

2017年02月10日

拓普集团 (601689.SH)

深度分析

受益于汽车“三化”和自主品牌崛起的 NVH 龙头

投资要点

◆ **NVH 领域龙头，核心竞争力提供高盈利护城河。** 公司是国内领先的 NVH (减震+隔音) 零部件供应商，其 NVH 产品营收占比 80% 以上，是支撑公司业绩较快增长的主要动力源。NVH 零部件技术难度大、可靠性要求高，属于汽车行业的核心零部件。公司具有的核心技术和与整车厂商的同步开发能力、前瞻产品的研发能力，形成较高的壁垒，为实现持续较高的盈利水平提供护城河。公司前 3 年销售毛利率平均值约 30%，销售净利润平均值约 15%，在汽车零部件行业属于较高水平。近年来开始供货的锻铝控制臂、电子真空泵和计划于 2018 年投产的智能电子刹车系统等新产品，将受益于汽车“三化”成为新的业绩增长点；给自主品牌车企供货占比的提升将受益于自主品牌的崛起，为业绩增长带来较大的弹性。

◆ **积极布局新产品，充分受益于汽车“三化”。** 汽车“三化”——轻量化、新能源化和智能化是产业发展的中长期趋势，公司积极布局轻量化产品锻铝控制臂、用于新能源车和智能车的电子真空泵 (EVP) 及智能刹车系统 (IBS)，迎合产业未来发展趋势，将充分受益于行业的高速成长。电子真空泵和智能刹车系统等高端电子产品在新车上渗透率仍较低，且主要由美国威伯科、德国海拉、德国博世等外资巨头垄断，公司的前瞻性布局有望打破外资垄断并实现进口替代，获得较高的溢价。

◆ **给自主品牌供货比例的增加和通用汽车大额订单的获得，未来业绩弹性值得期待。** 公司给吉利、上汽乘用车和众泰等自主品牌车企供货占比的提升，将受益于自主品牌崛起的高速成长；合计获得通用全球 26.8 亿元大额订单，实力获得国际大企业认可。以上有利因素将为公司未来几年的营收和盈利增长带来较大的弹性。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益为 0.98 元、1.06 元 (摊薄后) 和 1.33 元 (摊薄后)，净资产收益率为 18.1%、19.6% 和 20.9%，首次覆盖，给予买入-A 投资评级，6 个月目标价 42.00 元，相当于 2017 年 40 倍动态市盈率。

◆ **风险提示：**汽车销量增长低于预期；新增配套车型销量低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2,736.9	3,007.2	3,654.5	4,999.3	6,771.1
同比增长(%)	18.5%	9.9%	21.5%	36.8%	35.4%
营业利润(百万元)	437.5	463.3	695.4	880.2	1,146.7
同比增长(%)	15.7%	5.9%	50.1%	26.6%	30.3%
净利润(百万元)	399.0	408.5	638.8	833.7	1,043.1
同比增长(%)	17.5%	2.4%	56.4%	30.5%	25.1%
每股收益(元)	0.61	0.63	0.98	1.06	1.33
PE	45.4	44.3	28.4	26.3	21.1
PB	12.3	5.7	5.1	5.2	4.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

投资评级

买入-A(首次)

6 个月目标价

42.00 元

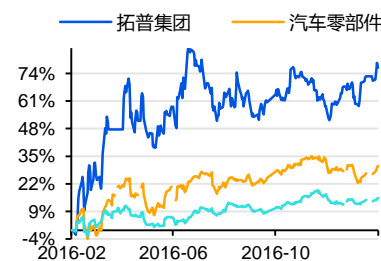
股价(2017-02-09)

30.99 元

交易数据

总市值(百万元)	20,115.61
流通市值(百万元)	5,289.99
总股本(百万股)	649.10
流通股本(百万股)	170.70
12 个月价格区间	16.85/35.10 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.53	-0.51	63.71
绝对收益	4.91	1.24	78.9

分析师

林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20655793

相关报告

内容目录

一、具有核心竞争力的 NVH 零部件龙头	4
(一) NVH 是提高行车舒适性的必要途径	4
(二) 公司的主要产品	5
(三) 核心竞争力为高盈利提供护城河	7
1、大客户的获得能力	7
2、前瞻产品研发能力	7
3、高盈利能力有望维持	8
二、前瞻产品布局，将受益于汽车“三化”	9
(一) 电子真空泵国内龙头，受益于新能源汽车的高增长	11
(二) 智能刹车系统加速追赶国际领先水平	13
(三) 轻量化潮流渐进，产品通过特斯拉认证	16
三、享受自主品牌崛起红利，带来业绩增长弹性	17
四、盈利预测与投资建议	20
(一) 与同类型公司的竞争分析	20
1、竞争优势	20
2、财务比较	20
(二) 公司四大业务板块的盈利预测与假设	21
(三) 基于以上盈利预测的投资建议	24
五、风险提示	24

图表目录

图 1：橡胶减震产品在汽车中的分布	4
图 2：汽车 NVH 产品分类	4
图 3：公司主要产品	5
图 4：汽车动力总成悬置分布	6
图 5：汽车动力总成悬置发展趋势	6
图 6：隔音产品在汽车中的分布	6
图 7：汽车隔音产品分类	6
图 8：车内噪声和振动的传递路径	6
图 9：悬架衬套	6
图 10：公司国内客户分布图	7
图 11：公司国外客户分布图	7
图 12：公司电子真空泵产品	8
图 13：智能刹车系统（德国博世产品）	8
图 14：近四年营业收入及增速	8
图 15：业务收入构成	8
图 16：近五年净利率	9
图 17：近五年归母净利润同比增长	9
图 18：公司的股权结构	9
图 19：奥迪 AFS 全铝车身	10
图 20：电动汽车与燃油汽车综合效率对比	10

图 21：真空泵作用示意图.....	12
图 22：汽车电子式真空泵.....	12
图 23：机械式真空泵在车内分布图	12
图 24：电子式真空泵在车内分布图	12
图 25：我国新能源汽车销量及增速预测	13
图 26：我国涡轮增压器产量走势	13
图 27：智能网联汽车的技术发展架构.....	13
图 28：智能驾驶的五个阶段	13
图 29：驾驶者在智能驾驶不同阶段的操作目标.....	14
图 30：国内自主品牌 ADAS 搭载情况	14
图 31：博世 iBooster 产品	15
图 32：iBooster 刹车效果图	15
图 33：控制臂.....	16
图 34：铝合金锻造件.....	16
图 35：凯迪拉克 CT6 车型应用 Novelis 铝质材料	17
图 36：宝马 i3 电动车铝合金底盘	17
图 37：上汽通用五菱近几年销量及增速	18
图 38：上汽集团近几年汽车销量及增速	18
图 39：吉利汽车销量及增速（不含沃尔沃品牌）	18
图 40：众泰汽车销量及增速	19
图 41：国内汽车销量及增速预测	19
图 42：自主品牌乘用车销量增速	19
图 43：自主品牌乘用车市场占有率	20
图 44：现有规模及成长能力对比	21
图 45：盈利能力对比.....	21
图 46：减震器营业收入及增长率	22
图 47：减震器营业利润及增长率	22
图 48：隔音产品营业收入及增长率	22
图 49：隔音产品营业利润及增长率	22
图 50：锻铝控制臂营业收入及增长率.....	23
图 51：锻铝控制臂营业利润及增长率.....	23
图 52：智能电子刹车系统营业收入及增长率	23
图 53：智能电子刹车系统营业利润及增长率	23
表 1：智能汽车与传统汽车碰撞概率对比.....	11
表 2：汽车用主要轻量化材料优缺点对比.....	17
表 3：公司盈利预测（单位：百万元）	23
表 4：同类型公司估值比较	24

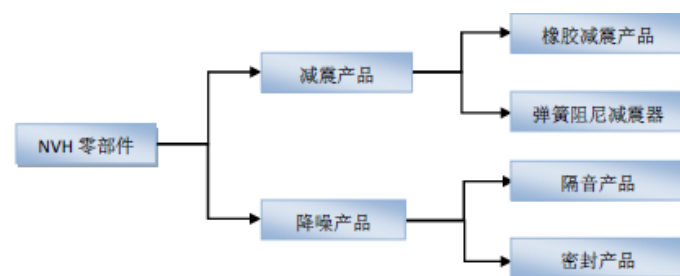
一、具有核心竞争力的 NVH 零部件龙头

(一) NVH 是提高行车舒适性的必要途径

NVH 是指汽车等在机械运动中出现的噪声 (Noise)、振动 (Vibration)、声震粗糙度 (Harshness) 等, 主要来源有发动机、排气系统、传动系统、高速行驶时的风噪声、轮胎噪声、不平的路面等, 大致可分为发动机 NVH、车身 NVH 和底盘 NVH 三大部分。一般来说, 乘员在汽车中的舒适性感受以及由于振动引起的汽车零部件强度和寿命问题都属于 NVH 的研究范畴, 它是衡量汽车设计和制造质量的一个综合性问题, 也是提高汽车舒适度的必要途径。随着经济的发展及竞争的加剧, 消费者对汽车特别是乘用车的舒适性要求越来越高, 整车研发企业对 NVH 也日益重视, 吉利汽车的总工程师曾表示吉利集团每年用于解决汽车的 NVH 问题的资金投入约 10 亿元。有统计表明, 汽车约有 1/3 的问题与 NVH 有关, 约 1/5 的售后问题与 NVH 有关。

图 1：橡胶减震产品在汽车中的分布

图 2：汽车 NVH 产品分类



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

汽车振动、噪声和舒适性并不相互独立, 而是彼此关联的, 因此其复杂程度非常高, 优化方案必须系统性考虑, 而不能孤立的解决。

要改善汽车的 NVH 特性, 提高舒适度, 有两大主要的途径: ①首先是对其振动源和噪声源的控制。这就需要改善产生振动和噪声的零部件的结构, 改善其振动特性, 避免产生共振; 改进旋转部件的平衡; 提高零部件的加工精度和装配质量, 减小相对运动部件之间的冲击与摩擦; 改善气体或液体流动状况, 避免形成涡流; 改善车身结构, 提高刚度; 施加与噪声源振幅相当而相位相反的声音等。②其次要控制振动和噪声传递的途径。这就需要对结构的振动和噪声传递特性进行分析并改进, 使之对振动和噪声具有明显的衰减作用而不是放大; 优化对发动机悬置的设计, 降低发动机向车身传递的振动; 对悬架系统进行改进, 阻断振动的传递; 采用适合于平面振动的阻尼材料、适合于旋转轴类的扭振减振器以及针对其它线振动的质量减振器; 分析和改进结构, 特别是车身的密封状况, 提高密封性能; 各种吸音材料、隔音材料和隔音结构的研究及应用, 提高汽车内部的吸音和隔音性能等。

公司是国内领先的 NVH 零部件供应商，在振动和噪声源控制、振动和噪声源传递途径控制两大领域均有关键零部件产品提供，并能够为下游整车厂提供 NVH 系统解决方案。

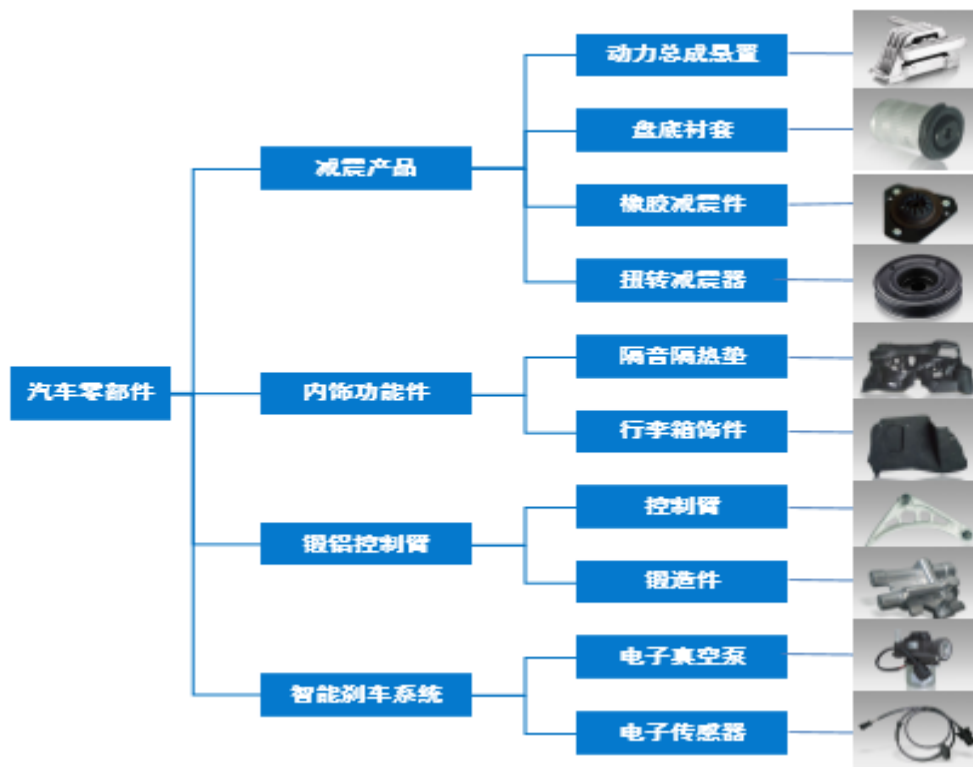
（二）公司的主要产品

公司的主要产品包括汽车橡胶减震产品和隔音产品两大类，划分为悬置、扭震、衬套和汽车隔音件四个系列。减震产品有：悬置（发动机悬置、变速箱悬置）、衬套（拉杆衬套、副车架衬套、传动轴衬套、悬架衬套等）、扭震等橡胶减震产品等；隔音产品有：前围板、行李箱隔板、顶棚、主地毯等；密封产品主要是各类门、窗密封条等。

其中发动机用减震器主要用于控制振动和噪声源；悬置、衬套、隔音和密封件等主要用于控制振动和噪声的传递途径。

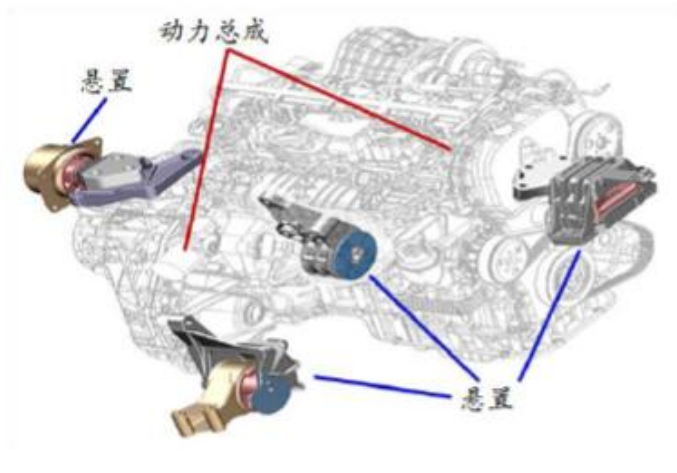
国内汽车减震产品市场以前主要被日本东海橡塑、韩国平和、德国康迪泰克、美国库珀等外资，以及西班牙安通林、德国佩尔泽等在华合资或独资企业所垄断。经过 30 多年的努力，公司的橡胶减震产品不断抢占外资产品的市场，已经能够研发高技术含量的三级复合悬置、主动悬置等产品，目前已经成为国产品牌销量冠军；隔音产品的市场排名也稳定在前列，具有较强的竞争力。

图 3：公司主要产品



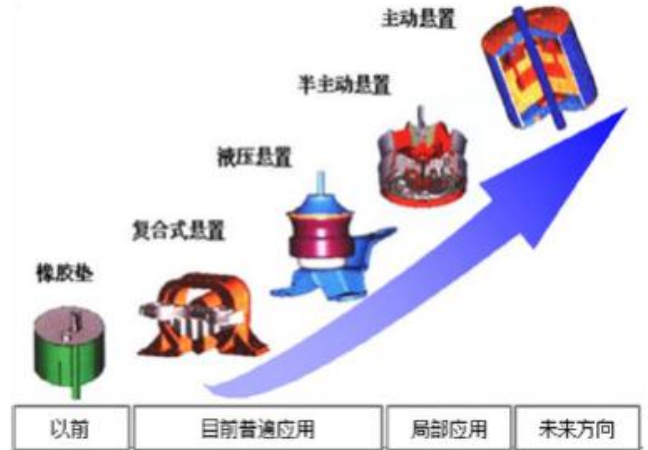
资料来源：公司官网及公告，华金证券研究所

图 4：汽车动力总成悬置分布



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

图 5：汽车动力总成悬置发展趋势



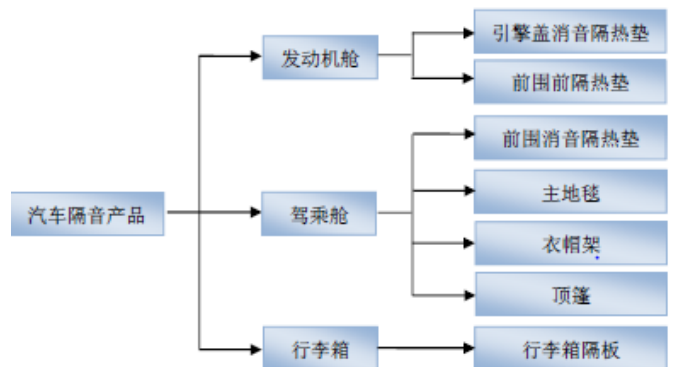
资料来源：公司招股书，华金证券研究所

图 6：隔音产品在汽车中的分布



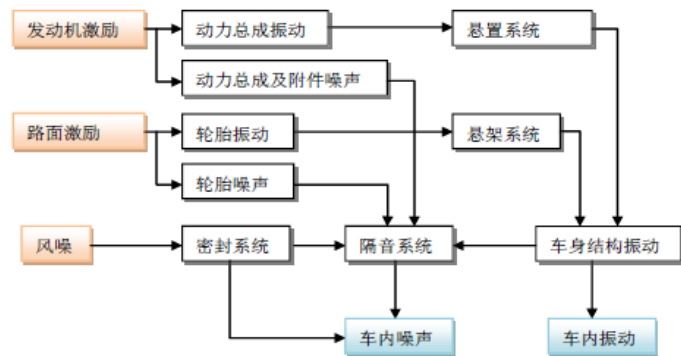
资料来源：公司招股书，华金证券研究所

图 7：汽车隔音产品分类



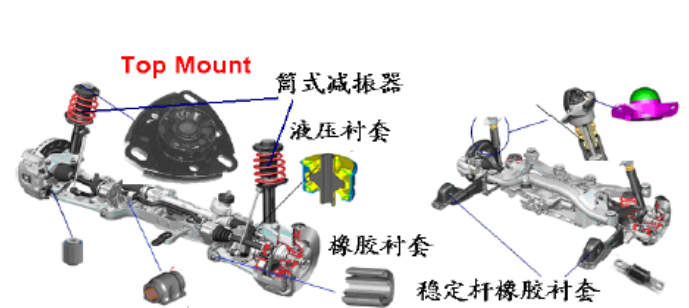
资料来源：公司招股书，华金证券研究所

图 8：车内噪声和振动的传递路径



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

图 9：悬架衬套



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

近几年来，为了迎合汽车轻量化、新能源化和智能化的发展，公司先后研制了铝制件、锻铝控制臂、电子真空泵等新产品，并已经开始给整车厂配套；智能刹车系统（IBS）预计将于 2018 年开始投产，将打破德国博世等汽车电子巨头在该领域的垄断，获得国内先发优势。

（三）核心竞争力为高盈利提供护城河

1、大客户的获得能力

在 NVH 领域，公司是国内为数不多的具备全球整车厂同步开发能力的供应商，目前客户已经涵盖通用系、大众系等全球一流外资整车厂及吉利汽车、上汽乘用车、广汽传祺、长安自主品牌等一流自主品牌整车厂。2015 年公司成为美国通用全球 GM E2XX 平台同步开发供应商，目前已经开始给其液压减震器等产品，生命周期 8 年（根据美国通用预测，该项目 8 年内的供货金额约为 10 亿元人民币）。2016 年 10 月公司接到通用全球的定点通知订单，金额为 16.8 亿元，内容围绕与其同步研发 GM GEM 平台 NVH 减震器，预计 2019 年 3 月开始在全球量产，生命周期规划为 6 年。一系列重大订单的签订，进一步扩大了公司的领先优势，为未来业绩长期向上奠定了基础。

图 10：公司国内客户分布图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：公司国外客户分布图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、前瞻产品研发能力

经过多年发展，除了传统的减震和降噪产品，公司还推出了适合技术发展新趋势的电子真空泵、锻铝控制臂、智能刹车系统等新产品。其中电子真空泵和锻铝控制臂已经开始给整车厂形成配套，智能刹车系统计划于 2018 年上市，将配套于未来的智能汽车。

前瞻产品的研发和投产，验证了公司的技术实力，也为中长期发展奠定了先发优势，有利于竞争力的提升。

图 12：公司电子真空泵产品



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 13：智能刹车系统（德国博世产品）



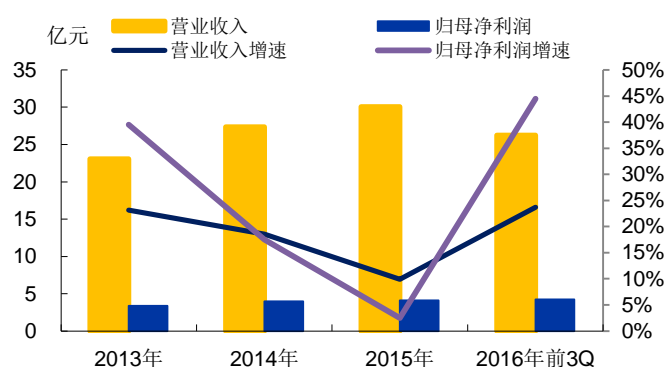
资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

3、高盈利能力有望维持

2016 年前三季度，公司实现营业收入 26.25 亿元，同比增长 23.71%；归母净利润 4.24 亿元，同比增长 44.51%。公司业绩预告 2016 年全年净利润增幅为 50%-60%，即约 6.13-6.54 亿元。从 2016 年上半年的营业收入构成来看，公司的主要收入来自于减震器和隔音产品，占比达到 90%左右。而锻铝控制臂和电子真空泵等业务目前规模虽小，但是未来的成长性会较高，将成为公司营收和业绩贡献新的增长点。从盈利能力来看，公司净利率水平逐年提升，并远高于汽车零部件行业的平均水平，具有较高的盈利水平。

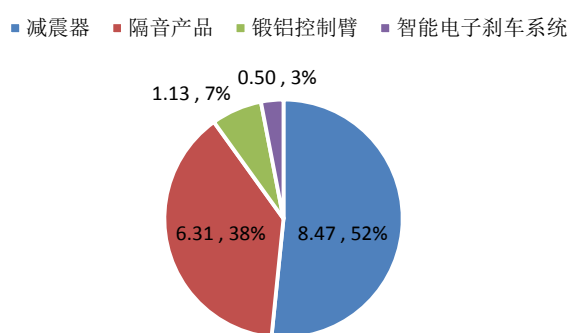
我们认为公司在传统产品具有核心竞争能力、新产品不断突破、通用全球的大订单保障等有利因素共振的情况下，未来的高盈利水平有望维持。

图 14：近四年营业收入及增速



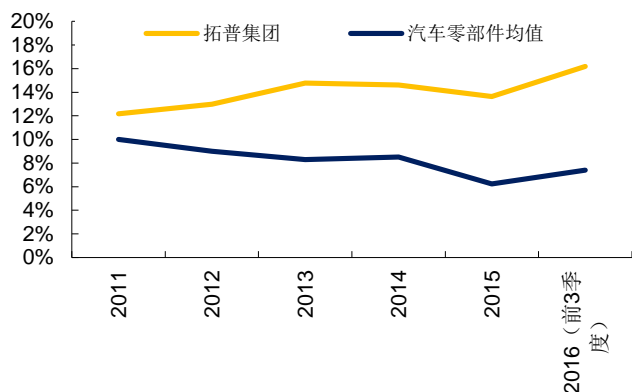
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 15：业务收入构成



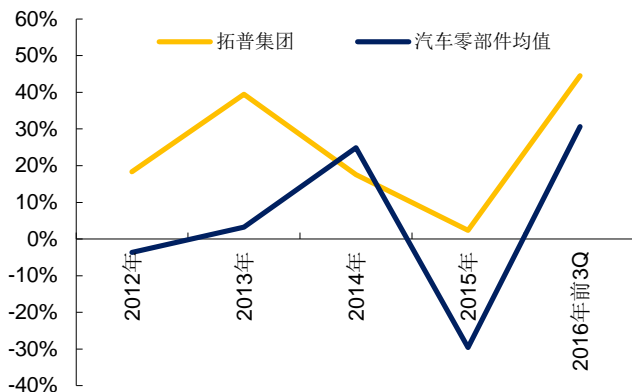
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：近五年净利率



资料来源：WIND，华金证券研究所

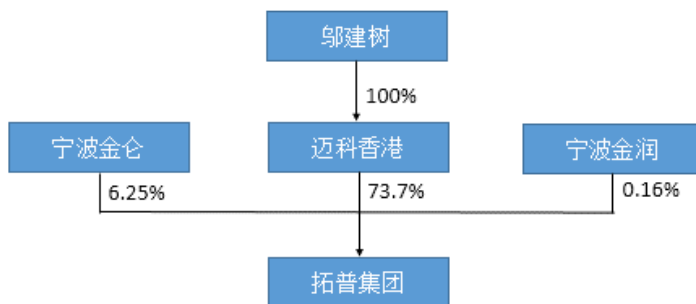
图 17：近五年归母净利润同比增长



资料来源：WIND，华金证券研究所

公司的实际控制人邬建树持有 73.7% 的股份，股权集中度较高，有利于保证执行力的高效率；并为股权激励和再融资对大股东的稀释留下了较大的空间，有利于公司未来管理效率的提升和产能的增加。

图 18：公司的股权结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、前瞻产品布局，将受益于汽车“三化”

进入 21 世纪以来，汽车行业迎来巨大变革期，轻量化、新能源化和智能化（简称“三化”）已成为技术发展的趋势，其根本驱动因素是更严苛的节能、环保和安全要求。

汽车轻量化就是为汽车瘦身，在确保稳定提升性能的基础上，节能化设计和制造各总成零部件，持续优化车型。相关实验证明，若整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%—8% 左右；整车重量降低 1%，油耗可降低约 0.7%；汽车整备质量每减少 100 千克，每百公里油耗可降低约 0.3—0.6 升。

汽车轻量化的主要途径一是改善结构设计，二是应用新型材料，三是应用新工艺。其中新材料的应用对汽车轻量化效果最好，已成为全球各大整车厂的重点技术攻关方向。用于汽车轻量化的新材料中铝合金的占比最大，而碳纤维、钛合金、镁合金、高强塑料等因为成本较高或技术难度较大目前应用的比例仍很小。

图 19：奥迪 AFS 全铝车身



资料来源：太平洋汽车网，华金证券研究所

新能源汽车近年来一直被各国政府和各大整车企业所重视，其除了不使用燃油等石化原料外，在能源转化效率方面也有非常大的优势，有利于能源的节约和 CO₂ 等有害气体排放的减少。中国政府制定了雄心勃勃的新能源汽车推广计划，目标是到 2020 年新能源汽车年销量达到 200 万辆，保有量达到 500 万辆水平。为此，中国政府制定了有利于新能源汽车发展的产业补贴政策，将持续至 2020 年。而国内的汽车企业中，吉利汽车计划于 2020 年左右新能源汽车销量占年销量的 90%左右，较为激进。

图 20：电动汽车与燃油汽车综合效率对比

		Well to Tank 燃料效率	Tank to Wheel 车辆效率	Well to Wheel 综合效率
FCV	天然气 ↓ 改制/分离膜 氢气70MPa	58%	50%	29%
EV	火力发电 ↓ 送电 充电	35%	81%	28%
燃油汽车	原油 ↓ 精炼 燃油	88%	16%	14% 普通燃油
			30%	26% 第一日 HV混合动力

资料来源：第一电动网，华金证券研究所

智能化的发展是随着汽车电子技术的进步日益兴盛起来的，其最主要的驱动因素是消费者对安全性的要求越来越高，城市管理者寄希望于智能化的交通解决日益严重的拥堵问题。以往，汽车的智能化主要集中于自动控制和辅助驾驶功能的增多，近年来由于新造车企业和互联网企业的不断进入，汽车智能化往自动驾驶等更高阶段的发展呈加速之势。根据美国高速公路安全管理局（NHTSA）的研究表明，目前水平的智能化汽车相对于传统汽车，安全性已经有非常显著的提升。如果未来实现 Level 4 级别的自动驾驶，汽车安全性有望进一步提高。我国的工信部在解读《中国制造 2025》时也提及，装备智能辅助驾驶系统的智能化汽车，会减少 30% 的交通事故，减少 10% 的伤亡。

表 1：智能汽车与传统汽车碰撞概率对比

年份	百万英里碰撞次数（平均）	智能汽车与传统汽车发生碰撞概率对比	
		百万英里碰撞次数 （Tesla 无 Autopilot 系统）	百万英里碰撞次数 （Tesla 带 Autopilot 系统）
2015	2.01	1.3	0.8
2014	1.99	-	-
2013	1.89	-	-

资料来源：NHTSA, 华金证券研究所

（一）电子真空泵国内龙头，受益于新能源汽车的高增长

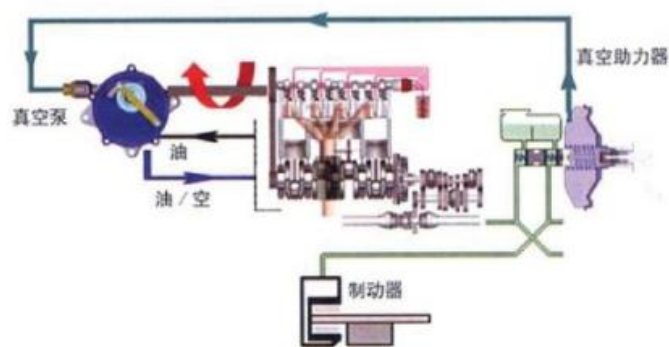
为了顺应新能源汽车的发展趋势，公司前瞻性的布局电子真空泵（EVP）等核心汽车电子产品，并拟再募资投向 EVP 项目的产能扩建，从产品质量及产能规划上加快追赶国际领先企业的步伐。预计未来电子真空泵的业务将继续保持高速增长，将逐渐成为公司营收和利润增长的重要来源。

汽车真空泵主要应用于制动系统，为汽车制动系统中的真空助力器提供真空源，减轻踏板阻力，从而减小制动距离。当乘用车及轻型商用车配置了没有稳定真空源的发动机时，就需要真空泵为真空助力器提供真空源，如柴油机、涡轮增压和直喷的汽油发动机、混合动力以及电动动力等就属于不产生稳定真空源的发动机。

目前，市场上的真空泵按照驱动方式可分为机械式真空泵和电子式真空泵。机械式真空泵具有结构简单、成本低等优点，但随着技术不断进步，电子真空泵也成为相关企业大力发展的产品。电子真空泵的转速较高，由直流电机直接驱动，抽气速率不会受到发动机运行工况的影响，而且可以智能启动和暂停，因此大大减少了泵的实际运行时间，有利于降低发动机油耗和废气排放。随着传统发动机采用涡轮增压和燃油直喷技术越来越多，混合动力和纯电动汽车普及率也越来越高，未来机械真空泵将只会保留在商用车以及小部分乘用车上，电子真空泵将成为绝大多数乘用车的标准配置。

当前汽车真空泵市场大部分被国外公司占据，如美国威伯科（WABOC）、德国海拉（Hella）、德国博世（BOSCH）和日本三国（Mikuni）等。公司 2013 年开始生产电子真空泵并给国内主流整车厂供货，拉开了进口替代的步伐，逐步开拓了上汽通用、一汽大众、长安福特等国内主流合资企业和上汽通用五菱、吉利汽车、众泰汽车等国内主流自主品牌企业，并开始进入奥迪、宝马的全球供应商体系。目前公司已经成为国内最大、技术实力最强的电子真空泵生产企业。2016 年公司公告拟定增募资加自有资金共 6.5 亿元用于电子真空泵产能扩建项目，建设周期为 2 年，产能 260 万套。新产能的建设完成，将有利于缩小与国外竞争对手的差距，增强公司在 EVP 领域的地位。

图 21：真空泵作用示意图



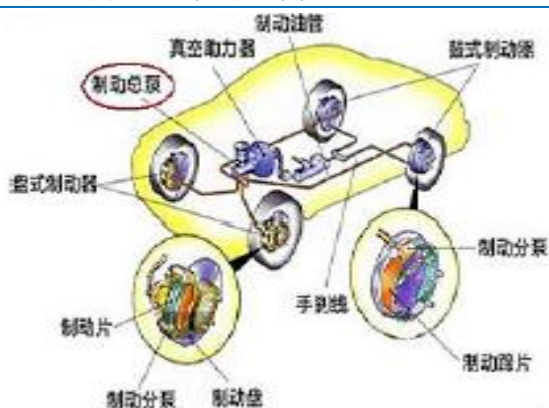
资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

图 22：汽车电子式真空泵



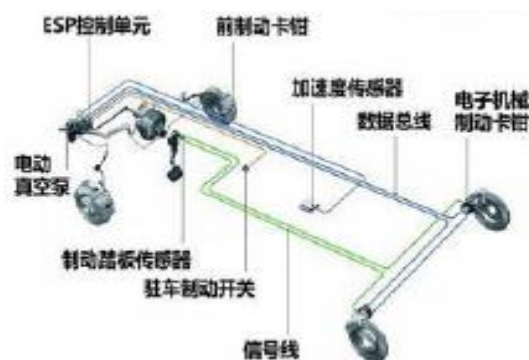
资料来源：德国海拉官网，华金证券研究所

图 23：机械式真空泵在车内分布图



资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

图 24：电子式真空泵在车内分布图

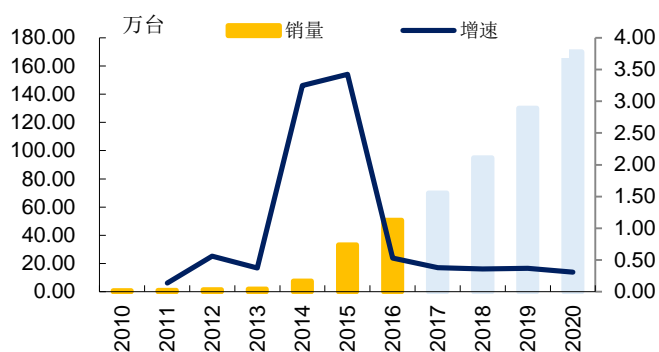


资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

电子真空泵主要应用于装配涡轮增压发动机车型和新能源汽车。据中汽协统计，2015 年我国汽车产销量达 2450 万辆，其中约 700 万台安装涡轮增压发动机，新车市场渗透率接近 30%，未来有望继续提高。据《中国汽车报》预测，至 2019 年，我国装配涡轮增压发动机的汽车销量将增长至 1300 万辆，年均复合增长率约 17% 左右，将远高于汽车行业平均增速。

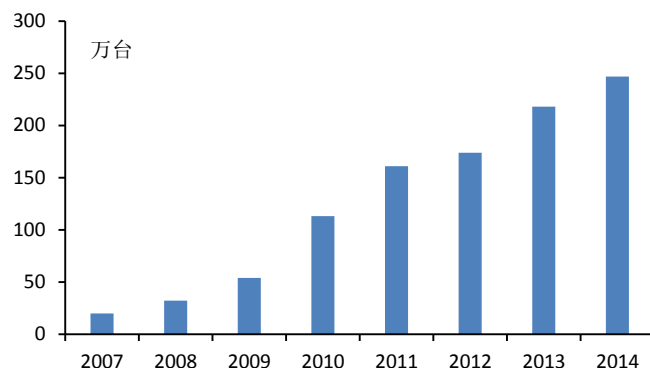
2016 年，我国的新能源汽车年销量 50.7 万辆，占全年汽车销量的比重仅为 1.81%，处于非常低的水。国家制定的目标为至 2020 年年销售新能源汽车 200 万辆，保有量 500 万辆，销量年均复合增速约 41%，为很高的增速水平。新能源汽车销量的快速增长和占比的大幅提升，将给 EVP 的快速增长带来非常大的空间。

图 25：我国新能源汽车销量及增速预测



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 26：我国涡轮增压器产量走势

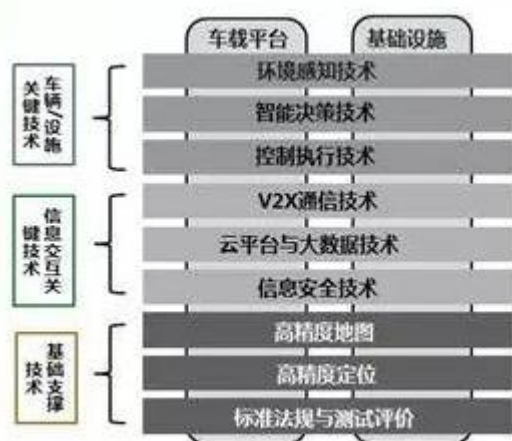


资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

（二）智能刹车系统加速追赶国际领先水平

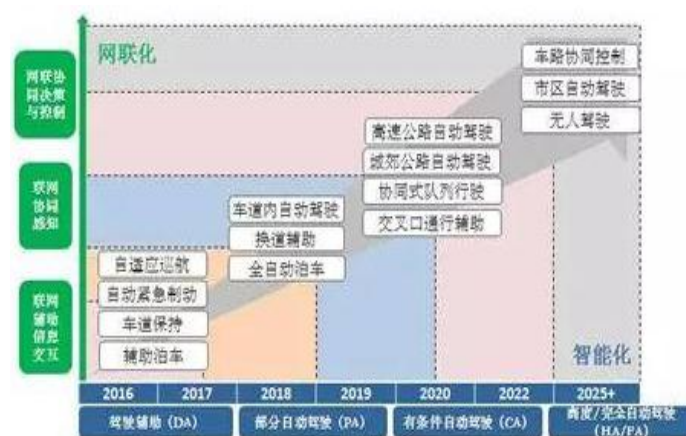
国家工信部、发改委等部门出台的《中国制造 2025》等政策，将引导汽车行业的智能化加速发展，推动汽车工业 4.0 的进程。2016 年 10 月公布的汽车技术路线图，计划到 2020 年汽车智能网联的发展目标为初步形成智能网联汽车自主创新体系，包括 1) 有条件的自动驾驶以及以下级 (DA、PA、CA) 新车装备率的 50%；2) 交通事故减少 30%，交通效率提升 10%，油耗与排放降低 5%；2030 年目标为基本建成智能网联汽车产业链与智慧交通体系，包括 1) DA、PA、CA、HA、FA 新车装备率达 80%；2) 汽车交通事故减少 80%，普通道路的交通效率提升 30%，油耗与排放均降低 20%。

图 27：智能网联汽车的技术发展架构



资料来源：工信部，华金证券研究所

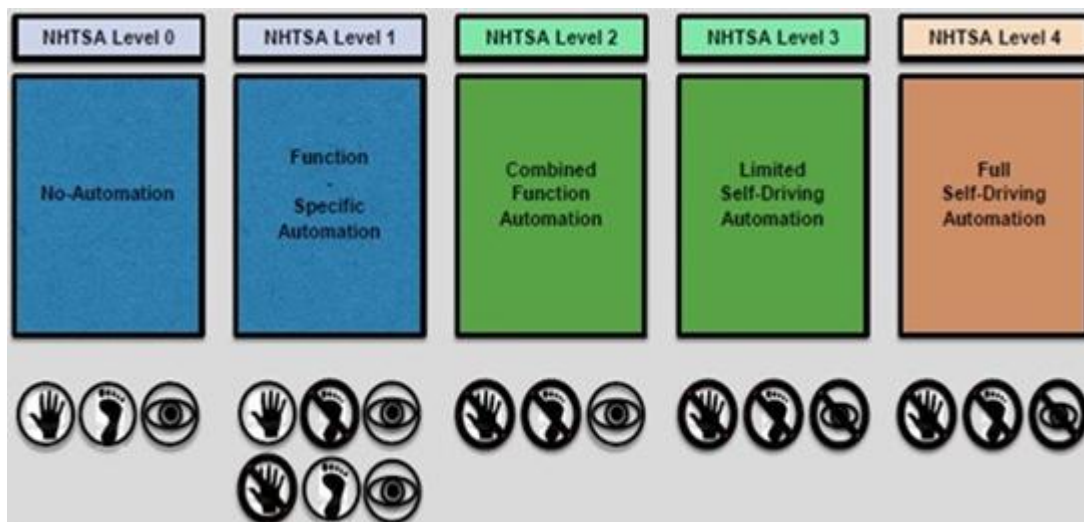
图 28：智能驾驶的五个阶段



资料来源：工信部，华金证券研究所

NHTSA（美国国家公路交通安全管理局）划分的智能驾驶五个阶段被汽车业广泛接受。其中 L1 阶段车辆开始介入制动与转向其中一项控制，通过 ADAS 系统分担驾驶员手和脚的部分操作，主要有自适应巡航（ACC）、车道保持功能（LKA）、自动紧急制动（AEB）等功能。L2 阶段司机注意力仍然要保持驾车状态，以便随时接管车辆。但与 L1 的不同在于，L2 基本可以实现解放驾驶者的手和脚。

图 29：驾驶者在智能驾驶不同阶段的操作目标



资料来源：NHTSA，华金证券研究所

图 30：国内自主品牌 ADAS 搭载情况

品牌	车型	LDW	ACC	AEB	价格 (万)
吉利	博瑞2015款1.8T旗舰型	√	√	√	17.68
	博瑞2015款3.5L旗舰型	√	√	√	22.98
	博越2016款1.8TD自动智尊型	√	√	√	14.88
	博越2016款自动四驱智尊型	√	√	√	15.78
	帝豪GS 2016款 优雅版 1.3T 自动精英型		√	√	8.98
	帝豪GS 2016款 运动版 1.3T 自动精英型		√	√	10.88
长安	睿骋 2016款 1.8T 自动智享版尊贵型		√	√	16.8
	睿骋 2016款 1.8T 自动智享版尊贵型	√	√	√	21.8
	CS75 2015款1.8T四驱领航版	√			17
	CS75 2016款1.8T自动尊贵型		√		14.48
奇瑞	瑞虎7 2016款 1.5T 自动版型 I	√			14.95
	瑞虎7 2016款 1.5T 自动版型 II				16.39
	艾瑞泽7 2016款 1.6L e致尊版	√			21.29
	瑞虎3 2016款 1.6L 手动智尚版	√			8.39
	瑞虎3 2016款 1.6L CVT尊尚版	√			9.29
北汽	幻速S6 2016款 1.5T 手动智能型	√			10.58
长城	哈弗H9 2016款 2.0T 尊贵型5座	√			26.28
	哈弗H9 2016款 2.0T 尊贵型7座	√			27.28
红旗	H7 2015款 2.0T 尊贵型	√	√	√	39.98
	H7 2015款 3.0T 尊贵型	√	√	√	47.98
纳智捷	优6 SUV 2015款 2.0T 旗舰型	√	√		20.08
	大7 SUV 2016款 2.2T 四驱旗舰型	√			24.98
	大7 SUV 2016款 2.2T 四驱智尊型	√			21.98
	大7 MPV 2016款 2.2T 旗舰型	√			24.98
荣威	e950 2016款 1.4T 豪华版	√			28.88
	e950 2016款 1.4T 行政尊享版	√			30.88
众泰	SR7 2016款 1.5T 致趣车	√			11.8-10.28

资料来源：车云网，华金证券研究所

2016年3月18日，NHTSA和高速公路安全保险协会（IIHS）宣布，占美国汽车市场份额99%以上的20家汽车制造商（通用、福特、菲亚特克莱斯勒、丰田、本田、日产、马自达、三菱、富士重工业、现代、起亚、奥迪、宝马、戴姆勒、大众、保时捷、沃尔沃、玛莎拉蒂、捷豹

路虎、特斯拉)已同意在2022年9月1日让自动紧急制动(AEB)成为技术标准。国内的标准法规制定一般会紧随欧美市场,关于AEB的标准有望于2017年发布。

从实际应用层面来看,现阶段L0级的主动安全技术(如盲点检测、车道偏离预警)已经得到广泛应用,并开始从中高端车型下探到10万元左右的中低端车型;L1级的自适应巡航、车道保持功能、自动紧急制动等智能辅助驾驶系统(ADAS)目前仍主要应用于中高端车,但逐渐向中低端车搭载的趋势有望在未来几年成为现实。当前,我国自主品牌已有众多车型搭载属于L1级别的自适应巡航(ACC)、车道保持功能(LDW)、自动紧急制动(AEB)等系统,以达到丰富车辆配置提高性价比,吸引更多消费者的目的。

目前特斯拉和沃尔沃汽车已经在新上市车型开始应用属于L3层级的半自动驾驶技术,将推动自动驾驶技术实质性的进步,并促进L4层级技术的推广普及。而为了实现L3-L4层级的自动驾驶,汽车的自动刹车系统的应用变得不可或缺!

自动刹车系统(AEB)主要由感知装置、控制装置、执行系统等组成。感知系统包括毫米波雷达、激光雷达、单目摄像头、双目摄像头等,控制系统是一个独立的ECU,执行系统是直流驱动电机,起到为驾驶者制动助力的作用。目前市场上处于行业领先地位的自动刹车系统主要是博世的iBooster产品,它是由踏板行程传感器、电子控制单元、助力器和电机组成,可以实现三大优势:1)提高刹车的灵敏度,降低追尾等汽车交通事故;2)可进行能量回收,提高能量利用率;3)由于电控反应很灵敏,刹车能更平稳的控制,使得汽车更具舒适性。

图 31 : 博世 iBooster 产品



资料来源:公司官网,华金证券研究所

图 32 : iBooster 刹车效果图



资料来源:网易汽车,华金证券研究所

由于AEB的技术壁垒非常高,能够完成此项技术研发并量产的公司极其稀少,乘用车的智能刹车系统主要产品集中于博世的iBooster、大陆和天合合作研发的EMB等少数几家产品。

公司依托上汽通用等大企业,在AEB领域已经有相当领先的技术积累。本次拟定增募集资金19.62亿元(总投资22.11亿元)用于智能刹车系统项目,建设期为2年,年产能能为150万套,预计投产期为2018年。公司智能刹车系统的建成投产,将有利于打破国外巨头的垄断,并

有利于降低整车企业的采购成本，提升国内自动驾驶技术的竞争力地位，推动自动驾驶汽车的普及发展。

根据 IHS 预测，IBS 等汽车主动安全产品未来十年的复合增长率将达到 26%左右，市场前景十分广阔。公司在此块业务的前瞻布局将较大的提升公司在高端汽车电子领域的地位，并为未来的盈利增长带来新的成长空间！

（三）轻量化潮流渐进，产品通过特斯拉认证

2016 年 8 月 23 日，公司收到美国特斯拉签发的《供应商定点书（协议）》，正式成为特斯拉的供应商，将向特斯拉 Model 3 车型供应轻量化铝合金底盘构件。公司给特斯拉新车型配套产品的订单金额尚未公开，但进入特斯拉供应体系再次印证了公司轻量化产品的可靠性达到国际领先水平。根据特斯拉公布的销量，2015 年累计销量 50580 辆，2016 年交付数量 76230 辆。特斯拉商业开发副总裁迪亚穆德·奥康奈尔在 AVERE E-Mobility 大会上公开称其新车型 Model 3 已获得近 40 万辆的订单，并预计于 2017 年底或 2018 年量产并交付。

公司目前应用于底盘的轻量化部件主要为铝合金的锻件和锻铝控制臂，订单主要来自国内自主品牌北汽、东风柳汽、江铃汽车、一汽轿车、吉利汽车和合资品牌上海通用、长安福特等。

图 33：控制臂



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 34：铝合金锻造件



资料来源：公司官网，华金证券研究所

据 NHTSA 等国际权威机构研究发现，整车重量下降 10%，燃油效率就可以提升 6%-8%，汽车整备每减少 100 公斤，可降低 0.3-0.6L/百公里油耗，二氧化碳可减少 5g/公里。因此，轻量化是提升汽车燃油效率和实现节能减排非常有效的途径之一。

2016 年工信部发布的技术路线图中，重点提及汽车轻量化产业，从最初的赛车逐渐应用到中低端车型。汽车轻量化可以实现汽车整备质量的降低，从而提高汽车的动力性和操控性，减少燃料消耗，降低排气污染。但轻量化对汽车的强度、刚度、模态、安全性能的要求不减，甚至反而对安全性能要求更高，完成汽车轻量化产品的研发与量产具有较高的技术要求和壁垒。

汽车轻量化一般是通过改变发动机、变速器、悬架、车身以及其它附件的结构设计、工艺流程和材质来实现的，其中轻量化材料的使用对减重的效果最为明显，已被广大车企广泛采用。目前，主流的用于汽车轻量化的材料有碳纤维、镁合金、铝合金、钛合金、玻璃纤维、塑料复合材

料、高强度钢铁等。例如，奥迪最早使用全铝车身，配合塑料复合材料来减轻整车重量；宝马 X1 实现发动机全铝化，X6 采用铝合金轮毂，i3 电动车的新车型甚至开始采用碳纤维材料。

通用汽车的凯迪拉克 CT6 车型车身和底盘也大量应用铝合金材料，其车身含有 62% 的铝质材料。通过利用这种轻质材料和先进的接合技术，车辆整备重量明显降低，使得高级轿车 CT6 的重量与较小的中型轿车 CTS 基本相当。

表 2：汽车用主要轻量化材料优缺点对比

材料	减重效果	优点	缺点
碳纤维	50%-70%	强度高，减重效果好	成本高，工艺难度大，技术成熟度不高
镁	30%-70%	减重效果理想，成本较高	污染较严重，性能的预测与改良较难，耐腐蚀性和延展性差
铝	30%-60%	减重效果理想，成本增加较少	与其它材料结合性差，耐火性较差
钛	40%-55%	减重效果理想，成本高	与其它材料结合性差，加工工艺难度大
玻璃纤维	25%-35%	成本较低	与其它材料结合性差，污染较严重
先进复合材料	10%-30%	成本较低	工艺难度大
高强度钢	10%-30%	成本低	减重效果较差

资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

图 35：凯迪拉克 CT6 车型应用 Novelis 铝质材料

CADILLAC CT6 MIXED-MATERIAL STRUCTURE



资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

图 36：宝马 i3 电动车铝合金底盘



资料来源：网易汽车，华金证券研究所

三、享受自主品牌崛起红利，带来业绩增长弹性

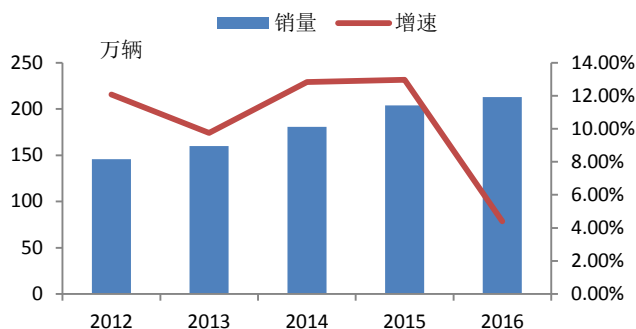
自 1983 年成立以来，公司一直坚守在 NVH 零部件领域，并主要为自主品牌及通用系整车企业配套。近三年来，随着自主品牌的强势崛起，公司给自主品牌的配套比例也逐步提升，其中上汽通用五菱一直是近年的第一大客户，吉利汽车的配套比例从 2015 年开始也上升很快，已经处于非常重要的地位。

我们梳理了公司提供配套服务的几大明星车企，并判断由于这些明星企业未来几年均进入新车型集中上市周期，将为公司未来的业绩增长带来较大的弹性。

(1) 上汽通用五菱。根据公司公告，近几年公司的第一大客户是上汽通用五菱，其 2016 年实现整车总销量 213 万辆，持续高增长。2017 年上汽通用五菱将对已有车型进行升级换代，并拓宽产品线，将推出小型 SUV 宝骏 510 及新能源汽车车型等，增长空间值得期待。

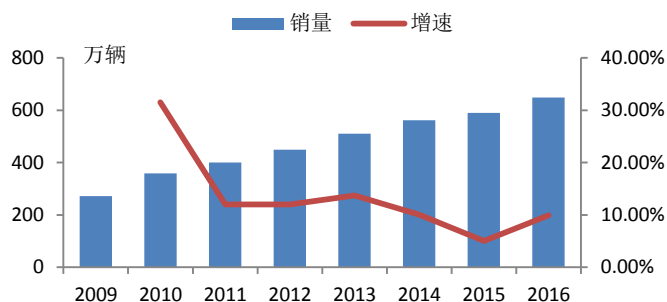
(2) 上汽集团。上汽集团是公司的主要客户之一，2016 年实现总销量 649 万销量，同比增长 9.95%。2017 年在已有车型稳增长的基础上，上汽大众 SUV 新车型新途观 L、Teramont 和斯柯达柯迪亚克将集中上市，上汽乘用车销量目标 60 万辆 (2016 年 32 万辆)，集团总销量有望超过 710 万辆，增速有望持平或超过 2016 年水平。

图 37：上汽通用五菱近几年销量及增速



资料来源：WIND，华金证券研究所

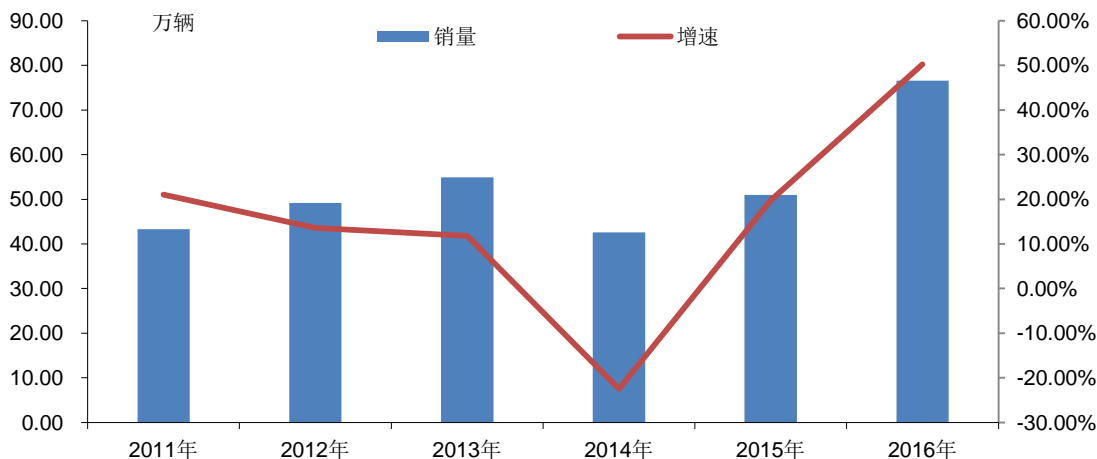
图 38：上汽集团近几年汽车销量及增速



资料来源：WIND，华金证券研究所

(3) 吉利汽车。吉利汽车 2015 年是公司的第二大客户，给畅销车型如帝豪、博越、博瑞等均有配套。吉利汽车 2016 年累计销量 76.6 万辆，同比增长 50%；并公布了 2017 年销量目标为 100 万辆，2020 年远期销量目标为 200 万辆。而根据其 2016 年 11 月、12 月销量均超 10 万辆，且 2017 年新上市车型较多等有利因素判断，极力今年总销量超 100 万辆是大概率事件，将实现同比 31% 左右的高增长。

图 39：吉利汽车销量及增速（不含沃尔沃品牌）

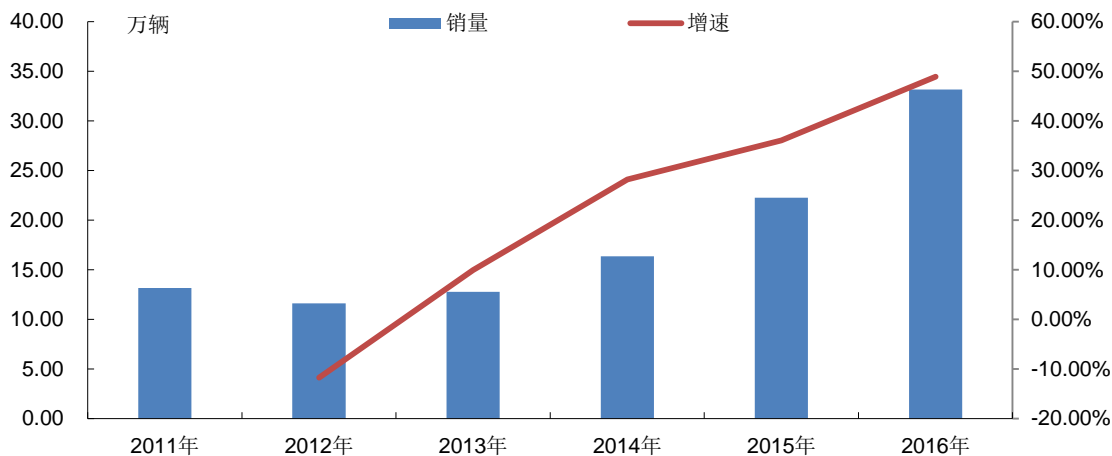


资料来源：中汽协，华金证券研究所

(4) 其它。除以上配套的明星车企以外，公司配套企业还包括众泰、比亚迪、特斯拉等广受市场广泛关注的客户。其中众泰汽车因车型的高性价比和精准定位，2016 年取得销量 33.31 万辆、同比增长 50% 的不俗成绩。2017 年众泰汽车将有大迈 X7 等具有很强竞争力的 SUV 新车

型上市，其销量增长非常值得期待。公司目前主要为众泰汽车配套动力总成的悬置系统，将受益于众泰新老车型的畅销带来的高成长。

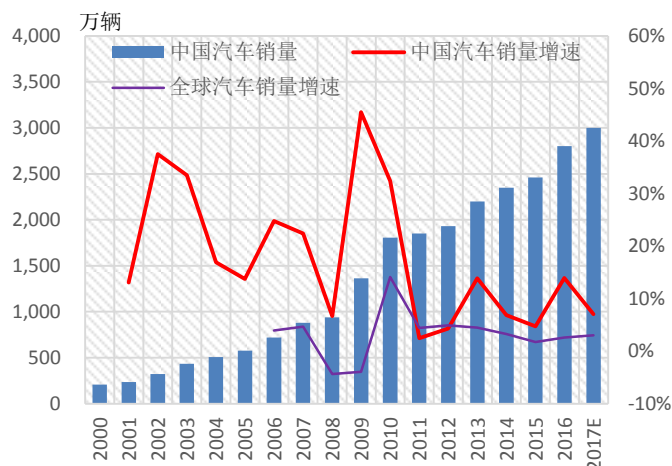
图 40：众泰汽车销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

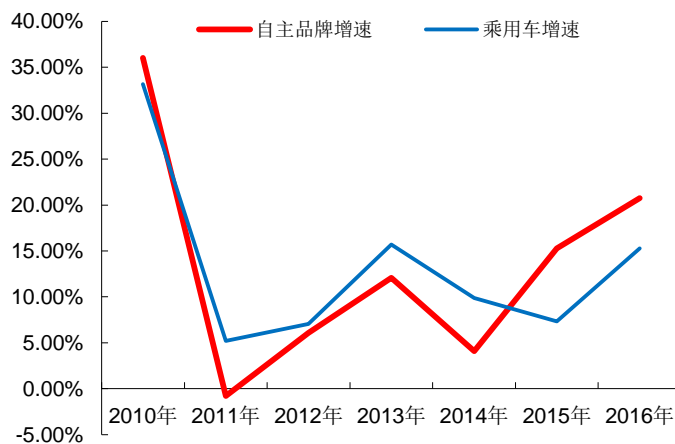
综上所述，公司拥有众多的优质客户资源，既包括克莱斯勒、通用、福特、沃尔沃、奥迪、大众、奔驰、宝马等国外一流汽车整车厂商和欧美一线售后品牌厂商，又包括上汽通用、一汽大众、长安福特、北京奔驰等国内一流合资企业，还包括吉利、上汽通用五菱、上汽乘用车、众泰汽车、华晨集团、福田汽车等国内一流自主品牌车企，也是国内佛吉亚、纳铁福等一级供应商的二级配套企业。公司将不仅受益于国内乘用车销量的快速增长，更将受益于自主品牌乘用车的崛起，未来几年的业绩弹性有望进一步释放。

图 41：国内汽车销量及增速预测



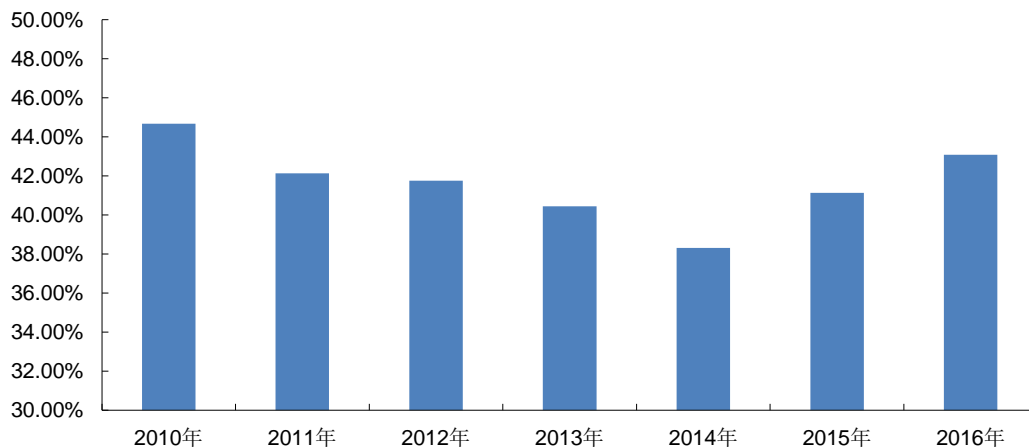
资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 42：自主品牌乘用车销量增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 43：自主品牌乘用车市场占有率



资料来源：中汽协，华金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

（一）与同类型公司的竞争分析

1、竞争优势

公司具有国内领先的同步研发能力和系统集成能力。2014 年，公司同步研发获取的订单占比约为 80%。研发水平达到国内一流，在国际上也具有极强的竞争力，生产设备国内领先，例如减震产品使用的是全自动生产设备。

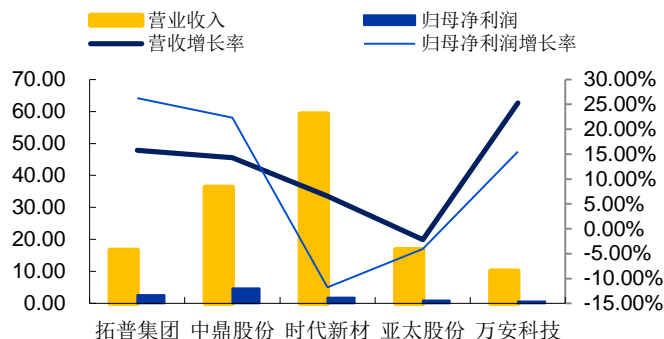
公司具有优质和稳定的客户资源。客户包括国内整车制造商，如上海通用、吉利、长安福特、上汽通用五菱、一汽大众、上汽、比亚迪、北京奔驰、江淮汽车、江铃汽车、福田汽车、东风汽车等，国外客户包括通用全球、克莱斯勒、奥迪、宝马等国际著名车企；全球知名零部件厂商法雷奥、费比等。

2、财务比较

我们选取了中鼎股份、时代新材、亚太股份、万安科技作为比较。其中中鼎股份和时代新材均为国内 NVH 领域领先的供应商，亚太股份和万安科技的国产制动助力系统以其可靠的质量和口碑逐步展开进口零部件的替代，以下对比数据来自 WIND 上各公司 2016 年半年报。

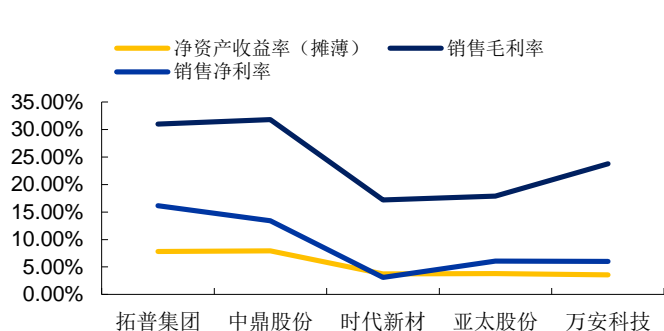
在对比公司中，公司规模居中，但成长速度最快，2016 年上半年营业收入增长率和归母净利润增速均远高于其他同类型公司。从盈利能力对比来看，公司的净资产收益率也高于可比较公司，销售净利率达 16.16%，盈利能力较强。

图 44：现有规模及成长能力对比



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 45：盈利能力对比



资料来源：WIND，华金证券研究所

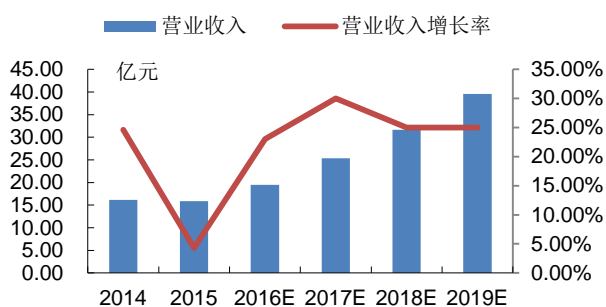
（二）公司四大业务板块的盈利预测与假设

基于 2013-2015 年的营业收入和营业利润，及我们对行业未来发展趋势的判断，分别对公司未来几年的主要产品：减震器、隔音产品、锻铝控制臂、智能电子刹车系统进行盈利预测和假设。

◇ 减震器。公司的减震产品具有较高的可靠性，技术成熟、管理精湛、品牌优势明显。公司高达 50%的营业收入来源于减震器业务，是当之无愧的乘用车领域减震器龙头。公司 2015 年开始为美国通用汽车 GM E2XX 平台提供 NVH 液压减震器，规划周期 8 年，现已开始放量。2016 年 10 月接到通用全球的订单，预计 2019 年供货。此外，公司为诸多国内知名汽车厂商和国外著名一级供应商同步研发减震器，其知名度和受认可程度在不断提高。因此，我们认为公司此块业务营收和增速将继续保持稳健增长。

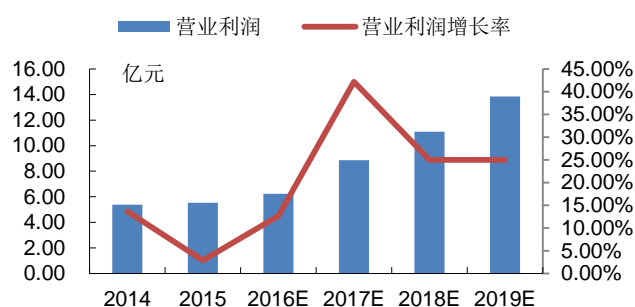
我们假设 2016 年-2019 年减震器的营收分别为 19.49 亿元、25.33 亿元、31.67 亿元和 39.58 亿元，增速分别为 23.00%、30.00%、25.00%、25.00%；营业利润分别为 6.24 亿元、8.87 亿元、11.08 亿元和 13.85 亿元，增速分别为 12.69%、42.19%、25.00% 和 25.00%。

图 46：减震器营业收入及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 47：减震器营业利润及增长率

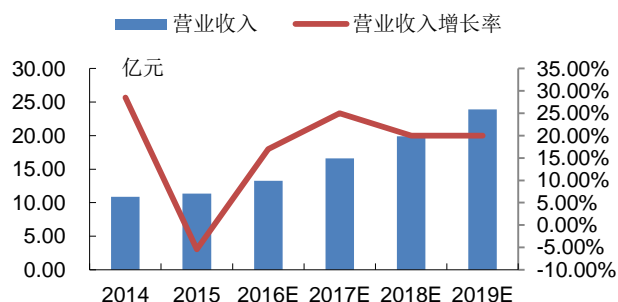


资料来源：WIND，华金证券研究所

◇ 隔音产品。公司的隔音产品是收入构成占比第二大的部分，产品的技术实力走在国内企业的前列，市场份额排在第六位，主要服务于 OEM 市场。虽然我国汽车行业整体景气向上，但日本东海橡塑、韩国平和、德国康迪泰克、美国库博等公司都在积极进入国内市场，该领域的市场竞争激烈，我们预计隔音产品业务将实现稳定的增长。公司年产 80 万套的隔音产品正在建设中并逐步量产，将对业绩有较强的贡献。

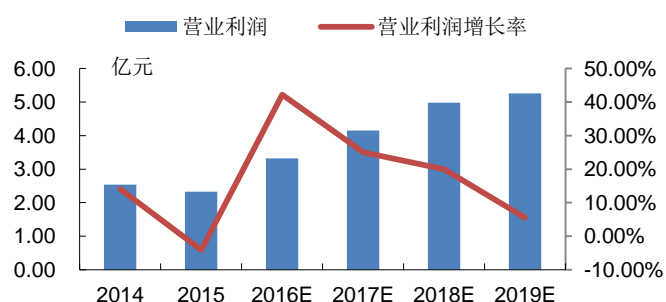
我们假设 2016 年-2019 年隔音产品的营收分别为 13.28 亿元、16.59 亿元、19.91 亿元和 23.90 亿元，增速分别为 17.00%、25.00%、20.00%、20.00%；营业利润分别为 3.32 亿元、4.15 亿元、4.98 亿元和 5.26 亿元，增速分别为 42.25%、25.00%、20.00% 和 5.60%。

图 48：隔音产品营业收入及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 49：隔音产品营业利润及增长率

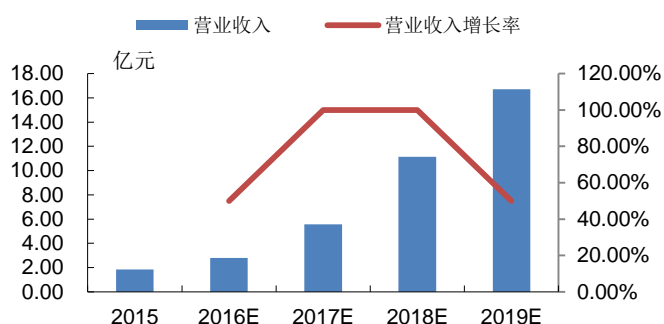


资料来源：WIND，华金证券研究所

◇ 锻铝控制臂。公司布局汽车悬架中锻铝控制臂等轻量化产品，较传统的钢板冲压控制臂质量更轻、机械性能更好、工艺更加环保。悬架系统的供应主要由外资零部件厂商提供，公司产品将逐渐打破外资垄断，获取更多的订单。特斯拉 Model3 将采购公司的悬架支撑产品，预计未来此类业绩将以高增速成长。

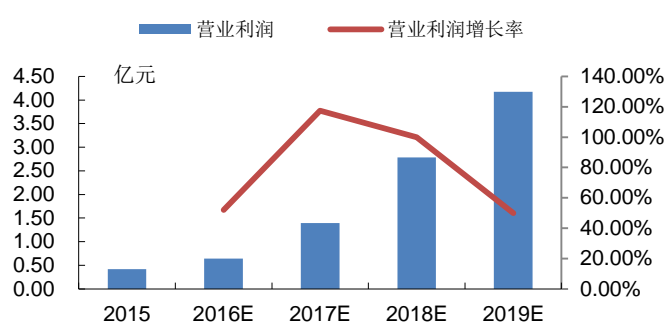
◇ 我们假设 2016 年-2019 年锻铝控制臂的营收分别为 2.78 亿元、5.57 亿元、11.13 亿元和 16.70 亿元，增速分别为 50.00%、100.00%、100.00%、50.00%；营业利润分别为 0.64 亿元、1.39 亿元、2.78 亿元和 4.18 亿元，增速分别为 51.99%、117.39%、100.00%和 50.00%。

图 50：锻铝控制臂营业收入及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 51：锻铝控制臂营业利润及增长率

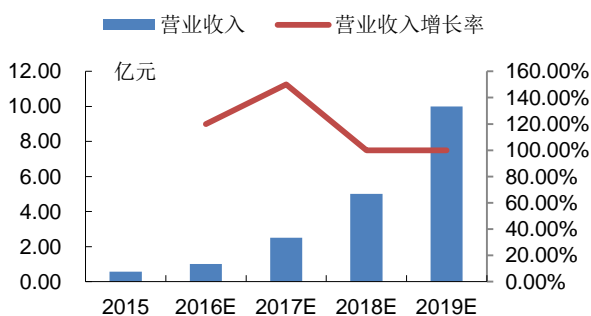


资料来源：WIND，华金证券研究所

- ◇ 智能电子刹车系统。公司管理层敏锐的捕捉到智能汽车和新能源汽车的发展方向，抢先布局。电子真空泵产品放量已初步获得成果，第二代智能刹车系统已完成试制并部分测试，2017 年将募集资金投向智能电子刹车项目。未来智能电子将成为公司打造的主要产品，受益于智能汽车的快速发展，公司有望迎来新的发展机会，此块业务营收高速增长。

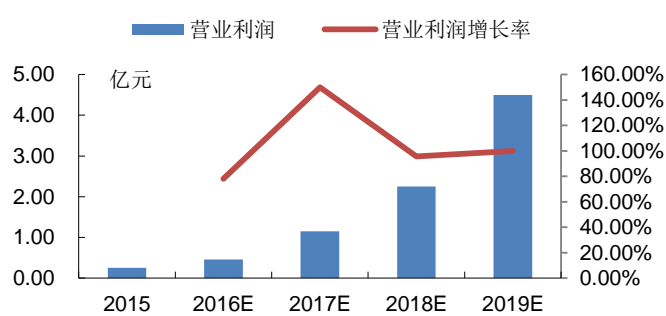
我们假设 2016 年-2019 年智能电子刹车系统的营收分别为 1.00 亿元、2.50 亿元、5.00 亿元和 10.00 亿元，增速分别为 120.00%、150.00%、100.00%、100.00%；营业利润分别为 0.46 亿元、1.15 亿元、2.25 亿元和 4.50 亿元，增速分别为 78.09%、150.00%、95.65%和 100.00%。

图 52：智能电子刹车系统营业收入及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 53：智能电子刹车系统营业利润及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

综上，我们预测公司 2016-2019 年营业收入分别为 36.54 亿元、49.99 亿元、67.71 亿元和 90.18 亿元，增速分别为 21.52%、36.80%、35.44%和 33.18%；营业利润分别为 6.95 亿元、8.80 亿元、11.47 亿元和 15.60 亿元，增速分别为 50.1%、26.6%、30.3%和 36.0%。

表 3：公司盈利预测（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	2,736.9	3,007.2	3,654.5	4,999.3	6,771.1	9,017.7
增速	18.54%	9.88%	21.52%	36.80%	35.44%	33.18%
毛利率	29.5%	28.8%	31.6%	31.1%	31.2%	30.8%
净利润率	14.6%	13.6%	17.5%	16.7%	15.4%	15.5%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售费用率	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.5%	5.0%
管理费用率	8.2%	9.2%	8.0%	8.6%	8.6%	8.4%
财务费用率	0.1%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROE	27.0%	12.9%	18.1%	19.6%	20.9%	23.6%
EPS	0.61	0.63	0.98	1.06	1.33	1.78

资料来源：WIND，华金证券研究所

（三）基于以上盈利预测的投资建议

公司主要产品为减震器、隔音产品、锻铝控制臂和智能电子刹车系统，公司从 NVH 领域龙头逐步扩展到汽车电子零部件业务。2016 年，公司募集资金拟投向电子真空泵和智能电子刹车系统，切入电动汽车和智能汽车核心零部件领域，将有利于公司完善业务布局及客户资源共享发挥协同作用。随着未来定增募资完成以及新产品放量，未来的盈利能力和竞争能力均有望得到加强。

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.98 元、1.06 元（摊薄后）和 1.33 元（摊薄后）。净资产收益率分别为 18.1%、19.6% 和 20.9%，我们首次覆盖，给予买入-A 的建议，6 个月目标价为 42.00 元，相当于 2017 年 40 倍动态市盈率。强烈推荐！

表 4：同类型公司估值比较

公司名称	证券代码	收盘价 (2017.2.9)	EPS				PE			
			2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
拓普集团	601689	30.99	0.63	0.88	1.09	1.37	49.2	35.2	28.4	22.6
中鼎股份	000887	25.94	0.64	0.82	1.05	1.25	40.5	31.6	24.7	20.8
时代新材	600458	14.21	0.32	0.39	0.52	0.79	44.4	36.4	27.3	18.0
亚太股份	002284	14.11	0.19	0.23	0.29	0.38	74.3	61.3	48.7	37.1
万安科技	002590	20.01	0.22	0.26	0.34	0.46	91.0	77.0	58.9	43.5
						平均值	59.9	48.3	37.6	28.4

资料来源：WIND，华金证券研究所

五、风险提示

- 1、汽车销量增长低于预期；
- 2、新增配套车型销量低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,736.9	3,007.2	3,654.5	4,999.3	6,771.1	年增长率					
减:营业成本	1,929.1	2,140.9	2,500.5	3,443.6	4,661.7	营业收入增长率	18.5%	9.9%	21.5%	36.8%	35.4%
营业税费	13.5	16.5	20.4	30.0	40.6	营业利润增长率	15.7%	5.9%	50.1%	26.6%	30.3%
销售费用	140.9	151.5	182.7	250.0	372.4	净利润增长率	17.5%	2.4%	56.4%	30.5%	25.1%
管理费用	225.4	276.5	292.4	429.9	582.2	EBITDA 增长率	13.1%	5.5%	39.7%	23.2%	27.2%
财务费用	3.2	-9.5	-	-	-	EBIT 增长率	12.7%	3.0%	53.2%	26.6%	30.3%
资产减值损失	4.2	8.4	4.0	5.5	8.0	NOPLAT 增长率	12.3%	2.9%	53.1%	26.6%	30.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	21.4%	70.0%	-19.2%	8.9%	16.3%
投资和汇兑收益	17.0	40.4	41.0	40.0	40.5	净资产增长率	2.6%	112.0%	12.1%	20.3%	17.1%
营业利润	437.5	463.3	695.4	880.2	1,146.7	盈利能力					
加:营业外净收支	26.8	12.7	50.0	91.9	70.0	毛利率	29.5%	28.8%	31.6%	31.1%	31.2%
利润总额	464.3	476.0	745.4	972.1	1,216.7	营业利润率	16.0%	15.4%	19.0%	17.6%	16.9%
减:所得税	64.6	66.3	104.4	136.1	170.3	净利润率	14.6%	13.6%	17.5%	16.7%	15.4%
净利润	399.0	408.5	638.8	833.7	1,043.1	EBITDA/营业收入	19.7%	18.9%	21.8%	19.6%	18.4%
						EBIT/营业收入	16.1%	15.1%	19.0%	17.6%	16.9%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	40.9%	23.0%	21.4%	26.5%	27.1%
货币资金	94.7	422.0	1,192.0	1,832.1	2,212.7	负债权益比	69.1%	29.8%	27.2%	36.1%	37.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.25	2.71	3.04	2.88	3.02
应收帐款	540.3	697.8	865.5	1,171.0	1,643.2	速动比率	0.73	2.00	2.23	2.16	2.20
应收票据	63.8	158.4	27.2	249.2	156.9	利息保障倍数	135.75	-47.89			
预付帐款	26.1	34.5	36.6	59.0	72.3	营运能力					
存货	530.3	672.4	786.2	1,112.9	1,523.5	固定资产周转天数	96	114	103	68	45
其他流动资产	36.9	587.5	40.0	35.0	35.0	流动营业资本周转天数	53	97	98	67	70
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	162	231	272	267	269
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	69	74	77	73	75
长期股权投资	59.6	58.6	58.6	58.6	58.6	存货周转天数	65	72	72	68	70
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	306	399	427	374	338
固定资产	814.6	1,092.6	997.1	901.7	806.2	投资资本周转天数	189	255	239	163	135
在建工程	157.8	147.4	147.4	147.4	147.4	费用率					
无形资产	121.4	173.1	168.3	163.6	158.9	销售费用率	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.5%
其他非流动资产	91.4	85.5	216.6	108.3	77.1	管理费用率	8.2%	9.2%	8.0%	8.6%	8.6%
资产总额	2,537.0	4,129.8	4,535.6	5,838.8	6,891.9	财务费用率	0.1%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	255.0	-	-	-	-	三费/营业收入	13.5%	13.9%	13.0%	13.6%	14.1%
应付帐款	670.3	769.1	837.3	1,374.1	1,666.8	投资回报率					
应付票据	31.0	64.1	25.2	67.3	74.7	ROE	27.0%	12.9%	18.1%	19.6%	20.9%
其他流动负债	80.5	116.0	107.2	107.6	127.2	ROA	15.8%	9.9%	14.1%	14.3%	15.2%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	29.2%	24.8%	22.3%	35.0%	41.8%
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,036.7	949.2	969.7	1,549.0	1,868.7	DPS(元)	0.15	0.62	0.39	0.32	0.40
少数股东权益	24.9	24.7	26.8	29.1	32.3	分红比率	24.1%	97.9%	40.0%	30.0%	30.0%
股本	520.0	649.1	649.1	787.1	787.1	股息收益率	0.5%	2.2%	1.4%	1.1%	1.4%
留存收益	955.4	2,506.7	2,890.0	3,473.6	4,203.8						
股东权益	1,500.3	3,180.6	3,565.9	4,289.8	5,023.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	399.8	409.7	638.8	833.7	1,043.1	EPS(元)	0.61	0.63	0.98	1.06	1.33
加:折旧和摊销	102.1	122.0	100.2	100.2	100.2	BVPS(元)	2.27	4.86	5.45	5.41	6.34
资产减值准备	3.1	8.4	-	-	-	PE(X)	45.4	44.3	28.4	26.3	21.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.3	5.7	5.1	5.2	4.4
财务费用	2.7	3.0	-	-	-	P/FCF	48.2	-19.1	15.7	34.2	33.3
投资损失	-17.0	-40.4	-41.0	-40.0	-40.5	P/S	6.6	6.0	5.0	4.4	3.2
少数股东损益	0.8	1.2	2.2	2.3	3.2	EV/EBITDA	27.1	31.0	21.0	20.5	15.8
营运资金的变动	-91.7	-769.8	279.6	-180.7	-453.5	CAGR(%)	27.9%	36.7%	23.4%	27.9%	36.7%
经营活动产生现金流量	458.8	238.1	979.8	715.5	652.5	PEG	1.6	1.2	1.2	0.9	0.6
投资活动产生现金流量	-384.9	-938.2	41.0	40.0	40.5	ROIC/WACC	2.8	2.4	2.1	3.3	4.0
融资活动产生现金流量	-125.3	1,012.3	-250.8	-115.4	-312.4						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn