

拓普集团(601689)

点评报告

静待复苏

——拓普集团跟踪报告

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

报告导读

短期业绩承压（下调 EPS），长期依然看好发展潜力。维持买入评级。

投资要点

□ 乘用车 2019H1 产销 2 位数下滑，盈利下行

2019 年是乘用车周期交替之年，演绎模式类似于 2012 年，但有三大不同点：1) 贸易战带来汽车关税下调及股比放开的深远影响。2) 增值税下调 3% 促进汽车消费。3) 国六提前实施导致产业准备节奏打乱。中美贸易战谈判的反复增加了宏观经济的长期发展不确定性，从而影响居民对乘用车消费的信心。国六的提前实施导致了乘用车 5-6 月促销幅度远高于预期，导致车企盈利能力的进一步下滑。狭义乘用车 2019 上半年，产量同比下滑 16.5%，批发同比下滑 14.2%。

□ 核心客户 2019H1 产销 2 位数下滑

吉利汽车和上汽通用是拓普的两大核心客户，根据测算 2018 年前 2 大客户营收占比合计约 50%。乘联会口径下，2019 上半年吉利汽车产量同比下滑 17%，批发同比下滑 19%，上汽通用产量同比下滑 14%，批发同比下滑 13%。

□ 预计 2019 年折旧摊销仍处于上升通道

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 2019 年资本开支随之下降，但前期转固压力依然尚存，折旧将持续上升。

□ 短期业绩承压，长期依然看好

鉴于以上三点，下调 2019-2021 年 EPS 至 0.86/1.04/1.28 元（原 1.07/1.30/1.59），对应 PE 为 11.73X/9.66X/7.85X。拓普是汽车零部件多品类发展路径的典型代表，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，核心看点在于：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有望成为新的盈利增长点，尤其是与特斯拉配套合作。综合估值及未来发展潜力，依然维持“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	5817	6750	7898
(+/-)	17.56%	-2.79%	16.04%	17.01%
净利润	753	623	756	930
(+/-)	2.08%	-17.30%	21.35%	23.05%
每股收益(元)	1.04	0.86	1.04	1.28
P/E	9.70	11.73	9.66	7.85

评级

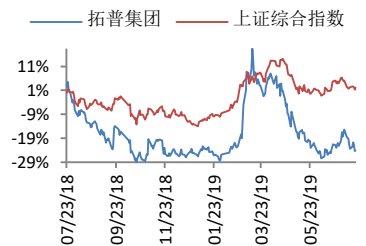
买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 10.04

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

- 《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
- 《拓普集团 2018 半年报点评：内生稳健，并表福多纳增厚业绩》2018.08.23

报告撰写人：黄细里

数据支持人：黄细里

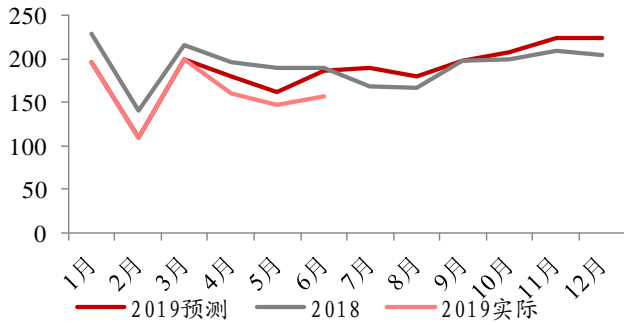
行业公司研究——汽车整车行业

证券研究报告

## 1. 乘用车 2019H1 产销 2 位数下滑，盈利下行

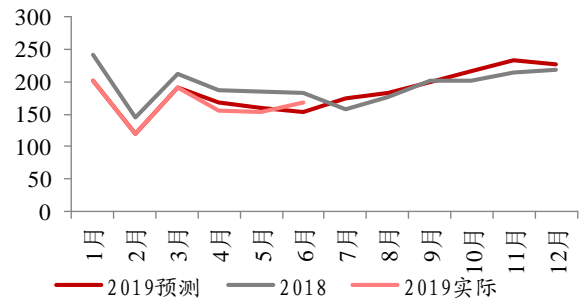
2019 年是乘用车周期交替之年，演绎模式类似于 2012 年，但有三大不同点：1) 贸易战带来汽车关税下调及股比放开的深远影响。2) 增值税下调 3% 促进汽车消费。3) 国六提前实施导致产业准备节奏打乱。中美贸易战谈判的反复增加了宏观经济的长期发展不确定性，从而影响居民对乘用车消费的信心。国六的提前实施导致了乘用车 5-6 月促销幅度远高于预期，导致车企盈利能力的进一步下滑。狭义乘用车 2019 上半年，产量同比下滑 16.5%，批发同比下滑 14.2%。

图 1：2019 年 6 月狭义乘用车产量同比下滑 17%



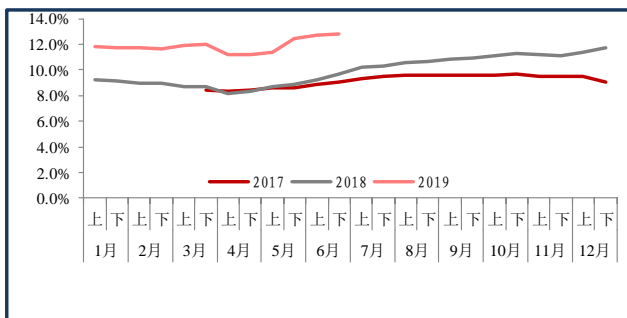
资料来源：乘联会，浙商证券研究所

图 2：2019 年 6 月狭义乘用车批发同比下滑 8%



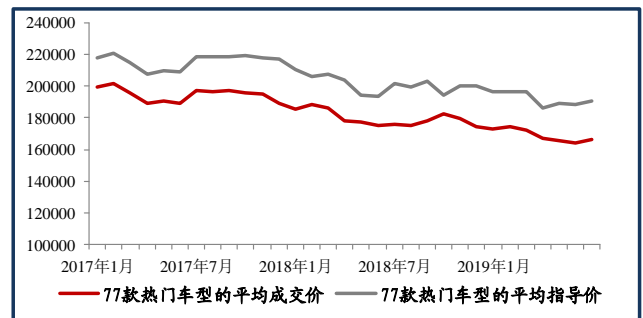
资料来源：乘联会，浙商证券研究所

图 13：乘用车市场整体折扣率变化趋势（官降不做调整）



资料来源：浙商证券研究所

图 14：77 款热门车型的实际平均价走势



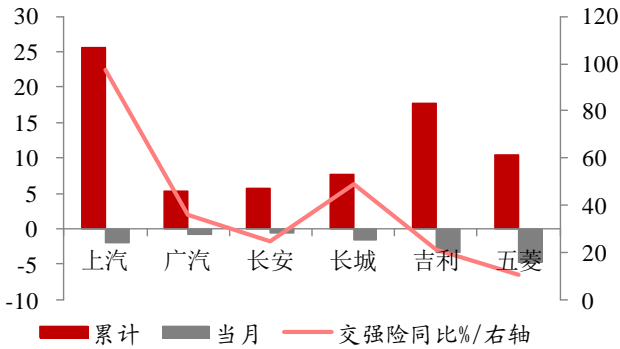
资料来源：中汽协，交强险，浙商证券研究所

## 2. 核心客户 2019H1 产销 2 位数下滑

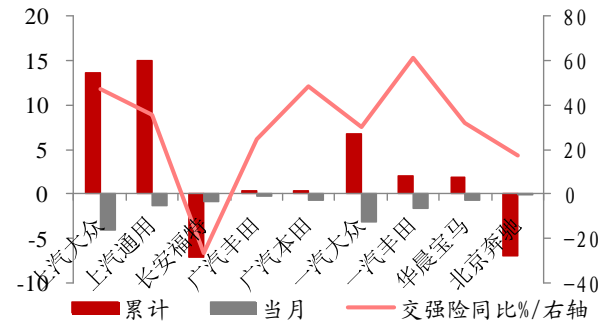
吉利汽车和上汽通用是拓普的两大核心客户，根据测算 2018 年前 2 大客户营收占比合计约 50%。乘联会口径下，2019 上半年吉利汽车产量同比下滑 17%，批发同比下滑 19%，上汽通用产量同比下滑 14%，批发同比下滑 13%。从库存角度看，吉利和通用的渠道库存压力目前依然较大。

图 11：6 月自主传统乘用车当月/累计库存/零售同比

图 12：6 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

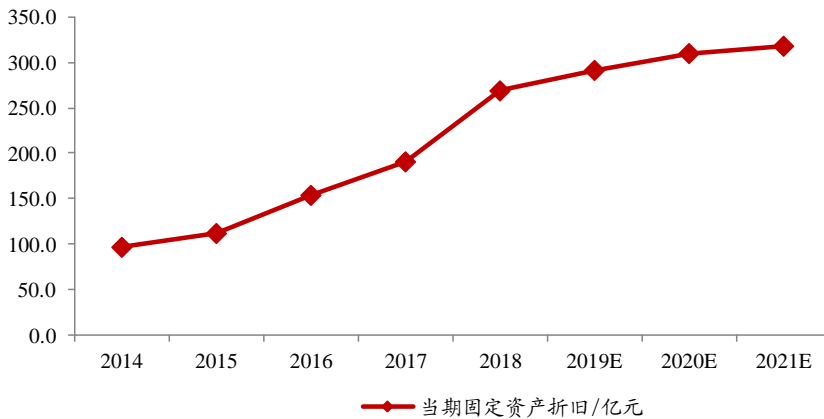


资料来源：中汽协，交强险，浙商证券研究所

### 3. 预计 2019 年折旧摊销仍处于上升通道

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 2019 年资本开支随之下降，但前期转固压力依然尚存，折旧将持续上升（上升幅度高于我们前期预期），小幅上调 2019-2021 年当期固定资产折旧为：2.9/3.1/3.2 亿元（原 2.9/3.0/3.1 亿元）。

图 15：2019-2021 年预计固定资产折旧依然处于上升趋势



资料来源：wind，浙商证券研究所

### 4. 短期业绩承压，长期依然看好

鉴于以上分析的三点，公司营收和净利润增速低于我们前期的预期值，经谨慎测算，下调公司 2019-2021 年营收至 58.2/67.5/80 亿元（原 64.5/74/85.6 亿元），下调 2019-2021 年 EPS 至 0.86/1.04/1.28 元（原 1.07/1.30/1.59），对应 PE 为 11.73X/9.66X/7.85X。拓普是汽车零部件多品类发展路径的典型代表，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，但随着乘用车行业及核心客户需求复苏，公司长期发展潜力依然值得看好，核心看点在于：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有望成为新的盈利增长点，尤其是与特斯拉配套合作。综合估值及未来发展潜力，依然维持“买入”评级。

### 5. 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**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>5671</b>	<b>5936</b>	<b>6414</b>	<b>7928</b>
现金	1087	1229	1182	1946
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2466	2402	2790	3266
其它应收款	30	36	39	45
预付账款	30	68	77	73
存货	1216	1354	1477	1753
其他	842	847	848	845
<b>非流动资产</b>	<b>5230</b>	<b>5718</b>	<b>6450</b>	<b>6586</b>
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	101	84	88	91
固定资产	2773	2982	3172	3254
无形资产	576	647	715	779
在建工程	1178	1578	1978	1978
其他	602	427	497	484
<b>资产总计</b>	<b>10901</b>	<b>11654</b>	<b>12864</b>	<b>14514</b>
<b>流动负债</b>	<b>3267</b>	<b>3393</b>	<b>3725</b>	<b>4311</b>
短期借款	390	300	300	300
应付款项	2613	2605	2997	3462
预收账款	31	26	30	37
其他	232	462	398	511
<b>非流动负债</b>	<b>388</b>	<b>391</b>	<b>511</b>	<b>643</b>
长期借款	213	284	378	505
其他	175	107	132	138
<b>负债合计</b>	<b>3655</b>	<b>3783</b>	<b>4236</b>	<b>4953</b>
少数股东权益	25	26	28	31
归属母公司股东权	7221	7844	8600	9530
<b>负债和股东权益</b>	<b>10901</b>	<b>11654</b>	<b>12864</b>	<b>14514</b>
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>605</b>	<b>1042</b>	<b>877</b>	<b>1088</b>
净利润	755	624	758	933
折旧摊销	309	337	362	374
财务费用	5	4	6	22
投资损失	-101	-60	-68	-77
营运资金变动	1462	223	-52	109
其它	-1825	-86	-127	-273
<b>投资活动现金流</b>	<b>-895</b>	<b>-843</b>	<b>-1020</b>	<b>-435</b>
资本支出	-1077	-900	-900	-400
长期投资	-34	25	-5	-5
其他	216	32	-115	-30
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-250</b>	<b>-57</b>	<b>96</b>	<b>110</b>
短期借款	-419	-90	0	0
长期借款	213	71	95	126
其他	-44	-38	2	-16
<b>现金净增加额</b>	<b>-539</b>	<b>142</b>	<b>-47</b>	<b>763</b>

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>5984</b>	<b>5817</b>	<b>6750</b>	<b>7898</b>
营业成本	4375	4362	5018	5797
营业税金及附加	45	41	47	55
营业费用	290	291	337	395
管理费用	218	229	263	302
研发费用	288	237	277	330
财务费用	5	4	6	22
资产减值损失	8	5	6	7
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	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>869</b>	<b>720</b>	<b>874</b>	<b>1077</b>
营业外收支	8	5	6	6
<b>利润总额</b>	<b>877</b>	<b>725</b>	<b>880</b>	<b>1083</b>
所得税	122	101	122	150
<b>净利润</b>	<b>755</b>	<b>624</b>	<b>758</b>	<b>933</b>
少数股东损益	2	1	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>753</b>	<b>623</b>	<b>756</b>	<b>930</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1217</b>	<b>1096</b>	<b>1279</b>	<b>1499</b>
<b>EPS (最新摊薄)</b>	<b>1.04</b>	<b>0.86</b>	<b>1.04</b>	<b>1.28</b>
<b>主要财务比率</b>				
	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入	17.56%	-2.79%	16.04%	17.01%
营业利润	7.50%	-17.17%	21.42%	23.23%
归属母公司净利润	2.08%	-17.30%	21.35%	23.05%
<b>获利能力</b>				
毛利率	26.89%	25.02%	25.66%	26.61%
净利率	12.62%	10.73%	11.23%	11.81%
ROE	10.97%	8.24%	9.16%	10.23%
ROIC	9.92%	7.74%	8.50%	9.35%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33.53%	32.47%	32.93%	34.13%
净负债比率	18.00%	15.92%	16.60%	16.90%
流动比率	1.74	1.75	1.72	1.84
速动比率	1.36	1.35	1.33	1.43
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.55	0.52	0.55	0.58
应收帐款周转率	4.66	4.72	5.14	5.16
应付帐款周转率	3.01	3.32	3.56	3.57
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.04	0.86	1.04	1.28
每股经营现金	0.83	1.43	1.21	1.50
每股净资产	9.92	10.78	11.82	13.10
<b>估值比率</b>				
P/E	9.70	11.73	9.66	7.85
P/B	1.01	0.93	0.85	0.77
EV/EBITDA	8.51	6.12	5.36	4.16

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“本公司”）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>