

智能驾驶核心标的, IBS 第一股

投资要点

- **推荐逻辑:** 智能驾驶核心标的, IBS 第一股, 定增智能化电子化转型步履坚定, 强烈看好公司未来在智能驾驶全产业链的转型发展及相关外延; 外资巨头青睐, VOC 政策加码, NVH 主业有望突破 U 型底部; 锻铝控制臂产品符合轻量化行业趋势, 未来有望掘金千亿轻量化蓝海。
- **智能驾驶核心标的, IBS 第一股。** 智能刹车系统 (IBS) 是智能驾驶系统核心执行层的最关键模块, 未来市场空间超过 500 亿元, 目前世界上仅有博世具备量产能力。公司是 EVP 行业龙头, 在电助力制动领域有丰富的技术储备和与主机厂共同开发的产业经验, 先天具备 IBS 开发的两大优势。IBS 行业竞争格局未稳, 公司 IBS 产品预期 18 年放量, 届时公司 IBS 产品有望打破博世大陆等外资巨头垄断格局, 实现进口替代, 带动公司业绩大幅提升。同时公司大股东股权比例高达 73.77%, 股权高度集中, 后续外延爆发力强, 我们强烈看好公司未来在智能驾驶方面的外延。
- **NVH 主业拐点到来, 内生高增长可期。** 1) 减震产品获通用 8 年 10 亿元大额订单, 全球化战略逐步落地, 此次订单的获得将提升公司产品在国际市场的知名度和被认可度, 后续有望获得更多国际大额订单。2) 我国《乘用车内空气质量评价指南》强制标准将于 2017 年 1 月实施, 其中 VOC 检测明确规定了车内空气中挥发物含量的释放标准。隔音内饰行业低端产能过剩, VOC 新标将加速行业产能整合。公司环保纤维隔音产品为最高性价比的环保隔音材料之一, 未来公司有望借此实现产品升级并整合相关产能, 隔音业务有望迎来腾飞契机。
- **燃油标准趋紧, 公司轻量化业务市场空间巨大。** 面对愈加严格的燃油标准限制, 轻量化是最具可行性的节能方案。公司是国内唯一一家自主铝合金悬架产品 OEM 公司, 轻量化技术储备丰富。15 年公司锻铝控制臂业务收入 1.8 亿元, 同比增长近 40%, 我们认为随着 2020 年的燃油限值期限逐步逼近, 以及公司铝合金悬架逐步被行业认可, 未来公司轻量化业务将持续高增长, 拓展空间巨大。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 16-18 年的 EPS 分别是 0.78、0.92、1.07 元, 对应 PE 分别是 38、33、28 倍。考虑到公司传统业务未来的稳定增长, 以及智能驾驶核心技术 IBS 的技术稀缺性, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 汽车行业或整体低迷; IBS 研发及量产进度或不及预期。

| 指标/年度 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 3007.21 | 3588.70 | 4032.12 | 4410.36 |
| 增长率 | 9.88% | 19.34% | 12.36% | 9.38% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 408.54 | 509.54 | 594.88 | 695.85 |
| 增长率 | 2.39% | 24.72% | 16.75% | 16.97% |
| 每股收益 EPS (元) | 0.63 | 0.78 | 0.92 | 1.07 |
| 净资产收益率 ROE | 12.88% | 14.66% | 15.65% | 16.52% |
| PE | 47 | 38 | 33 | 28 |
| PB | 6.09 | 5.56 | 5.08 | 4.59 |

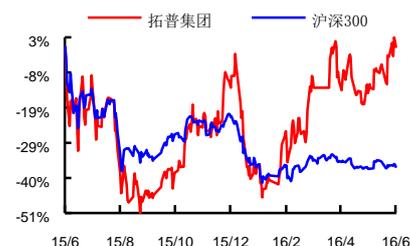
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 陈怀逸
电话: 021-61318310
邮箱: chy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 6.49 |
| 流通 A 股(亿股) | 6.49 |
| 52 周内股价区间(元) | 14.89-30.81 |
| 总市值(亿元) | 193.82 |
| 总资产(亿元) | 41.95 |
| 每股净资产(元) | 5.06 |

相关研究

目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 具备全球同步开发能力的 NVH “小巨人” | 1 |
| 2. 外资巨头青睐，政策加码，NVH 主业将突破 U 型底部 | 2 |
| 2.1 减震业务获通用 10 亿订单，全球化战略布局逐步落地 | 2 |
| 2.2 VOC 新标将为公司环保纤维隔音产品带来腾飞契机 | 3 |
| 3. 从 EVP 到 IBS，卡位智能驾驶核心执行部件 | 4 |
| 3.1 电子真空泵是智能新能源核心部件 | 5 |
| 3.2 打破博世全球垄断，成就国内第一 IBS | 6 |
| 4. 轻量化时代到来，铝锻件业务将持续爆发 | 9 |
| 5. 盈利预测与估值 | 9 |
| 5.1 主营业务盈利预测 | 9 |
| 5.2 估值与评级 | 10 |
| 6. 风险提示 | 10 |

图 目 录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 图 1: 公司 2011 年以来主营业务收入及其增速 | 1 |
| 图 2: 公司 2011 年以来净利润及其增速 | 1 |
| 图 3: 拓普集团股权结构 | 1 |
| 图 4: 公司主营产品 | 2 |
| 图 5: 2011-2015 公司产品结构变化 | 2 |
| 图 6: 公司 2015 年主营业务结构 | 2 |
| 图 7: 公司的国内市场分布 | 3 |
| 图 8: 公司国际市场分布 | 3 |
| 图 9: 车内释放挥发物 | 3 |
| 图 10: VOC 标准: 车内挥发物含量标准 (mg/m) | 3 |
| 图 11: 环保纤维隔音材料的全产业链布局 | 4 |
| 图 12: 隔音内饰行业未来 5 年市场容量变化 | 4 |
| 图 13: 汽车真空源气路图 | 5 |
| 图 14: 涡轮增压气路图 | 5 |
| 图 15: IBS 系统概览图 | 7 |
| 图 16: 博世 IBS 产品 | 7 |
| 图 17: IBS 实现多种模式的制动效果 | 7 |
| 图 18: 公司国际市场分布 | 7 |
| 图 19: IBS 结构组成 1 | 8 |
| 图 20: IBS 结构组成 2 | 8 |
| 图 21: 乘用车平均燃料消耗量标准(升/百公里) | 9 |
| 图 22: 汽车轻量化有效提高燃油经济性 | 9 |

表 目 录

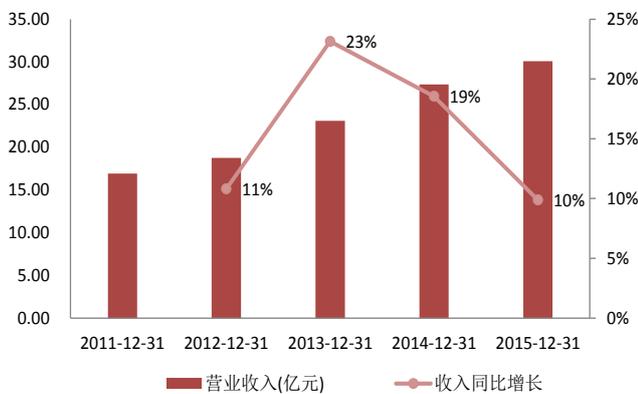
| | |
|----------------------------|----|
| 表 1: 其他材质的隔音产品的优缺点 | 4 |
| 表 2: 公司定增项目概况 | 4 |
| 表 3: 电子真空泵和机械式真空泵的比较 | 5 |
| 表 4: 公司 EVP 业务进展时间表 | 6 |
| 表 5: 主营业务收入及增速预测 | 10 |
| 附表: 财务预测与估值 | 11 |

1. 具备全球同步开发能力的 NVH “小巨人”

公司是具备同步研发能力和国际化配套能力的汽车 NVH 龙头。拓普集团创建于 1983 年，是国内少有的同时具备 NVH 整车同步研发能力和量产能力的汽车零部件生产企业。公司主营减震系列、隔音系列、悬架系列及电子系列四大类产品，共 5000 多个品种，为国内外多家知名的汽车制造商如通用汽车、宝马、奥迪、克莱斯勒等提供配套，部分产品更是进入了通用汽车、克莱斯勒等知名汽车制造商的全球研发及采购体系。

业绩增长稳定，16 年有望突破 U 型底部。公司作为汽车 NVH 零部件行业巨头，多年来主业经营稳健，保持着较为稳定的盈利能力，2012-2015 年公司净利润复合增速约 18.7%。2015 年全年公司实现营收 30.07 亿元，同比增长 9.9%；实现归母净利润 4.09 亿元，同比增长 2.39%。

图 1：公司 2011 年以来主营业务收入及其增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

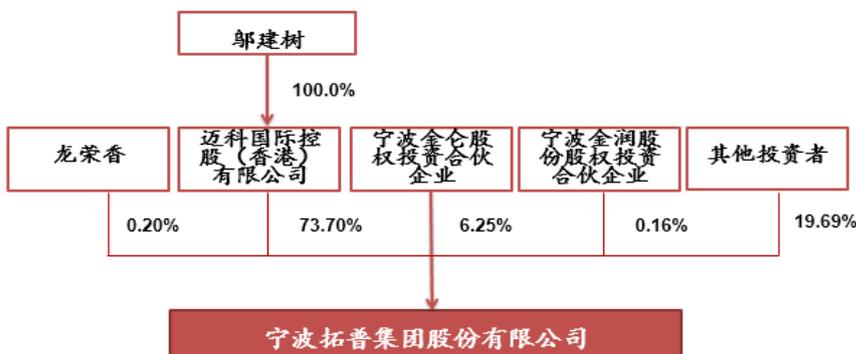
图 2：公司 2011 年以来净利润及其增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权高度集中，后续外延定增筹码丰厚。公司第一大股东为迈科国际控股有限公司，邬建树先生通过持有迈科香港 100% 的股权，直接和间接持有公司共计 73.77% 的股权，为公司实际控制人。公司大股东持股比例高，股权高度集中，后续外延定增筹码丰厚。

图 3：拓普集团股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

2. 外资巨头青睐，政策加码，NVH 主业将突破 U 型底部

公司主要从事汽车 NVH 领域橡胶减震产品和隔音产品的研发、生产与销售，为整车制造商的新车型研发同步提供定制式配套方案。公司主要产品为扭震、悬置、衬套等三大类橡胶减震产品以及前围板、行李箱隔板、顶棚、主地毯等隔音产品。

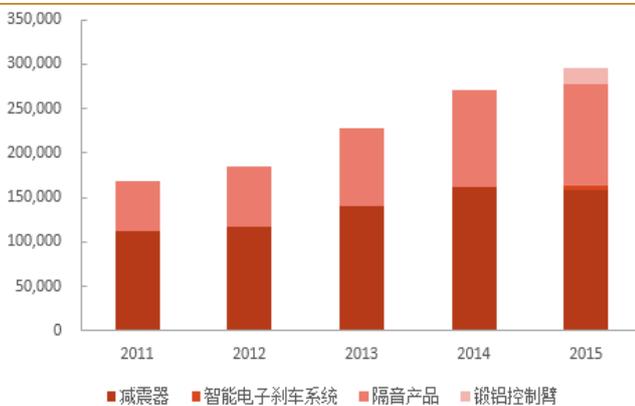
图 4：公司主营产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

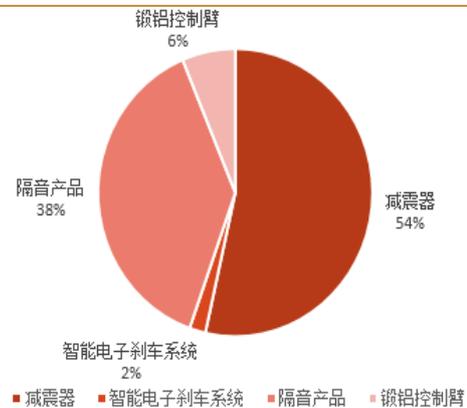
2015 年共公司减震和隔音两项业务共实现营收 27.75 亿元，占总营收比例 92.28%。其中减震器实现收入 16.40 亿元，贡献毛利润 5.79 亿元；隔音产品实现收入 11.35 亿元，贡献毛利润 2.33 亿元。

图 5：2011-2015 公司产品结构变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2015 年主营业务结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1 减震业务获通用 10 亿订单，全球化战略布局逐步落地

公司产品之前已进入通用汽车、克莱斯勒、奥迪、宝马等知名汽车制造商的全球研发体系及零部件采购体系。2015 年 12 月公司公告获得通用汽车未来 8 年 10 亿元的液压减震器订单，为通用 E2XX 全球平台独家供货。此次通用大额订单的获取，是公司产全球化战略落地的重要一步，将提升公司产品在国际市场的知名度和被认可度，为其后续订单开拓打下坚实基础。

图 7: 公司的国内市场分布



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 公司国际市场分布



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 VOC 新标将为公司环保纤维隔音产品带来腾飞契机

隔音内饰行业低端产能过剩, 行业已处于整合期。由于隔音产品的技术门槛相对较低, 目前国内生产汽车隔音产品的企业已超过百家, 低端隔音产品产能严重过剩, 市场竞争较减震行业更为激烈。目前行业已处于整合期, 通过并购整合, 未来行业集中度有望明显提高。

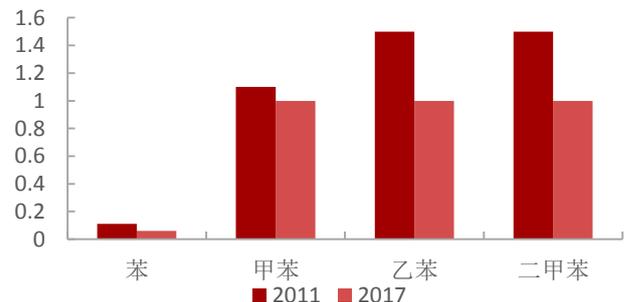
VOC 新标 2017 年实施, 产业整合正当时。我国《乘用车内空气质量评价指南》强制标准将于 2017 年 1 月 1 日实施, 其中 VOC 检测 (Volatile Organic Compounds) 即有机挥发物检测明确规定了对车内空气中挥发物质含量的释放标准, 其中规定: 苯含量由 2011 年原标准的 0.11mg/m 加严为 0.06mg/m, 甲苯由原标准的 1.10mg/m 加严为 1.00mg/m, 二甲苯和乙苯由原标准的 1.50mg/m 加严为 1.00mg/m, 同时乙醛的限值参考国际环境健康标准由 0.05mg/m 调整为 0.20mg/m。严格的 VOC 新标将加速隔音行业的资源整合。

图 9: 车内释放挥发物



数据来源: 互联网, 西南证券整理

图 10: VOC 标准: 车内挥发物含量标准 (mg/m)



数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

公司环保纤维全产业链布局, 有望成为行业领先整合者。公司隔音产品具备两大优势: 1) 公司生产的环保纤维隔音材料在继承传统产品的优良隔音性能之外, 基本无挥发无污染, 是环保隔音材料中的佼佼者。2) 公司早先已完成“石油制品-拉丝-成件”的全产业链布局,

成本优势明显，且自产环保材料，从源头控制了 VOC。公司产品顺应行业未来发展趋势，未来有望成为行业中领先的整合者，隔音业务规模有望快速提升。

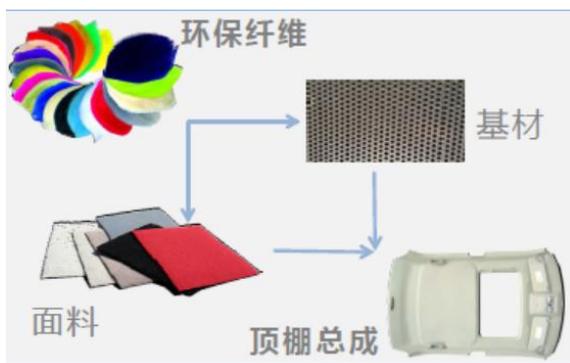
表 1：其他材质的隔音产品的优缺点

| 其他材质的隔音产品 | 优点 | 缺点 |
|-----------|---------------|-------------------|
| 吸音棉 | 一定的吸音、隔热作用 | 防火性差，吸水能力强，对车身的锈腐 |
| 沥青类 | 较好的防水、减震、隔音效果 | 耐高温能力极差，挥发有害气体 |
| 丁基橡胶类 | 很好的减震、隔音效果 | 价格高 |

数据来源：西南证券整理

2020 年隔音产品市场空间超过 200 亿元。2014 年公司每套乘用车隔音产品（即每辆乘用车使用的主要隔音产品）平均价格约为 952.34 元，2015 年乘用车销量约 2000 万辆。假设未来五年乘用车增速约 6%，隔音产品售价每年降价 3%，则预测 2020 年乘用车隔音产品的国内市场容量约为 219 亿元，市场空间巨大。

图 11：环保纤维隔音材料的全产业链布局



数据来源：西南证券整理

图 12：隔音内饰行业未来 5 年市场容量变化



数据来源：招股说明书，西南证券整理

3. 从 EVP 到 IBS，卡位智能驾驶核心执行部件

2016 年 4 月 11 日，公司发布非公开发行股票预案，拟向不超过 10 名特定对象非公开发行股票不超过 130,414,532 股，发行价格不低于 21.47 元/股，募集资金不超过 28 亿元，用于“年产 150 万套汽车智能刹车系统项目”和“年产 260 万套汽车电子真空泵项目”。

表 2：公司定增项目概况

| 项目名称 | 募集金额 (万元) | 项目周期 | 满产产能 | 满产净利润 (万元) | 项目回收期 (年) |
|----------|-----------|-------|--------|------------|-----------|
| 汽车智能刹车系统 | 220,000 | 24 个月 | 150 万套 | 62,251 | 5.51 |
| 汽车电子真空泵 | 60,000 | 24 个月 | 260 万套 | 15,607 | 5.87 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1 电子真空泵是智能新能源核心部件

3.1.1 电子真空泵替代传统机械真空泵是必然趋势

电子真空泵各方面性能优于机械真空泵。电子真空泵 (EVP) 是完全受电子集成系统控制从而为真空助力器提供稳定真空源实现有效制动助力的装置。电子真空泵性能优异, 在控制精度、相应速度等方面明显强于机械式真空泵。同时电子真空泵体积小、能耗少以及配合缸内直喷型发动机最高可节省油耗 10%-20%, 成为涡轮增压及新能源汽车刹车辅助泵的最佳选择。

表 3: 电子真空泵和机械式真空泵的比较

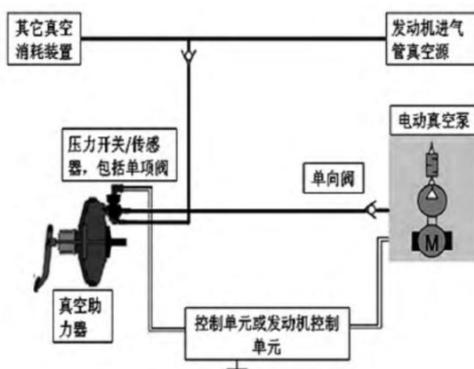
| 类型 | 图示 | 驱动方式 | 响应速度 | 控制精度 | 结构噪音 |
|--------|--|-------------------------------|------|-----------|-----------|
| 电子真空泵 |  | 直流电机直接驱动, 转速高, 抽气稳定, 可智能启动和暂停 | 快 | 程序控制, 精度高 | |
| 机械式真空泵 |  | 发动机凸轮轴带动, 抽汽效率受发动机运行情况的影响 | 慢 | 机械控制, 精度差 | 结构笨重, 噪音大 |

数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

电子真空泵工作不受环境真空度影响, 性能更加稳定。随着发动机排放及用户对于汽车性能的要求日益提高, 必须保证客户在各种真空度条件下, 均能满足使用要求, 而传统机械式真空泵在如冬季冷启动, 及高原低真空等工况下有失效可能, 存在一定的危险性。而电动真空泵的使用, 可以保证助力器内的真空度维持在一定的水平, 为汽车行驶提供良好的制动效能、保障行车的安全性。

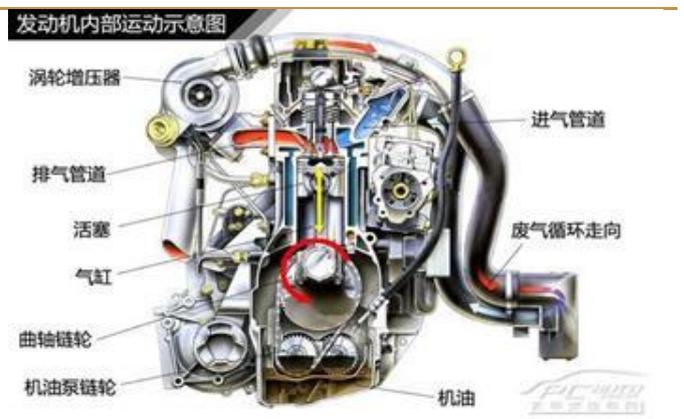
涡轮增压发动机必须配电子真空泵。涡轮增压器提高了进气量造成真空助力器的负压不足, 使用电子真空泵来提高真空助力器的负压。

图 13: 汽车真空源气路图



数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

图 14: 涡轮增压气路图



数据来源: 盖世汽车网, 西南证券整理

电动汽车缺乏真空源，必须配备电子真空泵。对于电动汽车而言，发动机被电机取代，没有可供助力器使用的真空源，即不能产生助力的作用。显然，此时的真空助力器不能为驾驶员提供必要助力保证，电动汽车的安全行驶成为问题，而无需发动机提供真空源的电动真空泵无疑是最佳解决方案。电动真空泵的使用，可以保证助力器内的真空度维持在一定的水平，为汽车行驶提供良好的制动效能、保障行车的安全性。

3.1.2 国内 EVP 龙头，进口替代空间巨大

公司是全球第三家量产电子真空泵的企业。为国内外知名汽车品牌如众泰、吉利、上汽、通用全球等提供配套服务。

打破垄断格局，公司 EVP 业务随产能扩大高速增长。最初 EVP 市场被德国海拉及大陆所垄断，据草根调研结果显示，2008 年一套 EVP 售价约 800 元。公司于 2008 年成立电子真空泵研发项目，经过 5 年的研发过程，2013 年公司成为全球继海拉、大陆之后第三家量产电子真空泵的企业。公司 EVP 的量产，成功打破了行业的垄断格局，近两年公司产品实现了从吉利、上汽等自主品牌到通用等合资品牌的进口替代。由于 EVP 各方面性能优于传统真空泵且价格已与传统真空泵基本持平，其替代传统真空泵趋势已经确定。目前限制 EVP 市场增长的主要因素在于产能，即全球产能不足，公司 2015 年 EVP 产能约 20 万台，根据披露的定增方案，2018 年将达到产能 260 万台，，产能的逐年翻番将为公司 EVP 业务高速增长提供保障。

表 4：公司 EVP 业务进展时间表

| 时间点 | EVP 研发量产流程 | EVP 产能 (万台) | EVP 业务收入 (万元) | EVP 单价估算 | 和机械真空泵价格比对 |
|-------|------------|-------------|---------------|----------|------------|
| 2008 | EVP 立项 | | | 800 | 极高 |
| 2013 | 开始量产 | | | 400 | 高 |
| 2014 | 扩大产能 | | | 340 | 高 |
| 2015 | 扩大产能 | 20 | 5613 | 280 | 略高 |
| 2016E | 扩大产能 | 35 | 9450 | 270 | 持平 |
| 2017E | 扩大产能 | 60 | 15600 | 260 | 持平 |
| 2018E | 扩大产能 | 260 | 65000 | 250 | 持平 |

数据来源：西南证券整理

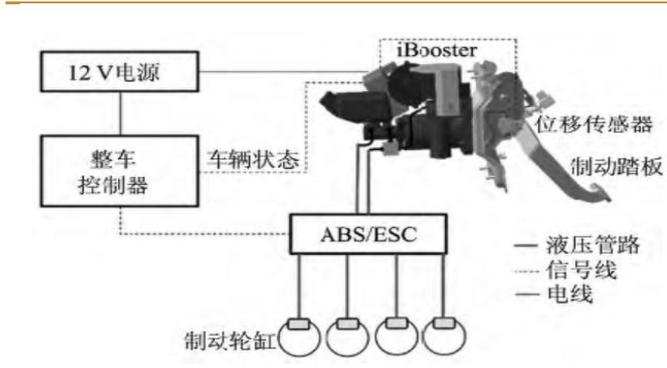
2020 年电子真空泵市场空间接近 40 亿元。根据之前假设，2020 年国内乘用车销量约 2600 万辆，其中新能源乘用车销量 200 万辆；假设传统燃油车中带涡轮增压的乘用车新车比例达到 60%，同时汽车电子真空泵在涡轮增压发动机中的渗透率达 80%，在非涡轮增压发动机中渗透率达到 30%；2015 年汽车电子真空泵均价约 280 元，未来价格年降幅 3%，2020 年 EVP 均价约 240 元。则 2020 年国内汽车电子真空泵市场规模约 39.4 亿元，未来前景广阔。

3.2 打破博世全球垄断，成就国内第一 IBS

IBooster (IBS) 制动系统是 2013 年博世推出的一款新型电子助力制动系统。IBS 是利用传感器感知驾驶员踩下刹车的力度和速度，并将信号处理之后传给制动泵中的电机，在机电放大机构的驱动下，推动制动泵工作，从而实现电控制动。

iBooster 系统摒弃了电动泵、高压蓄能器和板模拟器等结构，其直接与制动踏板通过推杆机械连接，与 ABS /ESC 系统通过液压管路连接。iBooster 系统自带了电子控制单元 (ECU)，ECU 接收位移传感器信息，判断驾驶员意图；同时利用整车控制器发来的车辆状态信息，计算最大能量回收所能提供的制动力，进而对液压制动力和能量回收制动力进行合理的分配。同时 iBooster 设计了失效备份模式，当助力电机或控制器出现故障，无法助力时，驾驶员踏板力可通过踏板推杆、连接推杆和主缸推杆的传递，直接推动主缸，实现需求的制动力，提高系统的安全性。

图 15: IBS 系统概览图



数据来源: CNKI, 西南证券整理

图 16: 博世 IBS 产品

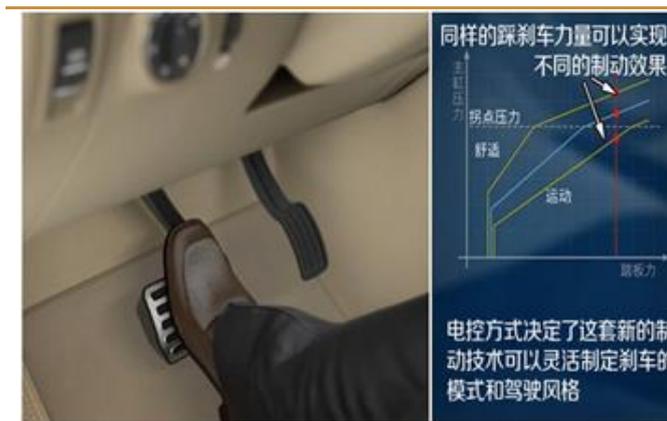


数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

3.2.1 IBS 是未来制动系统发展方向，是智能驾驶执行层核心模块

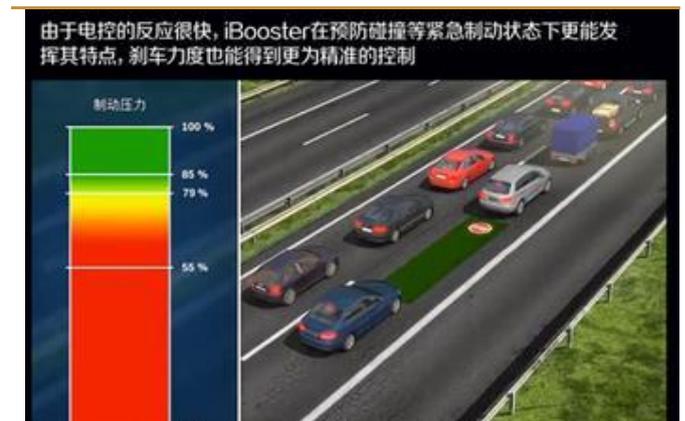
IBS 是未来智能驾驶执行层最关键模块。自动驾驶技术是利用先进的传感器（雷达、摄像）对周围环境进行感知，并通过算法芯片对获得的道路信息、车辆状态、障碍物信息进行综合分析后，最后通过执行器对车辆的速度和转向进行精确控制，从而在无人操作的情况下使车辆安全可靠地行驶的技术。作为未来制动系统的发展方向，IBS 将成为智能驾驶系统执行层的最关键模块。

图 17: IBS 实现多种模式的制动效果



数据来源: 盖世汽车网, 西南证券整理

图 18: 公司国际市场分布



数据来源: 盖世汽车网, 西南证券整理

3.2.2 IBS 开发难点在于算法优化，主机厂深度参与尤为重要

iBooster 系统内部结构主要包括踏板感觉单元、电动助力单元、主缸。踏板感觉单元由踏板推杆、踏板行程传感器及相关弹簧等组成。电动助力单元由电机、齿轮齿条传动机构、

助力器阀体等构成，ECU 控制电机运转，经过蜗轮蜗杆减速增扭，由齿轮齿条机构转化为直线运动，推动主缸推杆，起到助力作用。

图 19: IBS 结构组成 1



数据来源：电子工业论坛，西南证券整理

图 20: IBS 结构组成 2



数据来源：电子工业论坛，西南证券整理

IBS 系统的开发可以分为机械部分与算法部分。机械部分主要是指整体构造组合，包括内部电路结构；而算法部分主要指电子控制单元中的模拟算法，即 IBS 系统运行时的思考逻辑。由于 IBS 需要应付的场景多样，且要求功能灵活性高，反应速度快，其开发的**最大难点在于设计最优化的算法**，算法对运算速度和稳定性都有极高要求。同时由于 IBS 算法开发需要大量各类工况下车辆不同系统运行数据，其开发过程必需有主机厂深度参与配合。强大的算法开发能力和主机厂的深度配合两个要求铸就了 IBS 系统的高行业壁垒。

拓普从 2008 年起开始和主机厂同步开发电子真空泵 EVP，于 2013 年打破国外垄断成为全球第三家量产 EVP 的企业，并于近三年逐步实现从自主品牌到合资品牌主机厂的产品进口替代，8 年时间里公司和通用等主机厂在电助力制动系统方面积累了丰富的同步开发经验。同时公司上海算法团队成员均有相关项目背景和经验，在汽车电子电控方面有丰富的研发经验和技術积累，团队实力毋庸置疑。所以公司开发 IBS 系统先天优势明显。

2013 年公司立项 IBS 系统开发，2015 年年底已完成机械部分的开发设计，目前正在优化算法，进展较为顺利。我们认为 IBS 的研发和未来的量产有望复制 EVP 的成功经历，公司有望在 IBS 领域再次打破外资巨头垄断局面，项目成功落地的概率极大。

3.2.2 IBS 蓝海 500 亿市场静待开发

IBS 市场空间广阔，竞争格局未稳，500 亿蓝海静待开发。博世是全球首家提出 iBooster 方案并实现量产的企业，大陆和天合也分别推出 MK C1 和 IBC 方案，预计大陆和天合产品将在 17 年实现量产。目前国外巨头的 IBS 产品尚未形成规模，如博世受限于产能，IBS 产品暂时只配套百万级高档车辆，行业竞争格局尚未稳定。

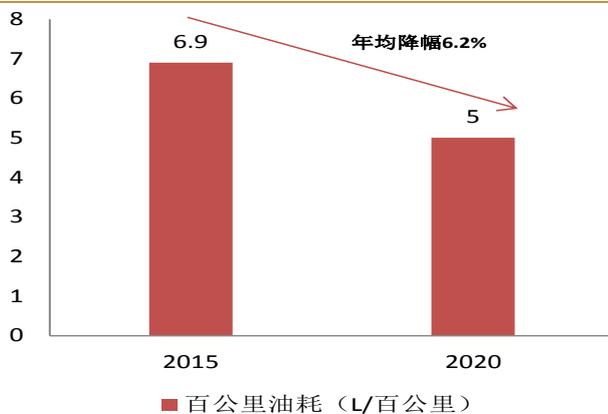
公司规划于 2018 年这个时点实现 IBS 量产是经过深刻考虑的。1) IBS 产品被整车厂认可需要时间，同时也具有一定风险，晚于博世 5 年推出 IBS 产品能够减少时间成本同时将研发风险降至最低；2) 智能驾驶技术上下游相关产品的产业化将在 18 年大量实现，IBS 产品的放量也将从 18 年开始。依据公司募投项目规划，2018 年公司将完成年产 160 万套 IBS 项目，届时公司 IBS 产品有望取得可观市场。

按照之前假设，2015年-2020年乘用车销量由2000万台增长至2600万台，IBS产品2020年价格约2000元，则2020年IBS市场空间将超过500亿元。

4. 轻量化时代到来，铝锻件业务将持续爆发

乘用车燃油标准倒逼，轻量化势在必行。现阶段最为严苛的第四阶段燃油消耗标准已于2016年1月1日起实施。按照要求，到2020年，车企燃油限值要从2015年的6.9L/百公里降至5.0L/百公里，年均降幅6.2%左右。在燃油耗值标准进一步趋紧的情况下，轻量化是最具可行性的节能方案。实验表明，汽车整备质量每减少100公斤，百公里油耗可降低0.3—0.6升；汽车重量降低1%，油耗可降低0.7%。

图 21：乘用车平均燃料消耗量标准(升/百公里)



数据来源：Chinaev，西南证券整理

图 22：汽车轻量化有效提高燃油经济性



数据来源：Chinaev，西南证券整理

铝合金控制臂 OEM 唯一国内自主厂商，未来空间巨大。公司是国内唯一一家能够做铝合金控制臂 OEM 业务的国内自主企业，公司铝合金控制臂相比传统钢板冲压控制臂性能上提升约 20%，重量减少约 30%，且由于去除电泳等工艺环节生产过程更加环保。

目前公司的锻造系统拥有 2500 吨铝合金锻造自动生产线、1600 吨锻造生产线、1000 吨锻造生产线、630 吨锻造生产线、ABB 送料机器人、全自动铝合金清洗线、荧光渗透探伤线等，生产配套能力为 300 万件/年。2015 年全年营业收入超过 1.8 亿，占主营业务收入 6.17%，同比增长 39.08%，主要配套东风、北汽、吉利等自主品牌以及沃尔沃、奥迪等合资品牌的高端车型。随着公司铝锻件产品逐步获得整车厂认可，后续有望和公司 NVH 主业共享客户渠道，打开巨大盈利空间。

5. 盈利预测与估值

5.1 主营业务盈利预测

- 1) 假设未来乘用车销量增速保持 6%。
- 2) 假设公司 IBS 研发进展顺利，18 年实现量产。

3) 公司减震产品获通用 8 年 10 亿订单, 出口业务逐步打开, 我们认为公司减震业务未来三年保持 15% 的稳定年增长。

4) 环保纤维隔音件符合 VOC 新标, 公司隔音业务今年有望突破 U 型底部, 我们预计隔音业务未来三年收入增速保持 20%。

5) 铝锻件产品符合轻量化趋势, 且公司该项业务产能充足, 预计铝锻件业务未来三年收入增速分别为 40%, 50%, 50%。

6) 公司 EVP 业务基数较小, 且市场需求增长迅速, 我们认为其未来三年将保持高增长, IBS 业务 18 年起产生收入。

表 5: 主营业务收入及增速预测

| | 万元 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------|------|------------|------------|------------|------------|
| 合计 | 营业收入 | 296,056.24 | 353,302.94 | 396,957.21 | 434,193.96 |
| | yoy | 9.48% | 19.34% | 12.36% | 9.38% |
| | 毛利率 | 28.81 | 29.95% | 30.37% | 31.46% |
| 减震器 | 收入 | 158,424.47 | 182,188.14 | 209,516.36 | 240,943.82 |
| | yoy | | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| | 毛利率 | 34.93% | 36.00% | 36.00% | 36.00% |
| 隔音内饰 | 收入 | 113,461.86 | 136,154.23 | 135,000.00 | 162,000.00 |
| | yoy | 4.33% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| | 毛利率 | 20.56 | 22.00% | 22.00% | 22.00% |
| 锻铝控制臂 | 收入 | 18,556.45 | 25,979.03 | 38,968.55 | 5,000.00 |
| | yoy | 39.08% | 40.00% | 50.00% | 50.00% |
| | 毛利率 | 22.07% | 23.00% | 23.00% | 23.00% |
| EVP | 收入 | 5,613.46 | 8,981.54 | 13,472.30 | 24,250.15 |
| | yoy | | 60.00% | 50.00% | 80.00% |
| | 毛利率 | 46.01% | 48.00% | 48.00% | 49.00% |
| IBS | 收入 | | | | 2,000.00 |
| | yoy | | | | |
| | 毛利率 | | | | 60.00% |

数据来源: 西南证券整理

5.2 估值与评级

我们预计公司 16-18 年的 EPS 分别是 0.78、0.92、1.07 元, 对应 PE 分别是 38、33、28 倍。考虑到公司传统业务的稳定增长, 以及智能驾驶 IBS 技术的稀缺性, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

6. 风险提示

汽车行业或整体低迷; IBS 研发及量产进度或不及预期。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 3007.21 | 3588.70 | 4032.12 | 4410.36 | 净利润 | 409.72 | 511.03 | 596.65 | 697.82 |
| 营业成本 | 2140.90 | 2513.74 | 2807.57 | 3022.71 | 折旧与摊销 | 122.00 | 196.24 | 202.76 | 202.76 |
| 营业税金及附加 | 16.51 | 19.03 | 21.63 | 23.57 | 财务费用 | -9.48 | -20.27 | -34.28 | -45.38 |
| 销售费用 | 151.47 | 190.20 | 213.70 | 233.75 | 资产减值损失 | 8.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 276.51 | 330.16 | 370.96 | 405.75 | 经营营运资本变动 | -750.94 | 54.04 | -240.36 | -107.24 |
| 财务费用 | -9.48 | -20.27 | -34.28 | -45.38 | 其他 | 458.42 | -3.88 | -29.76 | -22.32 |
| 资产减值损失 | 8.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 238.10 | 737.15 | 495.01 | 725.64 |
| 投资收益 | 40.39 | 25.00 | 25.00 | 25.00 | 资本支出 | -403.71 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -534.47 | 25.00 | 25.00 | 25.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -938.18 | 35.00 | 35.00 | 35.00 |
| 营业利润 | 463.31 | 580.84 | 677.54 | 794.97 | 短期借款 | -255.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 12.70 | 17.39 | 15.82 | 16.35 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 476.01 | 598.23 | 693.37 | 811.31 | 股权融资 | 1391.99 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 66.29 | 87.21 | 96.72 | 113.49 | 支付股利 | -120.08 | -205.88 | -269.56 | -287.12 |
| 净利润 | 409.72 | 511.03 | 596.65 | 697.82 | 其他 | -4.58 | 20.17 | 34.28 | 45.38 |
| 少数股东损益 | 1.17 | 1.49 | 1.77 | 1.97 | 筹资活动现金流净额 | 1012.33 | -185.72 | -235.28 | -241.73 |
| 归属母公司股东净利润 | 408.54 | 509.54 | 594.88 | 695.85 | 现金流量净额 | 312.68 | 586.43 | 294.73 | 518.91 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 422.01 | 1008.44 | 1303.17 | 1822.08 | 成长能力 | 9.88% | 19.34% | 12.36% | 9.38% |
| 应收和预付款项 | 890.70 | 963.24 | 1098.37 | 1209.88 | 销售收入增长率 | 5.89% | 25.37% | 16.65% | 17.33% |
| 存货 | 672.41 | 755.87 | 856.24 | 918.99 | 营业利润增长率 | 2.49% | 24.73% | 16.76% | 16.96% |
| 其他流动资产 | 587.51 | 483.53 | 624.76 | 653.66 | 净利润增长率 | 6.07% | 31.43% | 11.79% | 12.57% |
| 长期股权投资 | 58.61 | 58.61 | 58.61 | 58.61 | EBITDA 增长率 | | | | |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | 28.81% | 29.95% | 30.37% | 31.46% |
| 固定资产和在建工程 | 1239.96 | 1054.69 | 862.89 | 671.10 | 毛利率 | 13.92% | 13.94% | 13.65% | 13.47% |
| 无形资产和开发支出 | 180.20 | 161.02 | 141.83 | 122.65 | 三费率 | 13.62% | 14.24% | 14.80% | 15.82% |
| 其他非流动资产 | 78.40 | 76.62 | 74.83 | 73.05 | 净利率 | 12.88% | 14.66% | 15.65% | 16.52% |
| 资产总计 | 4129.79 | 4562.01 | 5020.71 | 5530.01 | ROE | 9.92% | 11.20% | 11.88% | 12.62% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 16.48% | 16.92% | 20.07% | 23.34% |
| 应付和预收款项 | 945.56 | 1068.01 | 1200.97 | 1298.60 | ROIC | 19.15% | 21.09% | 20.98% | 21.59% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | | | | |
| 其他负债 | 3.62 | 8.35 | 7.00 | 7.97 | 营运能力 | 0.90 | 0.83 | 0.84 | 0.84 |
| 负债合计 | 949.18 | 1076.37 | 1207.98 | 1306.57 | 总资产周转率 | 3.15 | 3.34 | 4.21 | 5.75 |
| 股本 | 649.10 | 649.10 | 649.10 | 649.10 | 固定资产周转率 | 4.90 | 4.93 | 4.89 | 4.80 |
| 资本公积 | 1454.90 | 1454.90 | 1454.90 | 1454.90 | 应收账款周转率 | 3.53 | 3.51 | 3.46 | 3.39 |
| 留存收益 | 1051.84 | 1355.50 | 1680.82 | 2089.54 | 存货周转率 | 83.17% | — | — | — |
| 归属母公司股东权益 | 3155.95 | 3459.50 | 3784.81 | 4193.54 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | | | | |
| 少数股东权益 | 24.66 | 26.15 | 27.93 | 29.90 | 资本结构 | 22.98% | 23.59% | 24.06% | 23.63% |
| 股东权益合计 | 3180.61 | 3485.65 | 3812.74 | 4223.44 | 资产负债率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 负债和股东权益合计 | 4129.79 | 4562.01 | 5020.71 | 5530.01 | 带息债务/总负债 | 2.71 | 2.98 | 3.21 | 3.52 |
| | | | | | 流动比率 | 2.00 | 2.28 | 2.51 | 2.82 |
| | | | | | 速动比率 | 29.39% | 40.41% | 45.31% | 41.26% |
| | | | | | 股利支付率 | | | | |
| | | | | | 每股指标 | 0.63 | 0.78 | 0.92 | 1.07 |
| | | | | | 每股收益 | 4.90 | 5.37 | 5.87 | 6.51 |
| | | | | | 每股净资产 | 0.37 | 1.14 | 0.76 | 1.12 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.19 | 0.32 | 0.42 | 0.44 |
| | | | | | 每股股利 | 9.88% | 19.34% | 12.36% | 9.38% |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | | | | |
| EBITDA | 575.84 | 756.81 | 846.03 | 952.35 | | | | | |
| PE | 47.44 | 38.04 | 32.58 | 27.85 | | | | | |
| PB | 6.09 | 5.56 | 5.08 | 4.59 | | | | | |
| PS | 6.45 | 5.40 | 4.81 | 4.39 | | | | | |
| EV/EBITDA | 32.82 | 24.20 | 21.30 | 18.38 | | | | | |
| 股息率 | 0.62% | 1.06% | 1.39% | 1.48% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------|---------------|-------------|--------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 罗月江 | 机构销售 | 021-68413856 | 13632421656 | lyj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 沈怡蓉 | 机构销售 | 021-68415897 | 18351306226 | syrong@swsc.com.cn |
| 北京 | 赵佳 | 地区销售总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| 广深 | 刘娟 | 地区销售总监 | 0755-26675724 | 18665815531 | liuj@swsc.com.cn |
| | 张婷 | 机构销售 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 任骁 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn |
| | 罗聪 | 机构销售 | 0755-26892557 | 15219509150 | luoc@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 赵晨阳 | 机构销售 | 021-68416926 | 15821921712 | zcy@swsc.com.cn |