

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

拓普集团(601689)

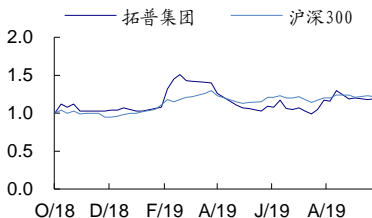
增持

2019 季报点评

(维持评级)

2019 年 10 月 25 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,055/1,048
总市值/流通(百万元)	11,373/11,302
上证综指/深圳成指	2,941/9,568
12 个月最高/最低(元)	15.86/9.07

相关研究报告:

- 《拓普集团-601689-2019 半年报点评: 业绩略低于预期, 多产品布局, 静待花开》——2019-08-23
- 《拓普集团-601689-2018 年报点评: 业绩略低于预期, 轻量化、电子化助力公司成长》——2019-04-23
- 《拓普集团-601689-2018 三季报点评: 业绩受行业拖累, 静待汽车电子+轻量化放量》——2018-10-25
- 《拓普集团-601689-2018 年中报点评: 中报稳健增长, 轻量化+汽车电子, 全年可期》——2018-08-24
- 《拓普集团-601689-2018 年一季报点评: 一季度稳健增长, 轻量化布局全年可期》——2018-04-26

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097  
E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080001  
联系人: 陶定坤  
E-MAIL: taodingkun@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 关注特斯拉配套放量

● 多重因素影响, 前三季度盈利-45%

前三季实现营收 37.66 亿元 (-15.50%), 实现归母净利 3.37 亿元 (-45.33%)。Q3 实现营收 13.28 亿元 (-3.90%), 实现归母净利 1.27 亿元 (-29.73%), 降幅进一步缩窄, 系下游吉利、通用、特斯拉和沃尔沃等客户销量回暖所致。前三季度受下游总体需求下滑、折旧摊销增加和投资收益下滑 (-56%) 多重因素影响, 公司利润下滑较多, 业绩承压。

● 折旧增加, 毛利率承压

公司前三季度毛利率为 26.15%, 同比下降 1.81pct, 净利率为 8.96%, 同比下降 4.89pct。报告期内产能利用率下降, 同时折旧摊销增加 (固定资产由报告初期 28 亿增加至 36 亿) 等因素拉低公司毛利率。单三季度毛利率为 26.37%, 同比下降 1.55pct, 净利率为 9.55%, 同比下降 3.50pct, 降幅略有缩窄。前三季度三费率为 15.43%, 同比上升 2.55pct, 其中销售费用率为 5.13%, 同比增加 0.46pct, 管理费用率为 10.42%, 同比增加 2.23pct, 主要系厂房折旧摊销增加所致, 财务费用率为 -0.12%, 同比下降 0.14pct, 系汇率波动导致汇兑收益增加所致。

● 产品持续丰富, 受益特斯拉上海工厂投产

1) 依托主业, 横向拓展: 底盘业务通过高强度钢和轻合金核心工艺, 开发轻量化产品; 汽车电子业务, 在电子真空泵和 IBS 的基础上积极拓展汽车电子产品。新产品拓展保障公司长期发展。2) 特斯拉核心供应商之一, 受益特斯拉快速国产化: 特斯拉上海工厂一期已于 9 月 11 日竣工, 提前进入试生产状态, 目前已下线四台样车。上海工厂长期规划年产 50 万辆, 未来还将生产 Model Y 车型, 公司绑定优质客户, 有望持续受益。

● 依托轻量化、电子化, 受益于特斯拉国产, 维持“增持”评级

受客户销量下滑、折旧摊销增加和投资收益下滑所致, 业绩短期承压, 中长期看新产品、新项目的释放, 有望支撑公司成长, 我们预计 19/20/21 年 EPS 分别为 0.48/0.58/0.68 元, 维持前期预测, 目前股价对应动态市盈率分别是 22.6/18.6/16.0x, 维持“增持”评级。

● 风险提示: 吉利销量大幅下滑, 特斯拉项目国产进度低于预期。

盈利预测和财务指标

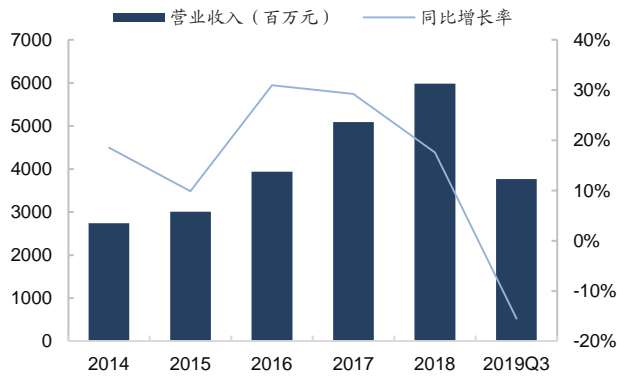
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,984	5,270	5,814	6,413
(+/-%)	17.6%	-11.9%	10.3%	10.3%
净利润(百万元)	753	503	612	712
(+/-%)	2.1%	-33.2%	21.6%	16.4%
摊薄每股收益(元)	1.04	0.48	0.58	0.68
EBIT Margin	17.7%	10.2%	11.5%	12.1%
净资产收益率(ROE)	10.4%	6.6%	7.7%	8.4%
市盈率(PE)	10.4	22.6	18.6	16.0
EV/EBITDA	8.6	16.3	13.4	12.0
市净率(PB)	1.09	1.50	1.42	1.34

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

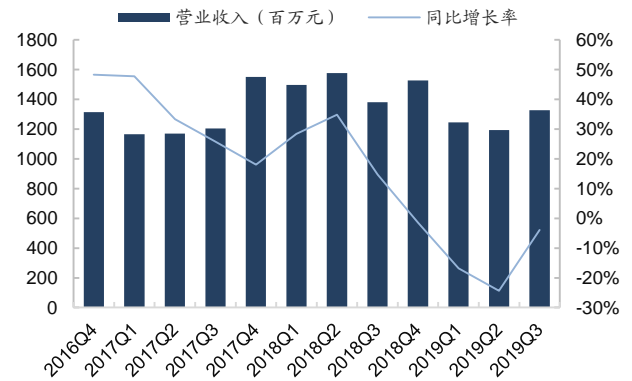
公司 2019 年前三季度实现营收 37.66 亿元，同比-15.50%，主要系 2019 年下游主要客户吉利和通用销量下滑影响。拆分季度来看，Q1、Q2 和 Q3 分别实现营收 12.46、11.93 和 13.28 亿元，同比下滑 16.8%、24.4%和 3.9%，受下游吉利、通用、特斯拉和沃尔沃等客户销量回暖影响，三季度下降大幅缩窄。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

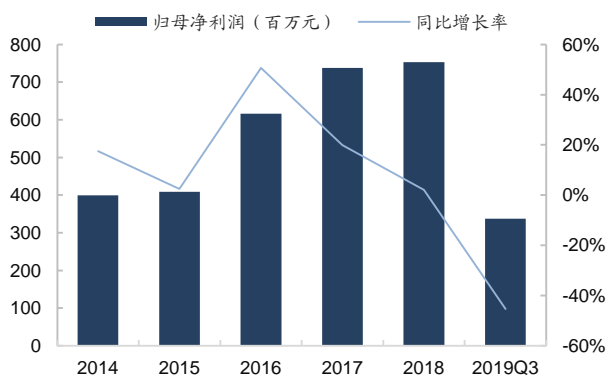
图 2：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

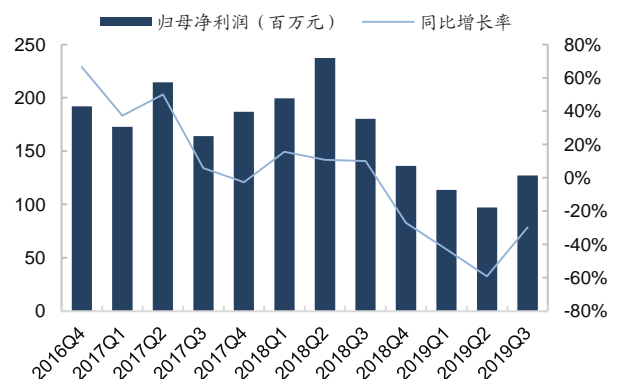
2019 年前三季度实现归母净利润 3.37 亿元，同比-45.33%，Q1、Q2 和 Q3 分别实现归母净利润 1.14、0.97 和 1.27 亿元，同减 43%、59%和 30%，降幅缩窄。

图 3：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

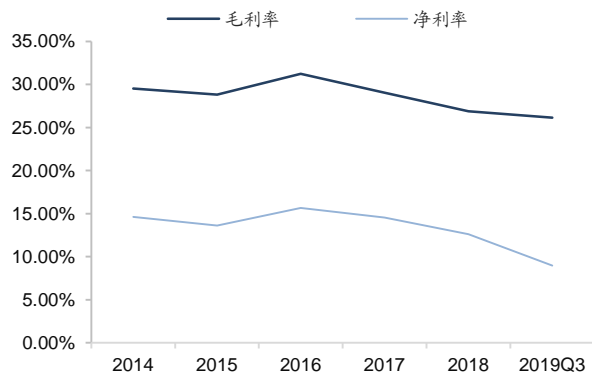
图 4：公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

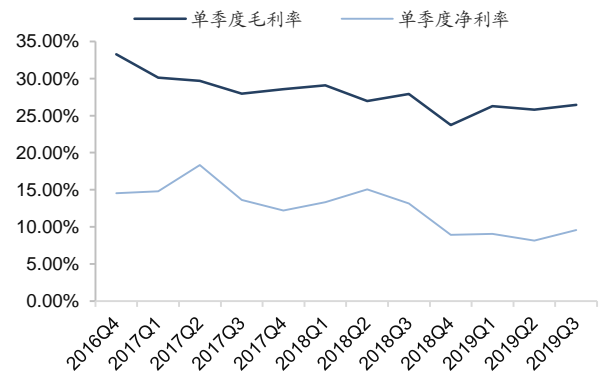
公司前三季度毛利率为 26.15%，同比下降 1.81pct，净利率为 8.96%，同比下降 4.89pct。报告期内产能利用率下降，同时折旧摊销增加（固定资产由报告初期 28 亿增加至 36 亿）等因素拉低公司毛利率。单三季度毛利率为 26.37%，同比下降 1.55pct，净利率为 9.55%，同比下降 3.50pct，降幅略有缩窄。

图 5: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

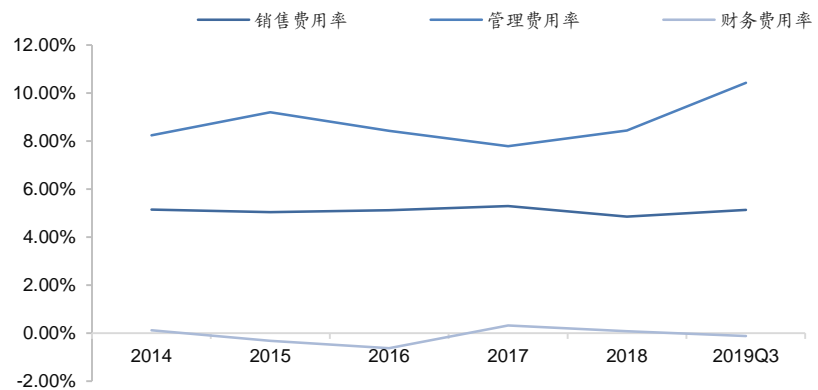
图 6: 公司单季度毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

前三季度三费率为 15.43%，同比上升 2.55pct，其中销售费用率为 5.13%，同比增加 0.46pct，管理费用率为 10.42%，同比增加 2.23pct，主要系厂房折旧摊销增加所致，财务费用率为-0.12%，同比下降 0.14pct，系汇率波动导致汇兑收益增加所致。

图 7: 公司费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 受销量下滑和折旧摊销增加，业绩增长承压，中长期看新产品、新项目的释放，有望支撑公司成长，我们预计 19/20/21 年 EPS 分别为 0.48/0.58/0.68 元，维持前期预测，目前股价对应动态市盈率分别是 22.6/18.6/16.0x，我们选取行业内四家可比公司的 2019 年平均估值 25.84 倍，扣除估值较高的旭升股份为 19.70 倍，考虑到公司为特斯拉供应商，IBS、EVP 等新产品单价、盈利能力较高，公司合理估值 23-25 倍，合理估值在 11.0-12.0 元，较目前价格有 2%-11% 的上涨空间，维持“增持”评级。

**表 1: 可比公司估值表**

证券简称	19/10/24 收盘价	ROE (%)			每股收益			市盈率		P/B	每股净资产
		18	19E	20E	18	19E	20E				
均胜电子	15.13	10.49	1.43	0.98	1.19	10.58	15.39	12.72	1.15	13.10	
旭升股份	29.88	22.65	0.73	0.68	0.83	40.93	44.25	36.04	8.51	3.51	
宁波高发	14.62	11.46	1.09	0.89	1.06	13.41	16.43	13.76	1.76	8.29	
星宇股份	76.00	14.55	2.21	2.79	3.51	34.38	27.28	21.65	4.80	15.82	
平均		14.79					25.84	21.04	4.06	10.18	
拓普集团	10.78	11.01	1.04	0.48	0.58	10.37	22.46	18.59	1.09	9.92	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 均胜电子、旭升股份、宁波高发和星宇股份为 Wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1087	1153	1237	1725	营业收入	5984	5270	5814	6413
应收款项	2496	2166	2389	2635	营业成本	4375	3941	4290	4697
存货净额	1216	1045	1122	1230	营业税金及附加	45	29	32	35
其他流动资产	871	791	872	962	销售费用	290	264	285	314
<b>流动资产合计</b>	<b>5671</b>	<b>5154</b>	<b>5621</b>	<b>6552</b>	管理费用	218	497	540	587
固定资产	3951	4501	4671	4506	财务费用	5	15	15	11
无形资产及其他	576	554	532	510	投资收益	101	60	60	60
投资性房地产	602	602	602	602	资产减值及公允价值变动	(8)	(9)	(9)	(9)
长期股权投资	101	111	121	131	其他收入	(276)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>10901</b>	<b>10922</b>	<b>11547</b>	<b>12300</b>	营业利润	869	576	703	820
短期借款及交易性金融负债	445	500	500	500	营业外净收支	8	10	10	10
应付款项	2614	2189	2352	2577	<b>利润总额</b>	<b>877</b>	<b>586</b>	<b>713</b>	<b>830</b>
其他流动负债	208	218	235	258	所得税费用	122	82	99	116
<b>流动负债合计</b>	<b>3267</b>	<b>2908</b>	<b>3087</b>	<b>3335</b>	少数股东损益	2	1	2	2
长期借款及应付债券	213	213	213	213	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>753</b>	<b>503</b>	<b>612</b>	<b>712</b>
其他长期负债	175	205	225	235					
<b>长期负债合计</b>	<b>388</b>	<b>418</b>	<b>438</b>	<b>448</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3655</b>	<b>3325</b>	<b>3525</b>	<b>3782</b>	净利润	753	503	612	712
少数股东权益	25	26	27	29	资产减值准备	4	4	1	(0)
股东权益	7221	7570	7995	8489	折旧摊销	286	361	443	480
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10901</b>	<b>10922</b>	<b>11547</b>	<b>12300</b>	公允价值变动损失	8	9	9	9
					财务费用	5	15	15	11
关键财务与估值指标					营运资本变动	138	203	(182)	(186)
每股收益	1.04	0.48	0.58	0.68	其它	(2)	(3)	0	1
每股红利	0.04	0.15	0.18	0.21	<b>经营活动现金流</b>	<b>1187</b>	<b>1076</b>	<b>882</b>	<b>1016</b>
每股净资产	9.92	7.18	7.58	8.05	资本开支	(1342)	(901)	(601)	(301)
ROIC	12%	6%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	7%	8%	8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1363)</b>	<b>(911)</b>	<b>(611)</b>	<b>(311)</b>
毛利率	27%	25%	26%	27%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	10%	11%	12%	负债净变化	213	0	0	0
EBITDA Margin	22%	17%	19%	20%	支付股利、利息	(26)	(154)	(187)	(218)
收入增长	18%	-12%	10%	10%	其它融资现金流	(585)	55	0	0
净利润增长率	2%	-33%	22%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(211)</b>	<b>(99)</b>	<b>(187)</b>	<b>(218)</b>
资产负债率	34%	31%	31%	31%	<b>现金净变动</b>	<b>(386)</b>	<b>66</b>	<b>84</b>	<b>487</b>
息率	0.3%	2.0%	2.4%	2.8%	货币资金的期初余额	1474	1087	1153	1237
P/E	10.4	22.6	18.6	16.0	货币资金的期末余额	1087	1153	1237	1725
P/B	1.1	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	(8)	127	233	663
EV/EBITDA	8.6	16.3	13.4	12.0	权益自由现金流	(380)	169	220	654

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032