

鹏翎股份跟踪报告： 业绩进入加速成长期，外延扩张值得期待

证券分析师：高登

执业证书编号：S0600516070003

联系邮箱：gaod@dwzq.com.cn

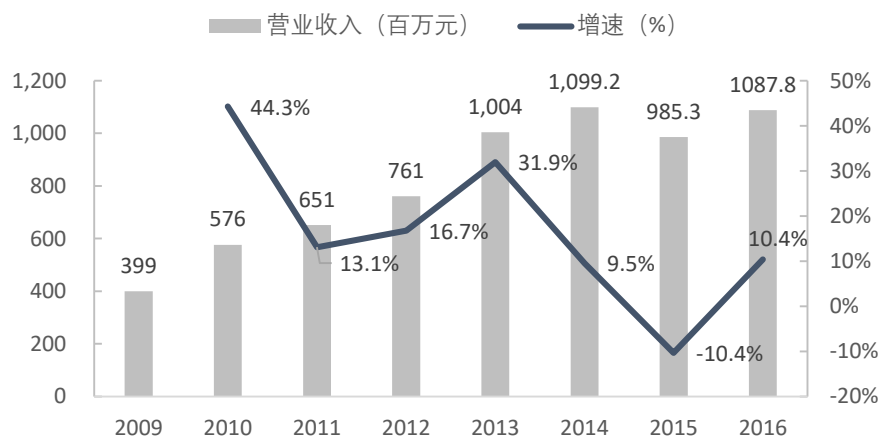
联系电话：010-66573557

二零一七年三月十三日

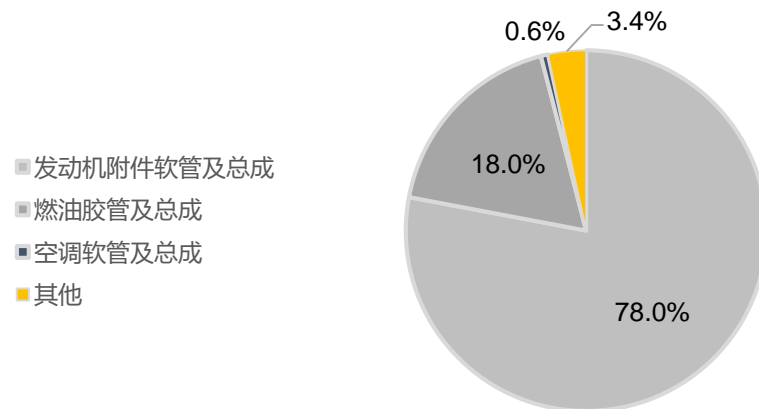
鹏翎股份是国内汽车胶管行业龙头，市场优势明显。公司主营产品是汽车发动机附件系统软管及总成和汽车燃油系统胶管及总成。公司主要客户覆盖上海大众、一汽大众等合资品牌以及长城汽车、吉利汽车等优秀自主品牌，其中南北大众占公司收入的50%左右。公司拥有市场份额国内自主品牌第一的地位，产品综合市场占有率达30%以上。

公司收入平稳增长，市场份额稳健提升。2012-2016年，公司营业收入由7.6亿元增至10.9亿元，复合增速9%，高于行业平均增速。

2009-2016年公司营业收入及增速



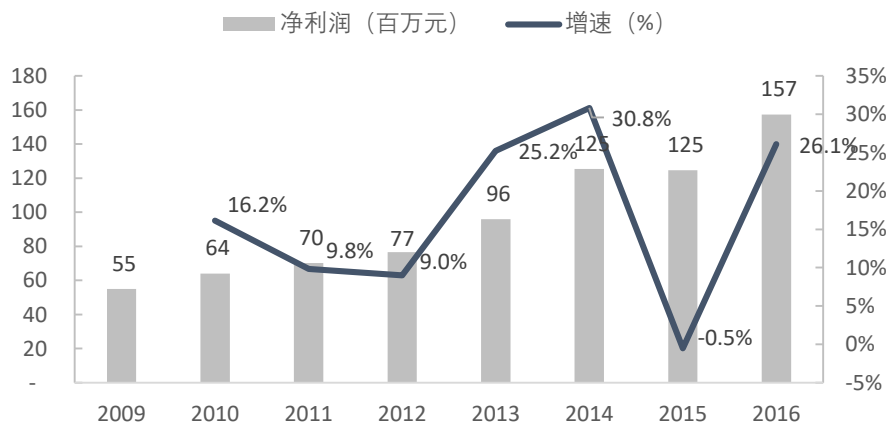
2015年主营业务构成



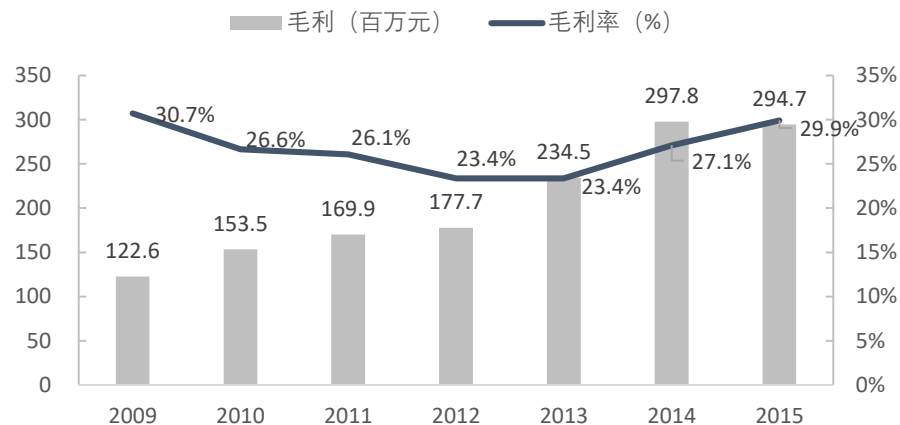
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

公司盈利能力持续提升。2012-2016年，公司净利润由0.8亿至1.6亿元，复合增速达19.7%；毛利率稳步上行，2012-2015年由23.4%上升至29.9%，提升6.5个百分点。

2009-2016年净利润及净利润率



2009-2015年毛利及毛利率

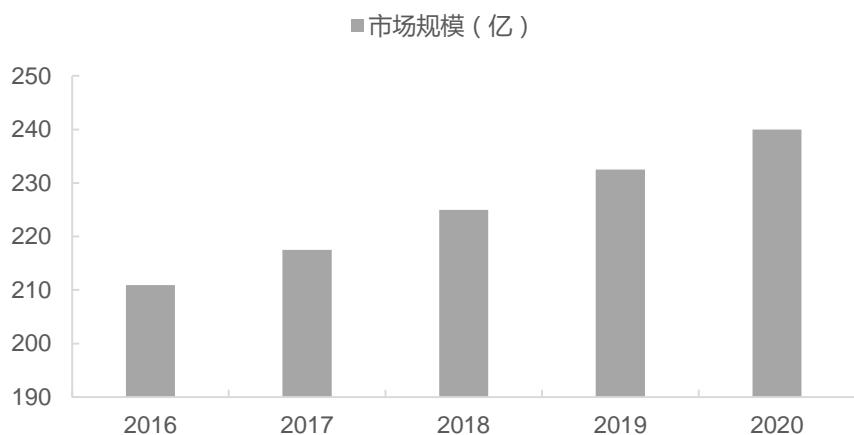


资料来源：Wind，东吴证券研究所

国内胶管行业空间大，公司有望进口替代

- 汽车胶管国内OEM市场空间大。2016年我国汽车产量为2812万辆。假设到2020年汽车产量3200万辆，每台车使用胶管及总成均价750元，到2020年总规模可达240亿元。
- 作为国内胶管行业龙头，核心竞争对手主要是外资、合资品牌。国内生产汽车胶管企业有60多个，其中外资企业20家，占1/3左右。目前国内主要竞争企业有川环科技、宁波丰茂远东等。公司作为国内汽车胶管行业龙头，产品综合市场占有率超30%。

胶管行业市场规模预测



资料来源：东吴证券研究所

主要竞争对手

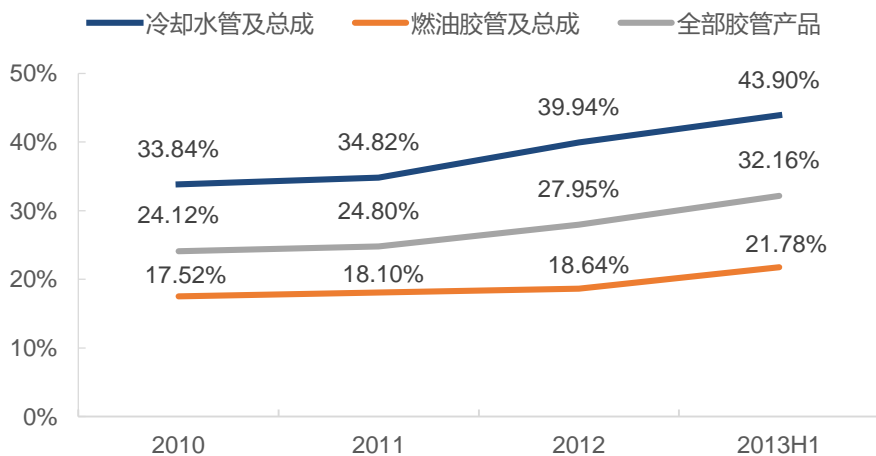
企业名称	类型	主要产品
川环科技	民营	各类橡胶管
宁波丰茂远东	民营	车用橡胶管、传送带、油封和模压制品
上海尚翔	国有	冷却水管、吸回油系列油管、电喷燃油管等
南京利德东方	国有	制动软管、空调软管、动力转向管及油管、O型圈及橡胶杂件等
阔丹-凌云胶管	国有	汽车空调胶管、燃油管、动力转向管、异动管等
固恩治工程	外资	车用橡胶软管及软管总成
山东美晨	民营	基于高分子弹性体材料共混、改性的减震和胶管制品

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

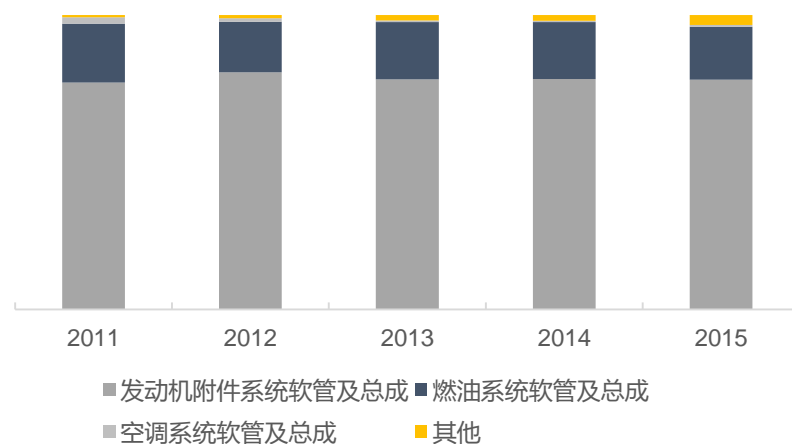
产品：三大新产品巩固行业龙头地位

- **两大拳头产品：**冷却水胶管+燃油胶管，营业收入占比达90%以上，行业地位优势明显。其中，汽车发动机冷却水胶管在轿车新车市场占据超过30%的市场份额，燃油胶管占据近20%的市场份额，公司已经成为我国汽车胶管行业的主要供应商，行业优势地位显著。
- **三大新产品：**多层复合尼龙树脂燃油管+低渗透空调胶管+汽车涡轮增压PA吹塑管路总成，为进一步提高公司行业地位奠定基础。

公司近年核心产品市场占有率



两大拳头产品收入占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

客户：合资+自主双发力，进口替代趋势明显

客户资源优质：公司主要客户有一汽大众、上海大众、上海大众动力、华晨金杯、江淮汽车、上汽通用五菱、长城汽车等。目前公司正在积极开发上海通用、北京奔驰、长安福特、吉利沃尔沃等其他主流合资客户，持续推进中高端品牌汽车胶管的进口替代，未来客户结构将会持续改善。

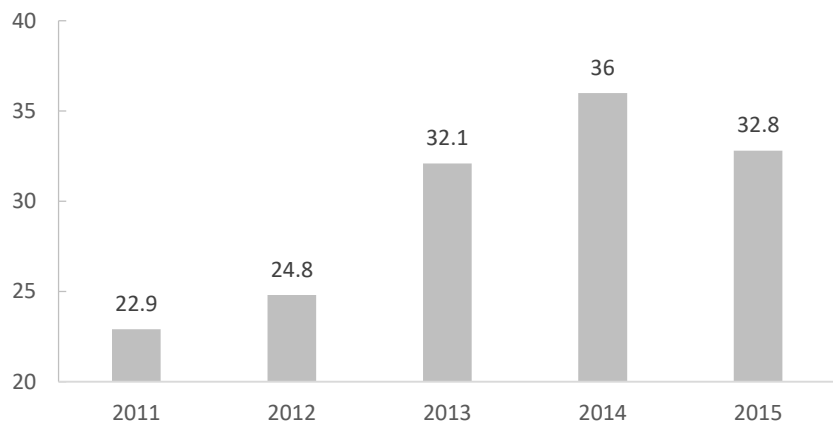
公司客户资源优质

项目	类别	客户
已供货客户	合资	上海大众、一汽大众、上海大众动力总成、大众大连发动机厂、上汽通用五菱、一汽丰田、北京现代、郑州日产、神龙汽车、东本、广本、东风日产、广汽三菱、广汽菲亚特、北京奔驰、华晨宝马、长安福特
	自主	长城汽车、一汽轿车、沈阳金杯、沈阳中华、东风乘用车、江淮汽车、广汽乘用车、比亚迪、吉利、上汽乘用车等
正在开发客户	合资	奇瑞路虎、吉利沃尔沃、东风雷诺、广汽丰田、长安铃木、上海通用

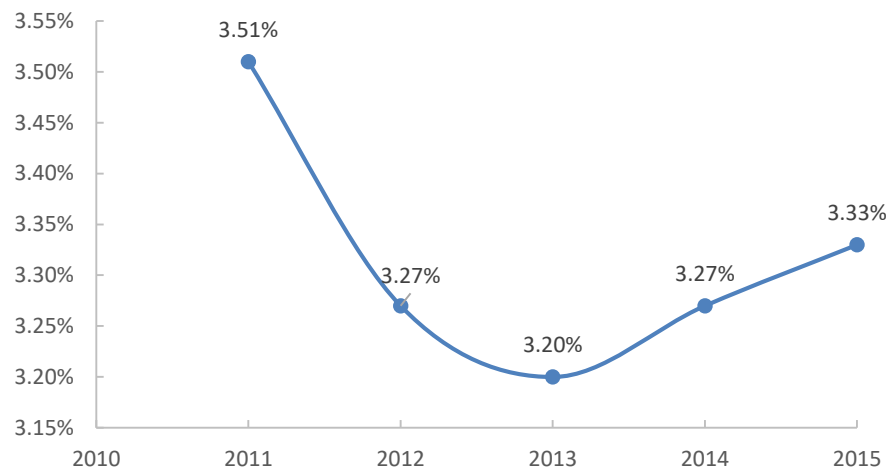
资料来源：公司资料，东吴证券研究所

- **卓越的技术研发能力：**2015年新增276个项目、1272种产品的定点开发（涉及56家客户），其中51个项目、228种产品在2015年当年实现批量生产，其他项目根据进度计划将在2016年至2018年陆续实现批量生产。拥有66项发明专利，25项实用新型专利，1项外观专利。
- **产品质量过硬：**冷却水胶管和燃油胶管均得到了德国大众的认可，已成功开发出具备国际水平的低渗透空调胶管、高压助力转向器胶管以及多层复合尼龙树脂燃油管。

2011-2015年公司研发投入（百万元）



2011-2015年公司研发投入占营业收入的比重（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司拟非公开发行股票用于“汽车涡轮增压PA吹塑管路总成项目”及补充流动资金，目前已获证监会审核通过，预计批文近期有望下发。涡轮增压管项目预计2019年项目达产，2017/18/19年收入贡献2/4/7亿，利润贡献2500/5000/8000万，进一步提高公司业绩，夯实行业龙头地位。

目前公司涡轮增压PA吹塑项目已经进入批量试生产阶段，已经取得长安铃木、南京依维柯、江铃汽车、一汽轿车、长城汽车等客户的20多个定点项目。预计2017年4月份逐步实现小批量供货。

2015年拟非公开发行股份募集资金用途

项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
汽车涡轮增压PA吹塑管轮总成项目	35,021	19,801.55
补充流动资金	5,000	5,000
合计	40,021	24,801.55

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

业绩加速拐点出现：江苏鹏翎进入收获期

全资子公司江苏鹏翎于2015年2月25日项目一期（年产6000万件）正式批量生产，主要产品包括冷却管路、空调管路、助力转向管路以及四层硅氟胶涡轮增压胶管四大类。除冷却管路是基于缩短供货半径的需要分别布置于天津和江苏两地的工厂外，其他产品与天津工厂均不重叠。

江苏鹏翎2015年12月实现盈利，2015年营业收入1.1亿元，亏损155万元。公司于2015年底为其增资3000万元，以支持其业务发展。预计江苏鹏翎将于2018年满产，2016/17/18年收入贡献2/3.5/5亿元，利润贡献1500/3000/5000万元。

2015 年拟增资方案

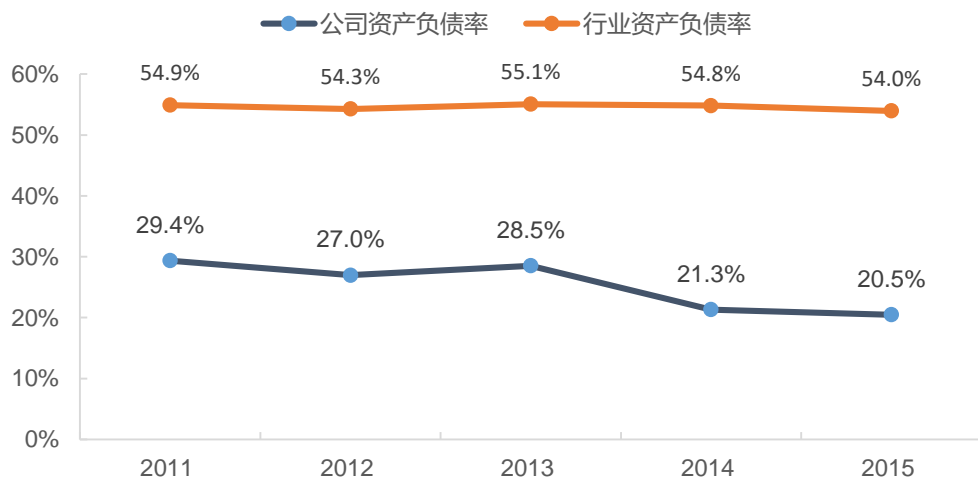
增资对象	增资前注册资本	增资前持股比例	本次增资金额	增资后注册资本	增资后持股比例
江苏鹏翎	20,000万元	100%	3,000万元	23,000万元	100%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

外延式扩张意图明确，运作空间大

- 公司坚持“低碳、节能、轻量化”的发展方向，在不断夯实内生式增长的基础之上，将围绕《中国制造2025》积极探索外延式的发展方式，把握行业现状和发展前景，着重推进战略实施和企业精细化管理。
- 公司整体财务健康，账上现金2亿元，资产负债率远低于行业水平，公司整体财务运营情况健康，未来可发掘潜力大。

2011-2015年公司资产负债率



资料来源：Wind，东吴证券研究所

- **投资建议：** 预计公司2016/17/18年EPS至0.84/1.08/1.39元（2015年EPS为0.67元）。当前价24.74元，对应2016/17/18年29/23/18倍PE。考虑公司进入业绩加速成长期，未来三年净利润复合增速接近30%，参考行业平均估值，我们认为公司合理估值为30倍PE，维持“**增持**”评级，目标价32元。

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,099	985	1,088	1,256	1,460
增长率YoY%	9.53	(10.36)	10.40	15.50	16.20
净利润(百万元)	125	125	157	201	258
增长率YoY%	30.82	(0.53)	25.80	28.37	28.06
毛利率%	27.10	29.91	30.20	30.50	30.70
每股收益EPS(元，未摊薄)	0.67	0.67	0.84	1.08	1.39
每股净资产BPS(元)	4.95	6.07	6.91	7.74	8.81
P/E	37	37	29	23	18
P/B	5.0	4.1	3.6	3.2	2.8
ROE(%)	13.6	11.1	12.2	14.0	15.8

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

● 公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

● 行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所



感谢莅临