

常熟汽饰 (603035)

证券研究报告

2019年12月17日

电动智能趋势，高端内饰龙头，低估值高成长

国内领先的中高端汽车内饰供应商，优质高端客户资源丰富。自1996年成立以来，公司专注于汽车内饰件的研发、生产和销售，通过与外资巨头建立合资平台拓展市场，逐步积累了包括一汽大众、北京奔驰、华晨宝马、上汽通用、吉利汽车等优质客户资源，现已成为国内中高端汽车内饰件主要供应商之一。2011年至2018年，公司营业收入从6.78亿元攀升至14.64亿元，归母净利润由1.32亿元增长至3.40亿元，分别实现了年均11.62%以及14.46%的稳健增长。

合资平台奠定业绩增长基石，将持续受益豪华车高景气。当前中国豪华车渗透率约13%，对标美国（不含皮卡约15%）及德国（约25%），仍有较大发展潜力。预计中国2025年乘用车销量达2500万辆（测算过程可参考我们的报告《中国汽车需求见顶了吗？》），豪华车渗透率18%，BBA销量占比70%，则2025年BBA在华销量有望达到315万辆，2018年至2025年年均增速7.1%。由于公司合资平台贡献收入超过50%，并贡献净利超过60%，受益于BBA等豪华品牌客户销量增长，公司业绩有望稳步增长。

短期产能利用率快速恢复，推动ROE反转向，中长期看好品类扩张及新客户拓展，受益电动智能趋势，成长空间打开。短期来看，下游客户一汽大众、奔驰、宝马等销量迅速回暖，叠加公司此前高投入期结束，产能利用率触底回升，开启ROE反转向。中长期看好公司品类扩张及新客户拓展，可转债项目预计于2021年左右逐步投产，除配套吉利等客户外，通过配套造车新势力的一体化智能座舱，未来有望逐步切入上汽大众、长城等新能源汽车产业链，中长期成长空间值得期待。

投资建议：受益于下游客户销量回暖、内饰行业竞争格局优化、豪华车销量持续增长以及新客户逐步拓展，公司有望实现加速成长。我们预测公司2019年-2021年EPS分别为0.96元、1.26元和1.58元，对应PE分别为11.2倍、8.5倍和6.8倍。以Wind一致预期的可比公司2020年PE均值为13倍为参考，考虑公司业绩增长、较高的分红率以及在智能座舱领域的先发布局，我们给予公司15倍PE，6个月目标价18.90元。给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行导致国内车市复苏不及预期；豪华车市场销量增长不及预期；可转债项目投产不及预期。

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.7元
目标价格	18.90元

基本数据

A股总股本(百万股)	280.00
流通A股股本(百万股)	172.21
A股总市值(百万元)	2,996.00
流通A股市值(百万元)	1,842.69
每股净资产(元)	9.33
资产负债率(%)	55.80
一年内最高/最低(元)	15.24/7.81

作者

邓学	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
陆嘉敏	联系人
lujiamin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《常熟汽饰-新股报告:合资战略定基调 公司优享市场增长红利 - 汽车新股系列报告四》 2017-03-05

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,339.38	1,463.87	1,765.76	2,140.09	2,660.79
增长率(%)	(6.78)	9.29	20.62	21.20	24.33
EBITDA(百万元)	354.84	552.98	426.42	532.61	635.80
净利润(百万元)	227.59	340.08	268.18	352.37	443.15
增长率(%)	0.57	49.43	(21.14)	31.39	25.76
EPS(元/股)	0.81	1.21	0.96	1.26	1.58
市盈率(P/E)	13.16	8.81	11.17	8.50	6.76
市净率(P/B)	1.34	1.19	1.11	1.02	0.92
市销率(P/S)	2.24	2.05	1.70	1.40	1.13
EV/EBITDA	11.16	6.97	8.49	6.35	4.65

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司概况：国内领先的中高端汽车内饰供应商	5
1.1. 国内中高端汽车内饰行业龙头企业.....	5
1.2. 业绩增长较为稳健 利润率有望回升.....	5
1.3. 深耕汽车非金属内饰领域 门内护板为核心产品.....	6
1.4. 股权结构较为集中 实际控制人为董事长罗小春夫妇.....	8
2. 竞争优势：合资平台为增长基石 持续受益于豪华车崛起	8
2.1. 携手外资 合资平台带来竞争优势.....	8
2.2. 豪华车市场保持较高景气 投资收益持续增长.....	11
3. 内饰行业：电动智能趋势 龙头份额有望提升	13
3.1. 内饰件单车配套价值量与行业市场空间测算.....	13
3.2. 电动智能趋势下 内饰行业中长期需求向好.....	14
3.3. 内饰行业集中度有望向龙头集中.....	18
4. 成长驱动：短期看产能利用率恢复 中长期看品类及客户拓展	20
4.1. 下游客户销量回暖+高资本开支周期结束 ROE 有望反转.....	20
4.2. 看好公司产品品类与客户拓展能力 有望切入新能源汽车产业链.....	23
5. 投资建议：业绩回暖、估值低位、分红积极	25
5.1. 业绩预测.....	25
5.2. 估值处于低位 分红积极.....	26
5.3. 投资建议.....	28
6. 风险提示	28

图表目录

图 1：公司产品主要配套客户.....	5
图 2：公司营业收入及同比增速.....	5
图 3：公司归母净利润及同比增速.....	5
图 4：公司毛利率及净利率.....	6
图 5：公司期间费用率.....	6
图 6：公司主要产品分布图.....	6
图 7：公司业务结构（单位：亿元）.....	7
图 8：公司主要业务毛利率变化.....	7
图 9：公司各业务收入占比.....	8
图 10：公司汽车内饰业务中各产品毛利率.....	8
图 11：公司股权结构及主要子公司.....	8
图 12：2011 年至 2019H1 可比公司毛利率对比.....	10
图 13：2019H1 内饰类上市公司销售毛利率对比.....	10
图 14：2014~2019 年(1-8 月)国内豪华车销量及同比增速.....	11

图 15: 2018 年国内豪华品牌市场份额	11
图 16: 中国及美国豪华车在乘用车市场历年渗透率对比	12
图 17: 中国、美国、德国豪华车在乘用车市场渗透率对比	12
图 18: BBA 在华销量 (单位: 万辆)	12
图 19: 2014 年至 2019H1 公司作为一级/二级供应商收入占比	13
图 20: 2014 年至 2019H1 公司前五大客户收入占比	13
图 21: 公司对联营企业和合资企业投资收益及其在归母净利润中占比	13
图 22: 智能座舱构成总览	14
图 23: 智能座舱产业链	15
图 24: 传统座舱产品及智能座舱典型产品 (价格: 元)	15
图 25: 2018 H1 国内中控屏市场渗透率	16
图 26: 国内智能中控屏市场规模	16
图 27: 2018 H1 液晶仪表盘渗透情况	16
图 28: 国内智能液晶仪表盘市场规模	16
图 29: 消费者对液晶仪表盘的认知程度	16
图 30: 消费者对液晶仪表盘的尺寸偏好	16
图 31: 荣威 RX5 月销量	17
图 32: 荣威 RX5 Max 内饰	17
图 33: 荣威 RX5 及 RX5 Max 在竞争车系内饰评分排行榜中排名前二	17
图 34: 中国汽车内饰用品价格指数	18
图 35: 中国 2010-2019 年车企合计份额与当年总销量增速	19
图 36: 中国 2010-2019 年车企按排名合计份额	19
图 37: 常熟汽饰门内护板销量及市占率	19
图 38: 常熟汽饰仪表板销量及市占率	19
图 39: 乘用车产量及同比增速	20
图 40: 乘用车销量及同比增速	20
图 41: 汽车制造产成品存货及汽车销量增速	20
图 42: 一汽大众近期销量及同比增速	21
图 43: 奇瑞汽车近期销量及同比增速	21
图 44: 北京奔驰近期销量及同比增速	21
图 45: 吉利汽车近期销量及同比增速	21
图 46: 公司各产品产能利用率于 2019H1 触底	23
图 47: 公司单季度营收及增速	23
图 48: 公司单季度扣非归母净利润及增速	23
图 49: 公司单季度毛利率	23
图 50: 公司单季度扣非 ROE	23
图 51: 蔚来 ES8 内饰	25
图 52: 公司 PE 估值处于近年底部区间	27
图 53: 公司 PB 估值处于近年底部区间	27
图 54: 可比公司 PE (TTM) 对比	27
图 55: 可比公司 PB (LYR) 对比	27

图 56: 公司近年分红率高于可比公司平均水平.....	28
图 57: 公司股息率高于可比公司平均水平.....	28
表 1: 公司主要产品及介绍.....	7
表 2: 公司主要合资平台.....	9
表 3: 公司产品配套车型.....	9
表 4: 国内汽车内饰行业主要上市公司收入、主要产品及配套客户情况.....	10
表 5: 常熟汽饰主要子公司下游客户及收入.....	11
表 6: 汽车传统内饰件单车配套价值量测算.....	14
表 7: 门内护板及仪表板总成主要生产企业 (2014 年).....	18
表 8: 公司预计 2019 年 4-12 月订单/意向情况.....	21
表 9: 常熟汽饰固定资产及在建工程情况.....	22
表 10: 可转债项目规划投资额 (单位: 亿元).....	22
表 11: 公司可转债拟投资项目.....	22
表 12: 公司可转债项目客户配套情况.....	24
表 13: 可转债项目收益测算.....	25
表 14: 常熟汽饰收入预测拆分.....	26
表 15: 公司投资收益预测拆分 (单位: 亿元).....	26
表 16: 常熟汽饰可比公司业绩及估值对比.....	28

1. 公司概况：国内领先的中高端汽车内饰供应商

1.1. 国内中高端汽车内饰行业龙头企业

公司概况:常熟市汽车饰件股份有限公司由现任董事长罗小春先生创立于 1996 年,于 2017 年 1 月 5 日在上海证券交易所上市(股票代码 603035.SH)。自成立以来,公司专注于汽车内饰件的研发、生产和销售,通过与海外巨头建立合资平台的形式快速拓展市场,持续积累优质客户资源。经过二十余年的发展,公司现已成为国内中高端汽车内饰件主要供应商之一,为几乎所有在华开展业务的主机厂和一级汽车零部件制造商供应内饰件以及部分外饰件和系统,主要客户包括一汽大众、北京奔驰、华晨宝马、上汽通用、奇瑞捷豹路虎、吉利汽车、众泰汽车等国内知名整车厂,以及伟巴斯特、恩坦华等知名汽车零部件一级供应商;在全球范围内拥有生产基地 24 座,员工总数超过 6000 人。

图 1: 公司产品主要配套客户

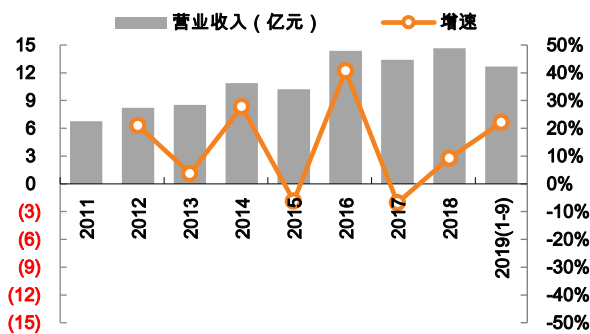


资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

1.2. 业绩增长较为稳健 利润率有望回升

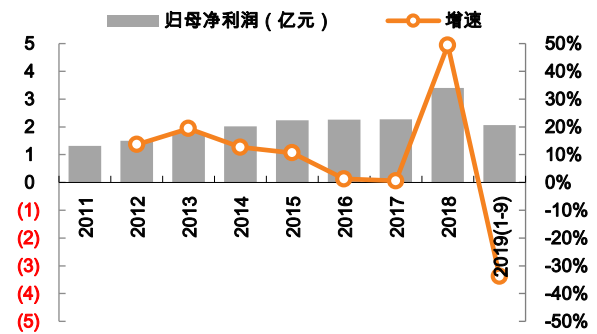
2011 年至今公司业绩保持了较为稳健的增长。2011 年至 2018 年,公司营业收入从 6.8 亿元攀升至 14.6 亿元,归母净利润由 1.3 亿元增长至 3.4 亿元,分别实现了年均 11.6%以及 14.5%的稳健增长。2019 年前三季度,公司实现营收 12.7 亿元,同比增长 22.1%;归母净利润 2.1 亿元,同比下滑 33.8%。在国内车市持续下行的情况下(据中汽协数据,2019 年前三季度国内乘用车销量 1524.9 万辆,同比下降 11.7%),公司收入仍然保持了较快增长;归母净利润下滑较多主要是由于 2018 年公司对一汽富晟追加投资了 10%股权,能够对一汽富晟施加重大影响,因此改按权益法核算,对于原持有 10%股权的公允价值与账面价值之间的差额确认为当期损益 1.75 亿元,使得 2018 年同期归母净利润基数较高所致。

图 2: 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

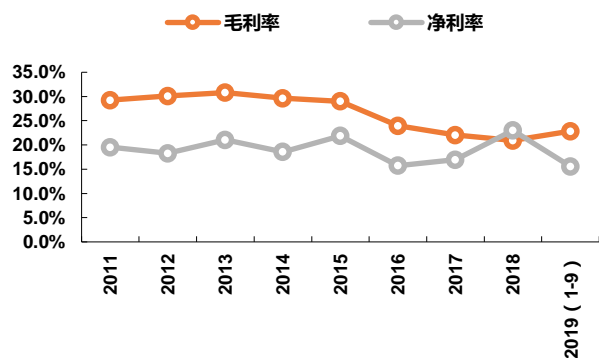
图 3: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

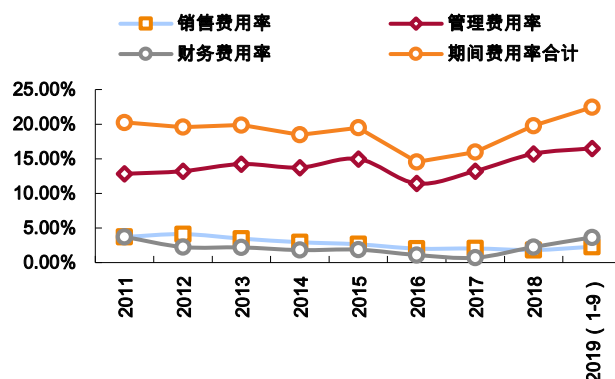
2019 年前三季度毛利率小幅回升，期间费用率仍有待改善。2011 年至 2018 年公司整体毛利率呈下滑态势，从最高点的 30.8% 下滑至 20.9%，我们判断主要是由于产品价格年降、人工成本增长、原材料价格上涨等外部因素，叠加公司募投项目逐步投入导致固定资产折旧增多所致。2019 年前三季度公司毛利率 22.3%，同比增长 0.6 个百分点；我们预计随国内车市逐步回暖，公司产品年降压力或有所减小，且此前募投项目产能逐步释放有望形成规模效应，未来毛利率存在进一步提升空间；近年公司期间费用率提升较快，主要是由于新建基地以及人员扩招导致财务费用及管理费用增加较多所致，长期看期间费用率有望维持在 20% 左右。

图 4：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司期间费用率

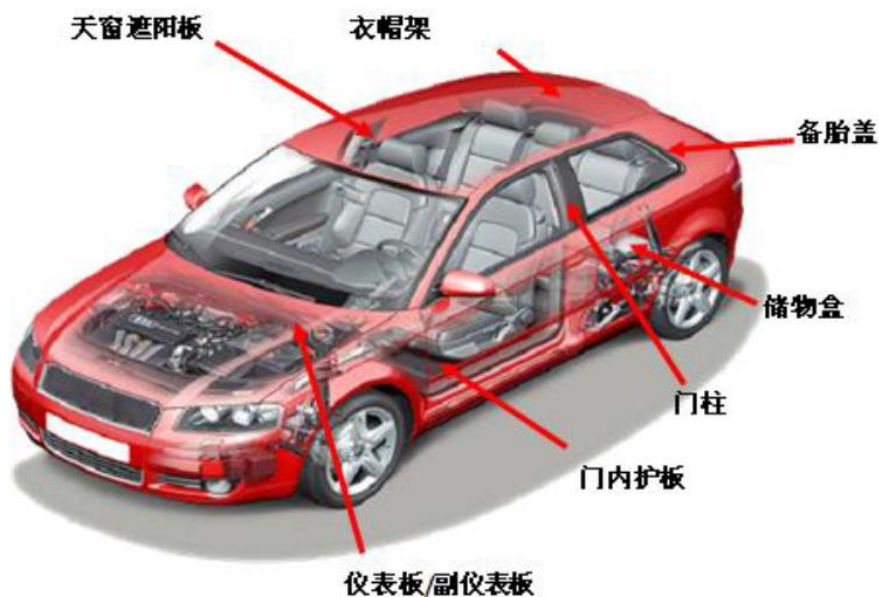


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 深耕汽车非金属内饰领域 门内护板为核心产品

公司产品主要集中于汽车非金属内饰零部件领域。公司深耕汽车内饰件领域，产品主要为非金属内饰零部件，包括门内护板总成、仪表板总成、副仪表板总成、行李箱、内饰总成、衣帽架总成、天窗遮阳板总成、立柱总成、门窗饰条、地毯等。

图 6：公司主要产品分布图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

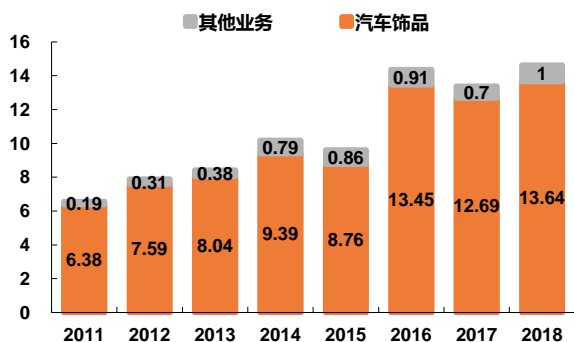
表 1: 公司主要产品及介绍

产品名称	产品图片	产品介绍
门内护板		门内护板是汽车的车门内侧集安全、功能和装饰为一体的重要产品，其上主要集成有扶手、开关、扩音器等功能件，并且在遭遇侧撞时能对车内乘员进行一定程度的安全保护。
仪表板及副仪表板		汽车仪表板是汽车上重要的功能件与装饰件，是一种薄壁大体积，上面开有很多安装仪表用孔洞的形状复杂、位于汽车驾驶舱前段的内饰件。仪表板的用材多种多样，基本可以分为硬质和软饰仪表板两大类副仪表板是汽车内位于前排座椅中央，与仪表板构成“T”形排列，供安装排挡、手刹等操纵件的内饰件。
天窗遮阳板		天窗遮阳板通常包括有遮阳板板体及面层，设在遮阳板板体前端的遮阳板扣手，遮阳板板体侧面的滑块装置等，主要功能是遮挡从车顶天窗上投射下来的阳光。
衣帽架		衣帽架位于车厢后部，通常用于放置衣服、帽子及其他轻型物件。衣帽架架型复杂、尺寸大且需复合面料，目前基材大多采用热压工艺，有时为满足型面和结构要求，基材有时也采用注塑工艺。基材成型后，多采用将其加热或用加热的模具用模压的方法将基材面料复合。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

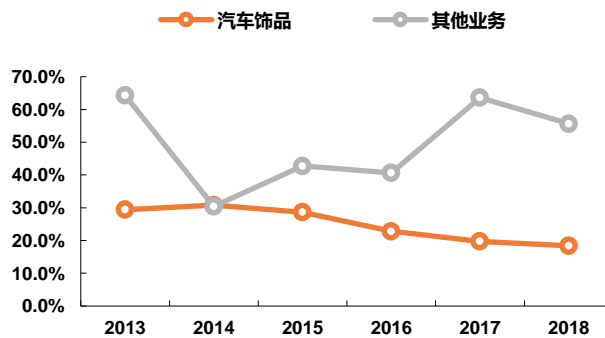
内饰业务收入保持较快增长，门内护板为主要收入来源。2011年至2018年，公司内饰业务收入从6.38亿元增长至13.64亿元，年均增速11.47%；毛利率由2013年的29.43%下滑至2018年的18.39%。分产品看，2018年门内护板、仪表板、衣帽架及天窗遮阳板产品在公司总收入占比分别为37.46%、19.57%、14.52%和4.91%，毛利率分别为20.16%、20.57%、8.87%和27.97%。

图 7: 公司业务结构 (单位: 亿元)



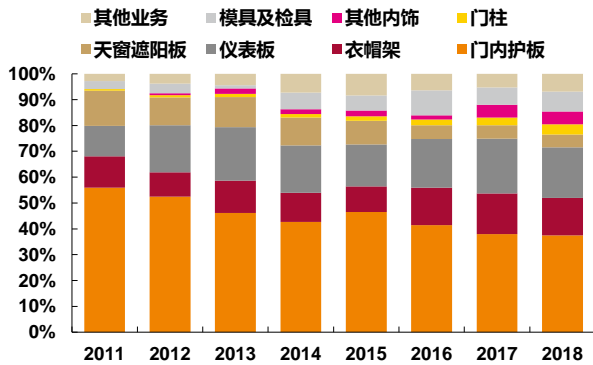
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8: 公司主要业务毛利率变化



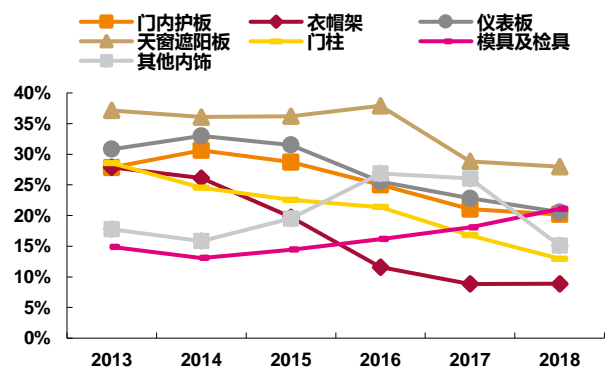
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司各业务收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司汽车内饰业务中各产品毛利率

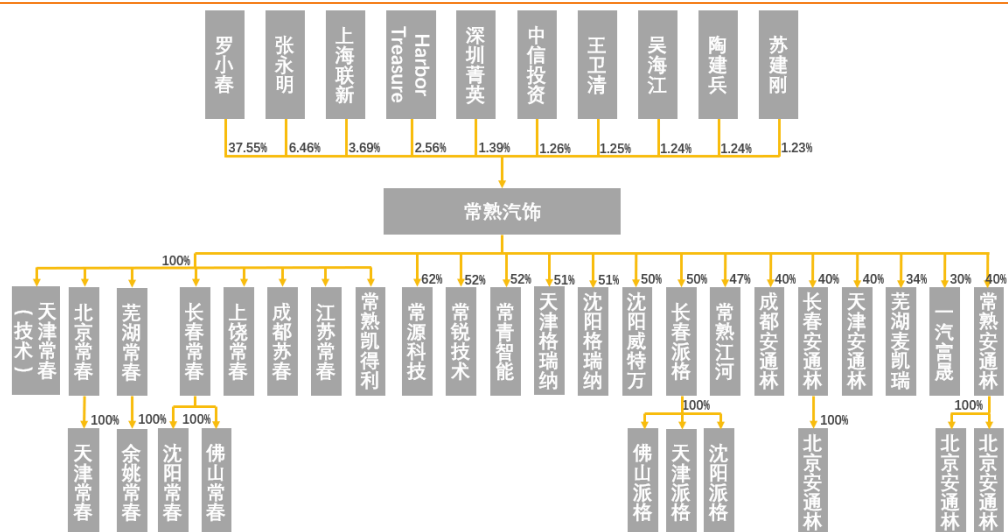


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 股权结构较为集中 实际控制人为董事长罗小春夫妇

股权结构较为集中，旗下子公司较多，且多为中外合资设立。截止 2019 年三季报，公司实际控制人为罗小春、王卫清夫妇，二人合计持有公司 38.8%的股权（其中，董事长罗小春持有公司 37.55%的股权）。公司旗下共有 8 家全资子公司，以及近 20 家参股子公司。参股公司中的常熟安通林、长春安通林、成都安通林、天津安通林、长春派格、芜湖麦凯瑞、天津瑞格纳、沈阳瑞格纳为公司与外资合资设立，一汽富晟为公司与一汽集团合资设立。

图 11：公司股权结构及主要子公司



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 竞争优势：合资平台为增长基石 持续受益于豪华车崛起

2.1. 携手外资 合资平台带来竞争优势

携手外资由来已久，持续开拓优质中高端品牌客户。为了更好地学习海外先进技术及利用国外合作伙伴的原供背景，公司早在 2001 年就开始了中外合资的道路，与德国西博合资建立了长春西博（长春派格前身），长春西博成立不久就先后获取了宝来、奥迪 A6、奥迪 A4 等多个门内护板项目。2005 年、2006 年公司分别与麦格纳集团下属的香港英提尔合资建立常熟英提尔、长春英提尔，并先后获取了凯迪拉克赛威、奥迪 Q5、奥迪 A6、迈腾、大众 CC 等多个仪表盘项目。2015 年 4 月，安通林集团以 5.25 亿美元收购麦格纳全部内饰业务，常熟英提尔和长春英提尔也分别改名为常熟安通林和长春安通林。2017 年公司与格

瑞纳集团合资建立沈阳格瑞纳、天津格瑞纳两大平台，为华晨宝马、北京奔驰、奥迪等供应衣帽架产品。2018 年公司与威特万集团合资建立沈阳威特万，为华晨宝马供应窗框条。通过多年的经营及借助合资平台的优势，公司及合资平台积累起了一汽大众、上海通用、华晨宝马、北京奔驰等宝贵的客户资源，为宝马、奔驰、奥迪、凯迪拉克等高端品牌汽车配套内饰件。

表 2：公司主要合资平台

合作平台	合资公司	成立时间	股权结构	主要产品	主要客户	2018 年净利润 (亿元)
与安通林集团合资平台	长春安通林	2006 年	安通林中国 60% 常熟汽饰 40%	仪表盘、门柱	一汽大众、华晨宝马、北京奔驰	0.56
	常熟安通林	2005 年	安通林中国 60% 常熟汽饰 40%	仪表板	奇瑞捷豹路虎、观致汽车、众泰汽车	0.5
与麦格纳集团合资平台	芜湖麦凯瑞	2004 年	香港麦格纳 51% 常熟汽饰 34% 奇瑞科技 15%	保险杠	奇瑞汽车	-0.10
与 SMP 合资平台	长春派格	2001 年	SMP 50.001% 常熟汽饰 49.999%	门内护板	一汽大众、华晨宝马	2.01
与 Greiner 合资平台	沈阳格瑞纳	2017 年	常熟汽饰 51% Greiner Perfoam GmbH 49%	衣帽架	华晨宝马	/
	天津格瑞纳	2017 年	Greiner Perfoam GmbH 49%	衣帽架	北京奔驰、奥迪	/
与威特万集团的合资平台	沈阳威特万	2018 年	常熟汽饰 50% 威特万股份有限公司 50%	窗框条	华晨宝马	/

资料来源：公司公告、天风证券研究所

主要合作伙伴安通林是全球汽车内饰领域规模最大的厂商之一。安通林集团的前身是西班牙布尔戈斯的一家汽车修理厂，1967 年进入汽车内饰领域深耕至今，已然发展成为汽车行业开发、设计和生产内饰组件的领先跨国企业，为一众广泛的客户群提供车顶系统和软内饰、车门系统和硬内饰、照明系统、座舱系统和内饰等产品和服务。2018 年安通林集团的子公司和工厂分布于全球 26 个国家，拥有超过 2.6 万名员工，收入规模超过 50 亿欧元。我们认为，通过与海外内饰巨头成立合资公司，公司所形成的竞争优势主要有三点：

(1) 更为先进的技术及管理经验：相对于国内本土零部件供应商，国外零部件供应商多有技术、规模、综合管理、品牌等方面的优势。公司通过与麦格纳集团和 SMP、安通林集团等原供应商建立的合资平台，不但可以引进国外先进的生产技术及工艺，同时也可以学习规范高效的管理理念和生产经验，拓展市场空间。

(2) 更容易打入中高端合资品牌客户的配套体系：在现阶段，如无合资平台，新供应商在巩固及开拓市场尤其是高端车市场方面会存在较大的难度。**首先**，合资车企引进国内的车型，一般在国外已量产销售，与该车型配套的零部件由跨国的原供应商提供，由于部分原供应商还掌握有相应零部件的技术参数等重要数据，合资车企通常会优先选择原供应商作为合作伙伴；**其次**，基于对外方在品牌、技术、管理、产品质量等方面的信赖，有合资背景的零部件供应商在向合资整车厂和国外整车厂争取业务合作机会以及招投标的过程中会占有一定的优势，甚至部分整车厂在招标时，明确要求要有外资背景。公司采取与国际知名零部件企业合资，并由公司向合资公司提供二级配套的方式，有助于迅速切入国外中高端品牌车型的零部件供应市场，扩大产品市场份额。

表 3：公司产品配套车型

产品	配套车型
门内护板	宝马 X1、奥迪 (A6、A4、Q5、Q3)、大众 (途安、捷达、迈腾、高尔夫、帕萨特)、沃尔沃酷腾、克莱斯勒 300C、别克凯越、荣威 750、雪佛兰科鲁兹、

奇瑞（旗云、东方之子、瑞虎、艾瑞泽 5）、奔驰 GLK、观致 3、观致 5、路虎揽胜极光、凯翼 XC51、大众途安、捷豹路虎发现神行、宝沃 BX7、众泰汽车 T600 等

仪表盘 奥迪（A6、Q5）、凯迪拉克赛威、大众（迈腾、CC）、奔驰 E 级、奇瑞瑞麒、观致 3、观致 5、绅宝 X35、众泰汽车 T600、路虎揽胜极光、捷豹路虎发现神行等

天窗遮阳板 宝马（5 系、3 系、X1）、奥迪 A6、A4）、大众（朗逸、帕萨特、高尔夫、宝来、POLO、捷达、速腾）、别克君威、雪佛兰迈锐宝、沃尔沃 S40、福特（福克斯、蒙迪欧）、奔驰 C 级、斯柯达（晶锐、明锐）、沃尔沃 S60 等

衣帽架 菲斯克 Karma、奥迪（Q5、Q3、A6、A4）、别克（君威、君越、凯越）、一汽大众（CC、宝来、迈腾、宝来）

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

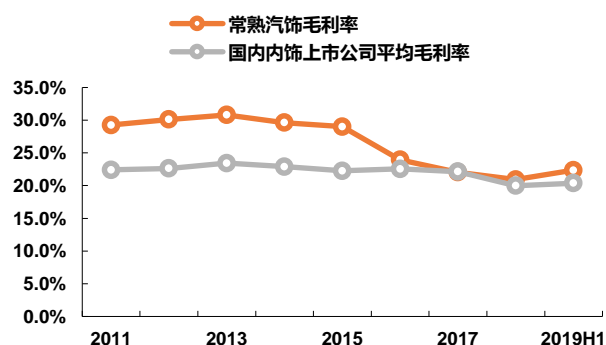
(3) 更强的产品盈利能力：通过合资经营模式快速进入外资中高端品牌车型的供应链，不但可以大幅扩大公司产品销量，实现规模效应，达到降低成本的目的；而且由于中高端品牌车型拥有较好的口碑和较高的品牌溢价，也有助于提高公司产品售价，提升公司的产品毛利率水平和综合盈利能力。

表 4：国内汽车内饰行业主要上市公司收入、主要产品及配套客户情况

公司	2018 年营业总收入 (亿元)	主要产品	主要客户
华域汽车 (旗下延锋内饰)	1571.70 (内外饰占 64.06%)	内外饰件、功能性总成件、金属成型和模具等	上汽等
宁波华翔	149.27	内外饰件、金属件、汽车电子电器附件等	上汽、奥迪、宝马、奔驰等
一汽富维	136.08	车轮、保险杠、车灯等	一汽等
东风科技	66.73	供油系、制动系、铸件、内饰件等	东风汽车等
京威股份	54.11	外饰件、电子系统、功能件、内饰件等	一汽大众、上汽大众等
双林股份	55.6	座椅系统、空调系统、内外饰系统等	大众、福特、日产等
岱美股份	42.73	遮阳板、头枕、顶棚控制系统等	上汽通用等
新泉股份	34.05	内饰件如仪表板、门内护板、立柱等	吉利汽车、上汽、广汽等
常熟汽饰	14.64	内饰件如门内护板、仪表板、衣帽架等	一汽、奥迪、宝马、奔驰等
联明股份	10.26	冲压及焊接总成零部件、物流服务等	上汽通用、上汽大众等
钧达股份	9.02	零配件、仪表板、保险杠、门护板等	海马等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

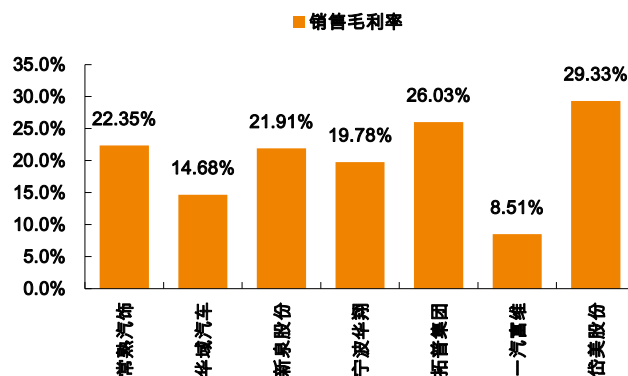
图 12：2011 年至 2019H1 可比公司毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：国内内饰上市公司选取：华域汽车、新泉股份、宁波华翔、拓普集团、一汽富维和岱美股份

图 13：2019H1 内饰类上市公司销售毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

合资平台配套客户以中高端品牌为主，对 BBA 收入占比较高。常熟汽饰下属的主要四大子公司分别为长春安通林、常熟安通林、长春派格以及芜湖麦凯瑞，其主要客户为一汽大众（主要为奥迪）、华晨宝马、北京奔驰、奇瑞&众泰合计（主要为奇瑞捷豹路虎）及长安福特。根据公司招股说明书测算得到，2016H1 五大客户为四大子公司贡献营业收入占五大客户总计的比例分别为 66%、9%、10%、13%和 2%，BBA（奥迪、宝马、奔驰）对四大合资公司收入贡献较高。

表 5：常熟汽饰主要子公司下游客户及收入

车企名称	子公司名称	产品	主要车型	2013 年收入 (亿元)	2014 年收入 (亿元)	2015 年收入 (亿元)	2016H1 收入 (亿元)
一汽大众	长春派格	门内护板	奥迪 Q5	15.09	15.26	12.09	6.45
	长春安通林	仪表板	奥迪 Q5、A6 大众 CC	3.79	4.02	3.17	1.81
	一汽大众总计			18.89	19.28	15.25	8.26
华晨宝马	长春派格	门内护板	宝马 X1	0.43	0.97	0.88	-
	长春安通林	门柱		0.65	0.84	0.79	0.36
	华晨宝马总计			1.08	1.81	1.68	1.08
北京奔驰	长春安通林	仪表板		0.49	0.59	0.70	0.20
	长春安通林	门内护板		-	-	1.48	1.08
	北京奔驰总计			0.49	0.59	2.19	1.28
奇瑞 捷豹路虎	芜湖麦凯瑞	保险杠		1.02	0.78	1.01	0.48
奇瑞/众泰	常熟安通林	门内护板		0.02	0.14	1.01	0.91
【奇瑞（捷豹路虎+观致）+ 众泰】总计				1.04	0.92	2.35	1.67
长安福特	芜湖麦凯瑞					0.34	0.28

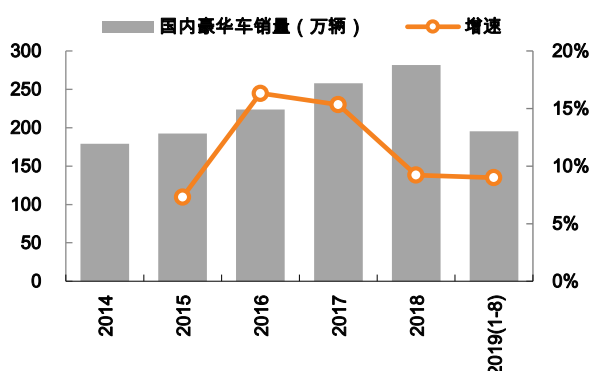
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

注：2016 年开始公司不再单独披露各合资平台配套客户情况，故只计算到 2016H1

2.2. 豪华车市场保持较高景气 投资收益持续增长

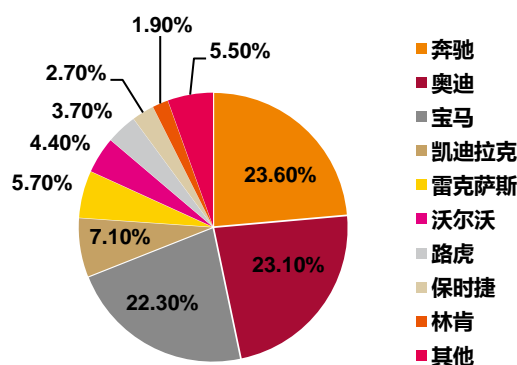
以 BBA 为首的豪华车销量表现优秀，增速大幅跑赢行业。2018 年中国汽车销量为 2804 万辆，同比下降 3.1%。在不太景气的汽车市场中，豪华车市场销量保持着较快增长的态势。据乘联会数据，2018 年我国豪华车总销量达到 281.8 万辆，同比增长 9.2%；其中，常年占据豪华汽车 60%以上市场份额的奥迪、宝马、奔驰三大豪华车品牌 2018 年在华销量同比增速分别为 6.9%、9.4%和 7.7%。

图 14：2014~2019 年(1-8 月)国内豪华车销量及同比增速



资料来源：乘联会，天风证券研究所

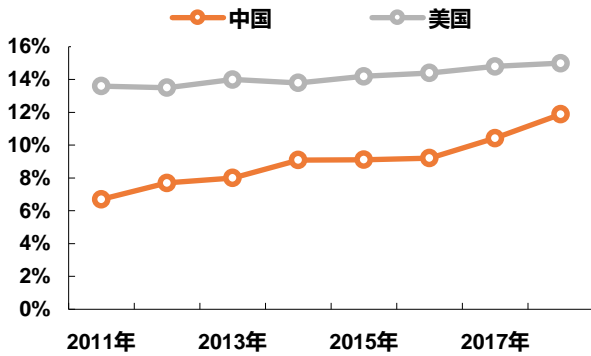
图 15：2018 年国内豪华品牌市场份额



资料来源：乘联会，天风证券研究所

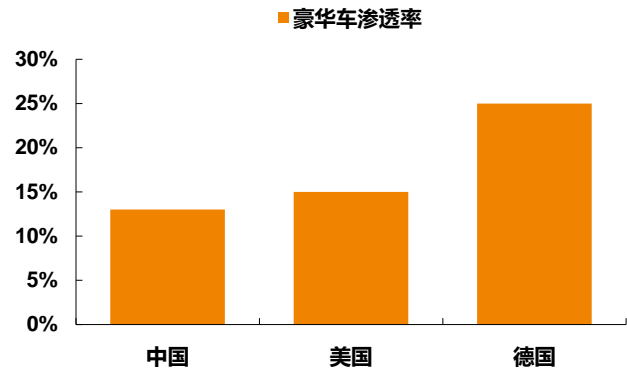
对标欧美发达国家，我国豪华车渗透率仍有较大提升空间。参考发达国家汽车市场发展历程，当一国汽车销量增速逐步放缓后，汽车消费结构会不断升级，豪华车占比将逐渐提升。当前我国豪华车在乘用车市场中渗透率约 13%，对标美国（约 15%）及德国（约 25%），我国豪华车市场仍有较大发展潜力。我们预计随着居民消费水平及购买力水平上升，对豪华车的需求也将不断攀升，我国未来豪华车销量有望保持较快增长。

图 16：中国及美国豪华车在乘用车市场历年渗透率对比



资料来源：观研天下，乘联会，天风证券研究所

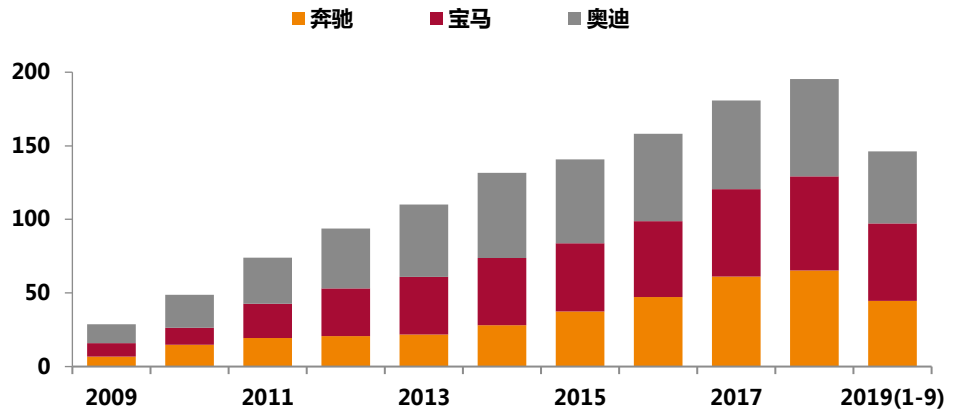
图 17：中国、美国、德国豪华车在乘用车市场渗透率对比



资料来源：搜狐网，天风证券研究所

2019 年为 BBA 产品大年，2020 年新车周期延续。2019 年，BBA 均处于产品大年：（1）宝马全年在华计划推出 14 款新车，包括宝马 X7、全新 8 系、全新 3 系、新款 7 系、国产 X2 等多款重磅车型；2020 年及 2021 年计划加速推出国产化新车型。（2）奔驰在华全年计划推出 15 款新车，并在 2020 年实现 EQ 系列电动车国产。（3）奥迪在华全年计划推出 13 款新车，并在 2020 年引入 7 款新能源车型。

图 18：BBA 在华销量（单位：万辆）



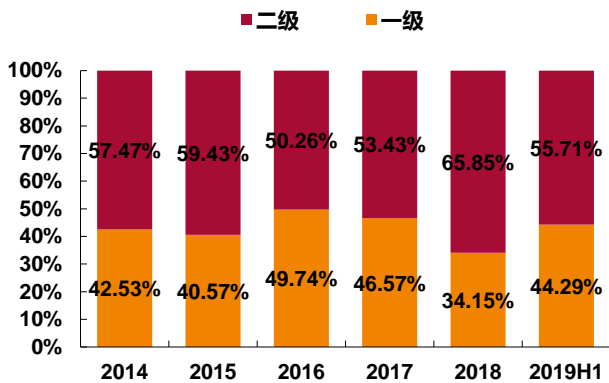
资料来源：盖世汽车网，中汽协，新浪汽车等，天风证券研究所

BBA 销量持续增长，带动参股子公司业绩逐年提升。2009 年至 2018 年 BBA 在华销量合计由 28.9 万辆增长至 195.4 万辆，年均增速达 23.7%。受 BBA 等中高端品牌客户销量增长带动，公司主要子公司业绩呈现逐年提升的良好态势。如长春派格 2016 年至 2018 年分别实现营收 14.34 亿元、16.16 亿元和 17.84 亿元，年均增速 11.5%；长春安通林近三年营业收入 8.85 亿元、10.15 亿元和 10.24 亿元，年均增速 7.5%。

假设 2025 年国内乘用车销量达 2500 万辆（测算过程详见我们此前发布的深度报告《中国汽车需求见顶了吗》），豪华车渗透率 18%，BBA 销量占比 70%，则 2025 年 BBA 在华合计销量有望达到 315 万辆，2018 年至 2025 年年均增速 7.1%。我们预计伴随 BBA 等豪华品牌销量进一步增长，公司合资平台业绩有望继续保持稳健增长，并从收入和投资收益两方面持续增厚公司业绩：

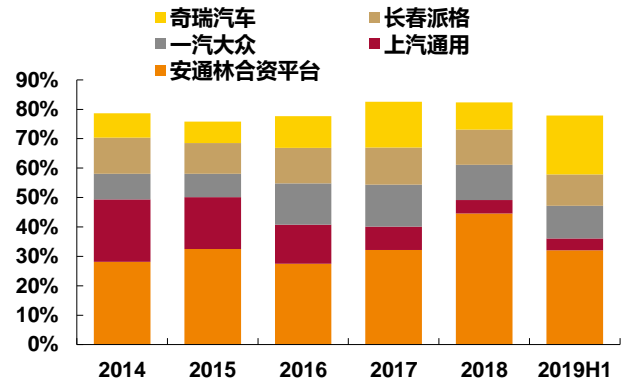
- ✓ (1) 收入层面：合资平台为公司贡献收入占比超过 50%。从销售模式上看，公司与其合资公司在产业链中总体上属于上下游关系，即合资公司主要作为一级供应商长期为大众、奥迪、奔驰、宝马、凯迪拉克等国内市场主流的合资整车厂提供门内护板、仪表板等汽车内饰件产品；由公司及其全资子公司作为合资公司的二级供应商向其销售上述汽车内饰件的相关零部件，并由合资公司进行覆皮、发泡等深加工及总成后向整车厂销售。2018 年公司作为二级供应商的收入占到总营收超过 50%（安通林合资平台占 44.53%、长春派格占 12.01%）。随合资平台业绩稳步提升，公司作为二级供应商的收入也将相应增长。

图 19：2014 年至 2019H1 公司作为一级/二级供应商收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

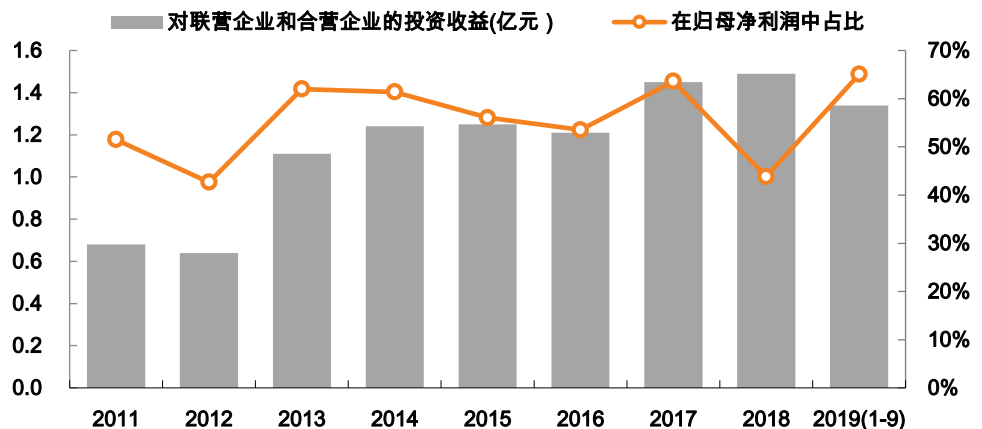
图 20：2014 年至 2019H1 公司前五大客户收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- ✓ (2) 投资收益层面：公司约 60% 的净利润来自对合资平台的投资收益。公司大部分利润来自于投资收益，而投资收益主要来自于参股公司长春派格（公司持股 49.999%）、一汽富晟（公司持股 30%）、常熟安通林（公司持股 40%）和长春安通林（公司持股 40%）。2011 年至 2019 前三季度，受益于参股公司业绩提升，公司对联营和合资企业的投资收益由 0.68 亿元上升至 1.34 亿元，占归母净利润比例由 51.52% 提升至 65.05%。合资平台业绩的提升将为公司带来稳定的投资收益，另外对合资子公司持股比例的提升（如对一汽富晟的持股比例提升至 30%），也有助于投资收益的进一步增长。

图 21：公司对联营企业和合资企业投资收益及其在归母净利润中占比



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 内饰行业：电动智能趋势 龙头份额有望提升

3.1. 内饰件单车配套价值量与行业市场空间测算

传统内饰单车配套价值量约 3800 元，国内市场空间约 900 亿元。汽车内饰系统是汽车车身的重要组成部分，传统的内饰件主要是指汽车内部改装所用到的汽车产品，涉及到汽车

内部的方方面面，包括仪表盘、方向盘、门内护板、遮阳板、座椅、安全带、地毯等。以一辆售价 15 万元的汽车为例，传统内饰件(不含座椅)单车配套价值量约 3800 元。按 2018 年国内乘用车销量 2367 万辆计，国内汽车内饰市场空间约 900 亿元。

表 6: 汽车传统内饰件单车配套价值量测算

内饰件种类	单价(元)	单车配套件数	单车配套价值量(元)
方向盘	800	1	800
门内护板*	200	4	800
仪表板总成*	600	1	600
立柱护板	50	6	300
地毯和隔音垫	300	1	300
遮阳板	50	2	100
天窗遮阳板*	100	1	100
行李箱内饰	150	1	150
衣帽架*	120	1	120
其他(储物盒、顶棚、立柱等)	/	/	200-700
合计			3570-4070

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

注：带*为常熟汽饰主要产品

3.2. 电动智能趋势下 内饰行业中长期需求向好

智能座舱有望成为新能源及未来无人驾驶汽车的标配。电动智能时代来临，由于新能源汽车的电量显示、续航里程等关键信息以及智能驾驶汽车中的 ADAS 各项功能，均是传统机械仪表所无法显示的。随着汽车电子化程度的不断提高，集成了液晶仪表盘、抬头显示仪(HUD)、中控屏幕和后座娱乐的多屏融合智能座舱将会带来更为智能化及安全性的交互体验，同时也是高级辅助驾驶(ADAS)、自动驾驶和人工智能等新技术的关键接口，智能座舱有望成为未来新能源汽车及无人驾驶汽车的标配。

图 22: 智能座舱构成总览

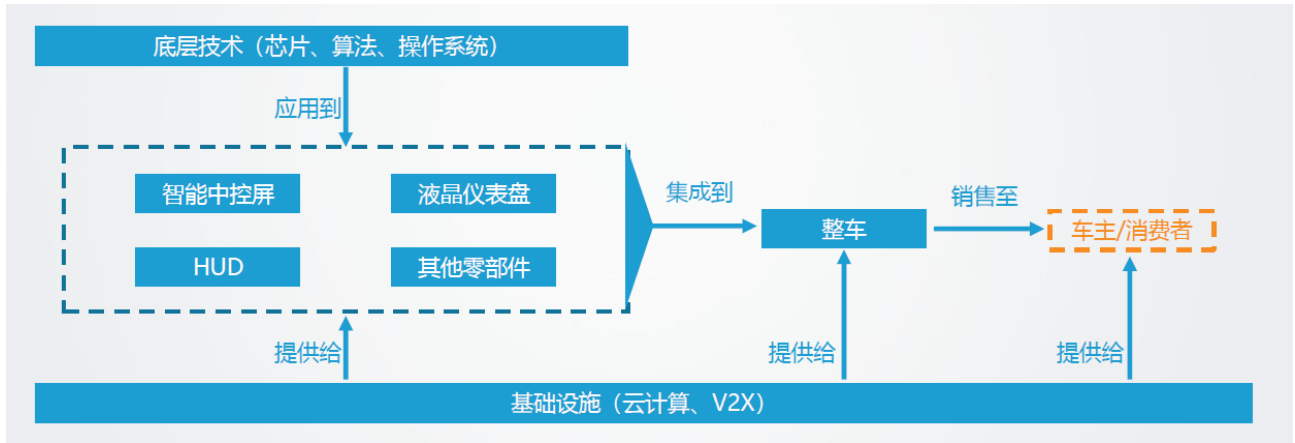


资料来源：盖世汽车研究院，天风证券研究所

智能座舱可分为硬件及软件两部分：硬件部分包括了液晶仪表盘、中控屏、HUD 以及后座显示屏，软件部分则包括底层操作系统、软件服务、ADAS 系统等。从产业链看，软硬件底层技术根据产品的不同需求应用到各个智能化零部件中；不同智能化零部件在座舱内集

成形成一套完整解决方案，以整车体现，整车进而销售给车主；与此同时，基础设施参与整个流程，为各环节提供数据传输、运算存储等服务。

图 23：智能座舱产业链



资料来源：亿欧智库，天风证券研究所

智能座舱单车价值量是传统座舱的 4-6 倍。传统的座舱产品主要包括机械式仪表盘、带导航、音乐播放、车体控制等基础功能的车载信息娱乐中控系统，整体价格基本上控制在 2000 元以内。而智能座舱产品更为多元化，除了提供丰富的车载信息和娱乐功能之外，融入多项人机交互功能，整体价格提升至 6800-13500 元，单车配套价值量是传统座舱产品的 4-6 倍。

图 24：传统座舱产品及智能座舱典型产品（价格：元）

传统座舱产品	价格区间	
机械仪表盘	500以内	
车载信息娱乐系统		1500以内
加总	2000以内	

智能座舱典型产品	价格区间	
全液晶仪表盘		2500 - 6000
车载信息娱乐系统	1500	2500
HUD	1500	2500
语音交互	200 - 400	
手势交互	1000	2000
加总	6800-13500	

资料来源：高工智能产业研究院，天风证券研究所

中控屏渗透率最高，合资品牌低端车型存在增量空间。整体来看，在各类座舱产品中，中控屏（含车载信息娱乐系统）的渗透率要远远领先于其他产品。根据亿欧智库的统计，截至 2018 H1 中控屏整体渗透率达到 67.77%，其中自主品牌中控屏渗透率达到 80.46%，合资品牌为 59.25%。合资品牌在 15 万元以下车型中控屏的渗透率尚低于自主品牌（主要是由于自主品牌车企在电动智能战略上更为激进），预计随着合资品牌放开供应商选择渠道，以及国内供应商产品质量的提升，未来几年中控屏在合资品牌中低端车型中仍具有较大市场潜力。

图 25：2018 H1 国内中控屏市场渗透率

价位	渗透率	
	自主品牌	合资品牌
小于10万	75.76%	26.65%
10-15万	83.29%	39.33%
15-30万	98.73%	80.61%
大于30万	72.27%	98.34%

资料来源：亿欧智库，天风证券研究所

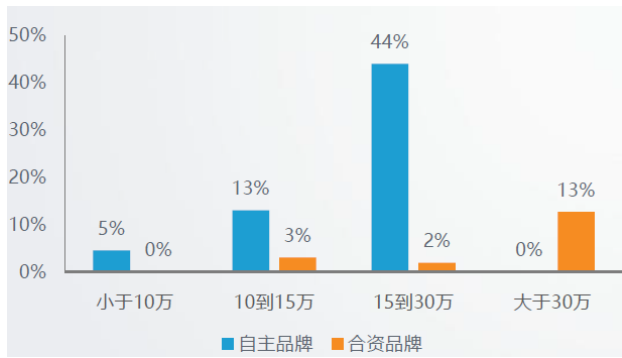
图 26：国内智能中控屏市场规模

年份	市场规模 (亿元)		
	自主品牌	合资品牌	整体
2017	98	132	230
2018	115	156	271
2019E	138	181	319
2020E	164	207	371

资料来源：亿欧智库，天风证券研究所

继中控屏后，液晶仪表板有望成为下一个快速增长的市场。传统的机械式仪表通过小的步进电机对指针进行控制，只能提供车速、发动机转速等有限的信息，且存在驾驶员误读的可能。液晶仪表盘不仅具有更绚丽的显示效果，还提供了更精确、更直观的驾驶信息，有效提升了行驶安全。随着技术进步、未来液晶仪表板还有望集成包括导航、路况在内的更多信息，进一步提升驾驶的便利性和安全性。根据亿欧智库数据显示，在 10 到 15 万元级别，自主品牌和合资品牌之间渗透率差距约为 10 个百分点，而 15 到 30 万两者差距拉大到 42 个百分点。

图 27：2018 H1 液晶仪表盘渗透情况



资料来源：亿欧智库，天风证券研究所

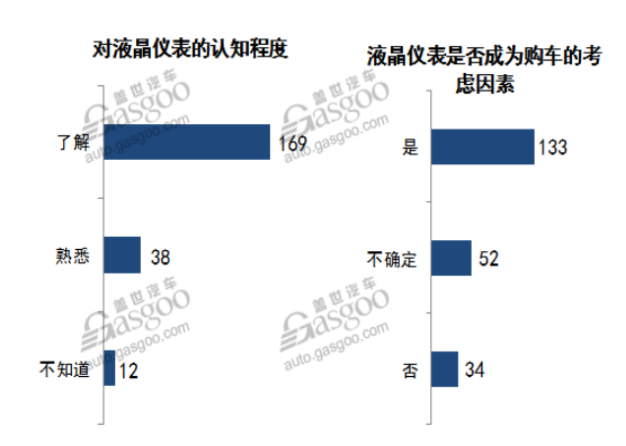
图 28：国内智能液晶仪表盘市场规模

年份	市场规模 (亿元)		
	自主品牌	合资品牌	整体
2017	4	12	16
2018	22	41	63
2019E	45	68	113

资料来源：亿欧智库，天风证券研究所

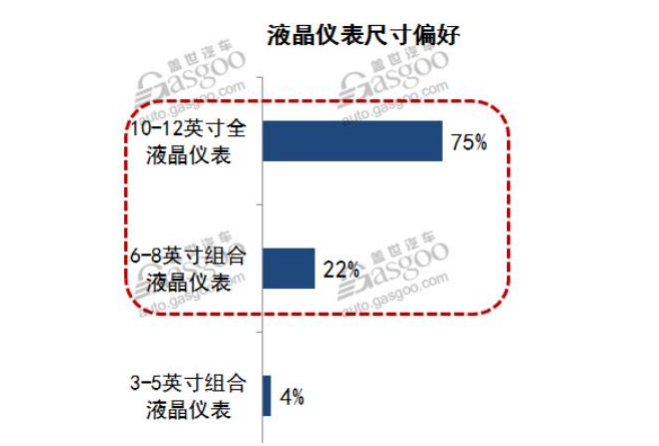
相较于中控屏，液晶仪表盘目前市场渗透率仍较低。据盖世汽车网调研，60.8%的消费者会把液晶仪表盘作为买车的考虑因素，且倾向于选择 10-12 英寸的大屏。随着国内新能源汽车及智能驾驶汽车快速发展以及消费者认同度的提升，液晶仪表盘普及速度有望加快。

图 29：消费者对液晶仪表盘的认知程度



资料来源：盖世汽车网，天风证券研究所

图 30：消费者对液晶仪表盘的尺寸偏好

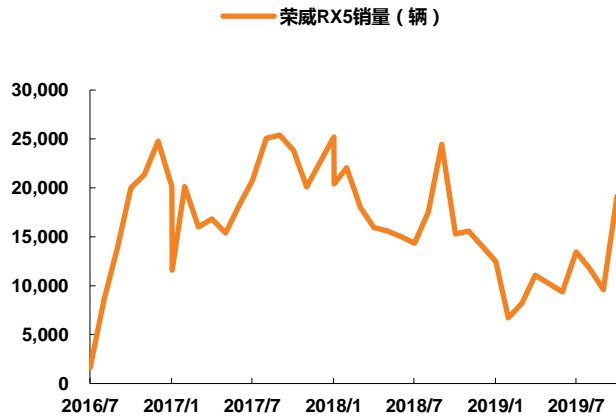


资料来源：盖世汽车网，天风证券研究所

电动智能时代，内饰的重要性与日俱增，具备科技感的内饰是荣威 RX5 持续热销的核心因

素之一。2016年7月上市的荣威RX5至今累计销量已超过65万辆，是市场中当之无愧的爆款车型，而富有科技感的内饰正是RX5核心竞争力之一。以2019年6月新上市的荣威RX5 Max为例（售价11.88-18.98万元），内饰整体设计风格明快简洁，采用了黑色与浅灰色为主色调，并在车门饰板、中控台、三辐式多功能方向盘等处加入了镀铬元素进行点缀，配置有12.3英寸全液晶仪表+14.3英寸2.5D四曲面大屏，搭载斑马智行3.0系统，大大提升该车科技感以及消费者的用车感受。在太平洋汽车网车型点评排行榜中，RX5Max及RX5的内饰系统综合评分分别为4.66分和4.6分，位列同价位车型竞品排行榜前两名。

图 31：荣威 RX5 月销量



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 32：荣威 RX5 Max 内饰



资料来源：易车，天风证券研究所

图 33：荣威 RX5 及 RX5 Max 在竞争车系内饰评分排行榜中排名前二

竞争车系点评排行 10位及以上车系主参与打分的车系才可进入榜单，我们默认为您推荐该车最热门的在售车系进行排行对比

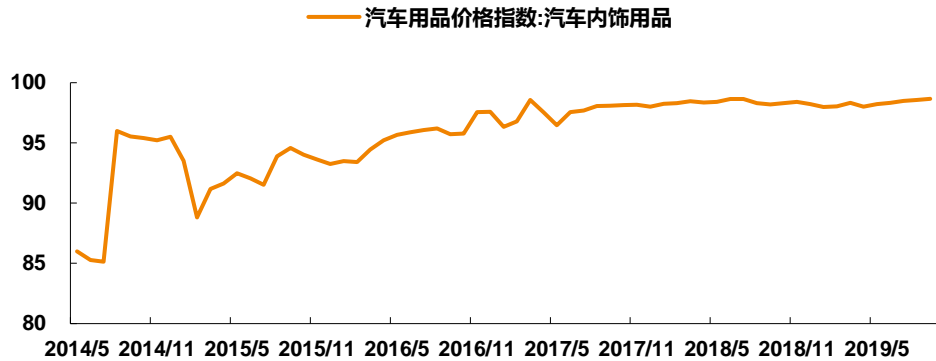
项	综合评分	外观	内饰	空间	配置	动力	越野	油耗	舒适
1	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66
荣威-荣威RX5 MAX 官方价：11.88-18.98万 综合评分：★★★★★ 4.66 86人参与点评 查看详细点评>>									
2	4.60	4.60	4.60	4.60	4.60	4.60	4.60	4.60	4.60
荣威-荣威RX5 官方价：9.88-14.88万 综合评分：★★★★★ 4.60 53人参与点评 查看详细点评>>									
3	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43
哈弗-哈弗H6 官方价：10.20-14.10万 综合评分：★★★★★ 4.43 70人参与点评 查看详细点评>>									
4	4.28	4.28	4.28	4.28	4.28	4.28	4.28	4.28	4.28
长安汽车-长安CS75 PLUS 官方价：10.69-15.49万 综合评分：★★★★★ 4.28 13人参与点评 查看详细点评>>									
5	4.27	4.27	4.27	4.27	4.27	4.27	4.27	4.27	4.27
吉利汽车-博越 官方价：8.88-16.18万 综合评分：★★★★★ 4.27 96人参与点评 查看详细点评>>									

资料来源：太平洋汽车网，天风证券研究所

消费升级叠加电动智能趋势，汽车内饰单车配套价值量有望持续提升。汽车向着智能化、电动化方向不断发展，汽车内饰的设计理念也在不断进化以顺应汽车发展潮流。未来汽车内饰的卖点也将以安全性、舒适性等基本功能，逐步拓展至满足消费者智能化、个性化、

定制化等多元需求，并在造型、感官、舒适性和功能体验等各个方面逐步融入智能化技术，预计汽车内饰在整车制造成本中的占比将不断上升，汽车内饰市场规模有望稳步扩大。

图 34：中国汽车内饰用品价格指数



资料来源：金恒德，天风证券研究所

3.3. 内饰行业集中度有望向龙头集中

内饰行业参与者众多，市场集中度偏低。截止 2014 年，国内内饰企业接近 1200 家，但规模普遍偏小，80%以上的汽车内饰企业年销售额不足 1 亿元，研发能力更是不足，业内仅有不到 43%的内饰企业拥有专利，多数企业处于按照客户图纸加工或仿制他人产品的水平。以汽车仪表板总成为例，据《中国汽车工业年鉴》统计，2014 年仪表板总成市场前五大供应商的市场份额合计仅约 18%。

表 7：门内护板及仪表板总成主要生产企业（2014 年）

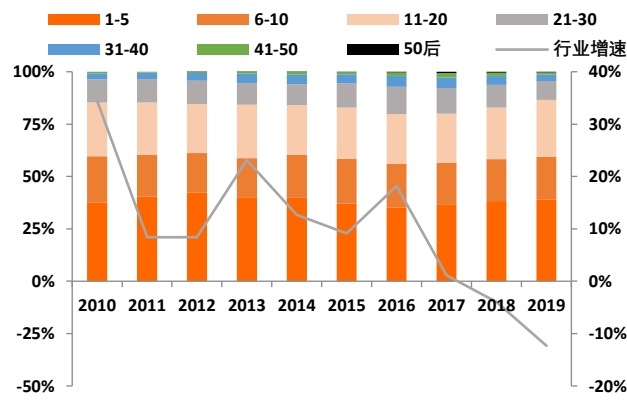
门内护板	销量（万套）	市场份额	仪表板总成	销量（万套）	市场份额
东风科技	424.25	21.29%	东风科技	77.29	3.88%
广汽零部件	318.80	16.00%	延锋伟世通金桥	72.08	3.62%
延锋伟世通（北京）	198.37	9.96%	无锡闽仙汽车电器	69.3	3.48%
青岛金宇明	130.59	6.55%	延锋伟世通烟台	65.49	3.29%
延锋伟世通金桥	73.13	3.67%	常熟汽饰	61.89	3.11%
常熟汽饰	53.60	2.69%	延锋汽车饰件系统	36.36	1.82%
开封河西汽车	47.16	2.37%	铁岭华晨橡塑	29.19	1.46%
其他	724.10	37.47%	其他	1558.40	79.34%

资料来源：《中国汽车工业年鉴》，天风证券研究所

注：由于行业内企业数量众多以及《中国汽车工业年鉴》统计范围的限制，部分企业未列入统计范围内；市场份额通过产品销量除以当年乘用车销量得到

从下游来看，中国乘用车市场份额正加速向龙头集中。2016 年之前的汽车行业份额并未呈现集中化特征，主要是行业处于快速增长期且中国城乡差距较大，给了诸多品牌生存空间。但是，从 2016 年开始，20 名以外的汽车品牌的市占率，开始快速下降。2016 年至 2019 年 8 月，TOP20 销量占比由 80%升至 87%。

图 35：中国 2010-2019 年车企合计份额与当年总销量增速



资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

注：2019 年数据截止至前 8 月。

图 36：中国 2010-2019 年车企按排名合计份额

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1-5	37.7%	40.4%	42.3%	40.1%	39.8%	37.0%	35.2%	36.4%	38.3%	38.9%
6-10	21.9%	20.0%	18.9%	18.7%	20.7%	21.4%	21.0%	20.3%	20.0%	20.5%
11-20	25.6%	25.0%	23.3%	25.5%	23.7%	24.4%	23.7%	23.3%	24.6%	27.2%
21-30	11.1%	11.1%	11.3%	10.3%	9.9%	11.6%	13.0%	12.2%	10.8%	8.9%
31-40	2.9%	3.0%	3.5%	4.5%	4.5%	4.3%	5.1%	5.1%	4.2%	3.2%
41-50	0.7%	0.5%	0.7%	0.9%	1.4%	1.1%	1.7%	2.1%	1.6%	1.1%
50后	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.6%	0.5%	0.2%
行业增速	34.4%	8.4%	8.4%	23.2%	12.7%	9.1%	18.2%	1.1%	-4.0%	-12.3%

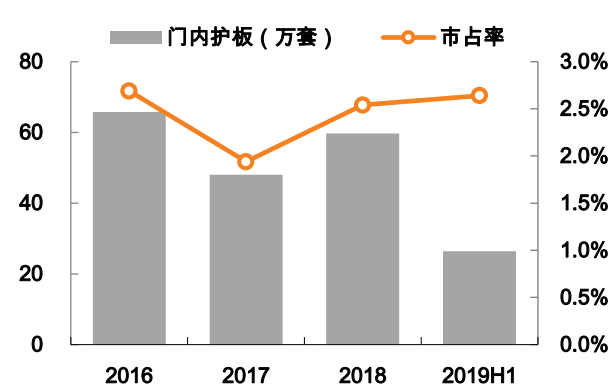
资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

注：2019 年数据截止至前 8 月。

内饰龙头企业正加大力度布局电动智能领域，有望优享市场增长红利。集成了各项功能的智能座舱将是未来汽车内饰行业重点发展的对象。如华域汽车旗下的延锋汽饰已推出 XiM18 等多款以内饰智能化为核心的概念车，最新款内饰体验舱 XiM20，集中呈现了包括智能内饰表面(SIS)桌板、智能音频控制在内的创新功能。此外，延锋汽饰亦推出第一代可量产型智能座舱，已经有多家汽车制造商表示愿意与之开展合作生产。常熟汽饰则通过配套蔚来汽车等造车新势力切入电动智能内饰领域，并计划通过可转债项目扩张产能，未来有望以此为契机配套大众等传统车企的新能源车型。

受益于乘用车集中度提升及电动智能化趋势，内饰龙头企业的核心产品市占率有望加速提升。以公司为代表的优秀国产内饰件供应商，主要客户集中于一汽大众、北京奔驰、华晨宝马、吉利汽车等整车行业龙头企业。凭借良好的管理能力、优质的下游客户以及产品性能、工艺、成本等方面的优势，公司近年来获得的订单数量、产品销量及市场份额正逐步提升。未来随着公司在电动智能领域布局的深入，以及优质产能的持续扩大，公司在业内的口碑及产业链中的地位将得到进一步强化，核心产品市占率有望伴随下游客户的销量增长而持续提升。

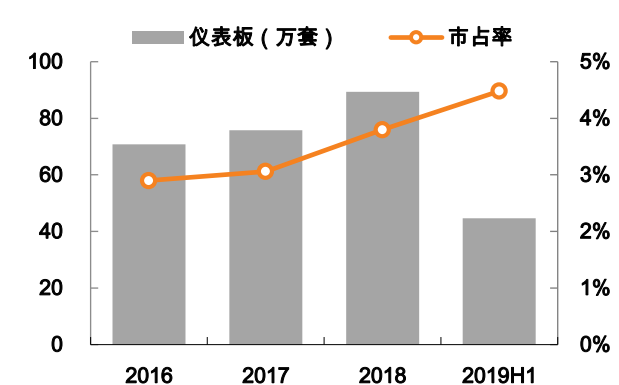
图 37：常熟汽饰门内护板销量及市占率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：市占率=公司产品当年销量/我国乘用车当年产量

图 38：常熟汽饰仪表板销量及市占率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

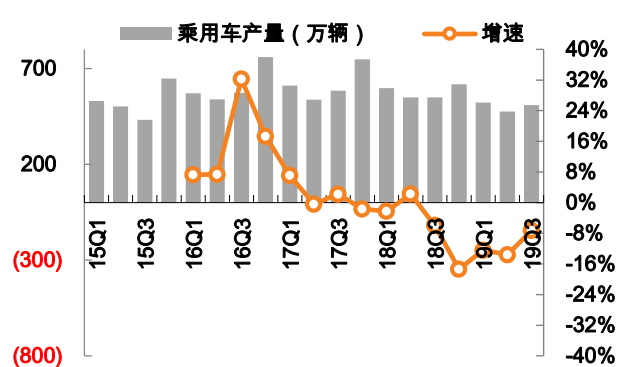
注：市占率=公司产品当年销量/我国乘用车当年产量

4. 成长驱动：短期看产能利用率恢复 中长期看品类及客户拓展

4.1. 下游客户销量回暖+高资本开支周期结束 ROE 有望反转

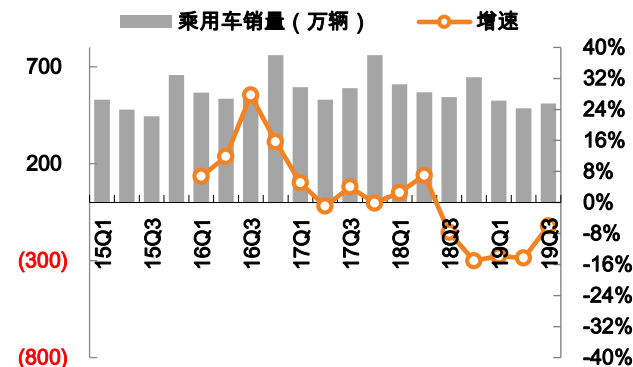
随行业去库结束，加库存周期开启，景气度有望复苏。2019 年前 9 月全国汽车实现产销 1814.9 万辆和 1837.1（批发）万辆，分别同比下降 11.4%和 10.3%。乘用车方面，实现产销 1507.5 万辆和 1524.9（批发）万辆，分别同比下降 13.1%和 11.7%；从季度来看，行业遭遇了连续 5 个季度的下降，但目前环比已有回暖之势，乘用车 2019Q3 销量同比下降 6.0%，较 2019Q1 的-13.8%和 2019Q2 的-14.3%已大幅收窄。从库存角度看，行业库存已处近几年的底部，汽车行业产成品存货同比值 9 月已降至-10.6%。我们预计，随消费情绪逐步回暖，行业即将进入加库存周期，2019Q4 及 2020 年汽车销量有望重回正增长。

图 39：乘用车产量及同比增速



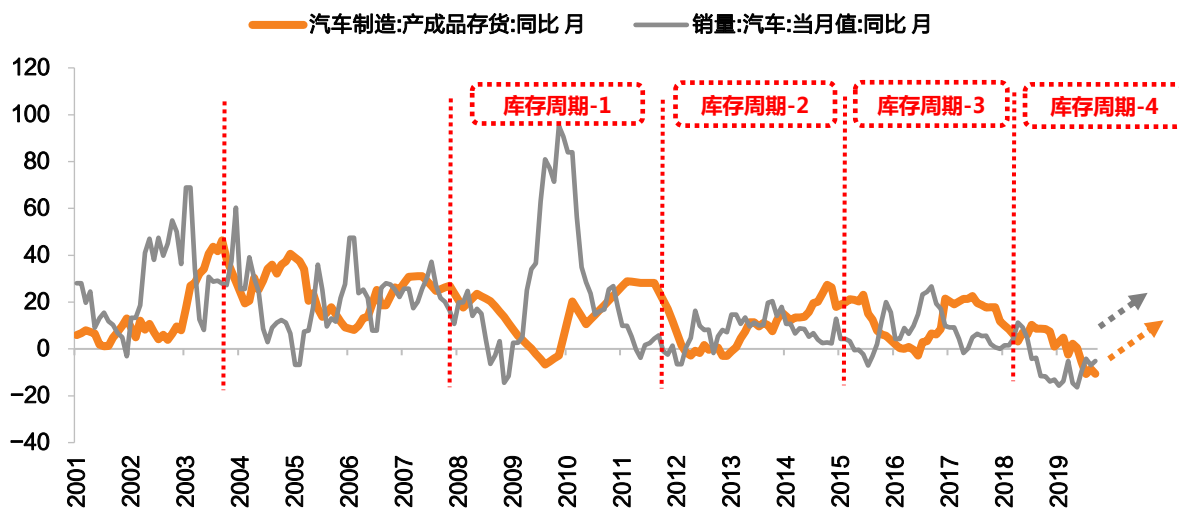
资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 40：乘用车销量及同比增速



资料来源：中汽协，天风证券研究所

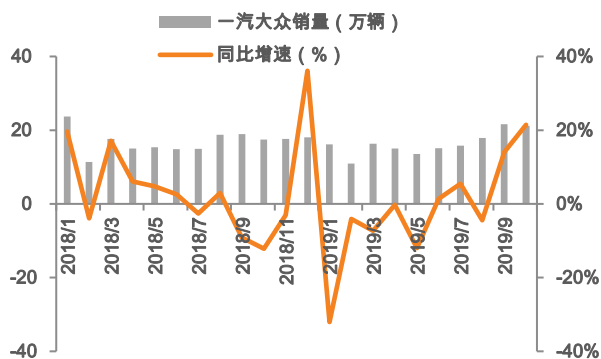
图 41：汽车制造产成品存货及汽车销量增速



资料来源：中汽协，天风证券研究所

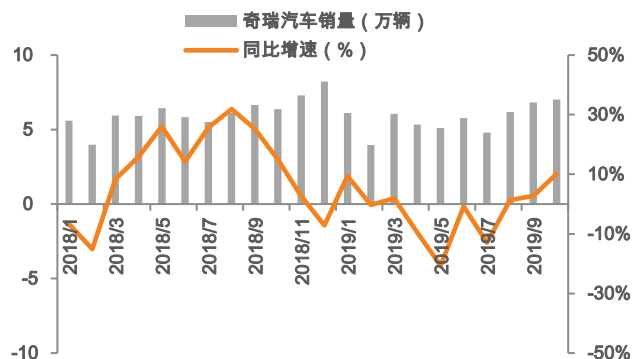
一汽大众、北京奔驰、奇瑞、吉利等客户的销量正持续回暖。2019 年 Q2 以来，随行业逐步由去库进入加库周期，部分龙头公司已先行回暖，公司下游客户一汽大众、北京奔驰、奇瑞、吉利等销量也在持续回暖，销量增速已先于行业转正，且目前趋势仍在向上。

图 42: 一汽大众近期销量及同比增速



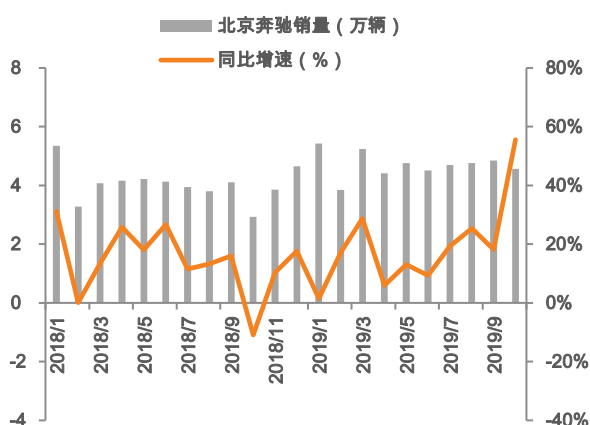
资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

图 43: 奇瑞汽车近期销量及同比增速



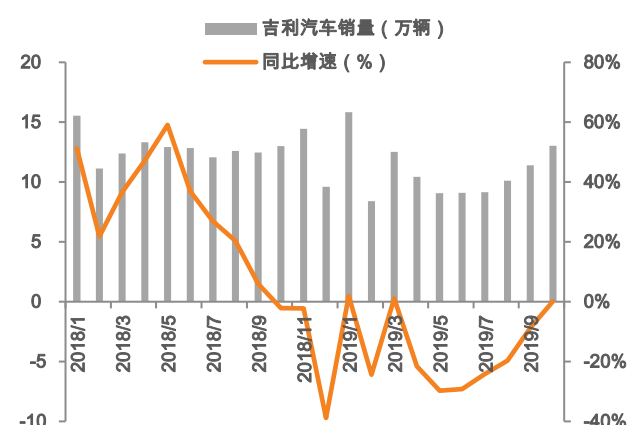
资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

图 44: 北京奔驰近期销量及同比增速



资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

图 45: 吉利汽车近期销量及同比增速



资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

客户采购意向增强, 在手订单充沛保障全年业绩增长。鉴于行业持续回暖态势, 2019Q2 以来公司下游客户采购意向逐步增强, 据公司可转债募集说明书, 公司预计 2019 年 4-12 月订单 (含意向) 金额合计达到 15.4 亿元。下游客户销量的持续回暖以及充沛的在手订单有望为公司产能利用率回升以及业绩增长提供支撑。

表 8: 公司预计 2019 年 4-12 月订单/意向情况

序号	客户名称	订单/意向数量 (万件/万套)	订单/意向金额 (亿元)
1	吉利	23.98	3.46
2	一汽大众	85.57	2.31
3	奇瑞	27.53	2.03
4	北京安通林	33.23	1.46
5	派格	264.7	1.25
6	常熟安通林	21.84	0.87
7	长春安通林	38.04	0.69
	其他
	合计	755.15	15.37

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

固定资产及在建工程占营收比例已于 2019H1 达到峰值, 未来有望回落。公司于 2016 年上市, 上市之后便保持了快速的固定资产投资增速。2015 年公司在建工程仅 0.1 亿元, 固定资产仅 5.6 亿; 至 2019H1 公司在建工程达 5.2 亿元, 固定资产达 12 亿元, 在建工程和固定资产占营收比重高达 70.4%和 161.8%。2019Q3 公司固定资产占营收比重已由 2019H1 峰值的 161.8%回落至 105.5%; 在建工程占营收比重也下降至 34.8%。

表 9：常熟汽饰固定资产及在建工程情况

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1	2019(1-9)
存货 (亿元)	1.3	1.4	1.3	1.6	2.1	3.0	3.2	3.7
在建工程 (亿元)	0.4	0.2	0.1	1.1	1.8	3.7	5.2	4.4
转固金额 (亿元)	/	/	/	0.3	2.4	3.7	0.8	/
固定资产 (亿元)	4.9	5.3	5.6	5.7	7.6	10.6	12.0	13.4
新增折旧 (亿元)	/	/	/	/	0.7	0.9	0.8	/
营业收入 (亿元)	8.5	10.9	10.2	14.4	13.4	14.6	7.4	12.7
存货占营收比例	15.4%	12.8%	12.8%	11.0%	15.4%	20.3%	42.7%	28.8%
在建工程占营收比例	5.2%	1.4%	0.5%	7.9%	13.1%	25.6%	70.4%	34.8%
转固额占营收比例	/	/	/	2.1%	17.9%	25.3%	10.8%	/
固定资产占营收比例	57.3%	48.9%	55.0%	40.0%	57.1%	72.2%	161.8%	105.5%
新增折旧占营收比例	/	/	/	/	5.2%	6.1%	10.8%	/

资料来源：公司公告，天风证券研究所

可转债项目已于前期投入较多，未来资本开支有望大幅减少。对于可转债项目，公司已于 2018 年-2019 年投入较多自有资金用于厂房建设及固定资产投资，后续募集资金到位后将对自有资金进行置换，预计公司 2020 年-2021 年资本开支将大幅减少。考虑到可转债项目将在 2021 年左右完工投产，短期看，2019 年底及 2020 年公司在建工程转固及固定资产折旧压力或有所减轻。

表 10：可转债项目规划投资额 (单位：亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	合计
常熟本部扩产	/	2.78	0.13	0.12	/	3.02
余姚项目	0.66	1.94	0.66	0.02	/	3.28
上饶项目	/	1.03	0.16	/	1.44	2.63
总计	0.66	5.75	0.95	0.14	1.44	8.93

资料来源：可转债募集说明书，天风证券研究所

表 11：公司可转债拟投资项目

项目名称	投资总额 (亿元)	拟募集资金 (亿元)	产能目标及产品方案
常熟汽饰内饰生产线扩建项目	3.02	3.02	年产 115.10 万套汽车内饰件，其中门内护板 5 万套，仪表板 10.70 万套，尾门 28.30 万套，立柱 21.50 万套，衣帽架 11.80 万套，侧围 21.50 万套，其他内饰件 16.3 万套。
余姚年产 54.01 万套/件汽车内饰件项目	3.28	3.07	年产 54.01 万套汽车内饰件，其中门内护板及总成 11 万套，仪表板、副仪表板及总成 27.50 万套，立柱及总成 15.51 万套。
上饶年产 18.9 万套/件汽车内饰件项目	2.65	2.65	年产 18.90 万套汽车内饰件，其中门内护板及总成 8.30 万套，仪表板及副仪表板 10.60 万套。
偿还银行贷款及补充流动资金	1.18	1.18	
合计	10.01	9.92	

资料来源：可转债募集说明书，天风证券研究所

产能利用率有望触底回升，带动利润率上行，ROE 反转可期。公司 IPO 募投项目逐步投产之时，遭遇行业景气度下行，导致公司 2017 年至 2019H1 产能利用率下降，ROE 亦持续下滑 (利润率下滑叠加资产周转率下降)。随着下游客户销量逐步回暖，以及转固压力的减轻，2019Q3 开始公司产能利用率大概率将触底回升 (2019 年 Q3 存货占营收比重已有明显下降)，规模效应的显现有望带动业绩及 ROE 反转向上。

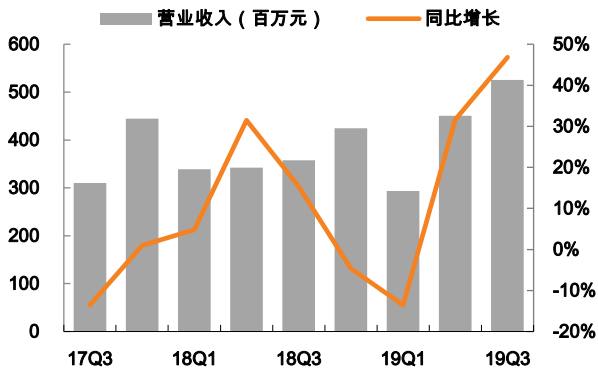
图 46：公司各产品产能利用率于 2019H1 触底

项目		单位：小时			
		2019 年 1-6 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
门内护板	理论工时	279,328.00	497,872.00	377,386.67	369,808.00
	实际工时	166,011.56	346,560.22	261,544.90	236,306.69
	产能利用率	59.43%	69.61%	69.30%	63.90%
仪表盘	理论工时	56,608.00	88,624.00	63,258.67	50,112.00
	实际工时	33,228.81	62,881.00	50,040.15	42,614.59
	产能利用率	58.70%	70.95%	79.10%	85.04%
天窗遮阳板	理论工时	33,408.00	53,360.00	50,112.00	50,112.00
	实际工时	13,474.00	27,005.10	28,300.02	31,959.16
	产能利用率	40.33%	50.61%	56.47%	63.78%
衣帽架	理论工时	86,304.00	167,968.00	150,181.33	133,786.67
	实际工时	42,970.21	94,740.28	87,447.38	97,573.94
	产能利用率	49.79%	56.40%	58.23%	72.93%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

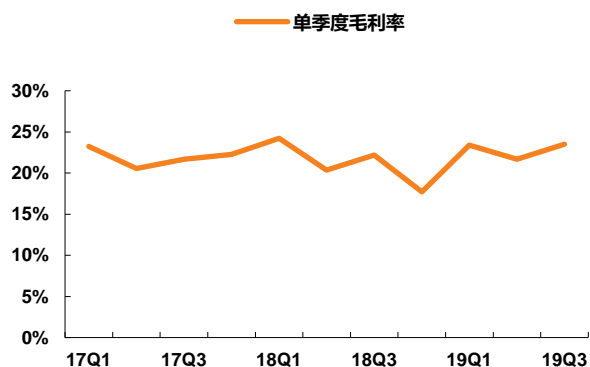
注：公司主要产品的产能由加工设备决定，而公司在生产过程中存在不同产品共用部分关键设备的情形，因此通过对各主要产品加工设备的理论工时和实际使用工时的统计比较

图 47：公司单季度营收及增速



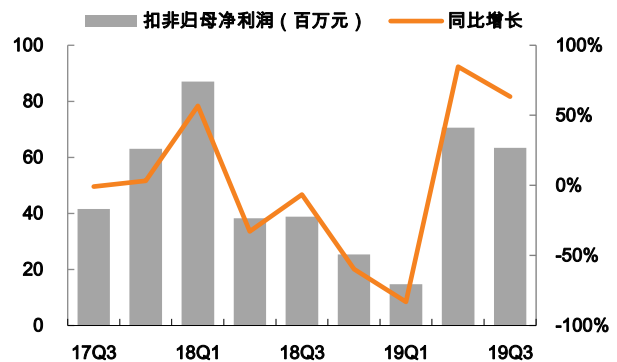
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49：公司单季度毛利率



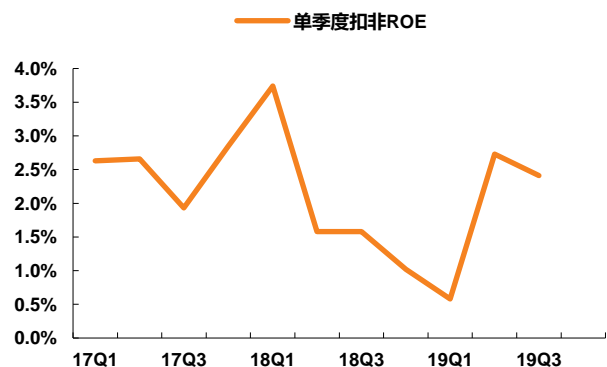
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：公司单季度扣非归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：公司单季度扣非 ROE



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 看好公司产品品类与客户拓展能力 有望切入新能源汽车产业链

公司可转债项目预计将在 2021 年左右逐步投产。其中：

(1) “常熟汽车内饰件生产线扩建项目”主要为车和家、南京知行、东风裕隆等客户供应仪表盘、门板、立柱、侧围等内饰件产品，目前公司正在就车和家 N01 门板项目、长城宝

马光束汽车门板项目、华人运通门板项目、恒大国能仪表板项目、观致 C26 门板项目等与客户进行实质性协商；

(2) “余姚年产 54.01 万套/件汽车内饰件项目”主要为吉利汽车的杭州湾生产基地配套供应门内护板、立柱、仪表板等内饰件产品，未来有望与上汽大众开展汽车饰件领域的合作，杭州福特、长城汽车等均为公司的下一步计划拓展的目标客户；

(3) “上饶年产 18.9 万套/件汽车内饰件项目”主要为爱驰亿维、汉腾、北汽等客户的上饶工厂配套供应门内护板、仪表板等内饰件产品，目前公司正在就南昌江铃汽车门板、仪表板项目等与客户进行实质性协商，下一步计划重点拓展江铃集团、江铃福特等客户。

表 12：公司可转债项目客户配套情况

项目名称	拟配套下游客户情况	是否进入目标客户供应体系	供货协议或意向书
常熟汽车内饰件生产线扩建项目	东风裕隆(公司作为二级供应商通过常熟安通林进行供货)	是	已签署仪表板上骨架总成、IP 骨架总成等产品试制协议
	车和家	是	已签署门内饰板总成、立柱及侧围总成等产品供应商定点意向书
	南京知行	是	已取得尾门、行李箱等产品的采购定点意向书
	江西亿维	是	已取得侧围护板、后备箱门槛等产品的供应商提名信
余姚年产 54.01 万套/件汽车内饰件项目	Vinfast	是	已取得立柱、侧围等产品的采购订单
	吉利汽车(公司作为二级供应商通过余姚安通林进行供货)	是	已取得被选定为吉利沃尔沃 DCY11 仪表板/副仪表板等产品供应商的意向书
上饶年产 18.9 万套/件汽车内饰件项目	爱驰亿维	是	已取得主副仪表总成、侧围护板、后备箱门槛等产品供应商提名信
	汉腾	是	已签署车门护板系统等产品的供货协议
	北汽新能源	是	已签署上饰板总成、仪表板饰条总成等产品的采购价格协议

资料来源：公司公告，天风证券研究所

本次可转债项目的实施将从以下三方面利好公司长远发展：

(1) **完善产业布局，实现就近配套现有客户。**目前公司已在常熟、长春、沈阳、北京、天津、芜湖、成都、佛山等地建立了生产基地，直接配套长三角、东北、京津、西南、珠三角等产业集群。本次募投项目根据吉利汽车、爱驰亿维、汉腾等整车厂就近配套需求，在宁波、上饶建设本地化的生产制造基地。项目建成投产后将提升公司对以上客户的就近配套能力，为客户提供更快捷的汽车内饰件供应服务，巩固与下游整车厂客户的业务合作关系，同时可降低产品的生产成本和运输成本。

(2) **拓展产品品类，逐步切入新能源汽车产业链。**在 2018 年初，公司合资平台之一的常熟安通林成为蔚来汽车 ES8 内饰的一级供应商，为蔚来 ES8 配套全生命周期内的门板、仪表板、副仪表板等产品。与传统燃油车相比，新能源汽车更加注重内饰一体化、轻量化及智能化（智能座舱），因此对内饰产品的品质、性能、加工工艺的要求更高。本项目的实施有助于公司优化现有生产能力，拓展产品品类，增强内饰一体化设计能力，未来有望以配套造车新势力为契机，逐步切入长三角地区优质新能源汽车产业链（如上汽大众新能源、长城新能源等），为长远发展奠定基础。

图 51: 蔚来 ES8 内饰



资料来源: 太平洋汽车网, 天风证券研究所

(3) 项目的逐步投产有望为公司贡献稳定且丰厚的业绩增量。据公司可转债募集说明书的测算, 三个项目达产后, 预计合计每年可为公司带来 10.53 亿元的收入及 1.13 亿元的净利润。其中, “常熟汽车内饰件生产线扩建项目” 预计可实现年收入约 4.44 亿元, 可实现年净利润约 0.43 亿元; “余姚年产 54.01 万套/件汽车内饰件项目” 预计可实现年收入约 3.54 亿元, 可实现年净利润约 0.38 亿元; “上饶年产 18.9 万套/件汽车内饰件项目” 预计可实现年收入约 2.55 亿元, 可实现年净利润约 0.32 亿元。(注: 公司在编制项目可行性研究报告时, 上述项目拟生产的产品均已收到客户提名信或已与客户签署订货协议。项目产品的销售价格系按照客户提名信或订货协议中约定的价格, 并已根据协议约定或历史项目的经验考虑了价格年降的因素。)

表 13: 可转债项目收益测算

项目	收益	第 1 年 (2021 年左右)	第 2 年	第 3 年及以后
常熟汽车内饰件生产线扩建项目	销量 (万套)	26.90	61.90	105.40
	收入 (亿元)	1.49	3.09	4.44
	净利润 (亿元)	0.12	0.27	0.43
余姚年产 54.01 万套/件汽车内饰件项目	销量 (万套)	6.42	47.30	54.01
	收入 (亿元)	0.39	3.34	3.54
	净利润 (亿元)	0.0016	0.37	0.38
上饶年产 18.9 万套/件汽车内饰件项目	销量 (万套)	2.84	16.70	18.90
	收入 (亿元)	0.38	2.24	2.55
	净利润 (亿元)	-0.0148	0.29	0.32
汇总	收入 (亿元)	2.26	8.67	10.53
	净利润 (亿元)	0.11	0.93	1.13

资料来源: 可转债募集说明书, 天风证券研究所

5. 投资建议: 业绩回暖、估值低位、分红积极

5.1. 业绩预测

我们预估了常熟汽饰各项产品价格 (考虑产品价格年降), 并根据公司产品布局规划及行业影响对公司未来三年的各产品销量进行了预测, 同时预估了未来三年子公司贡献给公司的投资收益。按照我们的测算, 常熟汽饰 2019 年-2021 年营业收入分别为 17.7 亿元、21.4 亿元、26.6 亿元, 同比增长 20.6%、21.2%和 24.3%; 净利润分别约为 2.7 亿元、3.5 亿元、4.4 亿元, 同比增长-21.1%、31.4%和 25.8%。

表 14：常熟汽饰收入预测拆分

	项目	2018 年	2019E	2020E	2021E	2022E
原有项目	收入 (亿元)	14.6	17.7	21.4	24.3	26.7
	增速	9.3%	20.6%	21.2%	13.8%	9.6%
	毛利率	20.9%	22.1%	23.1%	23.6%	24.0%
可转债：常熟扩产项目	收入 (亿元)				1.5	3.1
	增速				/	108.1%
	毛利率				17.0%	20.0%
可转债：余姚项目	收入 (亿元)				0.4	3.3
	增速				/	755.0%
	毛利率				15.0%	20.0%
可转债：上饶项目	收入 (亿元)				0.4	2.2
	增速				/	482.6%
	毛利率				15.0%	20.0%
汇总	营业收入 (亿元)	14.6	17.7	21.4	26.6	35.4
	增速	9.3%	20.6%	21.2%	24.3%	32.9%
	毛利率	20.9%	22.1%	23.1%	23.0%	23.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 15：公司投资收益预测拆分 (单位：亿元)

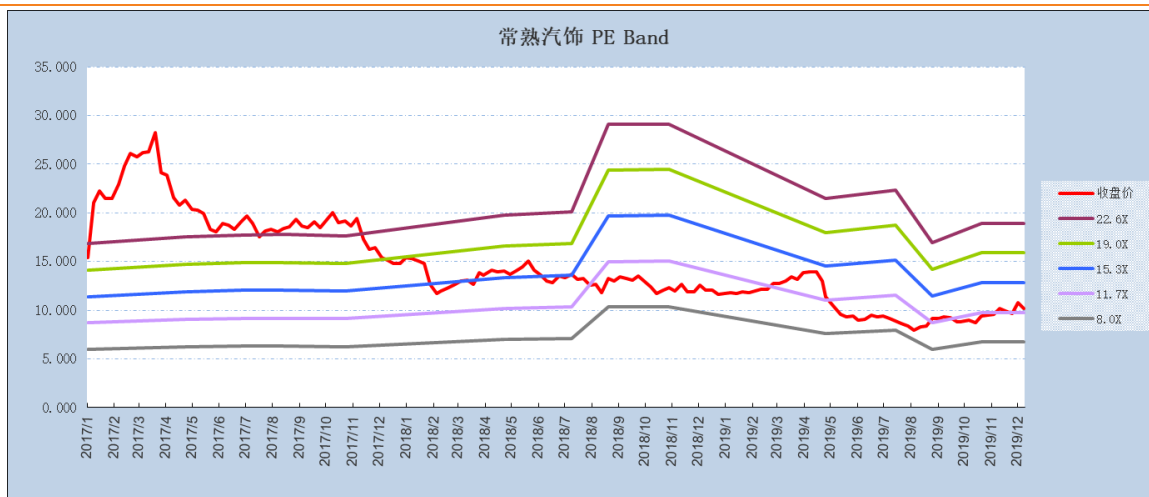
		2018 年	2019E	2020E	2021E	2022E
长期股权投资	常熟安通林	0.20	0.17	0.18	0.19	0.20
	长春安通林	0.24	0.13	0.15	0.16	0.17
	长春派格	0.97	0.82	0.87	1.02	1.05
	芜湖麦凯瑞	-0.04	0.02	0.02	0.02	0.03
	一汽富晟	0.48	0.71	1.28	1.59	1.64
	其他	-0.36	0.00	0.30	0.50	0.80
	长期股权投资合计	1.49	1.84	2.80	3.49	3.89
其他	2.28	0.80	0.30	0.20	0.20	
投资收益合计	3.77	2.64	3.10	3.69	4.09	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5.2. 估值处于低位 分红积极

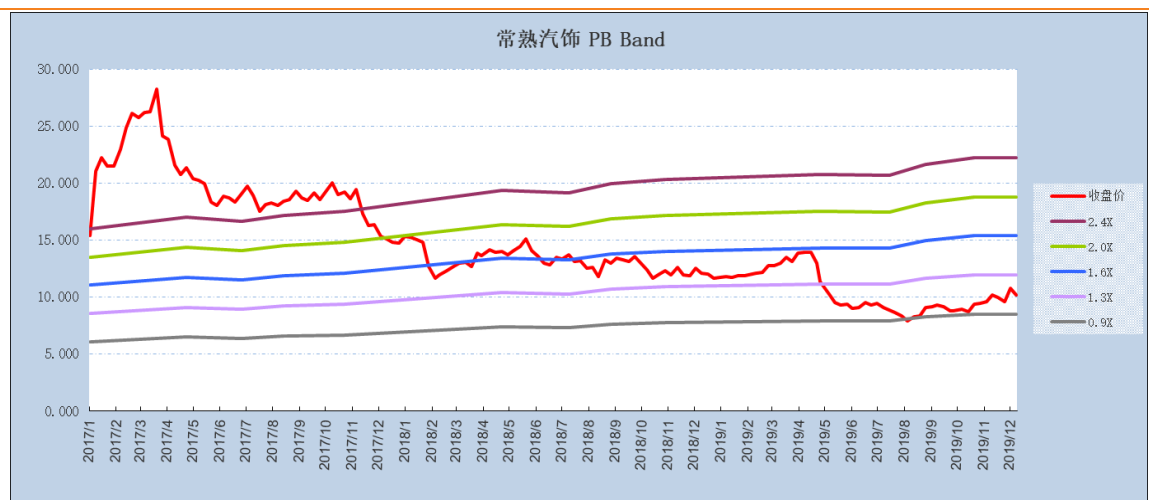
当前公司估值处于较低水平，向下空间已不大。以 2019 年 12 月 16 日收盘价计，公司市盈率 (TTM) 为 12.2 倍、市净率 (LYR) 为 1.1，已处于近三年估值底部区间，且低于可比公司平均水平。

图 52：公司 PE 估值处于近年底部区间



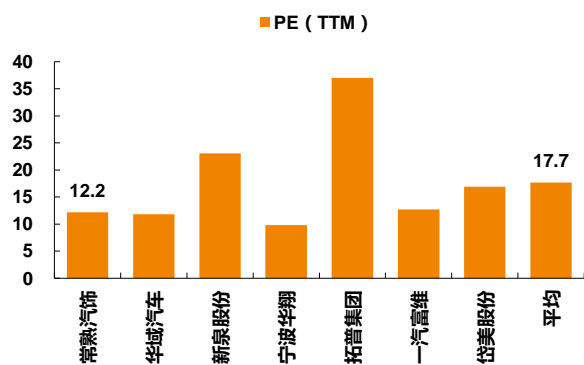
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 53：公司 PB 估值处于近年底部区间



资料来源：Wind，天风证券研究所

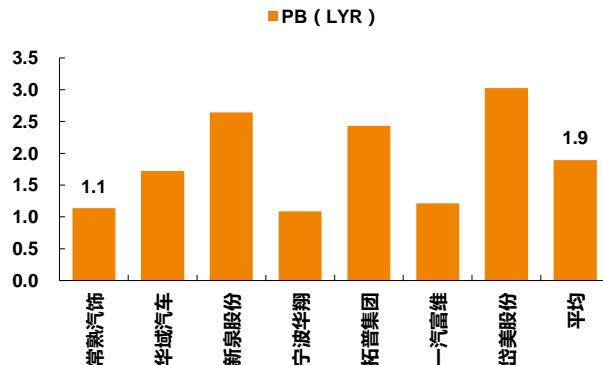
图 54：可比公司 PE (TTM) 对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价为 2019 年 12 月 16 日

图 55：可比公司 PB (LYR) 对比

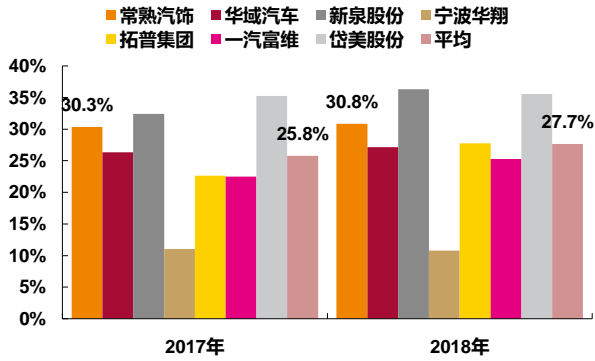


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价为 2019 年 12 月 16 日

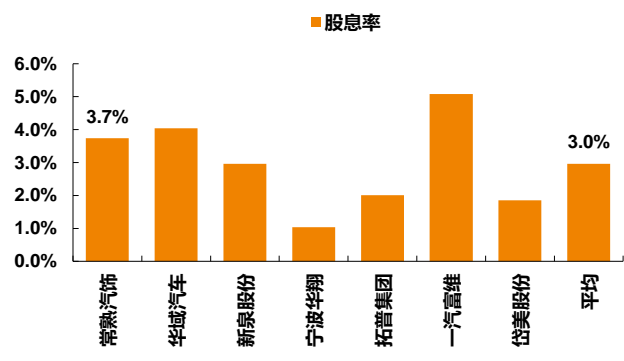
分红率稳定且维持较高水平。公司近年分红率维持在 30%以上，以 12 月 16 日收盘价计的股息率 3.7%，均高于可比公司平均水平。

图 56：公司近年分红率高于可比公司平均水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 57：公司股息率高于可比公司平均水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价为 2019 年 12 月 16 日

5.3. 投资建议

受益于下游客户销量回暖、内饰行业竞争格局优化、豪华车销量持续增长以及新客户逐步拓展，公司有望实现加速成长。我们预测公司 2019 年-2021 年 EPS 分别为 0.96 元、1.26 元和 1.58 元，对应 PE 分别为 11.2 倍、8.5 倍和 6.8 倍。以 Wind 一致预期的可比公司 2020 年 PE 均值 13 倍为参考，考虑公司业绩增长、较高的分红率以及在智能座舱领域的先发布局，我们给予公司 15 倍 PE，6 个月目标价 18.90 元。给予“买入”评级。

表 16：常熟汽饰可比公司业绩及估值对比

证券代码	公司名称	收盘价		EPS(元)			PE			
		2019/12/16	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603035.SH	常熟汽饰	10.7	1.21	0.96	1.26	1.58	8.81	11.17	8.50	6.76
600741.SH	华域汽车	24.94	2.55	2.19	2.37	2.57	9.78	11.39	10.52	9.70
603179.SH	新泉股份	18.92	1.24	0.87	1.18	1.5	15.26	21.75	16.03	12.61
002048.SZ	宁波华翔	14.58	1.17	1.44	1.65	1.86	12.46	10.13	8.84	7.84
601689.SH	拓普集团	16.72	1.04	0.48	0.62	0.75	16.08	34.83	26.97	22.29
600742.SH	一汽富维	11.67	0.97	1.06	1.23	1.4	12.03	11.01	9.49	8.34
603730.SH	岱美股份	26.62	1.36	1.65	1.99	2.31	19.57	16.13	13.38	11.52
	平均值						13.43	16.63	13.39	11.30

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：可比公司 EPS 预测采用 Wind 一致预期。

6. 风险提示

1、宏观经济下行导致国内车市复苏不及预期：公司产品主要为乘用车内饰件，其生产和销售受乘用车行业的周期性波动影响较大。汽车行业与宏观经济关联度较高，全球经济和国内宏观经济的周期性波动都将对我国汽车生产和消费带来影响。尽管公司的客户主要为国内主要整车厂或知名汽车零部件一级供应商，有着较好的市场口碑和较大的经营规模，但如果其经营状况受到宏观经济处于下降阶段的不利影响，将可能造成公司的订单减少、存货积压、货款收回困难等状况。

2、豪华车市场销量增长不及预期：公司合资平台对 BBA 等豪华品牌收入占比较大。若豪华车市场因景气度下降等原因导致 BBA 销量增长不及预期，将对公司收入及投资收益的增长产生负面影响。

3、可转债项目投产不及预期：可转债项目的募集资金将用于常熟汽车内饰件生产线扩建项目、余姚年产 54.01 万套/件汽车内饰件项目、上饶年产 18.9 万套/件汽车内饰件项目和偿还银行贷款及补充流动资金项目。尽管公司在确定募集资金投资项目之前对项目可行性已进行了充分论证，但相关结论均是基于当前国内外市场环境、国家产业政策和公司战略等条件做出的。在项目实施过程中，上述因素有可能发生较大变化。此外，在募投项目实施过程中还可能各种不可预见因素或不可抗力因素，导致项目不能按时、按计划完成，或者项目投产后不能达到预期的收入和利润，从而导致募投项目存在实施进度、效益未达到预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	390.84	335.61	141.26	171.21	212.86	营业收入	1,339.38	1,463.87	1,765.76	2,140.09	2,660.79
应收票据及应收账款	527.46	526.68	601.44	706.39	845.74	营业成本	1,044.34	1,157.40	1,375.38	1,646.29	2,049.42
预付账款	31.50	20.08	47.41	35.29	62.99	营业税金及附加	18.67	20.63	22.59	28.06	35.88
存货	206.27	297.15	268.28	387.78	374.21	营业费用	27.27	26.51	33.55	41.54	51.14
其他	48.71	117.27	103.74	130.14	113.17	管理费用	142.85	182.42	203.06	239.69	292.69
流动资产合计	1,204.78	1,296.80	1,162.14	1,430.81	1,608.98	研发费用	34.25	47.69	77.69	85.60	101.11
长期股权投资	572.86	1,263.02	1,463.02	1,613.02	1,713.02	财务费用	9.42	32.99	37.56	37.06	25.43
固定资产	764.95	1,056.66	1,360.06	1,436.48	1,514.30	资产减值损失	0.58	9.09	7.10	5.59	7.26
在建工程	175.93	374.27	374.56	340.92	254.10	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	190.45	295.64	356.07	343.51	318.95	投资净收益	164.02	376.71	264.16	309.52	368.93
其他	254.74	279.79	114.26	(40.94)	(148.68)	其他	(335.82)	(764.91)	(528.32)	(619.04)	(737.86)
非流动资产合计	1,958.92	3,269.39	3,667.98	3,693.00	3,651.69	营业利润	233.79	375.33	272.99	365.77	466.80
资产总计	3,163.70	4,566.18	4,830.12	5,123.81	5,260.66	营业外收入	8.82	7.40	9.23	8.48	8.37
短期借款	215.26	832.67	954.83	857.87	466.04	营业外支出	0.35	2.66	1.03	1.34	1.67
应付票据及应付账款	405.18	508.35	599.60	731.44	910.38	利润总额	242.26	380.08	281.19	372.91	473.50
其他	221.32	317.64	310.83	451.68	489.12	所得税	15.09	43.33	14.06	22.37	33.14
流动负债合计	841.76	1,658.65	1,865.26	2,040.99	1,865.54	净利润	227.16	336.76	267.13	350.53	440.35
长期借款	0.00	238.15	114.74	0.00	0.00	少数股东损益	(0.43)	(3.33)	(1.05)	(1.83)	(2.80)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	227.59	340.08	268.18	352.37	443.15
其他	74.00	154.14	150.00	140.00	148.05	每股收益(元)	0.81	1.21	0.96	1.26	1.58
非流动负债合计	74.00	392.29	264.74	140.00	148.05						
负债合计	915.76	2,050.95	2,130.00	2,180.99	2,013.59	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	8.85	5.53	4.53	2.73	(0.01)	成长能力					
股本	280.00	280.00	280.00	280.00	280.00	营业收入	-6.78%	9.29%	20.62%	21.20%	24.33%
资本公积	1,136.90	1,136.32	1,136.32	1,136.32	1,136.32	营业利润	-2.50%	60.55%	-27.27%	33.99%	27.62%
留存收益	1,959.09	2,229.71	2,415.58	2,660.09	2,967.09	归属于母公司净利润	0.57%	49.43%	-21.14%	31.39%	25.76%
其他	(1,136.90)	(1,136.32)	(1,136.32)	(1,136.32)	(1,136.32)	获利能力					
股东权益合计	2,247.94	2,515.24	2,700.11	2,942.82	3,247.08	毛利率	22.03%	20.94%	22.11%	23.07%	22.98%
负债和股东权益总	3,163.70	4,566.18	4,830.12	5,123.81	5,260.66	净利率	16.99%	23.23%	15.19%	16.47%	16.65%
						ROE	10.16%	13.55%	9.95%	11.98%	13.65%
						ROIC	15.05%	19.86%	9.91%	11.41%	13.77%
						偿债能力					
						资产负债率	28.95%	44.92%	44.10%	42.57%	38.28%
						净负债率	-7.65%	29.50%	34.55%	23.50%	7.97%
						流动比率	1.43	0.78	0.62	0.70	0.86
						速动比率	1.19	0.60	0.48	0.51	0.66
						营运能力					
						应收账款周转率	2.43	2.78	3.13	3.27	3.43
						存货周转率	7.34	5.82	6.25	6.52	6.98
						总资产周转率	0.43	0.38	0.38	0.43	0.51
						每股指标(元)					
						每股收益	0.81	1.21	0.96	1.26	1.58
						每股经营现金流	0.29	0.64	0.52	0.84	1.20
						每股净资产	8.00	8.96	9.63	10.50	11.60
						估值比率					
						市盈率	13.16	8.81	11.17	8.50	6.76
						市净率	1.34	1.19	1.11	1.02	0.92
						EV/EBITDA	11.16	6.97	8.49	6.35	4.65
						EV/EBIT	14.69	8.67	11.65	8.39	6.00

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	227.16	336.76	268.18	352.37	443.15
折旧摊销	88.00	129.24	115.87	129.78	143.57
财务费用	9.45	34.15	37.56	37.06	25.43
投资损失	(164.02)	(376.71)	(264.16)	(309.52)	(368.93)
营运资金变动	(113.00)	(68.02)	(11.50)	28.65	95.22
其它	33.10	123.69	(1.05)	(1.83)	(2.80)
经营活动现金流	80.69	179.11	144.91	236.50	335.64
资本支出	418.48	1,313.73	484.14	170.00	101.95
长期投资	79.10	690.17	200.00	150.00	100.00
其他	(700.77)	(3,014.23)	(899.98)	(170.48)	56.98
投资活动现金流	(203.19)	(1,010.34)	(215.84)	149.52	258.93
债权融资	218.98	1,077.69	1,074.09	862.90	471.51
股权融资	40.94	16.41	12.42	12.92	24.55
其他	(545.42)	(337.28)	(1,209.92)	(1,231.90)	(1,048.98)
筹资活动现金流	(285.50)	756.82	(123.41)	(356.08)	(552.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(408.00)	(74.40)	(194.35)	29.95	41.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，并应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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com