

国内汽车刹车片龙头，稳扎稳打拓未来

——金麒麟（603586）深度报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2019年11月06日

汽车——汽车零部件

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhq.com

助理分析师

陈兰芳

SAC No: S1150118080005

chenlf@bhq.com

评级：

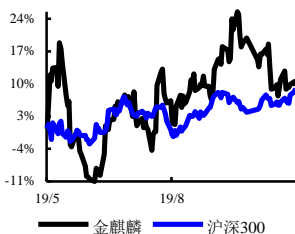
增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价： 16.45

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 国内汽车刹车片龙头，经营恢复至快速增长

1) 公司成立于1999年8月，主营汽车刹车片和刹车盘，用于盘式制动器和鼓式制动器，是汽车制动系统中的重要部件。目前公司拥有221个制动摩擦材料配方，可生产6300多种汽车刹车片产品和3900多种汽车刹车盘产品，可用于全球主流乘用车车型和商用车车型。2) 公司客户分布于海内外，主要销量与收入来自国内外AM市场，2018年AM市场刹车片/刹车盘销量占比达97.17%/98.17%。3) 2018年刹车片占主营收入比重达77%，出口占营收比重超85%，刹车片及海外市场是公司收入与盈利的主要来源。2019前三季度公司已经实现营业利润1.81亿元和净利润1.50亿元，同比增长87.55%和91.27%，恢复至快速增长。

● 全球汽车保有量巨大，公司成长前景广阔

由于公司销量基本来自于售后市场，因此，公司成长的存量逻辑属性强。全球最新汽车保有量预计在14-15亿辆左右，国内最新汽车保有量为2.5亿辆，所以在巨大的汽车保有量的支撑下，作为易耗品的汽车刹车片与刹车盘将拥有可观且稳定的市场需求。根据汽车产量与保有量数据估算，全球汽车刹车片+刹车盘市场规模超千亿。公司收入市场分布面广，超85%来自海外市场，其中，整体超50%来自欧洲市场，约15%来自北美市场。欧洲与北美汽车保有量预计均超过4亿辆，加上中国市场，共同构成公司未来持续成长的基础与支撑。公司依靠产品性价比优势有望逐步实现中高端产品进口替代并“走出去”，从而实现市场份额的持续提升。

● 产品结构提升，汽车OEM与高铁创新机

1) 公司刹车片产品从一般到高端分为Entry/Good/Better/Best系列。目前产品以中高端系列为主，Good系列产品占比不断提升，Better/Best系列占比超70%，产品价格提升，产品结构在改善。随着公司优化产品结构和技术结构，优化客户资源，提升运营效率，未来产品结构有望继续改善，盈利能力持续提升。2) 汽车OEM市场相比AM市场，产品技术与质量要求更严格，市场开发难度更高，利润率相对也更高，长期以来国内外汽车刹车片与刹车盘OEM市场主要由国际/合资厂商垄断占据。公司作为国内汽车刹车片领域的佼佼者，通过持续研发创新，成功取得了部分主机厂的配套供应资格，尤其是公司去年通过了戴姆勒的PFA审核，正式为奔驰车型批量供应配套产品，这不仅是公司产品质量水平的体现，还为公司后续在OEM市场持续攻城略地提供重要示范与保证。尽管目前公司OEM配套占比低，但增长势头明显好于整体，未来随着客户持续开发，OEM配套规模效应的显现，盈利能力有望改善甚至超越AM市场。3) 积极推进同心多元化战略，比如公司正积极研发动车组闸片并计划打入

铁路等轨交市场。公司已研发出三款动车组粉末冶金闸片产品，并获得中铁检验认证中心 CRCC 认证，随着后续样品检测到路试的持续推进，公司未来有望助力我国高铁列车制动系统国产化率的提升，并将受益于国内高铁快速发展的趋势。我们认为，高铁刹车片业务将打开公司现有业务与市场的天花板，有望成为公司中长期发展的新增长点。

● 盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2019-21 年实现营业收入 16.44/19.49/23.17 亿元，同比增长 17.45%/18.59%/18.85%，归母净利润 2.12/2.54/3.03 亿元，同比增长 139.75%/19.89%/19.15%，对应 EPS 为 1.04/1.25/1.49 元/股，对应 2019-21 年 PE 分别为 16/13/11 倍，考虑到公司作为国内汽车刹车片领先企业，产品与渠道具备比较优势，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：刹车片与刹车盘增长低于预期；原材料价格风险；汇率风险

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,500	1,399	1,644	1,949	2,317
(+/-)%	16%	-7%	17%	19%	19%
经营利润 (EBIT)	245	100	270	322	388
(+/-)%	-4%	-59%	171%	19%	21%
净利润	174	88	212	254	303
(+/-)%	-16%	-49%	140%	20%	19%
每股收益 (元)	0.83	0.41	1.04	1.25	1.49

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	808	1202	723	406	463	营业收入	1500	1399	1644	1949	2317
应收票据	19	14	16	21	23	营业成本	1039	1047	1184	1389	1638
应收账款	275	305	335	393	481	营业税金及附加	22	23	12	25	28
预付款项	7	9	9	11	13	销售费用	106	101	100	116	137
其他应收款	18	17	19	23	28	管理费用	105	103	67	79	95
应收利息		0	0	0	0	研发费用		49	58	67	80
存货	254	289	308	369	429	财务费用	29	-18	7	5	8
合同资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	12	-3	-3	-3
划分为持有待售的资产	0	0	0	0	0	信用减值损失		0	0	0	0
其他流动资产						公允价值变动净收益					
	513	76	320	625	993	其他收益	0	-3	0	0	0
可供出售金融资产						其他收益					
	0	0	0	0	0	投资净收益	11	14	14	14	14
长期股权投资	0	0	75	75	75	资产处置收益	6	24	25	25	26
固定资产	689	688	766	867	966	营业利润	-4	0	0	0	0
在建工程	58	52	126	153	157	营业外收支净额	208	118	257	311	373
工程物资	0	0	0	0	0	税前利润	8	0	6	6	6
无形资产	139	138	111	83	55	减：所得税	217	118	263	317	380
长期待摊费用	0	0	0	0	0	净利润	43	30	52	63	77
资产总计	2816	2867	2909	3136	3804	归属于母公司的净利润	174	88	212	254	302
短期借款						少数股东损益					
	188	224	0	0	391	基本每股收益	174	88	212	254	303
应付票据	0	0	0	0	0	稀释每股收益	0	0	0	0	0
应付账款	178	151	191	225	260	财务指标	0.83	0.41	1.04	1.25	1.49
预收款项	10	12	12	13	14	成长性	0.83	0.41	1.04	1.25	1.49
应付职工薪酬	31	28	28	28	28	营收增长率					
应交税费	11	14	14	14	14	EBIT 增长率	16.2%	-6.7%	17.4%	18.6%	18.9%
其他应付款	29	104	104	104	104	净利润增长率	-3.9%	-59.4%	171.3%	19.2%	20.6%
其他流动负债	0	0	0	0	0	盈利性	-16.1%	-49.2%	139.7%	19.9%	19.2%
长期借款	150	0	80	80	80	销售毛利率					
负债合计	698	723	620	655	1081	销售净利率	30.7%	25.2%	28.0%	28.7%	29.3%
股东权益合计	2117	2144	2289	2481	2723	ROE	11.6%	6.3%	12.9%	13.0%	13.1%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	估值倍数					
净利润	174	88	212	254	302	PE	20.1	40.8	16.07	13.41	11.3
折旧与摊销	92	94	75	80	85	P/S	2.3	2.6	2.1	1.7	1.5
经营活动现金流	251	106	8	-96	-130	P/B	1.65	1.68	1.49	1.37	1.25
投资活动现金流	-640	310	-270	-155	-134	股息收益率	0.0%	0.0%	2.5%	1.8%	1.8%
融资活动现金流	824	-53	-217	-66	321	EV/EBITDA	9.1	14.3	8.4	8.0	7.5
现金净变动	435	363	-479	-317	57						
期初现金余额	390	808	1202	723	406						
期末现金余额	825	1171	723	406	463						

目 录

1.国内汽车刹车片龙头，经营复苏.....	7
1.1 公司基本情况	7
1.2 公司经营业绩恢复快速增长.....	9
2.全球汽车保有量大，市场广阔“钱景”吉	13
3.结构优良质量提，汽车 OEM 与高铁创新机.....	16
3.1 产品分级结构提升，盈利能力改善.....	16
3.2 开拓汽车 OEM 与高铁市场，增长机遇不停歇.....	17
4.盈利预测与估值讨论	21

图 目 录

图 1: 公司股权结构	8
图 2: 公司为国内众多品牌提供配套	9
图 3: 公司刹车片产销情况	10
图 4: 公司刹车盘产销情况	10
图 5: 公司营业收入情况	11
图 6: 公司与隆基机械业务对比 (2018, 亿元)	11
图 7: 公司分地区营收构成	11
图 8: 公司分产品营收构成	11
图 9: 公司营业利润走势	12
图 10: 公司净利润走势	12
图 11: 公司经营性现金流情况	12
图 12: 全球汽车保有量 (万辆)	14
图 13: 国内汽车保有量	14
图 14: 国内汽车产量情况	14
图 15: 全球汽车产量情况	14
图 16: 国内汽车刹车片市场规模测算	14
图 17: 全球汽车刹车片市场规模测算	14
图 18: 国内汽车刹车盘市场规模测算	15
图 19: 全球汽车刹车盘市场规模测算	15
图 20: 欧美成公司收入主要贡献市场 (单位: 万元)	15
图 21: 境外收入占公司收入的主要部分	15
图 22: 公司产品销量基本来自 AM 市场	15
图 23: 《汽车用制动器标准》趋于严格	15
图 24: 国际厂家汽车刹车片价格明显高于公司	16
图 25: 公司刹车片产品结构优良	16
图 26: 公司利润率企稳回升	16
图 27: 公司汽车刹车片均价持续提升	17
图 28: 公司汽车刹车盘均价近三年呈提升走势	17
图 29: 公司人均收入近三年持续提升	17
图 30: 公司 OEM 市场快速增长	18
图 31: 公司 OEM 客户	18
图 32: 公司正式为戴姆勒-奔驰旗下凌特车型批量供应产品	18
图 33: 公司产品获得中铁检验认证中心 CRCC 认证	20
图 34: 国内动车组数量持续较快增长	20
图 35: 国内铁路市场增长较快	21
图 36: 动车组粉末冶金闸片市场规模估算及预测	21
图 37: 天宜上佳利润率高	21

表 目 录

表 1: 公司主要生产汽车刹车片和刹车盘	7
表 2: 公司面向的 AM 市场和 OEM 市场	8
表 3: 国际市场客户	9
表 4: 国内市场客户	9
表 5: 2018 年分市场销量情况	10
表 6: 在建工程项目	13
表 7: 获得动车组闸片 CRCC 证书的公司 (有效)	19
表 8: 公司分业务预测	22

1.国内汽车刹车片龙头，经营复苏

1.1 公司基本情况

山东金麒麟股份有限公司成立于 1999 年 8 月，主要产品为汽车刹车片和刹车盘，用于盘式制动器和鼓式制动器，是汽车制动系统中的重要部件。公司拥有 221 个制动摩擦材料配方，可生产 6300 多种汽车刹车片产品和 3900 多种汽车刹车盘产品，包括 LPB、LJP、嘉世安等不同品牌系列，可用于全球主流乘用车车型和商用车车型。

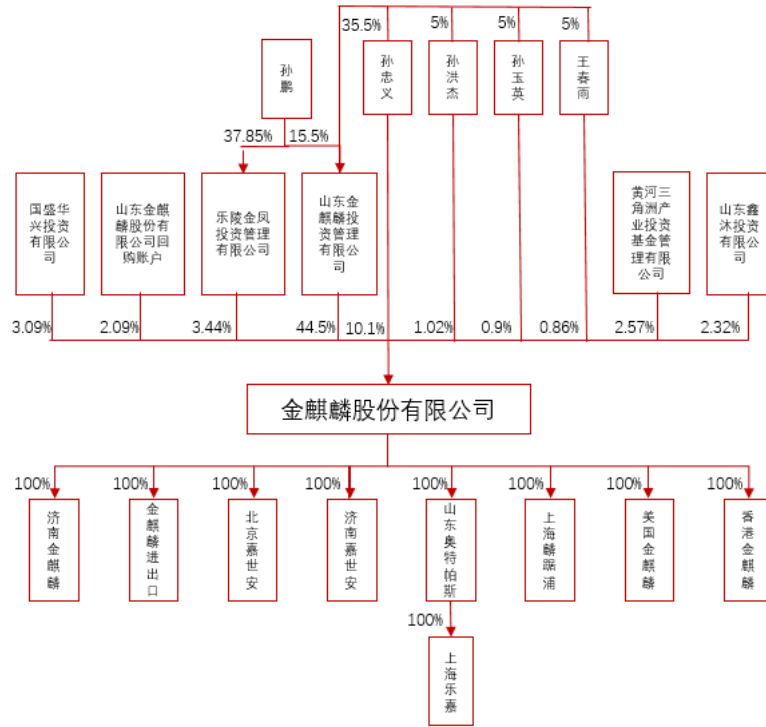
表 1: 公司主要生产汽车刹车片和刹车盘

制动器类型	制动器示例图	公司产品	产品作用
盘式制动器		盘式刹车片	盘式刹车片夹紧刹车盘，使其停止旋转
		刹车盘	刹车盘与盘式刹车片互相作用，使其停止旋转
鼓式制动器		鼓式刹车片	鼓式刹车片从内侧挤压刹车鼓，使其停止旋转
		刹车鼓	刹车鼓与鼓式刹车片互相作用，使其停止旋转

资料来源：公司招股说明书，渤海证券

公司实际控制人是孙氏家族。董事长孙忠义直接持有 10.1% 的公司股份，并通过实际控制的山东金麒麟投资管理有限公司持股 44.5%，实际控制股比加总合计 54.60%；副董事长孙鹏通过山东金麒麟投资管理有限公司与乐陵金凤投资管理有限公司共持有公司 8.2% 的股份。孙忠义与孙鹏为父子关系，公司股权结构较为集中，经营情况稳定。

图 1: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 渤海证券

按客户类型分类, 公司面向的市场可分为: AM 市场和 OEM 市场。AM 市场订单分散、单笔利润较高、对产品多样性和品牌度的要求也较高, 市场需求主要与汽车保有量和刹车产品更换周期有关, 因而较为稳定; OEM 市场订单量大但制动器厂商议价能力有限, 进入壁垒也较高, 目前主要由美国辉门公司、日本日清纺株式会社等与主机厂有长期合作关系的企业占据。

表 2: 公司面向的 AM 市场和 OEM 市场

市场类型	市场区域	市场特点	产品要求	规模影响因素
AM 市场	发达国家	国外经销商控制市场, 对产品要求较高	高	汽车保有量、汽车平均车龄和平均行驶里程
	发展中国家	以中小经销商为主, 市场竞争激烈	中	汽车保有量和增长率
	国内	主要通过经销商进行销售, 市场空间巨大但集中度较低	中	汽车保有量和增长率
OEM 市场	国际	主要由国际大型企业垄断	很高	全球汽车产量
	国内	主要由外资企业产品及进口产品占据	高	国内汽车产量, 新车型的市场生命周期

资料来源: 公司招股书, 渤海证券

公司客户分布于海内外, 主要收入来自国内外 AM 市场和国内 OEM 市场。针对
请务必阅读正文之后的免责声明

不同区域的 AM 和 OEM 市场的不同特点，公司采取不同的经营模式。对于国外 AM 市场，公司将产品以 ODM 形式销售给有自有品牌的海外批发商、分销商和制造商；对于国内 AM 市场，公司通过经销商和网络销售门店将三个自有品牌（“LPB”、“LJP”和“嘉世安”）直接销售给修理厂、4S 店和终端消费者。对于国内外 OEM 市场，公司以签订配套合约的形式为整车厂提供所需要的零部件。公司国内配套客户包括一汽-大众、一汽、东风、北汽、长安、东南、比亚迪、吉利、中国重汽、中兴、江淮、长城、上汽、华晨、众泰、力帆等众多知名汽车公司，值得一提的是，公司还获得了戴姆勒旗下梅赛德斯-奔驰凌特车型整车配套产品批量生产的许可，为其批量供应配套产品。

表 3: 国际市场客户

客户类型	客户说明	客户举例	销售占比
批发商	指本身未设有销售渠道，通过代理商、下游经销商分销产品的经销商	JURATEK LTD 等	0.6728
分销商	指自身建有销售渠道，既能通过代理商、下游经销商分销产品，又能直接将产品销售给终端个人消费者的经销商，	Rayloc/Div. Genuine Parts Co 等；	0.1641
制造商	指从事刹车片等制动产品生产 的厂商	Brembo S.p.A 等	0.1632

表 4: 国内市场客户

客户类型	客户说明	客户举例	销售占比
OEM 配套商	指为整车生产商配套提供汽车零部件的厂商	亚太股份等	0.3674
经销商	指向各类下游经销商、零售连锁店、修理厂乃至个人消费者销售产品的厂商	上海霞涛汽配有限公司 等	0.5689
修理厂/4S 店	指向个人消费者提供汽车维修保养服务的厂商。		0.0637

资料来源：公司招股书，渤海证券

图 2: 公司为国内众多品牌提供配套



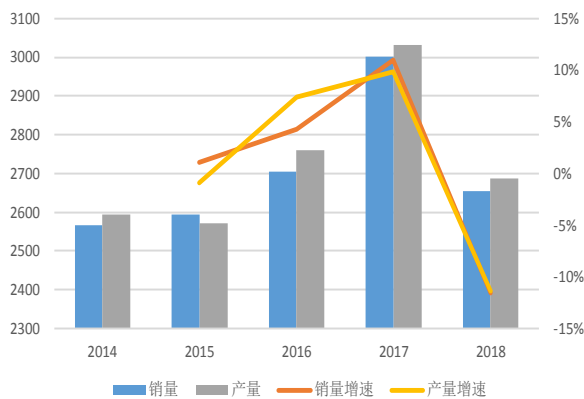
资料来源：公司官网，渤海证券

1.2 公司经营业绩恢复快速增长

公司产销情况较为稳定，刹车片产销量近五年均在 2500 万套至 3000 万套之间，

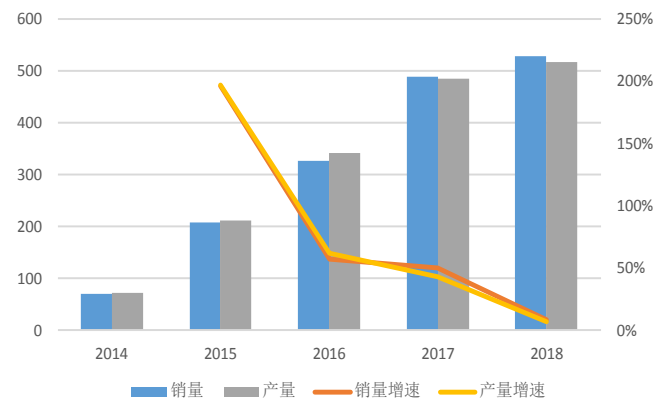
在经历了持续增长后，2018 年产销略有下滑（产销量同比分别下降 11.36%/11.61%），主要与 AM 市场的增速下滑有关，OEM 市场依然维持增长态势。刹车盘产销自 2014 年以来不断增加，2018 年产量达到 516.94 万件，同比增长 6.46%，销量达到 527.46 万件，同比增长 8.10%。

图 3：公司刹车片产销情况



资料来源：公司公告，渤海证券

图 4：公司刹车盘产销情况



资料来源：公司公告，渤海证券

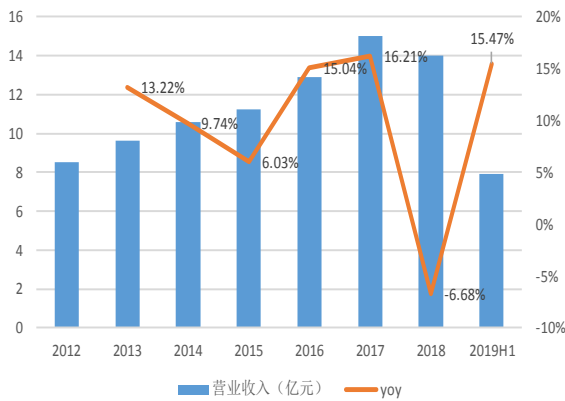
表 5：2018 年分市场销量情况

	OEM 市场销量	累计同比增减 (%)	AM 市场销量	累计同比增减 (%)
刹车片 (万套)	75.13	20.71	2579.25	-12.29
刹车盘 (万件)	9.67	1417.00	517.79	6.26

资料来源：公司公告，渤海证券

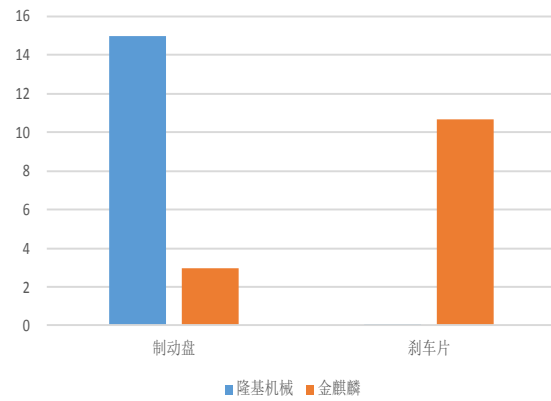
公司营业收入从 2012 年的 8.51 亿元增长到 2018 年的 13.99 亿元，年复合增长率达 8.63%。结构上，2018 年刹车片占主营收比重达 77%，出口占营收比重超 85%，刹车片及海外市场是公司收入与盈利的主要来源。2018 年营业收入为 14 亿，同比下降 6.68%，主要是由于海外市场下滑所致。2019H1 公司实现营收 7.92 亿元，同比增 15.47%，经过持续市场开拓与产品结构调整，恢复至较快增长，其中，出口 7.08 亿元，同比增长 23.06%（去年全年下滑 8.89%），是增长的主要来源。公司是国内主营刹车片规模最大的公司，也是制动配件行业两个民营上市公司之一，另一家企业隆基机械主营刹车盘和刹车鼓。

图 5: 公司营业收入情况



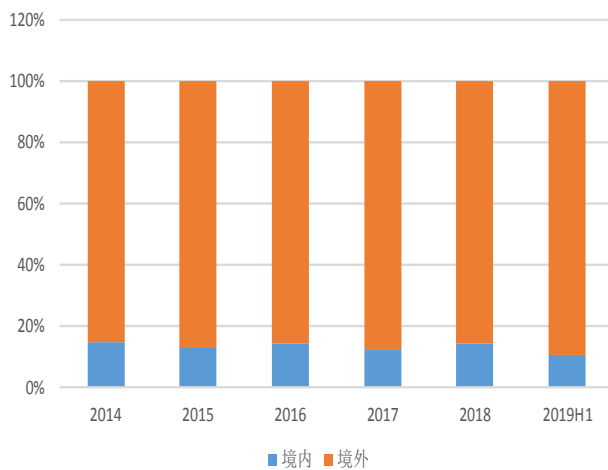
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 6: 公司与隆基机械业务对比 (2018, 亿元)



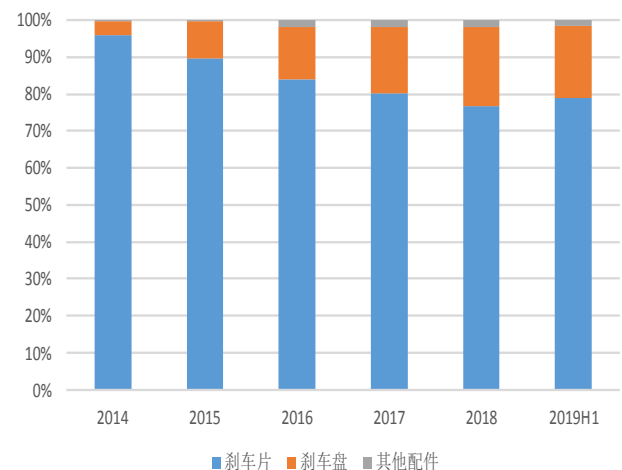
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 7: 公司分地区营收构成



资料来源: 公司公告, 渤海证券

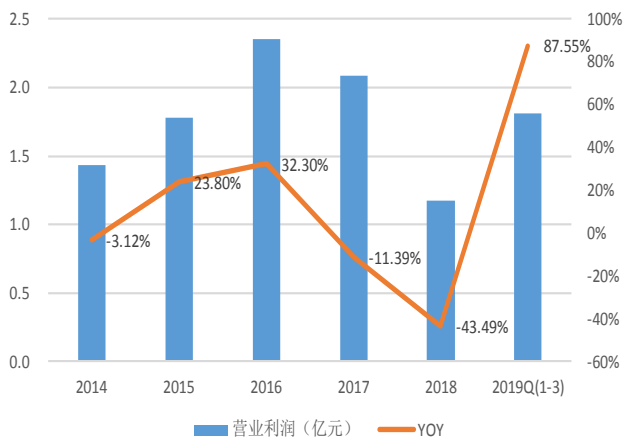
图 8: 公司分产品营收构成



资料来源: 公司公告, 渤海证券

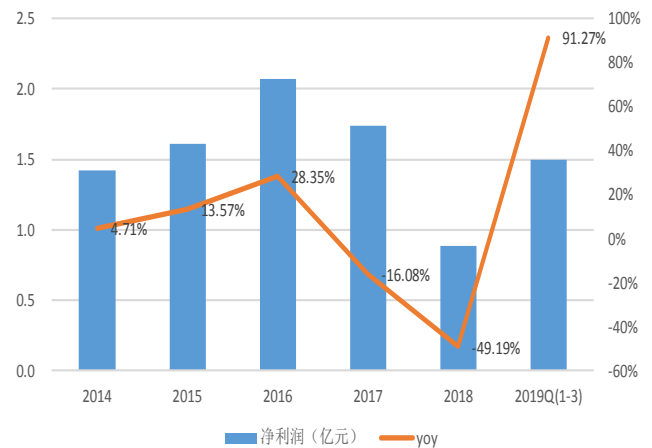
公司营业利润与净利润在 2016 年之前持续增长, 2017 年利润减少主要是受到原材料价格上涨和人民币汇率因素影响, 2018 利润减少一方面由于刹车片营业收入下降和钢板等主要原材料价格上涨导致的毛利润下降, 另一方面由于公司因终止股权激励计划需在 2018 年度加速确认股份支付费用。2019 前三季度公司已经实现营业利润 1.81 亿元和净利润 1.50 亿元, 同比增长 87.55% 和 91.27%, 恢复至快速增长。

图 9: 公司营业利润走势



资料来源: 公司公告, 渤海证券

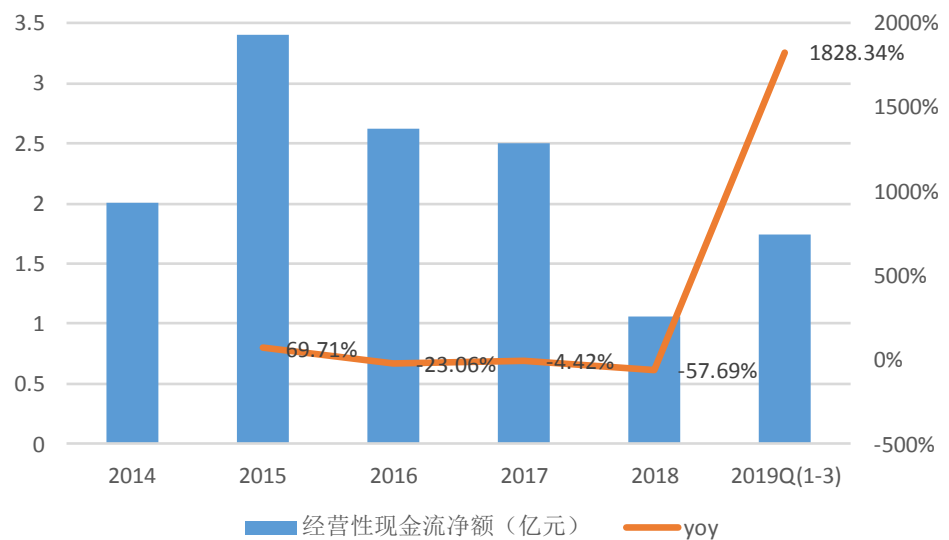
图 10: 公司净利润走势



资料来源: 公司公告, 渤海证券

公司 2014 年至 2018 年经营性现金流净额均大于净利润, 公司利润质量较高, 2019 前三季度经营性现金流净额达 1.74 亿元, 同比增长 1828.34%, 现金流状况明显改善。

图 11: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券

公司在建工程包括年产 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年产 600 万套汽车刹车片智能工厂项目。汽车刹车片（年产 1500 万套汽车刹车片先进制造项目已投产部分）实际产能在 2018 年达到 2688 万套, 产能利用率为 69.22%, 汽车刹车盘（含年产 600 万件高性能汽车制动盘项目已投产部分）实际产能在 2018 年达到 517 万件, 产能利用率为 78.81%。另外, 投入 1.20 亿元的企业技术中心项目预计 2020 年完工, 以上建设均有序推进

行中。随着客户与市场的不断开拓，公司产能的释放将为未来持续成长打下较为坚实的基础。

表 6: 在建工程项目

项目名称	计划投资金额	计划产能	投产时间
年产 1500 万套汽车刹车片先进制造项目	37143	1500 万套(新增 1000 更新 500)	2019
年产 600 万件高性能汽车制动盘项目	24850	600 万件	2020
年产 600 万套汽车刹车片智能工厂项目	17541	600 万套	2019
企业技术中心创新能力建设项目	11991		2020

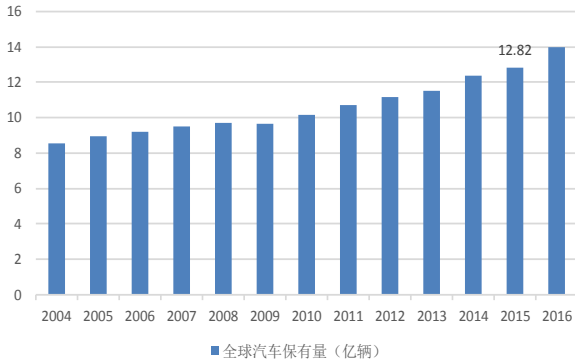
资料来源：公司公告，渤海证券

2. 全球汽车保有量大，市场广阔“钱景”吉

公司销量基本来自于售后市场，因此，公司成长的存量逻辑属性强。全球汽车市场规模庞大，最新汽车保有量预计在 14-15 亿辆左右，国内最新汽车保有量为 2.5 亿辆，所以，在巨大的汽车保有量的支撑下，作为易耗品的汽车刹车片与刹车盘将拥有可观且稳定的市场需求。根据汽车产量与保有量数据，我们按照每辆汽车配套 4 个刹车盘和 8 个刹车片，刹车片/刹车盘平均更换周期 3 年/5 年，刹车片/刹车片均价 10 元/片、50 元/件来估算：1) 2021 年国内汽车刹车片 AM/OEM 市场规模达 78/21 亿元，整体 2018-2021CAGR 为 5%，全球 AM/OEM 市场规模达 411/75 亿元，整体 CAGR 为 2%，保持稳健增长；2) 2021 年国内汽车刹车盘 AM/OEM 市场规模达 118/54 亿元，整体 2018-2021CAGR 为 4%，全球 AM/OEM 市场规模达 617/188 亿元，整体 CAGR 为 1.7%，也保持稳健增长态势。综上分析，全球汽车刹车片+刹车盘市场规模超千亿，公司收入市场分布面广，超 85% 来自海外市场，其中，整体超 50% 来自欧洲市场，约 15% 来自北美市场，加上亚非市场，贡献了公司绝大部分收入。欧洲与北美汽车保有量预计均超过 4 亿辆，加上中国市场，共同构成公司未来持续成长的基础与支撑。公司依靠产品性价比优势有望逐步实现中高端产品进口替代并“走出去”，特别是在 OEM 市场，从而实现市场份额的持续提升。

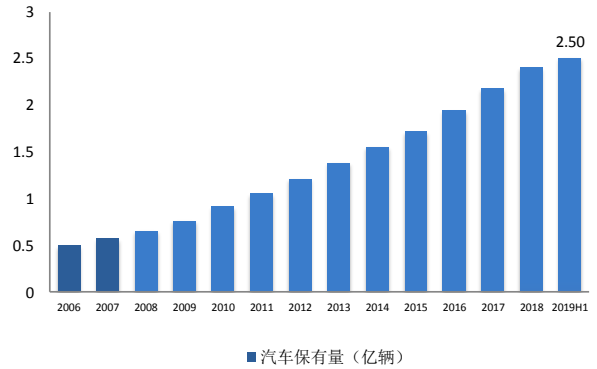
另外，公司于 2017 年通过了国内等级最高、要求最严的质量体系认证 IATF16949: 2016 的审核，并参与制订《汽车用制动器标准》国家标准，该标准 GB5763-2018 在 2019 年 10 月 1 日起正式生效。在长期以来“小散乱”问题严重的国内刹车片市场，随着产品检验要求的不断提高和冒牌低质商品的检查力度的不断加大，市场出清和产品分化将逐步体现，公司作为国内汽车刹车片龙头企业，凭借产品性价比高以及客户渠道优质的核心优势，未来有望充分受益于国内市场集中度的提升。

图 12: 全球汽车保有量 (万辆)



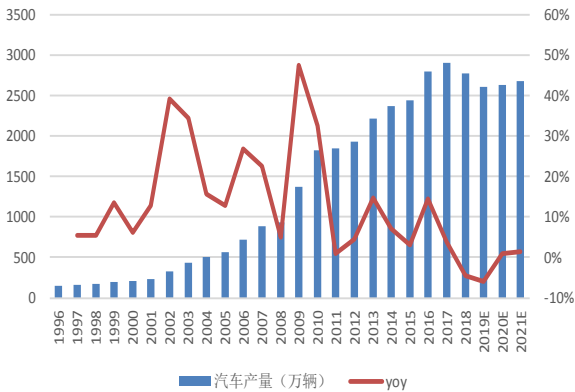
资料来源: Wind, 金麒麟年报, 渤海证券

图 13: 国内汽车保有量



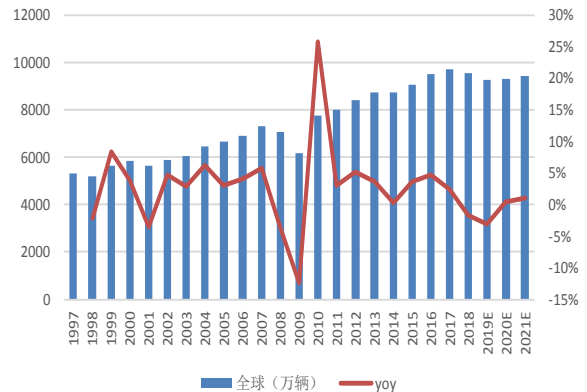
资料来源: Wind, 渤海证券

图 14: 国内汽车产量情况



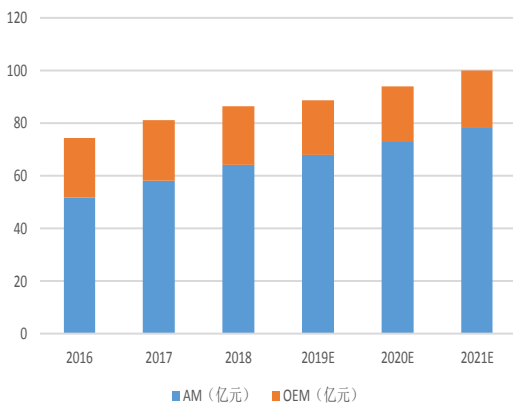
资料来源: Wind, 渤海证券

图 15: 全球汽车产量情况



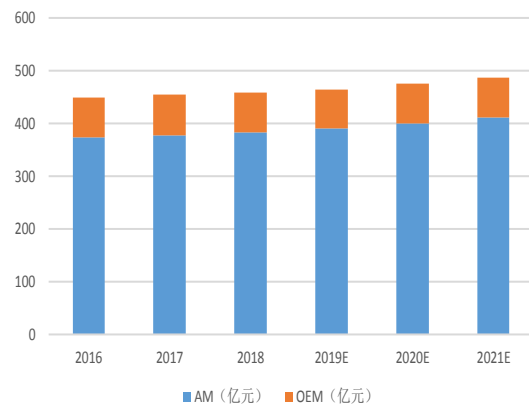
资料来源: Wind, 渤海证券

图 16: 国内汽车刹车片市场规模测算



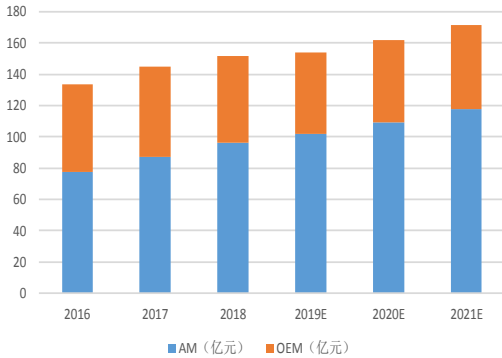
资料来源: Wind, 渤海证券

图 17: 全球汽车刹车片市场规模测算



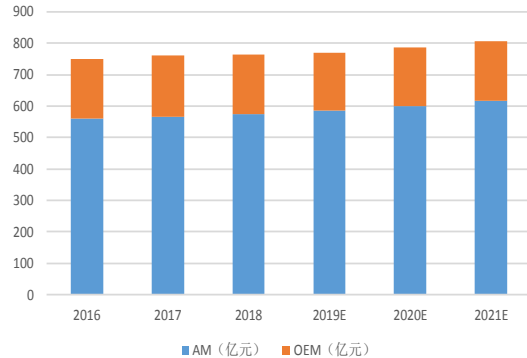
资料来源: Wind, 渤海证券

图 18: 国内汽车刹车盘市场规模测算



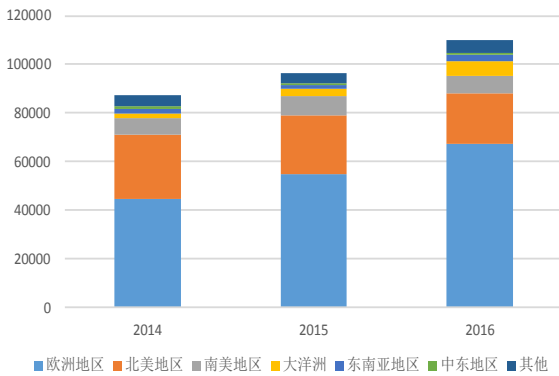
资料来源: Wind, 渤海证券

图 19: 全球汽车刹车盘市场规模测算



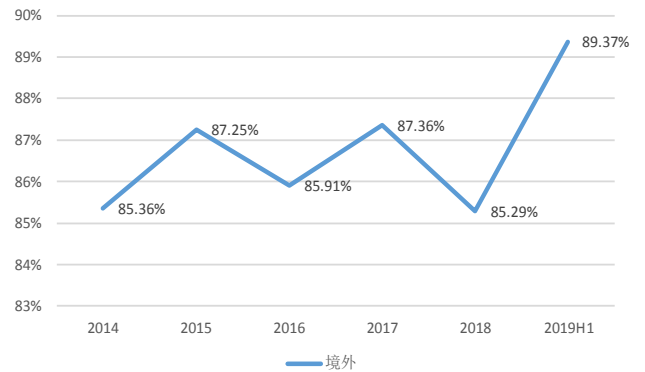
资料来源: Wind, 渤海证券

图 20: 欧美成公司收入主要贡献市场 (单位: 万元)



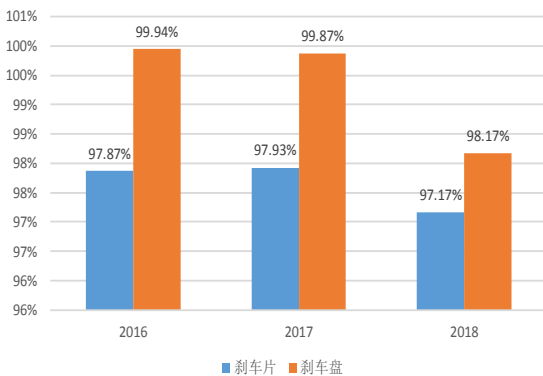
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 21: 境外收入占公司收入的主要部分



资料来源: Wind, 渤海证券

图 22: 公司产品销量基本来自 AM 市场



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 23: 《汽车用制动器标准》趋于严格

标准名称	基本内容/变动
GB5763-1998	规定了技术要求和摩擦性能实验条件
	规定了检验规则
	规定了产品标注要求
GB5763-2008	提高了摩擦系数和磨损率的要求
	增加剪切强度、冲击强度、热膨胀率等技术要求的实验方法
	增加型式检验内容和检验项目
GB5763-2018	增加有害成分限量要求和实验方法
	增加剪切强度的要求
	修改摩擦性能要求和包装要求

资料来源: 国家非金属矿制品质量监督检验中心, 渤海证券

图 24: 国际厂家汽车刹车片价格明显高于公司

淘宝最低价 (元/套)	阿基波罗	博世	天合
刹车片-前轮4片	180	85	50
刹车片-后轮4片	170	75	60

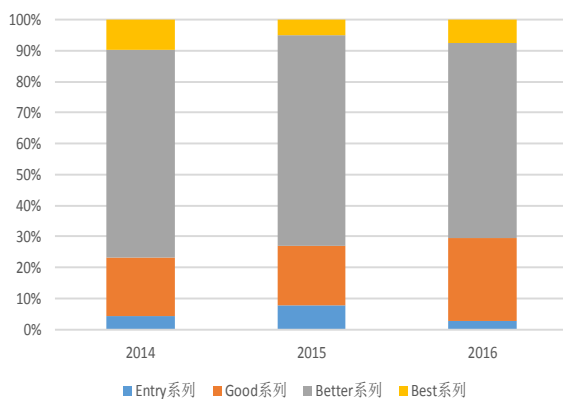
资料来源: 淘宝手机网 (2019.10.23 查询价格), 渤海证券

3.结构优良质量提, 汽车 OEM 与高铁创新机

3.1 产品分级结构提升, 盈利能力改善

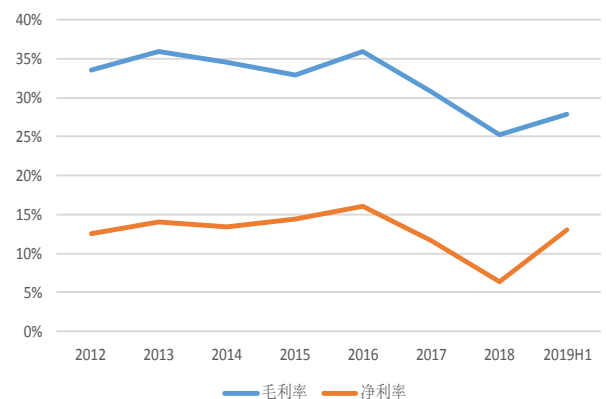
公司刹车片产品按性能、材质、寿命等优劣, 可从一般到高端分为 Entry 系列、Good 系列、Better 系列和 Best 系列。公司产品以中高端系列为主, Entry 系列收入占比不足 10%, Good 系列产品占比不断提升, Better/Best 系列占比超 70%, 产品价格提升(最新 2019 中报也提到了公司产品价格提升), 产品结构在改善, 随着公司优化产品结构和技术结构, 优化客户资源, 未来产品结构有望继续改善, 从而持续提升公司的盈利能力, 从具体数据看, 今年以来公司利润率已企稳回升。另外, 随着刹车片先进制造项目与智能工厂项目投产带动公司自动化率的提升, 公司内部运营效率有望持续改善(人均创收近三年持续提升, 总资产周转率今年开始加快(2019H1/2018H1 分别为 0.28/0.25)), 从而进一步增强公司的盈利能力。

图 25: 公司刹车片产品结构优良



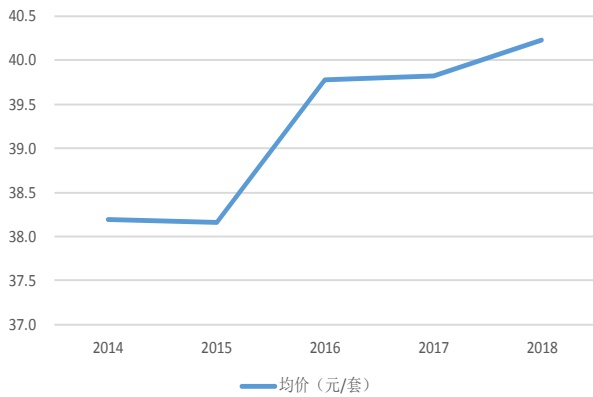
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 26: 公司利润率企稳回升



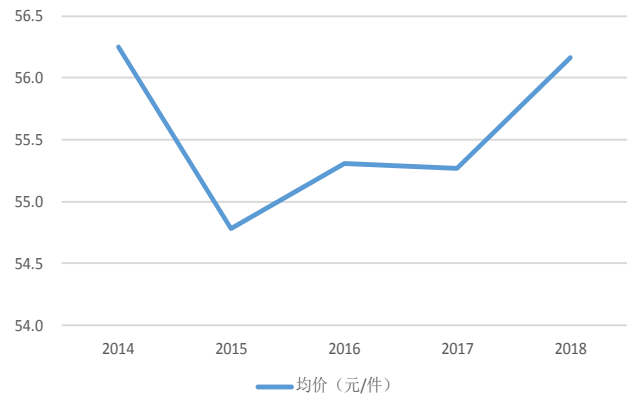
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 27: 公司汽车刹车片均价持续提升



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 28: 公司汽车刹车盘均价近三年呈提升走势



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 29: 公司人均收入近三年持续提升



资料来源: Wind, 渤海证券

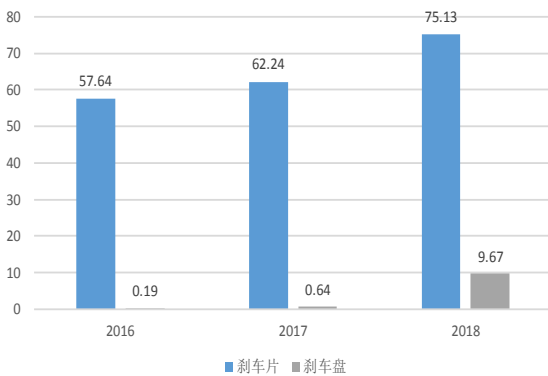
3.2 开拓汽车 OEM 与高铁市场, 增长机遇不停歇

OEM 市场相比 AM 市场, 在产品制造技术、产品质量、交货期方面要求更严格, 市场开发难度也就相对更高, 利润率相对也更高, 长期以来国内外汽车刹车片与刹车盘 OEM 市场主要由国际/合资厂商垄断占据, 如美国辉门/天合、日本日清纺/阿基波罗、德国泰明顿等。

公司作为国内汽车刹车片领域的佼佼者, 通过持续研发创新, 成功取得了部分主机厂的配套供应资格, 目前主要为一汽-大众、一汽、二汽、北汽、长安、东南、比亚迪、吉利、中国重汽、中兴、江淮、长城、上汽、华晨、众泰、力帆等众多国内知名汽车公司提供配套产品, 供货车型主要为轿车、SUV、MPV、皮卡、轻

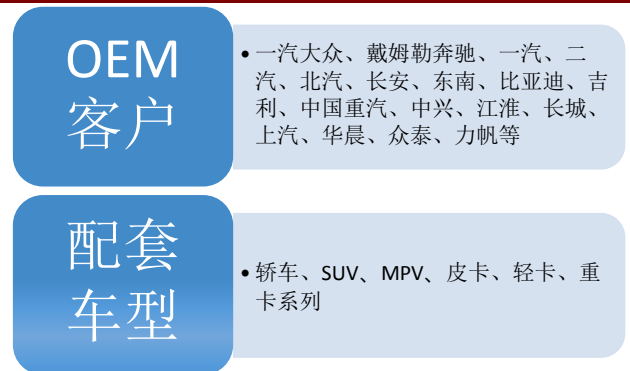
卡、重卡系列。尽管目前公司 OEM 配售占比低，2018 年刹车片/刹车盘销量占比仅为 2.83%/1.83%，但增长势头明显好于整体，未来随着客户持续开发，OEM 配套规模效应的显现，盈利能力有望改善甚至超越 AM 市场。另外，值得一提的是，公司于 2018 年 10 月通过了戴姆勒的 PFA 审核，获得了戴姆勒旗下梅赛德斯-奔驰凌特车型整车配套产品批量生产的许可，正式为戴姆勒批量供应配套产品。成为戴姆勒的供应商不仅是公司产品质量水平的体现，还为公司后续在 OEM 市场持续攻城略地提供重要示范与保证。因此，随着公司在 OEM 市场持续突破，公司的成长潜力与利润率也有望提升与改善。

图 30: 公司 OEM 市场快速增长



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 31: 公司 OEM 客户



资料来源: 公司官网, 渤海证券

图 32: 公司正式为戴姆勒-奔驰旗下凌特车型批量供应产品



资料来源: 公司公告, 渤海证券

另外，公司在开拓汽车部件市场的同时，也在积极推进同心多元化战略，比如公司正积极研发动车组闸片并计划打入铁路等轨交市场。动车组闸片是轨道交通车辆的核心关键零部件，其状态直接关系到制动系统的正常运转和动车组的安全运

营，行业具备较高准入门槛，想进入该行业的企业需要经过较长时间的审核、验证。供应商生产的动车组闸片需要取得 CRCC 核发的《铁路产品认证证书》后，方有资格向整车制造企业、系统集成商和各铁路局供货。自高铁自通以来，我国动车组闸片曾长期依赖进口，由于 2012 年以前处于技术保护期，动车组闸片市场基本被国外企业垄断，比如德国克诺尔、德国 Becorit 公司、美国西屋等，其中，克诺尔占有全球高铁刹车片大部分市场份额。近年来随着国内供应商针对动车组闸片积极研发，涌现出了一批较为优质的公司，如天宜上佳、北京浦然、中车戚墅堰等。

表 7: 获得动车组闸片 CRCC 证书的公司 (有效)

公司	CRCC 证书	产品类别
克诺尔车辆设备(苏州)有限公司	11	动车组闸片
北京天宜上佳新材料股份有限公司	8	动车组闸片
北京浦然轨道交通科技有限公司	8	动车组闸片
中车戚墅堰机车车辆工艺研究所有限公司	5	动车组闸片
北京优材百慕航空器材有限公司	3	动车组闸片
北京瑞斯福高新科技股份有限公司	3	动车组闸片
山东金麒麟股份有限公司	3	动车组闸片
青岛亚通达铁路设备有限公司(华铁股份子公司)	3	动车组闸片
湖南博科瑞新材料有限责任公司	3	动车组闸片
常州中车铁马科技实业有限公司	3	动车组闸片
山东安铁驰交通装备有限公司	2	动车组闸片
博深股份有限公司	2	动车组闸片
铁科纵横(天津)科技发展有限公司	1	动车组闸片
铁科克诺尔干线铁路车辆制动盘制造(北京)有限公司	1	动车组闸片
西安航空制动科技有限公司	1	动车组闸片
衡水立鼎新材料科技有限公司	1	动车组闸片
湖南城际科技有限公司	1	动车组闸片
北京西屋华夏技术有限公司	1	动车组闸片
北京北摩高科摩擦材料股份有限公司	1	动车组闸片
中铁隆昌铁路器材有限公司	1	动车组闸片
保定市福瑞客特种陶瓷制品制造有限公司	1	动车组闸片

资料来源: 中铁检验认证中心有限公司官网, 渤海证券

自 2008 年京津城际开通运营以来，高速在我国迅猛发展，高铁动车数量迅速增长，2012 年国内动车有 825 标准组和 8648 单位辆，而 2018 年已经拥有 3256 标准组和 26048 单位辆，近三年动车组平均每年新增 350 标准组。我们根据铁路总公司《中长期铁路网规划》数据，假设未来动车组数量持续较快新增，每动车组标准组装配闸片 160 片、平均每年闸片更换量为 2.5 次，以及粉末冶金闸片价格小幅回落，据此估算 2018 年国内动车组粉末冶金闸片市场规模达 24 亿元，预

计到 2021 年市场规模近 30 亿元，年复合增速达 7%。若加上普通中低速铁路车辆以及城规车辆，整个国内轨交车辆闸片市场规模空间较为可观。

动车组粉末冶金闸片市场技术壁垒高，质量要求严格，利润率也相对也高，以国内优质供应商天宜上佳为例，2018 年综合毛利率/净利率高达 75.11%/47.16%；博深股份 2018 年粉末冶金闸片毛利率也高达 45.99%（收入规模还比较小）；华铁股份 2016/2017/2018 制动闸片毛利率为 48.02%/44.04%/14.06%（收入规模小）。相比克诺尔等国际零部件巨头，国内企业的粉末冶金闸片性价比比较高，经过不断研发改善，未来具备较好的进口替代甚至“走出去”的实力，天宜上佳就是比较好的例子，目前国内动车组闸片市占率约为 23%。

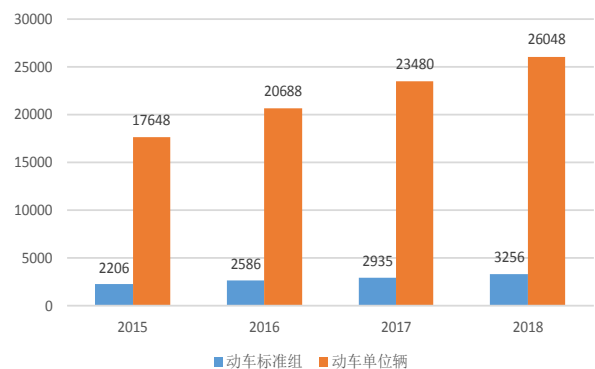
公司投入 1.2 亿元的“技术中心创新能力项目”已研发出三款动车组粉末冶金闸片产品，并获得中铁检验认证中心 CRCC 认证，随着后续样品检测到路试的持续推进，公司未来有望助力我国高铁列车制动系统国产化率的提升，并将受益于国内高铁快速发展的趋势。我们认为，高铁刹车片业务将打开公司现有业务与市场的天花板，有望成为公司中长期发展的新增长点。

图 33: 公司产品获得中铁检验认证中心 CRCC 认证

产品名称	证书编号
200-250 km/h动车组粉末冶金闸片（非燕尾型）	CRCC10218P126 53ROLSYZ
200-250 km/h动车组粉末冶金闸片（燕尾通用型）	CRCC10218P126 53ROLSYZ-1
300-350 km/h及以上动车组粉末冶金闸片（非燕尾型）	CRCC10218P126 53ROLSYZ-2

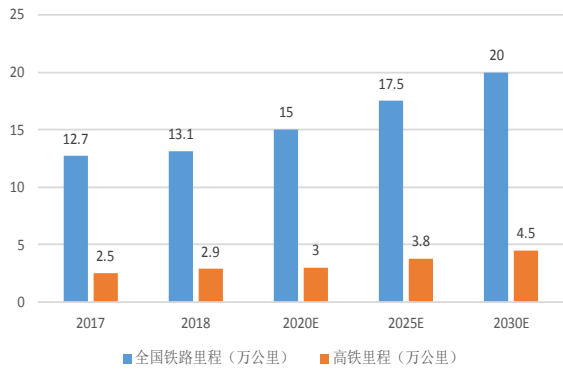
资料来源：公司公告，渤海证券

图 34: 国内动车组数量持续较快增长



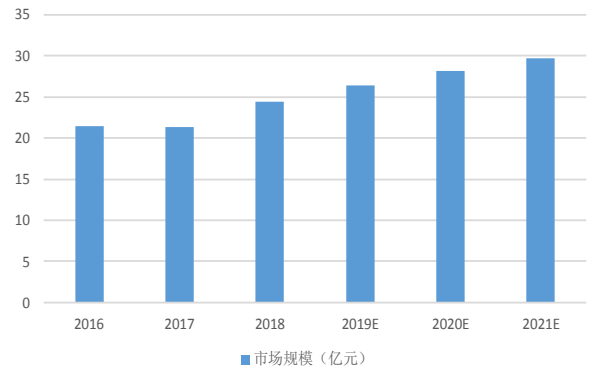
资料来源：铁道统计公报，渤海证券

图 35: 国内铁路市场增长较快



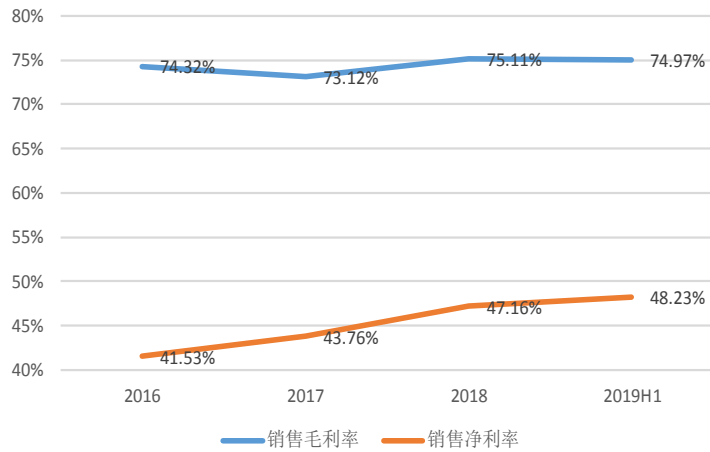
资料来源: 铁道统计公报, 中长期铁路网规划, 渤海证券

图 36: 动车组粉末冶金闸片市场规模估算及预测



资料来源: 天宜上佳招股书, 渤海证券

图 37: 天宜上佳利润率高



资料来源: 天宜上佳公告, 渤海证券

另外, 公司 6 月 16 日至 9 月 16 日期间以自有资金 6655.82 万元回购 425.70 万股公司股份, 回购均价为 15.63 元/股, 回购的公司股份将用于股权激励。随着股权激励方案未来落地, 员工积极性有望得到提升, 从而进一步提升公司的管理效率和业务发展水平。

4. 盈利预测与估值讨论

假设条件

1. 汽车刹车片业务稳健较快增长;
2. 汽车刹车盘市场开拓顺利有序进行;
3. 期间费用控制得当。

表 8: 公司分业务预测

业务	项目	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
刹车片	营收 (万元)	107585.94	119592.01	106778.07	128206.55	153573.14	183323.47
	yoy	8.70%	11.16%	-10.71%	20.07%	19.79%	19.37%
	营业成本 (万元)	63180.49	76965.61	73659.17	85898.39	102126.14	121726.78
	毛利率	41.27%	35.64%	31.02%	33.00%	33.50%	33.60%
刹车盘	营收 (万元)	18060.03	26966.69	29624.46	33651.95	38340.01	44838.32
	yoy	58.68%	49.32%	9.86%	13.60%	13.93%	16.95%
	营业成本 (万元)	16563.89	24063.48	28075.81	30623.27	34506.01	39457.72
	毛利率	8.28%	10.77%	5.23%	9.00%	10.00%	12%
其他配件	营收 (万元)	2433.46	2886.01	2649.98	2500.00	3000.00	3500.00
	yoy						
	营业成本 (万元)	2158.04	2605.62	2434.70	1875.00	2250.00	2625.00
	毛利率	11.32%	9.72%	8.12%	25.00%	25.00%	25.00%
主业	营收 (万元)	128079.43	149444.71	139052.51	164358.50	194913.15	231661.79
	yoy	15.83%	16.68%	-6.95%	18.20%	18.59%	18.85%
	营业成本 (万元)	81902.42	103634.71	104169.68	118396.66	138882.15	163809.50
	毛利率	36.05%	30.65%	25.09%	27.96%	28.75%	29.29%
	其他业务收入	966.11	519.45	888.87			
	其他业务成本	793.11	261.48	551.66			
合计	营收 (万元)	129045.54	149964.16	139941.38	164358.50	194913.15	231661.79
	yoy	15.04%	16.21%	-6.68%	17.45%	18.59%	18.85%
	营业成本 (万元)	82695.53	103896.19	104721.34	118396.66	138882.15	163809.50
	毛利率	35.92%	30.72%	25.17%	27.96%	28.75%	29.29%

数据来源: 公司公告, 渤海证券

我们预计公司 2019-21 年实现营业收入 16.44/19.49/23.17 亿元, 同比增长 17.45%/18.59%/18.85%, 归母净利润 2.12/2.54/3.03 亿元, 同比增长 139.75%/19.89%/19.15%, 对应 EPS 为 1.04/1.25/1.49 元/股, 对应 2019-21 年 PE 分别为 16/13/11 倍, 考虑到公司作为国内汽车刹车片领先企业, 产品与渠道具备比较优势, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 刹车片与刹车盘增长低于预期; 原材料价格风险; 汇率风险

投资评级说明

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

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

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

餐饮旅游行业研究

杨旭
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062
张山峰
+86 22 2383 9136

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
滕飞
+86 10 6810 4686

非银金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845
王磊
+86 22 2845 1802

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
朱林宁
+86 22 2387 3123
张婧怡
+86 22 2383 9130

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
马丽娜
+86 22 2386 9129

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn