

证券研究报告—深度报告

汽车汽配汽车汽配

汽车零部件 II 汽车零部件 II

拓普集团(601689)
买入

合理估值: 43.84 元 昨收盘: 32.85 元 (首次评级)

2016年06月28日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	649/171
总市值/流通(百万元)	21,323/5,607
上证综指/深圳成指	2,896/10,378
12个月最高/最低(元)	32.85/14.79

相关研究报告:
证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097

E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告
具备核心产品与客户的优质智能汽车零部件标的
● “减震” + “隔音” 两大主业稳健, 优势明显

公司两大主业橡胶减震产品和隔音产品在国内市场已经取得了龙头地位, 且在国际市场具有一定的影响力。近几年公司橡胶减震产品销售额国内排名均为第一, 隔音产品销售额国内排名也名列前茅。在国外市场, 公司产品出口至北美、欧洲、东南亚、中东等地区, 并成为国内数不多的进入国际整车配套体系、具备系统同步研发能力的汽车零部件 A 点供应商之一。

● 抓住机遇, 汽车电子真空泵成公司新增长点

受益于涡轮增压发动机渗透率的提升以及新能源汽车推广, 汽车电子真空泵保持旺盛的市场需求, 电子真空泵顺应汽车的电动化、智能化、轻量化趋势, 有望迎来高速增长期。公司 2007 年成立了汽车电子系统事业部, 自主研发的电子真空泵产品 2008 年立项、2013 年量产, 已配套上海通用及部分自主品牌, 有望打破现海外公司垄断的格局, 开创广阔的市场前景。

● 以智能刹车开始 ADAS 布局, 具备核心产品

随着对汽车安全、舒适及环保要求的提高, 汽车智能化已成为汽车行业发展的趋势。公司于 2011 年成立拓普智能刹车, 从事电子真空泵等产品的生产和销售, 并投入了 IBS 的研发。受益于国内汽车产销量、保有量的持续增加带来的市场需求, 拓普智能刹车未来有望成为公司重要的业绩增长点。

● 进军汽车后市场, 期待新业务业绩放量

受益于我国汽车产销量、保有量的持续增加和政府的政策引导, 我国汽车后市场行业取得了长足的发展。2015 年 9 月, 公司决定出资人民币一亿元在宁波市设立全资子公司“宁波拓普修车宝电子商务有限公司”, 拓普集团基于二十多年国内国际售后业务经验, 正式进军汽车后市场领域。公司以技术维修件为切入点, 重点打造 B2B 汽配平台。

● 公司每股合理价值 43.84 元, 给予“买入”

我们预计公司 16、17、18 年每股收益分别为 0.77 元、0.96 元和 1.18 元, 动态市盈率分别是 42.6 倍、34.2 倍和 27.9 倍。按照同类企业 2016 年 56.9 倍平均估值, 我们给予公司“买入”评级, 参照可比公司 2016 年 56.9 倍 P/E, 我们认为公司每股合理价值为 43.84 元。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,737	3,007	3,587	4,393	5,381
(+/-%)	18.5%	9.9%	19.3%	22.5%	22.5%
净利润(百万元)	399	409	501	623	764
(+/-%)	17.5%	2.4%	22.5%	24.5%	22.6%
摊薄每股收益(元)	0.61	0.63	0.77	0.96	1.18
EBITMargin	17.1%	15.5%	14.9%	15.5%	15.7%
净资产收益率(ROE)	27.0%	12.9%	14.3%	15.8%	17.1%
市盈率(PE)	53.4	52.2	42.6	34.2	27.9
EV/EBITDA	34.4	41.4	33.9	27.2	22.5
市净率(PB)	14.5	6.8	6.09	5.42	4.77

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们预计公司 NVH 产品保持稳定增长态势，电子产品开始放量，我们预计公司 16/17/18 年每股盈利分别为 0.77/0.96/1.18 元，目前股价（32.85 元）对应的动态市盈率分别为 42.6/34.2/27.9x。根据相对估值的结果，我们认为公司合理价值为 43.84 元。考虑到汽车智能化是长期发展趋势，且公司智能刹车系统已有储备，我们给予公司“买入”评级。

核心假设或逻辑

(1) 我们认为公司受益于电子产品产销上量，电子真空泵进入通用全球采购体系，智能电子刹车系统 16/17/18 年将维持 220%/150%/80% 的收入增速。(2) 公司隔音产品增长稳健，16/17/18 年将保持 20%/20%/20% 的收入增速。

与市场预期的差异之处

我们认为汽车智能化是汽车中长期发展方向，当前国内智能化仍处于起步阶段，企业布局初期。前期投资者的关注点主要集中在布局早、布局全的企业当中，随着智能化的深入发展，智能化标的势必经历一波大浪淘沙的过程，在格局、研发、产品、客户等方面具备明显优势的企业将脱颖而出。

拓普集团注重研发，于 2011 年前瞻性地布局智能驾驶核心部件刹车系统(AEB、ACC 核心部件 IBS)，预计 2018 年实现批量生产，且电子产品（电子真空泵）已经进入通用全球采购体系。随着汽车智能化、节能化（涡轮增压发动机普及）、轻量化的深化，公司电子产品产销上量。且我们认为公司在产品、客户等方面具备明显的领先优势，有望在汽车电子产品上实现突破。

我们认为拓普将深入发展汽车智能化产品，除了当前量产的电子真空泵、研发成熟的 IBS，公司志存高远，将在智能汽车模块化产品上深化研究，强化公司的汽车智能化零部件平台。

股价变化的催化因素

随着拓普智能汽车战略逐步清晰，公司有望实现汽车智能化新产品开发，并拓展高端优质新客户；公司主业订单超预期也将催化公司股价。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，如果中国宏观经济增长大幅趋缓，将导致汽车行业产销增长不能达到预期；

第二，主业 NVH 相关产品新客户拓展缓慢，销量增长速度低于预期，导致业绩增长缓慢；

第三，公司战略执行力不够，研发团队建设缓慢，汽车电子 IBS 等产品研发进展低于预期。

内容目录

公司是国内领先的汽车 NVH 零部件供应商.....	6
公司的基本情况.....	6
“减震” + “隔音” 两大主业稳健，行业竞争优势明显.....	9
公司业绩稳步增长，汽车电子与轻量化悬架成新亮点.....	15
公司业绩表现突出，竞争优势明显.....	15
抓住机遇，汽车电子真空泵成公司新增长点.....	16
节能减排成趋势，轻量化悬架贡献更多业绩.....	17
定增拓展汽车电子真空泵，享受汽车电子高景气.....	18
公司以智能刹车切入 ADAS，后期或迎高成长.....	19
智能驾驶产业兴起，提升行业新景气.....	19
智能驾驶快速催生 ADAS，产业格局已经形成.....	20
公司以智能刹车开始 ADAS 布局，后期量产在即.....	22
公司进军汽车后市场，期待新业务业绩放量.....	23
汽车后市场蛋糕巨大，迎来黄金时代.....	23
以维修件为切入点，重点打造汽配平台.....	24
盈利预测与投资建议.....	25
预测结果.....	25
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理.....	25
风险提示.....	25
附表：财务预测与估值.....	26
国信证券投资评级.....	27
分析师承诺.....	27
风险提示.....	27
证券投资咨询业务的说明.....	27

图表目录

图 1: 公司的发展历程	6
图 2: 公司股权结构图	7
图 3: 公司国内客户分布	9
图 4: 公司国外客户分布	9
图 5: 公司前几大客户情况	9
图 6: 公司汽车橡胶减震产品	10
图 7: 公司汽车隔音产品	10
图 8: 汽车噪声和振动传递路径	10
图 9: 汽车 NVH 零部件分类	11
图 10: 动力总成悬置运用	11
图 11: 悬架衬套的运用	11
图 12: 隔音产品的分类	12
图 13: 减震产品的 OEM 市场容量	13
图 14: 减震产品的 AM 市场容量	13
图 15: 隔音产品国内 OEM 市场容量	13
图 16: 近几年公司减震产品市场占有率	14
图 17: 近几年公司隔音产品市场占有率	14
图 18: 橡胶减震产品主要客户分布	14
图 19: 公司隔音产品主要客户分布	14
图 20: 橡胶减震产品近几年平稳增长	14
图 21: 公司隔音产品近几年平稳增长	14
图 22: 2015 年公司主营业务构成	15
图 23: 2015 年公司主营业务毛利率情况	15
图 24: 近几年公司营业收入及同比增长	15
图 25: 近几年公司净利润及同比增长	15
图 26: 汽车电子真空泵	16
图 27: 我国近几年新能源汽车销量及增速	16
图 28: 新能源汽车产量以及渗透率预测	16
图 29: 全球汽车电子规模	18
图 30: 全球汽车电子占成本比例	18
图 31: 汽车电子的应用结构	18
图 32: 汽车电子在不同车型的成本占比	18
图 33: 我国汽车电子规模及同比增长率	19
图 34: Google 无人驾驶车	20
图 35: 百度无人驾驶汽车	20
图 36: 无人驾驶产业的市场空间	20
图 37: 全球无人驾驶汽车销量预测 (万辆)	20
图 38: 高级辅助驾驶系统	21
图 39: ADAS 市场规模驱动	22
图 40: ADAS 全球市场规模预计	22
图 41: ADAS 中国市场规模预计	22

图 42: AEB 在驾驶安全扮演重要的作用	23
图 43: 汽车后市场划分	24
表 1: 公司主要产品	7
表 2: 2016 年一季度公司前十大股东持股情况	8
表 3: 轻量化材料之间的对比	17
表 4: 主要新能源汽车用铝情况	17
表 5: 拓普集团募投资金投向	19
表 6: ADAS 主要运用	21
表 7: 汽车后市场相关政策	24
表 8: 可比公司估值表	25

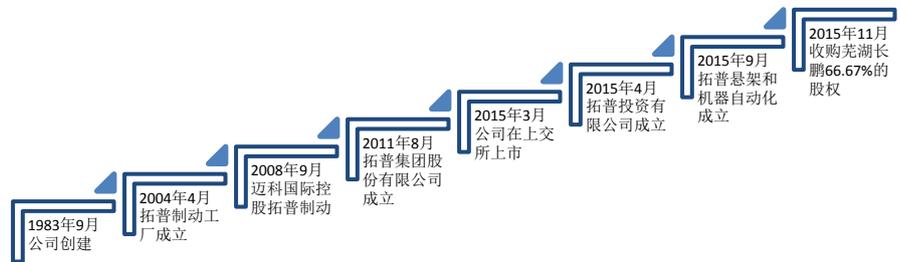
公司是国内领先的汽车 NVH 零部件供应商

公司的基本情况

核心：汽车智能化后起之秀，电子真空泵开始放量，IBS 产品储备顺利，预计 2018 年量产，且电子产品有望深入拓展合资品牌，我们认为公司有望成为国内汽车智能化核心标的。

公司成立于 1983 年 9 月，是一家专业从事汽车核心零部件研发、生产、销售及售后服务的公司。公司前身起源于制动工厂，成立于 2004 年，是一家专业化的汽车底盘零部件和隔音系统制造工厂。受益于中国汽车高速成长带来的需求，公司通过资本运作，包括收购和与国外企业合资的方式外延式发展，不断向其它领域发展。2015 年 3 月，公司在上交所上市，成功登陆资本市场。

图 1：公司的发展历程



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

NVH 领域产品空间广阔，汽车电子蓄势待发。公司的主营业务主要包括**减震系列、隔音系列、悬架系列及电子系列**四大产品类型。其中减震系列包括动力总成悬置、底盘衬套、橡胶减振器、扭转减震器、排气管吊耳、弹性连轴器；隔音系列包括隔音隔热垫、汽车内饰件、行李箱饰件、内饰材料；悬架系列包括控制臂、连杆、球销总成；电子系列包括电子真空泵。

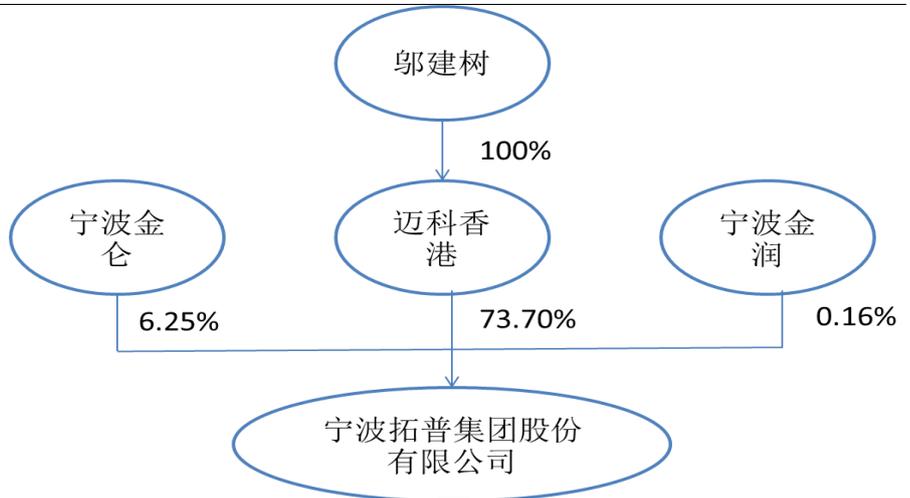
表 1: 公司主要产品

	主要产品	产品简介
减震系列	动力总成悬置	连接动力总成和底盘的弹性元件
	底盘衬套	车身与底盘或悬架系统之间的弹性连接件
	橡胶减震件	底盘或悬架系统的弹性元件,起缓冲、隔震作用
	扭转减震器	发动机前端附件系统的重要零件之一
	排气管吊耳	排气管与底盘之间的一个弹性连接装置
	弹性连轴器	连接传动轴、传递传动轴的扭矩
	隔音隔热垫系列	隔断或衰减发动机和车体外的热源及噪音向乘客舱内传递
隔音系列	汽车内饰件	安装于驾驶舱内,主要起到装饰作用,同时具备消音隔热作用
	行李箱饰件	安装于汽车行李箱钣金表面,主要采用隔音隔热、降噪
	内饰材料	吸音性能、降噪性能
悬架系列	控制臂 连杆	汽车悬架系统的主要组成部分
	球销总成	汽车悬架系统的重要组成部分 转向系统及悬架系统的重要组件之一
	铝合金锻造件	各种控制臂臂体,拉杆
电子系列	电子真空泵	汽车辅助制动系统的重要部件
	电子传感器	各种车用传感器,各种特殊线束

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

股权集中度高,可操作空间大。公司的控股股东为迈科香港,其直接持有发行人本次前 92% 的股份。迈科香港成立于 2008 年 7 月,是一家设立于香港的有限公司。该公司股本为 100 万港币,该公司主要从事投资业务。自然人邬建树先生持有公司控股东迈科香港 100% 的股权,是本公司实际控制人。

图 2: 公司股权结构图



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司股权相对集中,第一大股东股权超过 70%,公司可以坚持专业化的经营方向,秉承做精做强汽车 NVH 的发展战略而募集资金,提升公司的核心竞争力。我们预计公司通过继续融资稀释股权的可能性较大。截止 2016 年一季度公司前十大股东持股情况如下:

表 2: 2016 年一季度公司前十大股东持股情况

股东名称	持股数(万股)	持股比例(%)	股份性质
迈科国际控股(香港)有限公司	47,840.00	73.70	限售流通 A 股
宁波金仑股权投资合伙企业(有限合伙)	4,058.49	6.25	A 股流通股
中国建设银行股份有限公司-易方达新丝路灵活配置混合型证券投资基金	780.46	1.20	A 股流通股
全国社保基金一零八组合	375.85	0.58	A 股流通股
中国工商银行股份有限公司-易方达新常态灵活配置混合型证券投资基金	371.58	0.57	A 股流通股
全国社保基金四一五组合	292.78	0.45	A 股流通股
中国建设银行股份有限公司-易方达创新驱动灵活配置混合型证券投资基金	263.51	0.41	A 股流通股
中国邮政储蓄银行股份有限公司-易方达改革红利混合型证券投资基金	193.21	0.30	A 股流通股
中国工商银行股份有限公司-南方创新经济灵活配置混合型证券投资基金	121.67	0.19	A 股流通股
全国社保基金六零一组合	119.99	0.18	A 股流通股

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司的客户遍布全球，进入通用全球采购体系。

核心: 我们认为拓普在客户上具备明显优势，公司汽车电子产品电子真空泵已经进入通用全球。公司作为通用全球的供应商，有望在汽车电子产品上实现深入配套，拓普的客户优势将在其汽车智能化道路上起到重要支撑作用。

行业背景: 汽车行业处于转型升级时期，汽车的电动化、智能化引致汽车内部结构变化加速。汽车产业链配套周期长，通常拓展一个新的客户需要数年的时间。而当前具备优质客户资源的企业，在新产品的配套上相对较为容易。优质客户有利于企业新产品的拓展。

公司客户: 在国内，公司的主要客户是国内知名整车制造企业，其中主要有上海通用、吉利、长安福特、上汽通用五菱、一汽大众、上海汽车、一汽轿车、比亚迪、北京奔驰、华晨集团、江淮汽车、江铃汽车、福田汽车、上海汇众等国内知名整车制造商。与此同时，公司也是佛吉亚烟台、上海纳铁福等系统集成供应商的重要配套商。在国外，公司的客户主要分布在北美与欧洲地区。主要客户包括克莱斯勒、通用汽车、奥迪、宝马等国际著名整车制造商，法雷奥、阿文美驰、本特勒等全球知名的和系统集成供应商。

图 3: 公司国内客户分布



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司国外客户分布

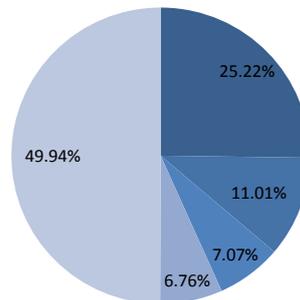


资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

在众多的客户当中, 公司对单一客户资源的依赖性并不是很高, 上海通用、克莱斯勒、通用汽车、吉利、长安福特、上汽通用五菱、一汽大众等知名整车制造商均处于公司主要客户前列。通用全球(美国、加拿大、中国等)、浙江吉利控股集团有限公司、上海通用五菱是近两年公司的主要客户, 客户集中度有集中的趋势。

图 5: 公司前几大客户情况

■ 上海通用 ■ 上海通用五菱 ■ 吉利汽车 ■ 长安福特 ■ 其它



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

“减震” + “隔音” 两大主业稳健, 行业竞争优势明显

公司主要从事汽车 NVH (即减震降噪及舒适性控制) 领域橡胶减震产品和隔音产品的研发、生产与销售, 致力于消除来自汽车动力总成、路面及空气的振动与噪声, 提升整车的舒适性及平顺。公司主要有橡胶减震和隔音两大类产品, 包括悬置、扭震、衬套和汽车隔音件四大系类。

图 6: 公司汽车橡胶减震产品



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司汽车隔音产品

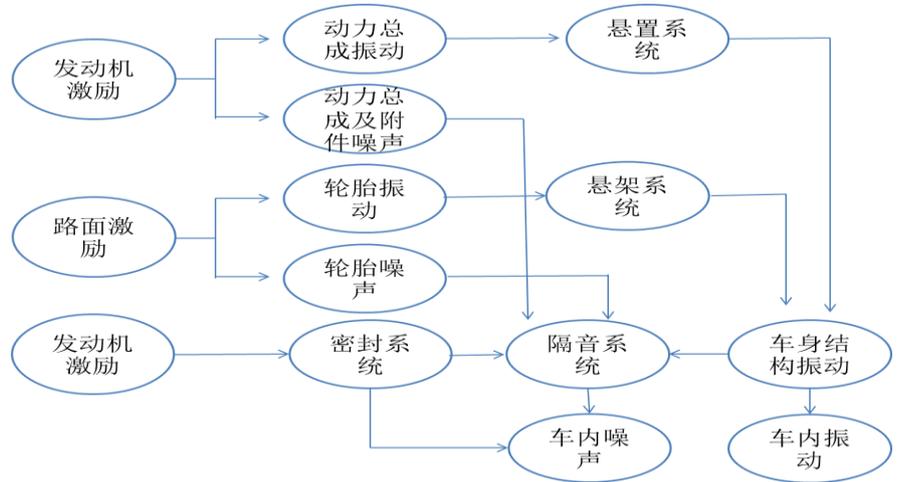


资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

NVH 是指在汽车驾驶过程中驾驶人员感受到的噪声、振动与声振粗糙度，它是衡量汽车制造质量的一个综合性问题。噪声主要指驾乘人员听到的车内噪声；振动主要指驾乘人员感受到的来自于方向盘、地板和座椅振动；声振粗糙度(又称不平顺性)指噪声和振动的品质，是描述人体对噪声和振动主观感受的指标，不能用客观方法来度量。

车内噪声主要来自两方面，其一是动力总成及附件噪声、轮胎噪声、风噪声等空气噪声向车内的传递，其二是由底盘、车身结构件振动到车厢而引起结构噪声。车内振动也主要来自两方面，其一是由动力总成向车内的传递；其二是由路面激励通过轮胎向车内的传递。噪声和振动问题往是耦合的。噪声和振动源往往难以消除，因此在汽车的开发过程中，工程人员往往通过设计优化 NVH 零部件来控制噪声和振动的传递路径，从而实现整车 NVH 目标的控制。

图 8: 汽车噪声和振动传递路径



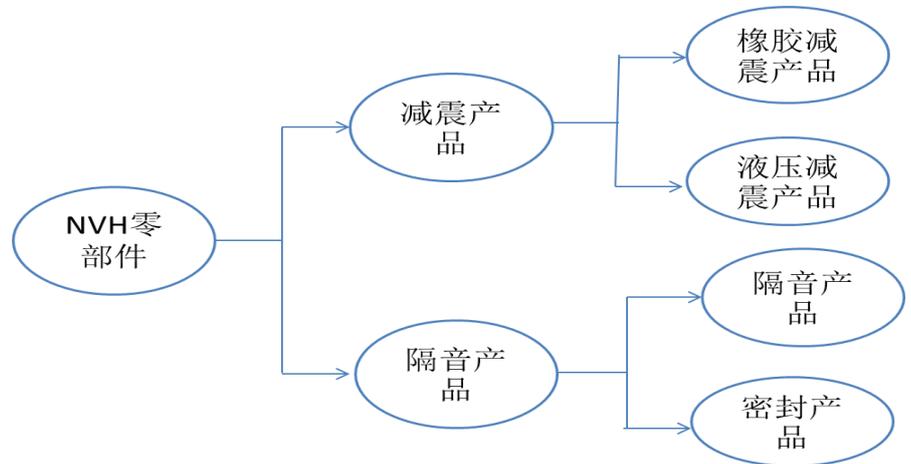
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

汽车 NVH 零部件通常分为减震产品和降噪产品两大类。减震产品主要包括橡胶减震产品和弹簧阻尼减震产品，其中橡胶减震产品在整车系统中的分布最为广泛，用于动力总成、车身、底盘等各类结构件之间的弹性连接和缓冲；弹簧阻尼减震器主要包括各类悬架弹簧及液压筒式减震器，起到轮胎和车身的弹性连接和提供阻尼的作用。

降噪产品主要包括隔音吸音产品（通常简称为隔音产品）和密封产品，隔音产

品涵盖范围很广，主要分布于发动机舱、乘员厢、行李厢和底盘，其中如顶棚、主地毯等在内的大部分内饰件也同时是车内噪声控制的重要零部件，因此在 NVH 领域也往往被作为隔音产品进行考虑；密封产品主要是指各类门、窗密封条，主要通过密封来隔绝空气噪声的传递。

图 9: 汽车 NVH 零部件分类

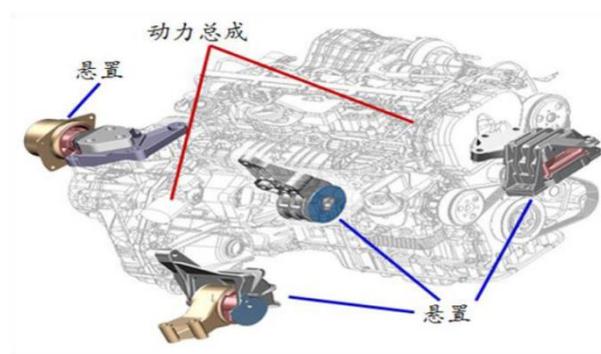


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

橡胶是具有可逆形变的高弹性聚合物材料，可通过配方的调整在一定范围内，调节其阻尼特性；同时由于橡胶可以通过模具成型的方法塑造各种形状，因此可以非常方便地满足零件各个方面的不同性能要求。基于以上特点，橡胶材料被广泛运用于汽车各类减震产品中。

橡胶减震产品分布于汽车多个部位，其主要功用是降低相关零件及子系统的震动，同时调整重要总成系统（如力悬置、传等）的动态性能，减少由结构的振动而导致整车 NVH 问题。橡胶减震产品的性能对整车 NVH 的控制、汽车可靠性的影响是巨大的。在橡胶减震产品中，动力总成悬置及底盘衬套（包括悬架衬套、控制臂衬套和拉杆衬套）是最具有代表性的产品。

图 10: 动力总成悬置运用



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 11: 悬架衬套的运用



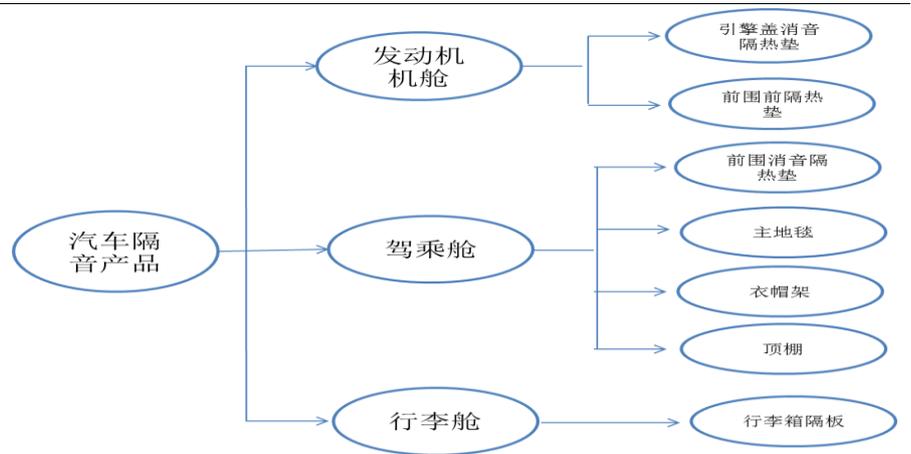
资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

动力总成悬置是连接动力总成与车身或副架的一个关键零部件，主要起支撑动力总成并隔离动力总成振动向车身传递的功能。通过合理悬置系统设计，可以控制动力总成的运动和降低振动力总成振动向车身传递，提高整车 NVH 性能。底盘是汽车的重要结构件，起承载车身、动力总成及各类附件，并传递动力总

成的驱动扭矩及轮胎的行驶、转向、刹车等载荷的作用。底盘衬套是连接底盘结构件与车身、轮胎的弹性组件，如控制臂衬套、拉杆衬套、副车架衬套等。底盘衬套是底盘的重要组成部分，决定底盘系统在整车 NVH 性能中的表现；另外，悬架特别是控制臂衬套是控制臂的重要组成部分，同时对整车的操控稳定性有较大贡献。

随着汽车日益大众化和家庭化，并逐渐演变为一个移动的生活空间，其舒适性正日益受到用户的重视。因而，人们对汽车的隔音性能提出了更高要求，车隔音产品是指用于减小或消除发动机噪声、路面噪声和风噪等车内噪声的产品。根据安装位置不同，汽车隔音产品可分为发动机舱隔音产品、驾乘舱隔音产品和行李箱隔音产品等，每一处使用的隔音材料和产品各不相同。

图 12: 隔音产品的分类

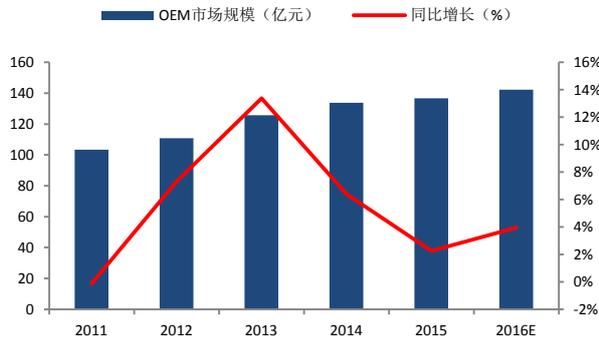


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

橡胶减震产品市场规模在国内 2020 年有望超过 200 亿元，百亿市值后市可期。根据中国汽车工业协会公布的数据，2015 年我国汽车产量为 2450.33 万辆。我们可以假设到 2016 及以后每年汽车产量保持 5% 的同比增长；2014 年每套汽车减震产品的平均市场价格为每套 563.75 元，未来 5 年市场价格平均下降 1%。可以预测减震产品 OEM 到 2016 年可以达到 142 亿元。

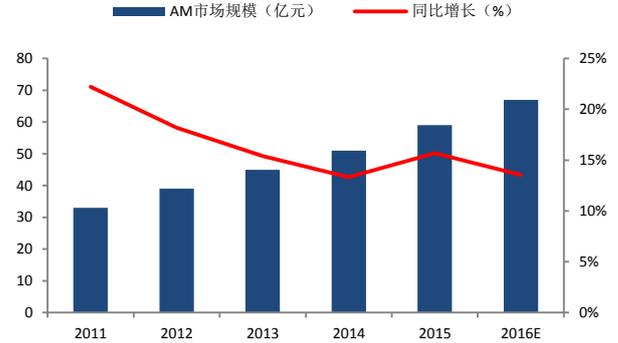
同理，根据中国汽车工业协会的统计，2014 年中国汽车保有量为 14870.5 万辆。我们可以假设 2020 年的汽车保有量为 2.5 亿，汽车保有量的复合增长速度为 9%；基于国内汽车消费者的消费习惯，假设约有 50% 的汽车在其寿命期 5 年内会发生一次减震产品的更换；以 2014 年每套乘用车减震产品平均价格（约为 593.4 元）为基准，每辆汽车 5 年内合计更换维修减震制品的总费用为 281.9 元，分摊到每年约为 35.2 元。

图 13: 减震产品的 OEM 市场容量



资料来源: 国信证券经济研究所整理、预测

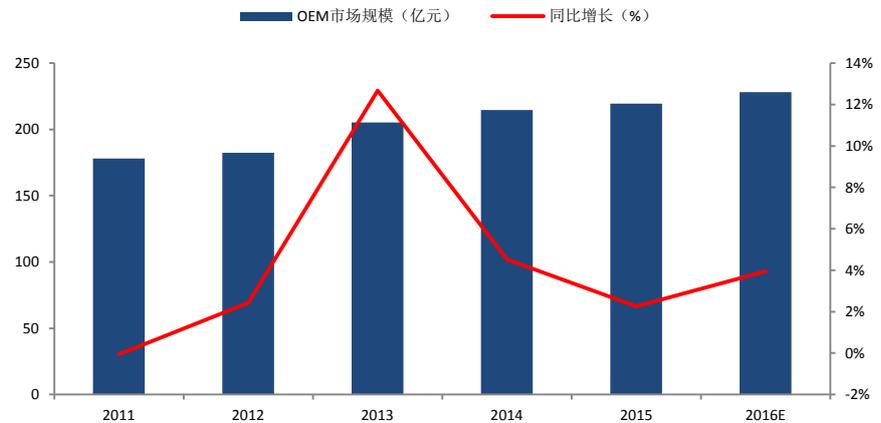
图 14: 减震产品的 AM 市场容量



资料来源: 国信证券经济研究所整理、预测

隔音产品国内 OEM 市场容量在国内 2020 年有望超过 300 亿元，整体趋势稳定。，2014 年每套汽车隔音产品平均价格约为 904.72 元。假设未来 5 年公司产品价格平均每年下降 1%，2016 及以后每年汽车产量保持 5% 的同比增长，可以预计隔音产品 OEM 到 2016 年可以达到 228.14 亿元。通常仅在汽车发生事故的情况下，汽车 NVH 隔音件产品才可能发生更换，故 AM 市场容量很小，可忽略不计。因此隔音产品的国内市场容量与其国内 OEM 市场容量大致相等。

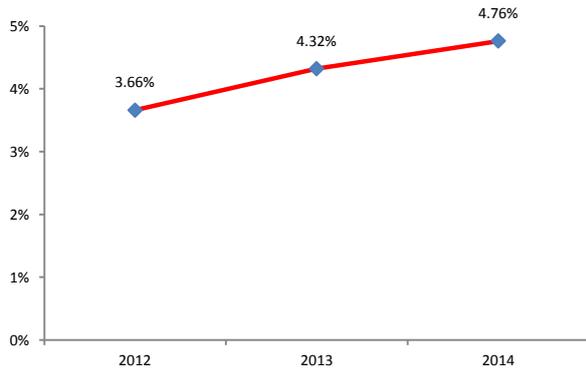
图 15: 隔音产品国内 OEM 市场容量



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

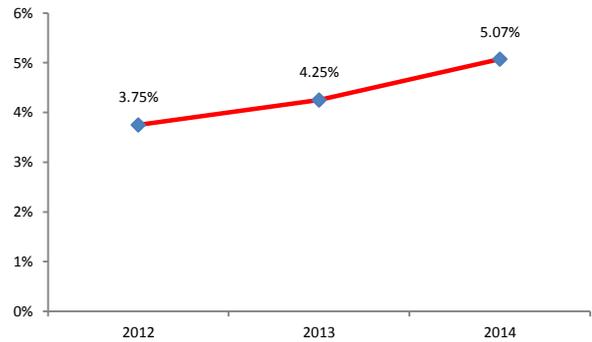
公司两大主业橡胶减震产品和隔音产品在国内市场已经取得了龙头地位，且在国际市场具有一定的影响力。目前公司生产的汽车橡胶减震产品已形成三大类 2,000 多个品种，生产的汽车隔音产品共有 1,000 余种。根据中国汽车工业协会的统计：2011 年至 2013 年，公司橡胶减震产品销售额国内排名均为第一；公司隔音产品销售额国内排名均为第六名。在国外市场，公司产品出口至北美、欧洲东南亚、中东等地区，并成为国内数不多的进入国际整车配套体系的汽车零部件供应商之一。随着公司研发技术不断进步、生产效率提高、国内外客户群扩张，预计公司未来将继续巩固在国内汽车橡胶减震产品和隔音产品市场的领先地位，并稳步扩大国外市场份额。

图 16: 近几年公司减震产品市场占有率



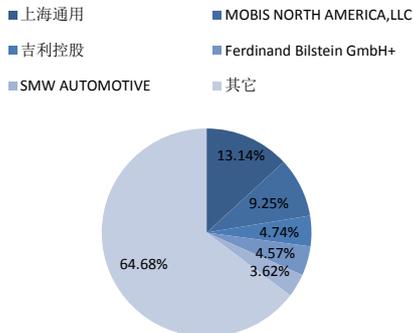
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17: 近几年公司隔音产品市场占有率



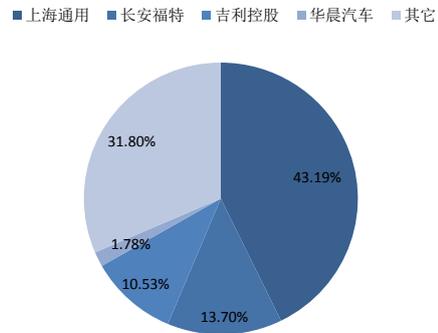
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 18: 橡胶减震产品主要客户分布



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

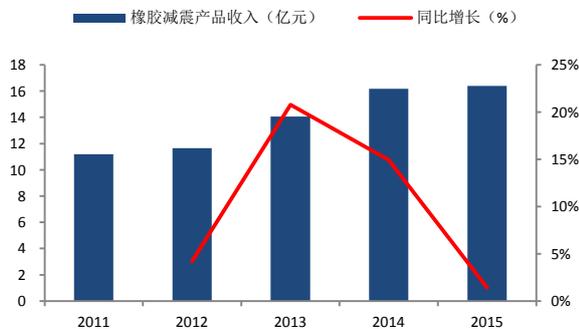
图 19: 公司隔音产品主要客户分布



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

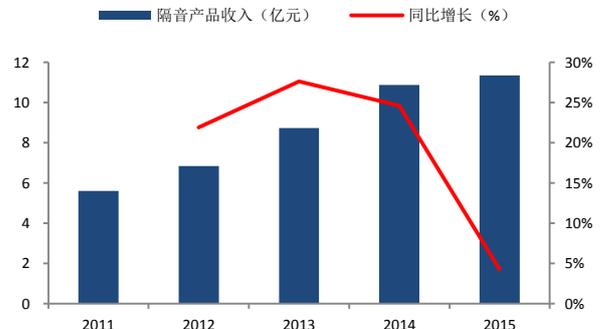
公司两大主业稳健, 盈利能力持续改善。“减震+隔音”是目前公司核心的盈利点。从主营收入结构看, 减震产品(扭震、悬置、衬套)占比最大, 2015年已达 59.78%。2015 年橡胶减震产品营业收入 16.4 亿元, 同比增长 1.4%, 业绩平稳符合预期; 公司的第二大主营业务是隔音产品, 总共占比 40.22%。2015 年隔音产品营业收入 11.35 亿元, 同比增长 4.3%, 隔音产品的增速稍大于减震产品增速。

图 20: 橡胶减震产品近几年平稳增长



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 21: 公司隔音产品近几年平稳增长



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

在橡胶减震产品业务方面, 公司的策略是依赖自身技术实力, 内生增长依然强

劲，全球化布局进行时。拓普依靠自身实力不断增加合资客户配套体系，且加深全球化战略的布局。公司宣布进入通用全球汽车未来 8 年 10 亿元订单，使得公司成为 GME2XX 全球平台的汽车 NVH 液压减震器独家供应商，为公司未来的业绩增长提供了良好保障，也证明了公司有进一步将汽车减震产品实现全球化。

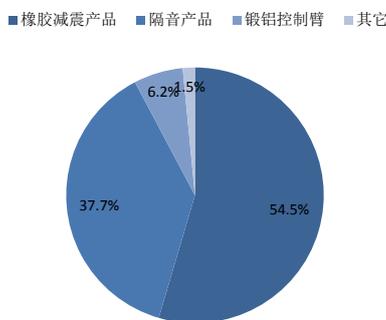
在隔音产品方面，公司通过不断的外延并购，提升市场地位和维持盈利能力。公司于 2015 年 11 月与芜湖长鹏汽车零部件有限公司签订《股权收购意向书》，公司拟以不超过人民币 4,800 万元的现金收购芜湖长鹏 66.67% 的股权。芜湖长鹏主营汽车内饰件，是重庆长鹏实业（集团）与芜湖奇瑞科技合资公司，是奇瑞自主车型的核心供应商。虽然公司最终放弃了该标的，但开启了公司内生外延并重的发展之路。

公司业绩稳步增长，汽车电子与轻量化悬架成新亮点

公司业绩表现突出，竞争优势明显

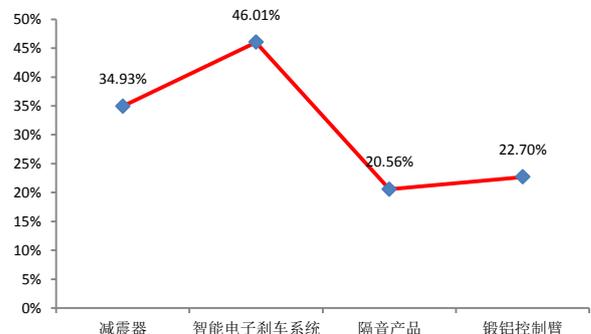
公司 2015 年的营业收入达到 30.07 亿元，净利润 4.10 亿元，营业收入和净利润同比增长分别为 9.9% 和 2.5%，公司的营业收入和净利润保持良好的增长状态，营业收入增长略微快于净利润的增速。虽然汽车行业下游需求增长较为缓慢，但公司的营收依然保持较快的增长，我们预计 2016 年公司营收有望突破 35 亿元。从行业成长性及公司业绩成长性来看，公司未来几年的营收规模将不断增加。后期的年均增长率有望保持在 10% 以上。

图 22: 2015 年公司主营业务构成



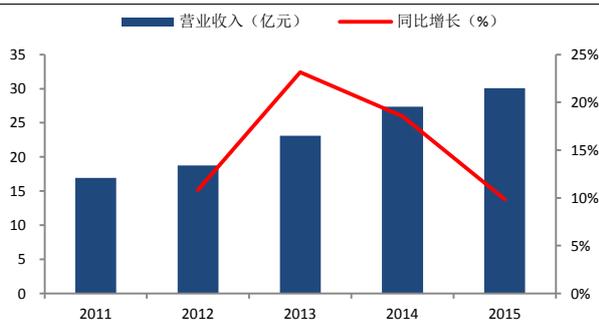
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 23: 2015 年公司主营业务毛利率情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 近几年公司营业收入及同比增长



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 近几年公司净利润及同比增长



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

抓住机遇，汽车电子真空泵成公司新增长点

受益于涡轮增压渗透率的提升以及新能源汽车推广，汽车电子真空泵保持着旺盛的市场需求，电子真空泵业务与日俱增。电子真空泵通过外载电机达到对应的真空度，不依靠发动机的运转，广泛运用于新能源汽车和配备涡轮增压发动机车型。电子真空泵主要由控制单元、电机、叶片泵和消音单元组成。控制单元控制电机工作，电机驱动叶片泵组，叶片泵组旋转产生真空。

由于汽车上的真空源来自于汽油发动机的进气歧管。当发动机怠速、突然熄火、涡轮增压器工作或大气压力过低时，进气歧管的真空度不能达标，真空助力器的助力效果受到影响，导致制动距离变长。因此，装备涡轮增压发动机或行驶工况恶劣的汽油车、柴油车、采用真空助力器的新能源汽车均需要装备电子真空泵，以保证液压制动系统的制动效果。

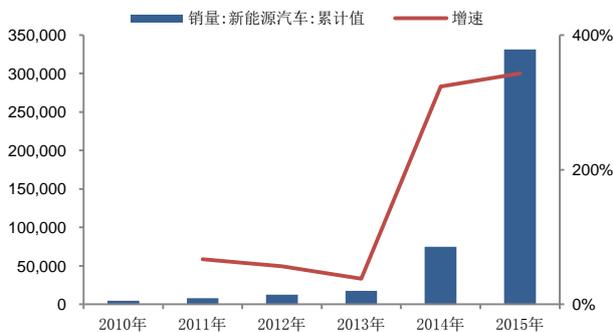
图 26: 汽车电子真空泵



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

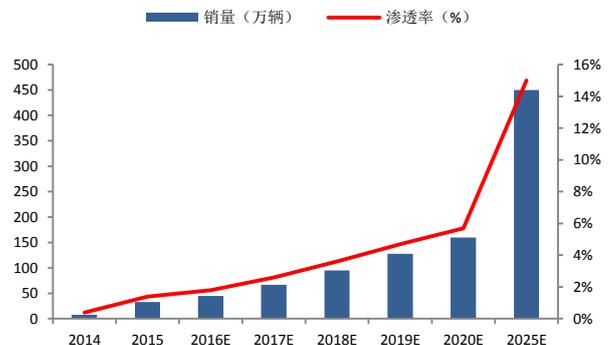
汽车电子真空泵具有体积小、性能稳定和能耗小等优点，广泛运用与新能源汽车领域。由于没有发动机，电动汽车产生不了真空源，因此需要配置一个电子真空泵。电子真空泵通过电机直接驱动产生真空源，可为助力器提供稳定的真空源，通过控制模块可实现刹车助力智能化，是涡轮增压及新能源动力汽车制动助力的标准配置。近年涡轮增压、混合动力及纯电动车市场规模的扩大为电子真空泵创造了巨大需求。电子真空泵顺应汽车的电动化、智能化、轻量化趋势有望迎来高速增长期。

图 27: 我国近几年新能源汽车销量及增速



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 新能源汽车产量以及渗透率预测



资料来源：工信部、国信证券经济研究所整理

在汽车电子真空泵领域，公司 2007 年成立了汽车电子系统事业部，2011 年 9 月成立了拓普智能刹车子公司，公司自主研发的电子真空泵产品自 2013 年开始量产，振动、噪声小，产品耐久，已给通用全球及部分自主品牌配套，有望打破现在国内外市场都由海外公司垄断的格局，开创广阔的市场前景。公司顺应节能减排、汽车发动机小型化的行业趋势，扩产电子真空泵项目将业务延伸到机电一体化领域，有助于扩大汽车电子业务规模，增强公司的盈利能力。

目前，国内电子真空泵市场仍以进口件为主，主要供应商有海拉、大陆、日本爱信等，国内企业以江苏梅花机械和吉林汽车制动有限公司为代表。汽车电子真空泵市场容量接近百亿元，目前国内市场以进口产品为主，单价相对较高。公司主动进入电子真空泵业务，发展势头良好，未来有望成为重要的业绩增长点。

节能减排成趋势，轻量化悬架贡献更多业绩

随着大众对经济、环保、安全的提高，轻量化成为汽车零部件的发展趋势。实验证明，若汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%—8%；汽车整车质量每减少 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%。当前，由于环保和节能的需要，汽车的轻量化已经成为世界汽车发展的潮流。在汽车轻量化的材料中，铝是汽车轻量化的方法之一。与其它轻量化材料相比，铝具有较高的比模量和比强度。是悬架的较好材料之一。

表 3: 轻量化材料之间的对比

材料种类	密度 (g/)	拉伸强度(千兆帕)	比强度 (米)	比模量 (千米)
钢	7.8	1	1.3	0.27
铝	2.6	0.4	1.5	0.27
玻璃增强塑料	2.0	1.1	1.5	0.27
普通碳纤维	1.6	1.1	6.2	1.2
高强度碳纤维	1.5	1.4	9.3	0.87

资料来源：中国产业信息网、国信证券经济研究所整理

在新能源汽车的革命性浪潮中，新能源汽车电池的单位重量能量密度低、续航能力低、充电等配套设施不完善、制造成本高等成为制约新能源汽车发展的瓶颈。在电池技术没有重大突破的情况下，续航里程成为制约新能源汽车发展的主要瓶颈，因此，汽车轻量化等大幅提高续航里程的技术，成为发展新能源汽车的重要方向。

表 4: 主要新能源汽车用铝情况

企业	车型	轻量化
特斯拉	ModelS	全铝设计，95%结构采用铝合金材料
宝马	I3	铝制底盘（碳纤维车身）
江淮	iEV5	铝合金动力总成箱体
北汽	E150II	铝合金动力总成箱体、电机壳体
比亚迪	腾势	铝合金减速支架、电机壳体、电池组外壳
长安	逸动电动版	安全横梁、控制臂

资料来源：深圳市统计局、国信证券经济研究所整理

汽车悬架是车身或车架与车轮之间连接装置的总称。悬架把车架与车轮弹性地联系起来，关系到汽车的多种驾乘性能。从结构上看汽车悬架由一些杆、筒以及弹簧等简单构件组成。从新能源车结构来看，铝部件的应用是轻量化悬架方向的主要措施之一。

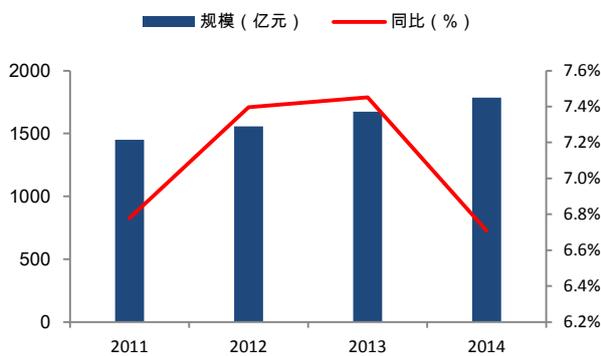
在轻量化悬架领域，公司出资人民币 10,000 万元设立全资子公司“宁波拓普悬架系统有限公司，主要考虑是为了进一步提升运营能力，巩固并扩大公司在汽车悬架系统产品上的既有优势，继续为市场提供优质的轻量化产品，更好发展轻量

化悬架业务。从客户角度看，目前主要配套自主品牌及沃尔沃等品牌，未来将逐步开拓新的客户。

定增拓展汽车电子真空泵，享受汽车电子高景气

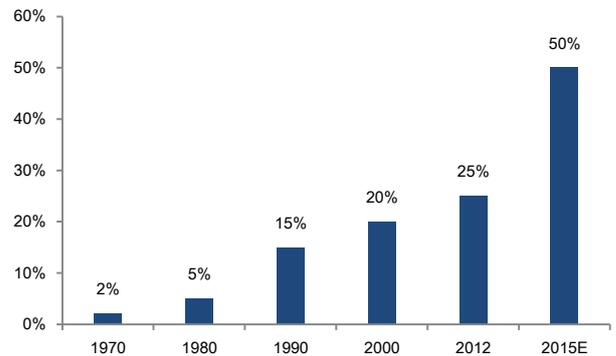
受益于消费者对汽车安全性、舒适度、和节能环保需求的提升，汽车电子在整车价值中的占比迅速提升。尤其是汽车朝着智能化方向的发展，汽车电子的份量也变得越来越重要。十几年前，汽车电子在整车成本中的占比，低档车为 15%，中档车为 35%，最高档的超过 50%。今天，新能源汽车不同的车型，汽车电子的占比，紧凑型的 15%，中高档 28%，混合动力 47%，已经接近一半，纯电动的超过 60%。这足以说明在汽车业中，汽车电子的重要性越来越高。

图 29: 全球汽车电子规模



资料来源：中商情报网，国信证券经济研究所整理

图 30: 全球汽车电子占成本比例

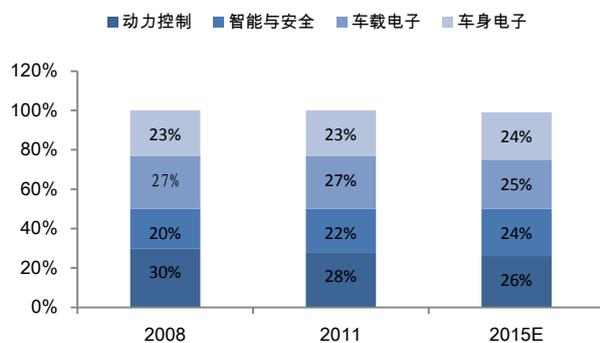


资料来源：中商情报网，国信证券经济研究所整理

全球汽车电子市场未来几年仍会保持较大的增速，并且高于整车市场的增速。根据机构测算，2012 年全球汽车电子市场规模达到 1618 亿美元，同比增长 7.3%，2016 年全球汽车电子规模将达到 2348 亿美元，2012-2016 年复合增长率达到 9.8%，其中驾驶辅助系统是未来汽车电子发展的新亮点。

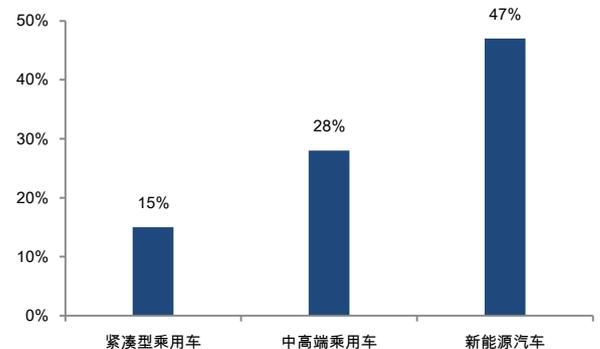
自从汽车工业革命以来，每一次汽车技术的进步都离不开汽车电子技术的应用，当前世界汽车工业 60%~70%的技术创新来源于汽车电子技术的使用。汽车电子技术的应用程度已经成为衡量整车水平的主要标志，因此，汽车电子不仅是汽车的核心技术，更是各国汽车技术竞争的焦点。电子技术在一定意义上主导着汽车技术进步的方向和步伐，未来汽车技术的竞争将越来越多体现在汽车电子技术的竞争上，汽车电子产业的地位日益突出。

图 31: 汽车电子的应用结构



资料来源：中商情报网，国信证券经济研究所整理

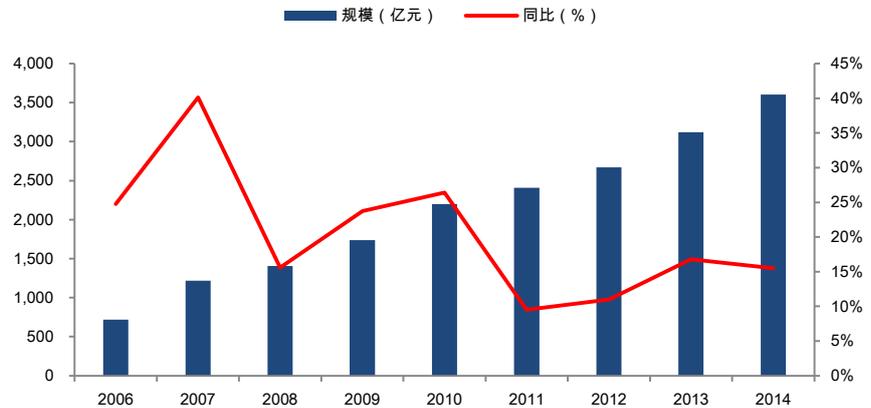
图 32: 汽车电子在不同车型的成本占比



资料来源：中商情报网，国信证券经济研究所整理

全球汽车产业转移趋势仍在持续，中国整车产能占比持续提高。2014 年全球汽车产量 8751 万辆，中国生产 2372.3 万辆，同比分别增长 2.7%和 7.26%，中国产量在全球占比达 25.3%。预计 2016 年中国汽车电子达到 5000 亿来计算，其复合增长率将达到 17%，其中，车载电子相关子行业增速有望达到 30%以上。

图 33:我国汽车电子规模及同比增长率



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

2016 年 4 月，公司发布非公开发行股票预案，公司拟以不低于 21.47 元/股非公开发行不超过 13,041.5 万股，募集资金不超过 28.0 亿元，募集资金拟用于汽车智能刹车系统项目、汽车电子真空泵项目。

表 5: 拓普集团募投资金投向

项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额(万元)	实施主体
汽车智能刹车系统项目	221,122.09	220,000.00	宁波拓普集团股份有限公司
汽车电子真空泵项目	64,935.67	60,000.00	宁波拓普底盘科技有限公司

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司募集资金用于电子真空泵产能建设和新一代智能刹车系统 IBS 的研发和生产。近年涡轮增压、混合动力及纯电动车市场规模的扩大为电子真空泵创造了巨大需求，项目完成后公司电子真空泵年产将增加 260 万套。增发有助于公司扩大汽车电子业务规模，增强公司的盈利能力。汽车智能刹车系统项目和汽车电子真空泵项目的顺利实施，有利于提高拓普集团在汽车核心零部件领域的竞争力，保持世界领先的行业地位。

募集资金投资项目是公司业务延伸到高附加值的汽车电子类领域的重要举措，有助于实现公司业务的优化升级，使公司的产业结构更加完善。同时增强公司的盈利能力，促进公司可持续发展。

公司以智能刹车切入 ADAS，后期或迎高成长

智能驾驶产业兴起，提升行业新景气

快速成长的互联网已经渗入汽车之中，汽车开始随着朝着互联网、智能化、新能源方向的发展。随着对汽车安全、舒适及环保要求的提高，汽车智能化已成为汽车行业发展的新趋势，如何通过现代互联网技术提高汽车使用的安全性和

舒适性也成为整个行业的热点。中国汽车智能化受益于国内汽车市场的高景气度，并开始承接国际市场的产能转移，智能产业大潮正在到来。

苹果披露的 Titan 计划中预计在 2019-2020 年实现量产，谷歌计划在 2020 年量产无人驾驶车商业化。各大汽车制造商也纷纷加入无人驾驶的产业中，希望凭借自己的实力，在竞争中先发制人，取得优先权。

图 34: Google 无人驾驶车



资料来源: 互联网, 国信证券经济研究所整理

图 35: 百度无人驾驶汽车

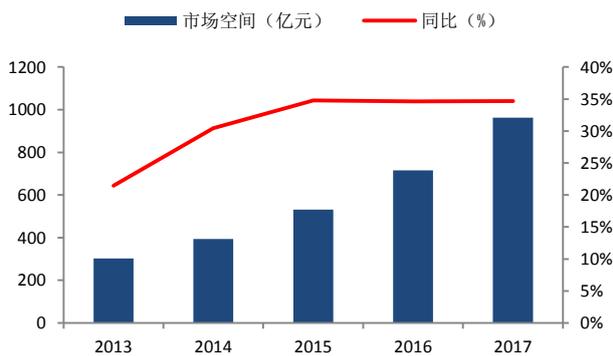


资料来源: 互联网, 国信证券经济研究所整理

无人驾驶开启盛宴，未来五年开启长期投资机会。随着汽车智能化的不断推进，无人驾驶将伴随着车企和互联网的不断布局开启行业盛宴。未来五年是大量互联网企业包括整车制造企业布局关键技术、道路测验、智能汽车概念车密集发布阶段，明年预计就会有更多可上路行驶的较为成熟的测验车，行业发展有望不断得到验证。

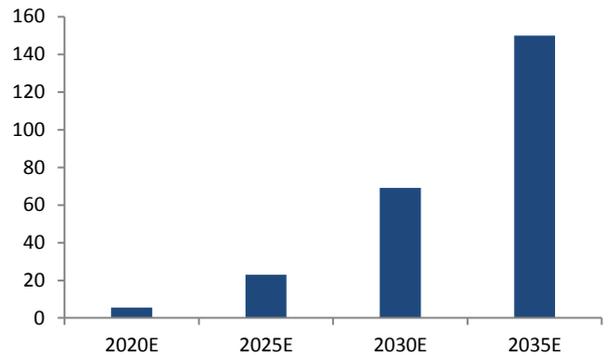
从各大车企与互联网巨头公布的计划看，2020 年将成为无人驾驶车辆商业化元年，并从此进入爆发增长。据 IHS 预测，2025 年全球无人驾驶汽车销量将达到 23 万辆，2035 年将达到 1180 万辆，届时无人驾驶汽车保有量将达到 5400 万辆。其中，北美市场上的份额将达到 29%，中国为 24%，西欧为 20%。

图 36: 无人驾驶产业的市场空间



资料来源: IHS、国信证券经济研究所整理

图 37: 全球无人驾驶汽车销量预测 (万辆)



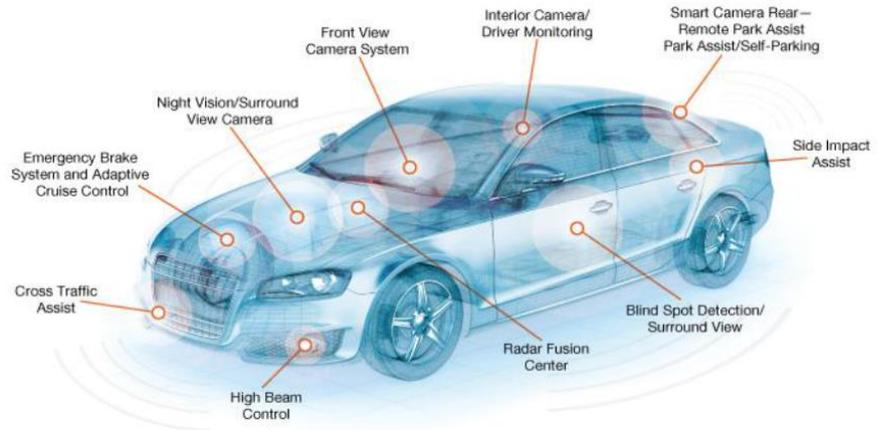
资料来源: IHS、国信证券经济研究所整理

智能驾驶快速催生 ADAS，产业格局已经形成

ADAS 是指利用雷达、激光、摄像头、传感器以及算法等多种技术分析汽车所处周遭环境，在碰撞或危险发生前就发出警报的系统。ADAS 利用 DSP 信号处理器或者高清图像处理器处理相关数据，再通过执行器改变汽车的行驶状态，或者将信息反馈给驾驶者改变车辆的行驶状态，从而增加汽车驾驶的安全和舒适性，其中 ADAS 最为重要的是处理传感器传来的数据，因而算法是系统处于

核心的部分。

图 38: 高级辅助驾驶系统



资料来源: 互联网, 国信证券经济研究所整理

ADAS 可以提供包括行人检测、车道偏离预警、夜视、交通标志识别、碰撞预警等多种功能。在驾驶过程中会面临非常复杂的交通状况，目前，司机还是主要依靠自己的感官刺激来对交通状况进行判定。在过往的几年中，由于汽车数目的增加，道路的交通情况变得越来越复杂，这使得司机需要具备传感器、控制器和制动器那样的能力。高级驾驶辅助系统是利用安装在车上的各式各样传感器，在汽车行驶过程中随时来感应周围的环境，收集数据，进行静态、动态物体的辨识、侦测与追踪，并结合导航仪地图数据，进行系统的运算与分析，从而预先让驾驶者察觉到可能发生的危险，有效增加汽车驾驶的舒适性和安全性。

表 6: ADAS 主要运用

系统名称	主要构成	系统功能
车道偏离报警系统	传感器、摄像头	当车辆离开其车道，或者接近道路边缘时，系统发出声音报警或者动作报警
交通标志识别系统	摄像头	提醒驾驶员注意前面的交通标志，以便驾驶员遵守这些标志
行人/障碍物/车辆探测 (PD) 系统	传感器、摄像头、雷达	提供很好的距离测量功能，在恶劣的天气条件下，性能表现出众，能够测量车辆的行驶速度
自适应巡航控制系统	传感器、雷达	用于保持车辆以恒定的车速行驶，与交通状况相适应，如果与前车距离太近，则会降速，在路况允许时，会加速到上限
夜视系统	传感器、摄像头	帮助驾驶员在很暗的条件下识别物体。这些物体一般超出了车辆大灯的视场范围
自适应远光控制系统	传感器、摄像头	使用了摄像机来探测交通状况（对面来车以及同向交通状况），根据这些状况，调亮或者调暗远光灯
驾驶员困倦报警系统	传感器	监视驾驶员的面部，测量其头部位移、眼睛（张开/闭上）以及其他类似的报警指示

资料来源: 国信证券经济研究所整理

ADAS 是主动安全和被动安全两大趋势的关键节点，具有重要战略意义。ADAS 可以提前预知危险发生并将警报反馈到车身控制系统，在危险发生前让汽车做出反应，起到连接主动与被动安全系统的作用。同时，ADAS 系统可以使车辆“了解”自己所处环境，从而 ADAS 是自动驾驶的技术基础，未来自动驾驶将

会内嵌 ADAS 系统。国际著名 ADAS 公司也纷纷公布自己的路线图，预计 2020 年之后自动驾驶汽车将会量产。

图 39: ADAS 市场规模驱动

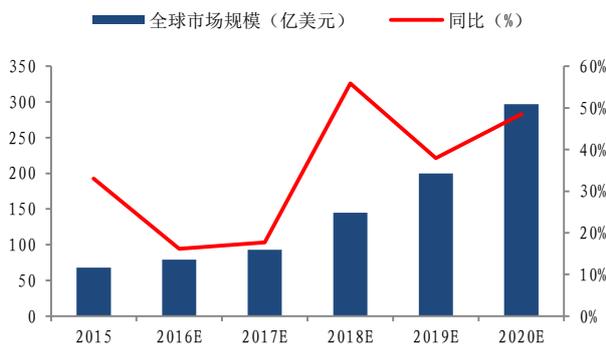


资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

我们认为 ADAS 系统将在全球与中国迅速铺开,到 2018 年市场规模将达到 178 亿人民币, 2014 至 2018 间 5 年复合增长率 25%,并且随着产业转移以及内地安全追赶和技术追赶步伐加快, 预计 2020 年之后增长率将会超过 30%。

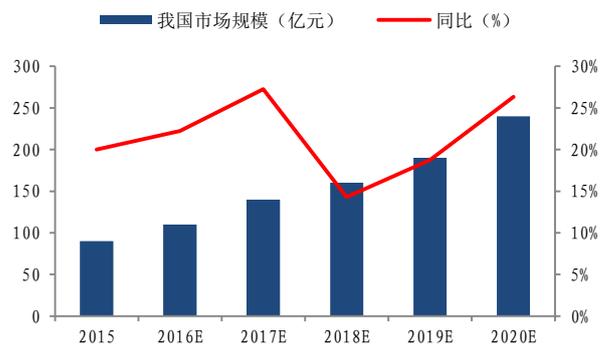
根据 IMS 数据显示,国内 ADAS 系统 12 年、13 年市场规模分别为 50.4 亿元、60.2 亿元,复合增速 20%左右;相当于 12、13 年配套量分别约为 84 万辆及 100 万辆左右;相当于 13 年渗透率仅为 0.7%左右,渗透率非常低。预计随着用户对主动安全需求提高及整车企业对 ADAS 推进,国内 ADAS 渗透率和配套量有望逐年提高。

图 40: ADAS 全球市场规模预计



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图 41: ADAS 中国市场规模预计



资料来源: 国信证券经济研究所整理

公司以智能刹车开始 ADAS 布局, 后期量产在即

安全性指标一直是汽车领域的核心标准之一。由于传统的被动安全技术如安全带、安全气囊、保险杠等并不能有效降低安全事故的发生, 被动安全技术已无法满足人们对安全性的要求。以智能刹车系统等技术为代表的主动安全技术可积极有效保障汽车行驶安全和预防事故发生, 同时对人们的驾乘习惯和感受带

来了新的变革。包括紧急自动刹车系统（AEB）、车身电子稳定系统（ESC）、主动车道保持、自适应巡航控制和自动泊车技术等在内的先进主动安全技术越来越多地应用到汽车上。智能刹车系统属于 AEB 执行层的关键系统，随着主动安全市场规模的扩大，智能刹车系统市场需求巨大。

图 42: AEB 在驾驶安全扮演重要的作用



资料来源：互联网，国信证券经济研究所整理

智能刹车系统作为无人驾驶执行层的核心零部件，为无人驾驶汽车的快速发展做好了重要铺垫。汽车智能刹车系统 IBS 由机械装置与电控单元组成，通过传感器感知驾驶者踩下刹车的力度和速度（判断驾驶者刹车意图），传递给电控单元，电控单元将信号处理之后传给助力机构中的伺服电机，在机械传动的放大机构驱动下，推动制动主泵工作，从而实现电控制动。由于 IBS 的踏板感和助力比是可设定的，可以极大改善刹车过程中的舒适性及准确性。另外，在汽车制动时，IBS 可以配合驱动电机实现汽车制动减速的同时，将动能转化为电能，实现制动能量的回收，可提高燃油经济性并起到节能环保的作用。智能刹车系统舒适性和节能环保的优良特性进一步扩大了其市场空间。

公司于 2011 年成立拓普智能刹车，从事电子真空泵等产品的生产和销售、并启动了 IBS 项目的研发。电子真空泵 2015 年实现营业收入 5600 万元，净利润 1700 万元，较 2013 年发展迅速。受益于国内汽车产销量、保有量的持续增加带来的市场需求，拓普智能刹车未来有望成为公司重要的业绩增长点。

此外，2016 年 4 月，公司发布非公开发行股票预案，公司拟以不低于 21.47 元/股非公开发行不超过 13,041.5 万股，募集资金不超过 28.0 亿元，募集资金拟用于汽车智能刹车系统项目、汽车电子真空泵项目。拓普集团汽车智能刹车系统项目和汽车电子真空泵项目的顺利实施，有利于提高拓普集团在汽车核心零部件领域的竞争力，保持世界领先的行业地位。也有助于公司扩大汽车电子业务规模，实现业务优化升级，使公司在主动安全、无人驾驶（智能驾驶）与新能源汽车核心部件的研发和生产方面实现重大突破，保持公司在汽车核心零部件领域的领先地位。

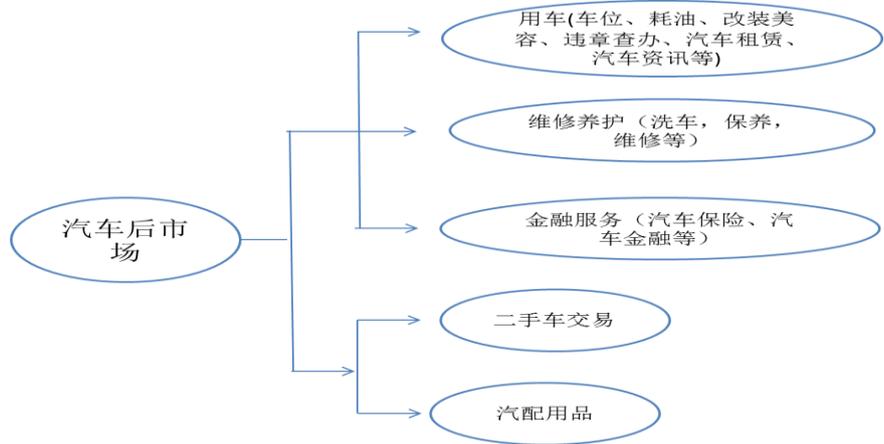
公司进军汽车后市场，期待新业务业绩放量

汽车后市场蛋糕巨大，迎来黄金时代

截止 2015 年底，我国汽车保有量已经超过 1.7 亿辆，汽车存量市场规模巨大，

带来的汽车后市场快速发展（汽车后市场是指汽车销售以后，围绕汽车使用过程中的各种服务，其子行业主要包括养护维修、二手车交易、汽车租赁、汽车保险、汽车金融等方面。目前，我国汽车后市场处于发展初期，主要集中在养护维修、二手车交易、汽车租赁三个方面）。

图 43: 汽车后市场划分



资料来源: 国信证券经济研究所整理

随着汽车后市场对国民增长的贡献越来越大，包含养护维修、二手车、汽车租赁和汽车金融等在内的汽车后市场越来越受到中央政府的重视，2014年9月出台的《关于促进汽车维修业转型升级、提升服务质量的指导意见》具有重大意义，揭开了资本市场对汽车后市场关注度的序幕，为养护维修行业的发展开启了扫除障碍之路。

表 7: 汽车后市场相关政策

时间	相关政策
2014年9月	十部委发布《关于促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》
2014年9月	《汽车品牌销售管理实施办法》修订征求意见稿
2014年4月	汽车流通协会向国税局提交《调整二手车交易增值税征收方式的建议报告》
2015年2月	《汽车维修技术信息公开实施管理办法》征求意见稿

资料来源: 互联网, 国信证券经济研究所整理

以维修件为切入点，重点打造汽配平台

2015年9月，公司决定出资人民币10,000万元在宁波市北仑区小港街道设立全资子公司宁波拓普悬架系统有限公司。同时公司决定出资人民币10,000万元在宁波市梅山保税区设立全资子公司“宁波拓普修车宝电子商务有限公司”，这意味着，基于20多年国内国际售后市场经验，拓普集团正式进军汽车后市场电商领域。

拓普依托现有产品，以技术维修件为切入点，重点打造B2B汽配平台。公司在购买基础数据基础上，打造自有的汽配数据库，以减震产品自产，其他产品做开放平台。拓普在国内外OEM和AM市场深耕多年，在零部件仓储、物流、车型匹配等环节拥有丰富的经验。后市场是拓普的培育业务，短期对公司业绩贡献有限，随着业务的培育，中长期我们相对看好公司在后市场业务中能够分一杯羹。

盈利预测与投资建议

预测结果

我们预计公司 16、17、18 年每股收益分别为 0.77 元、0.96 元和 1.18 元，动态市盈率分别是 42.6 倍、34.2 倍和 27.9 倍。按照同类企业 2016 年 56.9 倍平均估值，我们给予公司“买入”评级，参照可比公司 2016 年 56.9 倍 P/E，我们认为公司合理估值为 43.84 元。

表 8: 可比公司估值表

证券简称	16/6/27 收盘价	ROE (%)	每股收益			市盈率		
			14	15	16E	14	15	16E
均胜电子	38.75	12.87	0.55	0.61	0.89	70.45	63.52	43.54
双林股份	43.00	12.14	0.47	0.62	0.85	91.49	69.35	50.59
亚太股份	18.95	5.61	0.60	0.19	0.26	31.58	99.74	72.88
得润电子	29.10	5.55	0.24	0.19	0.34	122.32	149.77	85.59
星宇股份	45.52	14.38	1.14	1.22	1.42	40.01	37.17	32.06
平均		10.11						56.93
拓普集团	32.85	17.64	0.61	0.63	0.77	53.85	52.19	42.59
按照均值 测算合理 估值								43.84

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

第一，如果中国宏观经济增长大幅趋缓，将导致汽车行业产销增长不能达到预期；

第二，主业 NVH 相关产品新客户拓展缓慢，销量增长速度低于预期，导致业绩增长缓慢；

第三，公司战略执行力不够，研发团队建设缓慢，汽车电子 IBS 等产品研发进展低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	422	422	422	422	营业收入	3007	3587	4393	5381
应收款项	856	1022	1252	1533	营业成本	2141	2522	3075	3767
存货净额	672	794	968	1189	营业税金及附加	17	20	24	30
其他流动资产	622	717	879	1076	销售费用	151	179	211	248
流动资产合计	2573	2955	3520	4221	管理费用	277	333	402	491
固定资产	1240	1551	1785	1896	财务费用	(9)	(4)	0	2
无形资产及其他	173	167	161	155	投资收益	40	42	42	42
投资性房地产	86	86	86	86	资产减值及公允价值变动	(8)	(8)	(8)	(8)
长期股权投资	59	59	59	59	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4130	4818	5610	6417	营业利润	463	571	713	878
短期借款及交易性金融负债	0	381	490	448	营业外净收支	13	13	13	13
应付款项	830	992	1210	1487	利润总额	476	583	726	890
其他流动负债	120	146	177	217	所得税费用	66	81	101	124
流动负债合计	949	1519	1877	2152	少数股东损益	1	1	2	2
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	409	501	623	764
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	(230)	(230)	(230)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	949	1289	1647	1922	净利润	409	501	623	764
少数股东权益	25	26	27	28	资产减值准备	5	3	1	1
股东权益	3156	3503	3936	4466	折旧摊销	116	134	163	186
负债和股东权益总计	4130	4818	5610	6417	公允价值变动损失	8	8	8	8
					财务费用	(9)	(4)	0	2
关键财务与估值指标					营运资本变动	(775)	(191)	(314)	(383)
每股收益	0.63	0.77	0.96	1.18	其它	(4)	(2)	0	1
每股红利	0.19	0.24	0.29	0.36	经营活动现金流	(241)	453	482	577
每股净资产	4.86	5.40	6.06	6.88	资本开支	(376)	(451)	(401)	(301)
ROIC	15%	14%	15%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	13%	14%	16%	17%	投资活动现金流	(375)	(451)	(401)	(301)
毛利率	29%	30%	30%	30%	权益性融资	1392	0	0	0
EBIT Margin	14%	15%	15%	16%	负债净变化	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	18%	19%	19%	19%	支付股利、利息	(125)	(153)	(191)	(234)
收入增长	10%	19%	22%	23%	其它融资现金流	(199)	381	110	(43)
净利润增长率	2%	23%	24%	23%	融资活动现金流	944	(3)	(81)	(276)
资产负债率	24%	27%	30%	30%	现金净变动	327	0	0	0
息率	1%	1%	1%	1%	货币资金的期初余额	95	422	422	422
P/E	47.4	38.7	31.1	25.4	货币资金的期末余额	422	422	422	422
P/B	6.1	5.5	4.9	4.3	企业自由现金流	(672)	(49)	34	230
EV/EBITDA	37.8	31.0	24.9	20.6	权益自由现金流	(870)	105	143	186

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郦彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化/零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
		蓝逸翔	021-60933164	邵潇	0755-22940659
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
王东	010-88005309			黄道立	0755-82130685
徐培沛	0755-22940793			刘宏	0755-22940109
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liuying@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏坤	13726685252	吴国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁佳	0755-25472670 13602596740
王玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	黄明燕	18507558226	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪婧	18616741177	刘紫微	13828854899	夏雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林若	13726685252			吴翰文	13726685252
赵海英	010-66025249 13810917275	张南威	13726685252				
zhaohy@guosen.com.cn		周鑫	13726685252				