要增量 | 2019-04-19 |
| 公司普通报告 | 拓普集团 (601689) : 轻量化 NVH 双剑合璧, 底盘业务成燎原之势 | 2018-08-01 |
| 行业普通报告 | 轻盈伴“铝”, 铝合金底盘零部件主打汽车轻量化下半场 | 2018-06-25 |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车行业技术及管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

研究助理简介

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526