

金麒麟 (603586.SH)

国内优质的汽车制动零部件专业生产厂商

报告日期

2017-04-05

● 国内优质的汽车冲压焊接零部件供应商

公司主要从事汽车制动片和制动盘的研发、生产和销售。公司 2016 年实现营业收入 12.9 亿元, 同比增加 15.0%; 同期实现归母净利润 2.07 亿元, 同比增加 28.4%。公司积极拓宽销售渠道, 实现了刹车片和刹车盘销售收入提升。公司 2014-2016 年综合毛利率分别为 34.5%、33.0% 和 35.9%, 维持较高水平。公司盈利能力及财务状况良好, 具有较高的营运能力。

● 行业竞争格局及公司主要优势

汽车制动零部件市场主要分为 AM 和 OEM 市场: OEM 市场门槛较高, 供应商相对固定, 目前主要被国际大型零部件厂商垄断; AM 市场竞争较为激烈, 客户订单具有多品种、小批量、多批次的特点。公司出口刹车片系列产品集中在中高端市场, 毛利率较高, 14-15 年其刹车片出口金额占刹车片出口市场的占有率分别达到 15.1%、14.8%。此外, 公司不断提升产品技术含量, 目前在研发项目有: 动车组火车刹车片、环保型陶瓷材料刹车片产业化、新型 NAO 汽车刹车片、新型风力发电机制动摩擦块等, 其中火车摩擦片的研发是公司准备拓展的新市场。

● 募投项目分析

本次公司拟公开发行人新股数量 5250 万股, 计划募集资金净额约 10.40 亿元, 用于“年产 1500 万套汽车刹车片先进制造项目”、“年产 600 万件高性能汽车制动盘项目”和“企业技术中心创新能力建设项目”和偿还银行贷款。项目达产后将增强公司对下游客户的供应能力, 同时, 持续扩大公司品牌影响力和研发能力, 有利于公司长期发展。

● 盈利预测

以公司 IPO 后总股本 20937 万股计算, 考虑募投项目投产的影响, 我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.20 元、1.44 元、1.74 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)	1,121.75	1,290.46	1,539.50	1,843.63	2,156.87
增长率(%)	6.03%	15.04%	19.30%	19.76%	16.99%
EBITDA(百万元)	291.86	336.85	384.67	468.70	587.30
净利润(百万元)	161.42	207.18	250.39	301.58	364.02
增长率(%)	13.76%	28.35%	20.85%	20.45%	20.70%
EPS (元/股)	1.029	1.321	1.196	1.440	1.739

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

发行前财务数据

每股净资产(元)	6.31
资产负债率(%)	44.69
ROE(%)	20.93
ROA(%)	11.81
流动比率(倍)	1.33
速动比率(倍)	0.99

发行资料

发行股数(万股)	5250
发行前股本(万股)	15687
上市日期	2017/4/6
主承销商	国金证券股份有限公司
实际控制人	孙忠义
发行方式	采用网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合方式

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

目录索引

国际优质的汽车制动部件供应商.....	4
行业竞争格局及公司主要优势	13
行业发展现状.....	13
行业竞争格局.....	16
公司竞争优势.....	18
募投项目分析.....	21
年产 1500 万套汽车刹车片先进制造项目	21
年产 600 万件高性能汽车制动盘项目	22
企业技术中心创新能力建设项目	23
盈利预测	23
风险提示	24

图表索引

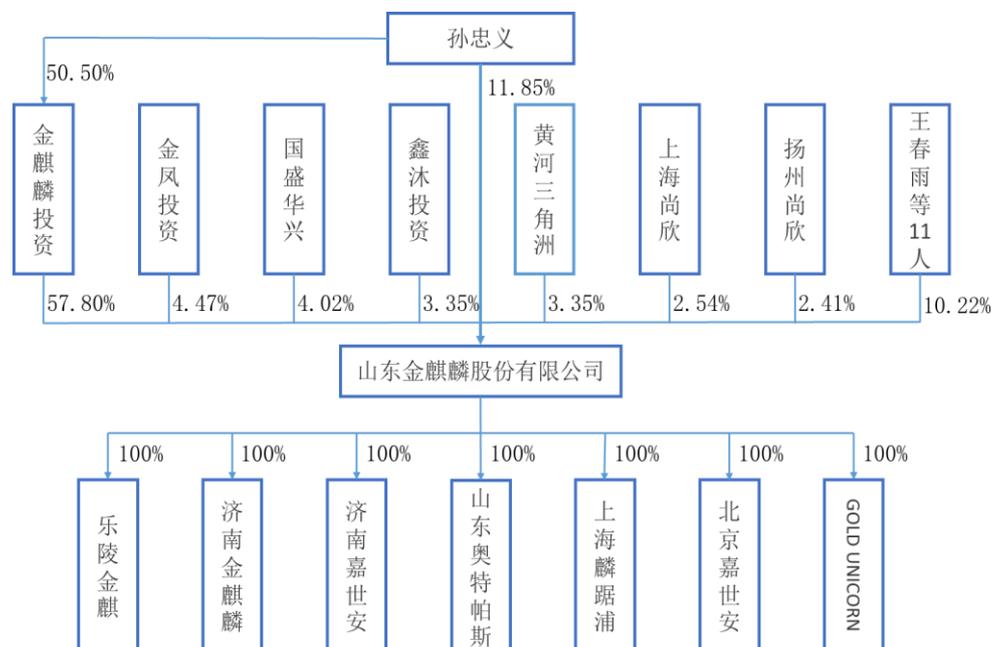
图 1: 公司股权结构图	4
图 2: 公司营业收入、归母净利润 (百万元) 及增速情况	7
图 3: 公司主营收入 (百万元) 构成情况	8
图 4: 公司刹车片分产品类别销售收入 (百万元)	8
图 5: 公司主营业务收入 (百万元) 按销售区域划分情况	9
图 6: 2016 年公司海外市场按照区域划分的销售情况	9
图 7: 公司刹车片业务毛利润 (百万元) 构成情况	10
图 8: 公司毛利率、净利率 (%) 情况	10
图 9: 公司各销售区域刹车片毛利率情况	11
图 10: 公司三费率 (%) 情况	12
图 11: 公司存货周转率、应收账款周转率情况	12
图 12: 盘式和鼓式制动器示意图	13
图 13: 鼓式刹车片工艺流程	15
图 14: 汽车制动系统产业链	16
图 15: 2015 年公司刹车片的出口市场占有率情况	18
表 1: 公司主要产品产能、产量、销量及单价	5
表 2: 2016 年公司前五名客户销售情况	5
表 3: 公司主要产品下游客户介绍	6
表 4: 2016 年公司产品按市场区域、客户类型及终端去向分类	7
表 5: 公司与可比公司综合毛利率比较	11
表 6: 公司主要竞争对手	17
表 7: 公司募投项目情况	21
表 8: 本次发行募集资金使用计划	21
表 9: 募集资金投资项目新增产能情况	21
表 10: 年产 1500 万套汽车刹车片先进制造项目投资概算	22
表 11: 年产 600 万件高性能汽车制动盘项目投资概算	23
表 12: 技术中心创新能力建设项目投资概算	23

国际优质的汽车制动部件供应商

山东金麒麟股份有限公司是一家从事摩擦材料及制动产品的开发、生产和销售的公司，主要产品为汽车制动片和制动盘，主要面向国外AM市场，同时也为国内部分汽车生产商提供原装配产品。本次公开发行前，控股股东金麒麟投资持有公司股份9067.3万股，持股比例为57.8%。公司实际控制人孙忠义直接持有公司股份1858.8万股，持股比例为11.9%，通过山东金麒麟间接持有公司29.1%的股份，合计持有公司41.0%的股份。

公司本次拟公开发行不超过5250万股，占发行后总股本的比例为25.08%。发行完成后公司总股本不超过2.09亿股，股东孙忠义在本次公开发行后直接和间接的合计持股比例为30.75%，仍为公司实际控制人。

图1：公司股权结构图



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

➤ 公司业务概况

公司主营业务为摩擦材料及制动产品的开发、生产与销售，主要生产汽车刹车片和刹车盘，二者都是汽车制动系统的组成部分，互为对偶件。目前公司的主营产品包括盘式刹车片、鼓式刹车片（鼓式刹车衬片）和刹车盘，同时也在研发和生产少量的刹车鼓产品。

2016年公司刹车片产品实现销量2704.9万套，同比增加4.3%，每套刹车片平均售价为39.8元，同比上升4.3%，实现销售收入10.8亿元，同比增加8.7%；刹车盘产品实现销量326.5万件，同比增加57.2%，每件刹车盘平均售价为55.3元，同比上升0.97%，实现销售收入1.8亿元，同比增加58.7%。

表1: 公司主要产品产能、产量、销量及单价

公司产品	项目	2014	2015	2016
刹车片	产能 (万件)	3,098.90	3,153.26	3,344.59
	产量 (万件)	2,593.57	2,570.45	2,760.66
	产能利用率	83.69%	81.52%	82.54%
	销量 (万件)	2,566.40	2,593.86	2,704.86
	产销率	98.95%	100.91%	97.98%
	销售单价 (元/套)	38.19	38.16	39.78
刹车盘	产能 (万件)	167.46	321.00	471.69
	产量 (万件)	70.90	210.37	340.79
	产能利用率	42.34%	65.54%	72.25%
	销量 (万件)	70.14	207.76	326.52
	产销率	98.93%	98.76%	95.81%
	销售单价 (元/套)	56.25	54.78	55.31

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

公司的刹车片产品分为Best系列、Better系列、Good系列和Entry系列, 分别定为高端产品 (Best)、中高端产品 (Better、Good) 和一般产品 (Entry)。刹车盘为公司近年来的新增产品, 在2014年建立了较为稳定和规模化的刹车盘生产体系。公司利用刹车片产品的客户资源及生产、管理经验, 实现了刹车盘产品收入的快速增长及市场规模的扩大, 业务的盈利能力也有所提高。

➤ 下游配套客户情况

公司产品主要销往国外AM市场, 客户主要为海外汽车零部件供应商。客户购买公司产品后, 以自己的品牌对外销售。公司通过长期对摩擦材料配方的研发, 为不同要求的客户量身打造专门的产品, 建立了广泛的海外零部件供应商客户网络。

目前, 公司在国外AM市场拥有明显的竞争优势, 为GPC集团、LKQ集团、Brembo集团、AAP集团等数十家国际知名的汽车零部件厂商配套生产。公司同时也注重对国内OEM市场的开发, 与浙江亚太机电、广西柳州三立汽车零部件、南方天合底盘系统等公司建立合作关系, 为东风柳汽等整车厂提供原装配套产品。

2014-2016年, 公司前五大客户销售收入占公司营业收入的比例分别为28.8%、27.5%和27.5%。由于公司业务重心在AM市场, 客户范围较广、相对分散。其中, 2016年刹车片业务的前五大客户销售收入占公司营业收入的30.50%, 刹车盘业务的前五大客户销售收入占公司营业收入的比例为42.3%。由于刹车盘业务开展不久, 销售更为集中, 并且大部分客源来自刹车片业务的销售网络, 随着公司刹车盘业务的不断拓展, 新客户将会增多, 集中度也会随之降低。

表2: 2016年公司前五名客户销售情况

序号	客户名称	销售收入 (万元)	占营业收入的比例
----	------	-----------	----------

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

1	GPC 集团	11,993.23	9.29%
2	LKQ 集团	8,180.68	6.34%
3	Brembo 集团	7,740.71	6.00%
4	Delphi Lockheed Automotive LTD	3,837.71	2.97%
5	First Line Limited	3,729.78	2.89%
	合计	35,482.11	27.49%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 3：公司主要产品下游客户介绍

客户名称	国家地区	基本情况	合作历史	配套车型或品牌
GPC集团	美国	GPC集团 (Genuine Parts Company) 成立于1928年，是美国纳斯达克上市公司。集团公司主要经营的业务涉及汽车零部件、各类业配件、办公用品和电子器件等。集团公司2015年实现营业收入152.80亿美元，截至2015年底的总资产为81.45亿美元。	1999年至今	Proformer/Premium
LKQ集团	美国	LKQ集团 (LKQ Corporation) 成立于1998年，是美国纳斯达克上市公司，公司股票为美国标准普尔 (S&P) 成分股之一。公司是一家全球性的汽车零部件、配件供应商，业务主要集中于北美、欧洲、中国和台湾等地区，2015年度集团公司实现营业收入71.92亿美元，截至2015年底的总资产为56.48亿美元。	2013年至今	EICHER
Brembo集团	意大利	Brembo集团主要从事制动系统和零配件的设计、研发和生产，产品用于汽车、摩托车和商用车，主要面向原装设备市场、零配件市场和赛车市场。子公司Brembo S.p.A.为意大利证券交易所上市公司，2015年度实现营业收入20.73亿欧元，截至2015年底的总资产为15.85亿欧元。	2009年至今	Japanparts/Ashika/Japko
Delphi Lockheed Automotive LTD	英国	公司是Delphi Automotive PLC的子公司。Delphi Automotive PLC为美国纳斯达克上市公司，是目前全球知名的汽车部件生产商，主要包括电子系统零部件、传动部件及各类安全技术解决方案，2015年度实现营业收入151.65亿美元，截至2015年底的总资产为119.73亿美元。	2008年至今	DELPHI
First Line Limited	英国	公司为First Line Group子公司，已有30多年的经营历史。公司是专注于汽车后市场的零部件供应商，产品主要包括汽车底盘零部件、发动机零部件和制动系统零部件。	2014年至今	Borg&Beck/Keyparts/Fuchs

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司在海外AM市场的客户主要分为批发商、分销商和制造商，国内客户大致分为OEM配套商、经销商和修理厂/4S店。其中，在海外市场对口批发商销售占海外销售的比例达到67.28%，主要客户是JURATEK LTD、Delphi LockheedAutomotive LTD等。

表 4: 2016 年公司产品按市场区域、客户类型及终端去向分类

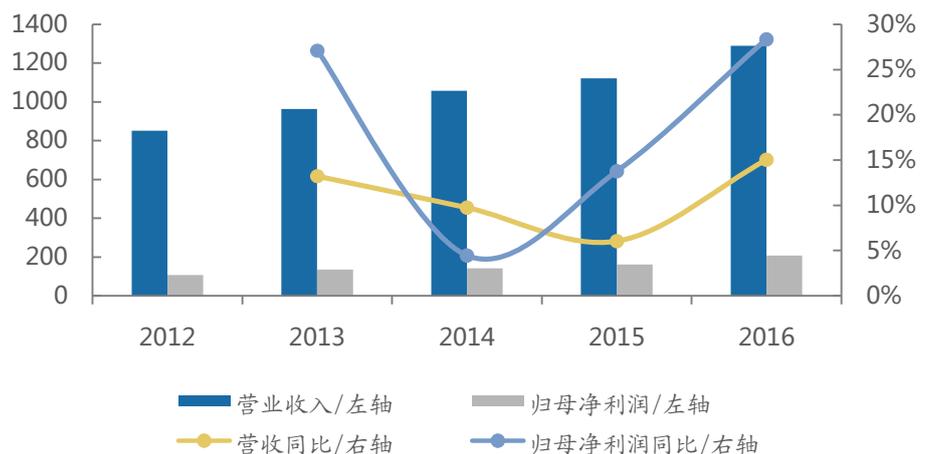
市场区域	客户类型	产品终端去向	占比
国外	批发商	下游经销商或修理厂	67.28%
	分销商	个人消费者、下游经销商或修理厂	16.41%
	制造商	个人消费者、下游经销商或修理厂	16.32%
合计			100.00%
国内	OEM 配套商	客户对产品进行组装、加工后提供给整车厂	36.74%
	经销商	个人消费者、下游经销商、零售连锁店、修理厂	56.89%
	修理厂/4S 店	个人消费者	6.37%
合计			100.00%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司财务状况

业绩方面，公司2016年实现营业收入12.9亿元，同比增加15.0%；同期实现归母净利润2.07亿元，同比增加28.4%。2016年公司营收增幅显著上升，主要由于公司积极拓宽销售渠道，公司16年刹车片销量较15年增长111万套，销售收入增加0.86亿元。同时，公司刹车盘产品市场规模不断扩大，销售收入较去年增加0.67亿元。

图2: 公司营业收入、归母净利润（百万元）及增速情况

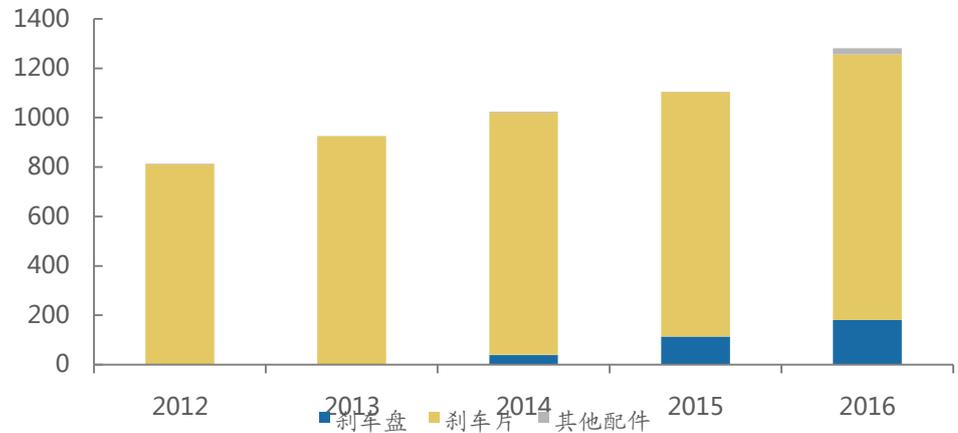


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

分产品来看，公司营业收入主要来自于刹车片的销售。2014年-2016年，公司刹车片产品销售收入占比分别为92.7%、88.2%、83.4%，刹车盘产品销售收入占比分别为3.7%、10.2%、14.0%。刹车片业务的收入仍是公司主营收入的主要来源。

同时，公司于14年建立稳定、规模化的刹车盘生产体系，并利用刹车片的销售网络，实现了刹车盘市场的扩张。

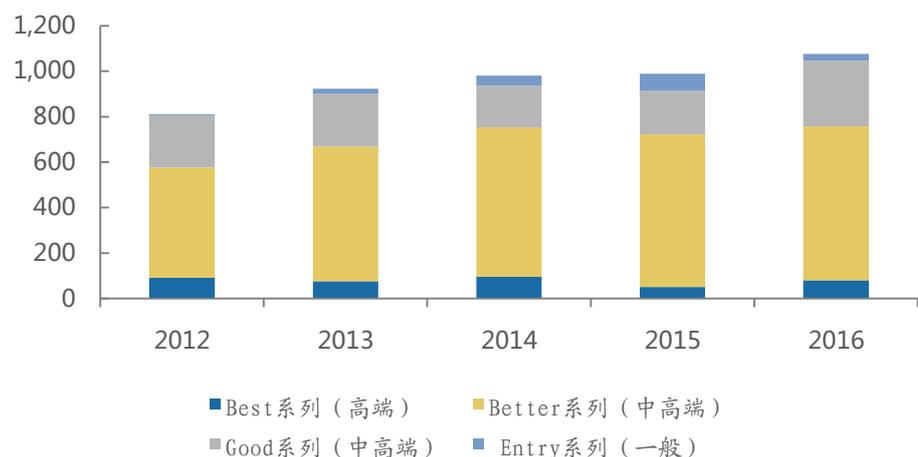
图3：公司主营收入（百万元）构成情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司刹车片产品主要集中于中高端市场，以Better系列和Good系列产品收入为主。2016年公司加大大洋洲地区的开发，Good系列刹车片销量增长256.79万套，收入增加761.5万元。另外，公司在产品结构上不断进行升级调整，用Good系列产品逐步替代Entry系列产品，并且引导客户采购Good系列产品从而增加公司盈利能力。

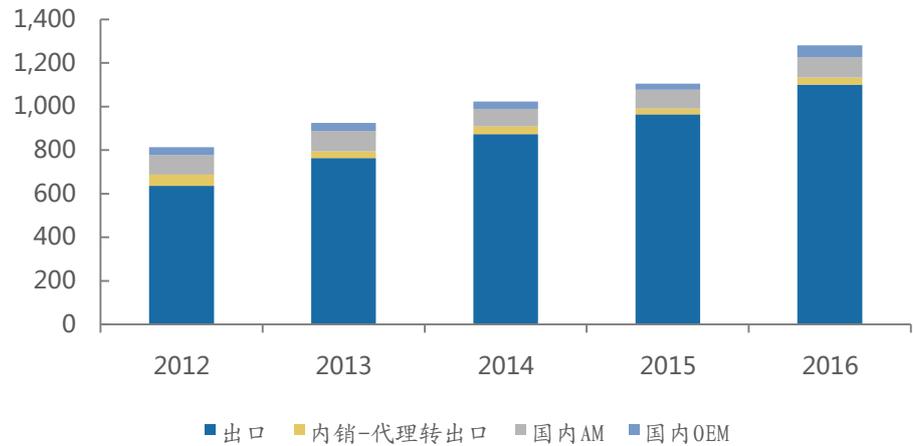
图4：公司刹车片分产品类别销售收入（百万元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

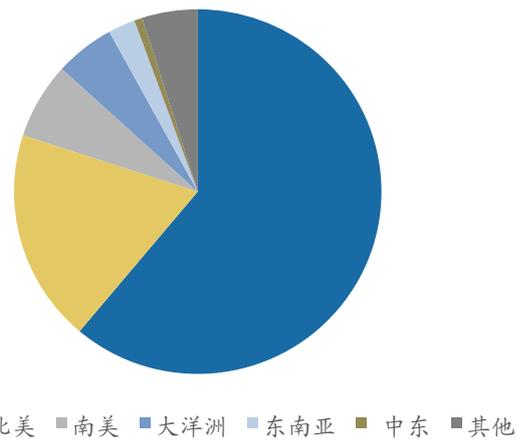
公司营业收入主要为出口销售收入，销售区域主要集中在欧洲、北美等国家或地区。2014年-2016年出口销售收入占公司营业收入比重分别为82.6%、86.0%、85.3%。欧美地区汽车保有量约占全球汽车保有量的一半，且居民的汽车保养检修意识较强，欧洲、北美市场对制动摩擦材料及其配套制动产品的需求大。

图5：公司主营业务收入（百万元）按销售区域划分情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图6：2016年公司海外市场按照区域划分的销售情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

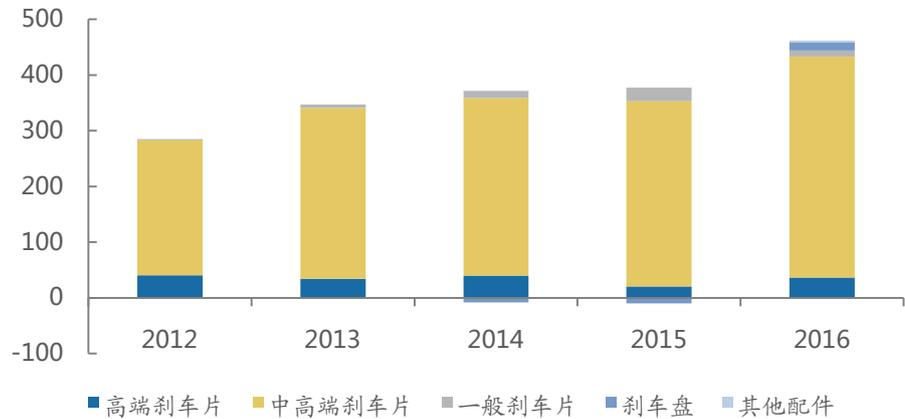
2016年公司加强对国内市场的开拓，国内AM市场销量增长10.7万套，国内OEM市场增长50.3万套。客户方面重点开发了中国重汽集团济南桥箱有限公司等国内OEM客户，增加营业收入421.1万元，带动公司国内市场业务有所增长。随着国内市场逐渐发展成熟，公司也越来越重视国内市场的开拓，预计将在未来几年内增加在国内市场的投入，充分利用自身的市场知名度，进一步实现规模化增长。

从毛利润构成来看，公司2016年刹车片、刹车盘的毛利润分别为4.44亿元和0.15亿元，毛利率分别为41.27%和8.28%。2014-2016年刹车片毛利占公司当期主营业务毛利的比例分别为101.7%、102.0%和95.8%，是公司毛利润的主要组成部分。公司刹车片80%~90%的毛利都来自中高端产品的贡献，这与公司的销售市场有关，欧美等国外AM市场消费能力较强，注重质量和可靠性，中高端产品更受欢迎。

2013年公司才开始从事刹车盘生产和销售，业务规模较小，固定成本较高从而

导致毛利为负。随着2014年公司刹车盘销量逐渐上升,规模效应逐步体现。2016年,公司利用刹车片产品的客户资源及生产、管理经验,实现了刹车盘产品收入的快速增长及市场规模的扩大,公司业务的盈利能力有所提高。

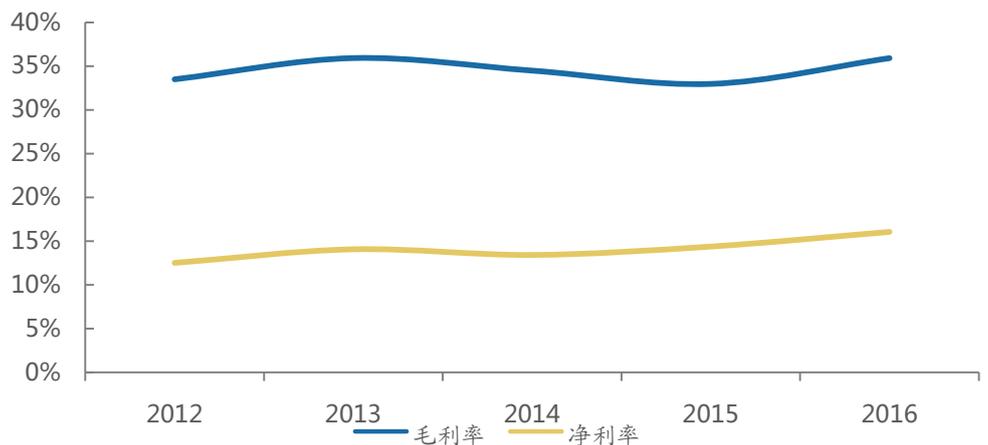
图7: 公司刹车片业务毛利润(百万元)构成情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

从盈利指标来看,近三年来公司毛利率保持稳定,2014-2016年综合毛利率分别为34.5%、33.0%和35.9%。2014年至2015年,公司刹车片毛利率基本保持稳定。2016年,公司刹车片毛利率较上年增长,主要是汇率变动导致销售价格上升、产品构成变动等因素所致。

图8: 公司毛利率、净利率(%)情况



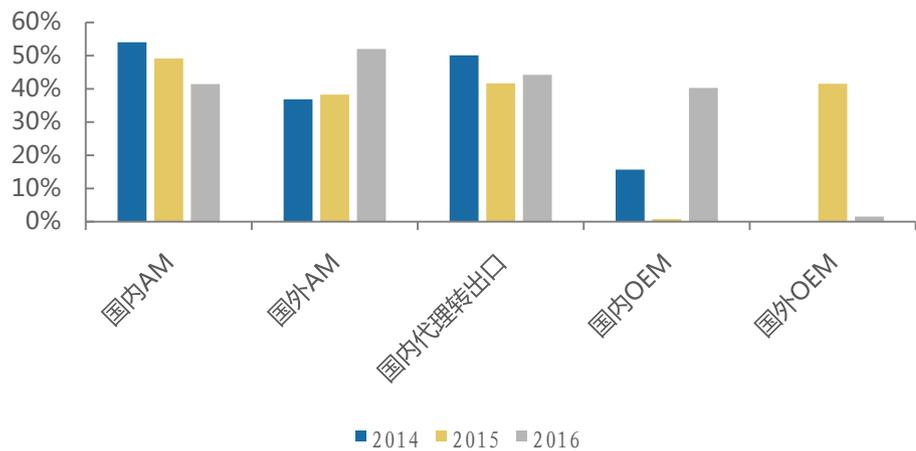
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

从销售区域来看,公司所处行业国内AM市场毛利率低于国外AM市场,主要由于国内AM市场大部分仍以低端产品为主,处于无序的价格战竞争阶段,产品整体毛利偏低。但公司国内AM市场立足于中高端市场,相同产品国内AM市场定价高于国外AM市场,因此,公司国内AM市场毛利率高于行业平均水平、高于公司国外AM市

场毛利率。

与国内外AM市场相比，公司国内OEM市场毛利率较低主要是由于产品定价较低，固定成本较高，规模效应较小。国内OEM市场毛利率受单个客户影响明显，从而导致国内OEM市场毛利率相较于其他销售市场，变动显著。

图9：公司各销售区域刹车片毛利率情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

在摩擦材料领域或汽车制动器领域，我们选取与公司主业相似的2家上市公司——隆基机械、博云新材进行比较，对比发现公司毛利率高于可比上市公司，主要由于公司毛利率较高的刹车片产品规模较大且已经形成了完整的产品体系和遍布全球的销售网络、具有规模经济，而可比公司同类产品规模较小有关。

表5：公司与可比公司综合毛利率比较

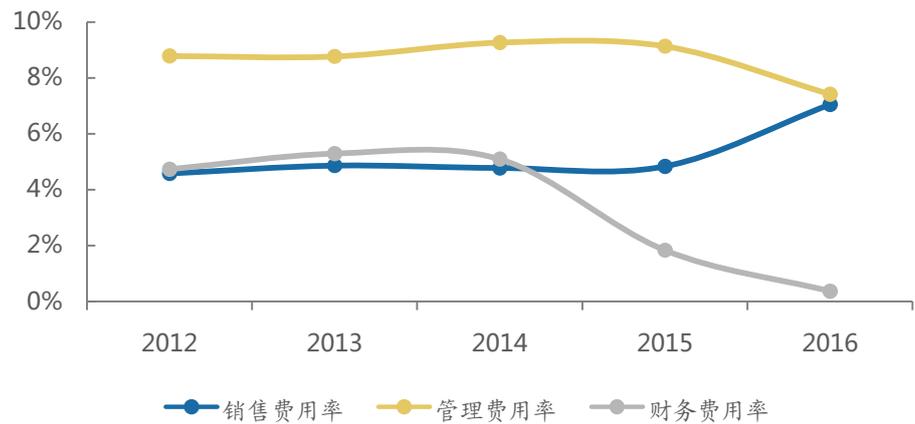
公司名称	2014	2015	2016H1
隆基机械	17.9%	16.6%	18.1%
博云新材	22.3%	14.4%	23.5%
金麒麟	34.5%	33.0%	37.9%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

14-16年公司销售净利率维持在较高水平且逐年提高，分别为13.4%、14.4%和16.0%，16年公司净利率提高与公司毛利率提升以及期间费用率的下降有关。

公司的期间费用近几年略有减少，14-16年公司期间费用率分别是19.1%、15.8%和14.8%，主要是由于财务费用和管理费用有所下降所致。16年公司的销售费用率有一定上升，主要是应对汇率变动、业务拓展和稳定客户资源等因素，公司采用增加佣金和返利的促销措施从而导致佣金和返利大幅增长。此外，由于汇率的变动，公司近两年的财务费用大幅减少。

图10: 公司三费率 (%) 情况



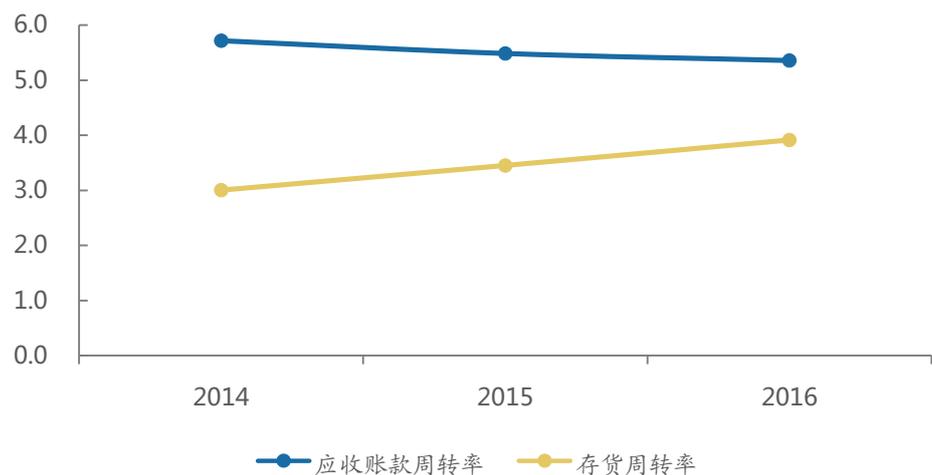
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

营运方面, 公司的存货周转率和应收账款周转率均保持稳定。14-16年公司的存货周转率分别为3.00次、3.45次和3.91次, 存货周转情况基本稳定。公司产品定位于AM市场, 为满足不同客户需求, 公司产品体现为具有“多品种、小批量、多批次”的特点, 因此公司对各种产品均要保持一定存货, 导致公司存货余额较大。

公司应收账款周转率保持在同行业较高水平, 14-16年分别为5.71、5.48和5.35。公司产品主要面对国外AM市场, 客户主要为信誉良好、规模较大的国际知名汽车零部件企业, 具有较强的资金实力和较高的商业信用, 回款及时, 应收账款周转较好。

整体来看, 公司盈利能力及财务状况良好, 具有较高的营运能力。

图11: 公司存货周转率、应收账款周转率情况



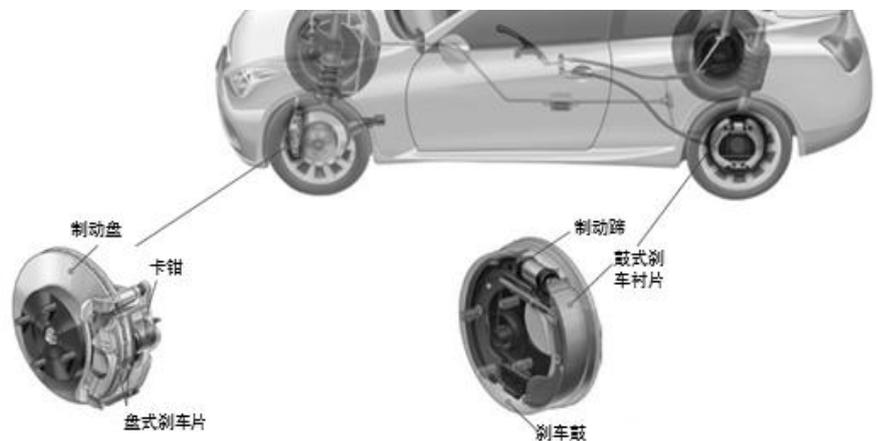
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

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——制动系统行业。制动系是汽车底盘的四大系统之一，与行车安全息息相关，主要由供能装置、控制装置、传动装置和制动器等部分构成。公司主营的刹车片和刹车盘则是组成制动器的重要对偶件，制动器又可分为盘式与鼓式两大类。目前，经济型乘用车一般前轮使用盘式制动器，后轮使用鼓式制动器，即“前盘后鼓”；中高端乘用车一般四轮均使用盘式制动器，即“前盘后盘”；商用车目前主要采用鼓式制动器。

图12: 盘式和鼓式制动器示意图



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

➤ 汽车制动系统行业分布特点

AM市场中，产品主要通过专业零售店、连锁店、专卖店以及改装厂等渠道销售给用户，要求产品的生产商能够适应多品种、小批量的客户需求，同时具有良好的销售渠道和售后服务体系。

对于国外AM市场，欧洲、北美等发达地区的汽车保有量高，用户的消费能力和行车安全意识较强，包括刹车片、刹车盘在内的制动产品的更换频率较高，因此市场需求大，出于价格等因素的考虑，当地的大型经销商更倾向于从新兴市场国家的零部件厂商采购；而东南亚、中南美等地区的市场规模较小，但近年来的增长速度也比较可观。

国内AM市场仍处于尚不完全成熟的初级发展阶段，市场集中度较低且竞争较为激烈。行业内规模较大的企业包括德国博世集团（BOSCH）、美国天合汽车集团（TRW Automotive Holdings Corporation）、德国泰明顿摩擦材料集团（TMD Friction Holdings GmbH）、东营信义汽车配件有限公司等。随着近年来我国的汽车保有量大幅增加，亟待进一步的整合，有望涌现一批与国外零部件巨头相媲美的国

内龙头企业。

OEM市场对零部件供应商的技术和资质要求较高，主要由美国辉门公司（Federal-Mogul Holdings Corporation）、日本日清纺株式会社（Nisshinbo Holdings Inc）、美国天合汽车集团（TRW Automotive Holdings Corporation）和德国泰明顿摩擦材料集团（TMD Friction Holdings GmbH）等大型制造商垄断，国内OEM市场同样由外资和进口产品占据。以我国每年的汽车产量增速来测算，平均每辆车需要8片刹车片，我们预计国内OEM市场规模相当可观。

表 5：各个市场基本特征

市场类型		市场特征	产品要求	市场进入难度	
国际	OEM	主要由国际大型企业垄断，在制造技术、产品质量、交货期方面要求严格。	很高	很难	
	AM	发达国家	大部分由经销商控制市场，对产品要求较高。	高	难
		发展中国家	以中小经销商为主，市场竞争激烈。	一般	容易
国内	OEM	国内OEM市场主要由外资企业产品及进口产品占据，对产品要求较高。	高	难	
	AM	主要通过经销商进行销售，以价格为主要竞争手段。	一般	容易	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

➤ 行业进入壁垒

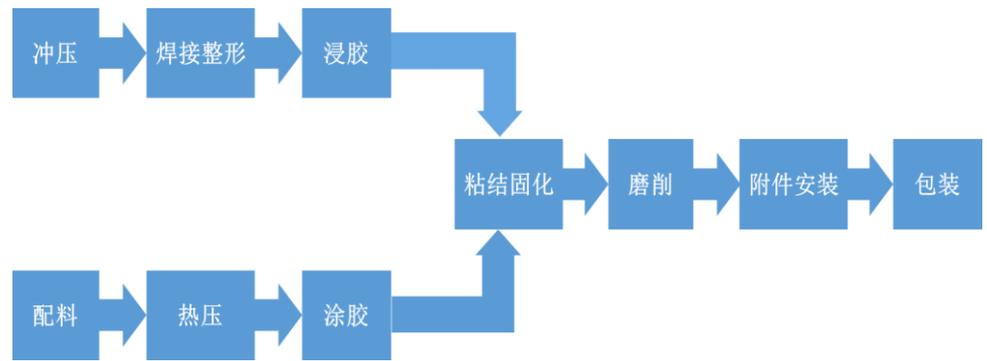
（1）技术壁垒

汽车刹车片的品种较多，成分和配方复杂，对摩擦材料的质量要求较高。汽车刹车片除要满足高温衰退小、磨损率低、摩擦系数稳定等要求外，还应具有振动小、噪声低、落灰少等性能特点；同时，刹车片还需要在不同的外界环境下保证良好的制动性能。这些都对摩擦材料配方技术、原材料处理技术、混料制备技术、热压成型技术、热处理技术及后续处理技术等提出了较高的要求。

刹车盘最为关键的是造型技术和铸造技术，造型技术的好坏关系着砂型制作效率、铸造工序合格率、加工余量等，对单个产品的平均成本产生较大影响。铸造技术包括对铁水成分、温度的控制、浇铸时间、浇口冒口位置及后续处理等，关系着毛坯的材质，对成品率、制动盘的摩擦系数、抗热衰退性及使用寿命等都有重要影响。

整车制造商往往要求供应商具备一定的新技术和新产品开发能力，能够参与到整车产品的同步开发或超前研发中，以此来保证刹车片等零部件能与整车产品同步推出、同步升级，这就对企业的设计和开发能力提出了很高的要求。此外，整车制造商总是试图将降低生产成本的压力转移到上游的零部件生产企业，只有具备较强技术研发能力的企业才能通过新技术的不断研发和新工艺的采用不断降低产品成本，满足整车制造商严格的技术标准下的成本要求。

图13: 鼓式刹车片工艺流程



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(2) 经营资质和产品认证壁垒

各汽车生产厂对配套的制动产品一般建有特定的技术和检验标准, 供应商在产品性能指标、质量控制、生产工艺、生产设备、环境保护及供货能力等方面均达到标准后才能进行生产供货。由于汽车制动部件行业对产品的安全性要求较高, 国家近年来陆续出台多项检测标准以规范行业竞争, 较高的准入资质要求也提高了企业进入难度。

在产品质量认证方面, 首先, 为汽车整车提供配套制动部件的企业一般需经过ISO/TS16949 认证, 获得该认证的周期较长, 且需投入大量的资源; 其次, 由于汽车刹车片与刹车盘对汽车的整体安全性构成重要影响, 因此不同国家、地区对该类产品往往设置了区域性产品准入认证, 有各自检测标准和要求, 不达标的产品则无法进入该市场销售。例如: 进入美国市场必须经过AMECA以及NSF认证, AMECA是对产品的摩擦等级进行检测, NSF则是检测产品中含有的重金属等污染物是否符合当地环保法律法规的标准; 销售到欧盟国家的刹车片与刹车盘产品必须经E-mark认证, 该认证程序要求将在欧盟国家销售的汽机车及其安全零配件产品按型号和配方逐一发送到欧盟认可的实验检测机构, 经过该等机构的测试及装车实验, 证明产品性能合格, 确保可安全使用后, 由欧盟成员国的官方机构授予E-mark证书。E-mark认证耗时较长, 费用较高。

(3) 客户资源及营销渠道壁垒

作为与汽车安全性能相关的部件, 汽车刹车片与刹车盘产品的大宗客户通常不会轻易更换供应商, 即使更换或增加新的供应商也会经过较长的考察、审核周期以及严格的认证流程。因此, 对于新进入本行业的企业, 开拓客户资源, 建立自身的营销渠道需要较长的过程。一般而言, 国际市场的客户忠诚度较高, 先进入企业一旦和客户建立起稳定的合作关系, 新进企业往往较难争夺其市场份额, 因此, 能否拥有足够规模的、长期和稳定的客户群构成了进入国际AM 市场的主要障碍。

(4) 资金壁垒

一方面, 客户对产品质量的稳定性和供货要求趋于严格, 越来越看重供应商的生产规模、新产品开发速度等, 因此需要足够资金投入用于购建生产系统、研发和检测设备, 以及维持必要的产品库存; 另一方面, 行业内企业需建立符合要求的质

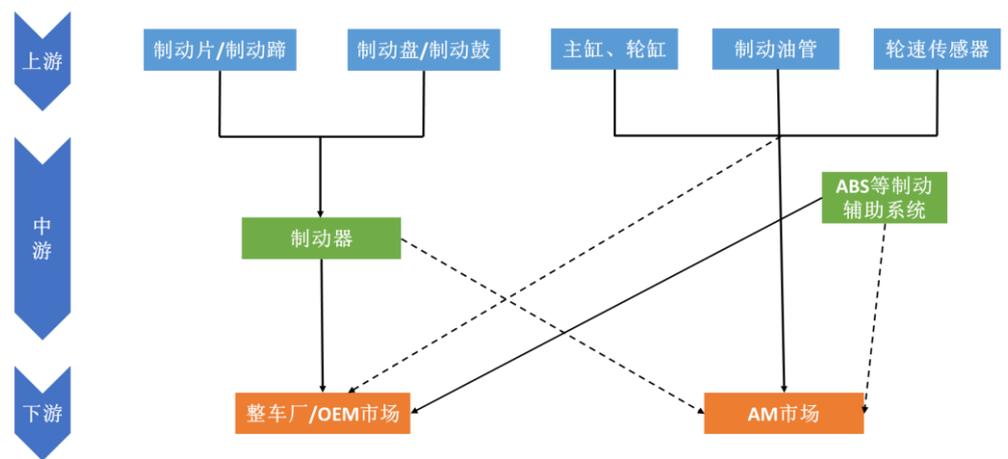
量管理体系，出口产品还需要通过各个国家、地区的产品准入认证，这一过程不仅周期长，而且需要较大规模的资金投入。因此，对于新进入的企业，存在一定资金壁垒。

➤ 汽车制动部件行业现状与发展前景

汽车制动部件属于易损耗配件，汽车保有量和新车产量是影响市场需求的主要因素。从全球汽车保有量和新车产量的变化趋势来看，美国、欧洲等主要成熟市场的新车产量和保有量未来5年增长比较稳定；而中国、俄罗斯、巴西、墨西哥等新兴市场国家汽车产量和保有量未来5年会增长较快；总体而言，全球制动摩擦材料及制动产品的市场需求未来5年会呈现稳步增长趋势。

在汽车制动系统的产业链中，公司生产销售的制动片和制动盘属于上游，零部件厂商采购公司产品后，组装成制动器，再供应给整车厂或后市场。公司属于二级供应商，附加值较低且可替代性较强，若要进一步提升行业地位，则需要整合上游产业，直接从事制动器的生产，成为一级供应商，进军行业中游的利润空间。目前，公司正在为北汽银翔SC30 SUV轿车以及上汽通用五菱N400商务车开发刹车片，有望通过合作项目，进入整车厂的OEM供应链。

图14：汽车制动系统产业链



数据来源：盖世汽车、广发证券发展研究中心

汽车制动系统的发展趋势是轻量化、模块化和电子化，虽然制动摩擦材料的各种配方体系都有其应用的市场，但研究的主要发展方向还是少金属配方和NAO（无石棉有机物）配方。从目前世界范围的制动摩擦材料的技术工艺发展来看，对少金属配方研究和应用最成功的应属欧洲地区，对NAO配方的研究和应用最成功的应属日本。

行业竞争格局

公司生产的刹车片和刹车盘主要出口给国外零部件厂商，同时也在开发国内市场。欧洲市场上竞争厂商众多，且较为激烈，尚未有绝对垄断企业出现，美国天合

汽车集团、德国泰明顿等大型零部件供应商都有一席之地；北美市场同欧洲类似，汽车保有量较大且总体比较稳定，制动产品市场容量大；中东市场的消费者更偏好具备价格优势的制动部件品牌，诸如韩国相信等性价比较高的品牌更受欢迎；东南亚市场与中东类似，由于消费能力不强，FBK等当地品牌能占据一定份额，奔德士凭借品牌效应，也比较成功。

国内汽车制动部件生产企业数量众多，规模较小，缺乏高精尖技术和核心竞争力情况普遍存在。公司的竞争对手主要有隆基机械和博云新材两家上市公司。隆基机械的制动毂等产品国外远销欧美、中东等50多个国家和地区，且成功打入国内的主流汽车厂供应体系。博云新材主要从事具有完全自主知识产权的新型复合材料产品的研发、生产与销售，控股子公司博云汽车主要生产汽车盘式刹车片、鼓式刹车片、后制动蹄总成等产品的研发、生产与销售。

表 6: 公司主要竞争对手

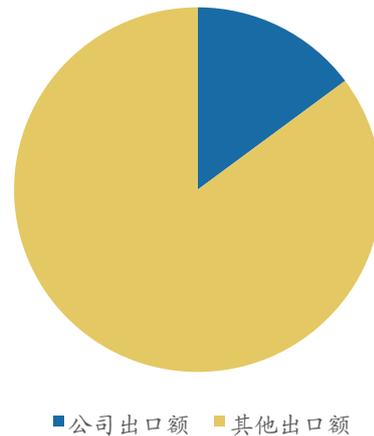
竞争市场	企业名称	简介
欧洲	美国天合汽车集团 (TRW Automotive Holdings Corporation)	美国纽约证券交易所上市公司，总部位于美国密歇根州利弗尼亚，是全球知名汽车安全系统供应商，主要产品包括了汽车制动、转向、悬挂、车身控制等系统产品。公司旗下拥有西班牙刹车片品牌耐摩士 (REMSA)，在欧洲市场有较高的市场占有率，已在中国国内建立多家合资企业。
	德国泰明顿摩擦材料集团 (TMD Friction Holdings GmbH)	全球知名的摩擦材料供应商，总部位于德国勒沃库森市，是欧洲最大的汽车制动产品 OEM 供应商之一，旗下有知名品牌泰克斯塔 (Textar) 刹车片。
	ICER BRAKES	公司成立于 1961 年，是欧洲市场上较为知名的刹车片制造商。主要产品有刹车片、制动衬片、制动喷雾清洁剂等。
北美	美国辉门公司 (Federal-Mogul Holdings Corporation)	美国纳斯达克上市公司，目前为全球主要的主机制造商提供产品，并服务全球售后市场，是全球主要的摩擦材料及制动产品行业生产商之一，2014 年收购了美国霍尼韦尔公司的摩擦材料业务。
	德国博世集团 (BOSCH)	博世集团是全球第一大汽车技术供应商，业务范围涵盖了汽油系统、汽车底盘控制系统、汽车电子驱动、起动机与发电机、传动与控制技术等，以其创新尖端的产品及系统解决方案闻名于世。
	迈艾特控股公司 (Mat Holding)	始建于 1984 年，面向汽车零部件集成商和 OEM、家庭用品中心、连锁零售商、批发分销商的战略生产供应商，总部位于美国伊利诺依州的长沟，拥有 30 多家制造工厂分布在欧洲、北美、中国大陆、印度、越南。
中东	韩国相信 (HI-Q)	成立于 1953 年，在韩国的刹车摩擦材料市场占有率第一，2015 年销售规模达 2944 亿韩元。拥有世界公认的提高刹车灵敏度的 NVH 改装技术，改善安全性和耐磨性的原材料融合技术等原创技术，正在开发非接触式制动辅助装置。
东南亚	奔德士 (Bendix)	奔德士刹车片始于 1924 年，其业务涉及：航空产品和服务，楼宇、家庭和工业控制技术，汽车产品，涡轮增压器，以及特殊材料，产品面向整个售后市场，2002 年由克诺尔公司全部控股。
国内	山东隆基机械股份有限公司	2010 年在深交所上市，是一家从事汽车零部件中的制动部件产品

	(SZ: 002363)	的生产和销售的企业，其主要产品包括汽车刹车盘、汽车制动毂（分为普通制动毂和载重车制动毂）和刹车片等。
	湖南博云新材料股份有限公司 (SZ: 002297)	2009年在深交所上市，从事粉末冶金复合材料制造。公司主要产品包括飞机刹车副、航天用炭\炭复合材料等、环保型高性能汽车刹车材料、高性能模具材料、其他粉末冶金材料等。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司在制动摩擦材料及制动产品行业有一定的领先地位，特别在出口市场拥有较高份额。2014-2015年，公司生产的刹车片在刹车片出口市场的占有率分别为15.08%和14.82%。公司的国内业务比重不大，主要是由于国内AM市场以中低端产品为主，而公司的主要利润来源是中高端系列的刹车片。随着国内消费者的观念转变和安全驾驶的深入人心，公司有望凭借在国际市场的多年经验，开拓国内市场。

图15: 2015年公司刹车片的出口市场占有率情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司是国内最早研发出陶瓷型刹车片的企业之一，不断以更环保、更稳定、更安全、更高性能的新材料、新配方提升产品技术含量。目前还在进行的研发项目有：动车组火车刹车片、环保型陶瓷材料刹车片产业化、新型NAO汽车刹车片、新型风力发电机制动摩擦块等，其中火车摩擦片的研发是公司准备拓展的新市场，并且能在国家“一带一路”战略实施的条件下，同时获得大量订单和品牌影响力。

公司竞争优势

作为国内规模最大的汽车制动器零部件生产商之一，公司的竞争优势主要体现在技术和制造、客户、规模和品类、质量、产品性能和“一站式”供货等方面。

➤ 技术和制造优势

公司具备制动摩擦材料及制动产品自主研发的能力。本公司生产汽车刹车片已有多年的历史，具有较强的技术研发和产品设计、制造能力。公司拥有完备的研发

设备和检测设备，具备产品研发、产品设计、模具设计和制造、检测试验等产品研发设计生产能力。公司为“高新技术企业”，设立有“国家认定企业技术中心”。公司在研发生产过程中形成了众多专利。同时，为进一步提升生产过程管控，实现精细化、准确化生产，公司独立开发了生产配套软件系统，并取得有关的计算机软件著作权。

同时，公司在制动摩擦材料配方的研发方面具有较为突出的实力，目前已经拥有146个制动摩擦材料配方，并拥有独立自主研发的摩擦材料配方体系。公司已经掌握高端陶瓷配方刹车片的制动摩擦材料配方和相关生产工艺，并应用于量产产品。此外，丰富的机械加工经验使得公司拥有模具自主开发和制造能力。与委托外协加工的生产方式相比，公司的业务模式具有成本低、效率高、质量稳定等优势，从而大大缩短了公司新品开发周期及整个产品线的生产周期。

➤ 客户优势

公司生产的刹车片品种多达5100多个、刹车盘品种多达3400多个，适用于全球主流乘用车车型和商用车车型，产品销往全球70多个国家和地区，是世界诸多大型汽车零部件销售公司的长期合作伙伴，同时为全国多家著名汽车公司提供配套制动产品。公司经过多年的市场开拓和培育，已拥有一批稳定的客户群。刹车片与刹车盘作为汽车安全件产品，对产品质量的稳定性要求非常高，同时更换生产商会增加额外成本，因此客户忠诚度较高。

➤ 规模和品类优势

公司是国内制动摩擦材料及配套制动产品行业规模较大的企业，可提供包括刹车片、刹车盘在内的产品型号超过8500种。因此，公司能够满足客户“小批量、多品种、多批次”的要求，同时由于产品种类齐全，可为客户提供“一站式”采购服务，降低客户产品检测、技术沟通和谈判时间等采购成本。

➤ 质量优势

公司一贯重视质量管理体系的建设，在1999年通过了ISO9002:1994质量管理体系认证，2001年通过了ISO9001:2000, VDA6.1(第四版)、QS9000:1998质量管理体系认证，2006年通过了ISO/TS16949:2002质量管理体系认证，并于2010年通过了ISO/TS16949:2009版本升级审核，该认证是目前汽车行业内等级最高、要求最严的质量体系认证之一，该认证的取得代表公司质量体系已经达到国际先进水平。

公司销售的产品满足一系列国内外严格的质量检测标准，其中在国内销售的产品质量符合GB5763-2008汽车用制动器衬片标准，在美国销售的产品符合AMECA及NSF标准，在欧洲销售的产品符合ECER90标准，且有3400多个型号刹车片、刹车盘产品取得E-Mark认证，是公司产品质量在业内处于较高水平的体现。同时，公司不断进行实验检测、质量控制设备的投入，进一步增强了公司产品质量管控能力，为公司在行业内建立起了一定的产品质量优势。

➤ 产品性能优势

(1) 适宜而稳定的摩擦系数

在摩擦过程中，随着动能转化为热能，摩擦材料温度会升高。一般温度达到200℃以后，摩擦系数开始下降，当温度达到树脂和橡胶分解温度范围后，将产生摩擦系

数的骤然降低的现象，这种现象称为“热衰退”。严重的“热衰退”会导致摩擦材料的摩擦性能大为降低。在刹车片的实际应用中，“热衰退”会降低其摩擦力。公司的产品，经过多年的研究、试验，其“热衰退”极值大幅提高至350℃，有效的保障了刹车片在高温下的摩擦系数，提高了刹车片的摩擦性能。

（2）良好的耐磨性

摩擦材料的耐磨性是其使用寿命的反应，也是衡量摩擦材料耐用程度的重要技术经济指标。耐磨性越好，表明它的使用寿命越长。工作温度是影响磨损量的重要因素。当材料表面温度达到有机粘接剂的热分解温度范围时，有机粘接剂如橡胶与树脂产生分解、碳化和失重现象，随温度的升高，这种现象加剧，粘接作用下降，磨损量急剧增大，称之为“热磨损”。公司对多种摩擦材料不同性能进行不断试验、研究，在结合客户实际使用反馈的基础上，反复调整减磨材料等生产配方，选用耐热性更佳的树脂、橡胶等，并优化相关工艺，通过上述过程，有效地减少了刹车片的工作磨损，尤其是其中的热磨损，延长了产品的使用寿命。

（3）优良的制动舒适性

摩擦材料最初被关注的技术重点是制动效果，即制动效能，因为它关系着行驶中的车辆能否快速减速并能安全停止。但是随着汽车工业的发展，摩擦材料性能不再仅局限于制动效能，而是在制动性能的基础上更加关注高频噪音、低频噪音、抖动、金属转移、防锈性、踏板力等相关特性，从而提升汽车制动的踏板感受与舒适度，满足消费者对制动舒适性的需求。公司通过对多种降噪材料的基础研究，并对摩擦材料的几何结构进行设计与优化，有效降低了摩擦材料在多种制动工况下制动噪音的发生概率，明显提升了摩擦材料的制动舒适性。

（4）对对偶件的损伤较小

摩擦材料的减速和制动都要通过摩擦材料与对偶件制动盘（鼓）的相互摩擦从而产生一定的摩擦力实现。在相互摩擦过程中，摩擦材料对对偶件都会产生一定程度的磨损，导致制动盘（鼓）表面出现不同程度的擦伤、划痕、沟槽等现象，从而减少了制动盘（鼓）的有效使用寿命。通过多摩擦材料配方组分以及工艺参数的合理设计，公司所生产的摩擦材料制品具备适宜的表面硬度和压缩特性，能够有效提高制动平顺性，从而明显降低对对偶件的损伤，提高制动盘（鼓）的使用寿命。

（5）环境友好性

随着摩擦材料工业的发展，各类原材料与能源的消耗，以及在制动过程中产生的制动灰尘，都会对生态环境产生一定的负面影响；并且随着人们环保意识的日益提升，环境友好型摩擦材料的需求在不断上升。公司所生产的摩擦材料属于绿色环保型产品，不含石棉或类石棉物质，不含重金属元素，低铜或无铜，并能有效降低制动灰尘的粘附性，从而能有效保护生态环境，实现人与自然和谐共处。

➤ “一站式”供货优势

公司凭借其自身的技术、产品、服务等优势，立足欧美高端市场，主要销售中高端产品，相应产品的销售价格较高。公司作为售后市场规模领先的刹车片生产企业之一，具备多品种多系列的规模化供应能力。公司提供的“一站式”采购服务为客户提供了采购整合方案，资源合理配置，解决了一个订单多家采购的情形，为客户节约了成本；同时针对产品“多品种、多批次、小批量”等特点，公司的快速反

应能力使得公司能快速组织各方面资源，在较短时间内完成从生产到发运的所有工作，满足客户对产品质量及交货期的要求，不但稳定了销售价格，同时满足了客户需求，降低客户采购成本，形成了公司的竞争优势。

募投项目分析

本次公司拟公开发行不超过5250万股，占发行后总股本的25.08%，募资净额约10.40亿元。公司拟将募资净额中的3.7亿元投资于年产1500万套汽车刹车片先进制造项目，2.5亿元投资于年产600万件高性能制动盘项目，1.2亿元投资于企业技术中心创新能力建设项目，剩余的3亿元用于偿还银行贷款。

表 7: 公司募投项目情况

序号	项目名称	投资总额(万元)	募集资金(万元)	项目建设期
1	年产 1500 万套汽车刹车片先进制造项目	37143.00	37143.00	2 年
2	年产 600 万件高性能汽车制动盘项目	24850.00	24850.00	1 年
3	企业技术中心创新能力建设项目	11991.00	11991.00	2 年
4	偿还银行贷款	30000.00	30000.00	
合计		103984.00	103984.00	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 8: 本次发行募集资金使用计划

序号	项目名称	项目总投资额(万元)	第一年(万元)	第二年(万元)
1	年产 1500 万套汽车刹车片先进制造项目	37143.00	20125.63	17017.37
2	年产 600 万件高性能汽车制动盘项目	24850.00	24850.00	-
3	企业技术中心创新能力建设项目	11991.00	11991.00	-

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 9: 募集资金投资项目新增产能情况

序号	项目名称	新增产能情况
1	年产 1500 万套汽车刹车片先进制造项目	淘汰原有年产 500 万套落后产能，形成年产 1500 万套汽车刹车片的先进制造能力，整体实现新增产能 1000 万套汽车刹车片
2	年产 600 万件高性能汽车制动盘项目	新增年产 600 万件高性能汽车制动盘的生产能力

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

年产 1500 万套汽车刹车片先进制造项目

项目中的500万套用于更新公司原有技术落后、生产效率较低、耗能较大的生产能力，另外1000万套属新增生产能力。公司实施这一项目的必要性在于：为满足公司长期发展的需求，降低汽车刹车片生产成本，推进汽车刹车片环保化和高性能化；进一步扩大公司刹车片生产能力，能够更好地满足日益增长的下游客户需求；持续

扩大品牌影响力，提高公司的市场占有率水平。

项目投资总额为37143万元，建设期为24个月，投产后第1年产能达到设计产能的60%，第3年完全达产。公司预计此后每年可实现销售收入6亿元，净利润9100万元，投资回收期（含建设期）为6.30年。

本项目汽车刹车片产品主要采用酚醛树脂、聚酰亚胺树脂等先进树脂作为复合材料的基体，并对树脂进一步优化或改性，加入增强材料以及摩擦颗粒减噪剂等调节剂，采用优化工艺提高产品制动性能，开发和生产更加符合环保要求、适用不同车型和不同外部环境的新一代树脂基复合材料汽车刹车片。

表 10: 年产 1500 万套汽车刹车片先进制造项目投资概算

序号	项目	估算投资额（万元）	占投资比例
1	建设投资	33388.97	89.89%
1.1	工程费用	29879.07	80.44%
1.1.1	建筑工程费	4231.82	11.39%
1.1.2	设备购置费	23879.56	64.29%
1.1.3	安装工程费	1767.69	4.76%
1.2	工程建设及其他费用	1619.95	4.36%
1.3	预备费	1889.94	5.09%
2	建设期其他费用	338.25	0.91%
3	铺底流动资金	3415.78	9.20%
	合计	37,143.00	100%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

年产 600 万件高性能汽车制动盘项目

公司投资刹车盘项目有两方面原因：刹车片和刹车盘互为刹车制动器的对偶件，为了完善产品结构，满足客户“一站式”采购需求；近年来国内外提高了汽车刹车盘的安全标准，如国内先后颁布了《灰铸铁件机械性能试验方法》、《灰铸铁件》、《钢铁及合金化学分析方法》等一系列标准，而美国汽车工程学会公布了《汽车灰铸铁件》，面对新的技术标准和法律法规的变化，公司必须增加资金投入，以控制刹车盘质量，满足安全、环保等方面的要求。

项目投资总额为24850万元，项目建成正常达产后，公司将新增年产600万件高性能汽车制动盘的生产能力，项目建设期为12个月，投产后第1年产能达到设计产能的50%，第3年完全达产。公司预计达产后每年可实现销售收入4.05亿元，净利润3620万元，投资回收期（含建设期）为7.66年。

目前，公司的刹车盘产品已出口至英国、德国和俄罗斯等多个国家，随着国际市场的不断拓展，预计公司刹车盘产品的需求将持续增加，可充分消化公司新增产能。公司将积极主动地与长期客户进行技术交流，根据其需求研制并推介刹车盘产品，以争取优先获得原有客户的刹车盘产品订单。此外，公司会通过媒介推广、参加行业会议和展会等方式开发新客户和新项目，拓展国内外市场，提升公司在刹车

盘市场的占有率。

表 11: 年产 600 万件高性能汽车制动盘项目投资概算

序号	项目	估算投资额 (万元)	占投资比例 (%)
1	设备购置费用	16300.00	65.59
2	安装工程费用	2474.00	9.96
3	工程其他费用	2459.58	9.90
4	铺底流动资金	3616.52	14.55
合计		24850.00	100.00

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

企业技术中心创新能力建设项目

公司投资本项目旨在建设环保型新材料刹车片研发平台, 以提升企业技术创新能力, 特别是在新的摩擦材料配方体系、环保型新材料刹车片, 以及用于轨道交通车辆、飞机和工程机械用制动摩擦材料方面的研究能力。

项目拟新建6000平方米的研发中心, 将解决公司现有研发场地不足的情况, 同时公司将引进更多的优秀研发人才, 配备更加先进的研发设备。项目建设期为24个月, 预计总投资11991万元, 包括汽车刹车片研发及中试设备、火车闸片研发及中试设备。项目实施后, 公司将开展相关产学研合作项目, 聘用相关领域专家等措施提高火车闸片研发能力, 从而拓展高端产品领域, 占据市场先机, 适应中国高速铁路发展需求。

表 12: 技术中心创新能力建设项目投资概算

序号	项目	投资额 (万元)	占投资比例 (%)
1	汽车刹车片研发及中试设备	4896.20	40.83%
2	火车闸片研发及中试设备	5637.80	47.02%
3	软件费用	400.00	3.34%
4	基本建设费	774.85	6.46%
5	电气及其他辅助配套工程	282.15	2.35%
合计		11991.00	100.00

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

盈利预测

我们对公司业务关键预测如下:

1、我们预测公司刹车片2017到2019销量增速保持较高水平, 主要考虑到公司对东南亚等地区客户的拓展, 以及公司通过刹车片的合作研发项目, 进入北汽等国内整车厂商的OEM供应链的可能。

2、我们预测公司刹车盘有望快速上量，主要考虑到公司多年在刹车片上积累的技术和客户优势，以及公司持续的研发投入。

3、我们预测公司刹车片单价将继续上升，主要考虑到美国等地消费水平的复苏，以及国内消费升级。

以公司IPO后总股本20937万股计算，考虑募投项目投产的影响，我们预计公司2017-2019年EPS分别为1.20元、1.44元、1.74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。

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	820	922	1299	1191	1468
货币资金	405	390	708	490	654
应收及预付	225	299	311	374	437
存货	190	233	280	328	377
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	893	872	1295	1782	1920
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	696	664	632	923	1044
在建工程	38	18	518	718	738
无形资产	141	139	138	134	131
其他长期资产	18	52	7	7	7
资产总计	1713	1794	2594	2973	3387
流动负债	573	694	258	336	386
短期借款	276	207	0	0	0
应付及预收	179	241	258	336	386
其他流动负债	118	246	0	0	0
非流动负债	308	108	50	50	50
长期借款	246	50	50	50	50
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	62	58	0	0	0
负债合计	881	802	308	386	436
股本	157	157	209	209	209
资本公积	246	246	1237	1237	1237
留存收益	427	587	837	1139	1503
归属母公司股东权	830	990	2284	2585	2949
少数股东权益	3	2	2	2	2
负债和股东权益	1713	1794	2594	2973	3387

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1122	1290	1539	1844	2157
营业成本	752	827	1000	1197	1381
营业税金及附加	8	27	21	28	34
销售费用	54	91	91	113	134
管理费用	102	96	128	150	174
财务费用	21	5	3	-3	-2
资产减值损失	6	10	11	10	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	178	235	285	348	424
营业外收入	20	17	20	19	19
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	197	250	304	366	441
所得税	35	43	53	64	77
净利润	161	207	250	301	364
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	161	207	250	302	364
EBITDA	292	337	385	469	587
EPS (元)	1.03	1.32	1.20	1.44	1.74

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	341	262	297	368	440
净利润	161	207	250	301	364
折旧摊销	87	87	85	113	153
营运资金变动	63	-52	-54	-42	-76
其它	29	21	15	-4	-1
投资活动现金流	-75	-81	-504	-582	-273
资本支出	-83	-87	-504	-582	-273
投资变动	0	0	0	0	0
其他	8	6	0	0	0
筹资活动现金流	-218	-200	525	-3	-3
银行借款	636	337	-207	0	0
债券融资	-806	-474	-304	0	0
股权融资	0	0	1044	0	0
其他	-48	-63	-8	-3	-3
现金净增加额	48	-18	317	-218	163
期初现金余额	380	405	390	708	490
期末现金余额	428	386	708	490	654

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	6.0	15.0	19.3	19.8	17.0
营业利润增长	23.8	32.3	21.2	22.1	21.7
归属母公司净利润增长	13.8	28.4	20.9	20.4	20.7
获利能力(%)					
毛利率	33.0	35.9	35.1	35.1	36.0
净利率	14.4	16.0	16.3	16.3	16.9
ROE	19.5	20.9	11.0	11.7	12.3
ROIC	15.9	18.9	15.2	13.7	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	51.4	44.7	11.9	13.0	12.9
净负债比率	0.3	0.1	-0.3	-0.2	-0.2
流动比率	1.43	1.33	5.03	3.55	3.80
速动比率	1.09	0.99	3.91	2.54	2.80
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.74	0.70	0.66	0.68
应收账款周转率	5.48	5.35	5.45	5.42	5.42
存货周转率	3.45	3.91	3.57	3.66	3.67
每股指标(元)					
每股收益	1.03	1.32	1.20	1.44	1.74
每股经营现金流	2.17	1.67	1.42	1.76	2.10
每股净资产	5.29	6.31	10.91	12.35	14.09
估值比率					
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-

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。