

公司调研点评

拓普集团 (601689)

汽车 | 汽车零部件

修炼内功，迈向国际 Tier1

2019 年 05 月 13 日

评级 推荐

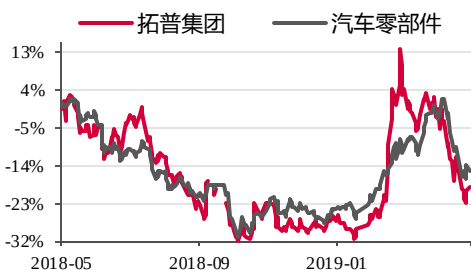
评级变动 维持

合理区间 20.2-24.6 元

交易数据

当前价格 (元)	16.65
52 周价格区间 (元)	13.80-23.60
总市值 (百万)	12114.17
流通市值 (百万)	12038.88
总股本 (万股)	72757.78
流通股 (万股)	72305.61

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
拓普集团	-17.12	9.11	-18.78
汽车零部件	-14.28	7.5	-14.77

黄红卫

执业证书编号: S0530519010001
huanghw@cfzq.com

李文瀚

liwh1@cfzq.com

分析师

0731-84403422

研究助理

0731-89955753

相关报告

- 《拓普集团：拓普集团 (601689) 2018 年年报点评：受成本上升影响，业绩低于预期》 2019-04-23
- 《拓普集团：拓普集团 (601689) 2018 年业绩快报点评：受制于行业景气下行，增速低于预期》 2019-02-14
- 《拓普集团：拓普集团 (601689.SH) 深度报告：锋芒内敛，蓄势待发》 2018-12-10

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	5090.22	5984.02	6588.40	7408.66	8406.61
净利润 (百万元)	738.00	753.32	815.96	934.08	1156.05
每股收益 (元)	1.01	1.04	1.12	1.28	1.59
每股净资产 (元)	8.89	9.92	11.05	12.33	13.92
P/E	19.56	19.16	17.69	15.45	12.49
P/B	2.23	2.00	1.80	1.61	1.43

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

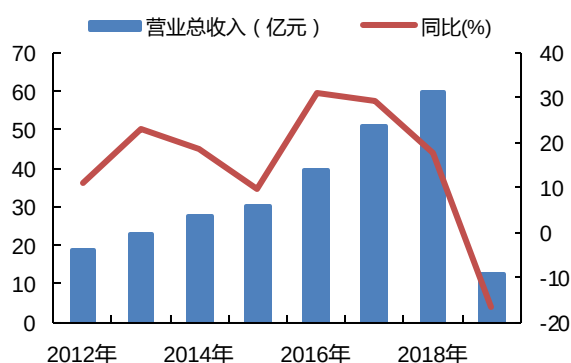
- 受汽车行业不景气影响，2018 年业绩增长放缓。2018 年公司业绩增速显著放缓，利润仅实现个位数增长，我们认为主要受行业不景气，汽车销量下滑的影响。2019Q1 困难时刻仍在继续，公司营业收入出现了上市以来的首次负增长，同比下滑 16.81%，略低于一季度国内汽车销量同比下滑的 11.32%，低于市场预期。我们仍然持有谨慎乐观的态度，认为此次国内汽车销量下滑并非行业销量见顶信号，而是消费者对未来经济悲观预期，短期消费意愿下降的体现。
- 下游客户需求短期难以提振，增长有赖配套单车价值提升。公司核心下游客户吉利、上汽通用等 2019 年一季度销量均出现一定程度下滑，短期内公司通过市场增量获得增长的难度较大。但考虑到公司三大业务板块战略协同形成后，单车配套价值有望继续提升，汽车电子业务稳步推进，将打开新的市场空间，我们仍然倾向认为公司成长潜力尚未被完全挖掘，未来仍有较大增长潜力。
- 我们认为公司的竞争优势有如下几点：（1）业务发展具备前瞻性，受汽车技术（新能源或无人驾驶）革新影响偏正面；（2）形成了平台型供货体系，三大业务板块相互背书，增强了公司进入主机厂产业链的能力；（3）技术能力、检测设备储备深厚，有系统化供货能力，未来有成为国际级 Tier1 供应商潜力；（4）深度跟随下游客户发展，随主机厂全球建厂，产能储备充沛。因此应以更长的视角关注公司的成长，以现在的资产质量和未来盈利能力衡量企业价值，不局限于短期的盈利波动。
- 维持“推荐”评级。预计公司 2019-2020 年营业收入至 66 亿和 74 亿元，归母净利润至 8.2 亿和 9.3 亿元，EPS 分别为 1.12 元和 1.28 元，目前股价对应 2019-2020 年估值为 17.69 倍和 15.45 倍，采用相对估值法，给予公司 2019 年底 18-22 倍 PE，对应合理价格区间为 20.2-24.6 元。
- 风险提示：汽车销量下滑超预期；汽车电子发展不及预期。

1 受汽车行业不景气影响，2018 年业绩增长放缓

公司自 1983 年创立，拥有支持全球项目的研发中心和技术领先的试验中心，设有动力底盘系统、饰件系统、电子系统等事业部。生产减振产品线、内饰产品线、底盘产品线、电子产品线、结构件产品线等 5000 多个产品。凭借领先的研发技术、制造技术、质量管理和全球供应能力，拓普集团与国内外多家汽车制造商建立了良好的技术合作关系，进行多类子系统与汽车的匹配设计，实现同步设计研发，支持全球项目的开展，已成为宝马、奔驰、奥迪、保时捷、大众、克莱斯勒、通用、福特、吉利等汽车制造商的全球供应商。

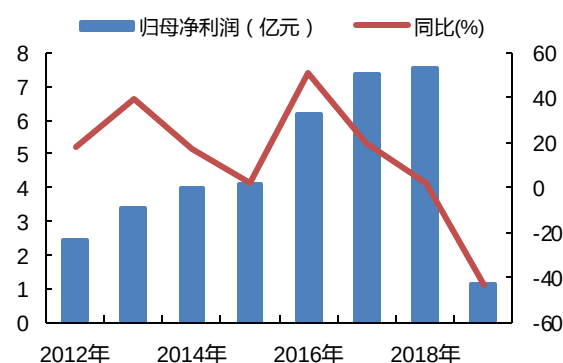
2012-2018 年，公司营业收入由 18.75 亿元增长至 59.84 亿元，年均复合增速为 21.34%，归母净利润由 2.43 亿元增长至 7.53 亿元，复合增速为 20.74%，业绩增长快速稳健，也优于行业平均水平。但 2018 年公司业绩增速显著放缓，利润仅实现个位数增长，我们认为主要受行业不景气，汽车销量下滑的影响。2019Q1 困难时刻仍在继续，公司营业收入出现了上市以来的首次负增长，同比下滑 16.81%，略低于一季度国内汽车销量同比下滑的 11.32%，低于市场预期。我们仍然持有谨慎乐观的态度，认为此次国内汽车销量下滑并非是行业销量见顶信号，而是消费者对未来经济悲观预期，短期消费意愿下降的体现。一旦经济好转或预期改善，行业将重新回归正增长。

图 1：2012 年至今拓普集团营业收入及增速



资料来源：Wind，财富证券

图 2：2012 年至今拓普集团归母净利润收入及增速



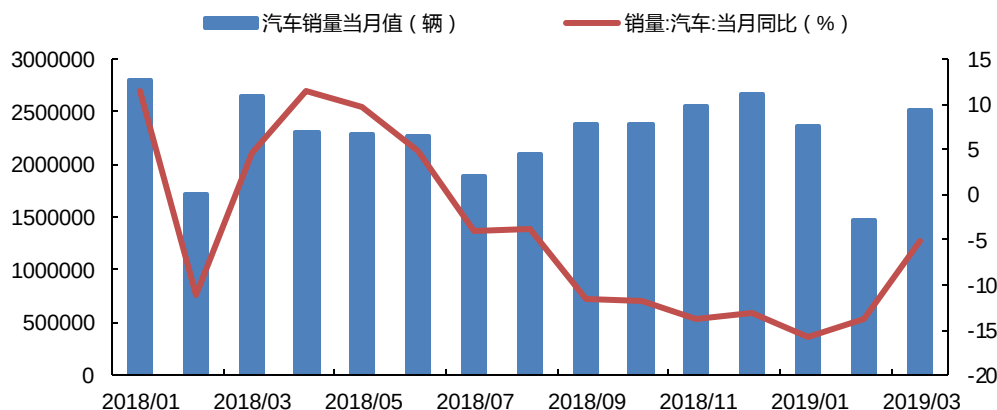
资料来源：Wind，财富证券

2 下游客户需求短期难以提振，增长有赖配套单车价值提升

2.1 2019 年下游核心客户需求不振

我们认为 2019 年上半年国内汽车市场还将处于筑底阶段。虽然 2019 年 3 月汽车销量下滑有所收窄，但仍然不能忽略春节对市场的扰动，另外叠加近期愈演愈烈的中美贸易战和国五升国六的产品替代，使得消费者既对未来的经济走势更加悲观，又加剧了对新产品的等待和观望态度，因此行业销量在上半年转正的压力仍然很大，对全年行业增长的判断仍在 -5-0% 区间。

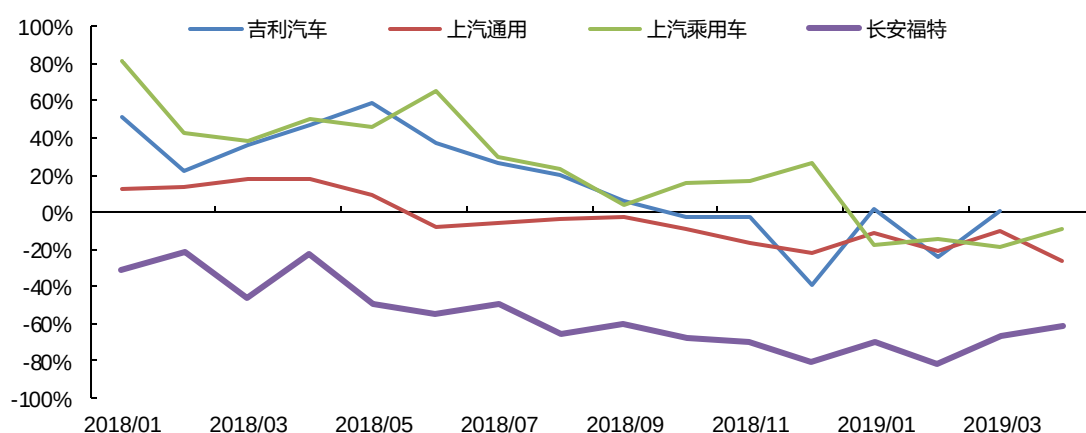
图 3：2018 年至 2019 年一季度国内汽车销量及同比增速



资料来源：Wind，财富证券

在行业不景气的背景下，公司的核心下游客户 2019 年表现也难言出色。公司 2018 年下游配套最大客户吉利汽车（收入占比约为 40%）销量增幅放缓，甚至在 2 月份出现 -24% 的大幅下滑。其余配套的主要客户包括上海通用、北美通用、上汽自主和福特（收入占比在 3% 至 14% 之间）2019 年 1-4 月销量增速全部为负，单月下滑幅度基本在 10% 以上。通过列举下游主要客户 2019Q1 销量表现，我们基本可以判断以公司目前的客户结构，上半年依靠销量增加的成长逻辑是较难实现的。

图 4：公司主要下游客户 2018 年至 2019 年一季度销量增速

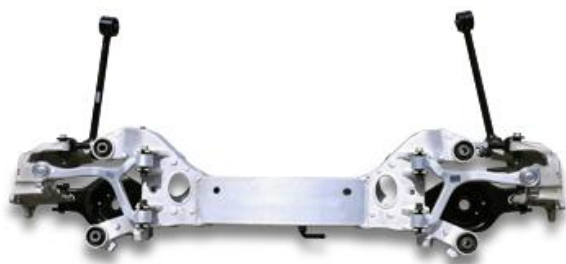


资料来源：Wind，财富证券

2.2 中期业绩增长依靠单车价值量提升

在并购福多纳底盘业务后，公司主营业务被重构为底盘、内饰和汽车电子三部分。其中底盘包括减震及部分底盘结构件、副车架等，对应轻量化发展方向，属于公司中期（三年内）的主要增长点。我们认为公司目前着重发展的底盘业务，在新能源汽车减重需求提升的情况下，单车配套价值有望大幅提升。预计公司在配套副车架及其他车身结构件后，单车配套价值量将达到 3000-5000 元区间，远高于 2015 年 300-500 元水平。可见公司的增长不仅仅依靠下游客户需求的放量，也有单车配套价值提升的逻辑。

图 5：公司副车架产品



资料来源：公司官网，财富证券

图 6：公司锻铝控制臂产品



资料来源：公司官网，财富证券

2.3 IBS 技术储备深厚，汽车电子打开长期市场空间

公司目前的汽车电子产品主要为电子真空泵 EVP，2018 年收入为 1.26 亿元，毛利率为 36.51%，为公司业务中毛利率最高的子板块。而随着公司在汽车电子领域的研发投入不断加大，电动助力转向系统（EPS）、智能刹车系统（IBS）均已有成熟在研产品，预计 EPS 于 2020 年量产、IBS 于 2022 年量产，因两套系统单价均超过千元，将为公司成长打开巨大市场空间。我们认为公司在汽车电子领域的技术积累扎实，以 IBS 为代表的驾驶执行系统是未来无人驾驶汽车必不可少的组成部分，公司 IBS 产品经过三代改进，已具备部分超过国外竞品的技术优势（可解耦），未来有望在市场成熟后依靠价格优势抢占博世等汽车电子巨头市场。

图 7：公司电动助力转向系统（EPS）产品示例



资料来源：财富证券

图 8：公司智能刹车系统（IBS）产品示例



资料来源：财富证券

3 投资策略

我们认为公司的竞争优势有如下几点：（1）业务发展具备前瞻性，受汽车技术（新能源或无人驾驶）革新影响偏正面；（2）形成了平台型供货体系，三大业务板块相互背书，增强了公司进入主机厂产业链的能力；（3）技术能力、检测设备储备深厚，有系统化供货能力，未来有成为国际级 Tier1 供应商潜力；（4）深度跟随下游客户发展，随主机厂全球建厂，产能储备充沛。因此应以更长的视角关注公司的成长，以现在的资产质

量和未来盈利能力衡量企业价值，不局限于短期的盈利波动。我们仍维持公司 2019-2020 年营业收入至 66 亿和 74 亿元，归母净利润至 8.2 亿和 9.3 亿元，EPS 分别为 1.12 元和 1.28 元，目前股价对应 2019-2020 年估值为 17.69 倍和 15.45 倍，采用相对估值法，给予公司 2019 年底 18-22 倍 PE，对应合理价格区间为 20.2-24.6 元，维持“推荐”评级。

4 风险提示

汽车销量下滑超预期；汽车电子发展不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438