

拓普集团 (601689) 深度报告

证券研究报告
2016年11月25日

吉利+通用+特斯拉的拓普 NVH+IBS 的 TOP

摘要:

国内汽车 NVH 龙头，客户结构优质：吉利+通用+特斯拉。公司是国内汽车 NVH (减震器+隔音器) 龙头，客户资源优质稳定，重点绑定吉利与通用，进入特斯拉供应商体系。吉利正处于快速上升期，公司作为其主要供应商将优先受益；与通用深入合作，连续获得海外 A 点订单，加快海外市场布局；成为特斯拉 Model 3 铝合金部件供应商，轻量化产品进展顺利。

吉利+：车型单车配套价值量大+配套比例高，分享成长。吉利借助沃尔沃打造全球化的研发和供应体系，今年投放多款明星车型开启超强产品周期，2H17 中高档品牌 LYNK&CO 新车将上市突破崛起天花板。公司作为其核心供应商，已全面配套吉利明星车型，未来还将继续供应新车。吉利今明两年销量增速预计能达到 47%和 52%，有望为公司今明两年的营收增速分别带来 18pp 和 18pp 的贡献。

通用+：A 点订单逻辑逐步兑现，订单+布局共同合作。公司减震器先后获得通用全球 8 年 10 亿元和 6 年 16.7 亿元同步研发项目大单，通用全球 A 点订单逻辑逐渐兑现，未来有望逐步获得更多海外订单。公司隔音器积极向上游延伸，全产业链成本控制能力强，是国内唯一一家掌握软内饰环保原材料生产技术的供应商，具备稀缺性。

特斯拉+：为数不多的国内特斯拉供应商。公司铝合金悬架顺应轻量化趋势，率先打破外资垄断，并拥有优质客户，业绩稳健增长，盈利能力不断提高。公司的铝合金底盘结构件进入特斯拉 Model 3 (目前订单接近 40 万辆) 供应体系，未来有望顺利拓展其他客户，打造轻量化优质标的。

电动化：电子真空泵 (EVP) 顺应电动化趋势，小产品大利润。EVP 广泛应用于新能源汽车与涡轮增压发动机，未来市场可挖掘空间大。公司拟定增 4.3 亿用于年产 260 万套 EVP，预计达产后将贡献 10 亿元收入与 1.5 亿净利润。EVP 市场被德国海拉、大陆、韩国永信所掌控，公司是自主品牌中少有的具备 EVP 量产能力的企业，逐步实现进口替代。

智能化：精准卡位智能汽车执行层，牢牢把握智能化趋势。智能刹车系统 (IBS) 是自动紧急刹车 (AEB) 的首选。公司 IBS 开发进度处于市场前列，拟定增 19.6 亿元用于年产 150 万套 IBS 项目，精准卡位智能汽车执行层面，预计 2018 年达产，有望成为全球第三家具备量产能力的供应商，产能全部利用预计将为公司贡献约 30 亿元收入与 6.3 亿元净利润。

投资建议：

NVH 龙头绑定吉利+通用+特斯拉保证业绩稳定快速增长；积极布局汽车电子方向，布局电子真空泵+卡位智能汽车执行端，向上空间打开；大股东持股比例高+在手现金充足，具备外延预期。假设 17 年增发 1.15 亿股，预计 2016-2018 年摊薄后 EPS 分别为 0.90、1.00、1.29 元，业绩增速 43%、31%、28%，对应 PE 分别为 33X、30X、23X，维持“买入”评级。

风险提示：汽车产销不及预期；公司订单不及预期；新业务进展不及预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,736.86	3,007.21	3,822.17	4,884.73	6,066.83
增长率(%)	18.54	9.88	27.10	27.80	24.20
EBITDA(百万元)	539.97	569.58	680.97	900.81	1,140.00
净利润(百万元)	398.99	408.54	585.49	766.07	984.20
增长率(%)	17.53	2.39	43.31	30.84	28.47
EPS(元/股)	0.61	0.63	0.90	1.00	1.29
市盈率(P/E)	48.79	47.65	33.25	29.91	23.28
市净率(P/B)	13.19	6.17	5.58	3.61	3.30
市销率(P/S)	7.11	6.47	5.09	4.69	3.78
EV/EBITDA	0.00	30.90	27.10	21.69	16.66

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	29.99 元
目标价格	40 元
上次目标价	40 元

基本数据

总股本(百万股)	649.10
流通股本(百万股)	170.70
总市值(百万元)	19,466.51
流通 A 股市(百万元)	5,119.29
每股净资产(元)	4.90
资产负债率(%)	26.23
一年内最高/最低(元)	35.10/16.21

崔琰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100005
cuiyan@tfzq.com

鲁家瑞 联系人
lujiarui@tfzq.com

张程航 联系人
zhangchenghang@tfzq.com

周沐 联系人
zhoumu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《拓普集团-季报点评:拓普集团三季报点评》 2016-10-28
- 2 《拓普集团-公司点评:再获通用全球定点大单 业绩增长动力强劲》 2016-10-25

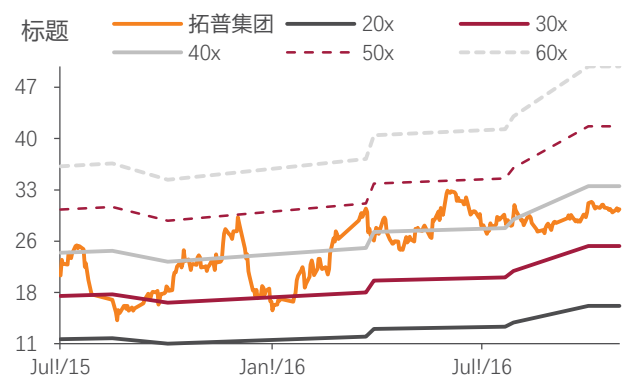
关注我们



扫码关注
天风证券
研究所官方微信

PE-Band (公司报告必备)

拓普集团历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

PB-Band (公司报告必备)

拓普集团历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

1 公司概况：主业 NVH 增长可期 新项目亮点不断	6
1.1 公司简介：汽车 NVH 龙头 客户结构优质	6
1.2 主营业务：主业增长稳健 铝合金悬架与 EVP 提供新动力	7
1.3 公司股权：大股东持股比例高 定增不会影响公司控制权	8
1.4 财务状况：营运状况健康 在手现金充足	8
2 减震器海外布局顺利 隔音器受益政策红利	10
2.1 募投项目产能释放 抢占汽车 NVH 千亿市场	10
2.2 减震器：获得通用汽车 A 点订单 全球布局进入新起点	12
2.2.1 主攻 OEM 市场 打造汽车橡胶减震器龙头	12
2.2.2 多次获得通用全球 A 点大单 海外拓展进展顺利	14
2.3 隔音器：成本控制能力强 受益政策红利稀缺标的	15
2.4 成立拓普修车宝电子商务 打造 B2b 汽配平台	17
3 轻量化：增长动力十足 结构件进入特斯拉体系	18
3.1 为什么说轻量化是汽车发展的必然趋势？	18
3.2 汽车铝合金需求迫切 国内市场增长更迅速	19
3.2.1 汽车铝合金被快速推广 并向中低端车型渗透	19
3.2.2 中国汽车市场对铝合金的需求会更大	20
3.3 公司轻量化储备充分 业绩释放速度快	20
3.4 进入特斯拉供应体系 构建轻量化优质标的	22
4 电动化：EVP 自主品牌龙头 受益于进口替代	24
4.1 EVP：独立刹车真空泵 逐步打开新增市场	24
4.2 新能源汽车首选 分享产业变革盛宴	25
4.3 涡轮增压发动机刚需 符合汽车节能减排需求	26
4.4 EVP 自主品牌龙头 定增推动进口替代	26
5 智能化：IBS 卡位执行端 争做智能驾驶领导者	28
5.1 ADAS+V2X=智能网联汽车 卡位执行端是关键	28
5.1.1 ADAS 发力先行 V2X 迎来产业向上拐点	28
5.1.2 AEB：ADAS 最核心功能 覆盖“感知+判断+执行”三大模块	29
5.1.3 看好底盘电子制动零部件供应商布局智能驾驶	30
5.2 通过 IBS 卡位执行层 分享智能驾驶盛宴	31
6 重要客户分析：绑定通用 受益吉利	34
6.1 绑定通用全球 积极应对汽车智能化	34
6.2 受益吉利：吉利产业链最受益标的	34
7 拟定增 24 亿元 精准卡位智能汽车执行层	37
8 盈利预测与投资评级	38
9 风险提示	38

图表目录

图 1: 公司橡胶减震器在汽车中的应用	6
图 2: 公司隔音器在汽车中的应用	6
图 3: 公司国内市场分布图	6
图 4: 公司国外市场分布图	6
图 5: 2014 年公司前五大客户	7
图 6: 营业收入及同比增速 (单位: 百万元, %)	7
图 7: 净利润及同比增速 (单位: 百万元, %)	7
图 8: 公司 2016H1 毛利构成 (单位: %)	8
图 9: 公司 2016H1 各产品毛利率 (单位: %)	8
图 10: 公司股权结构	8
图 11: 流动比率和速动比率 (单位: 倍)	9
图 12: 资产负债率 (单位: %)	9
图 13: 车内噪声和振动的传递路径图	10
图 14: NVH 产品分类及应用	10
图 15: 橡胶减震器国内市场容量 (单位: 亿元)	11
图 16: 橡胶减震器全球市场容量 (单位: 亿元)	11
图 17: 汽车隔音器国内市场容量 (单位: 亿元)	11
图 18: 汽车隔音器全球市场容量 (单位: 亿元)	11
图 19: 公司橡胶减震器的市场占有率情况 (单位: %)	12
图 20: 公司隔音器的市场占有率情况 (单位: %)	12
图 21: 悬置在动力总成系统上的应用	12
图 22: 汽车动力总成悬置产品的发展趋势	12
图 23: 悬架衬套在汽车中的具体应用	13
图 24: OEM 市场中的多层级供应商体系	13
图 25: 2014 年减震器五大客户 (单位: %)	14
图 26: 通用汽车全球销量及同比增速 (单位: 万辆, %)	14
图 27: 公司为海外拓展所做准备	15
图 28: 公司为海外拓展所做准备	15
图 29: 2014 年隔音器前五大客户 (单位: %)	16
图 30: 2014 年隔音器前五大客户 (单位: %)	17
图 31: PM 2.5 来源 (北京环保局) (单位: %)	18
图 32: PM 2.5 来源 (上海环保局) (单位: %)	18
图 33: 各地区的汽车减排计划	19
图 34: 汽车悬架控制臂	21
图 35: 汽车悬架连杆	21
图 36: 公司铝合金悬架营收及同比增速 (单位: 百万元, %)	21
图 37: 公司铝合金悬架业务毛利率 (单位: %)	21
图 38: 公司在汽车悬架系统方面的布局	22
图 39: 特斯拉 Model S	22
图 40: 特斯拉 Model X	22
图 41: 特斯拉 Model S 全铝制车身分解	23

图 42: 特斯拉 Model 3.....	23
图 43: 真空泵应用示意图.....	25
图 44: 汽车 EVP.....	25
图 45: 活塞泵、隔膜泵与 EVP 性能对比.....	25
图 46: 新能源汽车月度销量 (2014/01-2016/09).....	26
图 47: 新能源汽车电子真空泵市场容量 (单位: 百万元).....	26
图 48: 涡轮增压汽车电子真空泵市场容量测算 (单位: 百万元).....	26
图 49: 公司 EVP 营收及同比增速 (单位: 百万元, %).....	27
图 50: 公司 EVP 毛利率 (单位: %).....	27
图 51: ADAS 智能驾驶具体应用.....	29
图 52: V2X 实现车与车、车与道路的交互.....	29
图 53: 执行端是实现智能驾驶的核心.....	29
图 54: 欧美 ECU 市场竞争格局 (单位%).....	31
图 55: 日本 ECU 市场竞争格局 (单位: %).....	31
图 56: 博世智能刹车系统 (IBS).....	31
图 57: 瀚德 EMB 产品.....	31
图 58: iBooster 可实现多种刹车方式.....	32
图 59: iBooster 与智能驾驶可实现完美配合.....	32
图 60: 重卡安装 AEB 系统.....	32
图 61: ACC 实现智能跟车.....	32
图 62: 公司有望成为全球第三家具备 IBS 量产能力的公司.....	33
图 63: Super Cruise 技术可实现自动跟车与刹车.....	34
图 64: 车联网技术实现车车互联.....	34
图 65: 浙江吉利控股集团发展历史.....	35
图 66: 吉利博越.....	35
图 67: 帝豪 GS.....	35
表 1: 首次发行募集资金投资项目概况.....	11
表 2: 公司橡胶减震器的主要竞争对手.....	13
表 3: 公司隔音器的主要竞争对手.....	16
表 4: 大众 Golf 铝合金使用效果前后对比.....	19
表 5: 车企铝合金使用现状及未来发展动态.....	20
表 6: 汽车铝合金市场空间预测.....	20
表 7: 大陆 EVP 配套车型.....	24
表 8: 海拉 EVP 配套车型.....	24
表 9: 智能网联汽车分类.....	28
表 10: AEB 各地区主要政策.....	30
表 11: 吉利汽车 2016-2020 年销量预计 (万辆).....	36
表 12: 2016/2017 年吉利新车销量上升对公司经营业绩影响的测算.....	36
表 13: 公司定增主要实施项目.....	37

1 公司概况：主业 NVH 增长可期 新项目亮点不断

1.1 公司简介：汽车 NVH 龙头 客户结构优质

公司是国内汽车 NVH 领域（减震器+隔音器）龙头。公司主要产品为扭震、悬置、衬套等三大类橡胶减震器以及前围板、行李箱隔板、顶棚、主地毯等隔音器，其中橡胶减震器销售额国内排名第一，隔音器销售额国内排名第六。

图 1：公司橡胶减震器在汽车中的应用



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 2：公司隔音器在汽车中的应用



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

拥有优质稳定的客户资源，市场遍布国内外。在国内市场，公司主要的客户有上汽通用、吉利、长安福特、上汽通用五菱、一汽大众、上海汽车、北京奔驰、华晨集团、福田汽车等整车厂；同时也是佛吉亚烟台、上海纳铁福等系统集成供应商重要配套商。在国外市场，公司客户主要分布在北美和欧洲地区，整车客户包括通用汽车、克莱斯勒、奥迪、宝马等零部件供应商主要有费比、法雷奥、阿文美驰、本特勒等。

图 3：公司国内市场分布图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

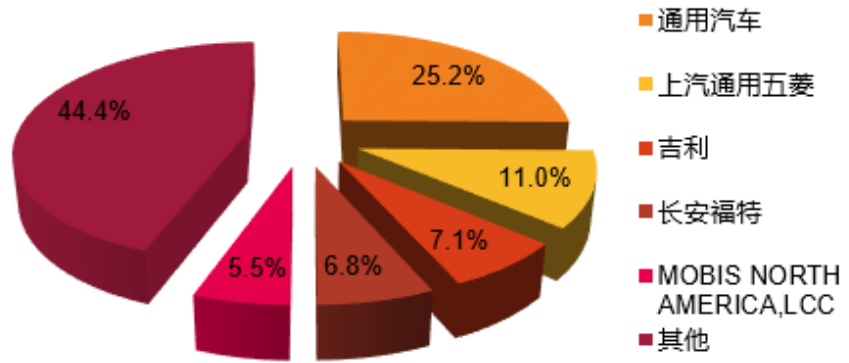
图 4：公司国外市场分布图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

吉利与通用为公司重点客户，为业绩提供增长来源。公司 2014 年营收前五大客户依次为通用汽车（25.2%）、上汽通用五菱（11.0%）、吉利（7.1%）、长安福特（6.8%）和 Mobis（5.5%），总营收占比达 55.6%；2015 年，公司前五大客户营收占比 56.9%，基本保持稳定。我们认为，公司先后拿到通用全球 8 年 10 亿元与 6 年 16.7 亿元海外 A 点订单，未来业绩增长可观；重点配套客户吉利正处于上升期，营收占比将大幅度提高（预计 2016 年、2017 年新车配套的销售占比分别 13%和 25%）。

图 5：2014 年公司前五大客户



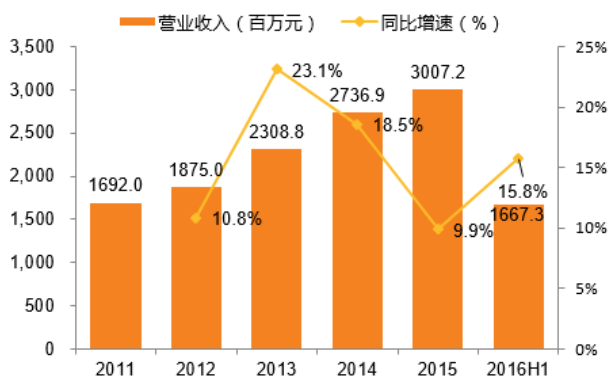
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

研发实力雄厚，成为通用汽车、特斯拉等客户的同步研发供应商。公司研发中心被认定为“国家级测试中心”，并于 2013 年成立博士后流动站，并凭借一流的研发能力、生产工艺及制造水平先后进入通用汽车、克莱斯勒、奥迪、宝马等汽车制造商巨头全球采购体系，并与美国通用、克莱斯勒等终端客户及其一级供应商在同步研发过程中确定战略合作关系。2016 年 8 月 23 日，公司披露：公司已经进入特斯拉 Model 3 轻量化铝合金底盘结构件的供应体系，成为 Model 3 的同步研发供应商。

1.2 主营业务：主业增长稳健 铝合金悬架与 EVP 提供新动力

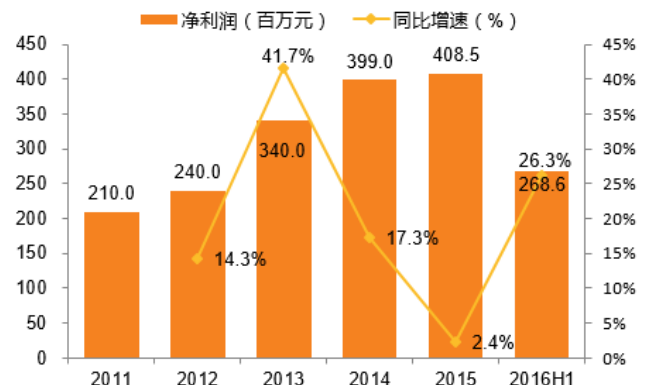
公司盈利能力优良，铝合金悬架与 EVP 提供增长动力。2011-2015 年，公司营业收入年均复合增长率为 15.5%；2016H1，公司营业收入 16.7 亿元，同比增长 15.8%，优于市场整体表现（2016H1，乘用车累计销量同比增长 9.1%）。公司业绩优于市场整体表现的主要原因是：传统主业减震器与隔音器营业收入增长稳健，铝合金悬架与 EVP 开始释放业绩。2011-2015 年，公司净利润年均复合增长率为 18.1%；2016H1，公司实现净利润 2.7 亿元，同比增长 26.3%，净利润增幅高于营收增幅主要原因为公司产品结构的改善和汽车终端市场的回暖。

图 6：营业收入及同比增速（单位：百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：净利润及同比增速（单位：百万元，%）

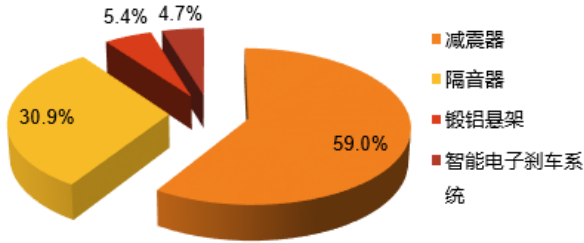


资料来源：Wind，天风证券研究所

产品结构的改善将继续提高公司整体毛利率。公司毛利主要来源于减震器与隔音器（占比高达 90%），其中，减震器的毛利率一直保持在 30%以上（2016H1 34.9%）。2016H1，公司毛利率同比提升 2.5 个百分点，高达 30.5%；我们认为未来公司毛利率还有一定的提升空间，主要原因在于：1）EVP 技术门槛高，毛利率高达 46.8%，智能刹车系统（IBS）毛利率可能还要高；公司定增项目达成后，EVP 与 IBS 放量将直接带动毛利率的快速提升；

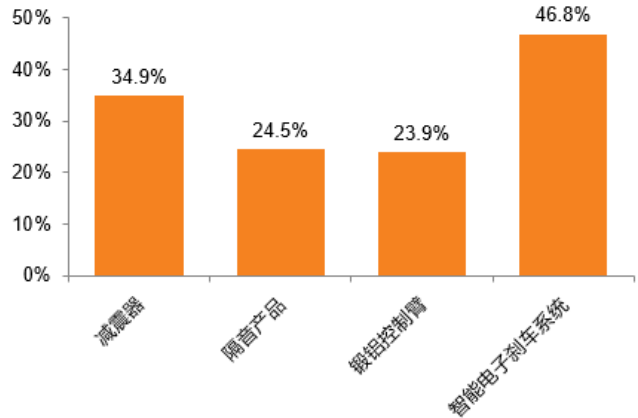
2) 铝合金悬架不断放量, 规模效应形成, 毛利率稳中有升, 2016H1 毛利率提升 3.3 个百分点, 达到 24%。

图 8: 公司 2016H1 毛利构成 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 公司 2016H1 各产品毛利率 (单位: %)



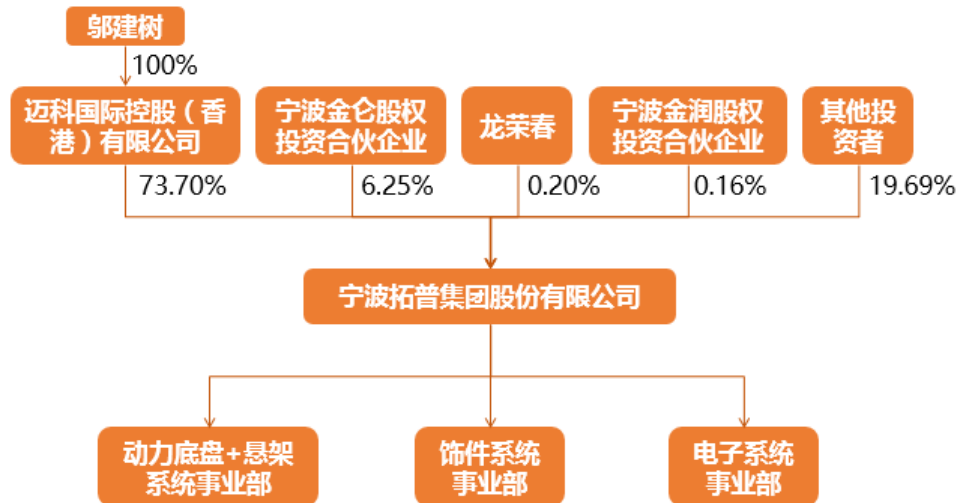
资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.3 公司股权: 大股东持股比例高 定增不会影响公司控制权

大股东引入职业经理人管理制度。迈科香港为公司控股股东, 持有公司 73.70% 的股份; 邬建树通过持有公司控股股东迈科香港 100% 的股权成为公司的实际控制人。公司一直十分重视现代企业制度建设, 借鉴国际先进的管理模式, 引入职业经理人模式, 形成较为合理的权力制衡体系, 能够有效避免大股东因个人主观判断错误对公司造成的损失。

定增预案不会影响公司控制权。2016 年 9 月 15 日, 公司发布非公开发行股票预案 (二次修订稿), 计划非公开募集资金总额不超过 23.95 亿元, 公司实际控制人邬建树先生承诺拟用于认购本次非公开发行股份的金额不低于人民币 1.38 亿元。如果按照本次非公开发行数量上限发行, 实际控制人邬建树先生以 13,800.00 万元认购测算, 非公开发行完成后, 迈科香港的持股比例下降至 62.62%, 邬建树先生的持股比例下降至 63.55%, 迈科香港仍为公司的控股股东, 邬建树先生仍为公司的实际控制人。

图 10: 公司股权结构

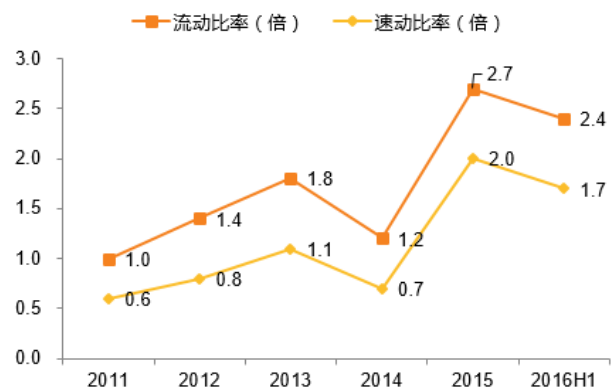


资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.4 财务状况: 营运状况健康 在手现金充足

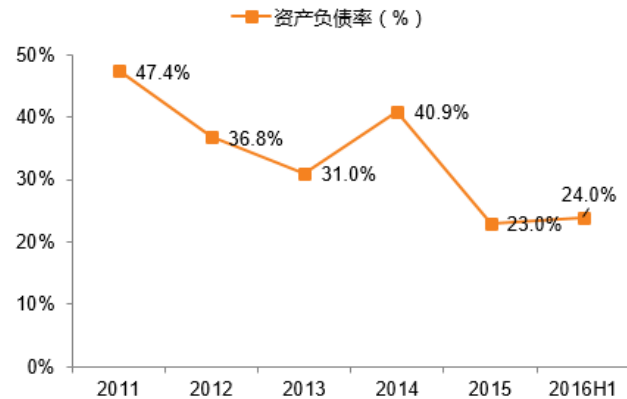
公司运营状况健康，资产负债率逐年降低。2011 年到 2016H1，公司流动比率和速动比率呈上升趋势，短期变现能力增强；资产负债率呈下降趋势，财务运营健康。同时，截至 2016H1，公司货币资金接近 6 亿元，在手现金充足，未来外延布局期望高。

图 11: 流动比率和速动比率 (单位: 倍)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: 资产负债率 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

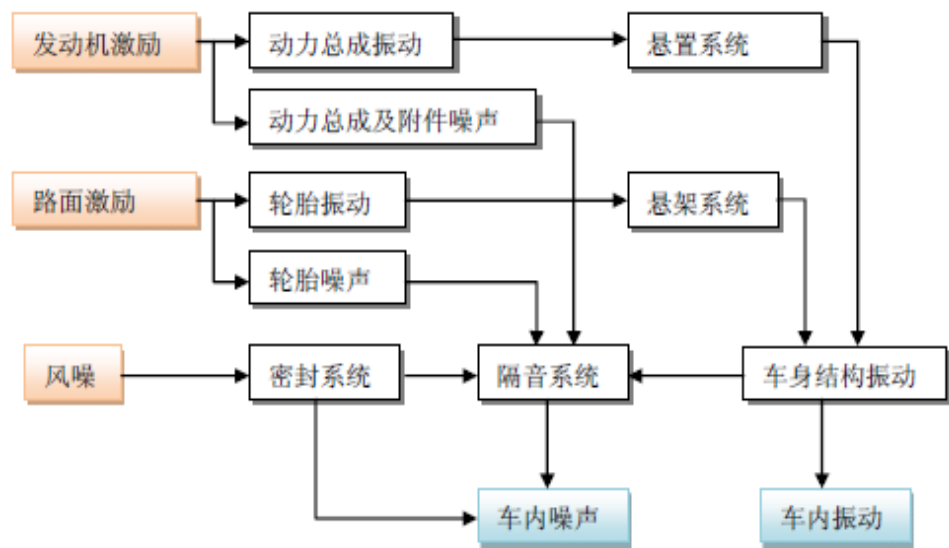
2 减震器海外布局顺利 隔音器受益政策红利

2.1 募投项目产能释放 抢占汽车 NVH 千亿市场

NVH 实际上指的是汽车额的减震与降噪。车内噪声主要来自于动力总成的振动噪音和底盘、车身等结构件引起的结构噪音；车内振动主要来自于动力总成自身振动和路面激励引起的振动。

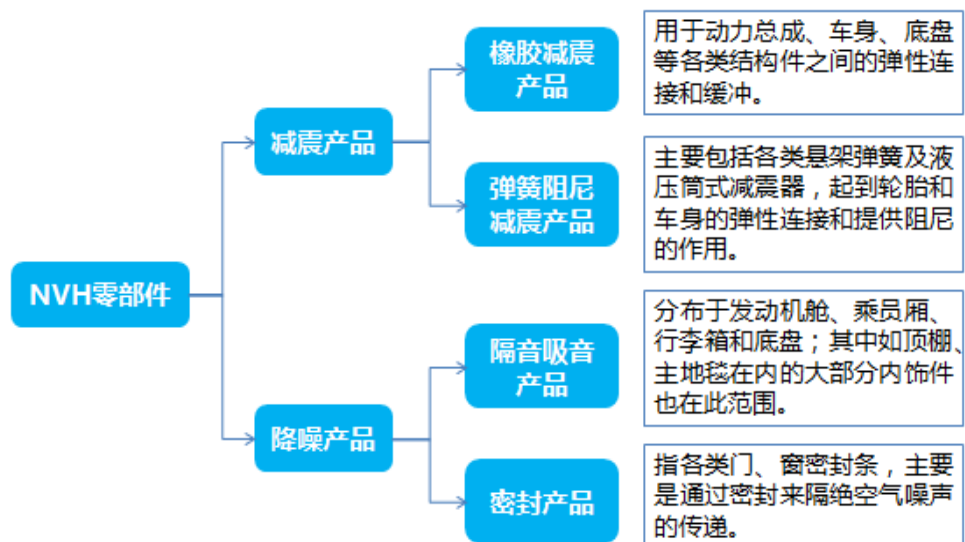
车 NVH 零部件通常分为减震产品和降噪产品两大类。减震产品主要包括橡胶减震器和弹簧阻尼减震产品，降噪产品主要分为隔音吸音产品和密封产品，公司的产品主要是橡胶减震器与隔音吸音器。

图 13：车内噪声和振动的传递路径图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 14：NVH 产品分类及应用

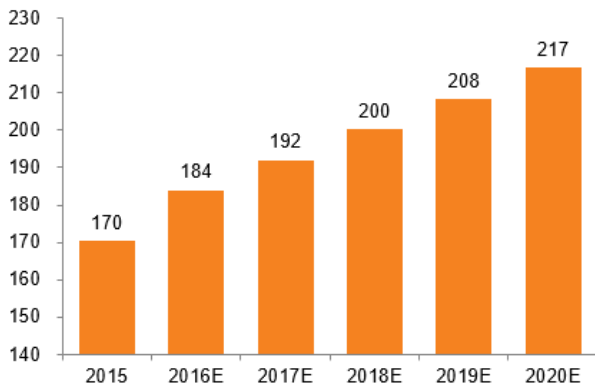


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

胶减震器全球市场近千亿。假设乘用车每套汽车橡胶减震器的平均价格为 570 元，每年价格降幅为 2.5%；2015 年国内乘用车销量达到 2,100 万辆，预计到 2020 年产销将达到 2,800

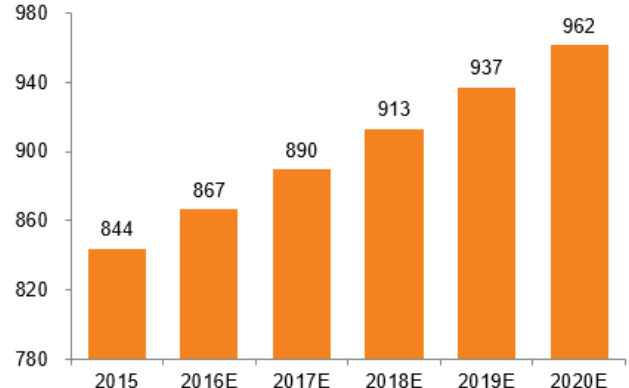
万辆，则 2020 年国内橡胶减震器 OEM 市场达到 140 亿元；考虑到 AM 的市场容量，市场总容量接近 220 亿元。对于全球市场来讲，2015 年全球橡胶减震器市场容量约为 840 亿元，预计 2020 年将达到 960 亿元，接近千亿元市场规模。

图 15：橡胶减震器国内市场容量（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

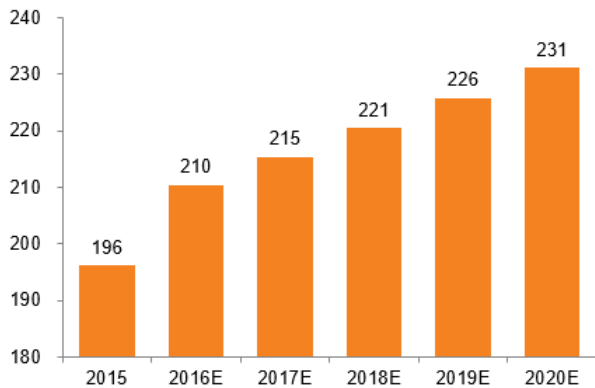
图 16：橡胶减震器全球市场容量（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

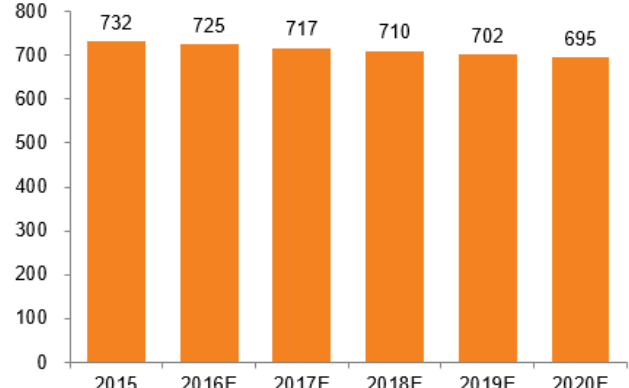
汽车隔音器全球市场接近 700 亿元。通常情况下，汽车隔音件只有在汽车发生事故才会更换，因此其 AM 市场容量很小，可忽略不计。我们假设乘用车每套汽车隔音器平均价格为 930 元，每年价格降幅为 2.5%，预计到 2020 年国内汽车隔音器的 OEM 市场容量约为 230 亿元。对于全球市场来讲，考虑到全球汽车销量增速放缓和隔音器价格下降等因素，预计 2015-2020 年全球市场规模基本维持在 700-730 亿元。

图 17：汽车隔音器国内市场容量（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 18：汽车隔音器全球市场容量（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

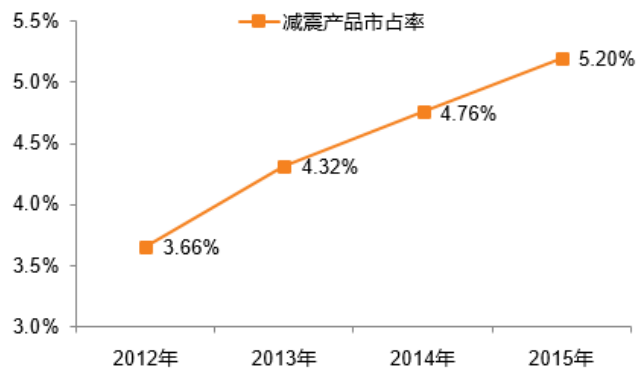
募投项目的逐步放量有助于提升产品市场竞争力和市占率。2013 年公司减震器和隔音器的产能分别为 230 万套和 100 万套；通过募集项目，快速扩张产能，预计到 2017 年减震器和隔音器年产能分别将达到 490 万套和 180 万套。一方面，募投项目提高了公司产品的技术含量和附加值，促使产品向高端发展；另一方面，公司产出规模加大后，单位产品成本有所降低，市场竞争力增强，产品市占率不断提高。

表 1：首次发行募集资金投资项目概况

项目名称	项目内容	投资金额 (万元)	2013 年产能 (万套)	2017 年产能 (万套)
减震器	年产 260 万套汽车减震器项目	85,527	230	490
隔音器	年产 80 万套汽车隔音件项目	43,626	100	180
其他	补充流动资金	30,000	-	-

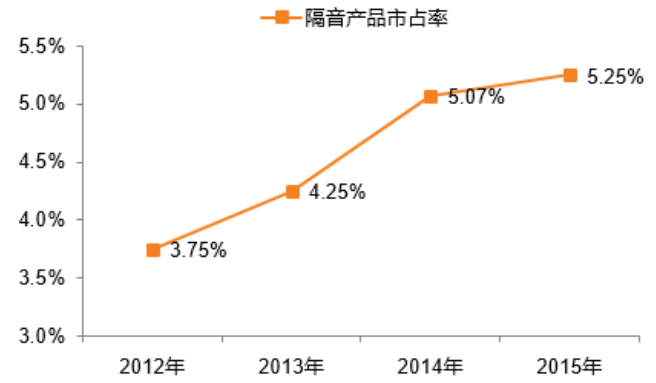
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：公司橡胶减震器的市场占有率情况（单位：%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 20：公司隔音器的市场占有率情况（单位：%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

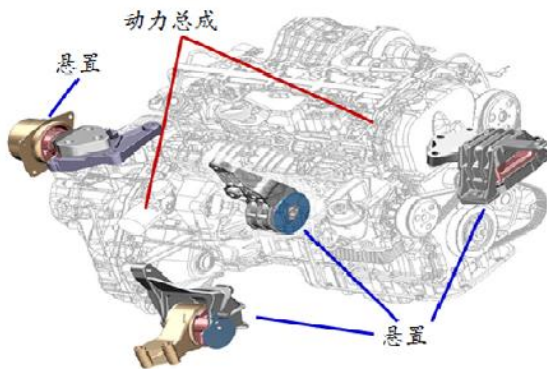
2.2 减震器：获得通用汽车 A 点订单 全球布局进入新起点

2.2.1 主攻 OEM 市场 打造汽车橡胶减震器龙头

橡胶减震器被广泛应用于动力总成悬置与底盘衬套。由于橡胶是具有可逆变形的高弹性聚合物材料，在一定范围内，可以通过配方来调节其阻尼特性，因此被广泛地应用于各类汽车减震产品中。该产品主要是“金属-橡胶”复合产品，也有“金属-橡胶-液体”复合产品；在橡胶减震器中，动力总成悬置及底盘衬套是最具代表性的产品。

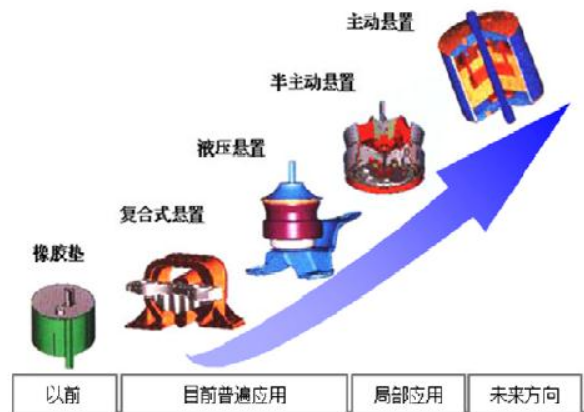
半主动悬置与主动悬置是动力总成悬置的发展趋势。随着动力总成的深入研究，汽车对于橡胶减震器不再是简单橡胶垫的要求，而是要求根据系统要求在悬置的不同方向上给予不同的刚度，由此推出了液压悬置，并得到了广泛的推广应用。为了进一步优化发动机性能，高技术含量的半主动悬置和主动悬置应运而生，并在中高端汽车中得到普及，未来将逐步取代现有的液压悬置。

图 21：悬置在动力总成系统上的应用



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

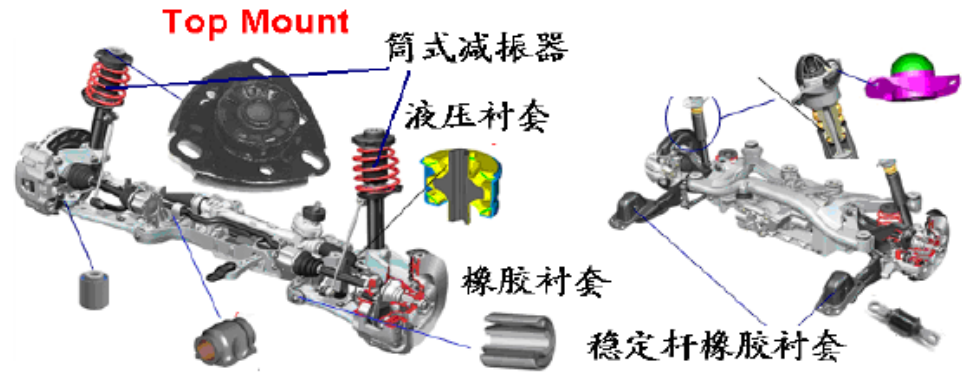
图 22：汽车动力总成悬置产品的发展趋势



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

混合胶料的半主动与主动液压衬套将在悬架衬套中得到推广。底盘衬套是底盘的重要组成部分，其中，控制臂衬套是控制臂的核心部件，其对于整车的操纵稳定性有较大贡献。目前悬架衬套主要还是橡胶衬套，通过在衬套橡胶中添加插片、开阻尼孔的方式满足零件不同目标的实际需求。在高端车中，液压衬套已经得到推广，并朝着混合胶料的趋势发展。随着汽车电子控制技术的升级，半主动与主动液压衬套也必然会得到推广。

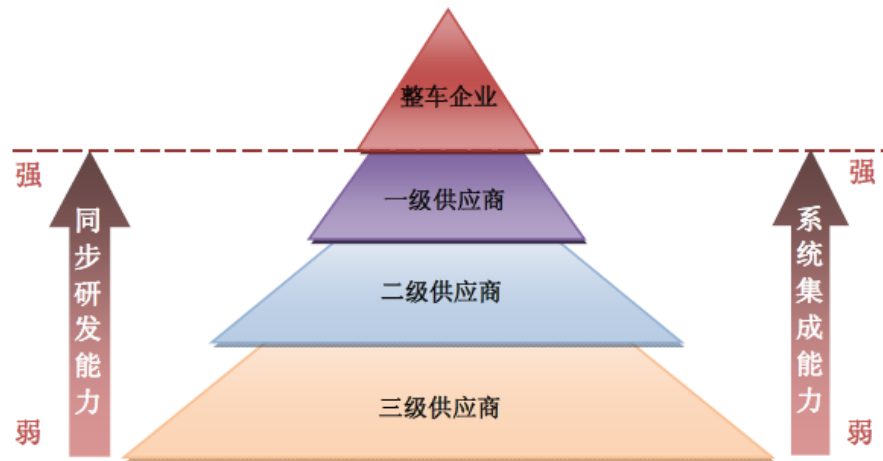
图 23：悬架衬套在汽车中的具体应用



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

OEM 市场是橡胶减震器决胜市场的法宝。在全球 OEM 市场中，市场竞争格局主要围绕着金字塔式的多层级供应商体系展开，其中一级供应商处于体系供货方的最高层，并由系统集成供应商占据主导地位。在 AM 市场中，市场进入门槛低，市场竞争激烈，获得 OEM 市场配套资格的企业优势明显。国内从事汽车橡胶减震器生产的企业有 600 多家，其中进入 OEM 市场的仅有 50 家，其余主要服务于 AM 市场。

图 24：OEM 市场中的多层级供应商体系



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司是国内 OEM 市场橡胶减震器龙头企业，销售额连年排名第一。公司橡胶减震器在国内的主要竞争对手既有外资背景的企业，也有自主品牌公司；经过多年的市场验证，公司橡胶减震器销售额连续多年国内排名第一，市占率逐步提升（2015 年达到 5.20%）。

表 2：公司橡胶减震器的主要竞争对手

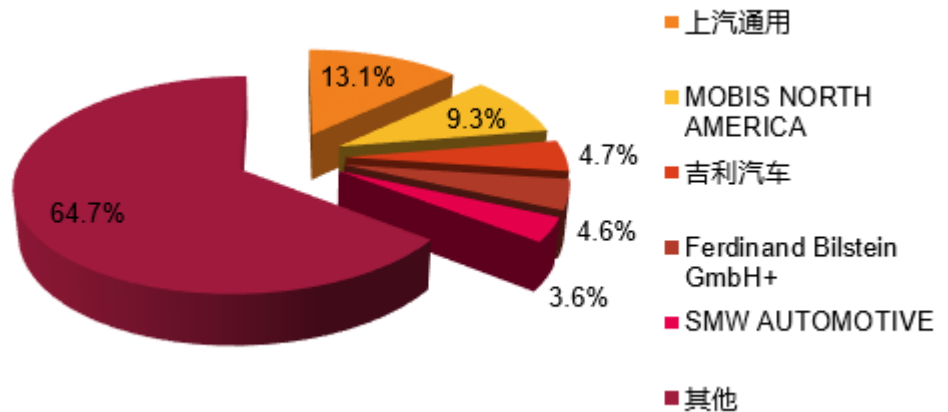
竞争对手	主要竞争公司
外资背景	康迪泰克、无锡特瑞宝、东海橡塑（天津）有限公司、无锡沃可通用工程橡胶有限公司、十堰东森密封件有限公司
自主品牌	安徽中鼎减震橡胶技术有限公司、宁海建新橡塑有限公司、亚新科零部件（安徽）有限公司、无锡雀来宝减震器有限公司

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司减震器市场拓展顺利，客户集中度逐年下降。2011 年至 2014 年上半年橡胶减震器前五大客户占收入比重逐年下降，分别为 49.4%、34.8%、34.3%和 35.8%。其中，2014Q1 橡胶减震器产品的前五大客户分为上汽通用、MOBIS NORTH AMERICA、Ferdinand

Bilstein GmbH+、一汽大众和吉利汽车。

图 25：2014 年减震器五大客户（单位：%）



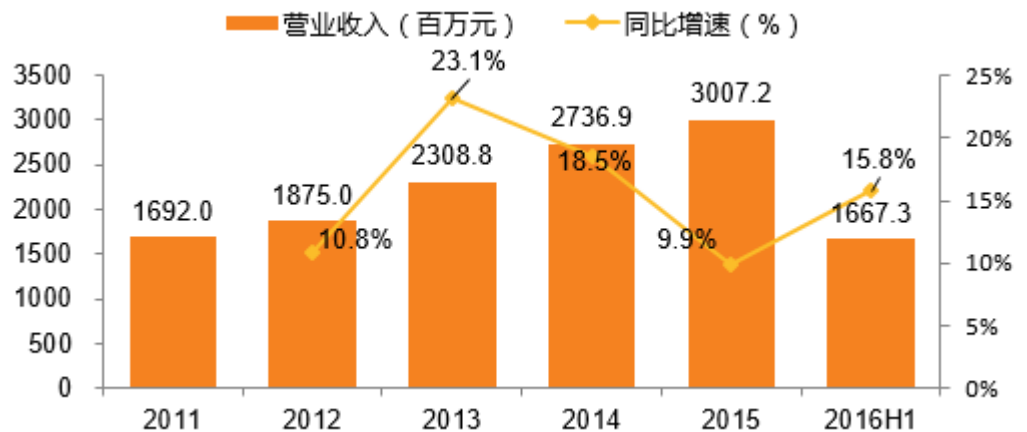
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2.2 多次获得通用全球 A 点大单 海外拓展进展顺利

减震器实现规模出口，为国际知名汽车品牌配套。公司出口产品全部为汽车橡胶减震器，2015 年海外营业收入达到 7.8 亿元，占主营业务收入的 25%；产品主要出口地为北美和欧洲，面向的客户主要为克莱斯勒、通用汽车、奥迪和宝马等国际知名汽车品牌。

多次获得通用汽车全球同步研发 A 点订单，海外拓展进展顺利。公司 2015 年 12 月 10 日发布公告称拿到通用汽车未来 8 年总计 10 亿元的汽车 NVH 液压减震器订单，该项目对应于通用汽车的 E2XX 全球平台，预计 2016 年将有望贡献营收 2 亿元；2016 年，10 月 24 日，公司获得通用 GEM 全球整车平台的 NVH 减震器同步研发订单，项目预计为公司增加约 16.8 亿元收入，通用全球 A 点订单逻辑开始逐步兑现。通用汽车近年来的全球累计销量一直稳步提升，2015 年达到 984 万辆。公司获得通用 E2XX 整车平台独家供应商资格，一方面，表明公司与通用的合作更加密切，未来合作空间值得挖掘；另一方面，也表明公司产品优质，获得市场认可，有望获得其他品牌的 A 点订单。

图 26：通用汽车全球销量及同比增速（单位：万辆，%）



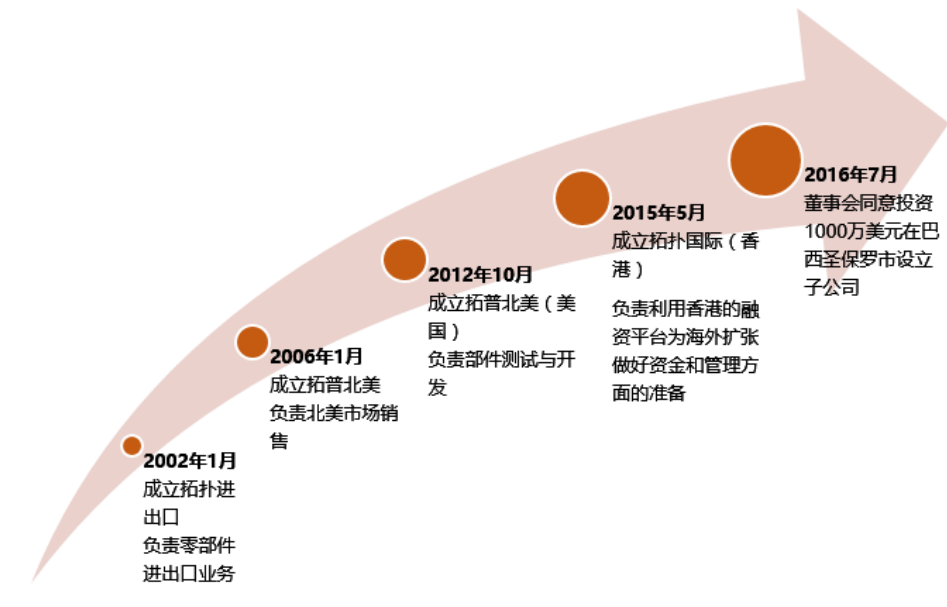
资料来源：WIND，天风证券研究所

拿到通用全球 A 点订单，开启全球布局新起点。公司拿到的通用汽车 GM E2XX 和 GEM 整车项目属于 A 点订单（A 点订单：同步研发，毛利率高，需求量大；B 点订单：毛利率低，不参与设计，单纯的加工制造），这也是公司第一次在海外拿到 A 点订单，表明公司产品研发实力达到国际水平，未来有望继续与通用加深合作，并有机会向克莱斯勒、奥迪

和宝马等现有客户延伸。

巴西海外生产基地的建设标志着公司加快拓展海外市场。公司早在 2002 年就成立了拓普进出口子公司，专门负责进出口业务，之后在北美成立拓普北美子公司，加大北美业务开拓力度。目前，公司在加拿大多伦多、美国底特律、德国威因海姆、瑞典哥德堡、法国勒瓦卢均设立商务、物流、技术等服务机构。2016 年 7 月，董事会同意出资 1,000 万美元在巴西设立第一个海外生产基地；巴西生产基地的建设将为通用等国际汽车厂商提供本土化供货服务，提高客户粘性，这也标志着公司全球供货能力将迈上新台阶，为进一步打开海外市场奠定基础。

图 27：公司为海外拓展所做准备

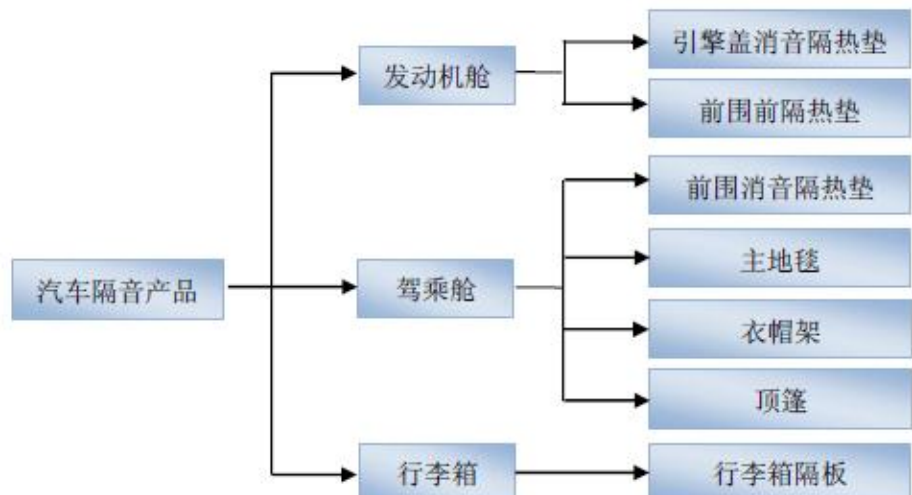


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3 隔音器：成本控制能力强 受益政策红利稀缺标的

汽车隔音器用来减小或消除发动机噪声、路面噪声和风噪等车内噪声。根据安装位置不同，汽车隔音器可分为发动机舱隔音器、驾乘舱隔音器和行李箱隔音器。

图 28：公司为海外拓展所做准备



资料来源：公司公告，天风证券研究所

国内隔音器市场竞争充分，公司在行业中处于领先地位。国内生产汽车隔音器的企业共有 100 多家，企业主要服务于 OEM 市场；由于隔音器的技术门槛相对较低，市场竞争比橡胶减震器市场要更为充分。公司隔音器销售额国内排名第六，2014 年市占率为 5.07%，在行业中处于领先地位。

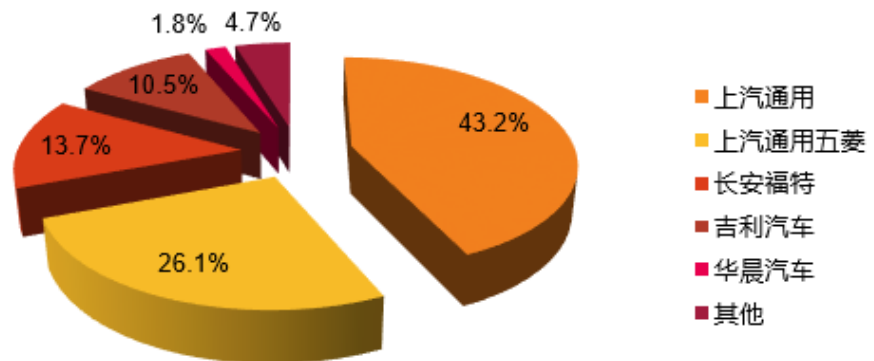
表 3：公司隔音器的主要竞争对手

竞争对手	主要竞争公司
外资背景	欧拓、佩尔哲、上海埃驰、无锡吉兴、温州环球汽车衬垫有限公司、弗吉亚（武汉）汽车部件系统有限公司
自主品牌	常熟市汽车饰件有限公司、上海汽车地毯总厂有限公司、上海华特汽车配件有限公司

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司隔音器业绩受前五大客户影响较大。2011 年至 2014H1 隔音器前五大客户收入占隔音器主营业收入比重分别为 94.2%、93.9%、93.5%和 95.1%。2014H1，公司隔音器的前五大客户分别为上汽通用、上汽通用五菱、长安福特、吉利汽车和宁波福耀，其中，上汽通用占比高达 42.2%。

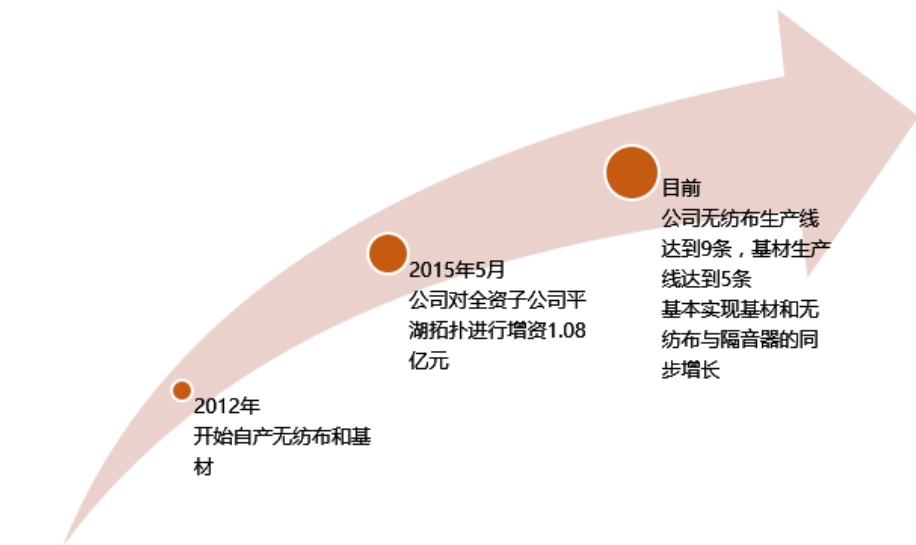
图 29：2014 年隔音器前五大客户（单位：%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

积极向上游延伸，提高全产业链成本控制优势。公司隔音器年产能为 100 万套，产能利用率达到 95%以上。由于隔音器市场竞争激烈，为了降低成本，提高产品市场竞争力，公司在 2012 年时就开始向上游延伸。2015 年 5 月 30 日，公司发布公告称公司拟使用 10,800 万元对全资子公司平湖拓普特种织物有限公司进行增资，加大对隔音件上游织物的布局。截至目前，公司的无纺布生产线达到 9 条，基材生产线达到 5 条，基本实现基材和无纺布总量与隔音器总产量的同步增长。

图 30：2014 年隔音器前五大客户（单位：%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

宝鸡生产基地重点加大环保内饰功能件产能，分享政策红利。2016 年 1 月，国家环境保护部印发《乘用车内空气质量评价指南》征求意见稿，《指南》指出要控制内饰功能件的原材料，从源头上降低 VOC 的排放，并计划于 2017 年实施。公司是国内唯一一家掌握软内饰环保原材料生产技术、并拥有全产业链成本控制能力的供应商，具备稀缺性，是内饰功能件新政策的最大受益者；2016 年 8 月 25 日，公司公告称拟跟随配套主机厂在宝鸡设立生产基地，新设基地将重点扩大环保内饰功能件的产能，以此满足订单增长需求，分享政策红利。

2.4 成立拓普修车宝电子商务 打造 B2b 汽配平台

拓普修车宝电子商务锁定汽车后市场。2015 年 9 月 8 日，公司决定出资 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。拓普修车宝将采取 B2b 运营模式，以橡胶减震器为基础，逐步覆盖其他零部件产品；修车宝与公司主业形成协同效应，有利于公司继续扩大市场份额，实现公司和业务伙伴的共赢。

电商公司实现公司从传统制造业向流通领域延伸。公司通过自建平台并整合各个环节优质资源，不仅提升自身销售额，又可与各环节的业务伙伴分享协同效应带来的业务红利，为公司增加新的利润增长点。

3 轻量化：增长动力十足 结构件进入特斯拉体系

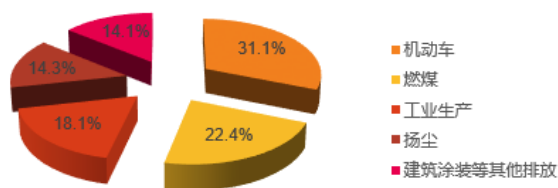
汽车轻量化是汽车发展的必然趋势。《中国制造 2025》指出轻量化技术是汽车的重点突破方向。根据国家工信部规定，汽车 CO₂ 排放标准将从 2015 年 155g/km 降到 2020 年的 112g/km；国内乘用车企业燃料消耗从 2015 年的 5.9L/100km 降到 2020 年的 4.5L/100km。单纯依靠设计优化已经无法满足低耗与减排要求，轻量化和新能源汽车成为主要的减排方式之一。公司铝合金底盘悬架件是国内最先试足汽车铝合金轻量化领域的企业，未来将率先受益产业变革。

3.1 为什么说轻量化是汽车发展的必然趋势？

(1) 理由一：法规政策推动汽车轻量化

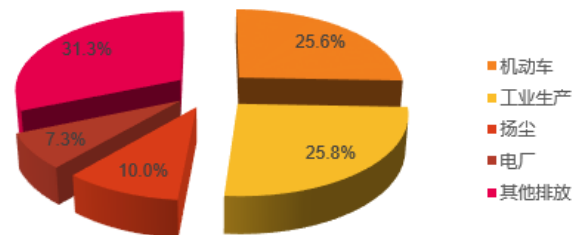
汽车排放成为大气污染的主要因素。据北京环保局和上海环保局统计，北京、上海地区机动车对 PM 2.5 的贡献分别为 31.1%和 25.6%。

图 31：PM 2.5 来源（北京环保局）(单位：%)



资料来源：环保局，天风证券研究所

图 32：PM 2.5 来源（上海环保局）(单位：%)



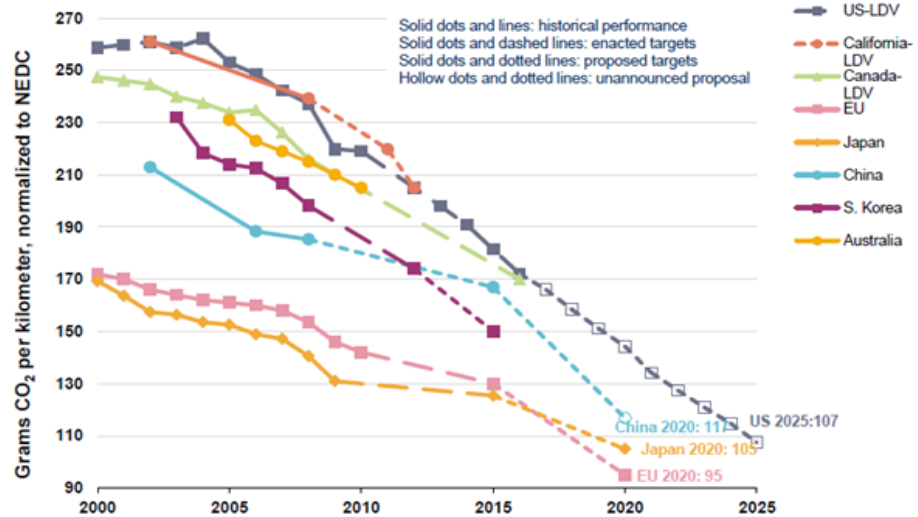
资料来源：环保局，天风证券研究所

为了保护环境 and 提高生活质量，国内相关法规政策对汽车排放的要求越来越高。

- 1) 国家战略-节能减排：2015 年 CO₂ 排放 155g/km，2020 年 CO₂ 排放 112g/km；
- 2) 国家法规-严格油耗：2015 年平均油耗 6.9L/100km，2020 年平均油耗 5.0L/100km；
- 3) 国家政策-节能惠民：2015 年节能惠民 5.9L/100km，2020 年节能惠民 4.5L/100km；
- 4) 《中国制造 2025》：强调汽车轻量化重点工作领域包含推广应用铝合金、镁合金、高强度钢、塑料及非金属复合材料等整车轻量化材料和车身轻量化、底盘轻量化、动力系统以及核心部件的轻量化设计。

轻量化成为汽车主要的减排方式之一。面对越来越严格的排放标准，单纯依靠设计优化已经无法满足减排要求，轻量化和新能源汽车成为主要的减排方式之一。

图 33：各地区的汽车减排计划



资料来源：EAA，天风证券研究所

(2) 理由二：轻量化可以带来更好的驾驶感和安全性

汽车减重可以给汽车带来更好的加速性能和制动性能。轻量化与油耗、驾驶性能的关系：

- 1) 实际油耗：整备质量每减重 100kg，油耗降低 0.4L/100km；
- 2) 加速性能：整备质量每减重 100kg，0-100km/h 加速性能提升 8-10%；
- 3) 制动性能：整备质量每减重 100kg，制动距离缩短 2-7m。

根据欧洲铝业协会的研究，汽车整车每减重 100kg，油耗降低 0.4L/100km；同时，轻量化还可以使消费者获得更快的加速性能，使消费者的驾驶感更强，而且轻质后汽车的制动性能有所提升，汽车安全性提高。

(3) 理由三：新能源汽车对于轻量化的需求更强烈

轻量化可以帮助新能源汽车增程和降低成本。根据欧洲铝业协会调查，如果在新能源汽车上使用轻量化技术，车身减重 10%，电耗下降 5.5%，续航里程可增加 5.5%。在相同续航里程情况下，尽管全铝车身成本较高，但由于节约电池成本，使全铝电动车更具有价格优势。例如，大众 Golf 电动车通过采用全铝车身不仅可以减重 187kg，同时总成本降低 635 欧元，直接给车企和消费者带来经济效益。因此，通过轻量化来提高能量使用效率对电动汽车来讲尤为重要。

表 4：大众 Golf 铝合金使用效果前后对比

部件	未使用铝合金车身 (Kg)	使用铝合金车身 (Kg)	减重 (Kg)	减重比 (%)
车身	375	213	-162	43.20
电池系统	232	207	-25	10.78
总车重	1,327	1,140	-187	14.09

资料来源：EAA，天风证券研究所

3.2 汽车铝合金需求迫切 国内市场增长更迅速

3.2.1 汽车铝合金被快速推广 并向中低端车型渗透

各大车企加快推广铝合金，并逐步向中低端车普及。近年来丰田、福特、通用、奥迪、捷豹路虎都推出了使用全铝车身的车型，铝合金已经成为了一种比较常见的轻量化材料。在

高端车中，如奥迪 A8，捷豹 XJ 以及路虎 L405 中铝合金的使用含量均超过 500kg，而福特发布的 2015 款 F-150 车型则吹响了全铝材料普及的号角。

表 5：车企铝合金使用现状及未来发展动态

汽车公司	代表车型	使用情况	未来发展动态
印度塔塔	路虎、捷豹	捷豹 XJ 以及路虎 L405 中铝合金的使用含量超过 500kg	目前捷豹路虎拥有全欧洲最大的铝制车身生产基地，包括捷豹 XJ、XF、XE、全新两座敞篷跑车 F-TYPE、捷豹全新 SUV F-PACE、全新轻量化版的 E-TYPE、新一代揽胜等都已采用全铝车身
奥迪	A8、A6、A2、TT	奥迪 TT 的钢铝混合车身，铝合金占 35.8%，钢占 21.6%	奥迪是真正将铝合金推广的第一家车企，现在的 A8、A2、TT、Q7 都有采用铝合金车身，未来有望在其他车型继续推广铝合金使用范围
福特	F-150 皮卡	采用全铝车身，整车重量将减轻 317kg，燃油经济性有望提高 15% ~ 20%	福特新一代福克斯将采用轻量化技术减重 100kg，并推出电动版，计划于 2018 年上市；福特也与陶氏化学合作研究碳纤维生产技术
丰田	雷克萨斯 LS、GS 系列	丰田在汽车铝合金使用方面落后欧美汽车制造商	丰田公司表示从 2017 年开始增加汽车车体中的铝材用量，并将会在未来车型中采用铝合金车身，并决定从雷克萨斯高档车 ‘LS’ 与 ‘GS’ 开始依次替换铝材
北汽	——	——	到 2020 年，北京汽车股份有限公司实现乘用车单车 10% 的减重目标

资料来源：网易汽车，天风证券研究所

3.2.2 中国汽车市场对铝合金的需求会更大

中国轻量化起步较晚，市场潜力更大。根据中铝研究，2014 年中国汽车单车平均用铝量达到 92kg，而欧美单车用铝量要达到 150kg。中国汽车工业协会统计 2015 年产量接近 2,500 万辆，预计到 2020 年国内传统汽车年产量达到 3,600 万辆，新能源汽车年产量达到 200 万辆。如果传统汽车平均单车铝合金使用量达到 160kg，新能源汽车平均单车用铝量达到 250kg，则汽车市场的铝合金需求量为 620 万吨，从 2014 到 2020 年汽车铝合金需求的年复合增长率（CAGR）为 20-25%。按汽车铝合金 4 万元/吨计算，到 2020 年中国汽车铝合金的市场空间约为 2,500 亿元。

表 6：汽车铝合金市场空间预测

时间	传统单车用铝量 (kg)	新能源汽车单车用铝量 (kg)	市场总需求 (万吨)	市场空间 (亿人民币)	年复合增长率 (%)
2015	92	-	230	920	-
2020	160	250	620	2,500	20-25

资料来源：天风证券研究所

3.3 公司轻量化储备充分 业绩释放速度快

底盘是汽车轻量化的主要部件之一，看好提前布局企业。底盘作为汽车主要的轻量化部件

之一，必将成为汽车轻量化推广的重点。轻量化底盘系统与传统底盘在生产工艺和生产设备上差距巨大，将对传统产业造成冲击，甚至会改变现有的竞争格局。我们认为提前积累相关技术经验的企业将在产业变革中脱颖而出。

公司铝合金悬架开发经验充足，打破外资垄断，并拥有优质客户。公司早在 2006 年开始开发汽车悬架系统轻量化产品，打破外资垄断，产品为铝合金控制臂与连杆，主要客户有北汽、东风柳汽、江铃汽车、一汽轿车、吉利汽车等自主品牌和通用、沃尔沃、长安福特等合资品牌。考虑到公司减震器与隔音器产品拥有大量优质客户，未来公司铝合金悬架有望快速获得订单。

图 34：汽车悬架控制臂



资料来源：百度图片，天风证券研究所

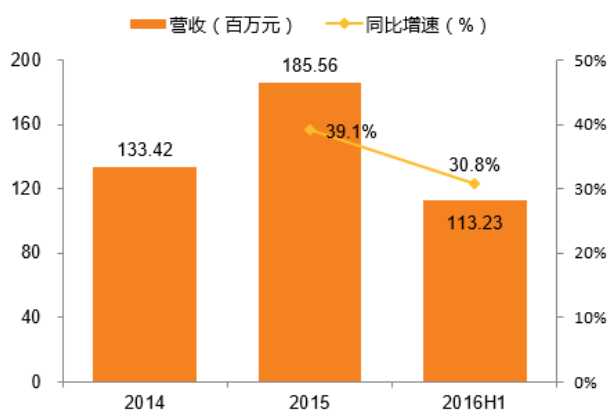
图 35：汽车悬架连杆



资料来源：百度图片，天风证券研究所

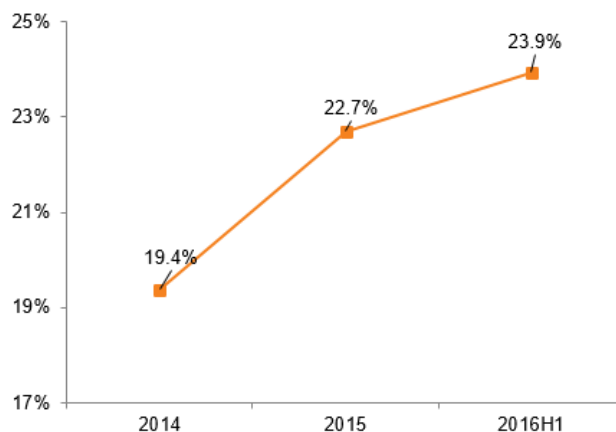
业绩稳健增长，盈利能力不断提高。公司铝合金悬架近年来业绩维持较高速度增长，2015 年营收同比增长 39%至 1.86 亿元，2016H1 营收同比增长 31%至 1.13 亿元；业绩快速释放带来规模效应，毛利率从 2014 年的 19.4%提升到 2016H1 的 23.9%。考虑到汽车铝合金的市场需求越来越大，公司又是自主品牌中优先打破外资技术垄断和具备量产能力的企业，未来继续看好铝合金悬架的业绩增长。

图 36：公司铝合金悬架营收及同比增速（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：公司铝合金悬架业务毛利率（单位：%）

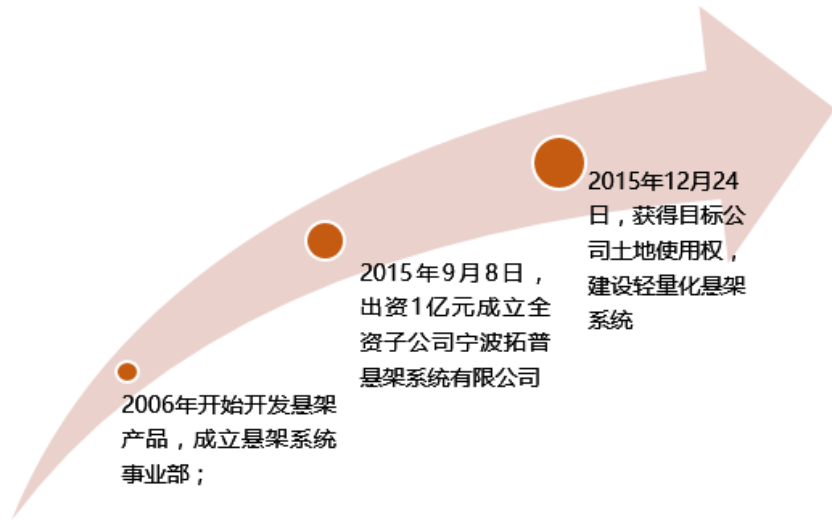


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司加大铝合金悬架投入，扩大市场既有优势。2015 年 9 月 8 日，公司对外宣布出资人民币 10,000 万元设立宁波拓普悬架系统有限公司，进一步巩固扩大公司在汽车悬架系统产品上的既有优势，增大该业务在公司总营收中的占比。2015 年 12 月 24 日，公司以自有资金 3,567 万元受让宁波中创服饰设计开发公司 100%股权，获得目标公司的土地使用权，该土地将用来建设汽车轻量化悬架系统之工程项目，扩大产能以满足日益增长的市场

需求。

图 38：公司在汽车悬架系统方面的布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4 进入特斯拉供应体系 构建轻量化优质标的

铝合金底盘结构件获特斯拉认证，产品质量达到国际水平。2016年8月23日，公司发布公告及补充公告：收到特斯拉签发的《供应商定点书（协议）》，被认可向特斯拉供应轻量化铝合金底盘结构件，应用于 Model 3 车型。特斯拉目前拥有 Model S 与 Model X 两款在售电动车车型，2015 年产销达到 5.05 万辆，是全球最受欢迎的电动车制造商，引领汽车电动化与智能化革命。2016 年 3 月 31 日，特斯拉大众化车型 Model 3 开始接受预定，目前预定量接近 40 万辆，计划 2017 年交付。考虑到特斯拉严格的供应商审核体系，本次公司铝合金底盘结构件进入特斯拉供应商体系表明该产品达到国际领先水平，同时也意味着海外市场拓展进入一个全新的阶段。

图 39：特斯拉 Model S



资料来源：特斯拉官网，天风证券研究所

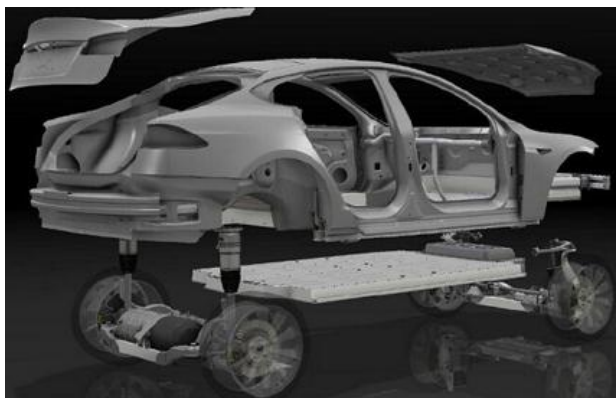
图 40：特斯拉 Model X



资料来源：特斯拉官网，天风证券研究所

铝合金产品进展超预期，构建轻量化优质标的。公司进入特斯拉铝合金底盘结构件供应体系，一方面有望通过配套 Model 3 增厚业绩；另一方面公司产品符合汽车轻量化趋势，并有望复制到其他车企。

图 41：特斯拉 Model S 全铝制车身分解



资料来源：特斯拉官网，天风证券研究所

图 42：特斯拉 Model 3



资料来源：特斯拉官网，天风证券研究所

4 电动化：EVP 自主品牌龙头 受益于进口替代

4.1 EVP：独立刹车真空泵 逐步打开新增市场

真空泵是汽车刹车的必要辅助机构。根据 GB 7258-2004 机动车安全运行技术条件中关于制动系统的相关要求，行车制动必须保证驾驶员在行车过程中能控制机动车安全、有效的减速和停车；对于乘用车来讲，行车制动产生的最大踏板力应不超过 500N。但在低速（5km/h）状态下，有的车型在下坡或者调头时，制动踏板踩不下去，紧接着第二脚刹车下去，制动恢复慢。这是由于发动机在低转速下发动机进气歧管处的真空度过低，导致制动力变大。一般的解决方式是安装一个辅助真空泵，在发动机转速不够的情况下，通过真空泵来达到提高真空度的目的。

EVP 广泛应用于新能源汽车和涡轮增压发动机。EVP 是通过外载电机达到相应真空度的，完全不依赖于发动机的运转，被广泛应用于新能源汽车和采用涡轮增压发动机汽车车型。目前，EVP 的主要供应商为大陆和海拉，主要配套新能源汽车和传统涡轮增压发动机。

表 7：大陆 EVP 配套车型

车型	类型	上市时间
Ford F150	传统（涡轮增压）	2010.12
Geely EK	纯电动	2010.12
BYD E6	纯电动	2010.12
GAGC RDC	混合动力	2010.12
FAW Hongqi	混合动力	2010.12
Volvo C30	纯电动	2011.03
DAG Viano	纯电动	2011.04
Ford Connect	纯电动	2011.07
Tesla Model S	纯电动	2012.03

资料来源：大陆官网，天风证券研究所

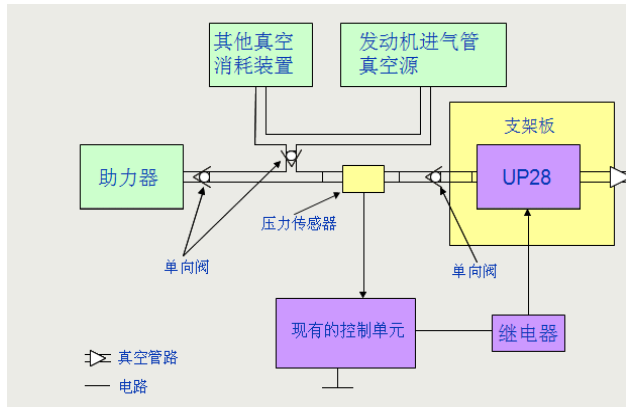
表 8：海拉 EVP 配套车型

车型	类型	上市时间
长城 C50	传统（涡轮增压）	2012
GM Chevrolet Cruze	传统（涡轮增压）	2013
GM Chevrolet Malibu	混合动力	2013
Suzuki Swift Range Extender	混合动力	20013

资料来源：海拉官网，天风证券研究所

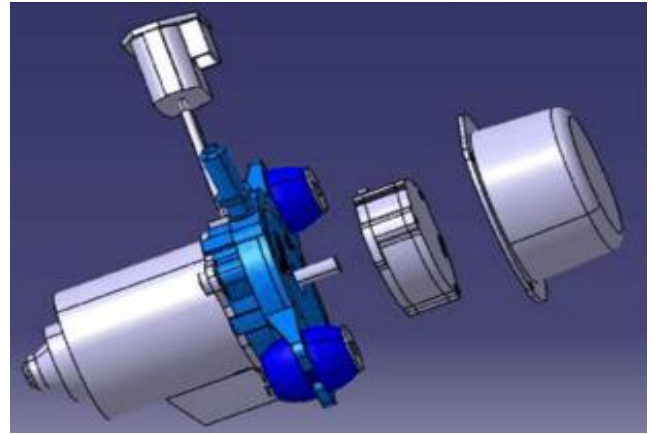
EVP 可实现电控制动。EVP 主要由控制单元、电机、叶片泵组和消音单元构成。控制单元控制电机工作，电机驱动叶片泵组，叶片泵组旋转产生真空。在实际的运行过程中，厂家可以根据汽车运行情况设计控制算法，使得电机运转达到最优化，尽可能降低油耗。

图 43：真空泵应用示意图



资料来源：工程机械网，天风证券研究所

图 44：汽车 EVP

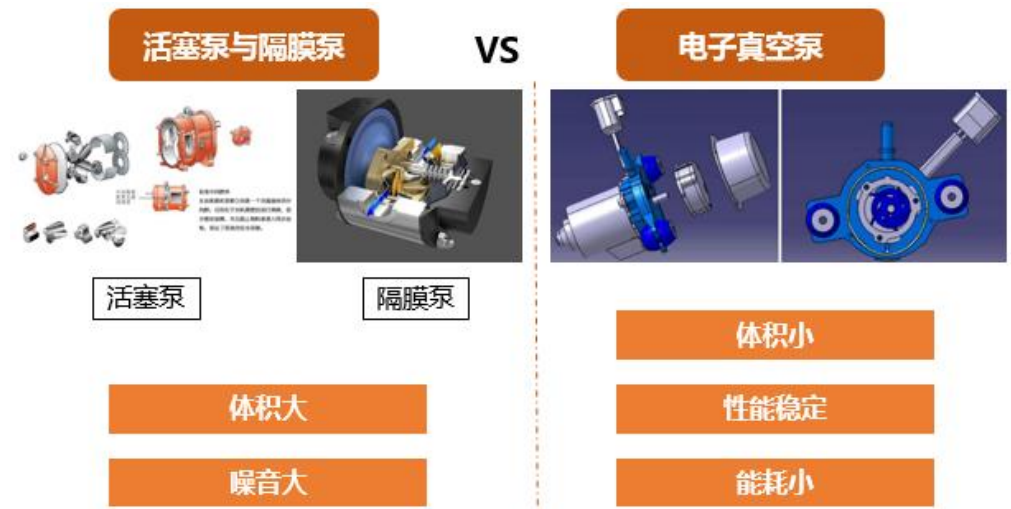


资料来源：工程机械网，天风证券研究所

4.2 新能源汽车首选 分享产业变革盛宴

EVP 成为新能源汽车刹车辅助泵的最佳选择。由于没有发动机，电动汽车产生不了真空源，因此需要配备一个电动真空泵，用于产生真空从而进行辅助刹车。新能源汽车主要的刹车辅助泵主要有三大类：活塞泵、隔膜泵和 EVP。活塞泵与隔膜泵由于体积和噪音过大，严重影响消费者的驾驶体验；EVP 具有体积小、性能稳定和能耗小等优点，已经成为电动汽车等新能源汽车刹车辅助泵的首要选择。

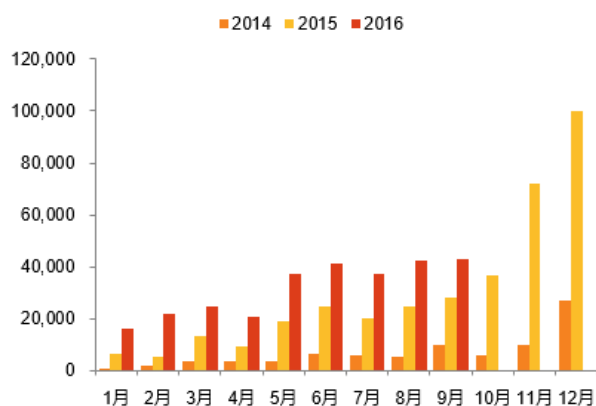
图 45：活塞泵、隔膜泵与 EVP 性能对比



资料来源：盖世汽车，天风证券研究所

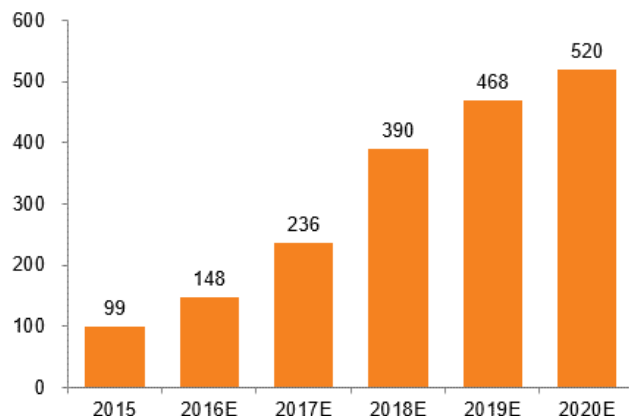
EVP 打开新能源汽车新增市场，到 2020 年国内需求达到 6 亿元。2015 年累计生产新能源汽车 37.8 万辆，同比增长 4 倍，预计到 2020 年产量有望接近 200 万辆。假设 EVP 单价为 300 元，2020 年国内新能源汽车 EVP 的市场容量将达到 6 亿元，年均复合增长率超 40%。

图 46: 新能源汽车月度销量 (2014/01-2016/09)



资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

图 47: 新能源汽车电子真空泵市场容量 (单位: 百万元)



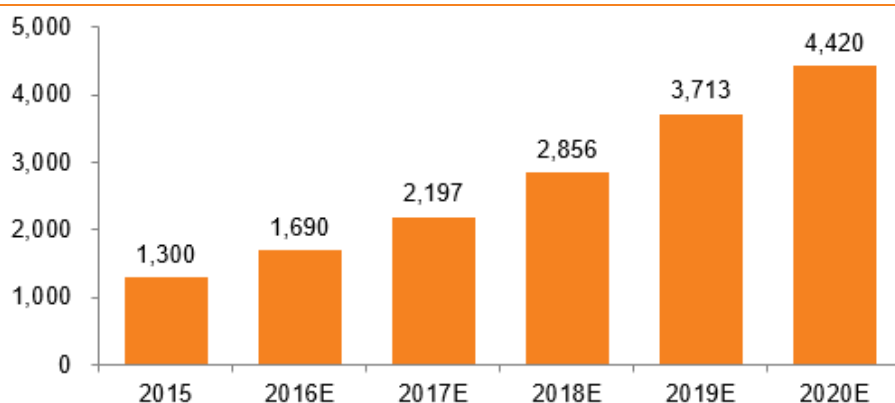
资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

4.3 涡轮增压发动机刚需 符合汽车节能减排需求

涡轮增压的节油效果最为明显。为了应对 2020 年的燃耗限值, 传统汽车主要的节能技术将集中在轻量化、发动机技术、变速箱技术和混合动力。发动机的技术水平直接影响着油耗的高低, 因此发动机技术一直都是整车厂的重点突破方向。发动机主要的节能技术有涡轮增压、双可变进排气门正时、缸内直喷和发动机起停技术。其中, 涡轮增压节油效果最为明显, 节油效果可达 10-15%, 是最有可能大规模推广的发动机技术。

到 2020 年, 国内涡轮增压发动机对 EVP 的需求将达到 40-50 亿元。根据中国汽车报报道, 2015 年涡轮增压技术在中国新车市场中的渗透率约为 20%, 约为 500 万台。我们假设 2020 年乘用车销量达到 2,800 万辆, 涡轮增压发动机市场渗透率接近 60%, 产销量达到 1,700 万台, 则仅为涡轮增压发动机配套的 EVP 市场就超 50 亿元。

图 48: 涡轮增压汽车电子真空泵市场容量测算 (单位: 百万元)

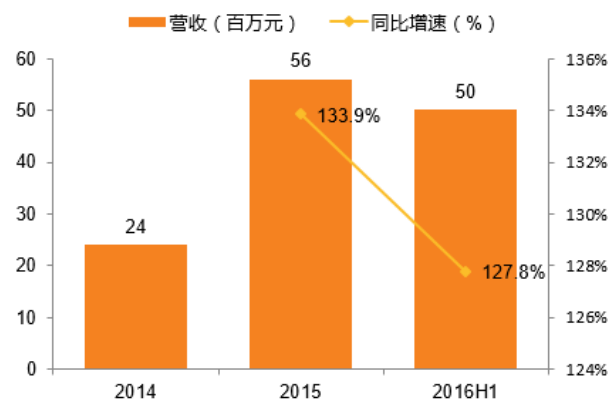


资料来源: 盖世汽车, 天风证券研究所

4.4 EVP 自主品牌龙头 定增推动进口替代

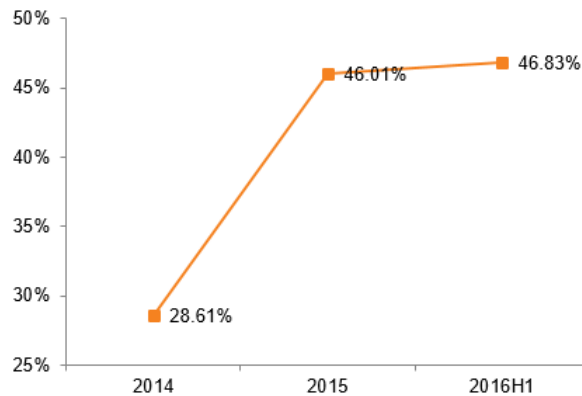
公司 EVP 开始释放业绩, 预计 2016-2018 年营收分别为 1 亿、2 亿、5 亿。公司 2008 年开始立项 EVP 项目, 2013 年实现量产, 2015 年实现 5,613 万元的营收, 同比增长 134%, 毛利率 46%; 2016H1 实现营收 5,026 万元, 同比增长 128%, 毛利率接近 47%。

图 49：公司 EVP 营收及同比增速（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 50：公司 EVP 毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

EVP 行业竞争格局好，公司产品进口替代增长可期。公司突破海拉、大陆的技术封锁，是国内唯一具备 EVP 量产的自主品牌企业，主要为吉利、众泰、上汽荣威配套涡轮增压车型；同时，公司也获得了通用海外的部分配套订单，直接与海拉和大陆竞争。公司产品价格比外资品牌低 30%左右，性价比高，具备进口替代的潜力；考虑到新能源汽车推广与涡轮增压发动机的普及，未来 EVP 有望继续实现高增长。

定增项目增加产能，保证业绩增长。公司拟定增 4.3 亿元用于年产 260 万套 EVP，预计达产后将贡献 10 亿元收入与 1.5 亿元净利润；定增项目达产后，公司 EVP 有望先从自主品牌开始渗透，逐步实现进口替代。

5 智能化：IBS 卡位执行端 争做智能驾驶领导者

5.1 ADAS+V2X=智能网联汽车 卡位执行端是关键

5.1.1 ADAS 发力先行 V2X 迎来产业向上拐点

智能化、共享化，即智能网联汽车、无人驾驶、车联网，智能网联汽车将是智能汽车的发展方向。根据《中国制造 2025》对智能汽车的定义，具备信息共享、复杂环境感知、智能化决策、自动化协同等控制功能，与智能公路和辅助设施组成的智能出行系统，可实现“高效、安全、舒适、节能”行驶的新一代汽车。

智能网联汽车具备多重优势：1) 道路安全，交通事故率可降低到目前的 1%；2) 交通堵塞，车联网技术提高道路流量 10%，ACC（自适应巡航）市占率 90%时交通交流将提高 80%；3) 降低油耗，协同式交通系统可降低油耗 20-40%；4) 共享经济，人机共驾，车辆共享。

政策不断推进，明确加快智能汽车推广。2015 年 5 月 8 日，国务院印发《中国制造 2025》，明确提出加快汽车等行业的智能化改造。随后在 5 月 22 日，工信部进一步发文对其进行详细解读，围绕智能网联汽车，将在以下几个重点领域开展工作：一是基于车联网的车载智能信息服务系统，二是装备智能辅助驾驶系统的智能网联汽车，三是装备自动驾驶系统的智能网联汽车等。2015 年 12 月 14 日，工信部首次提出要出台《车联网发展创新行动计划（2015-2020 年）》，要求推动车联网技术研发和标准制定，组织开展车联网试点、基于 5G 技术的车联网示范。十三五规划中明确指出加快发展智能汽车，具有驾驶辅助功能的智能网联汽车新车渗透率达到 50%，有条件自动化的汽车的新车渗透率为达到 10%。

表 9：智能网联汽车分类

	驾驶模式	具体实现功能
DA (LEVEL1)	驾驶辅助	包括一项或多项局部自动功能，如 ESC、ACC 等，并能提供基于网联的智能提醒信息
PA (LEVEL2)	部分自动驾驶 (短时托管)	在驾驶员短时转移注意力仍可保持控制，失去控制 10 秒以上予以提醒，并能提供基于网联的智能引导信息
HA (LEVEL3)	高度自动驾驶 (长时托管)	在高速公路和市内均可自动驾驶，偶尔需要驾驶员接管，但有充分的移交时间，并能提供基于网联的智能控制信息
FA (LEVEL4)	完全自动驾驶 (自动驾驶)	驾驶权完全移交给车辆

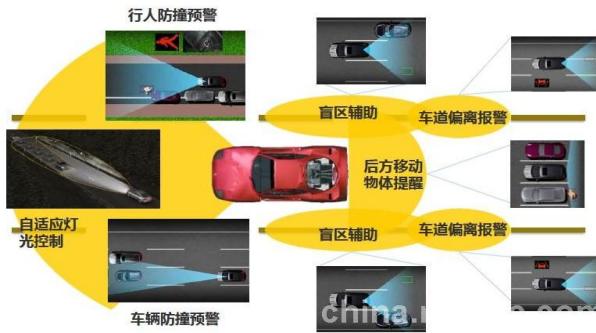
资料来源：《中国制造 2025》，天风证券研究所

未来智能网联汽车是单车智能化 (ADAS) 与车联网 (V2X) 的完美结合。在行驶过程中，智能网联汽车不仅要实现智能驾驶，而且还要与周围环境、车辆、路况进行实时交互；因此，单车智能化与网联化的结合成为实现智能网联汽车最为科学的技术路线。

单车智能化先行，看好 ADAS 渗透率提升。单车智能化主要依靠高级辅助驾驶系统(ADAS)来逐步提高汽车智能化，博世、大陆和德尔福已经开始为高端汽车提供可靠性产品，具备产业化基础，预计将优先推广。

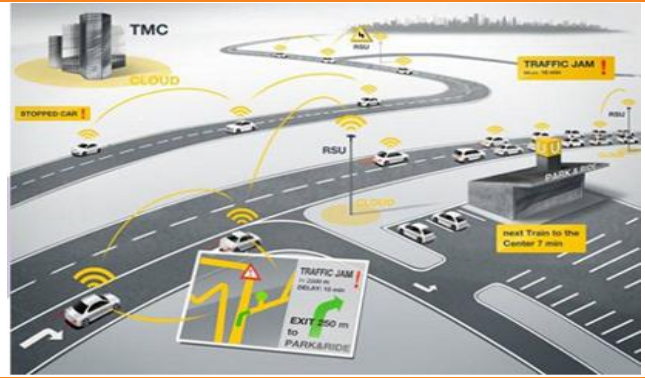
政策与技术催化加快，V2X 将迎来产业变革拐点。工信部即将发布智能网联汽车发展技术路线图；3GPP 加快车联网 LET-V 通讯标准统一，消除 V2X 推广最大障碍；4G 网络的快速推广，5G 网络通讯技术快速实现突破，V2X 将迎来产业变革拐点。

图 51: ADAS 智能驾驶具体应用



资料来源: 百度图片, 天风证券研究所

图 52: V2X 实现车与车、车与道路的交互



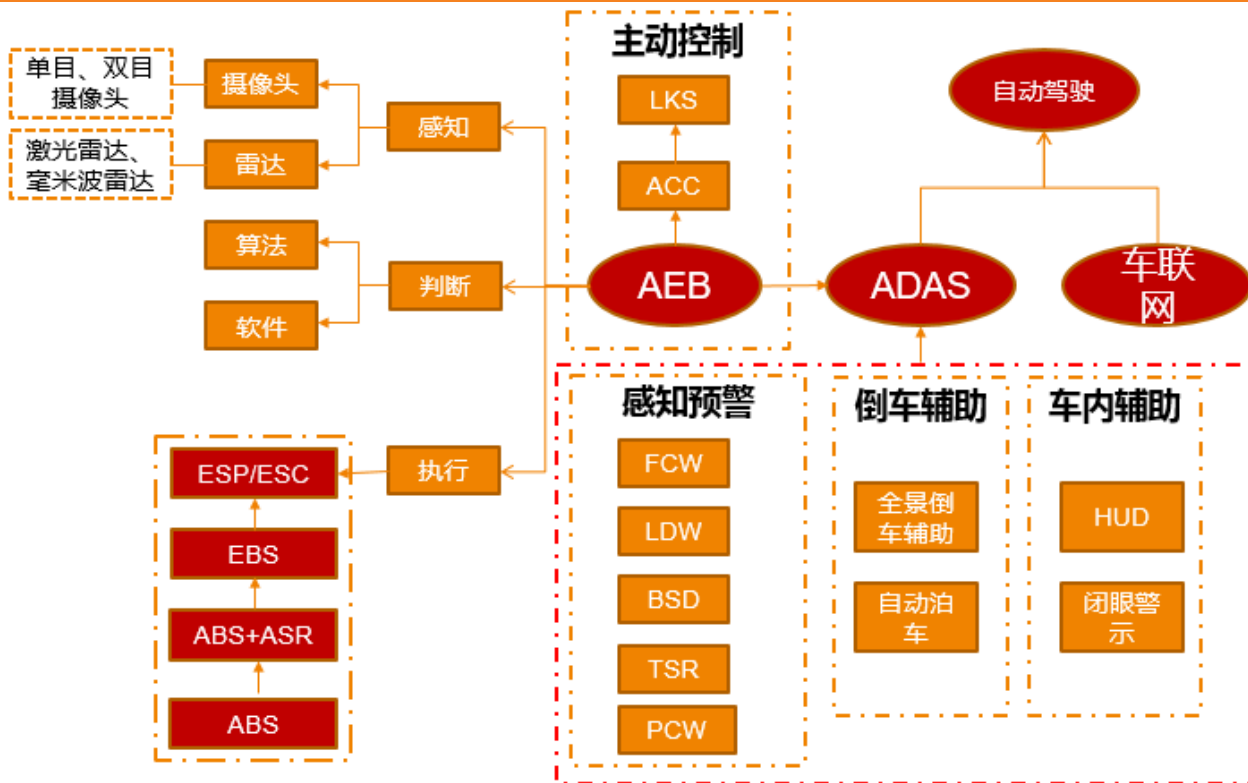
资料来源: 百度图片, 天风证券研究所

5.1.2AEB: ADAS 最核心功能 覆盖“感知+判断+执行”三大模块

ADAS 是通过环境感知、判断和动作执行三个方面实现智能驾驶功能的。根据不同功能的特征, ADAS 主要可以分为主动控制 (AEB、ACC、LKS)、识别预警 (FCW、LDW、BSD、TSR、PCW)、倒车辅助 (全景倒车辅助、自动泊车) 和车内驾驶辅助 (HUD 抬头显示、闭眼提示) 等。

AEB 是 ADAS 核心功能, 执行端是关键。相较于 ADAS 系统其他功能, AEB 多了一层关键的执行模块, 执行模块涉及汽车制动系统的电子化, 不仅需要企业有开发实力, 而且要具备汽车制动领域的数据积累, 因此是开发 ADAS 的关键。我们认为 AEB 是实现 ADAS 智能驾驶的核心技术, 是 ADAS 的功能简化版; 在实现 AEB 的基础上, 可以将 ACC、LKS 等主动控制、识别预警和其他驾驶辅助功能进行集成, 集成的难度要远低于 AEB 的开发。

图 53: 执行端是实现智能驾驶的核心



资料来源: 天风证券研究所

AEB 成为欧洲五星安全的必要条件, 中国 2018 年将把 AEB 纳入新车评价规程 (CNCAP)。

基于对中国道路交通事故深入研究（CIDAS）的有效性分析表明，自动紧急制动可以有效避免高达约 65% 的道路追尾事故。在博世 2015 年进行的市场调查中，自动紧急制动在所有驾驶员辅助系统中被中国消费者认为是最重要的功能。欧洲新车评价规程（EuroNCAP）规定自 2014 年起，没有配备相关驾驶员辅助系统的新车型就无法获得五星安全评定，其中就包括自动紧急制动系统。中国新车评价规程也同样强调安全的重视性，2018 年新版中国新车评价规程（CNCAP）将会把自动紧急制动系统纳入评分体系。

2022 年美国新车将标配 AEB，产业进展超预期。2015 年以来，欧美和日本发达地区政府均加快 AEB 的推广应用；2016 年 3 月，大众、通用、丰田等二十家车企在美国签订了一份协议，到 2022 年将 AEB 作为新车的标准配置，仅美国潜在 AEB 需求就超千万套。

表 10：AEB 各地区主要政策

国家地区	时间	具体内容
美国	2013 年 9 月	美国 IIHS 引入了一项车辆主动安全系统的评价体系——车辆前部防碰撞系统，并且将其列为车辆获得最高安全等级的一项硬指标。
	2015 年 9 月	包括大众、奥迪、通用、丰田在内的 10 家车企，与美国高速公路安全管理局（NHTSA）达成协定，未来在美出售的新车型将全部标配自动紧急刹车系统（AEB）。
	2015 年 11 月	美国交通运输部（NHTSA）宣布，从 2018 年开始就会重新调整五星级评价制度，安全技术的要求越来越高，其中标配自动紧急刹车系统（AEB）是新车获得五星评价的必要条件。
	2016 年 3 月	美国国家公路交通安全管理局（NHTSA）与通用、丰田等 20 家车企（占美国市场 99% 以上）达成协议，在 2022 年之前，在美国销售的所有新车安装防止碰撞的自动制动辅助系统（AEB）。
欧盟	2012 年 8 月	欧盟出台一项新的安全规定，要求在 2014 年出产的新车，都要配备自动刹车辅助系统（AEB）。没有配备该系统的汽车都不会从 E-NCAP 获得五星级的安全认证。
	2014 年初	欧洲新车碰撞测试中心（E-NCAP）正式将 AEB 和车辆前部防碰撞系统纳入了评分体系中，作为对星级评价的考量。
	2015 年 11 月	欧洲汽车安全认证机构 Euro NCAP 就宣布，将把行人探测及防撞项目纳入 2016 年的检测之中。
	2015 年 11 月	"欧洲新生产的大型商用车也强制安装车道偏离警告系统（LDW）及 AEB 系统。
日本	2014 年	日本新车安全评鉴协会（JNCAP）首次进行预防碰撞安全测试，对 AEB 系统进行安全评估。
	2014 年 10 月	日本国土交通省宣布，为避免交通事故，已启动对安装自动刹车等系统的汽车进行安全性能评级的制度，并公布了结果。
	2014 年 11 月	日本将逐步实施要求商用车必须配备 AEB 系统。
	2015 年 5 月	日本各大汽车厂商开始增加搭载自动刹车功能的乘用车，以防止行驶时与周围车辆或行人发生碰撞事故。国土交通省去年开始了一项新制度，对装有自动刹车等系统的乘用车进行安全性能评级。国土省开始公布评级结果也加快了业界重视安全性能的步伐。
中国	2014 年 10 月	在天津举行的世界 NCAP 大会上，中国汽车技术研究中心主任赵航对外表示，2018 年 C-NCAP 标准或将加入电动车及行人保护测试内容，在主动安全方面，将结合中国道路 交通特点，对 AEB 系统进行试验与评价研究。

资料来源：工信部，天风证券研究所

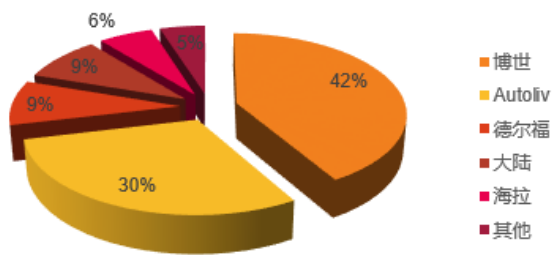
5.1.3 看好底盘电子制动零部件供应商布局智能驾驶

一级供应商依靠底盘电子控制系统掌控 ADAS 集成控制领域。据盖世汽车网产业链整理分析，在 ADAS 集成控制领域，市场份额主要由实力强大的一级供应商（Tier 1）所占据。以博世、采埃孚-天合为代表的 Tier 1 依靠其深厚的底盘电子控制技术（如 ESP、ABS），加上与 OEM 密切的合作关系，在集成控制领域具有先发优势。其中，在欧美市场中，具备物体识别的 ECU 市场主要由博世、Autoliv、德尔福、大陆和海拉占据；在日本市场中，ECU 市场主要由富士、大陆、日立、电装和天合掌控；国内市场，ADAS 集成还未形成明显的竞争格局，布局比较完善的上市公司主要有亚太股份、均胜电子、万安科技等。

Tier 1 凭借执行端优势，掌控智能驾驶。AEB、ACC 与 LKA 等汽车主动驾驶 ADAS 功能之所以是 ADAS 的核心，主要原因在于其比预警功能多了执行模块。执行模块涉及汽车转向与制动，是汽车安全最核心的部位；整车厂一般倾向于向汽车制动和转向具备丰富经验的 Tier 1 集成商采购，主要原因在于：1) Tier 1 供应商具备制动转向足够的技术积累，可以更好的保证汽车安全；2) Tier 1 集成商与 OEM 之间的合作密切，相互之间信任度高。这也是为什么 AEB、ACC 技术主要掌握在博世、大陆和德尔福等底盘技术深厚的企业中

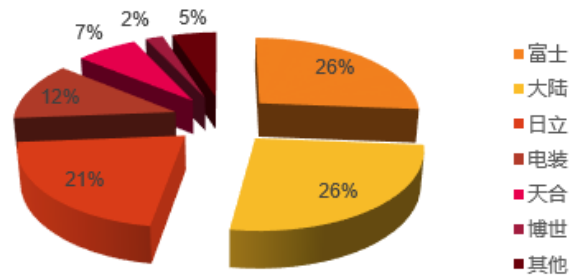
的主要原因。

图 54：欧美 ECU 市场竞争格局（单位：%）



资料来源：盖世汽车，天风证券研究所

图 55：日本 ECU 市场竞争格局（单位：%）



资料来源：盖世汽车，天风证券研究所

5.2 通过 IBS 卡位执行层 分享智能驾驶盛宴

传统液压制动系统难以满足智能驾驶需求，电控制动将成为发展必然需求。传统液压制动系统主要包括：真空助力器、制动总泵、制动油管、手刹线和制动器等；主要原理是将踏板力通过真空助力器放大后实现刹车，制动控制较为复杂，难以做到精准刹车，满足不了智能驾驶精准制动和快速响应的要求。电控制动是 ECU 将电信号直接传送到电机等执行机构，取代真空助力器等机构，主要优点在于：1) 简化助力器等机构，集成度更高，符合轻量化趋势；2) 电机可快速响应，同时可以实现不同的刹车形式，符合智能驾驶的需求。

EHB 技术成熟，博世代表产品 IBS 已经配套量产车型。电控制动系统目前主要包括电控液压制动系统（EHB）和电控机械制动系统（EMB）。其中，EHB 采用液压制动，采用电机驱动主缸，替代了传统的真空助力器，代表产品为博世的 IBS，技术成熟，已经配套保时捷、特斯拉、大众高尔夫等量产车型。EMB 直接通过电机来驱动制动系统，由于抛弃了液压系统，因此 EMB 目前面临着如何解决制动高温下的电机消磁和电机电压不够等研发难题，暂时还没有量产。

图 56：博世智能刹车系统（IBS）



资料来源：博世官网，天风证券研究所

图 57：瀚德 EMB 产品



资料来源：瀚德官网，天风证券研究所

iBooster 与传统制动系统相比有多个功能特点：

1) 可调整的踏板感：由于 iBooster 制动可以根据电信号调节制动力度，所以可以在同一辆车中实现多种制动效果，驾驶者可以自行调节制动灵敏度（如果被允许的话）。另外，

对于不同品牌和同品牌不同车型，也能根据设计需求，调整制动的响应和反馈风格。

2) 可回收制动能量，提高能量利用率：iBooster 制动加上博世的制动能量回收，可以实现 0.3G（全力制动在 1G 左右）的制动力，足以保证日常驾驶中的刹车力度；制动能量回收会降低踏板的反馈，iBooster 可以通过电机反向推动踏板，自动补偿踏板力度，不会让驾驶者感受不到刹车的力度。

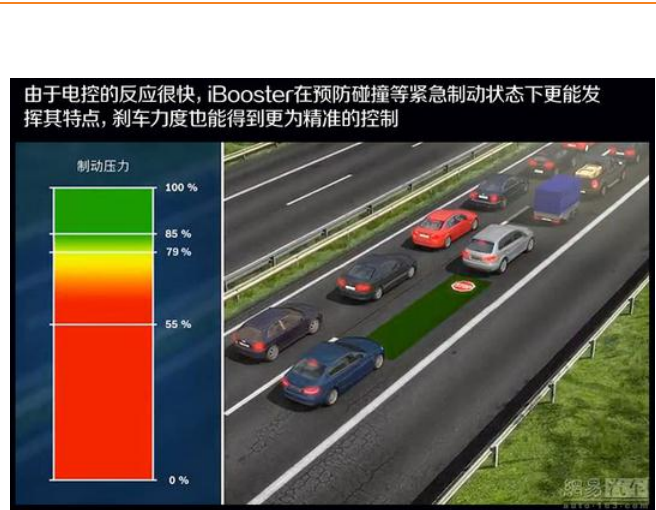
3) 可与各种 ADAS 系统完美配合，提升安全性和舒适感：如与 AEB 结合，可以提高自动紧急刹车状态下的制动效果，当紧急情况预警系统发现前方有危险时，iBooster 可以在 120 毫秒的时间内自动把制动力增加到最大值，这个反应时间比传统制动块三倍，从而有效缩短刹车距离，提高车辆安全性；与 ACC 系统结合，可以帮助司机实现平稳刹车，舒适制动，直到车辆完全停止，司机几乎感觉不到任何震动和噪音，提高舒适感。

图 58：iBooster 可实现多种刹车方式



资料来源：网易汽车，天风证券研究所

图 59：iBooster 与智能驾驶可实现完美配合



资料来源：网易汽车，天风证券研究所

IBS 将淘汰真空助力设备，并与能量回收系统实现完美结合。由于采用电力作为制动力来源，IBS 制动技术的最大好处是脱离了之前的真空助力设备，简化了制动系统。同时，IBS 也可以与能量回收系统结合，可以实现 0.3G 的制动力（全力制动在 1G 左右），足以保证日常驾驶中的刹车力度，而且能量回收过程中，电机会有反作用力，有效弥补刹车踏板在制动能量回收等状态下的力度反馈，不会让驾驶者感受不到刹车的力度大小。

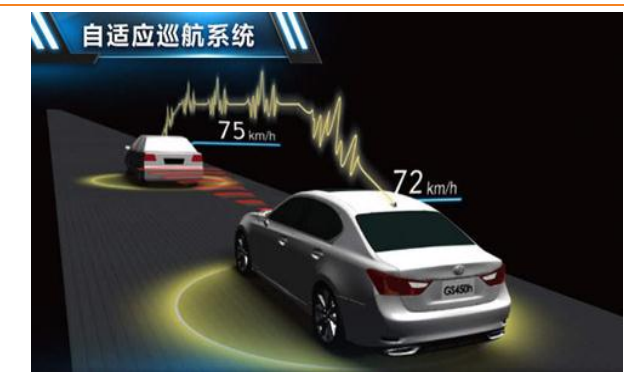
IBS 可与 ADAS 实现完美配合。以 AEB 为例，IBS 在紧急制动情况下可以在 120 毫秒的时间内自动把制动力增加到最大值，反应时间比真空助力设备快三倍，可以使刹车距离更短，提高车辆安全性。对于 ACC 而言，IBS 可以帮助司机实现平稳刹车，舒适制动，直到车辆完全停止，司机几乎感觉不到任何震动和噪音，提高舒适感。

图 60：重卡安装 AEB 系统



资料来源：太平洋汽车，天风证券研究所

图 61：ACC 实现智能跟车



资料来源：太平洋汽车，天风证券研究所

IBS 优良的制动舒适性更适用于智能驾驶执行端。传统的真空助力刹车冲击力度明显，但由于成本优势，依然是 ADAS 刹车的主流技术配置；对于时刻有刹车转向要求的自动驾驶来讲，真空助力设备已经满足不了驾车舒适感的高要求。IBS 可以实现平稳刹车，舒适制动，震动和噪音极低，大大提高舒适感，因此是未来自动驾驶的最佳选择。

IBS 项目进展顺利，2018 年有望实现量产。公司早在 2005 年就成立了汽车电子系统事业部，并于 2011 年 9 月成立了拓普智能刹车子公司，主要从事 IBS 研发和 EVP 商业化。经过 10 年的辛勤耕耘，公司实现了 IBS 技术突破，拟定增 19.6 亿元建设 150 万套 IBS 产能。公司 IBS 项目正处于 ECU 算法调试优化阶段，2018 年实现量产是大概率事件。

积极卡位智能驾驶执行端，分享智能驾驶行业红利。IBS 是智能驾驶最理想执行端，是 EVB 技术的升级。全球只有博世具备量产能力，主要为保时捷 918、特斯拉 Model S，大众 Golf 和沃尔沃 XC90 等车型配套，单套价格约为 4,000 元人民币。大陆与天合合作，开发自己的智能刹车系统 MK C1，计划 2017 年实现量产。公司有望成为全球 IBS 第三家量产供应商，卡位智能驾驶执行端，与博世、大陆对标，分享智能驾驶行业红利。

坚定底盘电子化，外延有预期。底盘部件主要分为转向与刹车，未来底盘电子控制是产业发展的必然趋势，也是实现智能驾驶的内在要求。公司看好底盘电子化趋势，在手现金充足，未来有望在汽车底盘电子领域有所布局。

图 62：公司有望成为全球第三家具备 IBS 量产能力的公司



资料来源：公司公告，天风证券研究所

6 重要客户分析：绑定通用 受益吉利

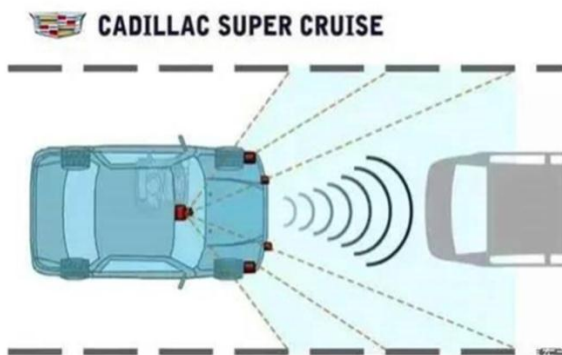
6.1 绑定通用全球 积极应对汽车智能化

公司绑定通用汽车共生长。公司 2014 年披露通用汽车为公司第一大客户，先后获得通用全球 8 年 10 亿元和 6 年 16.7 亿元同步研发项目大单，EVP 也为海外通用车型配套，双方合作日益密切。通用汽车作为全球一线汽车品牌，一直积极推动汽车智能化，未来必然对公司产生积极影响。

通用汽车收购 Cruise Automation，加码自动驾驶技术研发。2016 年 3 月，通用汽车宣布重金收购位于旧金山的无人驾驶技术初创公司 Cruise Automation，并入通用汽车新成立的自动驾驶汽车研发部门，加速自动驾驶技术研发。Cruise Automation 成立于 2013 年，最初主要开发汽车自动导航技术，后来将重点转为汽车加装无人驾驶“套件”，其目前已开发的产品具备高速公路上自动巡航和车道保持功能。

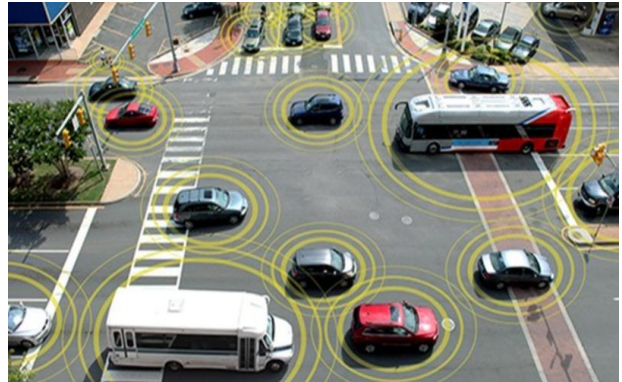
通用汽车宣布 2016 年将实现 Super Cruise 和 V2V 技术的应用，推动自动驾驶与智能互联相融合。通用汽车于 2015 年在中国智能汽车国际论坛上明确提出，2017 款凯迪拉克部分特定车型将采用先进的智能互联汽车技术，而 Super Cruise 和 V2V 技术也将于 2016 年实现应用。“Super Cruise”是通用汽车推出的自动驾驶技术，它可以实现汽车在高速公路驾驶环境下的自动跟车、刹车以及速度控制；V2V 通讯技术能够让相互靠近的汽车之间互相发送诸如位置、速度以及行驶方向等基本的安全信息。Super Cruise 与 V2V 两种智能技术的结合，不仅可以降低在高速公路上交通拥堵及长途驾驶等情况下的疲劳感，提高驾驶的舒适性，也可以大大减少汽车碰撞事故的发生。

图 63：Super Cruise 技术可实现自动跟车与刹车



资料来源：通用汽车，天风证券研究所

图 64：车联网技术实现车车互联



资料来源：百度图片，天风证券研究所

6.2 受益吉利：吉利产业链最受益标的

在困境中壮大，吉利已成为自主品牌汽车崛起的代表。吉利由李书福创立于 1986 年，以冰箱配件为起点，在没有政府支持、自有资金少、没有任何汽车行业经验等先天不足的情况下，自 1994 年进军摩托车行业起，到 1997 年成为中国第一家民营轿车企业，再到 2001 年成为首家获得轿车生产资质的民营企业，吉利走过了国家对民营资本造车由禁止、到怀疑、再到逐渐放开的过程，正式进入吉利汽车时代。其后，吉利通过研究中心建设、海外并购 DSI、沃尔沃汽车等大手笔运作开始了拨天换日的发展。目前，浙江吉利控股集团资产总值已超过千亿元，旗下拥有吉利汽车、沃尔沃汽车、伦敦出租车等品牌。截至 2015 年底，吉利汽车累计销量超过 400 万辆，在国内有 700+家 4S 店，在海外有近 200 个销售服务网点。

图 65：浙江吉利控股集团发展历史



资料来源：吉利汽车、WIND，天风证券研究所

得益于博越等新车热卖，2017年销量或增40%以上。吉利借助沃尔沃完成自身整车研发平台和完善供应体系搭建，目前已形成1个模块化平台和3个全新平台，去年开始吉利密集发布博瑞、博越、帝豪GS、远景SUV等全新车型。我们预计吉利汽车2016年全年可实现超70万辆的销量，2017年有望实现100万辆左右的销量，较2016年增长40%以上。

模块化+精品化将增加未来明星车型的推出频次，形成销量有力支撑，2020年120万辆的销量目标有望提前达成。2016年吉利提出“2020年实现200万辆是最基本的目标”，其中吉利汽车120万辆，沃尔沃汽车80万辆。以2016年70万辆的官销目标为基数，2020年达到120万辆仅需年均10%的复合增速。然而随今明两年重磅新车密集上市，我们预计2018年吉利的年销量即可超过120万辆（包括CMA车型）。

图 66：吉利博越



资料来源：吉利官网，天风证券研究所

图 67：帝豪GS



资料来源：吉利官网，天风证券研究所

表 11: 吉利汽车 2016-2020 年销量预测 (万辆)

吉利销量预测 (万辆)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
博瑞		3	5	6	6	6	7
博越			12	24	26	29	32
新帝豪	17	21	23	22	22	23	23
帝豪 GL			3	12	14	16	17
帝豪 GS			6	12	13	15	16
远景 SUV			5	13	14	16	17
CMA 车型				4	28	43	48
新车型 (每年 2 款)						2	14
其它	26	28	23	23	24	24	24
总销量	42	52	76	116	149	173	198
增速			47%	52%	28%	17%	15%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

吉利新车型全面热销, 公司配套向上弹性大。吉利常年位列公司前三大客户。2012-2015 年, 公司向吉利控股集团的销售额分别占其主营收入的 8.5%、9.1%、7.1%和 9%, 为当年第二、第二、第三、第二大客户, 供应车型涵盖了吉利的重点车型, 配套产品包括顶棚、地毯、隔音板、悬置、控制臂、电子真空泵等。同时, 公司持续与吉利进行零部件的同步开发。目前, 公司的 NVH、电子真空泵等产品全面供应博瑞、博越、远景 SUV、帝豪 GS 和帝豪 GL 等全新重磅车型。2016 年、2017 年的销售额同比增量 (差额) 预计分别占前一年主营收入约 13%和 25%。

表 12: 2016/2017 年吉利新车销量上升对公司经营业绩影响的测算

搭载 新车型	2016 弹性测算				2017 弹性测算			
	营收 (亿元)		毛利 (亿元)		营收 (亿元)		毛利 (亿元)	
	同比增量	同比增量 /2015	同比增量	同比增量 /2015	同比增量	同比增量 /2016E	同比增量	同比增量 /2016E
博瑞	0.9	3%	0.3	3%	0.2	1%	0.1	1%
博越	2.6	9%	0.8	9%	3.6	10%	1.1	10%
帝豪 GL	0.4	1%	0.1	2%	1.0	3%	0.3	3%
帝豪 GS	0.8	3%	0.3	3%	0.7	2%	0.2	2%
远景 SUV	0.3	1%	0.1	1%	0.5	1%	0.2	1%
合计	5.0	17%	1.5	18%	6.5	18%	2.0	18%

资料来源: WIND, 天风证券研究所

7 拟定增 24 亿元 精准卡位智能汽车执行层

2016 年 8 月 16 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 111,557,578 股，发行价格不低于 21.47 元/股，募集资金不超过 23.95 亿元，扣除发行费用后将用于“汽车智能刹车系统项目”和“汽车电子真空泵项目”。2016 年 11 月 23 日，公司非公开发行 A 股预案获得中国证监会审核通过。

表 13：公司定增主要实施项目

项目名称	募集资金使用金额 (万元)	项目建设周期	计划产能	达产后净利润(万 元)	项目回收期(年)
汽车智能刹车系统 项目	196,174.00	24 个月	150 万套汽车智能 刹车系统 (IBS)	62,251	5.51
汽车电子真空泵项 目	43,340.12	24 个月	260 万套汽车电子 真空泵	15,607	5.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

IBS 精准卡位智能汽车执行层，牢牢把握智能化趋势。2016 年是智能汽车元年，产业步伐加快倒逼法规放开。智能驾驶由感知、判断和执行构成，执行端涉及汽车转向与刹车，是最核心的环节；IBS 是目前执行端最优化的智能刹车技术，目前只有博世具备产业化能力。公司本次定增 19.6 亿元用于年产 150 万套 IBS，项目建设期 2 年，预计达产后将贡献 30 亿收入与 6.3 亿净利润。公司通过 IBS 精准卡位智能汽车执行层，分享汽车智能化盛宴。

电子真空泵顺应电动化趋势，小产品大利润。国家加大节能减排要求，电动化、涡轮增压、混合动力是未来汽车发展的必然趋势，也为电子真空泵开创新的市场需求。国内电子真空泵市场基本由海拉、大陆所垄断；公司作为自主品牌龙头，已实现小批量生产。公司拟定增 4.3 亿用于年产 260 万套电子真空泵，项目建设期 2 年，预计达产后将贡献 10 亿元收入与 1.5 亿净利润。公司电子真空泵产品性价比优势明显，有望快速实现进口替代。

8 盈利预测与投资评级

NVH 龙头绑定吉利+通用+特斯拉保证业绩稳定快速增长；积极布局汽车电子方向，布局电子真空泵+卡位智能汽车执行端，向上空间打开；大股东持股比例高+在手现金充足，具备外延预期。

假设 17 年增发 1.15 亿股，预计 2016-2018 年摊薄后 EPS 分别为 0.90、1.00、1.29 元，业绩增速 43%、31%、28%，对应 PE 分别为 33X、30X、23X，维持“买入”评级。

9 风险提示

公司主要面临风险有：

- 1) 宏观经济持续下滑，汽车行业需求低迷，公司作为汽车一级供应商业绩受到拖累；
- 2) 公司定增 EVP 与 IBS 项目技术门槛较高，研发过程不顺利可能造成定增项目进展不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	94.72	422.01	975.26	3,332.53	3,887.38	营业收入	2,736.86	3,007.21	3,822.17	4,884.73	6,066.83
应收账款	540.31	697.81	789.63	1,109.99	1,249.34	营业成本	1,929.12	2,140.90	2,679.34	3,394.89	4,149.71
预付账款	26.10	34.51	41.68	52.59	64.31	营业税金及附加	13.48	16.51	21.02	26.87	33.37
存货	530.31	672.41	771.46	1,020.29	1,123.73	营业费用	140.91	151.47	187.29	224.70	297.27
其他	100.68	745.89	290.36	491.49	540.94	管理费用	225.40	276.51	351.64	439.63	552.08
流动资产合计	1,292.13	2,572.62	2,868.38	6,006.88	6,865.70	财务费用	3.25	(9.48)	(7.96)	(24.55)	(41.15)
长期股权投资	59.63	58.61	58.61	58.61	58.61	资产减值损失	4.15	8.37	0.00	0.00	0.00
固定资产	814.58	1,092.56	1,150.35	1,181.84	1,197.29	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	157.83	147.41	103.70	122.22	103.33	投资净收益	16.99	40.39	42.00	42.00	42.00
无形资产	121.41	173.06	362.89	352.72	342.55	其他	(33.98)	(80.77)	(84.00)	(84.00)	(84.00)
其他	91.39	85.54	72.96	72.36	67.45	营业利润	437.54	463.31	632.84	865.21	1,117.55
非流动资产合计	1,244.85	1,557.17	1,748.51	1,787.74	1,769.24	营业外收入	31.99	21.89	55.00	30.00	30.00
资产总计	2,536.98	4,129.79	4,616.89	7,794.62	8,634.94	营业外支出	5.21	9.20	5.46	3.00	0.98
短期借款	255.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	464.32	476.01	682.39	892.21	1,146.57
应付账款	670.27	769.15	962.86	1,250.06	1,475.77	所得税	64.56	66.29	94.85	124.02	159.37
其他	111.44	180.03	135.73	169.37	190.46	净利润	399.75	409.72	587.54	768.19	987.19
流动负债合计	1,036.71	949.18	1,098.59	1,419.43	1,666.22	少数股东损益	0.76	1.17	2.05	2.12	3.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	398.99	408.54	585.49	766.07	984.20
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.61	0.63	0.90	1.00	1.29
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	1,036.71	949.18	1,098.59	1,419.43	1,666.22						
少数股东权益	24.93	24.66	26.71	28.83	31.83	主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
股本	520.00	649.10	649.10	763.92	763.92	成长能力					
资本公积	192.01	1,454.90	1,454.90	3,735.22	3,735.22	营业收入	18.54%	9.88%	27.10%	27.80%	24.20%
留存收益	955.39	2,506.74	2,842.48	5,582.45	6,172.97	营业利润	15.65%	5.89%	36.59%	36.72%	29.17%
其他	(192.06)	(1,454.79)	(1,454.90)	(3,735.22)	(3,735.22)	归属于母公司净利润	17.53%	2.39%	43.31%	30.84%	28.47%
股东权益合计	1,500.27	3,180.61	3,518.30	6,375.20	6,968.71	获利能力					
负债和股东权益总计	2,536.98	4,129.79	4,616.89	7,794.62	8,634.94	毛利率	29.51%	28.81%	29.90%	30.50%	31.60%
						净利率	14.58%	13.59%	15.32%	15.68%	16.22%
						ROE	27.04%	12.95%	16.77%	12.07%	14.19%
						ROIC	29.23%	24.78%	20.07%	29.22%	31.13%
						偿债能力					
						资产负债率	40.86%	22.98%	23.80%	18.21%	19.30%
						净负债率	35.55%	21.60%	14.98%	1.93%	-27.45%
						流动比率	1.25	2.71	2.61	4.23	4.12
						速动比率	0.73	2.00	1.91	3.51	3.45
						营运能力					
						应收账款周转率	5.23	4.86	5.14	5.14	5.14
						存货周转率	5.57	5.00	5.29	5.45	5.66
						总资产周转率	1.18	0.90	0.87	0.79	0.74
						每股指标(元)					
						每股收益	0.61	0.63	0.90	1.00	1.29
						每股经营现金流	0.71	0.37	1.55	0.47	1.41
						每股净资产	2.27	4.86	5.38	8.31	9.08
						估值比率					
						市盈率	48.79	47.65	33.25	29.91	23.28
						市净率	13.19	6.17	5.58	3.61	3.30
						EV/EBITDA	0.00	30.90	27.10	21.69	16.66
						EV/EBIT	0.00	38.78	29.53	23.25	17.65

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com