

受益于吉利、捷达产业链，从自主到合资盈利和估值将双升



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年11月22日)	16.65元
目标价格	20元
52周最高价/最低价	20.2/11.76元
总股本/流通A股(万股)	22,763/9,636
A股市值(百万元)	3,790
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2019年11月24日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.32	14.04	35.26	-7.45
相对表现	5.02	15.22	33.77	-27.22
沪深300	-0.70	-1.18	1.49	19.77



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860512060001

相关报告	
产品配套从自主到合资，有望提升盈利能力:	2019-10-26
拓展新客户有望实现盈利改善:	2019-07-26
业绩略低于预期，毛利率季度改善明显:	2019-05-04

核心观点

- **从自主配套进入捷达品牌产业链配套。**公司主要产品包括乘用车仪表板总成和门内护板总成。通过单价和市场配套量测算市场规模，预计2022年乘用车仪表板总成和门板总成市场空间分别为251亿元、206亿元左右。公司在9月进入捷达品牌新车型配套。2013年至2018年捷达老车型月均销量在2.2万辆至2.9万辆之间。9月VA3和SUV车型VS5上市，当月销量1.1万辆。随着捷达产能爬坡，预计4季度给公司收入贡献将逐步提升。假如捷达品牌2020年销量为30万辆左右，预计捷达收入在公司门板收入比重在15%左右。进入捷达供应链将有效拉动公司合资产品收入和盈利比重提升。
- **吉利产业链的受益者。**吉利现阶段是公司第一大客户，主要车型均配套。2012年至2018年公司给吉利配套收入收入比重从21.2%增加到34.3%。2019年受行业下滑影响，吉利1-9月销量同比下滑16%，10月同比转正。随着2020年行业逐步企稳，预计吉利销量有望实现同比正增长，吉利销量企稳预计将会带来较大的盈利弹性。至2018年公司给吉利汽车有13个在研项目，在研项目有望保障未来订单增长。
- **公司产品单价及单车价值量逐年提升。**受益于产品结构调整及客户车型高端化，公司乘用车产品平均单价逐步提升。2016年达到429元/套，同比增长11.5%，2019年H1平均单价进一步提升至794元/套。受益于仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成等单价提升，2013年至2018年产品单车价值量从1710元增长到2938元，年均增长11%。
- **客户：从自主配套有望拓展更多合资车企配套。**自主客户中有望拓展更多客户，吉利、上汽自主后，2019年开始为比亚迪、广汽蔚来、广汽新能源等自主品牌新车型项目配套。2019年公司与上汽大众达成合作关系，取得了部分新车型项目的定点开发和制造，未来将成为公司重要盈利增长点。

财务预测与投资建议：略调整收入及毛利率，预计2019-2021年EPS分别为0.90、1.25、1.63元（原0.99、1.35、1.71元），参考可比公司估值，给予公司2020年16倍PE，目标价20元，维持买入评级。

风险提示：乘用车行业需求低于预期、乘用车、商用车饰件产品配套量低于预期。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,095	3,405	3,092	3,687	4,348
同比增长(%)	80.9%	10.0%	-9.2%	19.2%	17.9%
营业利润(百万元)	313	327	228	304	398
同比增长(%)	126.4%	4.5%	-30.4%	33.4%	31.1%
归属母公司净利润(百万元)	250	282	205	283	371
同比增长(%)	120.1%	12.7%	-27.4%	38.3%	30.8%
每股收益(元)	1.10	1.24	0.90	1.25	1.63
毛利率(%)	24.6%	22.5%	21.7%	22.3%	23.0%
净利率(%)	8.1%	8.3%	6.6%	7.7%	8.5%
净资产收益率(%)	25.9%	19.1%	11.6%	13.8%	15.5%
市盈率	15.1	13.4	18.4	13.3	10.2
市净率	2.8	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 公司主要产品市场空间	4
2 从自主配套进入捷达品牌产业链配套	5
2.1 进入捷达品牌产业链进程	5
2.2 捷达车型品牌效应及市场竞争力	5
2.3 捷达品牌新车型竞争实力分析	7
2.4 捷达配套盈利弹性分析	8
2.5 有望切入捷达更多车型配套	9
3 吉利产业链的受益者	11
3.1 吉利主要车型均配套	11
3.2 吉利配套收入快速增长	11
3.3 吉利销量好转的受益者	12
3.4 吉利在研项目保障未来订单增长	13
4 公司产品单价及单车价值量逐年提升	13
4.1 产品单价逐步提升	13
4.2 产品单车价值量逐步增长	15
5 客户：从自主配套拓展更多合资车企配套	15
5.1 有望进入更多自主车企	15
5.2 由捷达配套有望进入更多合资车企	16
6 盈利预测及估值	17
7 主要风险	19

图表目录

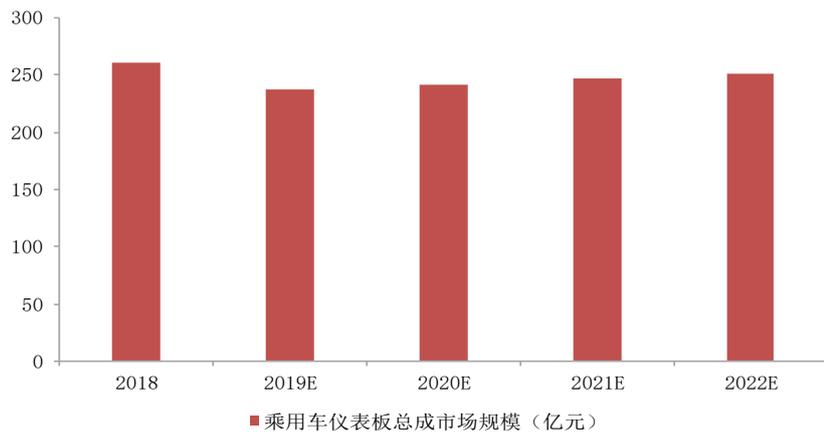
图 1: 乘用车仪表板总成市场空间测算	4
图 2: 乘用车门板总成市场空间测算	4
图 3: 公司与捷达品牌合作进程情况	5
图 4: 捷达汽车在国内发展历史情况	6
图 5: 捷达旧车型月均销量情况	7
图 6: 9 月捷达 VS5 车型及主要竞争车型销量情况	8
图 7: 9 月捷达 VA3 车型及主要竞争车型销量情况	8
图 8: 新泉股份门板收入及捷达门板收入比重	9
图 9: 公司配套一汽捷达的产品类别有望拓展	10
图 10: 公司配套一汽大众的车型类别有望拓展	10
图 11: 公司对吉利汽车销售收入及占比情况	12
图 12: 吉利汽车年度销量情况	12
图 13: 吉利汽车月度销量情况 (辆)	12
图 14: 公司乘用车产品平均销售单价情况	14
图 15: 公司仪表板总成单价情况	14
图 16: 公司门内护板总成单价情况	14
图 17: 公司乘用车配套产品单车价值量情况	15
图 18: 公司主要乘用车自主品牌客户收入情况 (亿元)	16
图 19: 公司主要乘用车自主品牌客户收入占比情况	16
图 20: 公司自主品牌客户拓展情况	16
图 21: 公司合资品牌客户拓展情况	17
表 1: 捷达旧车型及主要竞争车型情况	6
表 2: 捷达品牌目前车型基本情况	7
表 3: 捷达 VS5 车型及主要竞争车型情况	7
表 4: 捷达 VA3 车型及主要竞争车型情况	8
表 5: 公司配套吉利汽车车型情况	11
表 6: 公司为吉利汽车在研项目情况	13
表 7: 收入分类预测表	18
表 8: 可比公司估值比较	18

1 公司主要产品市场空间

公司主要从事汽车零部件业务，主要产品包括仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成、保险杠总成等，这些产品分别给乘用车和商用车配套。

乘用车仪表板是公司的主要产品之一，我们通过单价和市场配套量测算仪表板的市场规模。2018年仪表板总成单价约为1100元/套，假设此后单价年降1%。以2018年全国乘用车销量为基础，假设2019年至2022年的增速分别为-8%、3%、3%和3%。以此为基础，我们计算出至2022年的乘用车仪表板总成市场空间251亿元。

图 1：乘用车仪表板总成市场空间测算



资料来源：东方证券研究所

我们通过单价和市场配套量测算门板总成的市场规模。2018年，门板总成单价约900元/套，假设此后单价年降1%。以乘用车销量为基础，测算出2022年的乘用车门板总成市场空间在206亿元左右。

图 2：乘用车门板总成市场空间测算



资料来源：东方证券研究所

2 从自主配套进入捷达品牌产业链配套

2.1 进入捷达品牌产业链进程

在大众正式宣布捷达成为独立的品牌之前，公司在 2018 年 8 月即和一汽大众成都分公司签订了一汽大众新品牌 EBO 项目（捷达新品牌项目）工作计划，主要供应门板等产品。捷达品牌正式成立后，2019 年 7 月获得大众捷达品牌项目质量优秀供应商荣誉，为公司进一步参与捷达品牌车型的配套生产奠定了良好的基础。9 月，捷达品牌新车型正式上市，并在首月取得了 1.1 万辆销量的成绩，随着销量继续提升，预计公司与捷达品牌的合作将进一步加深。

图 3：公司与捷达品牌合作进程情况



资料来源：公司官网，东方证券研究所

2.2 捷达车型品牌效应及市场竞争力

在品牌独立之前，捷达是一汽大众旗下重要的紧凑型三厢轿车车型，其国产车型最早于 1991 年 12 月下线，至今已有 28 年历史，在国内汽车市场中具有广泛和深远的品牌影响力。截止 2019 年，捷达在国内累计销量超过了 440 万辆，是国内销量最多的几款车型之一，良好的品牌效应是捷达旧车型持续保持较高销量的重要原因。2018 年捷达车型销量达到 32.8 万辆，为一汽大众旗下销量最多的车型。

图 4：捷达汽车在国内发展历史情况



资料来源：公开资料整理，东方证券研究所

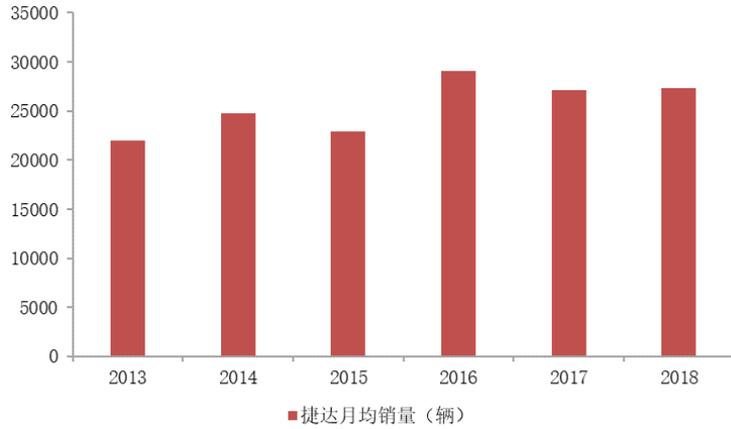
捷达旧车型作为一款 A 级轿车车型，处于轿车中最大的细分市场，这为其高销量奠定了基础。捷达在 A 级轿车的主要竞争对手包括东风日产的轩逸、上汽大众的朗逸、一汽丰田的卡罗拉、上汽通用的英朗等；与这些竞争对手相比，捷达最大的竞争优势在性价比。将各车型的 2019 年款进行对比，捷达 7.98-10.68 万的定价处于低的位置，而其配置等与以上车型相比并没有明显的差距。相对较为实惠的定价，以及德系车优秀品质和口碑，为捷达销量创造了有利的条件。

表 1：捷达旧车型及主要竞争车型情况

车型	车企	价格	动力	悬架	长*宽*高 (mm)
轩逸	东风日产	9.98-14.30 万	1.6T 126 马力 L4	麦弗逊+扭力梁	4631*1760*1503
朗逸	上汽大众	10.79-16.19 万	1.5T 113 马力 L4	麦弗逊+扭力梁	4670*1806*1474
卡罗拉	一汽丰田	11.98-15.98 万	1.2T 116 马力 L4	麦弗逊+多连杆	4635*1780*1455
英朗	上汽通用	11.59-14.39 万	1.0T 125 马力 L3	麦弗逊+多连杆	4609*1798*1486
捷达	一汽大众	7.98-10.68 万	1.5T 110 马力 L4	麦弗逊+扭力梁	4501*1704*1469

资料来源：汽车之家，东方证券研究所

2013 年至 2018 年间，捷达始终维持较高的销量，月均销量在 2.2 万辆至 2.9 万辆之间，其中 2017、2018 年的月均销量均达到 2.7 万辆。尤其在 2018 年行业出现整体下滑的情况下，捷达作为德系品牌车型收到的冲击相对较小，月均 2.73 万辆的销量较 2017 年仍有小幅上升。

图 5：捷达旧车型月均销量情况


资料来源：盖世汽车，东方证券研究所

2.3 捷达品牌新车型竞争实力分析

2019年2月底，大众在德国宣布捷达正式成为独立的品牌，新品牌采用了全新的 logo，并在一汽大众进行国产。3月，捷达品牌在成都发布三款全新车型，分别为 A 级三厢车 VA3、A 级 SUV 车型 VS5 和 A+级 SUV 车型 VS7。9月，三厢车 VA3 和 SUV 车型 VS5 正式上市，VA3 的售价在 6.58-9.28 万之间，VS5 的售价在 8.48-11.28 万之间。VS7 预计也将在年内上市。

表 2：捷达品牌目前车型基本情况

车型名称	级别	车型数量	价格	上市时间	首月销量 (辆)
VA3	紧凑型车	4	6.58-9.28 万	2019 年 9 月	2940
VS5	紧凑型 SUV	5	8.48-11.28 万	2019 年 9 月	8140
VS7	中型 SUV	—	—	年内上市	—

资料来源：汽车之家，东方证券研究所

捷达 SUV 车型 VS5 定价 8.48-11.28 万，在此价格区间的紧凑型 SUV 级别的竞争车型主要为自主品牌车型，包括长城汽车的哈弗 H4、长安汽车的 CS55、比亚迪的宋 Pro 和吉利汽车的帝豪 GS 等。从动力、悬架、车身尺寸等指标来看，捷达 VS5 的配置与自主品牌的车型较为接近；但德系品牌的品质和口碑对自主品牌具有较大的优势。

表 3：捷达 VS5 车型及主要竞争车型情况

车型	车企	价格	动力	悬架	长*宽*高 (mm)
哈弗 H4	长城汽车	7.90-11.50 万	1.5T 169 马力 L4	麦弗逊+双横臂	4410*1845*1695
长安 CS55	长安汽车	8.29-13.39 万	1.5T 156 马力 L4	麦弗逊+多连杆	4500*1855*1690
宋 Pro	比亚迪	8.98-11.98 万	1.5T 160 马力 L4	麦弗逊+多连杆	4650*1860*1700

帝豪 GS	吉利汽车	7.78-11.68 万	1.4T 141 马力 L4	麦弗逊+扭力梁	4440*1833*1573
VS5	一汽大众	8.48-11.28 万	1.4T 150 马力 L4	麦弗逊+多连杆	4419*1841*1616

资料来源：汽车之家，东方证券研究所

捷达紧凑型轿车 VA3 定价为 6.58-9.28 万，目前市场上相似价位的竞争车型包括吉利汽车的帝豪、长安汽车的逸动等，主要为自主品牌车型。从配置上看，捷达 VA3 与帝豪、逸动等较为接近，但价格上捷达 VA3 具有一定的优势；同时作为一款合资品牌车型，VA3 具备较强的竞争力。

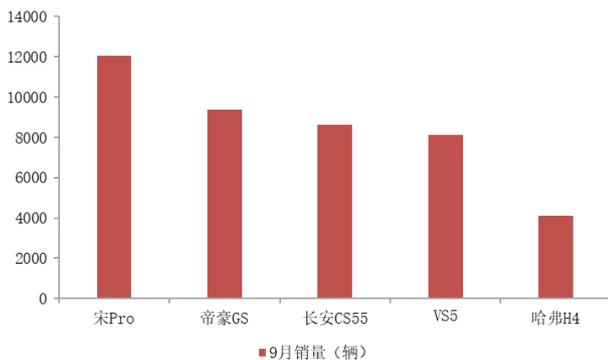
表 4：捷达 VA3 车型及主要竞争车型情况

车型	车企	价格	动力	悬架	长*宽*高 (mm)
帝豪	吉利汽车	6.98-9.88 万	1.5T 109 马力 L4	麦弗逊+扭力梁	4632*1789*1470
逸动	长安汽车	6.99-10.39 万	1.6T 128 马力 L4	麦弗逊+扭力梁	4710*1820*1505
VA3	一汽大众	6.58-9.28 万	1.5T 112 马力 L4	麦弗逊+扭力梁	4501*1704*1479

资料来源：汽车之家，东方证券研究所

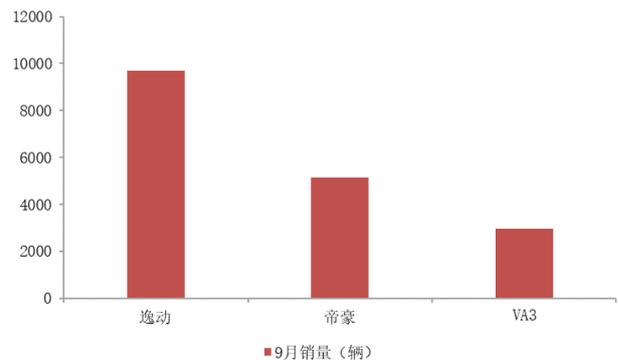
从销量上来看，受益于大众及捷达的合资品牌力，VS5 首月的销量即与自主品牌相近价位的车型接近，其中与帝豪 GS 和长安 CS55 相比仅低约 1250 辆和 500 辆。VA3 首月销量 2940 辆，暂时落后于逸动、帝豪等车型的销量。随着车型推广的持续推进，预计 VS5 和 VA3 销量在相近价位车型中的排名将继续提升。

图 6：9 月捷达 VS5 车型及主要竞争车型销量情况



资料来源：盖世汽车，东方证券研究所

图 7：9 月捷达 VA3 车型及主要竞争车型销量情况



资料来源：盖世汽车，东方证券研究所

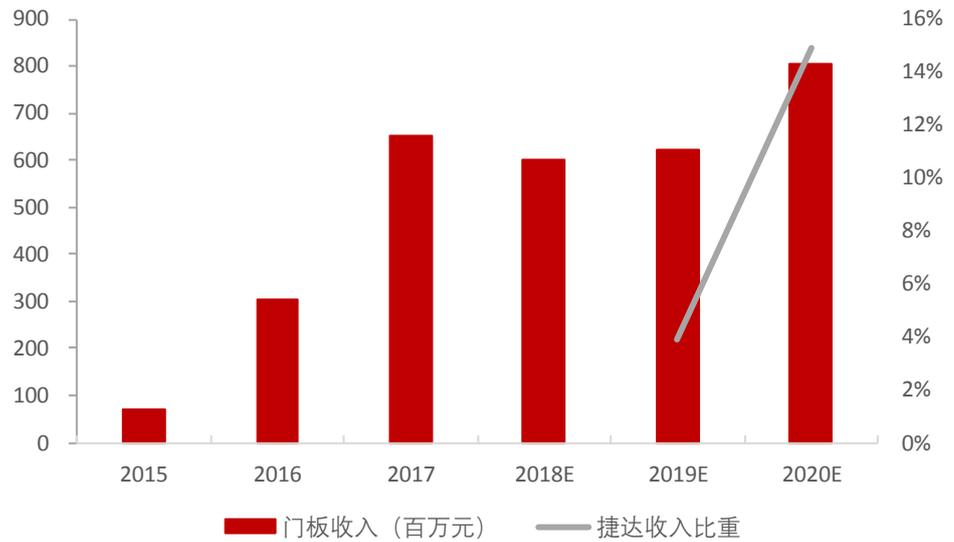
2.4 捷达配套盈利弹性分析

目前，公司已经进入大众捷达品牌的供应链，对于拓展合资品牌客户具有重要意义。

公司于 2018 年成为一汽大众新品牌供应商，主要供应门板等产品，并在 2019 年 7 月获得大众捷达品牌项目质量优秀供应商称号。目前，一汽大众、上汽大众、广汽菲亚特等合资公司也与公司建立了长期良好的合作关系。随着捷达品牌销量的逐步提升，公司合资品牌收入占比将进一步提升。

公司进入捷达品牌的供应链，将为公司提供重要销量增长点。假设捷达品牌 2020 年销量为 30 万辆左右，则预计捷达门板收入在公司门板收入比重在 15% 左右。进入捷达供应链将有效拉动公司合资产品收入和盈利比重提升。

图 8：新泉股份门板收入及捷达门板收入比重

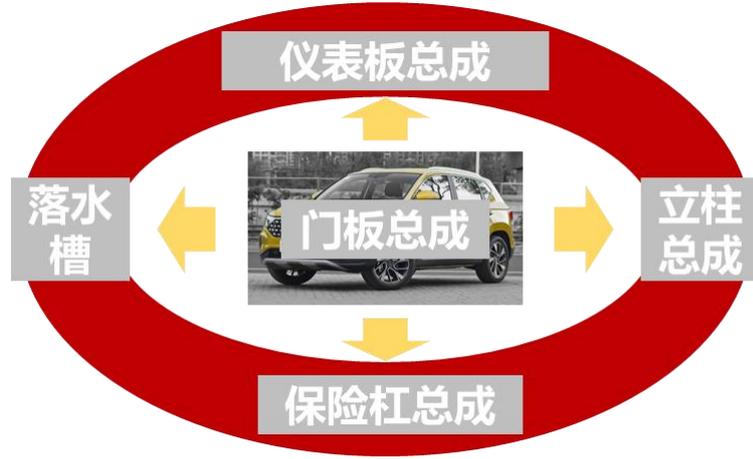


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.5 有望切入捷达更多车型配套

目前公司主要为一汽捷达新车型配套门板总成产品，随着合作程度的加深，在门板总成产品的带动下，公司配套产品有望逐步拓展到其他优势产品领域，包括仪表盘总成、立柱总成等，有望从单一产品拓展到配套多个产品。

图 9：公司配套一汽捷达的产品类别有望拓展



资料来源：公司公告，东方证券研究所

进入一汽捷达供应链是公司在合资客户拓展上面取得的重要拓展，随着公司与一汽大众的合作程度加深及车企降成本的需求，未来存在从捷达品牌的车型逐步拓展到一汽大众旗下其他车型的可能。目前一汽大众在产的车型还包括宝来、高尔夫、速腾、迈腾、一汽大众 CC、探歌、探岳等。

从公司的生产基地分布来看，目前公司的成都生产基地为一汽捷达车型配套产品，对应一汽大众成都生产基地。一汽大众成都生产基地除了生产捷达车型，还主要生产速腾车型，在车企整体降成本背景下，公司产品存在配套其它车型的可能。

图 10：公司配套一汽大众的车型类别有望拓展



资料来源：汽车之家，东方证券研究所

3 吉利产业链的受益者

3.1 吉利主要车型均配套

吉利汽车现阶段是公司第一大客户，公司配套吉利汽车的车型主要包括帝豪 EC7、博越、博瑞 GC9、帝豪 GS、帝豪 GL、吉利全球鹰 GX7、远景 SUV 以及领克 01/02/03 等。公司配套吉利汽车的产品包括仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成等，不同车型配套情况不一，其中帝豪 EC7 车型三种产品都有配套。

表 5：公司配套吉利汽车车型情况

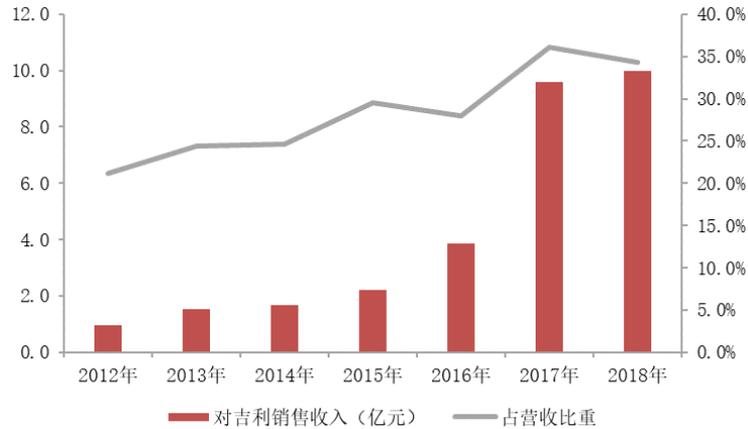
序号	车型	配套产品
1	帝豪 EC7	仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成
2	博越	门内护板总成
3	博瑞 GC9	立柱总成
4	帝豪 GS	门内护板总成、立柱总成
5	帝豪 GL	仪表板总成
6	吉利全球鹰 GX7	仪表板总成
7	远景 SUV	仪表板总成
8	领克 01	仪表板总成
9	领克 02	仪表板总成
10	领克 03	仪表板总成

资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 吉利配套收入快速增长

2012 年至 2018 年，公司给吉利配套收入从 0.94 亿元增长到 10 亿元，年均增长 48.2%。

公司对吉利汽车销售占比也稳步提升，2012 年到 2018 年从 21.2% 增加到 34.3%。随着公司对吉利汽车的销售收入持续快速增长，2015 年吉利汽车取代奇瑞汽车成为公司的第一大客户并延续至今。

图 11：公司对吉利汽车销售收入及占比情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.3 吉利销量好转的受益者

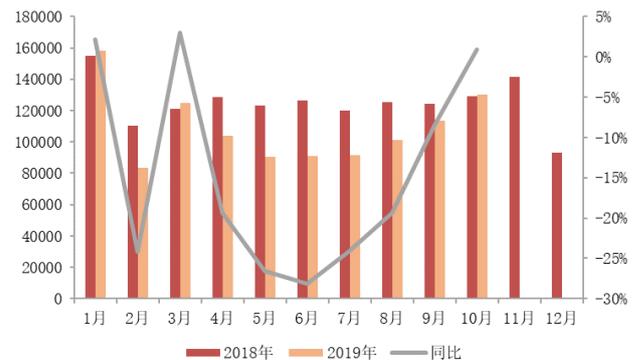
近年来吉利汽车销量快速增长，尤其是 2014 年来至 2018 年，吉利汽车销量年均增速达到 38%，2018 年销量达到 152 万辆。吉利汽车销量快速增长是拉动公司营业收入快速增长的重要因素。

2019 年来，受行业持续下滑的影响，吉利汽车销量出现下滑，1-9 月销量 96 万辆，同比下滑 16%。但从月度销量情况来看，自 6 月以来吉利汽车销量下滑幅度持续收窄，10 月已经实现同比转正，增速为 0.9%。随着行业整体继续企稳，预计 4 季度吉利汽车有望实现季度销量增长。

随着 2020 年行业逐步企稳，预计吉利明年销量有望实现同比正增长。吉利汽车销量恢复正增长，将有效改善公司订单情况，预计明年将会带来较大的盈利弹性。

图 12：吉利汽车年度销量情况


资料来源：中汽协，东方证券研究所

图 13：吉利汽车月度销量情况（辆）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.4 吉利在研项目保障未来订单增长

公司配合客户需求，协助客户进行同步开发和新产品同步开发。至 2018 年，公司为吉利汽车有 13 个在研项目，其中有 10 个主副仪表板总成项目，2 个门板总成项目以及 1 个立柱总成项目。从进展情况来看，有 2 个项目已经进入批量准备阶段，7 个项目处于工程开发阶段，3 个项目处于产品设计阶段，此外还有 1 个项目处于创意设计阶段。公司与吉利在研项目有望保障未来订单增长。

表 6：公司为吉利汽车在研项目情况

序号	项目名称	项目拟达到的目标	进展情况
1	FE-4KA 改款主副仪表板	协助客户同步开发	创意设计阶段
2	FE-5HA 主副仪表板	协助客户同步开发	工程开发阶段
3	FE-6 主副仪表板	协助客户同步开发	工程开发阶段
4	SX11 主副仪表板	协助客户同步开发	工程开发阶段
5	KC-1B/KC-2/KC-2HB 立柱	协助客户同步开发	批量准备阶段
6	LX-1AB 主副仪表板	协助客户新产品同步开发	产品设计阶段
7	NL-4DC 主副仪表板	协助客户新产品同步开发	批量准备阶段
8	NL-4AB 门板	协助客户新产品同步开发	产品设计阶段
9	GE11 主副仪表板	协助客户新产品同步开发	工程开发阶段
10	DNL-5 主副仪表板	协助客户新产品同步开发	工程开发阶段
11	BX11 主副仪表板	协助客户新产品同步开发	产品设计阶段
12	NL-3B 门板	协助客户新产品同步开发	工程开发阶段
13	SX12 主副仪表板	协助客户新产品同步开发	工程开发阶段

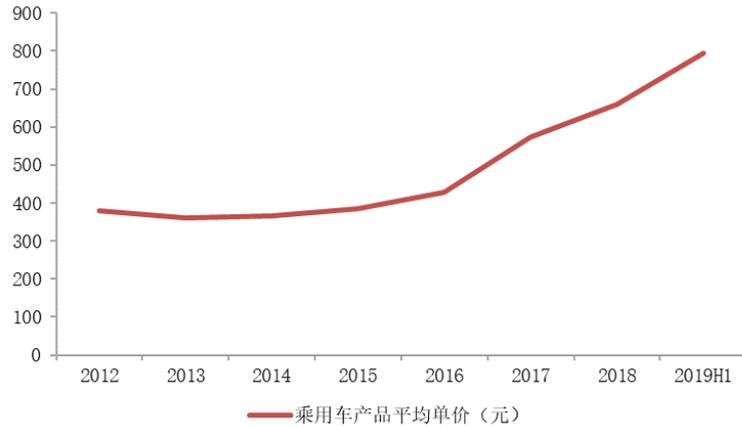
资料来源：公司公告，东方证券研究所

4 公司产品单价及单车价值量逐年提升

4.1 产品单价逐步提升

公司乘用车产品平均单价的变化整体可以分为两个阶段。在 2012 年至 2015 年间，公司乘用车产品单价较为稳定，产品均价维持在 370 元/套左右。2016 年开始，公司乘用车产品平均价格开始快速提升，2016 年达到 429 元/套，同比增长 11.5%，并保持增长趋势。至 2018 年，公司乘用车平均销售单价达到 659 元/套，较 2015 年年均增长约 20%；2019 年 H1 平均单价进一步提升至 794 元/套。

2016 年来，公司乘用车产品平均销售单价快速提升，主要因为：（1）产品结构优化，单价较高的仪表板总成和门板总成产品的销售额占比提升，合计占比从 2016 年的 68.3% 提升至 2019 年 H1 的 86.2%；（2）仪表板总成、门板总成、立柱护板总成等产品自身单价持续提升。

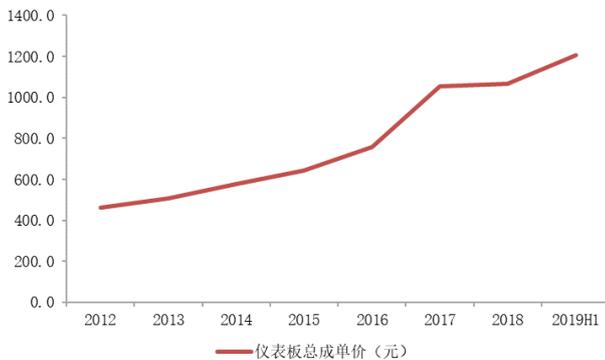
图 14：公司乘用车产品平均销售单价情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

拆分来看，公司仪表板总成单价持续保持提升，从 2012 年的 462 元/套增长到 2018 年的 1064 元/套，年均增幅达到 15%。2019 年 H1 恢复提升，达到 1207 元/套，较 2018 年提升约 13%。

公司门板总成单价同样持续提升。2012 年至 2017 年间，门板总成单价提升较快，从 324 元/套增长到 804 元/套，年均增幅达到 20%。2018 年来，门板总成单价维持在约 810 元/套，整体较为稳定。

公司仪表板总成和门板总成产品等单价持续提升主要因为产品结构调整。例如吉利汽车产品中单价较高的帝豪 EC7、EC8 等车型量产；上汽集团产品中单价较高的 RX5 等车型量产；广菲克产品中单价较高的 Jeep 自由光车型量产。

图 15：公司仪表板总成单价情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 16：公司门内护板总成单价情况

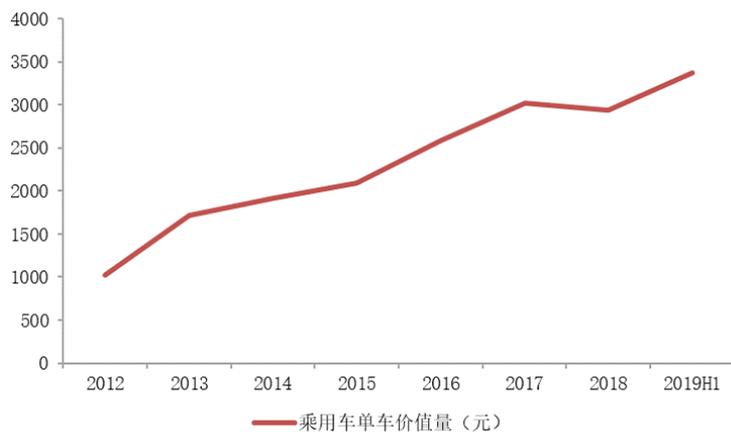

资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.2 产品单车价值量逐步增长

2013 年，受益于公司新增配套保险杠总成和流水槽总成产品，单车价值量从约 1000 元快速增长到约 1700 元，增幅 70%。此后，受益于公司仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成等产品单价的提升，公司整体配套的单车价值量不断提升。

2013 年至 2018 年，公司产品单车价值量从 1710 元增长到 2938 元，年均增长 11%。2018 年，单车价值量出现小幅下滑，主要因为保险杠总成和流水槽盖板总成单价出现下滑，其余产品单价则保持稳定或增长。2019H1，公司单车价值量恢复增长，较 2018 年增长 15%至 3373 元。

图 17：公司乘用车配套产品单车价值量情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

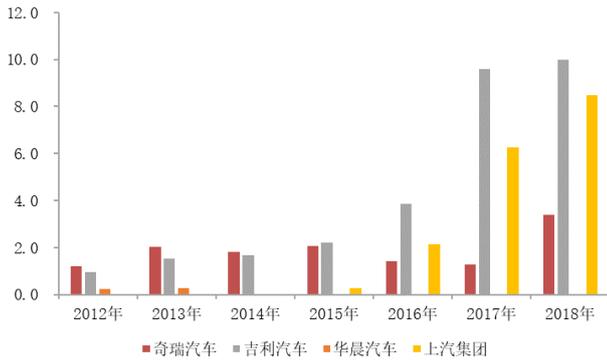
5 客户：从自主配套有望拓展更多合资车企配套

5.1 有望进入更多自主车企

公司深耕自主品牌乘用车领域，并不断拓展客户群体。从公司乘用车客户的收入构成来看，2012 年至 2014 年之间，公司自主品牌乘用车客户中吉利汽车、奇瑞汽车和华晨汽车的收入占比较高。

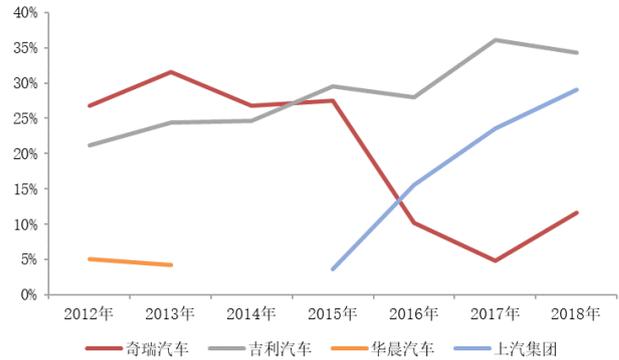
公司在 2015 年新增上汽自主品牌为主要客户，为上汽名爵和荣威车型配套饰件产品。公司对上汽集团的收入自 2015 年开始迅速增长，从 2676 万元增长到 2018 年的 8.5 亿元，占比从 4%增长到 29%，是公司近年来营收增长的重要原因之一。

图 18：公司主要乘用车自主品牌客户收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 19：公司主要乘用车自主品牌客户收入占比情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

自 2015 年来公司有效拓展上汽自主品牌这一重要客户之后，公司积极与其他重要自主品牌接触，寻求新的配套机会。2018 年，公司在研项目中新增云度汽车、威马汽车等新客户。2019 年，公司开始为比亚迪、广汽蔚来、广汽新能源等自主品牌新车型项目配套，未来有望成为公司销量增长点。

图 20：公司自主品牌客户拓展情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

5.2 由捷达配套有望进入更多合资车企

公司在与自主品牌客户深度合作的基础上，同时积极拓展合资客户。

合资客户中，郑州日产是公司早期合作的重要合资客户之一，凭借日产 D22 皮卡等车型的销售，郑州日产 2014 年成为公司的前五大客户。

公司与广汽菲亚特展开业务合作的时间较早，为其菲翔、Jeep 自由光等车型配套立柱护板总成、门内护板总成、中部面板总成、流水槽盖板总成等产品。2017 年，公司对广汽菲亚特实现销售收入 2.05 亿元，收入占比 7.7%，为公司前五大客户之一。

一汽捷达新品牌是公司近年来合资客户拓展取得的最重要突破之一。公司 2018 年开始与捷达新品牌达成合作协议，2019 年捷达新品牌车型正式上市，随着其车型销量提升，在公司销售占比预计将快速提升。

公司与上汽大众也有较多合作经历，曾为斯柯达昊锐车型配套流水槽盖板总成、立柱护板总成等产品；2019 年公司上汽大众达成合作关系，取得了部分新车型项目的定点开发和制造。

公司稳步拓展合资客户并取得重要进展，未来将成为公司重要盈利增长点。

图 21：公司合资品牌客户拓展情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

6 盈利预测及估值

随着公司从自主配套拓展至合资品牌配套，预计公司乘用车仪表板总成 20、21 年收入分别增长 25.1%和 21.2%，乘用车门内护板总成收入分别增长 29.6%和 22.4%。

在可比公司估值上，因公司产品主要是汽车饰件零部件行业，主要选取了相关的汽车零部件公司，主要是给乘用车配套的公司，我们选取常熟汽饰、新坐标、德尔股份、拓普集团、旭升股份、亚太股份等，这些可比公司 2020 年平均估值为 16 倍左右，因此给予公司 2020 年 PE 16 倍估值，目标价 20 元，维持买入评级。

表 7：收入分类预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
乘用车-仪表板总成					
销售收入（百万元）	962.8	1,404.9	1,100.0	1,375.6	1,667.2
增长率	140.3%	45.9%	-21.7%	25.1%	21.2%
毛利率	29.4%	23.6%	20.0%	21.5%	22.0%
乘用车-门内护板总成					
销售收入（百万元）	650.4	602.1	620.4	804.2	984.4
增长率	113.9%	-7.4%	3.0%	29.6%	22.4%
毛利率	12.1%	16.9%	14.5%	15.5%	16.0%
乘用车-立柱护板总成					
销售收入（百万元）	271.1	192.4	179.2	206.9	271.6
增长率	57.8%	-29.0%	-6.9%	15.5%	31.3%
毛利率	29.0%	19.7%	19.0%	20.0%	20.0%
乘用车-保险杠总成					
销售收入（百万元）	25.4	52.2	48.6	64.4	85.4
增长率	-11.1%	105.1%	-6.9%	32.6%	32.6%
毛利率	28.8%	49.5%	45.0%	46.0%	46.0%
乘用车-流水槽盖板总成					
销售收入（百万元）	25.6	14.6	13.6	14.9	18.1
增长率	-8.4%	-43.1%	-6.5%	9.3%	21.2%
毛利率	39.9%	20.4%	20.0%	21.0%	21.5%
乘用车-其他饰件产品					
销售收入（百万元）	146.7	150.6	142.3	164.4	189.9
增长率	47.8%	2.7%	-5.5%	15.5%	15.5%
毛利率	33.6%	37.5%	35.0%	36.0%	36.0%
商用车-仪表板总成					
销售收入（百万元）	421.5	351.7	350.8	364.4	378.6
增长率	65.5%	-16.6%	-0.2%	3.9%	3.9%
毛利率	42.4%	36.4%	34.0%	34.0%	34.0%
商用车-顶置文件柜总成					
销售收入（百万元）	119.1	110.0	109.7	114.0	118.4
增长率	78.4%	-7.7%	-0.3%	3.9%	3.9%
毛利率	14.6%	15.2%	14.5%	14.5%	14.5%
其他业务					
销售收入（百万元）	472.3	526.5	527.3	578.2	634.9
增长率	32.3%	11.5%	0.2%	9.7%	9.8%
毛利率	12.2%	12.1%	22.2%	22.2%	26.0%
合计	3,095.1	3,405.0	3,091.9	3,687.0	4,348.3
增长率	80.9%	10.0%	-9.2%	19.2%	17.9%
综合毛利率	24.6%	22.5%	21.7%	22.3%	23.0%

资料来源：WIND、东方证券研究所

表 8：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率				
		2019年11月22日	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
新坐标	603040	32.85	1.29	1.59	2.09	2.71	25.46	20.64	15.74	12.12
德尔股份	300473	38.83	1.28	2.85	3.87	3.87	30.44	13.63	10.03	10.03
亚太股份	002284	4.53	0.01	0.11	0.25	0.25	419.44	41.18	18.12	18.12
拓普集团	601689	12.83	0.71	0.48	0.61	0.73	17.97	26.99	21.08	17.65
常熟汽饰	603035	9.95	1.21	1.39	1.58	1.58	8.19	7.16	6.31	6.31
旭升股份	603305	30.78	0.73	0.57	0.73	0.95	41.98	54.30	42.35	32.48
	调整后平均						28.96	25.61	16.24	14.48

资料来源：WIND、东方证券研究所

7 主要风险

乘用车饰件产品配套量低于预期。乘用车饰件配套量受下游车企销量影响，若配套车企销量低于预期，则会影响公司乘用车饰件销量，进而影响公司盈利增长。

商用车饰件产品配套量低于预期。若商用车行业销量低于预期，则将影响公司商用车饰件产品盈利增长。

乘用车行业需求低于预期。若 19、20 年经济形势低于预期，将影响乘用车行业需求，若乘用车销量增速低于预期，则将影响公司配套量，进而影响公司盈利增长。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	192	816	1,612	1,824	2,137	营业收入	3,095	3,405	3,092	3,687	4,348
应收账款	556	609	618	737	870	营业成本	2,335	2,641	2,421	2,865	3,347
预付账款	106	105	124	147	174	营业税金及附加	17	19	17	20	24
存货	591	574	605	716	837	营业费用	187	151	139	166	196
其他	724	524	325	386	454	管理费用	233	251	250	288	339
流动资产合计	2,169	2,629	3,285	3,811	4,471	财务费用	5	19	44	52	51
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	6	5	0	0	0
固定资产	561	796	993	1,160	1,297	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	101	213	213	213	213	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	115	166	150	133	116	其他	(0)	7	7	7	7
其他	173	104	22	20	19	营业利润	313	327	228	304	398
非流动资产合计	949	1,280	1,378	1,527	1,645	营业外收入	7	47	18	32	38
资产总计	3,119	3,908	4,662	5,338	6,116	营业外支出	25	47	10	10	10
短期借款	120	295	300	300	300	利润总额	294	327	236	326	426
应付账款	1,015	897	1,574	1,862	2,176	所得税	44	44	31	42	55
其他	597	713	466	554	634	净利润	250	282	205	283	371
流动负债合计	1,732	1,905	2,339	2,716	3,109	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	250	282	205	283	371
应付债券	0	368	384	400	414	每股收益(元)	1.10	1.24	0.90	1.25	1.63
其他	46	23	23	23	23						
非流动负债合计	46	391	407	422	436						
负债合计	1,778	2,296	2,746	3,139	3,546						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	162	228	228	228	228	成长能力					
资本公积	678	597	695	695	695	营业收入	80.9%	10.0%	-9.2%	19.2%	17.9%
留存收益	501	702	907	1,190	1,561	营业利润	126.4%	4.5%	-30.4%	33.4%	31.1%
其他	0	86	86	86	86	归属于母公司净利润	120.1%	12.7%	-27.4%	38.3%	30.8%
股东权益合计	1,341	1,613	1,916	2,199	2,570	获利能力					
负债和股东权益总计	3,119	3,908	4,662	5,338	6,116	毛利率	24.6%	22.5%	21.7%	22.3%	23.0%
						净利率	8.1%	8.3%	6.6%	7.7%	8.5%
						ROE	25.9%	19.1%	11.6%	13.8%	15.5%
						ROIC	22.7%	16.0%	9.7%	11.2%	12.6%
						偿债能力					
						资产负债率	57.0%	58.7%	58.9%	58.8%	58.0%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.25	1.38	1.40	1.40	1.44
						速动比率	0.91	1.08	1.15	1.14	1.17
						营运能力					
						应收账款周转率	6.1	5.8	5.0	5.4	5.4
						存货周转率	4.0	4.5	4.1	4.3	4.3
						总资产周转率	1.2	1.0	0.7	0.7	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	1.10	1.24	0.90	1.25	1.63
						每股经营现金流	0.12	2.16	4.54	2.03	2.48
						每股净资产	5.91	7.10	8.44	9.69	11.32
						估值比率					
						市盈率	15.1	13.4	18.4	13.3	10.2
						市净率	2.8	2.3	2.0	1.7	1.5
						EV/EBITDA	9.4	9.4	11.4	8.3	6.4
						EV/EBIT	11.0	10.1	12.8	9.8	7.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

