

渤海活塞 (600960) \ 机械设备

——借力北汽，乘风而起

投资要点:

➤ 北汽处于发展快车道，A股唯一零部件平台尽享红利

北京汽车集团是国内第五大汽车集团，近年来整车销量保持两位数增长。集团到2020年整车销量目标为达到450万辆，2016-2020年的年均复合增长率将达到12.1%。如此体量的整车为其零部件板块的发展提供了广阔空间。公司作为北汽A股唯一的零部件平台，将尽享北汽快速发展的红利。

➤ 北汽轻量化平台，增量空间巨大

轻量化是汽车行业未来最确定的发展方向之一，而铝合金则是目前轻量化最成熟的解决方案。公司全资子公司滨州发动机凭借身处全球最大铝产业基地的地利优势，将作为北汽轻量化平台，承接北汽传统燃油车和新能源汽车的轻量化零部件制造。其先期将主要供应轻量化缸体缸盖曲轴产品，设计产能25万套，16年10月已有10万套达产；后续滨州发动机还将为北汽和北汽新能源供应车身结构件等轻量化部件，空间巨大。

➤ 动作频频，综合零部件平台面貌初显

公司成为北汽零部件上市平台后，通过收购以及成立合资公司等途径，产品线逐渐丰富。此外公司参股北汽新能源，不仅获得投资收益，又加强了与北汽新能源的合作。我们预计北汽后续将通过以渤海活塞为主体成立独资、合资公司布局其它零部件产品、注入集团的零部件资产以及外延收购等方式进一步将其上市零部件平台做强做大。

➤ 首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

我们预计公司2016-2018年净利润分别为1.02亿元、3.42亿元和4.61亿元，EPS分别为0.11、0.36和0.48元，PE分别为80、24和18倍。按照分部估值法，给主营业务17年27倍估值，对应市值为92.3亿，再加上北汽新能源的10亿股权，公司合理价值在102.3亿元，价格为10.8元。参考可比公司PB与ROE水平，公司合理PB应在2倍左右，合理价格12.0元。综合考虑给予公司目标价12元，“强烈推荐”评级。

➤ 风险提示：北汽整车销量不及预期；公司新业务不达预期；

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1178.80	1025.11	1247.97	2103.77	2751.15
增长率(%)	-7.89%	-13.04%	21.74%	68.58%	30.77%
净利润(百万元)	97.55	22.33	101.78	341.79	460.87
增长率(%)	62.51%	-77.11%	355.88%	235.81%	34.84%
EPS(元/股)	0.34	0.04	0.11	0.36	0.48
市盈率(P/E)	26.12	208.94	80.00	24.44	18.33

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**强烈推荐**

首次覆盖

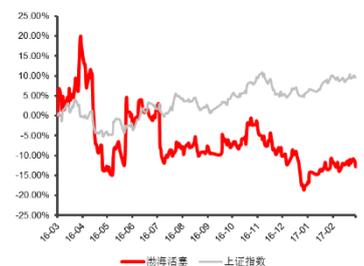
当前价格：8.8元

目标价格：12.0元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	951/513
流通A股市值(百万元)	4,508
每股净资产(元)	3.94
资产负债率(%)	35.84
一年内最高/最低(元)	12.36/7.96

一年内股价相对走势



马松 分析师

执业证书编号：S0590515090002

电话：0510-85613713

邮箱：mas@glsc.com.cn

郇莉

电话：0510-85613713

邮箱：ll@glsc.com.cn

相关报告

正文目录

1.	内燃机活塞行业龙头，成为北汽综合零部件上市平台	4
1.1.	内燃机活塞龙头，逐步加大对乘用车板块投入	4
1.2.	成为北汽综合零部件上市平台，掀开发展新篇章	5
2.	北汽处于发展快车道，为旗下零部件企业提供广阔空间	6
2.1.	北汽集团布局全面，增长强劲	6
2.2.	深度布局零部件行业，志存高远	7
3.	北汽轻量化平台，增量空间巨大	10
3.1.	轻量化是汽车行业未来发展方向，铝合金是主流	10
3.2.	燃油消耗限值和新能源汽车补贴退坡倒逼汽车轻量化大发展	11
3.3.	缸体缸盖轻量化正在加速，未来看好	12
3.4.	配套 A 系发动机，北汽自主快速放量	13
3.5.	新能源汽车轻量化长期发力	15
3.6.	依托滨州铝资源，成本优势明显	16
4.	动作频频，综合零部件平台面貌初显	17
4.1.	注入集团资产，快速增厚利润	17
4.2.	借助平台优势，成立合资独资公司	24
5.	盈利预测	26
6.	估值建议：给予“强烈推荐”评级	27
7.	风险因素	28

图表目录

图表 1：公司主要客户	4
图表 2：国内商用车近年销量和增速	4
图表 3：挖掘机近年销量及增速	4
图表 4：公司近年来的营收和扣非归母净利润	5
图表 5：公司业绩和商用车及工程机械销售相关	5
图表 6：公司本次收购的资产	5
图表 7：本次拟收购资产近年来的营收和业绩情况	6
图表 8：交易后公司的归母净利润将大幅增长（万元）	6
图表 9：北汽集团业务概况	7
图表 10：北汽集团 2016 年排名世界 500 强第 160 位	7
图表 11：北汽集团近年来汽车销量	7
图表 12：北汽相关乘用车近年来销售情况	8
图表 13：传统车的成本构成	8
图表 14：海纳川全球产业布局	8
图表 15：海纳川自成立以来合并营收情况（亿元）	9
图表 16：海纳川的营收结构目标	9
图表 17：各种轻量化材料性能参数比较	10
图表 18：北美轻型车铝合金用量大幅增长（单位：Kg）	10
图表 19：我国 2016-2020 乘用车平均油耗目标 单位：升/百公里	11
图表 20：2017 年新能源汽车补贴政策	12
图表 21：北汽集团今后发展目标	12
图表 22：铸铝缸体占比将逐年提升	13
图表 23：北汽自主品牌乘用车销量	14
图表 24：北汽自主品牌乘用车各车型配套发动机型号	14

图表 25: 北汽新能源轻量化技术发展及规划	15
图表 26: 北汽新能源销量及未来规划	16
图表 27: 滨州铝产业链情况	16
图表 28: 滨州铝产品产能及全国市场占比	16
图表 29: 渤海活塞近期在零部件领域的主要布局	17
图表 30: 金属油箱	18
图表 31: 塑料油箱	18
图表 32: 2015 年全球两类汽车油箱占比情况	18
图表 33: 2015 年全球主要塑料油箱供应商的市场份	18
图表 34: 北京彼欧英瑞杰近年产品销量	18
图表 35: 北京彼欧英瑞杰近年营收和利润情况	18
图表 36: 翰昂(北京)近年营收和利润情况	19
图表 37: 翰昂(北京)近年毛利率和净利率水平	19
图表 38: 2016Q1 翰昂(北京)的主要客户占比	19
图表 39: 翰昂(北京)近年的产能和产量情况	19
图表 40: 国内近年汽车悬挂减震器产量	20
图表 41: 国内近年汽车减震器的市场规模	20
图表 42: 天纳克减震近年营收和利润情况	20
图表 43: 天纳克减震近年毛利率和净利率水平	20
图表 44: 天纳克减震近年的产能和产量情况	21
图表 45: 2016Q1 公司的客户结构	21
图表 46: 排气系统的结构	21
图表 47: 天纳克排气近年营收和利润情况	22
图表 48: 天纳克排气近年毛利率和净利率水平	22
图表 49: 2016Q1 天纳克排气的客户结构	22
图表 50: 泰安启程应收稳步增长	23
图表 51: 泰安启程盈利大幅改善	23
图表 52: 中国轮毂出口金额及占全球比例	23
图表 53: 中国铝车轮产量及占比	23
图表 54: 泰安启程与主要客户都签订了长期合同	24
图表 55: 近年来国内汽车的产量和	25
图表 56: 国内汽车起动车电池需求情况(万只)	25
图表 57: 国内乘用车油耗量 2020 年要达到 5L/百 km	25
图表 58: 国内起停系统渗透率有望快速上升	25
图表 59: 全新 MFA 奔驰基于 MFA2 平台的衍生车型	26
图表 60: 公司主营业务分拆	27
图表 61: A 股可比公司 PE 估值水平	27
图表 62: A 股可比公司 PB 估值水平	28
图表 63: 利润表预测摘要	29

1. 内燃机活塞行业龙头，成为北汽综合零部件上市平台

1.1. 内燃机活塞龙头，逐步加大对乘用车板块投入

公司是国内内燃机活塞行业龙头，营收占比超过 90%，产品覆盖汽车、船舶、工程等，以汽车应用为主，国内客户包括一汽、东风、潍柴、重汽、玉柴、康明斯、上汽、长安、广汽、福田、江淮、奇瑞、长城等众多主机厂配套，国内市场综合占有率达到 35%，特别是在国内欧 IV、欧 V 高端柴油机活塞市场的占有率高达 65%；海外客户则包括康明斯、卡特彼勒、GE、大众、菲亚特、科勒等国际知名厂商。公司的综合实力连续 30 年保持国内第一，国际排名第四，活塞产能 3000 万件/年，居世界单个工厂之首，目前年产量在 2000 万件左右。

图表 1：公司主要客户



来源：网络资料 国联证券研究所

公司业绩与商用车和工程机械景气度密切相关。2010 年受基建投资的拉动，国内商用车销量创出历史新高，达到 430 万辆，同比增长 29%。之后除了 13 年有小幅回暖外，商用车销量一路下行，到 2015 年，销量为 345 万辆，较 2010 年下滑 20%。工程机械与商用车的整体走势类似，以挖掘机作为代表，11 年之后行业整体处于下降通道中，15 年共销售挖掘机 5.8 万台，较 11 年的高点下滑幅度达到 68%。但 16 年以来，行业已有明显的复苏迹象，商用车和挖掘机的销量增速均已转正。公司产品主要配套国内商用车和工程机械，14 年对这两个行业的销售收入占总营收的 70% 以上，其业绩与这两个行业的景气度密切相关，且弹性明显。预计后续随着行业的复苏，公司传统活塞业务将会逐渐向好。

图表 2：国内商用车近年销量和增速

图表 3：挖掘机近年销量及增速



来源：中汽协 国联证券研究所



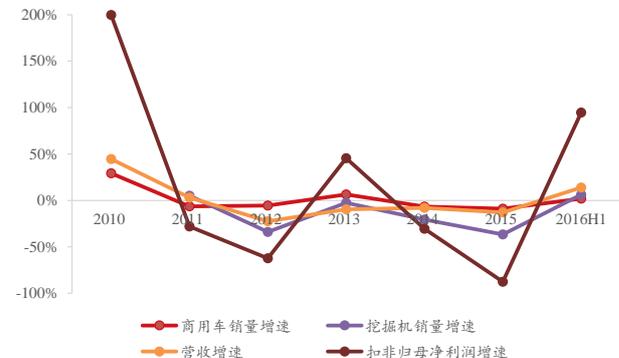
来源：工程机械协会 国联证券研究所

图表4：公司近年来的营收和扣非归母净利润



来源：公司公告 国联证券研究所

图表5：公司业绩和商用车及工程机械销售相关



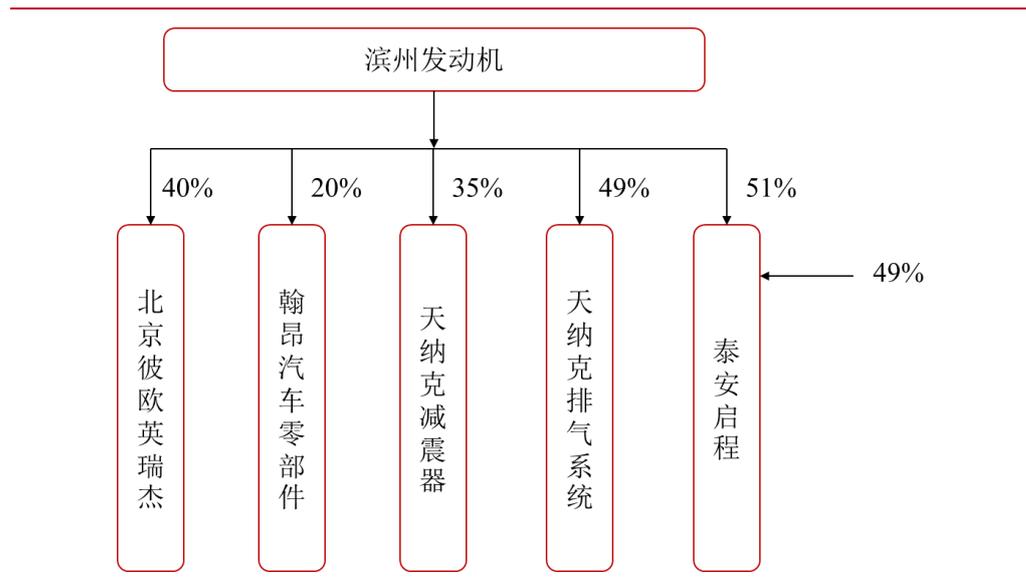
来源：公司公告 中汽协 国联证券研究所

大力加强对乘用车配套的投入。面对商用车销售持续表现不振的局面，公司加大了在乘用车活塞上的投入和新客户的拓展：15年，公司的乘用车活塞销量同比增长34.7%，实现了对南北大众的批量供货，全年供货量突破100万件，上汽通用五菱的畅销车型宝骏560也由公司独家配套，参与了多家乘用车厂新产品的试制开发，后续有望逐渐放量。

1.2. 成为北汽综合零部件上市平台，掀开发展新篇章

公司原本隶属于滨州市国资委，15年6月，滨州市国资委将其所持有的公司股份以无偿划转的方式转让给北汽集团，北汽集团成为公司的控股股东。16年11月，公司通过发行股份以及支付现金的方式收购了滨州发动机100%股权和泰安启程49%的股权，其中滨州发动机的交易对方海纳川和渤海活塞同受北汽集团控制。本次交易完成后公司的产品由单一的内燃机活塞拓展至汽车塑料燃油箱和塑料加油管（英瑞杰），汽车空调模块和系统（翰昂），机动车减振器、独立悬挂和减振器总成（天纳克减振），汽车排气系统（天纳克排气），铝合金车轮（泰安启程），铝制发动机缸体缸盖及车身结构件（滨州发动机）等，成为了北汽的综合零部件上市平台。

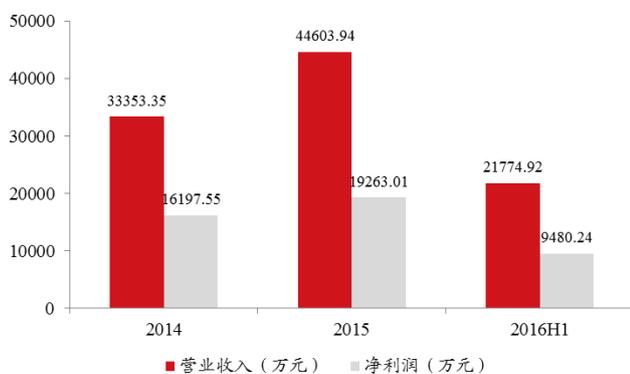
图表6：公司本次收购的资产



来源：公司公告 国联证券研究所

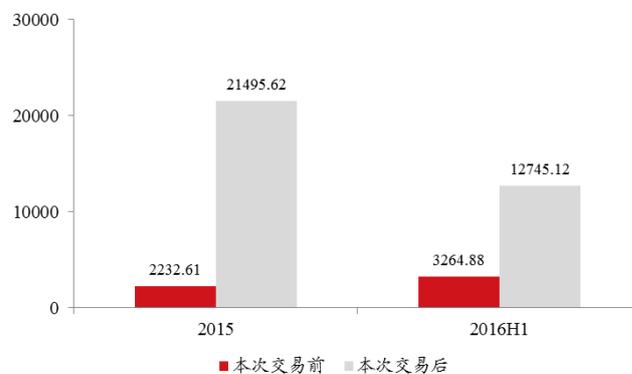
本次收购丰富了公司的产品线，确认了公司北汽综合零部件上市平台的地位。目前滨州发动机的主体业务还未开展，利润贡献主要来自于其参股企业的投资收益，与公司原有的活塞业务受商用车周期的明显影响不同，标的公司主要给乘用车供货，业绩稳定性更强，其近两年一期的净利润持续增长，16H1 标的公司的净利润是渤海活塞同期净利润的 290%，收购后公司利润将得到显著增厚。

图表 7：本次拟收购资产近年来的营收和业绩情况



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 8：交易后公司的归母净利润将大幅增长(万元)



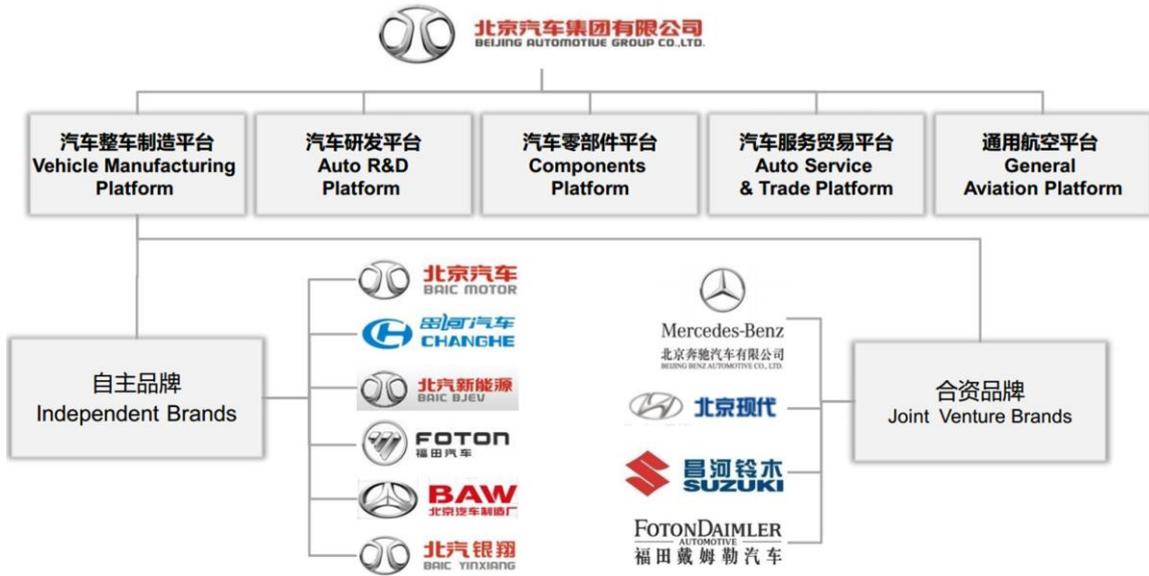
来源：公司公告、国联证券研究所

2. 北汽处于发展快车道，为旗下零部件企业提供广阔空间

2.1. 北汽集团布局全面，增长强劲

北京汽车集团是国内第五大汽车集团，整车产品涵盖轿车、越野车、商用车和新能源汽车各个种类，拥有“北京”、“绅宝”、“昌河”、“福田”等自主品牌，引进了“现代”、“梅赛德斯·奔驰”、“铃木”等国际品牌，拥有包括乘用车、越野车、商用车、新能源汽车和动力总成技术的专业研发机构，建立了涵盖汽车零部件、汽车服务贸易、进出口和汽车金融的完整产业链。

图表 9：北汽集团业务概况



来源：北汽集团、国联证券研究所

近年来北汽集团的汽车销量保持持续增长，由 2010 年的 150 万辆增长至 2016 年的 285 万辆，营收规模也由 1500 亿元增长至 4000 亿元左右。2016 年公司排名世界 500 强第 160 位，综合实力十分突出。

图表 10：北汽集团 2016 年排名世界 500 强第 160 位



来源：北汽集团、国联证券研究所

图表 11：北汽集团近年来汽车销量



来源：北汽集团、国联证券研究所

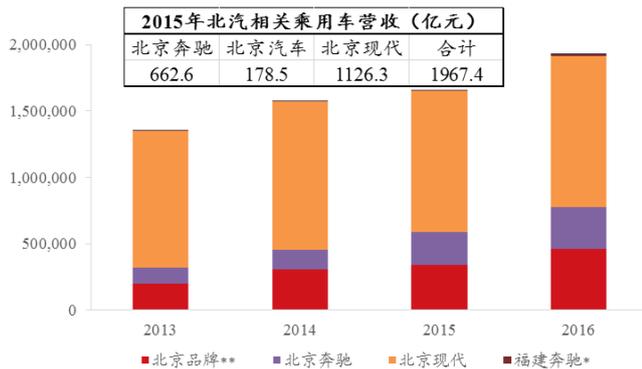
北汽集团提出了到 2020 年汽车产销量 450 万辆，营业收入 6200 亿元，利润总额 400 亿元，集团规模和实力位居中国汽车行业第一梯队，跻身全球汽车行业前 12 位、世界 500 强前 100 位的战略目标。根据此目标，北汽整车销量和营收 2016 年到 2020 年的复合增长率将达到 12.1% 和 10.7%。

2.2. 深度布局零部件行业，志存高远

深度布局零部件行业，北汽快速成长提供广阔空间。与很多整车厂不同，北汽集团将零部件业务作为主营业务，对于其发展寄予厚望。其旗下的零部件业务可以充分

受益于集团整车销量的持续增长。我们简单计算北汽相关乘用车板块的零部件市场空间：2015年，北京奔驰、北京现代和北京汽车的营收总规模已达到近2000亿元，假设零部件成本占营收的40%，除去合计占比约25%发动机和传动系统（由北京汽车动力总成有限公司提供），15年北京汽的乘用车板块可以给予其零部件企业的市场空间就高达600亿元，叠加福田50万辆左右的商用车销量，市场空间更为可观。后续随着整车销量的不断增长，北汽的零部件板块成长空间广阔。

图表12：北汽相关乘用车近年来销售情况

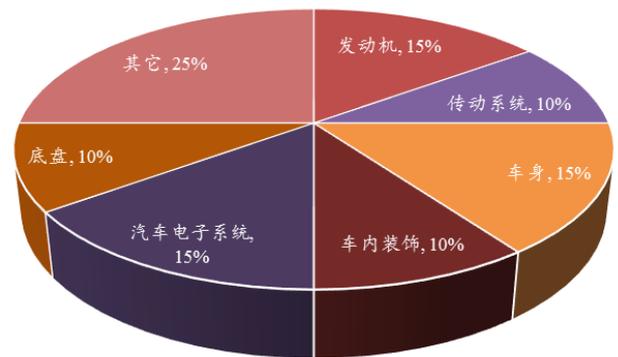


来源：北京汽车公告 国联证券研究所

*北京品牌包含绅宝、北京和威旺三个系列；

** 16年北汽受让福建奔驰35%股权

图表13：传统车的成本构成



来源：国联证券研究所

北汽集团于2008年成立了零部件平台海纳川，通过自建、收购以及与国内外知名的零部件企业合作（包括江森自控、李尔、海拉、天纳克、莱尼、英瑞杰、翰昂、三河因派克、延峰、亚太等），产品覆盖“汽车内外饰系统、汽车电子控制系统、汽车底盘系统、汽车动力系统、汽车车身系统”等，客户遍及全球，包括国内国外超过40家整车企业。目前海纳川旗下所属企业50余家，在全球9个国家有32个基地/中心，员工达到1.7万名。通过收购滨州发动机，海纳川成为上市公司的第一大股东。

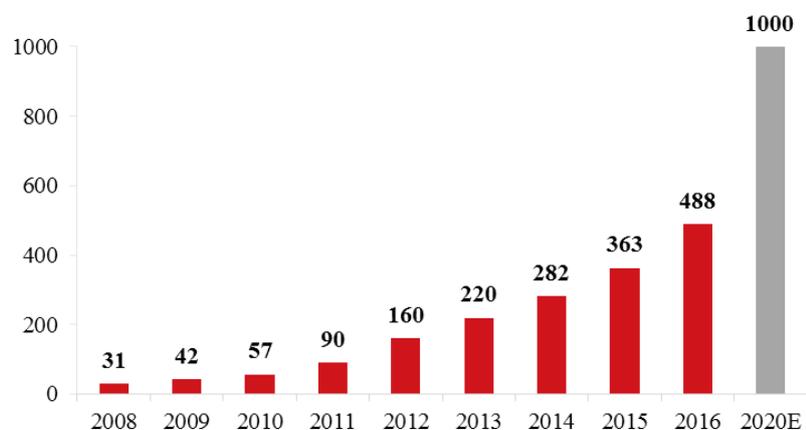
图表14：海纳川全球产业布局



来源：海纳川官网 国联证券研究所

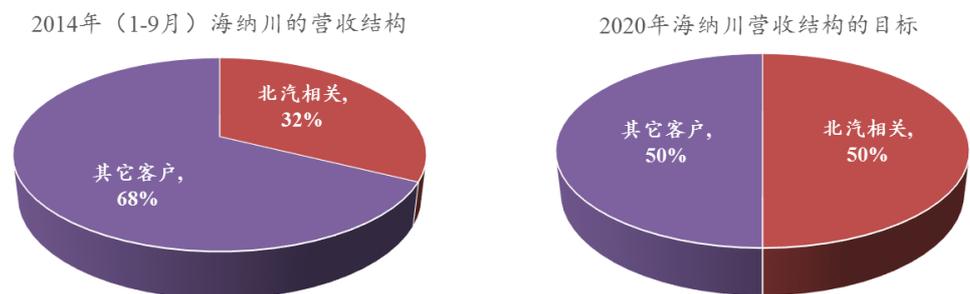
零部件板块成长迅速，志存高远。依托北汽集团，借助内生和外延的共同发力，海纳川近年来发展迅速。2015年，其销售收入达到363亿元，合并报表收入达到139亿元。根据我们前面的测算，2015年，仅北汽乘用车板块可以为海纳川提供的市场空间已经达到600亿元，而2014年1-9月，海纳川的营收中仅有32.4%来自关联方，后续可以提升的空间明显。海纳川到2020年目标实现销售收入1000亿元，合并报表收入突破600亿元，在1000亿元的营收中有50%来自北汽的市场，50%则来自于国内其它厂商乃至全球的市场，成为全球汽车零部件的前三十位。

图表 15：海纳川自成立以来合并营收情况（亿元）



来源：网络资料 国联证券研究所

图表 16：海纳川的营收结构目标



来源：网络资料 国联证券研究所

渤海活塞作为北汽 A 股唯一的零部件上市平台，将显著受益于北汽零部件板块的快速成长。目前渤海活塞已被确立为北汽的轻量化平台，同时也在积极开展智能化和电动化相关零部件的开发等工作，预计后续渤海活塞的产品将逐步丰富，并受益于北汽的快速成长。

3. 北汽轻量化平台，增量空间巨大

滨州发动机作为北汽轻量化平台，将承接北汽传统燃油车和新能源汽车的轻量化零部件制造。渤海活塞收购的滨州发动机成立于2014年8月，成立以来一直进行着发动机部件生产项目的筹建工作。按照规划，项目分两期建设。一期分为两个阶段，一阶段将完成年产10万台缸体、缸盖铸造和机加生产线建设，已经于16年底投产；二阶段将形成年产25万台的缸体、缸盖铸造、机加生产能力，2017年底投产。目前本次募集配套资金到位后，项目建设将进一步加快。

3.1. 轻量化是汽车行业未来发展方向，铝合金是主流

轻量化是汽车行业未来最确定的发展方向之一。近二三十年来，随着资源价格的高涨和全球对环境问题的关注，汽车行业减排一直是一个重要议题。因此在提高发动机燃油经济性的同时，不断降低整车的重量就成为减排的重要手段。实验证明，若燃油汽车整车重量降低10%，燃油效率可提高6%-8%；汽车整备质量每减少100Kg，油耗可降低0.3-0.6L/100Km。对新能源汽车来讲，轻量化的需求则更为迫切，电池重量占据了整车大部分重量，使得同级别的电动车比燃油车重20%。电动汽车的轻量化对降低能耗提升续航里程至关重要，如此还能有效降低纯电动车的价格。因此不管燃油车还是新能源汽车，轻量化都是未来持续的发展方向。

铝合金是轻量化最成熟的解决方案之一。汽车轻量化主要体现为零部件的轻量化。材料上，除去增强塑料使用量的不断增加外，发动机、车身的关键汽车钢铁铸件不断被质量轻的铝铸件取代。新一代汽车中钢铁黑色金属用量将大幅度减少，而铝和镁合金用量显著增加。从几种轻量化材料的对比来看，铝合金的性价比优势最为明显。

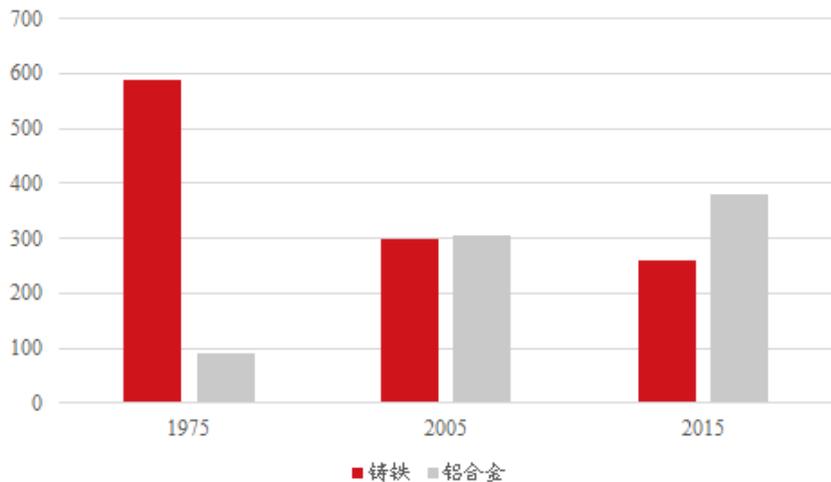
图表 17：各种轻量化材料性能参数比较

品种	密度 (g/cm ³)	抗拉强度 (MPa)	比强度	价格(万元/吨)	质量减轻比率(相比于钢制件)
高强度钢	7.9	900	110		<10%
铝合金	2.7-2.8	315	120	1.8-2	≈30%
镁合金	1.8	280	150	2-2.5	35%-45%
碳纤维	1.8	3500	1900	20-30	≈50%

来源：国联证券研究所 注：部分数据为估计值

发动机关键零部件、车身等都在使用铝合金铸件。在对油耗法规相对宽松的北美地区，轻型车平均单车铝合金的用量已经从2005年的约300Kg增长至2015年的380公斤。

图表 18：北美轻型车铝合金用量大幅增长（单位：Kg）

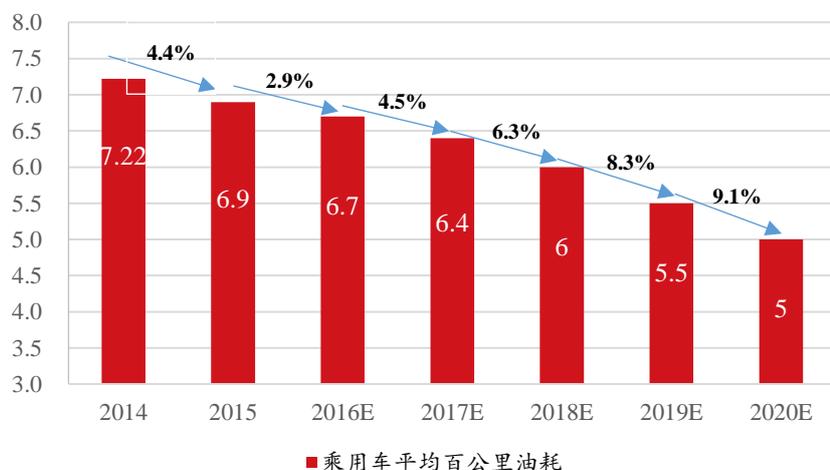


来源：中国知网 国联证券研究所

3.2. 燃油消耗限值和新能源汽车补贴退坡倒逼汽车轻量化大发展

2016年1月1日，国内乘用车燃料消耗量**第四阶段标准**正式开始实施。新标准对汽车企业提出了更高要求，也被称为“有史以来最严格的标准”。第四阶段标准沿用第三阶段标准采用的“**车型燃料消耗量限值+企业平均燃料消耗量目标值**”的评价体系，分别加严单车燃料消耗量限值和企业平均目标值要求，通过对单车和企业同时考核，实现2020年国产乘用车平均油耗降至百公里5.0升的目标，**2015年我国乘用车行业平均燃料消耗量实际值为百公里7.04升（不考虑新能源乘用车和出口乘用车），即使考虑新能源乘用车的贡献，平均燃料消耗量为6.65升/100公里，要达到2020年的目标，百公里油耗量需下降33%，凸显了国内乘用车企业的降低油耗的压力。**

图表 19：我国 2016-2020 乘用车平均油耗目标 单位：升/百公里



来源：工信部 国联证券研究所

按照相关要求，对于平均油耗不能达标的车企将遭受公开通报、暂停新产品申报、

暂停新建企业和扩大产能项目的审批等处罚措施。另外根据工信部发布的《乘用车企业平均燃料消耗管理办法》，不达标企业还将需要缴纳巨额罚款。这将使得传统燃油车有很大动力去改善油耗。

新能源汽车发展亟需轻量化支持。新能源汽车为解决里程焦虑，多装电池提高续航里程是必须的，因此轻量化就成为更为迫切的需求。减轻整车100kg-200kg的质量，在不改变续航里程的前提下，可以使电池容量下降2-4kWh，亦即可以节约4000-8000元的电池成本，同时也有效改善了整车的性能、降低了能耗。从我国对新能源汽车的补贴政策来看，轻量化的车型也是非常受益的。根据最新调整的新能源汽车补贴政策，乘用车仍然以续航里程作为补贴标准，轻量化的车型可以满足更高续航从而获得更高补贴。

图表 20：2017 年新能源汽车补贴政策

车辆类型 (单位: 万辆)		纯电动续航里程 R(工况法、公里)			
		100≤R<150	150≤R<250	R≥250	R≥50
纯电动乘用车	2017	2	3.6	4.4	/
	2016	2.5	4.5	5.5	
插电式混合动力乘用车 (含增程式)	2017	/	/	/	2.4
	2016	/	/	/	3

来源：工信部 国联证券研究所

3.3. 缸体缸盖轻量化正在加速，未来看好

汽车的轻量化包括了发动机的轻量化与底盘、车身的轻量化。车身的轻量化走的比较早，目前处于持续深化中。发动机的轻量化是近十年来兴起的，主要是缸体缸盖、气门、进气歧管、机油滤外壳等，其中价值量占比最大的是铸铝缸体缸盖。

图表 21：北汽集团今后发展目标



来源：网络图片 国联证券研究所

从发展来看，铸铝缸体缸盖正处于加速发展期。根据机械工业第九设计研究院统计，铸铝缸体占比已经达到 16.84%，对铸铁缸体的替代正处于加速过程中。

图表 22：铸铝缸体占比将逐年提升



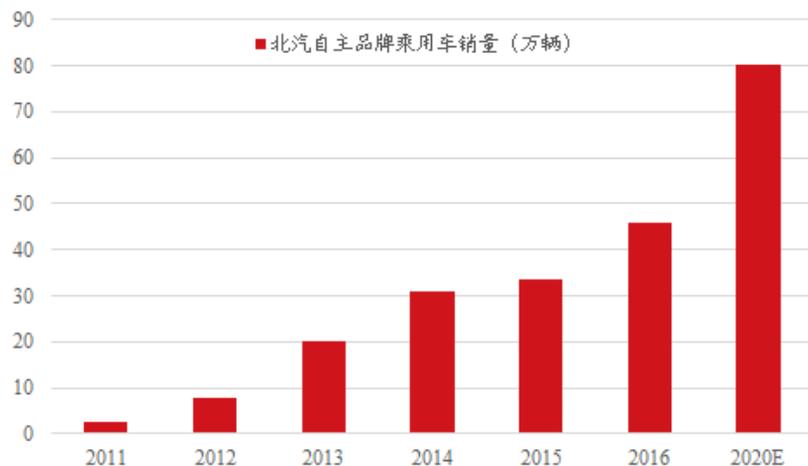
来源：机械工业第九设计研究院 国联证券研究所

3.4. 配套 A 系发动机，北汽自主快速放量

先期供货北汽 A 系发动机，后续有望进入奔驰配套。根据滨州发动机与北京汽车动力总成公司达成的合作意向，投产后公司将为北汽 A151NA 平台（即 A151 和 A131 两款发动机）和 A150TD 平台（即 A150TD 和 A150D 两款发动机）缸体、缸盖、曲轴的供货意向。除此之外，滨州发动机正在参与奔驰全球新一代发动机缸体、缸盖项目的投标及报价。奔驰全球的供应商选择包括 5 个阶段，分别为：（1）供应商考核、确定备选供应商目录；（2）备选供应商取得 RFQ 询价包并进行报价；（3）供应商定点；（4）定点入围供应商进行产品试制和验证；（5）签署供货协议并供货。目前公司已经成为 5 家备选供应商之一，进入第二阶段的报价环节。

自主品牌整体崛起，北汽集团自主品牌发展渐入佳境。09 年金融危机期间，北汽集团以 2 亿美元收购了瑞典萨博 3 个整车平台和 2 个系列涡轮增压发动机技术资产，开启了北汽自主品牌的发展之路。虽然起步较晚，但 6 年间自主品牌发展速度有目共睹，从最初的 2 万多辆增长到 2016 年的 45 万辆。在自主品牌的投入上，北汽集团毫不逊色其他车企，推出的北汽绅宝品牌定位于中高端乘用车，已经在国内激烈的乘用车市场上站稳脚跟。北汽自主品牌计划到 2020 年销量达到 80 万辆。2015-2016 年间自主品牌长时间的积累终于达到一个收获期，以吉利博越、广汽传祺 GS 为代表的自主车型获得了极大成功，自主品牌的产品品质逐渐得到广泛认可。我们认为自主品牌的崛起已经到达拐点，特别是在 SUV 领域，国产品牌的所向披靡按照中汽协副会长董扬的看法，是因为国产品牌具备了足够的比较优势，我们深以为然。在此背景下，我们坚定看好北汽自主品牌的未来发展。

图表 23：北汽自主品牌乘用车销量



来源：北京汽车公告 国联证券研究所

零部件配套能力亟需跟进。北汽自主品牌的一大看点是在 SAAB 平台上开发的自主发动机技术,主要有北汽动力总成公司实施。北汽动力总成公司成立于 2009 年,是北汽集团搭建的专业化动力总成平台。目前已形成年产 40 万台先进汽油机、30 万台 CVT 变速器、30 万台 MT 变速箱的生产能力。本次渤海活塞配套的 A 系发动机, A151NA 是自然吸气型, A150TD 是缸内直喷增压型。按照北汽的战略规划,绅宝车型未来将全面采用自主研发的发动机。从 16 年的情况来看,主力车型 X25、X35、X55 都已经使用了 A151 发动机,预计在 15 万台以上。随着绅宝规模的进一步扩大,2020 年将翻倍,发动机零部件配套能力亟需跟进。

图表 24：北汽自主品牌乘用车各车型配套发动机型号

品牌	车型	2016 年销量	发动机
北京汽车	北京 20	17783	三菱 4A91T
	北京 40	9217	新光 G4CA
	北京 80	779	萨博 2.3T 涡轮增压
北汽威旺	北汽威旺 M30	121153	BJ415B
	北汽威旺 M50	13153	A151NA
	北汽威旺 S50	23423	三菱 4A91T
绅宝	绅宝 CC	554	B205RGA
	绅宝 D20	3071	A131/A151
	绅宝 D50	6470	A151/4A91T
	绅宝 D50 电动	18740	NA
	绅宝 D70	997	B205R
	绅宝 D80	37	B235/185RGA
	绅宝 X25	81359	A151
	绅宝 X35	74182	A151
	绅宝 X55	31298	A151/4A91T
	绅宝 X65	8372	B205EFA

来源：北京汽车公告 国联证券研究所

目前滨州发动机一期一阶段已经达到预定产能，年产 10 万套缸体缸盖，预计 17 年将实现 2.5 亿左右的营业收入，净利润 2500 万。

3.5. 新能源汽车轻量化长期发力

渤海活塞未来有望成为北汽新能源轻量化零部件的主力供应商。在新能源汽车方面，北汽集团控股渤海活塞后，将上市公司定位汽车铝合金制品零部件生产商，形成轻量化、新能源汽车配件产业链，为包括北京新能源在内的客户提供铝合金零部件产品，在减轻车身重量的同时提高电动汽车的续航能力。募投项目中，前瞻技术研究院在轻量化方面着重于变形铝合金车身及底盘的成型与连接技术的研发，新能源汽车应用铝合金可有效降低 100-300kg 重量，有效增强车辆续航里程。未来公司将逐步成为北汽新能源轻量化零部件的主力供应商。

铝合金部件在新能源汽车上大有可为。新能源汽车由于电池重量的增加，一般会比同级别的燃油车重量重 15%，因此轻量化是新能源汽车的迫切需求。车身、内外饰和底盘占整车大半部分质量，通过底盘和车身的轻量化可以最有效达成整车的轻量化。目前全铝车身、铝合金底盘都是新能源汽车轻量化的热点研究领域。由于成本较高，全铝合金车身之前只应用在高端车型上，如捷豹路虎、特斯拉等，如今随着成本的下探和轻量化需求的增加，中低端的电动车也开始将全铝车身作为可选之一，如奇瑞小蚂蚁和北汽 ARCFOX 等。美国市场研究机构 Ducker 的研究，2015 年全球仅有 1% 的汽车为全铝车身，到 2025 年，这一数字将达到 18%。此外在动力电池壳体等其他零部件方面，铝合金也大有可为。

轻量化是北汽集团的三大核心技术之一。北汽将轻量化技术作为集团“智能化、电动化、轻量化”三大核心技术之一，集团规划将所有在开发车型的平均单车整备质量到 2017 年下降 5%，到 2020 年比 2017 年再下降 5%。因此北汽在轻量化方面投入颇多。在新能源汽车方面，北汽的全铝车身微型电动车即将发布，未来全铝车身有望引入北汽大部分新车型中。

图表 25：北汽新能源轻量化技术发展及规划

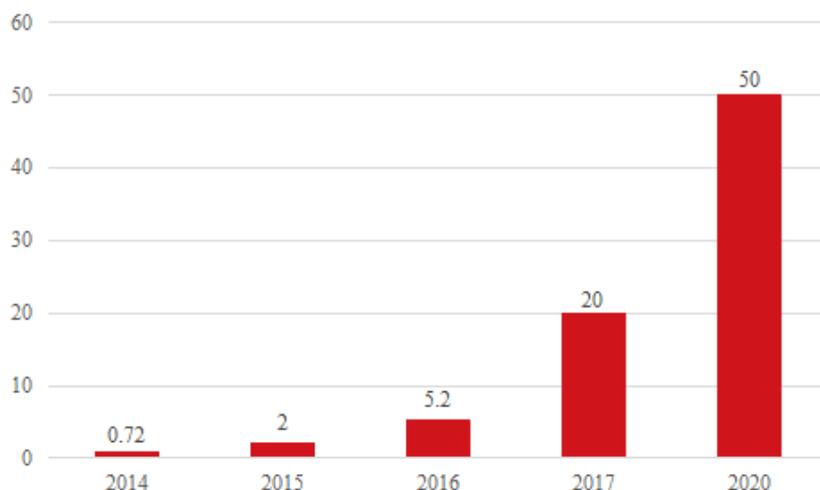


来源：百度文库 国联证券研究所

到 2020 年新能源汽车铝合金部件潜在空间可达 200 亿。根据中国制造 2025 规划，到 2020 年国内新能源汽车自主品牌产销量将达到 100 万辆以上。如果届时新能源汽车全部使用全铝车身，再加上电池壳体和轻量化悬架等主要零部件，单车铝合金用量价值将达 2 万左右，潜在的市场空间高达 200 亿。

北汽新能源发展长期看好，轻量化部件需求强劲。北汽集团旗下新能源汽车发展分为两块，北汽新能源汽车主要从事的是电动乘用车市场，而北汽福田主要开发电动客车和电动专用车。作为国内六大汽车企业集团中唯一一个独立出来成立子公司来推动新能源汽车发展的企业，北汽对新能源汽车的发展空前重视，倾注了大量努力。依靠着北京市的牌照红利，公司纯电动乘用车起步良好。经过几年的积累，公司车型实现了广泛覆盖，并逐渐走出北京市场，在全国其他主要的新能源汽车推广城市发力。北汽新能源 2017 年计划销售新能源汽车 20 万辆，同比增长四倍，并计划到 2020 年达到产销 50 万辆。

图表 26：北汽新能源销量及未来规划



来源：北京汽车相关资料 国联证券研究所

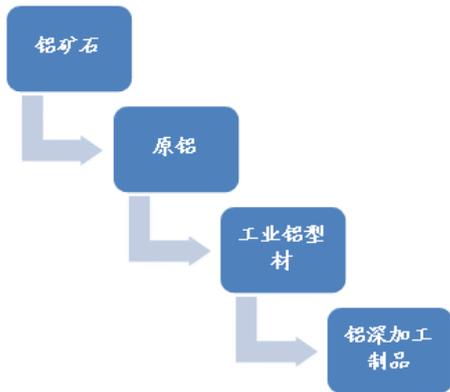
作为北汽集团旗下轻量化零部件平台，渤海活塞将随着北汽新能源的发展一同壮大。中性估计下，到 2020 年北汽新能源有望实现 20 万辆销售，潜在的铝合金轻量化零部件需求可达 40 亿左右。

3.6. 依托滨州铝资源，成本优势明显

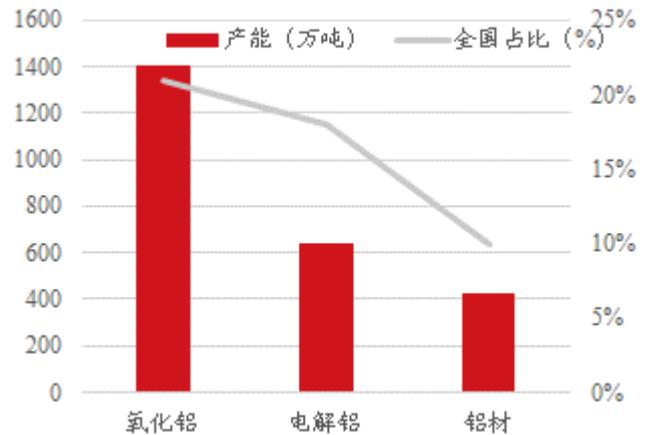
滨州铝加工资源丰富，发展轻量化优势明显。滨州是国内重要的铝产品加工基地，具备完整的铝产品产业链，从热电——采矿——氧化铝——原铝——铝精深加工——新材料”。目前滨州的氧化铝产能占到全国 21%，电解铝和铝材各占 18% 和 10%。

图表 27：滨州铝产业链情况

图表 28：滨州铝产品产能及全国市场占比



来源：国联证券研究所



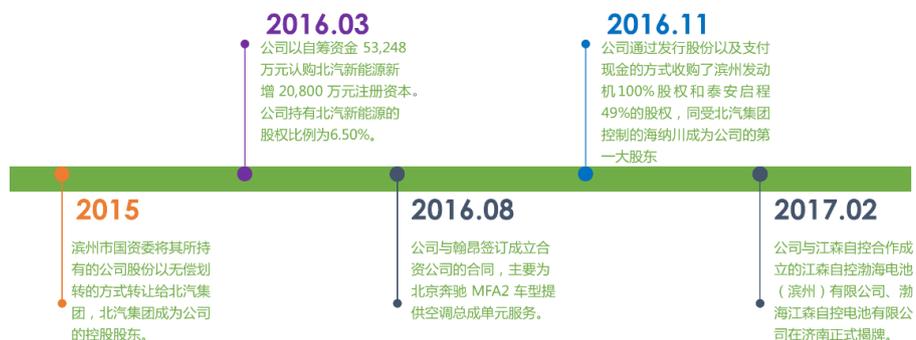
来源：国家统计局 国联证券研究所

较好的资源禀赋和铝产业集聚效应使得滨州成为铝深加工的沃土，因此也成为汽车铝合金轻量化材料的首选之地。渤海活塞依托滨州地区丰富的铝资源，在轻量化铝制零部件方面将具备得天独厚的优势。

4. 动作频频，综合零部件平台面貌初显

渤海活塞原本业务仅覆盖内燃机活塞，成为北汽零部件上市平台后，动作频频。通过收购以及成立合资公司等途径，公司的产品线逐渐丰富，除了上文介绍的轻量化相关业务以外，公司目前还新增了塑料油箱、空调系统、减振器、排气系统、轮毂、电池等产品。此外公司还参股北汽新能源，不仅能获得投资收益，又可以加强与北汽新能源的合作，分享其快速发展的红利。我们预计北汽后续将通过以渤海活塞为主体成立独资、合资公司布局其它零部件产品、注入集团的零部件资产以及外延收购等方式进一步将其上市零部件平台做强做大。

图表 29：渤海活塞近期在零部件领域的主要布局



来源：国联证券研究所

4.1. 注入集团资产，快速增厚利润

4.1.1 塑料油箱：北京彼欧英瑞杰汽车系统有限公司

油箱是汽车重要的功能和安全部件，目前得到广泛应用的汽车油箱主要有两种：

金属油箱和塑料油箱。早期的汽车油箱大多采用了金属材质，一般是铁质油箱，之后随着工程塑料技术的发展，越来越多的车型选择使用塑料油箱，因为其具有耐腐蚀性好、易加工成型、使用寿命长等优点，能够延长发动机使用寿命，降低整车的污染排放指标等。

图表 30：金属油箱



来源：网络资料 国联证券研究所

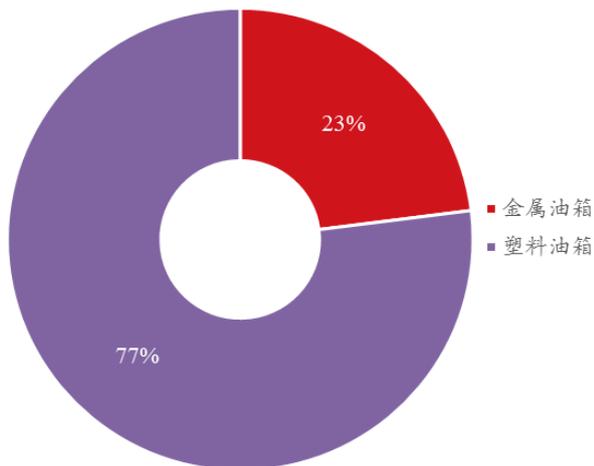
图表 31：塑料油箱



来源：网络资料 国联证券研究所

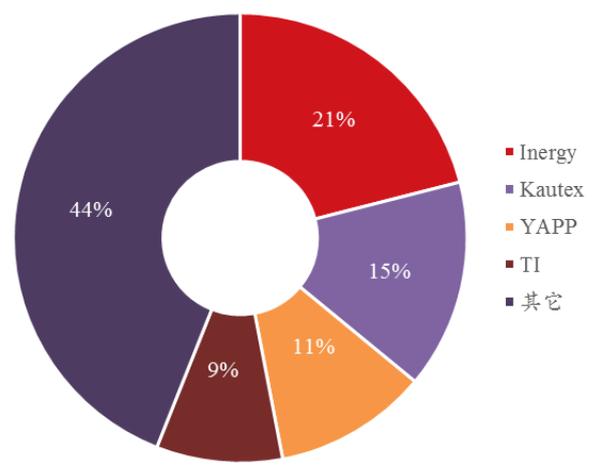
2015 年塑料油箱在全球已占据了 77% 的市场份额，在欧美发达国家的使用率已达到 90%。在国内市场，客车和卡车上仍主要使用金属油箱，而乘用车上塑料油箱已有 70% 装配率。北京彼欧艾瑞杰的控股股东艾瑞杰是全球最大的塑料油箱供应商，15 年艾瑞杰共交付燃油系统 1800 万套，占据了 21% 的市场份额，其主要的竞争对手考蒂斯、亚普、邦迪等的市场份额则分别为 15%、11% 和 9%。

图表 32：2015 年全球两类汽车油箱占比情况



来源：艾瑞杰年报 国联证券研究所

图表 33：2015 年全球主要塑料油箱供应商的市场份额

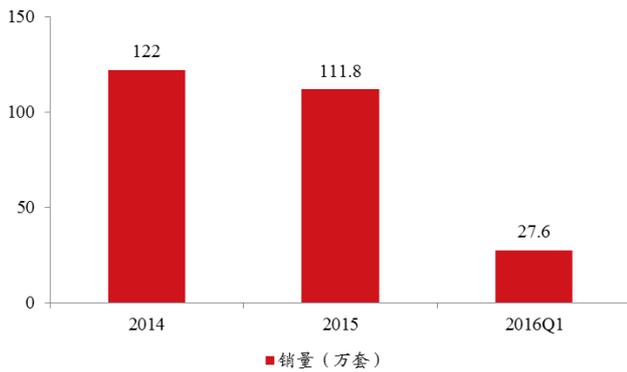


来源：艾瑞杰年报 国联证券研究所

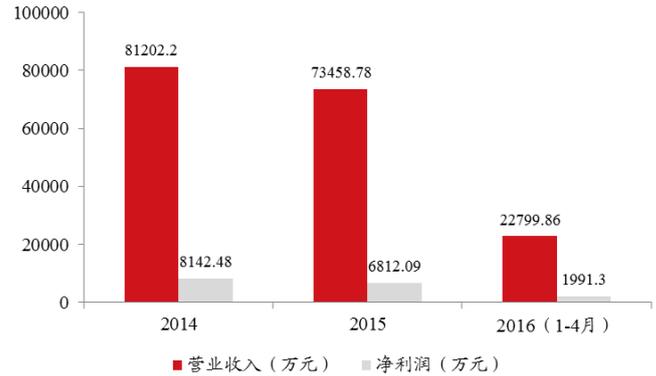
北京彼欧艾瑞杰目前的产能为 125 万套，产能利用率维持在 90% 左右，主要客户包括北京现代、上海通用、北京奔驰等。15 年公司的营收有所下滑，预计主要是因为上海通用的采购额明显下滑，后续随着客户结构的调整以及塑料油箱的渗透率进一步提升，北京艾瑞杰有望重回上升通道，保持稳健成长。

图表 34：北京彼欧艾瑞杰近年产品销量

图表 35：北京彼欧艾瑞杰近年营收和利润情况



来源：公司公告 国联证券研究所



来源：公司公告 国联证券研究所

4.1.2 汽车空调：翰昂汽车零部件（北京）有限公司

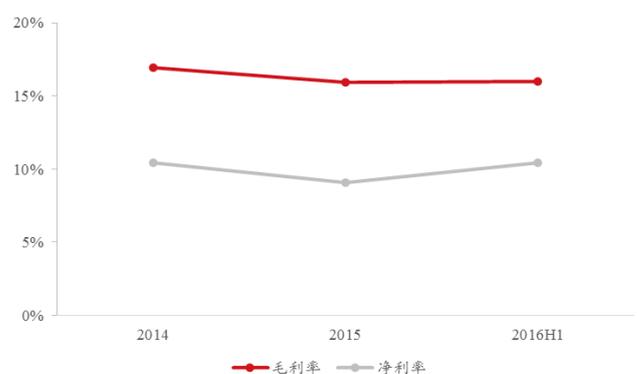
随着汽车工业发展的日趋成熟以及人们对于汽车驾乘舒适性要求的日益提升，目前汽车空调的装配率已处于较高水平，汽车空调行业的增速与整车销售增速逐步趋于一致。翰昂汽车零部件（北京）有限公司的外资股东 HANON SYSTEM 是全球第二大汽车空调生产企业，与其主要竞争对手全球排名第一的日本电装相比价格具有优势。目前公司拥有翰昂北京 20% 的股权。公司 15 年营收和利润有所下滑，16 年得到修复，16H1 实现营收和净利润分别为 15.2 亿元和 1.58 亿元。公司的盈利能力较为稳定，毛利率和净利率维持在 16% 和 10% 左右。

图表 36：翰昂（北京）近年营收和利润情况



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 37：翰昂（北京）近年毛利率和净利率水平

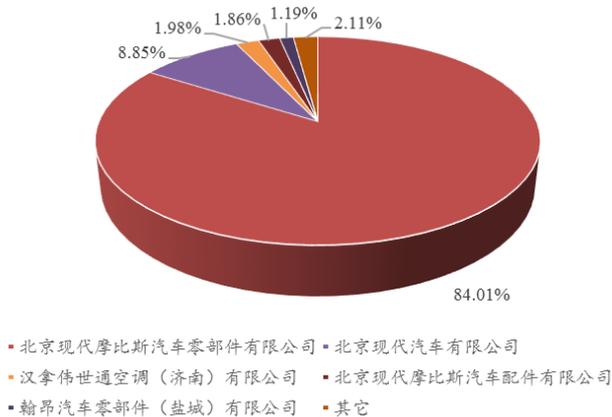


来源：公司公告、国联证券研究所

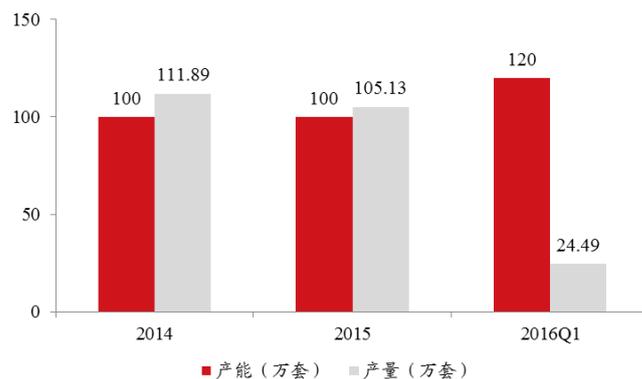
翰昂北京客户结构稳定，主要为北京现代摩比斯供应空调模块，同时也直供北京现代空调系统，其排名前五的客户均为现代和翰昂的关联企业方，营收合计占比达到 98%。公司往年产能一直处于偏紧装填，产量一直高于产能。16 年公司产能由 100 万套提升至 120 万套，后续预计公司业绩将保持稳健。

图表 38：2016Q1 翰昂（北京）的主要客户占比

图表 39：翰昂（北京）近年的产能和产量情况



来源：公司公告 国联证券研究所



来源：公司公告 国联证券研究所

4.1.3 减震器：天纳克（北京）汽车减震器有限公司

随着人们对于汽车驾乘舒适性要求的不断提高，减振器的重要性和单车价值量均得到提升。近年来国内汽车减震器的产量和市场规模也稳步上升，增速始终保持在两位数。2015年国内汽车减震器的产量为2.5亿只，同比增长10.9%，市场规模为133亿元，同比增长13%。

图表 40：国内近年汽车悬挂减震器产量



来源：中国产业信息 国联证券研究所

图表 41：国内近年汽车减震器的市场规模

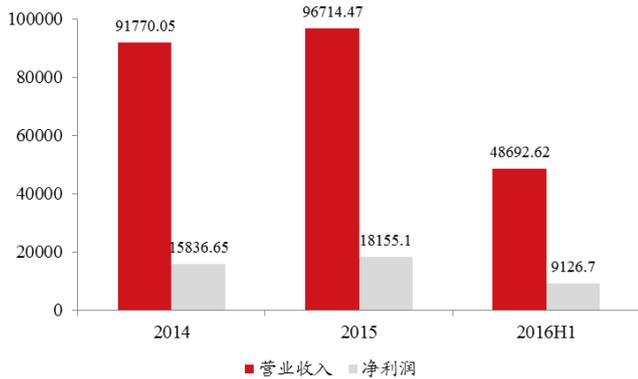


来源：中国产业信息 国联证券研究所

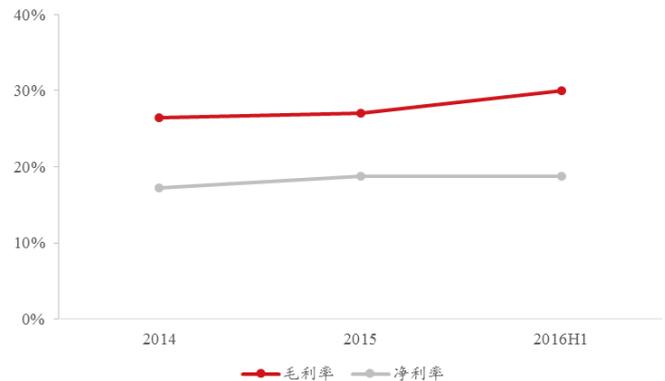
目前国内汽车减振器市场的集中度低，2015年，我国规模汽车减震器厂家有26家，年产量达到1.34亿支，占总产量的50%左右。自主零部件厂商在该领域已经具有较强的竞争力，但在高端产品领域，外资企业领先优势仍较为明显。天纳克（北京）汽车减震器有限公司的外资股东天纳克汽车经营有限公司在汽车悬挂系统领域全球领先，公司拥有天纳克减震35%的股权。天纳克近年来营收和利润均保持增长，毛利率有所抬升，净利率则相对稳定。

图表 42：天纳克减震近年营收和利润情况

图表 43：天纳克减震近年毛利率和净利率水平



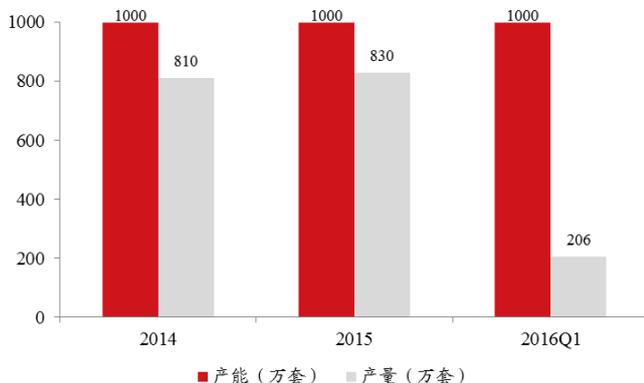
来源：公司公告 国联证券研究所



来源：公司公告 国联证券研究所

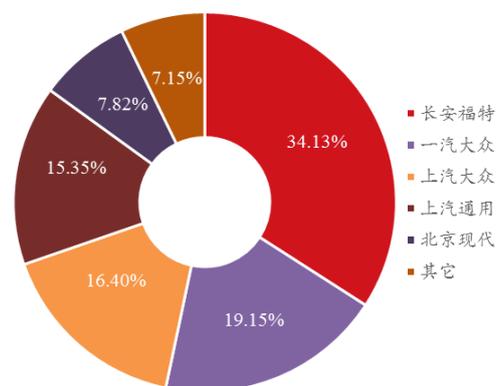
天纳克减震目前有 1000 万套的产能，年产量维持在 800 万套左右，产能仍有释放空间。而从公司的客户结构来看，长安福特、南北大众和上汽通用共占据了公司销售额的 85%。北汽相关乘用车中只有北京现代排在其客户的前五位，占其销售额的 7.8%。我们认为通过产能的释放以及北汽相关客户占比的提升，天纳克减震的业绩仍具有上行空间。

图表 44：天纳克减震近年的产能和产量情况



来源：公司公告 国联证券研究所

图表 45：2016Q1 公司的客户结构

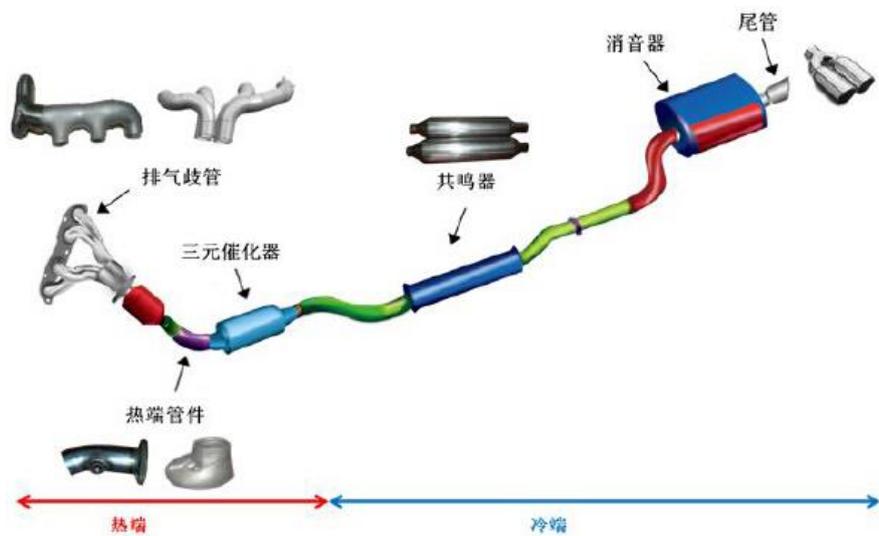


来源：公司公告 国联证券研究所

4.1.4 排气：天纳克（北京）排气系统有限公司

汽车排气系统主要是排放发动机工作所排出的废气，使排出的废气污染减少，噪音减小。此外，由于汽车排气系统尾部悬挂在外，所以排气系统还具有美观功能。其主要由 7 部分组成，包括排气歧管、热端连接管、挠性管、三元催化器、共鸣器、消音器及尾管。汽车排气系统属于成熟行业，2013 年全球汽车排气系统市场规模约为 317 亿美元，后续预期该行业与整车销售的增速相当。

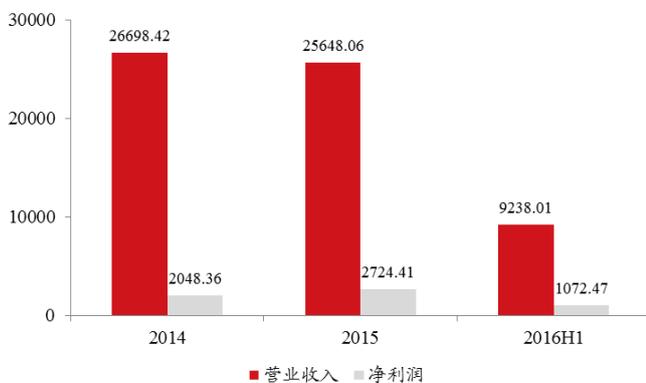
图表 46：排气系统的结构



来源：网络资料 国联证券研究所

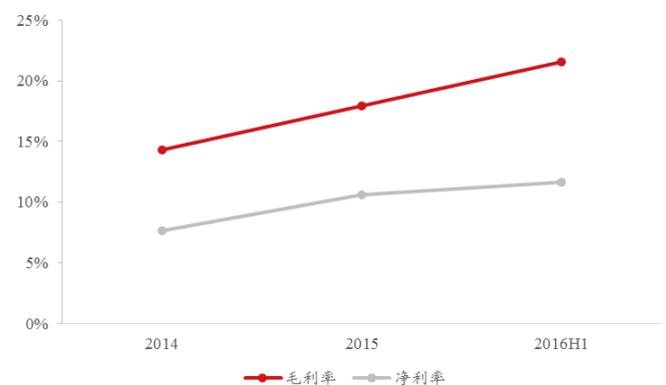
天纳克（北京）排气系统有限公司的外资股东和天纳克减震一样，为天纳克汽车经营有限公司，其在排气系统领域同样具有全球领先的实力。天纳克排气近年来营收表现较为稳定，但受益于毛利率和净利率水平的不断提升，公司净利润依旧有所增长。

图表 47：天纳克排气近年营收和利润情况



来源：公司公告 国联证券研究所

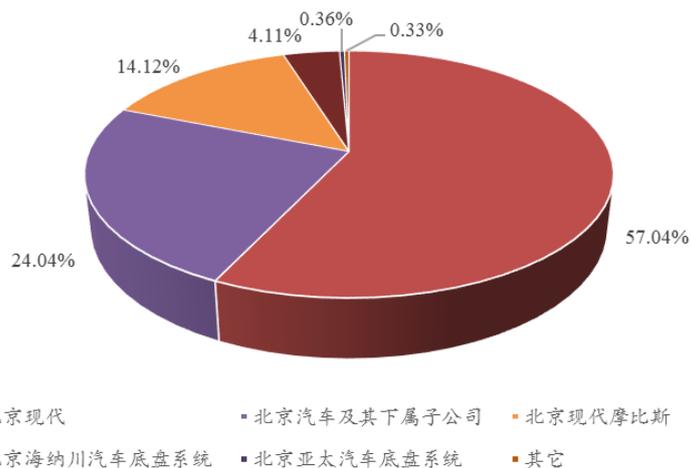
图表 48：天纳克排气近年毛利率和净利率水平



来源：国联证券研究所

天纳克排气目前的主要客户为北京现代、北汽集团的自主品牌，同时为长安汽车做一些代加工业务。天纳克排气立足现有市场和现有客户，取得和扩大北京现代第四工厂（沧州）、第五工厂（重庆）的业务以及北汽集团自主品牌在株洲和景德镇的业务，未来的业务增长点主要来自北京奔驰的业务（目前已在沟通合作）。

图表 49：2016Q1 天纳克排气的客户结构

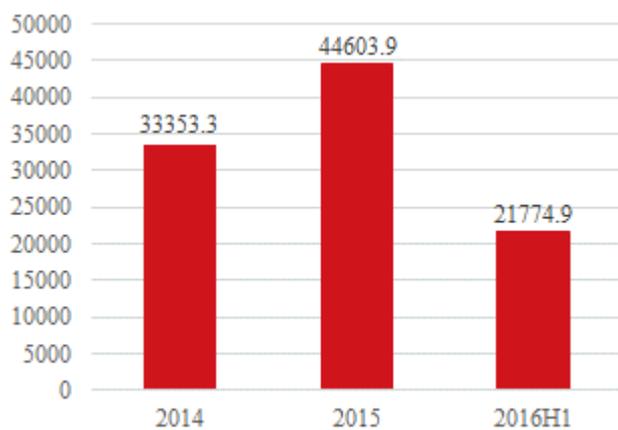


来源：国联证券研究所

4.1.5 铝合金轮毂：泰安启程

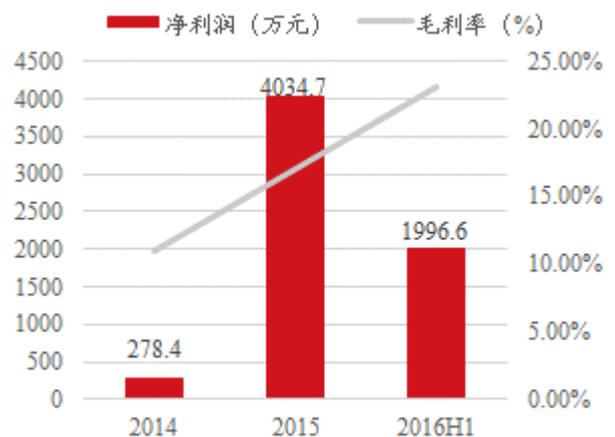
泰安启程成立于2012年，后于2013年引入北汽海纳川零部件控股。公司以铝合金轮毂为主导产品，主要用于出口欧美市场，目前正积极开发日本市场。公司的出口轮毂主要用于改装车配套。公司收购泰安启程的估值为35817.8万元，估值约10倍。2016年泰安启程产能为120万只。

图表 50：泰安启程应收稳步增长



来源：公司公告 国联证券研究所

图表 51：泰安启程盈利大幅改善

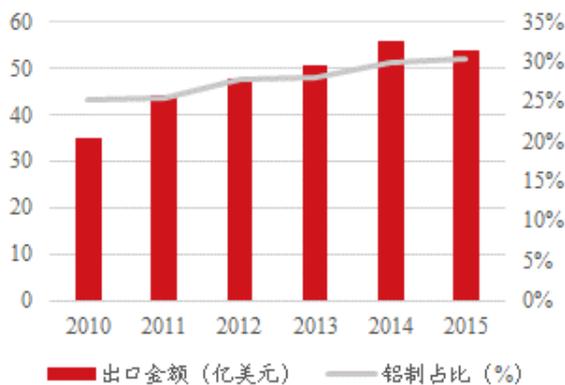


来源：公司公告 国联证券研究所

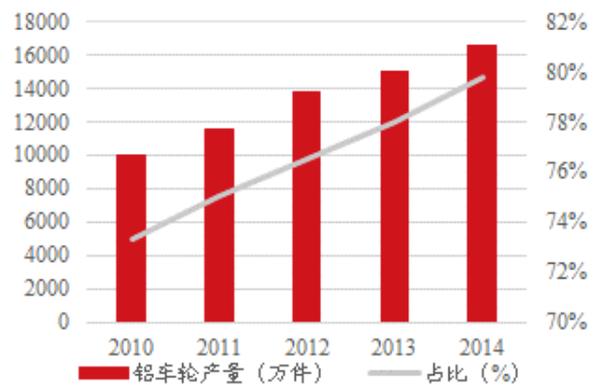
铝制车轮成为主流，中国成为铝制车轮全球制造基地。由于铝合金轮毂的综合性能优异，逐渐成为汽车轮毂的主流。2014年中国汽车轮毂产量2.08亿只，铝合金轮毂的产量已经达到1.66亿只，占比已经高达79%，未来份额还将继续提高。国内铝资源丰富，加工能力较强，经过多年的发展目前已经成为全球铝轮毂生产基地，市场份额稳步提高，2015年国内铝轮毂出口达53.5亿美元，占比达30.4%。这一优势将在未来继续保持。

图表 52：中国轮毂出口金额及占全球比例

图表 53：中国铝车轮产量及占比



来源：铝车轮质量协会 国联证券研究所



来源：铝车轮质量协会 国联证券研究所

绑定美国两大客户稳定增长，长期看国内市场的拓展。泰安启程的主要客户为MHT、WHEEL PROS，两者占比近三年都在80%左右。这两者都为美国排名前列的汽车改装轮毂设计和销售公司。美国具有悠久的汽车消费文化，改装车市场发达，每年仅汽车改装的营业额就高达400多亿美元，因此泰安启程的出口销售将保持稳定增长。目前泰安启程的产能利用率仅为60%，还有富余的产能可以利用，对北汽供应量还很小，在北汽海纳川入驻整合后，对北汽供货量有很大提升空间。长期看，泰安启程将伴随着北汽集团零部件平台海纳川的发展而壮大，因此未来公司的发展将主要取决于对北汽及其他国内车企的市场开拓情况。

图表 54：泰安启程与主要客户都签订了长期合同

主要客户名称	合同期限
MHT LUXURY ALLOYS	2013年10月1日起，长期有效
WHEEL PROS, LLC	2012年3月13日起，长期有效
北京汽车股份及下属公司	长期有效
安腾金融制品有限公司	2015年1月1日起生效，生效后以1年为履行期，届时双方无终止协议意向，则顺延一年，目前协议有效期为2016年1月1日至2016年12月31日
上海力田国际贸易有限公司	2015年10月21日起长期有效

来源：公司公告 国联证券研究所

4.2. 借助平台优势，成立合资独资公司

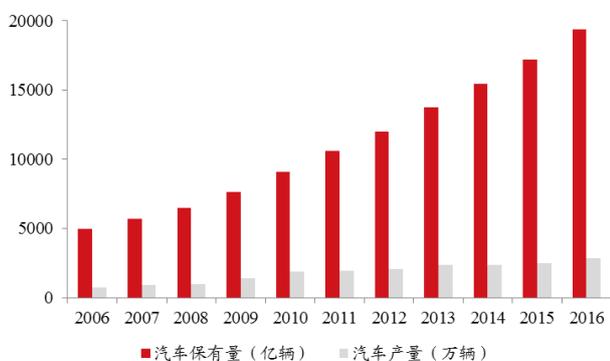
除了注入集团的零部件资产，以上市公司为主体成立合资或独资公司也是做强做大北汽零部件板块的重要途径。特别是布局新的零部件产品时，采用上市公司作为主体也能更好的进行融资，加速整个项目的进程。目前，上市公司也在朝着这个方向前进。16年，公司与翰昂和江森自控分别成立了合资公司。原本参与这两个合资项目的主体均为海纳川，但考虑到上市平台的种种优势，最终由渤海活塞代替了海纳川作为合资公司的参与方，渤海活塞作为北汽零部件上市平台的重要性日益凸显。

4.2.1 渤海江森&渤海电池：稳步推进，将成为公司业绩增量重要来源

2016年6月2日，公司与江森自控签署合资合同，双方同意合资成立渤海江森自控汽车电池有限公司，公司占比51%；渤海江森设立后将于江森自控合资设立江森自控渤海电池有限公司，渤海江森占渤海电池49%的股权。其中渤海电池主要负责起停电池和传统富液电池的生产，而渤海江森则主要负责销售渤海电池的产品。

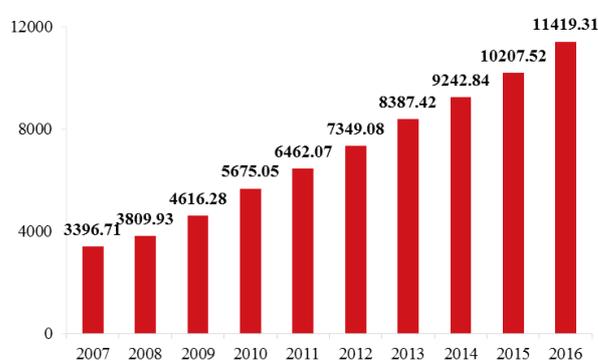
汽车起动电池的需求来自于前装和后装市场，前装市场是指每年2000多万辆汽车产量对于起动电池的需求；而后装市场则来自于国内庞大的汽车保有量市场，截至16年底，国内汽车的保有量达到1.9亿辆，考虑到汽车铅酸起动电池的平均寿命约为2年，则后装市场每年对起动电池的需求达到近亿只的水平。而前装市场上，国内汽车产销量仍保持增长态势，而后装市场上巨大的且仍在增长的汽车保有量也为起动电池的需求提供了有力保障，我们认为短期内铅酸起动电池市场仍将获得持续增长。

图表 55：近年来国内汽车的产量和



来源：中汽协 国联证券研究所

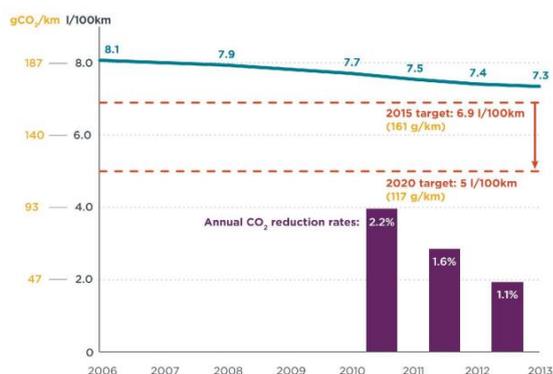
图表 56：国内汽车起动电池需求情况 (万只)



来源：国联证券研究所

国内到2020年的百公里油耗目标为5L，对于整车厂有很大压力。9月发布的《企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理暂行办法》征求意见稿中对于企业平均燃料消耗量的监管和惩罚措施，这将倒逼企业加强在传统车节油减排方面的投入力度，而起停系统由于单价低（数千元），节油效果明显（5%-15%），其装配率有望获得明显提升。根据高工锂电的预测，2018年国内启停系统的渗透率将达到50%，约为1350万套；2020年渗透率将达到70%，而2014年，其装配率不到10%，增量空间巨大。

图表 57：国内乘用车油耗量 2020 年要达到 5L/百 km



图表 58：国内起停系统渗透率有望快速上升



来源：ICCT 国联证券研究所

来源：高工锂电 国联证券研究所

本次成立合资公司的另一方江森自控是全球最大的铅酸蓄电池生产商，2015 年其市场份额达到 15.7%，无论是在传统的富液汽车起动电池还是最新的启停电池领域均具有突出的竞争力。目前合资公司稳步推进中，2017 年 2 月 7 日，渤海江森和渤海电池正式揭牌，公司计划于 2018 年 4 月进行试生产，项目达产后可年产 750 万只蓄电池，其中 SLI 传统铅酸电池 300 万只、AGM 启停电池 450 万只，预计达产后可实现年销售收入 25.6 亿元，利润 2.92 亿元，显著增厚上市公司业绩。

4.2.2 海纳川翰昂：锁定高端客户，业绩无忧

2016 年 8 月 12 日，公司与翰昂签署了合资合同，双方将共同设立北京海纳川翰昂汽车零部件有限公司，其中渤海活塞股权占比 51%。本次合资公司设立的背景是 2014 年 10 月，海纳川与翰昂签订谅解备忘录，约定以获取北京奔驰 MFA2 项目为前提设立一家从事车用空调系统业务的合资公司。15 年，海纳川和翰昂共同获得了北京奔驰签发的《货源确认书》，承诺新建的合资公司将于 18 年 3 月 1 日之前具备量产能力。

奔驰的 MFA 平台主要针对前驱车型，是一款以前轮驱动为基准结构的高拓展性模块化平台。其第二代称为 MFA2，基于该平台，奔驰将推出全新 A 级、B 级、CLA、GLB、GLA 等车型。各款车型均有较强的竞争力，可以为海纳川翰昂的业绩提供支撑。此外考虑到奔驰定位较高，预计海纳川翰昂的盈利水平将优于翰昂北京。预计海纳川翰昂从 18 年起将逐步为上市公司贡献业绩。

图表 59：全新 MFA 奔驰基于 MFA2 平台的衍生车型

车型	预计上市时间
全新 A 级五门版	2018 年 4 月
全新 A 级三厢版（新增）	2018 年 10 月
全新 B 级	2019 年 2 月
全新 CLA	2019 年 4 月
全新 CLA Shooting Brake	2019 年 7 月
GLB（新增）	2019 年 9 月
全新 GLA	2020 年 4 月

来源：网络资料 国联证券研究所

5. 盈利预测

(1) 预测假设

- 1、公司缸体缸盖产能如期释放；
- 2、并入北汽集团后，产品能按计划顺利进入北汽集团旗下各品牌车型；
- 3、未考虑初缸体缸盖外的轻量化业务以及和江森自控与翰昂的合资公司的贡献。

(2) 分业务收入预测

图表 60：公司主营业务分拆

产品	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
活塞						
销售收入(万元)	120943.5	96470	96497.7	115797.2	127377.0	140114.7
毛利率	26.0%	29.0%	22.9%	25.0%	24.0%	24.0%
铝轮毂						
销售收入(万元)				9000	58000	75000
毛利率				23.0%	23.0%	23.0%
缸体缸盖						
销售收入(万元)					25000	60000
毛利率					23.0%	25.0%
收入合计	120943.5	96470.3	96497.7	124797.2	210377.0	275114.7
YOY	-9.50%	-20.24%	0.03%	29.33%	68.58%	30.77%
成本合计	89522.3	68493.9	74428.7	93777.9	160716.5	209237.1
毛利合计	31421.1	27976.4	22069.0	31019.3	49660.5	65877.5
综合毛利率	25.98%	29.00%	22.87%	24.86%	23.61%	23.95%

来源：网络资料 国联证券研究所

6. 估值建议：给予“强烈推荐”评级

我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 1.02 亿元、3.42 亿元和 4.61 亿元，EPS 分别为 0.11、0.36 和 0.48 元，PE 分别为 81、25 和 19 倍。17 年的高增长主要来自于并表因素，18 年增长则主要来自于缸体缸盖投产后放量及进入北汽集团后的整合带来增量业务。

横向比较，参考 A 股汽车零部件行业上市公司中，中原内配、万丰奥威和广东鸿图在业务上与渤海活塞较为相似，17 年估值水平在 27 倍左右。从公司作为整车集团下的零部件平台性定位来看，与华域汽车、一汽富维和东风科技相似，但三者的估值差异较大。考虑到公司的平台性定位正在逐步落实，业绩仍有较大弹性，因此在估值上可以考虑以业务估值为主，参考中原内配等公司的估值水平，给予 17 年平均 27 倍估值水平。

图表 61：A 股可比公司 PE 估值水平

代码	公司名称	股价	16EPS	17EPS	18EPS	16PE	17PE	18PE
002448.SZ	中原内配	12.30	0.36	0.45	0.51	34.2	27.3	24.1
002085.SZ	万丰奥威	20.43	0.56	0.68	0.85	36.5	30.0	24.0
002101.SZ	广东鸿图	23.07	0.63	0.92	1.14	36.6	25.1	20.2
600741.SH	华域汽车	16.79	1.74	1.9	2.12	9.6	8.8	7.9
600742.SH	一汽富维	18.99	1.01	1.57	1.91	18.8	12.1	9.9
600081.SH	东风科技	15.41	0.35	0.45	0.64	44.0	34.2	24.1
均值							28.9	22.6

来源：Wind 国联证券研究所

从 PB 角度来看，渤海活塞当前 PB 在 1.5 倍，参考可比公司整体 PB 水平，17 年

均值为 2.9 倍。考虑到公司的零部件平台属性，参考一汽富维和华域汽车，公司合理 PB 水平在 2 倍，对应价格 12 元。

图表 62：A 股可比公司 PB 估值水平

代码	公司名称	股价	16BPS	17BPS	18BPS	16PB	17PB	18PB
002448.SZ	中原内配	12.30	3.71	4.09	4.54	3.3	3.0	2.7
002085.SZ	万丰奥威	20.43	2.79	3.45	4.3	7.3	5.9	4.8
002101.SZ	广东鸿图	23.07	7.51	9.88	10.62	3.1	2.3	2.2
600741.SH	华域汽车	16.79	12.75	14.16	15.71	1.3	1.2	1.1
600742.SH	一汽富维	18.99	10.14	12.98	14.64	1.9	1.5	1.3
600081.SH	东风科技	15.41	3.67	3.96	4.45	4.2	3.9	3.5
均值							3.5	2.9

来源：Wind 国联证券研究所

参股北汽新能源，股权升值空间巨大。公司 2016 年以 5.32 亿元人民币认购北汽新能源 2.08 亿股新增发股份。17 年北汽新能源新一轮增资中投后估值已达 240 亿，增资价格不低于 5 元，以此算来，公司持有的北汽新能源股权价值已经超过 10 亿。此外北汽新能源有计划在 19 年登陆 A 股市场，届时估值有望达到 500 亿以上。公司持有的北汽新能源股权增值空间巨大。

按照分部估值法，给主营业务 17 年 27 倍估值，对应市值为 92.3 亿，再加上北汽新能源的 10 亿股权，公司合理价值在 102.3 亿元，对应目标价格为 10.8 元。

7. 风险因素

- (1) 北汽整车销量不及预期；
- (2) 公司新业务产能建设及释放不达预期；
- (3) 公司各项业务整合进度不及预期。

图表 63：利润表预测摘要

利润表	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	127977.8	117880.3	102511.1	124797.2	210377.0	275114.7
减:营业成本	95427.5	86579.7	79628.8	93777.9	160716.5	209237.1
营业税金及附加	900.7	826.4	863.9	948.5	1262.3	1650.7
销售费用	6536.0	6474.4	5752.0	6239.9	9467.0	12380.2
管理费用	11329.9	14178.1	11863.4	13727.7	15778.3	19258.0
EBIT	13783.7	9821.7	4403.0	10103.3	23153.0	32588.6
财务费用	5913.0	4297.9	2511.9	3055.0	2200.0	2500.0
减:资产减值损失	1264.9	1826.4	2655.9	1500.0	2000.0	2000.0
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	40.4	1183.8	1338.7	4000.0	18000.0	22000.0
营业利润	6646.2	4881.2	573.9	9548.3	36953.0	50088.6
加:营业外净收支	651.6	6183.2	766.5	2000.0	2000.0	3000.0
利润总额	7297.8	11064.4	1340.4	11548.3	38953.0	53088.6
减:所得税	1217.0	1254.6	(184.9)	1270.3	4674.4	6901.5
净利润	6080.8	9809.8	1525.3	10278.0	34278.6	46187.1
减:少数股东损益	78.3	55.2	(707.3)	100.0	100.0	100.0
母公司所有者净利润	6002.5	9754.6	2232.6	10178.0	34178.6	46087.1
EPS	0.28	0.34	0.04	0.11	0.36	0.48

来源：公司公告 国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064