

拓普集团(601689)

点评报告

行业公司研究——汽车整车行业

证券研究报告

需求低迷+折旧上升，业绩承压

——拓普集团 2019 中报点评

✉：黄细里 执业证书编号：S1230518050001
☎：021-80106011
✉：huangxili@stocke.com.cn

报告导读

2019H1 营收同比-20.7%，Q2 同比-24.4%；归母净利润同比-51.76%，Q2 同比-59%，符合公司业绩预告范围的上限，但低于我们年初业绩预测。

投资要点

□ 下游需求增速放缓是业绩低于预期首要原因

综合毛利率同比下降近 2pct，归母净利率同比下降近 5.6 pct。分产品看，减震收入同比-15.4%，毛利率下滑 2.64 pct；内饰收入同比-34.3%，毛利率下滑 4.54 pct；轻量化收入同比-15.5%，毛利率下滑 4.54 pct；汽车电子收入同比-32%，毛利率下滑 7.2 pct。核心原因是下游乘用车需求增速低于预期。2019H1 狭义乘用车产量同比-16.6%，其中自主品牌同比-24%。公司前两大客户：吉利产量同比-12.5%，上汽通用产量同比-14%。现金流回收情况整体依然较好。2019 年是乘用车周期交替之年，当下正处于周期底部进入复苏的阶段中，2020-2021 年将大概率迎来景气持续边际改善，因此影响公司业绩增长放缓的因素将逐步弱化。

□ 折旧摊销大幅上升是业绩低于预期次要原因

2015 年以来公司进入扩张期，虽鉴于行业需求急刹车，公司 2019 年资本开支幅度减少，但前期在建完工转固的压力在当期依然体现明显（本期厂房转固约 7 亿元，机器设备等增加约 2 亿元），本期计提折旧摊销约 1.4 亿元，造成管理费用率依然继续攀升。鉴于本期转固幅度高于我们前期预期，上调 2019-2021 年当期固定资产折旧至 3.2/3.7/4 亿元（原 2.9/3.0/3.1 亿元），展望未来，随着下游需求复苏，公司产能利用率提升，有望逐步缓解折旧的压力。

□ 短期业绩承压，长期依然看好

鉴于需求低于预期+折旧大幅上升，下调 2019-2021 年归母净利润至 5.04/6.11/7.68 亿元（原 6.23/7.56/9.3 亿元），PE 为 22X/18X/14.4X。拓普是汽车零部件多品类路径的典型代表，持续开拓新品和发展新客户是公司核心竞争力。虽短期业绩承压，但长期依然看好公司发展潜力，看点：1）跟随两大核心客户（通用+吉利）全球化发展；2）新能源催化下轻量化业务望成为新的增长点，尤其是与特斯拉配套合作。综合估值及未来发展潜力，维持“买入”评级。

风险提示：乘用车行业需求复苏低于预期；乘用车行业价格战持续时间拉长。

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	5984	4881	5425	6263
(+/-)	17.56%	-18.44%	11.16%	15.45%
净利润	753	504	611	768
(+/-)	2.08%	-33.15%	21.38%	25.64%
每股收益(元)	0.71	0.48	0.58	0.73
P/E	14.75	22.06	18.17	14.46

评级

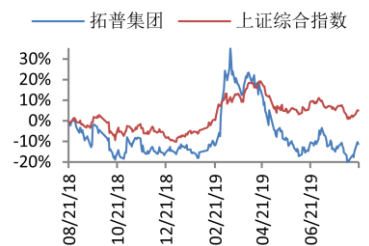
买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 10.53

单季度业绩

元/股

1Q/2019	0.16
4Q/2018	0.19
3Q/2018	0.25
2Q/2018	0.33



公司简介

相关报告

- 《20190722 拓普集团跟踪报告：静待复苏》2019.07.22
- 《拓普集团 2019 一季报点评：“毛利率+研发费用”拖累净利增速》2019.04.25
- 《拓普集团 2018 年报点评：受下游需求下降，业绩增速放缓》2019.04.18
- 《拓普集团深度推荐报告：新能源催化新一轮成长开启！》2019.03.12
- 《拓普集团三季报点评：需求下行，Q3 业绩增速有所放缓》2018.10.24

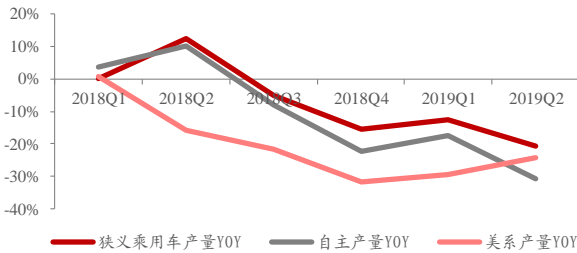
报告撰写人：黄细里

数据支持人：黄细里

1. 下游需求增速放缓是业绩低于预期首要原因

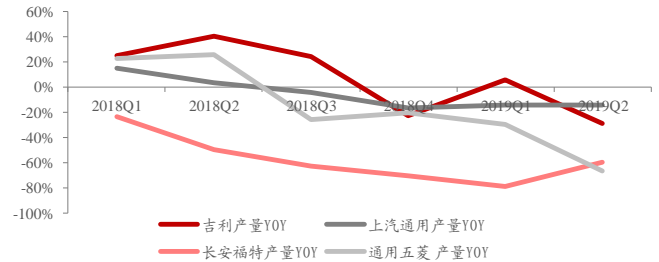
2019上半年狭义乘用车产量同比下滑16.6%，Q2同比下滑22%。2019上半年自主品牌产量同比下滑24%，其中Q2同比下滑31%，2019上半年美系品牌产量同比下滑27%，其中Q2同比下滑24%。2019上半年吉利产量同比下滑12.5%，其中Q2同比下滑29%。2019上半年上汽通用产量同比下滑14%，其中Q2同比下滑14%。

图 1：狭义乘用车-自主-美系产量 2019 年均不同幅度下滑



资料来源：乘联会，浙商证券研究所

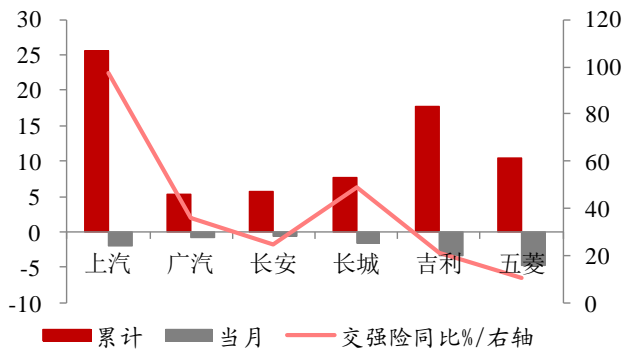
图 2：拓普集团主要客户 2019 年均不同幅度下滑



资料来源：乘联会，浙商证券研究所

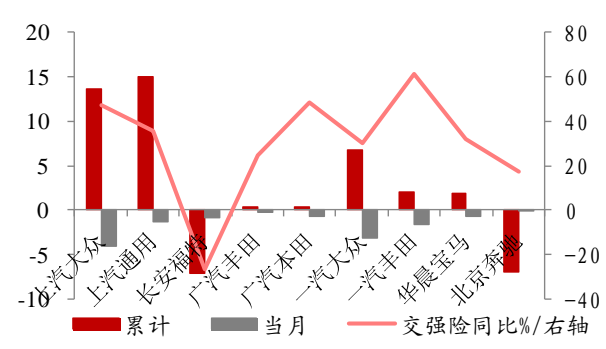
从渠道累计库存角度看，自主品牌中上汽和吉利较高，合资品牌中上汽大众及上汽通用依然较高。2019年的基调依然是去库存，进一步增大上游零部件的压力。

图 3：6 月自主传统乘用车当月/累计库存/零售同比



资料来源：中汽协，交强险，浙商证券研究所

图 4：6 月合资传统乘用车当月/累计库存/零售同比

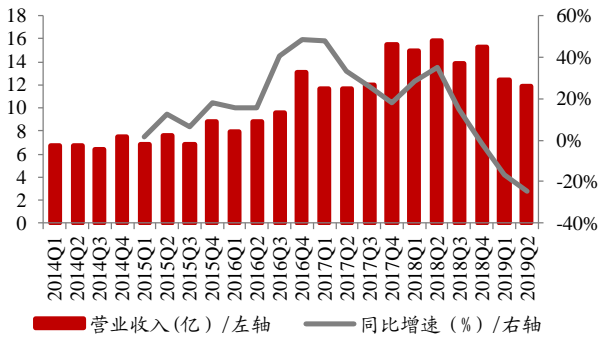


资料来源：中汽协，交强险，浙商证券研究所

拓普集团 85%的收入来自于国内市场（2018 年报收入拆分数据），吉利及通用是公司前两大客户。其下游乘用车是典型周期性行业，由于 2016-2017 年购置税补贴导致透支效应+房贷对汽车消费的挤压+宏观经济承压导致汽车消费信心不足，2018Q1 至 2019Q2 下游乘用车板块进入持续的周期下行通道。相比 2019Q1，2019Q2 下游产量增速下滑幅度低于预期，主要原因在于国六提前实施导致 5-6 月份产业进入集中大促销去国五库存。吉利及通用在此轮去库存周期中属于开始时间相对较晚，目前库存压力依然相对较大。

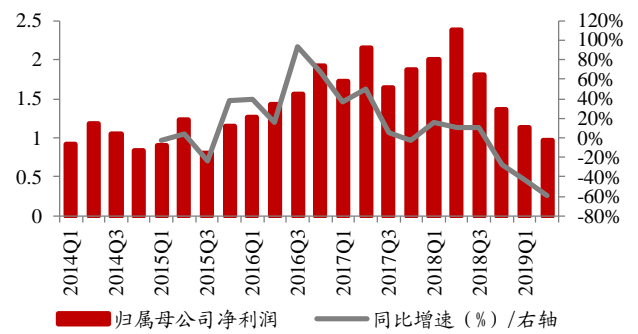
在此背景下，拓普集团 2019H1 业绩增长明显放缓：2019H1 营业收入实现 24.4 亿元，同比下滑 20.7%，其中 2019Q2 同比下滑 24.4%；归母净利润实现 2.1 亿元，同比下滑 51.76%，其中 2019Q2 同比下滑 59%。2019H1 毛利率 26%，与上期相比下降近 2 个百分点，其中 2019Q2 为 25.8%，与上期相比下降近 1.2 个百分点；2019H1 净利率 8.64%，与上期相比下降近 5.6 个百分点，其中 2019Q2 为 8.15%，与上期相比下降近 6.9 个百分点。分产品结构看，2019H1 减震收入实现 10 亿元，同比下滑 15.4%，毛利率下滑 3.51 个百分点；2019H1 内饰收入实现 7.9 亿元，同比下滑 34.3%，毛利率下滑 2.64 个百分点；2019H1 轻量化收入实现 5 亿元，同比下滑 15.5%，毛利率下滑 4.54 个百分点；2019H1 汽车电子收入实现 0.47 亿元，同比下滑 32%，毛利率下滑 7.2 个百分点。

图 5：2019H1 拓普营业收入同比下滑 20.7%



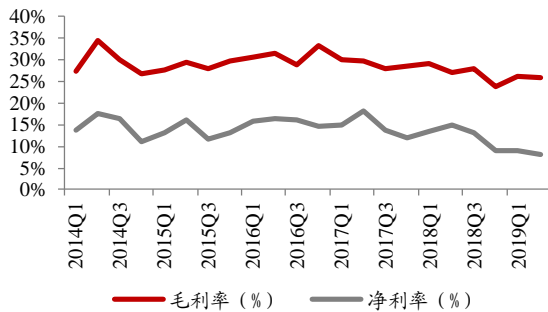
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 6：2019H1 拓普归母净利润同比下滑 51.76%



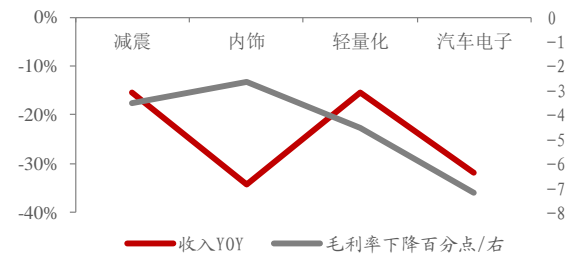
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 7：2019H1 拓普毛利率和净利率均下行通道



资料来源：wind，浙商证券研究所

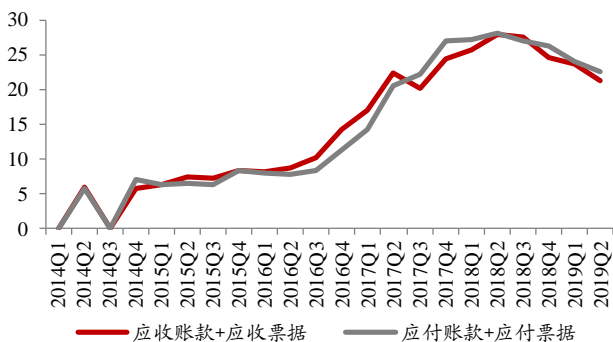
图 8：2019H1 拓普分业务的下滑情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

业绩增长虽然放缓，但经营质量上看，现金流回收情况依然较好。2019H1 应收项（应收账款+应收票据）21.2 亿元，应付项 22.54 亿元，应付项略大于应收项，两者差距有限。2019H1 现金收入比率看依然维持在 1 以上。

图 9：2019H1 拓普应收项与应付项整体依然保持一致



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 10：2019H1 拓普现金收入比率依然属于合理范围



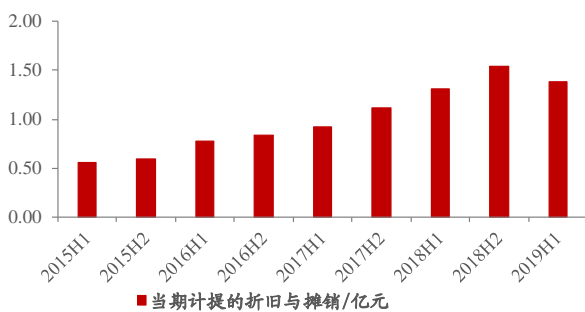
资料来源：wind，浙商证券研究所

2019 年是乘用车周期交替之年，当下乘用车需求正处于周期底部进入复苏的阶段中，2020-2021 年将大概率迎来景气持续边际改善，因此影响拓普集团业绩增长放缓的因素将逐步弱化。

2. 折旧摊销大幅上升是业绩低于预期次要原因

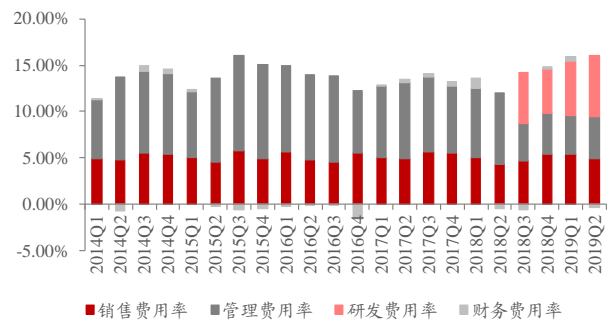
2015年上市以来公司积极对外扩张，在建工程从2015年的1.47亿增加至2018年的11.8亿元，固定资产从2015年的11亿增加至2018年的27.7亿元，折旧摊销从2015年的1.1亿元增加至2018年的2.85亿元。虽鉴于行业需求急刹车，公司对2019年资本开支预算大幅下调，但前期在建完工转固的压力在当期依然体现明显（与2018年报相比，新增固定资产净值7.4亿元。本期厂房转固约7亿元，机器设备等增加约2亿元，本期计提折旧约1.4亿元），本期新投入重大在建工程项目金额约3.7亿元，主要用于机器设备采购及智能刹车及汽车电子项目的收尾投入，最终在建工程账面价值减少至7.6亿元。2019中报的拓普有息负债小幅增加至7.2亿元，负债率34%，有所上升但仍处于安全范围。鉴于本期转固幅度高于我们前期预期，上调2019-2021年当期固定资产折旧至3.2/3.7/4亿元（原2.9/3.0/3.1亿元）。展望未来，随着下游需求复苏，公司产能利用率提升，有望逐步缓解折旧的压力。

图 11：2019H1 拓普的折旧摊销当期计提 1.4 亿元



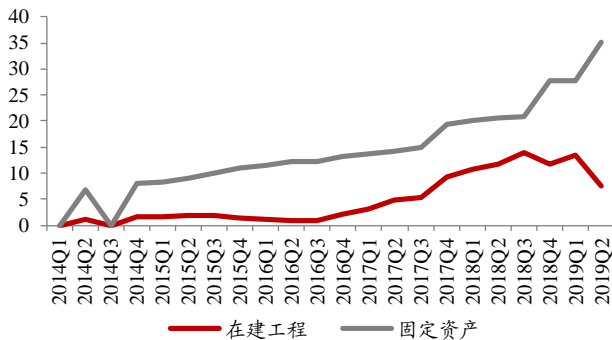
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 12：2019H1 拓普的管理费用率依然在增加



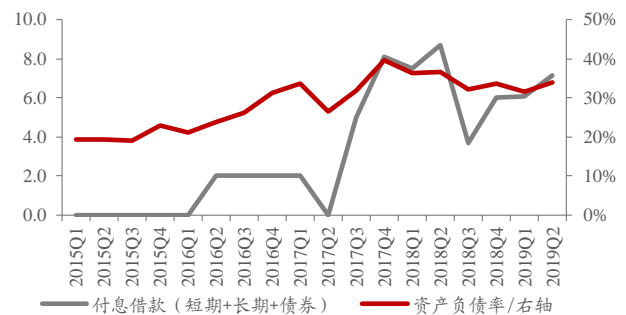
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 13：2019H1 拓普的资本开支节奏放缓



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 14：2019H1 拓普的负债率及付息借款小幅增加



资料来源：wind，浙商证券研究所

3. 短期业绩承压，长期依然看好

鉴于需求低于预期+折旧大幅上升，下调2019-2021年归母净利润至5.04/6.11/7.68亿元（原6.23/7.56/9.3亿元），PE为22X/18X/14.4X。拓普是汽车零部件多品类路径的典型代表，持续开拓新品和发展新客户是公司核心竞争力。虽短期业绩承压，但长期依然看好公司发展潜力，看点：1）跟随两大核心客户（通用+吉利）全球化发展；2）新能源催化下轻量化业务望成为新的增长点，尤其是与特斯拉配套合作。综合估值及未来发展潜力，维持“买入”评级。

4. 风险提示

乘用车行业需求复苏低于预期；乘用车行业价格战持续时间拉长。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5671	5439	6407	7621
现金	1087	1423	1820	2709
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2466	1994	2210	2545
其它应收款	30	30	32	36
预付账款	30	57	63	58
存货	1216	1161	1267	1396
其他	842	773	1015	877
非流动资产	5230	5493	5467	5324
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	101	84	88	91
固定资产	2773	3495	3689	3555
无形资产	576	656	733	809
在建工程	1179	839	470	399
其他	602	419	486	471
资产总计	10901	10932	11874	12945
流动负债	3267	2864	3171	3471
短期借款	390	300	300	300
应付款项	2614	2207	2435	2774
预收账款	31	22	24	30
其他	232	335	411	367
非流动负债	388	320	345	351
长期借款	213	213	213	213
其他	175	107	132	138
负债合计	3655	3183	3516	3822
少数股东权益	25	27	28	30
归属母公司股东权	7221	7722	8329	9093
负债和股东权益	10901	10932	11874	12945
现金流量表				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	605	1111	716	1108
净利润	755	503	609	766
折旧摊销	309	354	417	450
财务费用	5	8	6	(9)
投资损失	(101)	(60)	(68)	(77)
营运资金变动	162	180	(150)	90
其它	(525)	126	(97)	(111)
投资活动现金流	(895)	(643)	(320)	(235)
资本支出	(1077)	(700)	(200)	(200)
长期投资	(34)	25	(5)	(5)
其他	216	32	(115)	(30)
筹资活动现金流	(250)	(132)	2	15
短期借款	(419)	(90)	0	0
长期借款	213	0	0	0
其他	(44)	(42)	2	15
现金净增加额	(539)	336	398	889

利润表				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5984	4881	5425	6263
营业成本	4375	3678	4058	4624
营业税金及附加	45	38	43	48
营业费用	290	229	255	294
管理费用	218	195	217	251
研发费用	288	244	244	282
财务费用	5	8	6	-9
资产减值损失	8	7	8	9
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	101	60	68	77
其他经营收益	12	9	12	11
营业利润	869	550	675	852
营业外收支	8	8	8	8
利润总额	877	559	684	860
所得税	122	56	75	95
净利润	755	503	609	766
少数股东损益	2	1	2	2
归属母公司净利润	753	501	607	764
EBITDA	1204	928	1108	1307
EPS (最新摊薄)	0.71	0.48	0.58	0.73
主要财务比率				
	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	17.56%	-18.44%	11.16%	15.45%
营业利润	7.50%	-36.67%	22.74%	26.14%
归属母公司净利润	2.08%	-33.44%	21.04%	25.82%
获利能力				
毛利率	26.89%	24.64%	25.19%	26.17%
净利率	12.62%	10.30%	11.22%	12.22%
ROE	10.97%	6.69%	7.54%	8.74%
ROIC	9.78%	6.26%	6.93%	7.92%
偿债能力				
资产负债率	33.53%	29.12%	29.61%	29.53%
净负债比率	18.00%	16.69%	15.28%	14.27%
流动比率	1.74	1.90	2.02	2.20
速动比率	1.36	1.49	1.62	1.79
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.45	0.48	0.50
应收帐款周转率	4.66	4.29	5.01	5.10
应付帐款周转率	3.01	3.04	3.50	3.55
每股指标(元)				
每股收益	1.04	0.69	0.83	1.05
每股经营现金	0.83	1.53	0.98	1.52
每股净资产	9.92	10.61	11.45	12.50
估值比率				
P/E	14.75	22.06	18.17	14.46
P/B	1.06	1.38	1.28	1.18
EV/EBITDA	8.59	10.68	8.59	6.61

资料来源: wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>