

新泉股份 (603179.SH)

国内优质的汽车饰件整体解决方案供应商

● 国内优质的汽车饰件整体解决方案供应商

公司是国内优质的汽车饰件整体解决方案供应商，核心产品是仪表板总成，同时公司涵盖了保险杠总成、门内护板总成等全线饰件产品，已实现商用车和乘用车的全应用领域覆盖。公司 16 年实现营收 17.11 亿元，同比增长 89.65%；实现归母净利润 1.14 亿元，同比增长 116.24%。业绩大幅增长主要得益于新上市的配套车型 Jeep 自由光、荣威 RX5 销量快速爬坡。

● 行业竞争格局及公司主要优势

从行业格局来看，商用车饰件行业集中度较高，中重卡领域参与竞争的企业数量较少，预计未来商用车饰件行业格局将趋于稳定；乘用车饰件行业竞争较为激烈，国产饰件企业大多配套自主品牌，但随着内资企业整体解决方案提供能力的提升，部分内资企业逐渐进入合资整车厂商供应体系。公司的优势主要包括：拥有丰富的行业运作经验、优质的客户资源、强大的技术能、及先进的生产方式、合理的战略布局、高效的管理体系等。16 年公司产品仪表板总成在中重卡、轻微卡和乘用车领域的市占率分别为 24.95%、2.99%、2.17%，在中重卡细分市场优势显著。此外，公司产品不断应用于乘用车领域，已进入部分主流乘用车企业的供应体系。

● 募投项目分析

公司本次拟向公众发行 3985 万股普通股，拟募集资金净额 49966.70 万元，其中 4966.70 万元用于公司技术中心和实验中心升级项目，其余用于补充流动资金和偿还银行贷款。项目实施后，公司同步设计开发、技术引进吸收和再创新能力将得到进一步强化，整体创新水平和市场竞争力将得到进一步提升，为公司长期可持续发展提供技术推动力。

● 盈利预测

以公司 IPO 后总股本 15940 万股计算，考虑到募投项目实施后新产品开发进程加快，我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.06 元、1.33 元、1.66 元。

● 风险提示

原材料成本大幅提升；客户拓展不及预期；汽车行业景气度不及预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	902.11	1,710.84	2,571.48	3,213.11	3,949.71
增长率(%)	14.31%	89.65%	50.30%	24.95%	22.92%
EBITDA(百万元)	123.77	209.43	268.84	313.78	376.75
净利润(百万元)	52.57	113.67	168.39	211.22	264.78
增长率(%)	10.70%	116.24%	48.14%	25.44%	25.36%
EPS(元/股)	0.440	0.951	1.056	1.325	1.661

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

报告日期

2017-03-16

发行前财务数据

每股净资产(元)	4.97
资产负债率(%)	70.28
ROE(摊薄)(%)	19.13
ROA(%)	6.91
流动比率(倍)	1.03
速动比率(倍)	0.61

发行资料

发行股数(万股)	3985
发行前股本(万股)	11955

主承销商

中信建投证券股份有限公司

实际控制人

唐教齐、唐志华

发行方式

采用网下向询价对象询价配售和网上资金申购定价发行相结合的发行方式，或中国证监会认可的其他方式

分析师：张 乐 S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：闫俊刚 S0260516010001



021-60750621



yanjungang@gf.com.cn

分析师：唐 哲 S0260516090003



021-60750621



abigale.tang@aliyun.com

联系人：

刘智琪 021-60750604

liuzhiqi@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

国内优质的汽车饰件整体解决方案供应商	4
行业竞争格局及公司主要优势	15
行业发展现状	15
行业竞争格局	17
公司竞争优势	20
募集投资项目分析	23
技术中心与实验中心升级项目	23
盈利预测	24
风险提示	25

图表索引

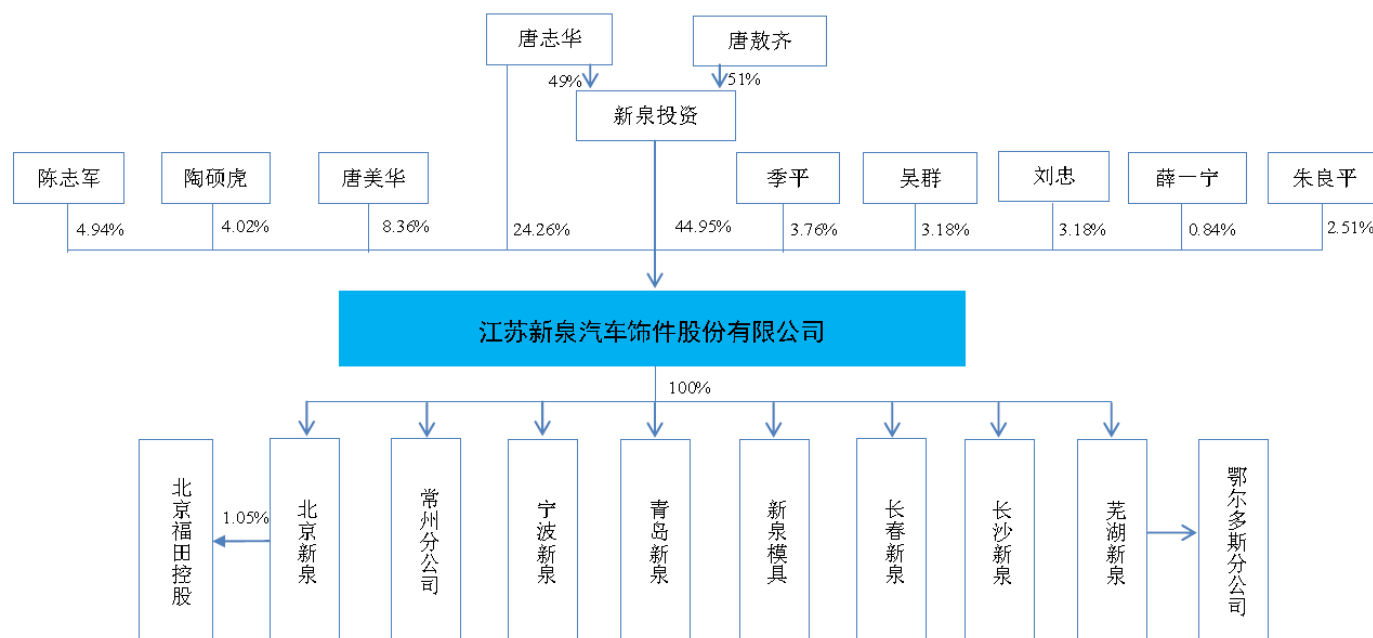
图 1: 公司股权结构图 (截至招股说明书签署日)	4
图 2: 公司各类产品销量情况 (万套)	6
图 3: 公司仪表板总成在各应用领域市场占有率	7
图 4: 营业收入、净利润 (亿元) 及同比增速情况	10
图 5: 公司主营收入构成-商用车 (单位: 万元)	10
图 6: 公司主营收入构成-乘用车 (单位: 万元)	11
图 7: 公司毛利润构成-商用车 (单位: 万元)	12
图 8: 公司毛利润构成-乘用车 (单位: 万元)	12
图 9: 公司不同业务毛利率 (%) 情况	13
图 10: 公司毛利率、净利率 (%) 情况	13
图 11: 公司三费率 (%) 情况	14
图 12: 公司资产周转能力	14
图 13: 汽车饰件示意图	15
图 14: 2014-2016 年公司研发投入情况表 (万元)	21
图 15: 公司生产制造基地战略布局图	22
表 1: 公司主要产品	5
表 2: 公司主要产品平均售价 (不含税) 情况 (单位: 元/套)	6
表 3: 公司的主要客户情况	7
表 4: 2014 年-2016 年公司前五名客户销售总额及营收占比	8
表 5: 2016 年公司前五名客户销售情况	8
表 6: 公司产品占主要客户 2016 年对应产品需求的比例 (%)	9
表 7: 与华域汽车、宁波华翔以及模塑科技的产品毛利率比较	12
表 8: 国际部分主流汽车内饰供应商	17
表 11: 公司主要竞争对手	19
表 10: 公司仪表板总成在各应用领域市场占有率	19
表 11: 主要核心技术情况	20
表 12: 本次募集资金使用情况及进度安排	23
表 13: 技术中心与实验中心升级项目功能规划	23
表 14: 技术中心与实验中心升级项目投资概算	24

国内优质的汽车饰件整体解决方案供应商

江苏新泉汽车饰件股份有限公司是一家民营股份制企业，是汽车饰件整体解决方案提供商，专业从事汽车内、外饰件系统零部件及模具的设计、制造及销售，同时自营和代理各类商品及技术的进出口业务，是全国百家优秀汽车零部件供应商之一。公司控股股东为新泉投资，直接持有公司44.95%的股份。公司实际控制人为唐教齐、唐志华父子，两人通过新泉投资间接持有公司44.95%股份，唐志华直接持有公司24.26%股份。

本次公开发行前公司总股本为11955万股，公开发行不超过3985万股，占发行后总股本不超过25%，发行完成后唐教齐、唐志华通过新泉投资间接持股33.72%，唐志华直接持股比例为18.19%，二人仍为公司实际控制人。

图1：公司股权结构图（截至招股说明书签署日）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司业务概况

公司是汽车饰件整体解决方案供应商，拥有较完善的内外饰件总成产品系列。与传统饰件制造商相比，整体解决方案供应商具备较强的服务整合能力，能够有效帮助汽车制造商提高产品开发率，提升产品一致性和稳定性，通过供应总成产品降低装配工作量，从而增强客户合作黏性。

公司主要产品包括仪表板总成、顶置文件柜总成、保险杠总成等大型产品，门内护板总成、立柱护板总成等中型产品，以及流水槽盖总成等其他产品，已实现产品在商用车及乘用车的全应用领域覆盖。其中仪表板总成是公司的核心产品，在中重卡细分领域的市场地位突出，2016年市场占有率达24.95%。

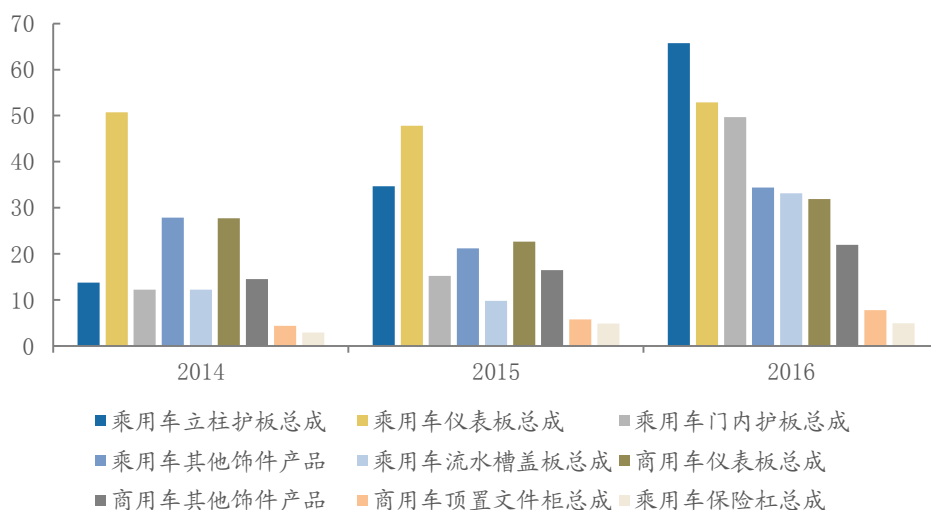
表 1: 公司主要产品

产品类别	产品名称	产品展示	产品介绍
饰件总成产品	仪表板总成		仪表板总成 是汽车全车操控和显示的集中部分，随时反映车子内部机器运行状况，是汽车上重要的功能件，位于驾驶员正前方，集成了仪表、电器、空调、娱乐系统和安全气囊等部件，除主仪表板和副仪表板本体外，还配有仪表罩、出风口、除霜风口、风道、安全气囊托架及盖板、手套箱、烟灰缸、装饰条、扶手箱等，是汽车内部较为复杂的内饰件总成。
	门内护板总成		门内护板总成 是汽车车门系统中关键的部件之一，是车门内侧集功能、安全为一体的重要饰件产品，其上集成有扶手、地图袋、喇叭罩、装饰条、门禁把手、反光片等功能件，在遭遇侧撞时能够对驾乘人员形成安全保护。
	顶置文件柜总成		顶置文件柜总成 主要应用于中、重型卡车，位于驾驶室前上方，由箱体、箱盖、底板、锁扣等组成，配有储物柜及电器件等，可提供较大的储物空间。
	立柱护板总成		立柱护板总成 为覆盖于车身侧围立柱的装饰物，用于美化整车内部造型及保护驾乘人员。汽车内饰的立柱护板系统由前至后一般包括 A 柱上下护板、B 柱上下护板、C 柱上下护板、前后门槛压板、前后门槛踏板等，还包括安全带滑动总成等。
	流水槽盖总成		流水槽盖总成 是风挡玻璃与引擎盖间的外饰连接件，主要具有水管理功能和车内通风功能。水管理功能包含引导前挡玻璃外来水的流向、雨刮电机的防水及流水槽本体安装孔的防水；车内通风功能是指外界空气通过流水槽进入车体，输送至车内各个位置，并防止外来杂物进入空调进风口。
	保险杠总成		保险杠总成 是吸收和减缓外界冲击力、防护车身后部的安全装置。除保险杠本体外，还包括门皮、支架、下进气格栅、缓冲材料等。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司近三年的主要产品的产销量都呈现稳步增长的趋势。2016年公司乘用车门内护板总成、乘用车立柱护板总成、乘用车仪表板总成分别实现销量49.67万套、65.74万套、52.90万套，同比分别增长227.2%、89.6%、10.6%，是公司16年收入和业绩大幅增长的主要原因。

图2：公司各类产品销量情况（万套）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司产品销售价格整体上呈现小幅上升趋势。其中16年流水槽盖板总成价格同比增长138.13%，主要原因是2016年公司流水槽盖板总成产品收入结构发生变化，单价较高的产品收入占比大幅提升，从而导致产品整体单价大增。

表 2：公司主要产品平均售价（不含税）情况（单位：元/套）

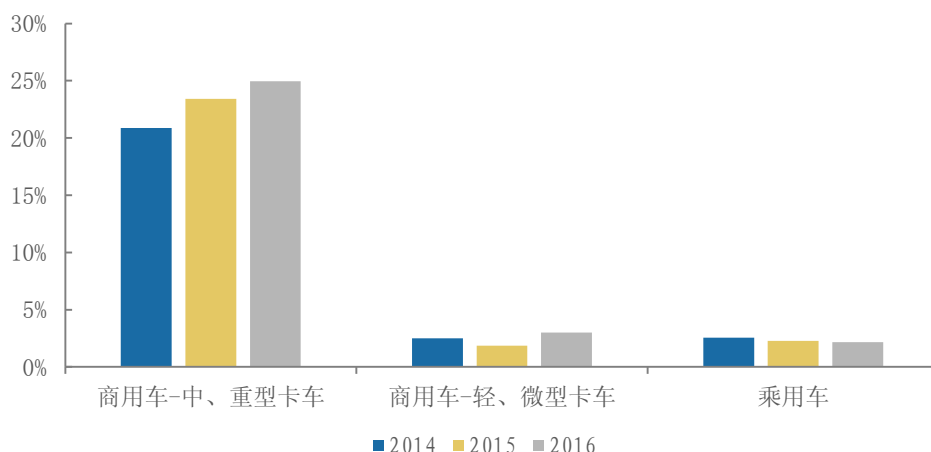
产品分类		2014 年度	2015 年度	2016 年度
商用车	仪表板总成	729.35	776.36	799.12
	顶置文件柜总成	833.26	908.26	863.34
乘用车	仪表板总成	576.08	644.34	757.36
	门内护板总成	442.00	476.72	612.26
	立柱护板总成	130.41	177.85	261.29
	保险杠总成	533.71	575.59	582.68
	流水槽盖板总成	36.50	35.46	84.44

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

仪表板总成成为公司的核心产品，在市场中占据重要地位。2014年-2016年度仪表板总成产品的销售收入占主营业务收入的比例分别为72.45%、64.12%和47.48%，占比下滑主要由于公司在“全产品、全应用领域”战略的推动下，门板、立柱、流水槽盖板总成等产品销售收入提升所致。2016年公司仪表板总成实现销售收入6.55亿元，同比增长35.4%。

根据公司测算，2016年度公司仪表板总成在整个汽车市场的占有率为3.01%，其中在中、重型卡车细分领域市场地位尤为突出，2016年公司的市场占有率达到24.95%；而在轻微型卡车和乘用车领域，公司仪表板总成市场占有率分别为2.99%和2.17%。

图3：公司仪表板总成在各应用领域的市场占有率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

下游配套客户情况

公司最初立足于商用车市场，凭借丰富的配套经验与一汽解放、北汽福田、陕西重汽、东风汽车、中国重汽等国内前五大中重型卡车企业以及苏州金龙等国内大型客车企业形成稳定合作关系。近几年来，公司开始大力拓展乘用车市场，先后通过广汽集团、上汽集团、上汽大众和一汽大众的供应商认证资格，不断跟进新开发项目。目前在乘用车方面，公司凭借丰富的产品系列及全应用领域的覆盖，与奇瑞汽车、吉利汽车、郑州日产、广汽菲亚特等知名乘用车企业均形成长期稳定的合作关系。

表 3：公司的主要客户情况

类型	公司名称	合作年限	提供产品	覆盖车型
卡车	一汽青岛	10 年以上	仪表板总成	悍威 J5M、新悍威、骏威 J5K、新大威、赛龙、赛虎、解放 JH06
	一汽解放	10 年以上	仪表板总成、顶置文件柜总成	悍威 J5M、骏威 J5K、解放 J6
	北汽福田 福田戴姆勒	10 年以上	仪表板总成	欧曼 H2、欧曼 H3、欧曼 H4、欧曼 GTL、拓陆者、奥铃、欧马可
	东风汽车	10 年以上	仪表板总成	天龙旗舰 D760、福瑞卡
	联合卡车	5-10 年	仪表板总成	集瑞重卡 L41
	陕西重汽	5-10 年	仪表板总成	德龙 X3000、德龙 F3000、德龙新 M3000
客车	苏州金龙	5-10 年	仪表板总成	海格大巴系列、海格中巴系列、海格公交系列
乘用	奇瑞汽车	10 年以上	仪表板总成、门内护板	东方之子、QQ3、奇瑞新 QQ、奇瑞 A1、风云 2、

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

车			总成、立柱护板总成、保险杠总成	旗云 2、旗云 3、旗云 5、瑞虎 3、威麟 H5、威麟 V5（改款）、瑞麒 M1、瑞麒 G2、瑞麒 G3
	郑州日产	10 年以上	仪表板总成	帕拉丁、D22 皮卡 4、东风帅客
	吉利汽车	5-10 年	仪表板总成、门内护板总成、立柱总成	帝豪 GC9、帝豪 EC8、全球鹰
	一汽轿车	5-10 年	立柱护板总成	欧朗（oley）、奔腾 B50、奔腾 B60、奔腾 B70（改款）、奔腾 B90、奔腾 X80
	华晨汽车	2-5 年	仪表板总成	中华 V5
	广汽菲亚特	2-5 年	立柱护板总成、门内护板总成、中部面板总成、流水槽盖板总成	菲翔（viaggio）、Jeep 自由光
	上汽集团	2-5 年	仪表板总成、立柱护板总成、门内护板总成、流水槽盖板总成	荣威 E50、荣威 350、荣威 350（改款）、荣威 950、荣威 950（改款）、名爵 3（MG3）、名爵 5（MG5）两厢、名爵（MG GT）三厢
	上海大众	2-5 年	流水槽盖板总成、立柱护板总成	斯柯达昊锐

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司有相对稳定的客户结构，2014-2016年前五大客户销售收入占公司营业收入的比例分别为81.67%、82.50%和76.13%。主要客户包括奇瑞汽车、吉利汽车、一汽集团、北汽福田等国内大型整车企业，不存在对单个客户销售额占公司销售收入总额比例超过50%的情况，因此公司销售不存在对单个客户的重大依赖。

此外，目前公司还参与上海汽车、吉利汽车、一汽轿车、一汽解放、奇瑞汽车、广汽菲亚特、中国重汽、陕西重汽、北汽福田、北汽宝沃等汽车制造商三十多个饰件产品项目的同步研发项目。

表 4：2014 年-2016 年公司前五名客户销售总额及营收占比

报告期	前五名客户销售总额（万元）	占当期营业总收入的比例
2014 年度	55,724.17	81.67%
2015 年度	62,277.34	82.50%
2016 年度	105,082.98	76.13%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 5：2016 年公司前五名客户销售情况

序号	客户名称	交易产品	销售收入（万元）	占营业收入的比例
1	吉利汽车	仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成	38,623.46	27.98%
2	上汽集团	仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成、落水槽、其他饰件产品	21,411.88	15.51%
3	广汽集团	门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成、其他饰件产品	16,919.58	12.26%
4	一汽集团	仪表板总成、顶置文件柜总成、落水槽总成、	14,074.37	10.20%

		其他饰件产品		
5	奇瑞汽车	仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成、保险杠总成、其他饰件产品	14,053.69	10.18%
合计			105,082.98	76.13%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司产品在主要客户中具有较高的市场占有率。公司主要客户的畅销车型均高比例的采用了公司所提供的饰件总成产品，其中奇瑞汽车旗下的风云2、E3，吉利汽车旗下的博瑞、帝豪GS，广汽集团旗下的Jeep自由光等车型所需的饰件超过80%采购自公司，体现了公司产品在主要客户中具有较强的竞争力。

表 6: 公司产品占主要客户 2016 年对应产品需求的比例 (%)

客户名称	配套车型	产品名称	公司产品所占比例 (%)
奇瑞汽车	风云 2	仪表板总成	116.35%
		门内护板总成	116.35%
		保险杠总成	116.35%
	瑞虎 3	仪表板总成	35.81%
	E3	仪表板总成	111.73%
吉利汽车	帝豪 EC7	仪表板总成	44.68%
		门内护板总成	20.11%
		立柱护板总成	76.14%
	博越	门内护板总成	80.04%
	博瑞 GC9	立柱总成	92.28%
	帝豪 GS	门内护板总成	87.27%
		立柱总成	87.60%
北汽福田	中重型卡车 (含欧曼系列、欧马可)	仪表板总成	55.71%
		顶置文件柜总成	38.69%
一汽集团	解放中重卡 (含 J6P、A01、J5K、J5M、天 V、龙 V、悍 V 等)	仪表板总成	59.02%
		顶置文件柜总成	20.90%
上汽集团	名爵锐腾	立柱护板总成	103.07%
	荣威 RX5	仪表板总成	70.44%
		门内护板总成	74.22%
广汽集团	Jeep 自由光	门内护板总成	99.06%
		立柱护板总成	98.88%
		流水槽盖板总成	99.53%

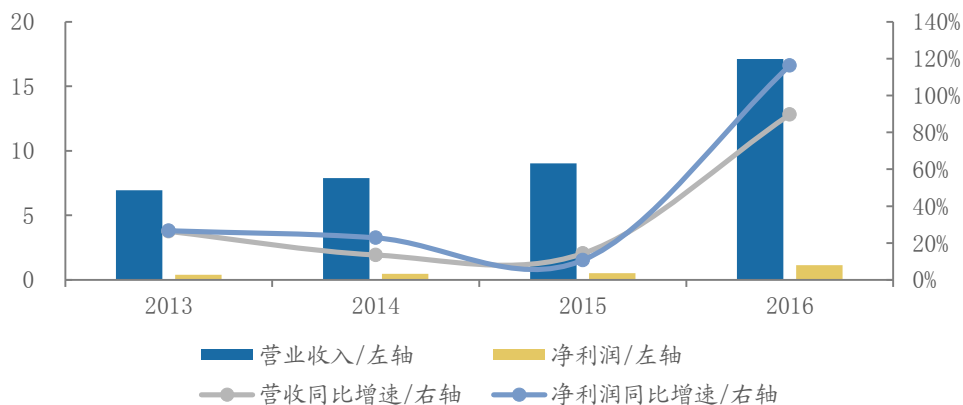
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

➤ 公司财务状况分析

业绩方面，过去三年公司收入和业绩均呈现出了持续增长的态势。2014-2016 年公司分别实现营业收入7.89亿元、9.02亿元和17.11亿元，同比增速分别为13.51%、14.31%以及89.65%；实现归母净利润0.47亿元、0.53亿元和1.14亿元，同比增速为

22.82%、10.70%以及116.24%。2016年公司营业收入和净利润的大幅增加主要由于公司配套的新车型荣威RX5、博越、帝豪GS、国产Jeep自由光快速上量所致。

图4：营业收入、净利润（亿元）及同比增速情况

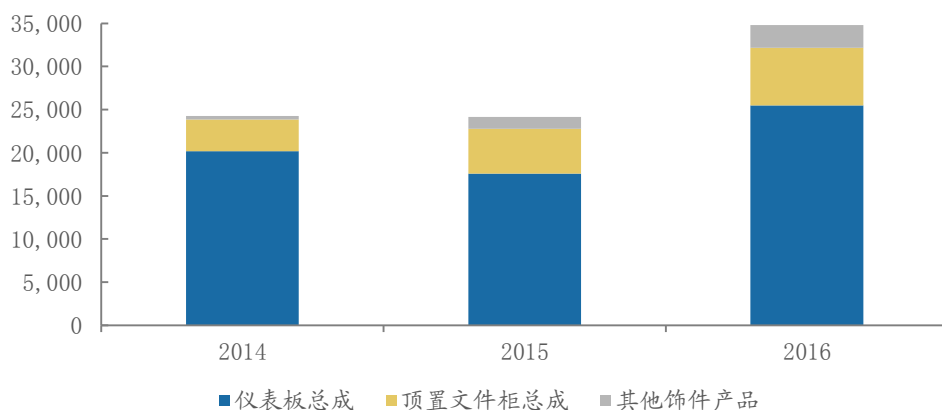


数据来源：中汽协、公司公告，广发证券发展研究中心

分产品来看，在商用车市场上，公司收入主要来自仪表板总成。2014-2016年公司商用车仪表板总成销售收入分别为2.02亿元、1.76亿元和2.55亿元，占商用车配套收入的比例分别为83.30%、72.85%和73.20%。商用车仪表板总成是公司的传统优势产品，得益于深厚的产品技术积累和严格的品质管理，公司的商用车仪表板总成产品在市场上长期保持着较高的竞争力，并在中、重卡车领域占据重要市场地位。

此外，公司商用车仪表板总成销售收入在近三年经历了V型波动，15年同比减少12.95%，16年同比增加44.89%，其主要原因为2014年与2015年商用车市场整体处于调整期，公司仪表板总成的销量与行业下行趋势基本一致。16年时商用车市场企稳回升，同时陕汽重卡德龙X3000新项目开始量产、老产品福田GTL系列重卡 and 一汽解放J6P重卡产品销售规模继续扩大，带动了公司商用车仪表板总成销售收入的大幅增长。

图5：公司主营收入构成-商用车（单位：万元）

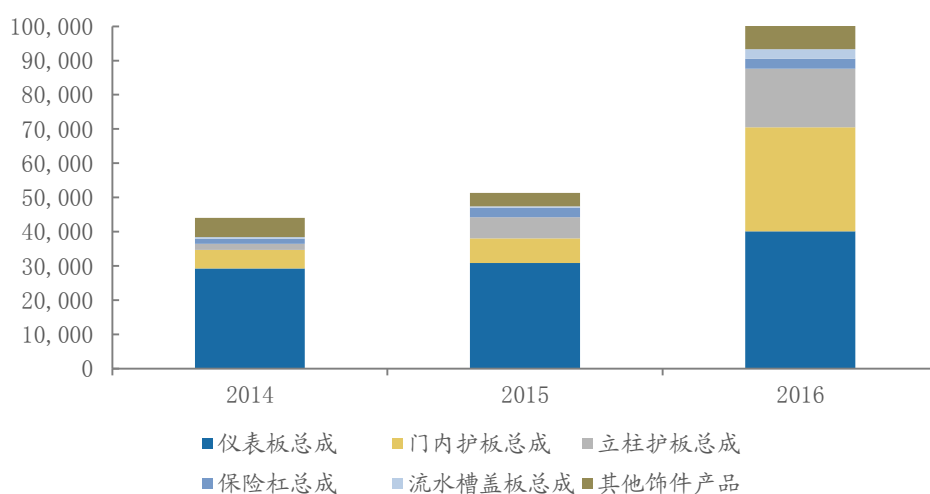


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

乘用车配套方面，公司乘用车仪表板总成销售收入规模已经超越商用车仪表板总成，成为对公司主营业务收入贡献最大的单一产品。2014-2016年公司乘用车仪表板总成销售收入分别为2.92亿元、3.08亿元和4.01亿元，同比分别增长4.39%、5.41%和29.97%，总体上呈增长趋势。2016年增速较高，主要由于公司配套的新车型（比如帝豪GL、远景SUV、荣威RX5）销量快速爬坡所致。

占比上看，2014-2016年公司乘用车仪表板总成销售收入占乘用车配套收入的比例分别为66.48%、60.02%和38.81%，主要由于公司乘用车的其他总成产品（如门内护板总成、立柱护板总成等）配套的车型畅销，其他产品销售收入快速提高所致。

图6：公司主营收入构成-乘用车（单位：万元）



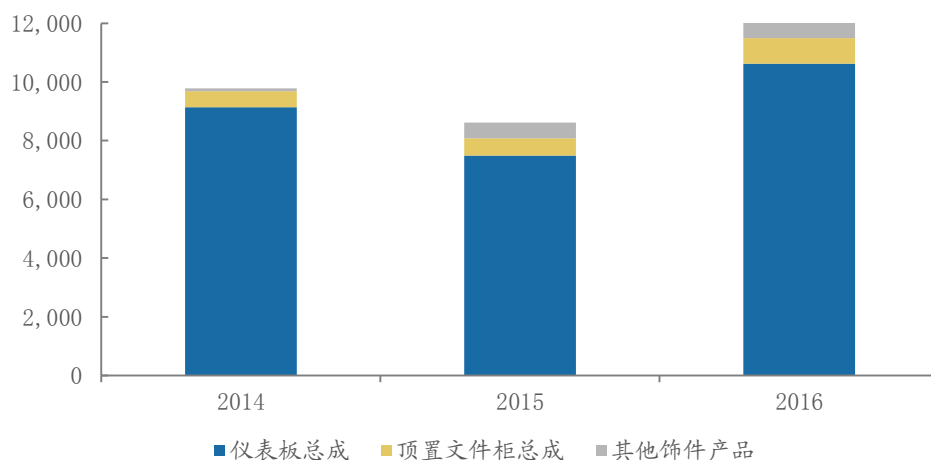
数据来源：中汽协、公司公告，广发证券发展研究中心

盈利情况看，公司利润主要来源于商用车和乘用车仪表板总成，2014-2016年其毛利贡献合计占主营业务毛利比例分别为73.11%、68.08%和60.54%，占比下滑主要由于公司在“全产品、全应用领域”战略的推动所致。从应用市场看，商用车市场毛利贡献占主营业务毛利比重分别为49.12%、40.59%和31.62%，呈波动下降趋势。反之，乘用车市场毛利贡献呈波动上升趋势，体现了公司“立足商用车市场，大力拓展乘用车市场”的经营战略。

从毛利润构成来看，在商用车市场上，2016年公司仪表板总成、顶置文件柜总成及其他饰件产品的毛利润分别为1.06亿元、0.09亿元及0.06亿元，毛利率分别为41.70%、13.05%以及23.73%。2014-2016年，公司商用车仪表板总成产生的毛利占公司当期商用车配套业务毛利的93.36%、86.87%和87.63%，为公司商用车领域毛利润的主要来源。

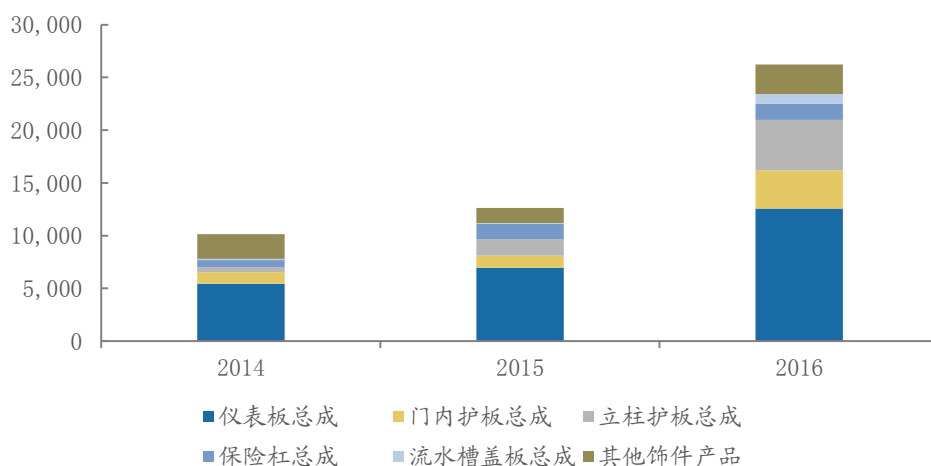
在乘用车市场上，2016年毛利润贡献率最高的产品为仪表板总成、立柱护板总成和门内护板总成，毛利润分别为1.26亿元、0.48亿元及0.36亿元，毛利率分别为31.41%、27.87%以及11.83%。其中，公司仪表板总成在2014-2016年产生的毛利占公司当期乘用车配套业务毛利的53.56%、55.24%和48.01%，为公司乘用车领域毛利润的最主要组成部分。

图7：公司毛利润构成-商用车（单位：万元）



数据来源：中汽协、公司公告，广发证券发展研究中心

图8：公司毛利润构成-乘用车（单位：万元）



数据来源：中汽协、公司公告，广发证券发展研究中心

从盈利指标来看，近三年来公司主营业务毛利率处于逐年下降的状态，2014-2016年主营业务毛利率分别为29.19%、28.13%和27.77%。根据产品相近、主要原材料相同等标准，我们选取三家同行业公司华域汽车、宁波华翔和模塑科技来作为公司的可比公司。通过对比发现新泉股份的主营业务毛利率高于三家可比公司平均水平，主要原因在于公司在中、重卡车领域具有较强的品牌优势和技术优势，使得公司商用车市场汽车饰件总成产品毛利率相对较高。

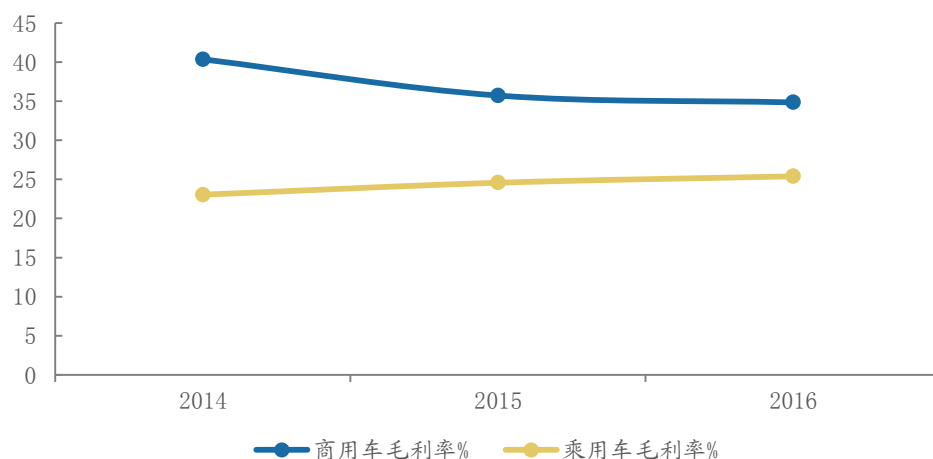
表 7：与华域汽车、宁波华翔以及模塑科技的产品毛利率比较

公司名称	产品名称	2014	2015	2016
华域汽车 (600741)	汽车内外饰件、金属成型与模具、功能件、电子电器件、热加工件、新能源等	15.00%	14.11%	13.83%

宁波华翔 (002048)	仪表板总成、门内饰板总成、胡桃木饰件总成、中央通道总成、前后挡风玻璃包边、线路保护器、空调蒸发器组件、冲压及焊接件等	21.39%	18.25%	19.88%
模塑科技 (000700)	汽车保险杠等零部件、塑料制品、模具、模塑高科技产品	23.92%	23.87%	23.48%
平均		20.10%	18.74%	19.06%
新泉股份 (603179)	仪表板、顶置文件柜、保险杠、门内护板等总成	29.19%	28.13%	27.77%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

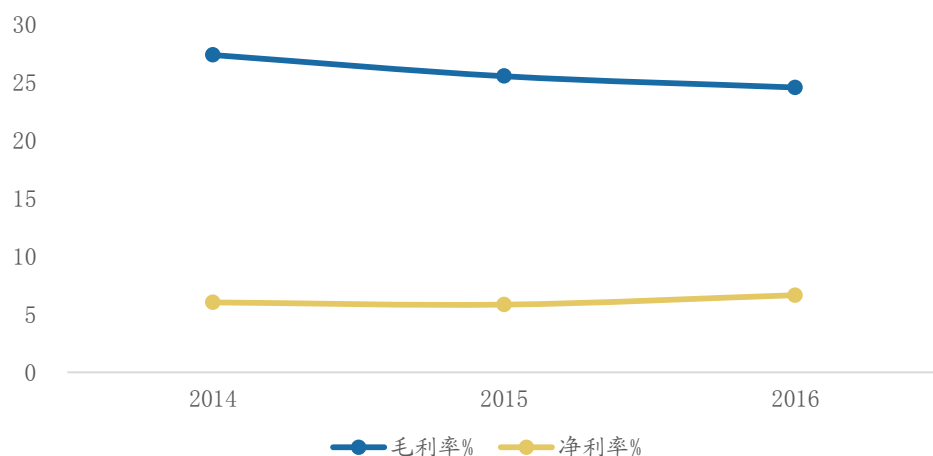
图9：公司不同业务毛利率（%）情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司销售净利率维持在较高水平，14-16年分别为6.02%、5.83%和6.64%，公司净利率的变动与毛利率和三费率的作用有关。

图10：公司毛利率、净利率（%）情况

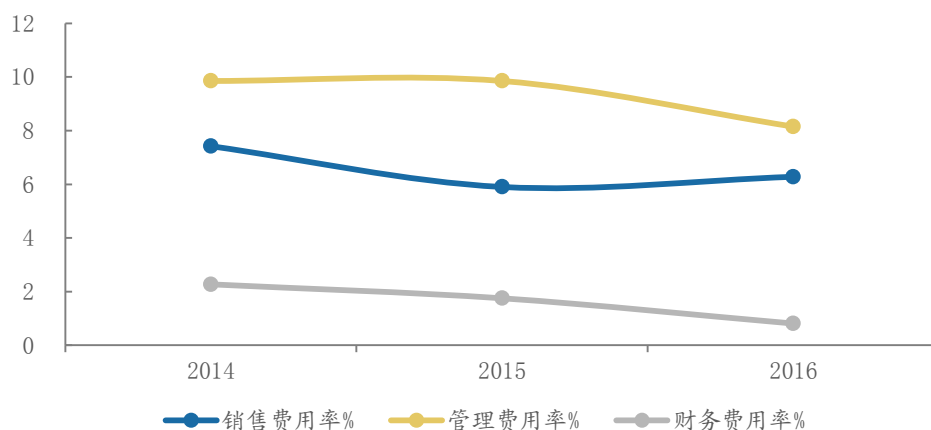


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

近年来，公司期间费用率有所下降，2014-2016年分别为19.54%、17.50%、

17.50%。销售费用率总体上逐渐降低，但仍高于可比公司平均水平，其主要原因在于公司生产基地离主要客户的距离相对可比公司比较远。公司财务费用率较高，利息支出较大，主要是由于公司借款规模较大所致。

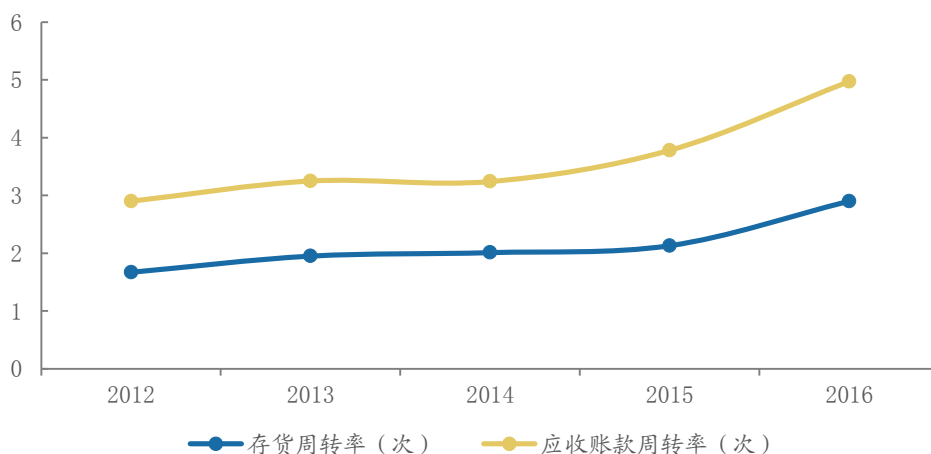
图11: 公司三费率(%)情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

营运方面, 公司14-16年存货周转率分别为2.01、2.13、2.90, 主要是因为存货中模具占比较高, 且模具的成本回收周期较长。14-16年应收账款周转率分别为3.24、3.78、4.97, 基本反映公司的信用、结算政策。公司与大部分客户都形成长期稳定的合作关系, 给予的信用期通常为开票后3个月, 而开票时间通常为发货次月。因此, 公司应收账款周转周期一般在3-4个月左右, 与上述应收账款周转率基本一致。

图12: 公司资产周转能力



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

行业竞争格局及公司主要优势

行业发展现状

公司所属行业是汽车零部件细分市场——汽车饰件行业。汽车饰件是与驾乘人员直接接触的零部件产品，关系到汽车产品的安全性、舒适性与视觉性，能够影响人们的驾乘体验，因此汽车饰件是汽车产品开发的重要内容。

图13：汽车饰件示意图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

➤ 汽车饰件行业分布特点

随着经济的发展，我国逐渐成为全球汽车产业增长最快的区域。伴随着汽车工业的迅猛发展，与之配套的汽车内外饰件需求不断增长，目前国内汽车内外饰件行业处于快速发展的阶段，产品市场规模不断增长。

我国汽车饰件行业具有区域相对集中的特点。汽车饰件生产工厂区位的选择通常以客户分布为依据，我国在东北、京津、华中、长三角、珠三角、西南等六大地区形成汽车产业集群，从而带动我国汽车饰件企业也纷纷在上述地区设立生产工厂，满足当地客户对饰件产品的需求。通过对企业分布的分析，发现国内汽车内外饰件行业主要分布在华东、中南、华北地区，其中华东地区是国内汽车内外饰件规模最大的区域，如江苏、上海、安徽等地，汽车内外饰件行业数量最多，规模相对较大。

➤ 行业进入壁垒

1、技术壁垒

汽车制造商对汽车外观、材料强度、生产成本、环保性能及安全保护等方面要求日益提高，促使汽车饰件企业需要对技术进行不断研究。一方面，针对企业已有产品，企业需要掌握主流生产工艺，并通过产品应用反馈及自主研发，不断对生产工艺进行升级，从而为汽车制造商提供更好的产品；另一方面，随着客户对产品种类的不断丰富，企业需要引进新工艺、新技术，通过新产品的开发及推广，不

断完善自身产品系列，增强企业竞争能力。

2、客户壁垒

汽车制造商对饰件产品质量和稳定性的高度重视和严格要求，决定其在选择供应商时首先要对汽车饰件企业管理体系、技术水平、生产能力等全方面的考察和了解，并且经过较长时间的供应商审核，才能确定该企业能否成为其合格供应商。饰件提供商一旦通过汽车制造商审核、认定，便开始为其提供汽车饰件产品，通常只要未出现产品质量等重大问题，双方将保持长期稳定的合作关系。新进入企业在没有客户积累的情况下，需要通过较长时间进行客户关系的培养，因此其难以在短期内发展成一定规模。

3、资金壁垒

汽车饰件企业通常对资金需求规模较大，主要用于生产基地布局、先进设备采购、模具购置或开发。生产基地布局方面，汽车饰件企业为维持并更好地向客户提供产品及服务，需要在重要客户所在区域设立生产基地；先进设备采购方面，汽车饰件企业需要购置国外先进的生产制造设备，以保证拥有先进的生产工艺；模具购置或开发方面，模具是将设计转化为产品的重要工具，企业需要根据饰件设计结构购置或开发对应的模具，以上均对资金形成较大的需求。

4、人才壁垒

本行业涉及到美学、人体工程学、结构力学、材料学等多门学科技术的综合应用。美学方面，企业需要具备优秀的工业设计人员，保证产品能够符合汽车产品的整体设计；人体工程学方面，需要有专业的人员从结构空间对产品进行人机工程实验，保证产品的舒适性；结构力学方面，饰件产品需要具备足够强度，保障整车产品的安全性；材料学方面，企业需要具备专业的材料技术研究人员，保证其技术及产品始终适应并领先于行业的发展。可见，行业内企业对各类学科的复合型人才具有较大需求，从而对新进入企业形成一定的进入障碍。

➤ 汽车饰件行业发展趋势

随着我国汽车饰件行业的持续发展，未来行业将呈现产品开发总成化和产品系列多元化的发展趋势。

1、产品开发总成化

汽车产品由大量零部件组成，其中总成零部件又包含众多单元件，如仪表板总成产品由仪表罩、风道、出风口、手套箱、安全气囊托架及盖板等单元件构成一个总成系统。以往汽车制造商通常通过购置分散的零部件自行组装设计，一方面增加其工作量，另一方面容易出现零部件的不匹配问题，因此汽车制造商将汽车饰件的总成工作交由专业的企业进行生产，同时对汽车饰件厂商提出了更高的要求。目前，部分汽车饰件企业已经具备多种汽车饰件产品的总成开发能力，能够为汽车制造商提供各类汽车饰件总成产品，从而有效提高汽车生产效率和产品品质。

2、产品系列多元化

随着消费者对汽车性能要求的不断提高，汽车制造商在成本可控的范围内，均需要使用大量的汽车饰件产品，从而对各类型饰件产品形成较大需求。目前，各整

体解决方案提供商已经具备部分饰件产品的造型设计、同步开发、模具管控、产品总成制造、准时交付等能力；但是为了能够更好的为现有客户提供一揽子的汽车饰件整体解决方案，企业必须不断完善自身产品系列，满足汽车制造商大部分甚至全部饰件需求。所以产品系列多元化将成为行业未来发展趋势。

➤ 影响行业发展的有利因素

1、产业转移及自主品牌崛起推动汽车饰件需求

随着国外先进技术的不断融合及本土技术的持续发展，促使我国汽车工业形成了完善的产业配套；同时，我国汽车市场具有广阔的市场前景，更多的外资品牌通过独资或合资的方式，纷纷在我国设立汽车制造基地，促使全球汽车产业逐步向我国转移。

随着我国汽车市场需求的不断扩大，部分自主汽车品牌抓住市场发展机遇，大力投入汽车技术研究，其产品外观、质量、安全等性能均有所提升，促使我国自主品牌汽车逐步崛起，并带动汽车饰件产品需求增长。

2、技术进步促使民营饰件企业行业地位不断提升

随着饰件企业产品多元化发展趋势的逐步显现，部分技术实力和资金均较强的民营企业不断通过新工艺、新技术引进，持续丰富自身产品系列，产品质量及性能已经达到甚至超越合资饰件企业产品，并广泛应用于合资汽车及自主汽车产品中；同时部分企业并不局限于对单元件技术的研究和开发，而将更多的技术资源用于产品总成研究，能够更好地为汽车制造商提供全面服务，部分企业跻身客户核心零部件供应商行列。未来随着民营饰件技术水平的持续增强，其产品及服务将获得更多合资品牌客户的认可，进一步提升民营企业在行业中的市场地位。

行业竞争格局

与国际汽车内外饰知名供应商相比，国内饰件企业工艺技术水平 and 整车配套能力相对较弱。国内合资企业大多有相对固定的饰件配套供应商，自主品牌车企采用合资厂商的配套产品也不在少数，我国自主汽车零部件企业处于弱势地位，也很难进入全球配套供应链体系。

国际上，全球主要汽车内外饰件供应商包括江森自控、李尔、丰田纺织、佛吉亚等，均为业务种类繁多的大型企业集团。国际汽车内外饰件行业具有产业集中的特点，知名的汽车零部件企业基本集中在北美、欧洲及日本地区，这些企业规模大、技术力量雄厚、资本实力充足。

表 8：国际部分主流汽车内饰供应商

公司	国家	介绍
佛吉亚	法国	旗下四大核心业务（座椅、排气系统、内饰件、外饰件）均处于国际领先地位。集团 2014 年销售额为 188 亿欧元，内饰件全球排名第一，外饰件欧洲排名第一，内外饰件合计收入达 60 多亿欧元。
江森自控	美国	业务包括座椅、内饰、铅酸蓄电池等，1885 年成立，以制作恒温器起家，如今已发

		展成为一家国际性公司。集团在全球 60 多个国家和地区拥有 300 多家分公司和制造工厂。2014 财年全球销售额为 428 亿美元。
李尔	美国	1917 年成立，自 1994 年上市后进行了 18 次大规模收购活动，为全球范围的汽车提供全套座椅系统和电器管理系统。2014 年销售额达到 141 亿美元，在全球 35 个国家拥有 207 家分支机构。
丰田纺织	日本	全球第三大座椅生产商，仅次于江森自控和李尔，主要客户是丰田。业务涵盖汽车座椅、门板、顶篷、地板地毯及滤清器等多种产品。鉴于竞争加剧，丰田计划将旗下四个制造乘用车座椅的业务合而为一，有望提高集团的效率和竞争力。

数据来源：盖世汽车、广发证券发展研究中心

国内方面，内外饰件行业正处于发展阶段，随着中国成为全球最大的汽车产销国，国际汽车零部件巨头通过设立独资或合资企业在华布局。国内自主企业通过与国外企业建立合作关系，在技术、资本和客户方面积累一定资源，再收购合资公司的外资部分，从而晋升为综合实力强的汽车零部件配套企业，以进入全球配套供应链体系。

商用车饰件产品领域行业集中度较高，尤其在中、重型卡车领域参与竞争的企业数量较少。行业内主要整体解决方案提供商包括延锋伟世通（北京）汽车饰件系统有限公司、长春富维-江森自控汽车饰件系统有限公司、东风伟世通汽车饰件系统有限公司等合资企业以及新泉股份，其中2016年公司中、重型卡车仪表板产品的市场占有率达到24.95%。随着各企业与商用车制造商合作的进一步深化，未来商用车饰件产品细分市场供需格局将趋于稳定，行业仍将保持高度集中的发展态势。

在乘用车饰件产品领域，参与竞争的饰件企业数量较多，行业竞争较为激烈。其中，在内资乘用车品牌市场，汽车制造商更多选择性价比比较高的国产饰件产品；在合资乘用车品牌市场，饰件产品多由合资饰件企业提供，随着内资饰件企业整体解决方案提供能力的逐步增强，部分内资饰件企业也逐步进入合资乘用车制造商的供应体系，有效增强内资企业在行业中的竞争地位。

我们认为，自主乘用车崛起及零部件国产替代趋势下，自主零部件供应商有望受益。一方面，政策呵护+中西部崛起带动了自主品牌乘用车崛起，自主零部件供应商现有客户需求增加；另一方面，乘用车行业竞争加剧后，整车厂降成本压力大，在自主零部件企业技术、工艺不断进步下，这些自主品牌车企的零部件国产替代需求也逐渐上升。

➤ 公司竞争地位

公司自成立以来，一直以满足客户需求为企业发展目标，通过新技术、新工艺的广泛应用，不断提升自身服务水平。在国内自主品牌汽车饰件供应商中，公司是商用车领域最早利用搪塑工艺提高内饰舒适性、利用长玻纤增强反应注射成型技术实现产品轻量化的企业，同时也是国内最早自主开发并规模化生产隐式气囊仪表板的企业。

表 9：公司主要竞争对手

公司名称	简介	竞争领域
长春富维-江森自控汽车饰件系统有限公司	公司成立于 2001 年，是长春一汽富维汽车零部件股份有限公司与江森自控亚洲控股有限公司共同投资设立的中外合资企业，经营范围包括汽车座椅、仪表板、副仪表板、门内护板、顶棚、车身电子及饰件产品的开发、设计、制造、销售和售后服务。	商用车 乘用车
延锋伟世通（北京）汽车饰件系统有限公司	公司成立于 2002 年，经营范围为设计、开发、生产汽车饰件系统及其零部件，提供自产产品的技术咨询、技术服务、技术培训，销售自产产品；货物进出口、技术进出口、代理进出口。	商用车 乘用车
东风伟世通汽车饰件系统有限公司	公司成立于 2003 年，经营范围为设计、制造和销售汽车内饰件系统及零部件，并提供相关的售后服务。	商用车
延锋汽车饰件系统有限公司	公司为上汽集团下属零部件企业华域汽车全资子公司，业务覆盖汽车内饰、外饰、座椅、电子和安全系统。公司通过系统化设计、模块化供货、超前开发、同步开发，按照国际汽车工业标准为客户提供从设计到验证、从工艺开发到模具开发、产品制造的全方位。	乘用车
成都佛吉亚利民汽车部件系统有限公司	公司成立于 2011 年，经营范围为汽车保险杠、门板、中控仪表板及其他塑料件的研发、制造和加工，提供售后服务和技术咨询。	乘用车
宁波华翔电子股份有限公司	公司成立于 2001 年，是一家从事中高档轿车零部件研发、生产销售及售后服务的专业汽车零部件制造厂家，主要产品包括仪表板总成、门内饰板总成、胡桃木饰件总成、中央通道总成、前后挡风玻璃包边、线路保护器、空调蒸发器组件、冲压及焊接件等。	乘用车
常熟市汽车饰件股份有限公司	公司成立于 1996 年，经营范围为汽车饰件开发设计、制造、加工，销售自产产品。产品主要集中于汽车非金属内饰零部件，包括门内护板、仪表板/副仪表板、天窗遮阳板、衣帽架、门柱、行李箱内饰、储物盒、备胎盖、地毯、隔音垫。	乘用车

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

仪表板总成是公司的核心产品，其在国内市场中占有重要地位。2016年公司该类产品的市场占有率为3.01%，其中：中、重型卡车领域的市场份额位居行业前列，2016年公司中、重型卡车用仪表板总成销量为24.27万套，市场占有率达到24.95%；2016年公司仪表板总成在轻、微型卡车及乘用车领域市场占有率分别为2.99%和2.17%；随着公司在乘用车业务领域的大幅扩展，特别是进入广汽菲亚特、上海大众等合资品牌的供应商体系后，预计公司仪表板总成在乘用车领域的市场占有率将逐步稳定。

表 10：公司仪表板总成在各应用领域市场占有率

细分市场	2014	2015	2016
中卡、重卡	20.87%	23.42%	24.95%
轻卡、微卡	2.49%	1.85%	2.99%
乘用车	2.55%	2.27%	2.17%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司竞争优势

作为汽车饰件行业中优秀的整体解决方案提供商，公司拥有丰富的行业运作经验。公司的竞争优势主要体现在客户资源丰富，技术能力突出以及生产方式先进等方面。

➤ 优质的客户资源

公司成立之初立足于汽车零部件产业集中的长三角地区，以仪表板总成为核心产品，迅速与一汽集团等汽车制造商形成合作关系。随着技术水平、生产工艺及服务能力的不断提升，公司逐步扩大汽车饰件产品应用范围，快速抢占以中、重型卡车为代表的商用车市场，并成为该领域汽车饰件总成服务的领先企业。同时，公司产品不断应用于乘用车领域，成为部分乘用车制造商的核心零部件供应商。

目前，公司与一汽解放、北汽福田、陕西重汽、东风汽车、中国重汽等国内前五大中、重型卡车企业，苏州金龙等国内大型客车企业，以及奇瑞汽车、吉利汽车、郑州日产、广汽菲亚特、华晨汽车、一汽轿车、上海汽车、上海大众等知名乘用车企业形成长期稳定的合作关系。

➤ 强大的技术能力

公司自成立以来，一直以技术为发展先导，通过技术引进及自主开发的方式，确立了在行业内领先的技术地位，截至目前，公司累计拥有专利26项，其中发明专利2项、实用新型专利24项，目前正在与十余家汽车制造商合作开发涉及三十多个新项目。现阶段，公司在同步研发、模具开发、检测试验等方面形成了一系列技术优势，使得公司成为汽车饰件整体解决方案提供商。

表 11：主要核心技术情况

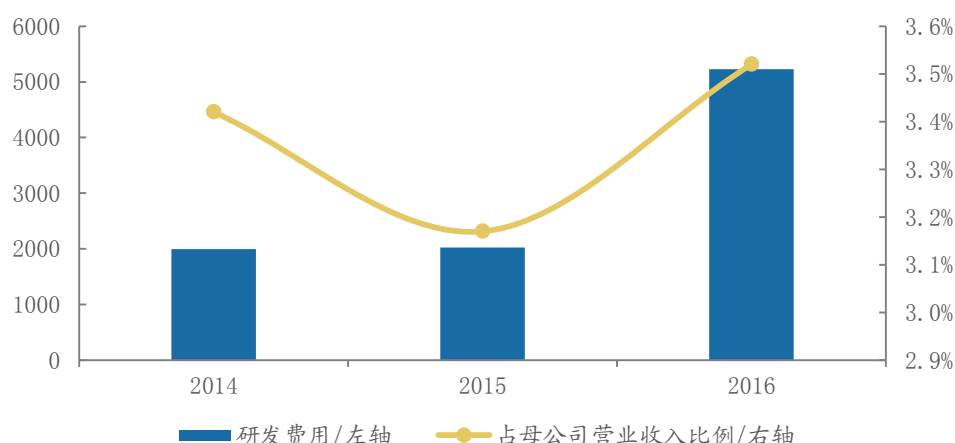
技术名称	简介
激光弱化技术	关键技术包括三方面：（1）高温、常温、低温点爆时，气囊袋能在极短时间内打开，且不被仪表板上的部件划破；（2）高温、常温、低温点爆时，仪表板本体不开裂（气囊弱化线以外），无坚硬的碎片飞出；（3）头碰试验时，气囊处加速度满足 80m/s，无尖锐的部件飞出。
线性振动摩擦焊接技术	是基于摩擦焊的原理开发的一种焊接技术，适用于尺寸较大、形状特殊的产品。由于不使用另外的连接件或结合剂就能将各种的热塑性零件按工艺焊接起来，不受热塑材料的影响，因此提高了产品质量、降低了生产成本、减少了环境污染。
长玻纤增强反应注射成型技术	在高压浇注机混合头附近将长玻纤切成长度为 1.25-15cm 的纤维，在注入混合头之前，PU 物料在混料腔内与直接添加的切碎纤维浸润、混合，经化学反应固化成型。满足汽车内饰件的各项性能指标，并具有外形美观、重量轻、弹性好、机械强度高、耐热、耐潮、几何尺寸稳定、成本低等优点。
双层叠模技术	以注塑机拉杆作为承重支撑元件，利用模具自身结构，采用可拆连接方式固定承载板，在不额外占用空间的前提下解决中间板组件的承重问题。
冷刀弱化技术	旨在开发一种能对仪表板搪塑或喷涂表皮乘员侧气囊部位进行局部弱化的工艺，满足安全气囊盖整合到仪表板上的仪表板设计发展趋势，满足高端用户对仪表板表面花纹和质感的要

	求。
双料注塑工艺技术	是一种模内组装或模内焊接的“嵌件成型”工艺方法，原理是将两种不同的塑料在两个料筒内分别塑化，再注入模具型腔，成型出表面具有两种颜色的塑料件。
热铆接技术	应用于车门内饰及内饰防撞块，可同时进行 15 点铆桩（热桩）铆接，一次完成装配，应力均匀分布，可有效提高整体结构的连接强度，保证装配定位精度，避免铆接过程中位置偏移。
模内贴膜工艺技术（IMD）	是一种国际流行的表面装饰技术，通过表面硬化透明薄膜、中间印刷图案层、背面注塑层，可防止产品表面被刮花，提高耐磨性，长期保持颜色鲜明、不易褪色。
阴模成型工艺技术	是模内成型皮纹技术，通过刻有皮纹图案的阴模，将加热后光滑的膜料在模内成型出内饰件形状带皮纹的表皮。
汽车仪表板除霜除雾系统的 CFD 仿真开发	用于在汽车风道系统的设计初期，对仪表板风道系统的除霜效果进行 CFD 分析，以追求保证除霜除雾性能一次性开发成功，缩短开发周期，降低开发风险。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

技术能力的强大源于公司一直将研发能力的提升作为自身发展的重要战略。公司根据产品开发及检测需求，分别设立了技术中心和实验中心，其中：技术中心主要用于对新产品、新技术、新工艺的持续研发，确保公司技术始终处于领先地位；实验中心则主要用于对原材料进行检测，同时对公司产品进行试验。同时，公司对于研发机构的投入采取独立核算，通过研发投入的专项管理积极推进公司研究和开发工作，保证研发费用的合理使用，促进公司经济效益的提高。

图14：2014-2016年公司研发投入情况表（万元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

➤ 先进的生产方式

1、领先的生产工艺

公司一贯注重新工艺在汽车饰件生产中的应用，帮助汽车制造商提升整车性能、增强视觉效果。在国内自主品牌汽车饰件供应商中，公司是商用车领域最早利用搪塑工艺提高内饰舒适性、利用长玻纤增强反应注射成型技术实现产品轻量化的企业，同时也是最早自主开发并规模化生产隐式气囊仪表板的企业。除上述工艺技术外，

公司在生产中还广泛应用阴模成型、双料注塑、激光弱化、冷刀弱化、双层叠模、水刀切割、火焰处理等先进工艺，部分工艺技术达到领先水平。

2、先进的生产设备

公司先后引进德国业纳（Jenoptik）激光弱化系统、德国克劳斯玛菲（Krauss Maffei）注塑机和反应发泡设备、奥地利恩格尔（Engel）双料注塑机、意大利康隆（Cannon）发泡机、德国必能信（Branson）振动摩擦焊接设备等一系列国外先进的生产设备。通过先进设备的应用，公司具备高效的柔性化生产能力，有效提高设备利用效率，为进入大客户的供应体系提供了设备保障。

► 全面的战略布局

随着客户资源的逐步积累及工艺技术的日益成熟，公司开始积极进行战略布局，以长三角地区、京津地区及华中地区汽车产业集群为市场基础，结合现有客户生产区域布局，在常州、丹阳、芜湖、宁波、北京、青岛、鄂尔多斯、长沙等8个城市设立了生产制造基地。同时，凭借优质的产品与服务，公司饰件总成产品也得到部分华中地区及珠三角地区汽车制造商的青睐，常州、丹阳两个生产基地在合理运输半径内已可满足部分市场需求。

另外，位于东北地区的一汽集团下辖的一汽轿车、一汽解放等汽车制造商是公司的重要客户，为提高上述企业饰件总成产品配套效率，公司已开始在长春建设新的生产制造基地，保证及时、保质完成供应的同时，还将积极寻求与其他汽车制造商的合作机会，充分满足东北地区各大汽车制造商对仪表板总成等汽车饰件总成产品的广泛需求。

图15: 公司生产制造基地战略布局图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

募投项目分析

本次公司拟公开发行不超过3985万股人民币普通股，占发行后总股本的25%，实际募集资金在扣除相关发行费用后，将根据轻重缓急顺序投资与技术中心与试验中心升级项目、补充流动资金、补充银行贷款等项目。本次募集资金顺利到位后，能为公司近期业务提供资本保障，提高新产品开发进程，降低试验检测成本，提高公司盈利水平和行业竞争力，为公司的长期稳定发展奠定良好的基础。

表 12：本次募集资金使用情况及进度安排

项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 金额(万元)	项目投资进度(万元)		
			第一年	第二年	合计
技术中心与实验中心升级项目	4,966.70	4,966.70	4,522.70	444.00	4,966.70
补充流动资金	30,000.00	30,000.00	20,000.00	10,000.00	30,000.00
偿还银行贷款	15,000.00	15,000.00	15,000.00	-	15,000.00
合计	49,966.70	49,966.70	39522.70	10444.00	49,966.70

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

技术中心与实验中心升级项目

公司实施技术中心与实验中心升级项目的主要目的在于：1、技术中心方面，该项目主要通过设计软件的购入和技术人才的引进，增强公司项目前期的开发能力，加强项目的时间管理和成本控制，提升客户的满意度；同时，公司将重点针对研发平台开发和行业前沿技术应用研究等课题进行研发攻关；2、实验中心方面，该项目主要通过实验设备的购入和技术人才的引进，完备现有实验室的功能，新增VOC实验室、ELV实验室、NVH实验室，提高实验中心检测能力，提升公司技术开发水平和盈利水平。

技术中心与实验中心升级项目的规划如下：项目建筑面积4,950平方米，具体功能规划如下：

表 13：技术中心与实验中心升级项目功能规划

部门	功能划分	建筑面积(平方米)
技术中心	办公室	800
	样件室	300
	试制室	600
	造型及评审室	800
实验中心	办公室	200
	VOC 实验室	350
	ELV 实验室	150
	NVH 实验室	400
	可靠性试验室	400

	模态、振动实验室	200
	线性碰撞实验室	250
	静态展开实验室	200
	试验样件存放室	300
合计		4950

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

该项目计划总投资4,966.70万元，其中：建设投资1,188.00万元、设备投资2,960.70万元和铺底流动资金818.00万元。

表 14：技术中心与实验中心升级项目投资概算

投资项目	金额（万元）	占比
建筑投资	1,118.00	23.92%
设备投资	2960.70	59.61%
铺底流动资金	818.00	16.47%
合计	4,966.70	100.00%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

保持对行业技术基础性和前瞻性的研究和开发是企业产品创新的重要手段，未来随着市场竞争加剧，持续提升公司核心技术优势、提高产品竞争力是零部件企业的必然途径。项目实施后，公司同步设计开发、技术引进吸收和再创新能力将得到进一步强化，整体创新水平和市场竞争力将得到进一步提升，为公司长期可持续发展提供技术推动力。

盈利预测

我们对公司业务关键预测如下：

1、我们预测公司商用车饰件中的仪表板总成业务2017年较2016年增速下滑及2018年、2019年低速平稳增长，主要考虑到中重卡行业销量增速中枢有所上移，但大概率低于2016年增速水平。

2、我们预测公司乘用车仪表板总成、门内护板总成等业务未来几年维持较高增速，主要考虑到公司乘用车客户的拓展。

3、我们预测公司乘用车仪表板总成、门内护板总成等业务单价将继续提升，主要考虑到公司配套车型高端化。

以公司IPO后总股本15940万股计算，考虑到募投项目实施后新产品开发进程加快，我们预计公司2017-2019年的EPS分别为1.06元、1.33元、1.66元。

风险提示

原材料成本大幅波动；客户拓展不及预期；汽车行业景气度不及预期。

资产负债表						单位: 百万元						现金流量表						单位: 百万元						
至12月31日		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			2015A		2016A	2017E	2018E	2019E			2015A		2016A	2017E	2018E	2019E		
流动资产		789	1392	2004	2634	3285	经营活动现金流		84	109	-50	323	252	经营活动现金流		84	109	-50	323	252				
货币资金		100	138	213	463	638	净利润		53	114	168	211	265	净利润		53	114	168	211	265				
应收及预付		362	679	989	1192	1456	折旧摊销		38	44	47	51	55	折旧摊销		38	44	47	51	55				
存货		325	566	802	979	1190	营运资金变动		-21	-70	-303	42	-86	营运资金变动		-21	-70	-303	42	-86				
其他流动资产		2	9	0	0	0	其它		14	21	38	19	18	其它		14	21	38	19	18				
非流动资产		502	606	558	573	586	投资活动现金流		-97	-103	-17	-73	-76	投资活动现金流		-97	-103	-17	-73	-76				
长期股权投资		0	0	0	0	0	资本支出		-97	-141	-17	-73	-76	资本支出		-97	-141	-17	-73	-76				
固定资产		372	401	392	381	364	投资变动		0	0	0	0	0	投资变动		0	0	0	0	0				
在建工程		2	36	48	61	77	其他		1	37	0	0	0	其他		1	37	0	0	0				
无形资产		68	97	108	121	135	筹资活动现金流		44	22	142	-1	-1	筹资活动现金流		44	22	142	-1	-1				
其他长期资产		60	72	10	10	10	银行借款		379	363	-305	0	0	银行借款		379	363	-305	0	0				
资产总计		1291	1999	2562	3207	3871	债券融资		-326	-323	-48	0	0	债券融资		-326	-323	-48	0	0				
流动负债		792	1346	1285	1719	2118	股权融资		0	0	504	0	0	股权融资		0	0	504	0	0				
短期借款		277	305	0	0	0	其他		-8	-18	-8	-1	-1	其他		-8	-18	-8	-1	-1				
应付及预收		515	1041	1285	1719	2118	现金净增加额		31	27	75	249	175	现金净增加额		31	27	75	249	175				
其他流动负债		1	0	0	0	0	期初现金余额		36	100	138	213	463	期初现金余额		36	100	138	213	463				
非流动负债		12	59	10	10	10	期末现金余额		67	128	213	463	638	期末现金余额		67	128	213	463	638				
长期借款		0	10	10	10	10																		
应付债券		0	0	0	0	0																		
其他非流动负债		12	48	0	0	0																		
负债合计		804	1405	1296	1729	2128																		
股本		120	120	159	159	159																		
资本公积		212	212	676	676	676																		
留存收益		155	263	431	642	907																		
归属母公司股东权		486	594	1266	1478	1742																		
少数股东权益		0	0	0	0	0																		
负债和股东权益		1291	1999	2562	3207	3871																		
利润表						单位: 百万元						主要财务比率												
至12月31日		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	至12月31日		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E											
营业收入		902	1711	2571	3213	3950	成长能力(%)																	
营业成本		672	1291	1945	2452	3016	营业收入增长		14.3	89.6	50.3	25.0	22.9											
营业税金及附加		3	8	10	13	17	营业利润增长		22.8	95.8	48.1	24.4	24.3											
销售费用		53	108	163	201	248	归属母公司净利润增长		10.7	116.2	48.1	25.4	25.4											
管理费用		89	139	231	285	347	获利能力(%)																	
财务费用		16	14	6	-3	-5	毛利率		25.5	24.6	24.4	23.7	23.6											
资产减值损失		-1	13	11	11	10	净利率		5.8	6.6	6.5	6.6	6.7											
公允价值变动收益		0	0	0	0	0	ROE		10.8	19.1	13.3	14.3	15.2											
投资净收益		0	0	0	0	0	ROIC		-	-	-	-	-											
营业利润		71	138	204	254	316	偿债能力																	
营业外收入		4	5	4	4	4	资产负债率(%)		62.3	70.3	50.6	53.9	55.0											
营业外支出		11	13	11	11	12	净负债比率		0.4	0.3	-0.2	-0.3	-0.4											
利润总额		64	129	198	247	309	流动比率		1.00	1.03	1.56	1.53	1.55											
所得税		11	16	30	36	44	速动比率		0.54	0.56	0.86	0.89	0.92											
净利润		53	114	168	211	265	营运能力																	
少数股东损益		0	0	0	0	0	总资产周转率		0.73	1.04	1.13	1.11	1.12											
归属母公司净利润		53	114	168	211	265	应收账款周转率		3.78	4.97	4.16	4.32	4.36											
EBITDA		124	209	269	314	377	存货周转率		2.13	2.90	2.43	2.50	2.53											
EPS(元)		0.44	0.95	1.06	1.33	1.66	每股指标(元)																	
							每股收益		0.44	0.95	1.06	1.33	1.66											
							每股经营现金流		0.70	0.91	-0.32	2.03	1.58											
							每股净资产		4.07	4.97	7.94	9.27	10.93											

广发汽车行业研究小组

- 张 乐: 首席分析师, 暨南大学企业管理专业硕士, 华中科技大学发动机专业学士, 5 年半汽车产业工作经历, 7 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名, 2015 年第四名, 2014 年第五名, 2011、2012、2013 年入围; 2016 年第三届中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖第一名, 2014、2015 年第三名; 水晶球、金牛奖评比中多次上榜和入围; 2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚: 资深分析师, 吉林工业大学汽车专业学士, 13 年汽车产业工作经历, 3 年卖方研究经验, 新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员, 2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 唐 哲: 高级分析师, 复旦大学金融学硕士, 浙江大学金融学学士, CPA, 新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员, 2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪: 联系人, 复旦大学资产评估硕士, 复旦大学金融学学士, 新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名团队成员, 2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。