

郑连声

公司调研报告

# 汽车内饰全方位供应商, 加快拓展中高端客户

——常熟汽饰 (603035) 调研报告

**SAC NO:** \$1150513080003

2017年02月27日

汽车——汽车零部件

### 证券分析师

郑连声

分析师:

022-28451904 zhengls@bhzq.com

### 助理分析师

张冬明

SAC No: S1150115110007 zhangdm@bhzq.com

评级:

増持

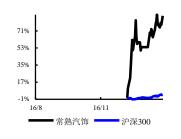
上次评级:

目标价格:

最新收盘价:

28.02

### 最近半年股价相对走势



### 相关研究报告

## 投资要点:

## ● 汽车内饰全方位供应商,客户资源优质

1)公司始创于 1992 年,2017 年登陆上交所,公司是汽车内饰系统全方位服务供应商,主要产品为门内护板、仪表板/副仪表板、天窗遮阳板、衣帽架等,目前客户包括上汽通用、一汽-大众、奇瑞捷豹路虎、奇瑞汽车、华晨宝马和北京奔驰等,并为伟巴斯特、恩坦华等知名零部件企业提供配套。2)为实现对客户的准时化供货和加强与整车厂的协同效应,公司在长春、沈阳、北京、芜湖、成都和天津均设立了生产基地。3)为积极学习国外先进技术和进入中高端客户供应体系,公司先后成立长春派格、常熟安通林和长春安通林三家合资公司,目前合资公司已实现对凯迪拉克、奥迪、大众等的批量配套。

### ● 产品利润率高,积极拓展高端用户

1)2016年H1主要产品门内护板/仪表板(副仪表板)/天窗遮阳板/门柱占销售额比重分别为44.73%/16.18%/6.79%/16.97%/2.28%,产品结构相对稳定。2)公司2015年综合毛/净利率分别达29.00%/21.88%,2016年H1毛/净利率分别达25.40%/17.84%,分产品看,2015年门内护板、仪表板/副仪表板、天窗遮阳板、衣帽架毛利率分别达28.63%/31.51%/36.20/19.72%,与同行业上市公司相比较高。3)公司依托在轻量化、真皮及缝线处理等方面的优势,加紧布局中高端市场,将产品定位为中高端客户的中高端车型,并积极参与客户车型的前期设计,未来有望加大对北京奔驰、华晨宝马、奇瑞捷豹路虎、吉利沃尔沃、卡玛和蔚来汽车等的供货力度。4)随着未来中高端客户供货占比的提升,公司盈利水平和知名度有望进一步提升。

#### ● 产能充裕,为拓展市场奠定基础

1)2016 年 H1 主要产品门内护板/仪表板/天窗遮阳板/衣帽架的产能分别为119/80/150/35 万套,产能利用率为51.33%/73.62%/73.31%/48.20%,同时,公司IPO 拟募集资金6.68 亿元,主要用于扩建常熟、芜湖和北京生产基地产能,并有望于1-2 年内达产,新增内饰件产能分别为109.38/70.5/64 万套。2)公司后备产能充裕,为公司加快开拓汽车内饰件市场和拓展高端客户奠定了基础。

### ● 盈利预测,首次覆盖给予"增持"评级

我们认为,公司作为汽车内饰系统全方位服务供应商,客户资源优质,产能布局合理,利润率水平较高,同时加紧拓展高端客户,业绩有望保持平稳增长。预计2016-18年公司实现营业收入13.79/15.85/18.55亿元,同比增长35/15/17%,实现归母净利润2.42/2.56/2.84亿元,同比增长8/6/11%,对应



EPS 分别为 1.15/0.92/1.01 元/股,首次覆盖给予"增持"评级。

风险提示: 汽车增速大幅下滑; 主要客户销量下滑; 原材料上涨风险。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,088	1,021	1,379	1,585	1,855
(+/-)%	28%	-6%	35%	15%	17%
经营利润 (EBIT)	243	268	290	305	336
(+/-)%	13%	11%	8%	5%	10%
净利润	202	223	242	256	284
(+/-)%	13%	11%	8%	6%	11%
毎股收益 (元)	0.96	1.06	1.15	0.92	1.01





资产负债表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	157	127	172	645	855	营业收入	1088	1021	1379	1585	1855
应收票据	59	51	69	80	93	营业成本	766	725	1036	1190	1383
应收账款	266	290	343	411	481	营业税金及附加	10	12	11	16	19
预付款项	19	22	26	31	37	销售费用	32	27	25	28	33
其他应收款	37	8	11	12	14	管理费用	149	153	179	222	260
存货	140	131	206	236	274	财务费用	20	19	19	19	19
其他流动资产	2	5	5	5	5	资产减值损失	16	-5	10	12	11
长期股权投资	356	462	462	462	462	投资收益	124	135	149	164	164
固定资产	532	562	251	232	213	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	15	6	3	1	1	营业利润	219	226	248	263	294
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	4	23	23	23	23
无形资产	153	154	123	92	62	税前利润	223	249	271	286	317
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	21	26	28	30	33
资产总计	1907	2045	2133	2664	2913	净利润	202	223	243	257	284
短期借款	463	384	357	0	0	归属于母公司的净利润	202	223	242	256	284
应付票据	49	35	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	153	161	226	260	302	基本每股收益	0.96	1.06	1.15	0.92	1.01
预收款项	17	38	43	45	45	稀释每股收益	0.96	1.06	1.15	0.92	1.01
应付职工薪酬	10	10	10	10	10	财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
应交税费	9	14	14	14	14	成长性					
其他应付款	19	45	45	45	45	营收增长率	27.8%	-6.2%	35.0%	15.0%	17.0%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	12.8%	10.6%	7.9%	5.4%	10.1%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	12.7%	10.6%	8.5%	5.8%	10.7%
负债合计	777	792	705	384	426	盈利性					
股东权益合计	1130	1253	1429	2280	2487	销售毛利率	29.6%	29.0%	24.8%	25.0%	25.4%
现金流量表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	销售净利率	18.6%	21.9%	17.6%	16.2%	15.3%
净利润	202	223	243	257	284	ROE	17.9%	17.8%	17.0%	11.2%	11.4%
折旧与摊销销	65	68	51	51	51	ROIC	13.77%	14.67%	14.51%	11.98%	12.09%
经营活动现金流	128	180	9	90	142	估值倍数					
投资活动现金流	-52	-59	149	164	164	PE	13.5	12.2	11.3	14.2	12.8
融资活动现金流	-126	-150	-113	219	-96	P/S	2.5	2.7	2.0	2.3	2.0
现金净变动	-50	-29	45	473	210	P/B	2.41	2.18	1.91	1.60	1.46
期初现金余额	217	157	127	172	645	股息收益率	2.0%	2.0%	2.2%	2.0%	2.1%
期末现金余额	167	128	172	645	855	EV/EBITDA	9.9	8.9	8.6	8.4	7.2



# 目 录

1.汽车内饰全方位供应商,客户资源优质	6
2.产品利润率高,积极拓展高端用户	9
3.盈利预测,首次覆盖给予"增持"评级	C



# 图目录

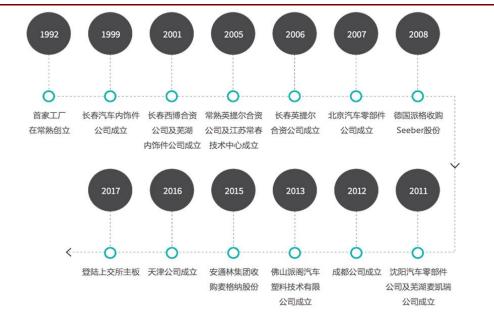
图	1:	公司发展历程	6
		公司主要产品	
		公司所处产业链情况	
		公司及合资公司产品配套情况	
		公司生产基地布局情况	
		公司合资经营发展历程	
		公司合资企业情况	
图	8:	公司主要产品营收及占比情况	9
图	9:	公司毛利率和净利率情况	. 10
图	10:	公司分产品毛利率情况	. 10
图	11:	公司轻量化技术水平先进	. 10
图	12:	公司真皮及缝线处理技术水平高	. 10



# 1.汽车内饰全方位供应商,客户资源优质

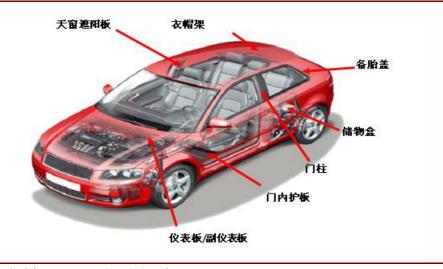
1)公司始创于 1992 年,2017 年登陆上交所,公司是汽车内饰系统全方位服务供应商,主要产品为门内护板、仪表板/副仪表板、天窗遮阳板、衣帽架等,目前客户包括上汽通用、一汽-大众、奇瑞捷豹路虎、奇瑞汽车、华晨宝马和北京奔驰等,并为伟巴斯特、恩坦华等知名零部件企业提供配套。

图 1: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 渤海证券研究所

图 2: 公司主要产品



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

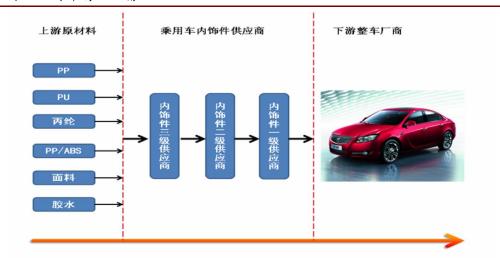


图 3: 公司所处产业链情况

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 4: 公司及合资公司产品配套情况

产品	车型
门内护板	菲斯克 Karma、宝马 X1、奥迪(A6、A4、Q5、Q3)、大众(途安、捷达、迈腾、高尔夫、帕萨特)、沃尔沃酷腾、克莱斯勒 300C、别克凯越、荣威750、雪佛兰科鲁兹、奇瑞(旗云、东方之子、瑞虎、艾瑞泽 5)、奔驰 GLK、观致 3、观致 5、路虎揽胜极光、凯翼 XC51、大众途安、捷豹路虎发现神行、宝沃 BX7、众泰汽车 T600 等
仪表板	菲斯克 Karma、奥迪(A6、Q5)、凯迪拉克赛威、大众(迈腾、CC)、奔驰 E 级、奇瑞瑞麒、观致 3、观致 5、绅宝 X35、众泰汽车 T600、路虎揽胜极 光、捷豹路虎发现神行等
天窗遮阳板	宝马(5系、3系、X1)、奥迪(A6、A4)、大众(朗逸,帕萨特、高尔夫、宝来、POLO、捷达、速腾)、别克君威、雪佛兰迈锐宝、沃尔沃 S40、福特(福克斯、蒙迪欧)、奔驰 C 级、斯柯达(晶锐、明锐)、沃尔沃 S60等
衣帽架	菲斯克 Karma、奥迪(Q5、Q3、A6、A4)、别克(君威、君越、凯越)、一汽大众(CC、宝来、迈腾、宝来)、雪佛兰(迈锐宝)、标致 206、观致(观致 3)、凯迪拉克 CT6 等

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

2)为实现对客户的准时化供货和加强与整车厂的协同效应,公司在长春、沈阳、北京、芜湖、成都和天津均设立了生产基地。

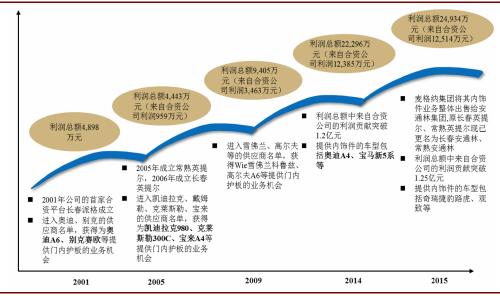
#### 图 5: 公司生产基地布局情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

3)为积极学习国外先进技术和进入中高端客户供应体系,公司先后成立长春派格、常熟安通林和长春安通林三家合资公司,目前合资公司已实现对凯迪拉克、奥迪、大众等的批量配套。

图 6: 公司合资经营发展历程



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 7: 公司合资企业情况

合作平台	合资公司	成立时间	股权结构	市场定位
与安通林集 团合资平台	长春安通林	2006 年 (2016 年变更公司名 称)	安市林中国 60%	一汽大众、华晨宝马、北京 奔驰的仪表板市场
	常熟安通林	2005 年 (2016 年变更公司名 称)	安油林山玉 60%	上海通用、福建奔驰、奇瑞 汽车的仪表板市场
与麦格纳集 团合资平台	芜湖麦凯瑞	2004年	香港麦格纳 51% 常熟汽饰 34% 奇瑞科技 15%	奇瑞汽车的保险杠市场
与 SMP 合资 平台	长春派格	2001年	SMP50.001% 常熟汽饰 49.999%	一汽大众、华晨宝马的门板 市场

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

# 2.产品利润率高,积极拓展高端用户

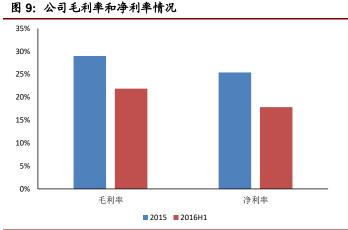
1) 2016 年 H1 主要产品门内护板/仪表板(副仪表板)/天窗遮阳板/门柱占销售额比重分别为 44.73%/16.18%/6.79%/16.97%/2.28%,产品结构相对稳定。

2)公司 2015 年综合毛/净利率分别达 29.00%/21.88%, 2016 年 H1 毛/净利率分别达 25.40%/17.84%, 分产品看, 2015 年门内护板、仪表板/副仪表板、天窗遮阳板、衣帽架毛利率分别达 28.63%/31.51%/36.20/19.72%, 与同行业上市公司相比较高。

图 8: 公司主要产品营收及占比情况

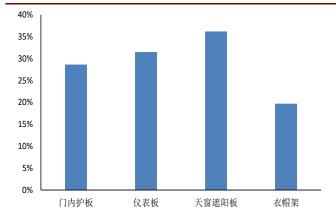
单位: 万元 2016年1-6月 2015年度 2014年度 2013年度 产品 占比 占比 占比 占比 销售额 销售额 销售额 销售额 (%) (%) (%) (%) 门内护板 26,685.17 44.73 47,580.99 50.89 46,481.91 46.04 39,325.85 48.31 仪表板/副仪表板 9,652.85 16,555.32 17.71 19,966.19 19.78 17,639.96 天窗遮阳板 4,049.49 6.79 9,259.69 9.90 11,686.66 11.58 9,894.99 12.16 12.14 10,675.11 衣帽架 10,122.98 16.97 10,146.62 10.85 12,259.60 13.11 门柱 1.362.02 2.28 1,784.04 1.91 1,491.82 1.48 1.068.22 1.31 模具及检具 6,997.62 11.73 5,874.38 6.28 7,078.08 7.01 1,011.76 1.24 其他 780.53 1.31 2,294.40 2.45 1,985.93 1.97 1,782.11 2.19 合计 59,651.67 100.00 93,495.43 100.00 100,950.19 100.00 81,398.00 100.00

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所



资料来源: wind,渤海证券研究所

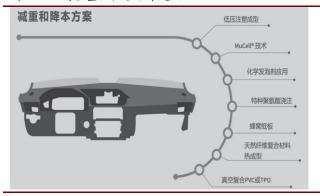
#### 图 10: 2015 年公司分产品毛利率情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

3)公司依托在轻量化、真皮及缝线处理等方面的优势,加紧布局高端市场,将 产品定位为中高端客户的中高端车型,并积极参与客户车型的前期设计,未来有 望加大对北京奔驰、华晨宝马、奇瑞捷豹路虎、吉利沃尔沃、卡玛和蔚来汽车等 的供货力度。

图 11: 公司轻量化技术水平先进



资料来源: 公司官网, 渤海证券研究所

图 12: 公司真皮及缝线处理技术水平高



资料来源: 公司官网, 渤海证券研究所

4)随着未来中高端客户供货占比的提升,公司盈利水平和知名度有望进一步提升。

# 3.盈利预测, 首次覆盖给予"增持"评级

我们认为,公司作为汽车内饰系统全方位服务供应商,客户资源优质,产能布局合理,利润率水平较高,同时加紧拓展高端客户,业绩有望保持平稳增长。预计2016-18 年公司实现营业收入 13.79/16.82/21.02 亿元,同比增长 35/22/25%,实现归母净利润 2.42/2.94/3.62 亿元,同比增长 8/21/24%,对应 EPS 分别为1.15/1.40/1.74元/股,首次覆盖给予"增持"评级。

风险提示: 汽车增速大幅下滑; 主要客户销量下滑; 原材料上涨风险。



投资评级说明					
项目名称	投资评级	评级说明			
	买入	未来6个月内相对沪深300指数涨幅超过20%			
公司评级标准	增持	未来6个月内相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间			
公可计级标准	中性	未来6个月内相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间			
	减持	未来6个月内相对沪深300指数跌幅超过10%			
	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%			
行业评级标准	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间			
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%			

**重要声明:** 本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下,我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有,未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为"渤海证券股份有限公司",也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。



### 渤海证券股份有限公司研究所

副所长(金融行业研究&研究所主持工作)

张继袖

+86 22 2845 1845

副所长 谢富华

+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

张冬明

+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

王洪磊

+86 22 2845 1975

朱晟君

+86 22 2386 1673

环保行业研究小组

林徐明

+86 10 6878 4238

刘蕾

+86 10 6878 4250

电力设备与新能源行业研究

伊晓奕

+86 22 2845 1632

医药行业研究小组

任宪功(部门经理)

+86 10 6878 4237

王斌

+86 22 2386 1355

赵波

+86 10 6878 4256

通信&电子行业研究小组

徐勇

+86 10 6878 4235

高峰

+86 10 6878 4251

宋敬祎 杨青海

+86 10 6878 4239

家用电器行业研究

安伟娜

+86 22 2845 1131

传媒行业研究

姚磊

+86 22 2386 1319

机械行业研究

李骥

+86 10 6878 4263

新材料行业研究

张敬华 +86 10 6878 4257

权益类量化研究

+86 22 2845 1684

食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉

+86 22 2845 1625

休闲服务行业研究

刘瑀

+86 22 2386 1670

证券行业研究

任宪功(部门经理)

+86 10 6878 4237

洪程程

+86 10 6878 4260

+86 22 2845 1618

金融工程研究&部门经理

衍生品类研究

祝涛

+86 22 2845 1653

李元玮

CTA策略研究

郝倞

+86 22 2386 1600

基金研究

刘洋

+86 22 2386 1563

债券研究 王琛皞

潘炳红

李莘泰

+86 22 2845 1802

流动性、战略研究&部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

杜乃璇

+86 22 2845 1945

博士后工作站

冯振 债券•经纪业务创新发展

研究

+86 22 2845 1605

朱林宁 量化•套期保值模型研

究

综合质控&部门经理

郭靖

+86 22 2845 1879

机构销售•投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

行政综合

白骐玮

+86 22 2845 1659



## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888 传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010)68784253 传真: (010)68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn