

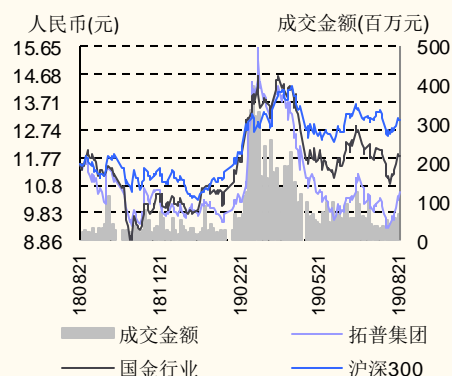
拓普集团 (601689.SH) 增持 (下调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.53 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,048.43
总市值 (百万元)	11,109.02
年内股价最高最低 (元)	10.53/9.28
沪深 300 指数	3781.76
上证指数	2880.33



相关报告

1. 《短期业绩承压，轻量化及智能驾驶产品可期-拓普集团 2019Q1...》，2019.4.26
2. 《业绩符合预期，轻量化及智能驾驶产品可期-拓普集团年报点评》，2019.4.19
3. 《轻量化底盘和智能驾驶产品打开增长空间-拓普集团公司深度报告》，2018.12.19

陈晓 联系人
chenxiao@gjzq.com.cn

周俊宏 联系人
zhoujunhong@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009

短期业绩承压，轻量化+汽车电子引领未来

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	1.014	1.035	0.502	0.627	0.730
每股净资产 (元)	8.89	9.92	10.65	11.56	12.62
每股经营性现金流 (元)	1.28	0.83	1.41	0.94	1.19
市盈率 (倍)	24.39	14.28	20.96	16.80	14.42
净利润增长率 (%)	19.87%	2.07%	-29.66%	24.77%	16.50%
净资产收益率 (%)	11.41%	10.43%	6.84%	7.86%	8.39%
总股本 (百万股)	727.58	727.58	1,054.99	1,054.99	1,054.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2019 年半年报，上半年实现营收、归母净利润及扣非归母净利润分别为 24.4 亿元、2.1 亿元、2.0 亿元，分别同比-20.7%、-51.8%、-49.3%。Q1 毛利率为 26.0%，比上年同期下降 2pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.1%/4.4%/6.3%/0.1%，较上年同期的 13.7%下降 3.3pct。

经营分析

- **NVH (减震器/内饰功能件) 业务受车市影响，短期业绩承压。**H1 归母净利润同比降幅大于营收同比降幅，业绩因车市低迷、NVH 年降而承压。其中 2019H1 减震器业务实现营收 9.9 亿元，同比下降 15%，毛利率比上年同期下降 3.5pct；内饰件业务实现营收 7.9 亿元，同比下降 34%，毛利率较上年同期下降 2.6pct。预计公司短期业绩将受 NVH 业务增速下行影响，后期通用全球项目 (16.8 亿元订单、周期 6 年) 量产，对 3-5 年内业绩形成支撑。
- **轻量化业务支撑中期发展。**公司轻量化产品包括轻量化底盘 (增长引擎，收购主营高强度钢底盘的福多纳完善产品布局)、控制臂、电池包与大型车身结构件、转向节等，2019H1 底盘业务实现营收 5.0 亿，同比下降 15%，由于年降压力毛利率比上年同期下降 4.5pct。目前轻量化业务产品进入量产阶段，众多订单落地，获国内外车厂尤其新能源车企青睐，切入特斯拉供应链
- **EVP 和 IBS 引领长期增长。**2019H1 智能刹车业务实现营收 0.5 亿，同比下降 32%，毛利率比上年同期下降 7.2pct。高附加值的汽车电子产品是未来方向，公司积极布局电子真空泵 EVP 及智能刹车系统 IBS，研发费用同比增长 10%。目前电子真空泵投产三代产品——柱塞式电子真空辅助泵、叶片式电子真空辅助泵和面向新能源汽车的叶片式电子真空独立泵，已向主机厂供货，而 IBS 已完成样品。预计 EPV、IBS 2022 年实现达产状态。

盈利调整与投资建议

- 公司系 NVH 龙头，向轻量化底盘和汽车电子产品 (电动真空泵+智能电子刹车系统) 拓展，支撑中长期发展。由于下游车市持续低迷，对 2019 年盈利预测下调 30%。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.30/6.61/7.70 亿元，对应 EPS 分别为 0.50/0.63/0.73 元，下调至增持评级。

风险提示

- 新能源汽车发展不及预期；汽车行业增速下降超预期；上游原材料价格上涨超预期；年降压力超预期；固定资产逐年上升带来折旧费用增加。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,938	5,090	5,984	5,497	6,291	6,511	货币资金	330	1,474	1,087	921	811	705
增长率		29.3%	17.6%	-8.1%	14.5%	3.5%	应收账款	1,460	2,473	2,496	2,352	2,931	3,264
主营业务成本	-2,708	-3,613	-4,375	-4,070	-4,629	-4,708	存货	883	1,239	1,216	1,126	1,306	1,341
%销售收入	68.8%	71.0%	73.1%	74.0%	73.6%	72.3%	其他流动资产	91	1,517	871	996	1,090	1,302
毛利	1,230	1,478	1,609	1,427	1,662	1,803	流动资产	2,764	6,703	5,671	5,395	6,139	6,613
%销售收入	31.2%	29.0%	26.9%	26.0%	26.4%	27.7%	%总资产	55.9%	62.4%	52.0%	46.8%	47.4%	46.7%
营业税金及附加	-31	-42	-45	-48	-51	-54	长期投资	72	80	113	143	173	203
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	固定资产	1,549	2,874	3,951	4,635	5,301	5,988
营业费用	-201	-269	-290	-280	-320	-333	%总资产	31.3%	26.8%	36.2%	40.2%	40.9%	42.3%
%销售收入	5.1%	5.3%	4.8%	5.1%	5.1%	5.1%	无形资产	418	880	911	1,179	1,161	1,146
管理费用	-332	-396	-505	-491	-529	-548	非流动资产	2,182	4,032	5,230	6,139	6,807	7,553
%销售收入	8.4%	7.8%	8.4%	8.9%	8.4%	8.4%	%总资产	44.1%	37.6%	48.0%	53.2%	52.6%	53.3%
息税前利润 (EBIT)	666	770	769	607	763	868	资产总计	4,946	10,735	10,901	11,534	12,946	14,166
%销售收入	16.9%	15.1%	12.9%	11.0%	12.1%	13.3%	短期借款	200	809	445	327	552	727
财务费用	25	-16	-5	-27	-48	-70	应付款项	1,156	3,109	2,683	2,611	2,995	3,072
%销售收入	-0.6%	0.3%	0.1%	0.5%	0.8%	1.1%	其他流动负债	165	209	139	216	252	343
资产减值损失	-29	-4	-8	-1	-1	0	流动负债	1,521	4,127	3,267	3,154	3,799	4,142
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	213	481	581	681
投资收益	37	43	101	28	40	85	其他长期负债	29	116	175	121	121	121
%税前利润	5.2%	5.0%	11.5%	4.5%	5.2%	9.4%	负债	1,550	4,243	3,655	3,755	4,501	4,944
营业利润	698	808	869	607	754	883	普通股股东权益	3,372	6,469	7,221	7,751	8,412	9,182
营业利润率	17.7%	15.9%	14.5%	11.0%	12.0%	13.6%	少数股东权益	25	23	25	28	33	40
营业外收支	17	51	8	12	20	20	负债股东权益合计	4,946	10,735	10,901	11,534	12,946	14,166
税前利润	715	859	877	619	774	903	比率分析						
利润率	18.2%	16.9%	14.7%	11.3%	12.3%	13.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-99	-119	-122	-86	-107	-125	每股指标						
所得税率	13.9%	13.8%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	每股收益	0.949	1.014	1.035	0.502	0.627	0.730
净利润	616	740	755	533	666	777	每股净资产	5.194	8.891	9.924	10.653	11.562	12.620
少数股东损益	0	2	2	3	5	7	每股经营现金净流	0.426	1.277	0.832	1.411	0.937	1.193
归属于母公司的净利润	616	738	753	530	661	770	每股股利	0.185	0.616	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	15.6%	14.5%	12.6%	9.6%	10.5%	11.8%	回报率						
							净资产收益率	18.26%	11.41%	10.43%	6.84%	7.86%	8.39%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.45%	6.87%	6.91%	4.59%	5.11%	5.44%
净利润	616	740	755	533	666	777	投入资本收益率	15.94%	9.07%	8.34%	6.07%	6.84%	7.02%
少数股东损益	0	2	2	3	5	7	增长率						
非现金支出	200	226	318	377	446	522	主营业务收入增长率	30.94%	29.27%	17.56%	-8.14%	14.45%	3.49%
非经营收益	-50	-67	-77	4	5	-19	EBIT增长率	57.83%	15.63%	-0.10%	-21.11%	25.73%	13.77%
营运资金变动	-489	30	-391	113	-435	-412	净利润增长率	50.70%	19.87%	2.07%	-29.66%	24.77%	16.50%
经营活动现金净流	276	929	605	1,027	682	868	总资产增长率	19.77%	117.02%	1.55%	5.81%	12.24%	9.43%
资本开支	-740	-1,286	-1,321	-1,251	-1,062	-1,218	资产管理能力						
投资	530	-1,520	400	-30	-30	-30	应收账款周转天数	84.5	88.3	78.3	70.0	73.0	75.0
其他	46	-112	26	28	40	85	存货周转天数	104.8	107.2	102.4	101.0	103.0	104.0
投资活动现金净流	-163	-2,919	-895	-1,253	-1,052	-1,163	应付账款周转天数	123.3	134.0	121.1	134.0	136.0	138.0
股权募资	0	2,360	0	0	0	0	固定资产周转天数	123.5	139.8	169.1	196.3	181.1	185.5
债权募资	200	600	-151	108	326	275	偿债能力						
其他	-396	-14	-86	-48	-66	-86	净负债/股东权益	-3.82%	-10.24%	-5.92%	-1.46%	3.81%	7.62%
筹资活动现金净流	-196	2,947	-237	60	261	189	EBIT利息保障倍数	-26.8	46.7	168.5	22.6	16.0	12.4
现金净流量	-83	957	-527	-166	-110	-106	资产负债率	31.34%	39.52%	33.53%	32.56%	34.77%	34.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	8	9	33
增持	0	4	8	8	24
中性	1	1	1	2	6
减持	0	0	0	0	1
评分	3.00	1.86	1.59	1.63	1.61

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-12-19	买入	14.48	21.86~21.86
2	2019-04-19	买入	19.89	22.38~22.38
3	2019-04-26	买入	17.99	20.76~20.76

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH