

# 新泉股份：自主崛起新时代， 与自主品牌共辉煌

太平洋汽车战略推荐系列研究二

首席分析师：白宇 执业证书编号S1190518020004

分析师：方杰 执业证书编号S1190517120002

# 自主内饰巨头：提供车型内外饰件整体解决方案

- 公司是汽车饰件整体解决方案提供商，已实现产品在商用车及乘用车应用领域的全覆盖。
- 公司的核心产品是内饰产品，主要包括仪表板总成、门内护板总成、顶置文件柜总成、立柱护板总成等。
- 公司已经开始积极布局部分外饰产品，包括流水槽盖板总成和保险杠总成等，未来外饰件将成为公司成长的新一极。

## 公司主要内饰产品



仪表板



门内护板



立柱盖板



顶置文件柜

## 公司主要外饰产品



保险杠

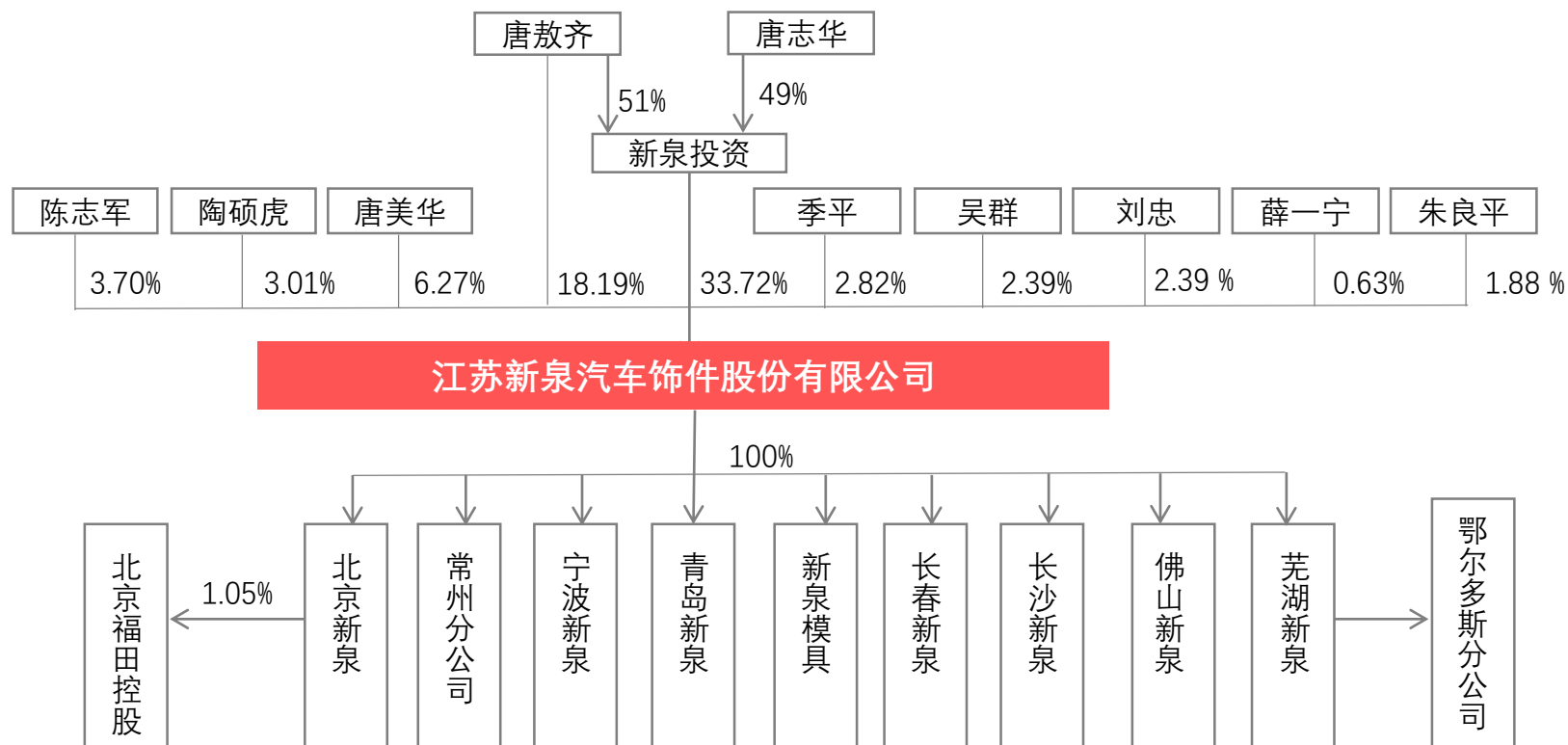


流水槽盖板

# 实控人子承父业，立志成为全球内饰件巨头

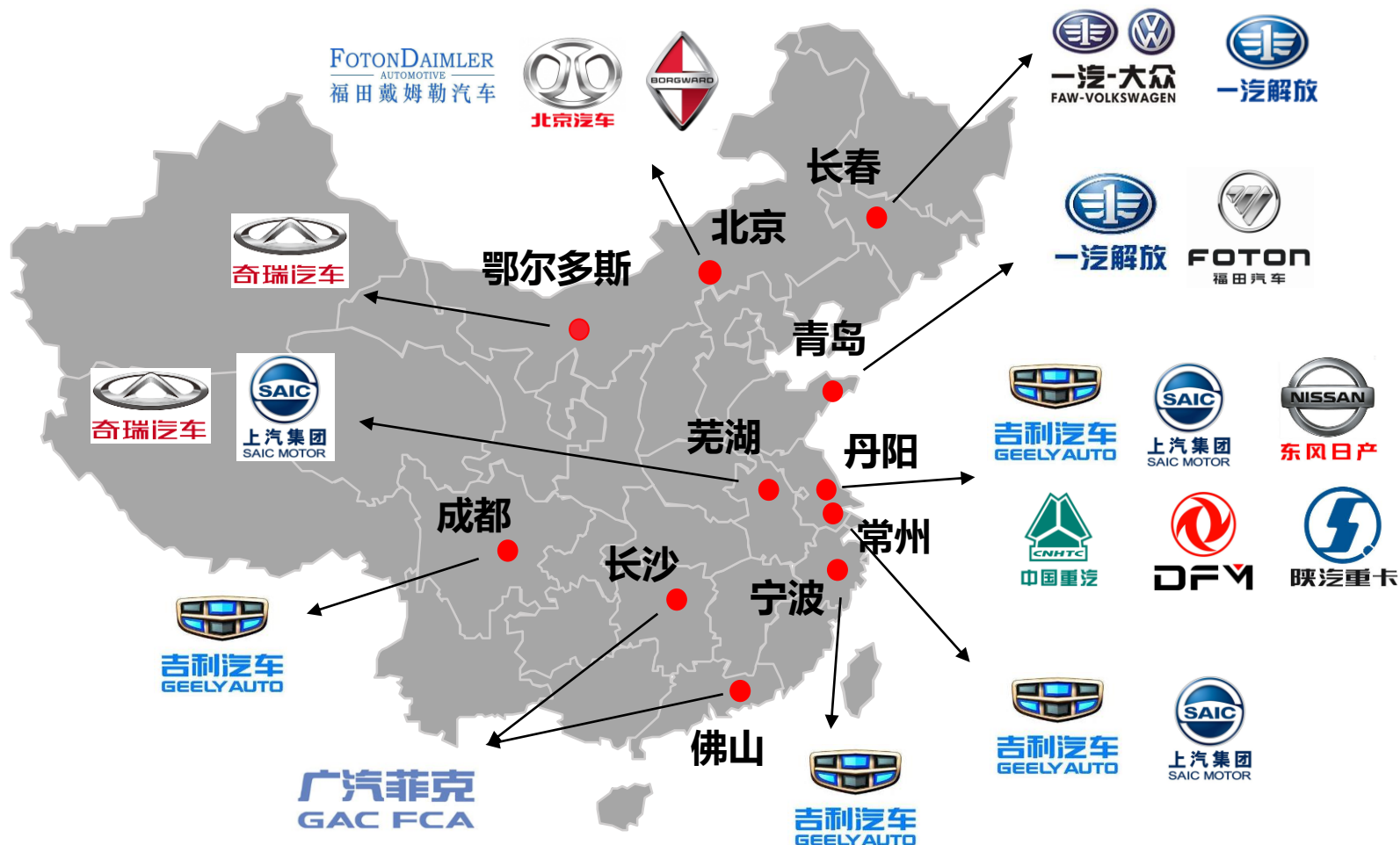
- 公司第一大股东是新泉投资，实际控制人是唐敖齐、唐志华。
- 公司在长春、北京、宁波、芜湖、长沙、佛山等地已成立了全资子公司。

## 公司股权结构及子公司



# 生产基地遍布整车厂周边，快速响应核心客户

## 公司主要生产基地及其配套客户



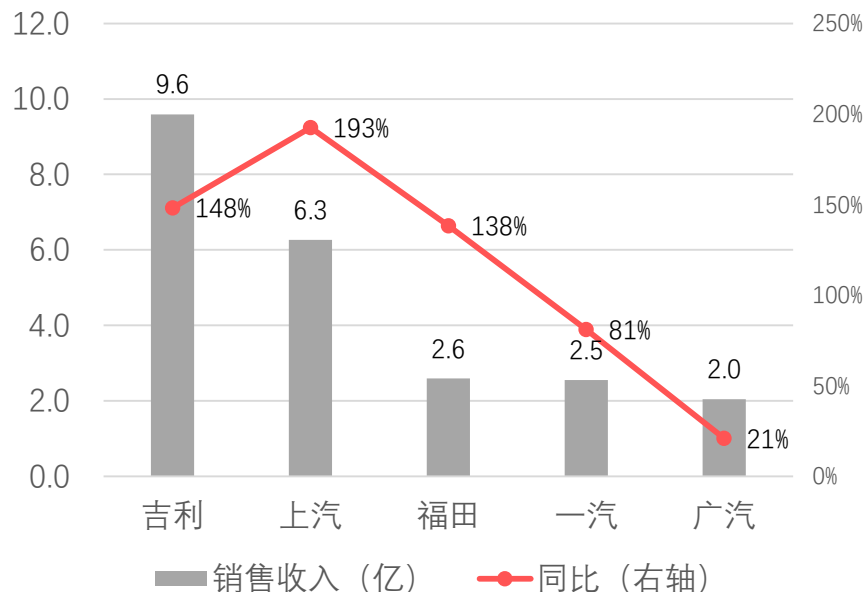
# 超强战略判断力，抓住三条“快鱼”当中的两条

- 公司乘用车领域主要客户是吉利、上汽、广菲克、奇瑞等。
- 公司商用车领域主要客户是重汽、解放、东风等。
- 2017年公司前2大客户分别是吉利和上汽，共给公司贡献营收15.9亿，增速实现翻倍，占公司总营收比例51%。
- 2015年以来快速成长的三大自主品牌（吉利、上汽、广汽），公司抓住了两大。

## 公司下游客户



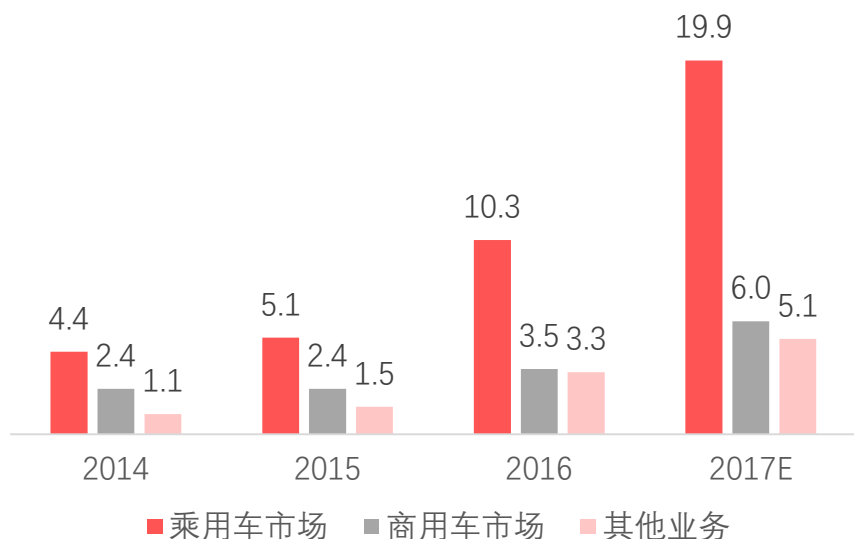
## 2017年公司前五大客户



# 新泉核心内饰件仪表板销售占比极大

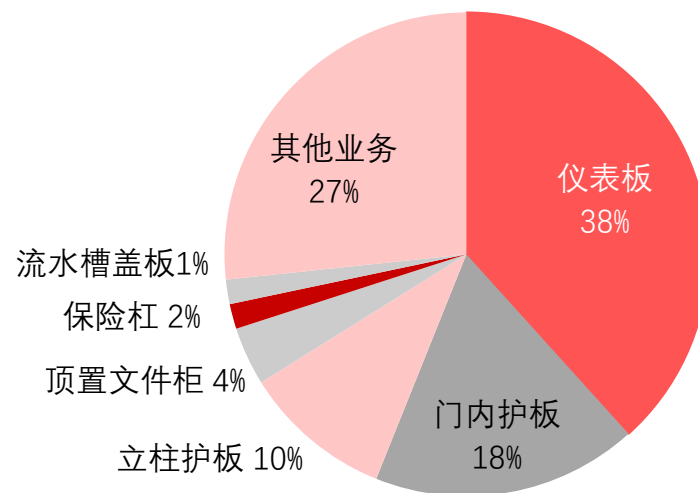
- 2017年公司实现营业收入31亿，同比增长81%，预计有~65%的营收来自于乘用车市场。
- 公司核心产品是仪表板，估计占公司营收比例~40%。前四大核心产品（仪表板、门内护板、立柱护板、顶置文件柜）共占公司营收比例~70%。
- **仪表板是核心内饰件，一般内资内饰企业很难拿到订单。但新泉是少数内资企业拿到大部分核心仪表板产品的企业。**

2014~2017年公司营收 (亿元)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2016年公司各产品占营收比例



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

# 新泉强大内饰产品力助力下游客户车型爆发

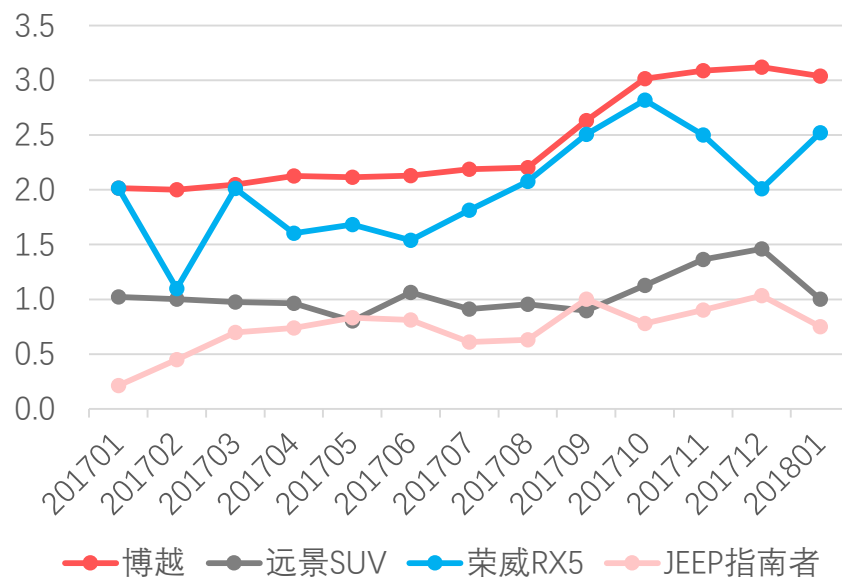
- 公司配套的吉利旗下博越、远景SUV，上汽旗下荣威RX5均为爆款车，2017年销量增速均超过150%。公司实力得到了车企和消费者的充分认可。
- 公司配套的博越、荣威RX5月均销量达到2万辆的水平。
- 轿车市场，公司配套的帝豪EC7、帝豪百万款等，整体销量实现了稳定的增长。

## 公司主要配套车型

车企	车型	类型	2017年销量(万辆)	同比
吉利集团	博越	SUV	29	163%
	远景SUV	SUV	13	154%
	帝豪EC7	轿车	24	7%
	帝豪百万款	轿车	24	0%
上汽集团	荣威RX5	SUV	24	163%
广菲克	JEEP指南者	SUV	9	28893%
	JEEP自由光	SUV	8	-26%
奇瑞	瑞虎3	SUV	8	-30%
宝沃	宝沃BX5	SUV	2	-

资料来源：互联网，太平洋证券整理

## 配套车型月销量（万辆）



资料来源：汽车销量网，太平洋证券整理

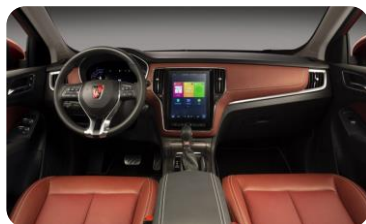
## 公司配套的车型及配套的内饰产品



帝豪 (门内护板)



远景SUV (仪表板、副仪表板、门内护板)



荣威RX5 (仪表板、副仪表板、门内护板)

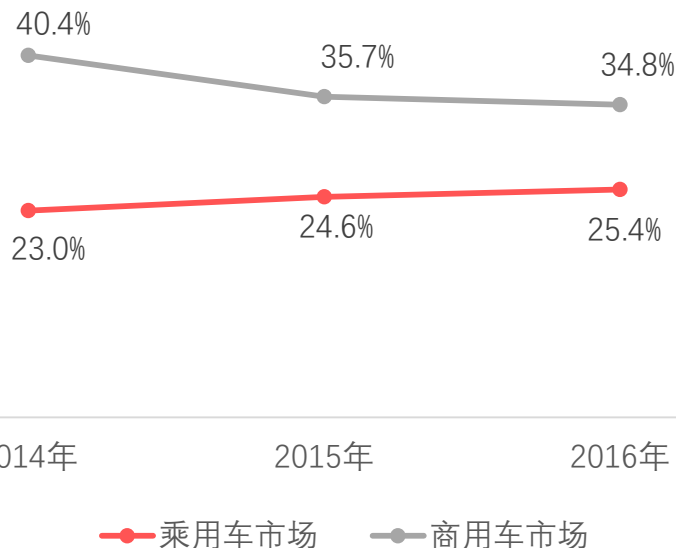


瑞虎5X (仪表板、副仪表板)

# 规模效应显著，净利率逐年提高

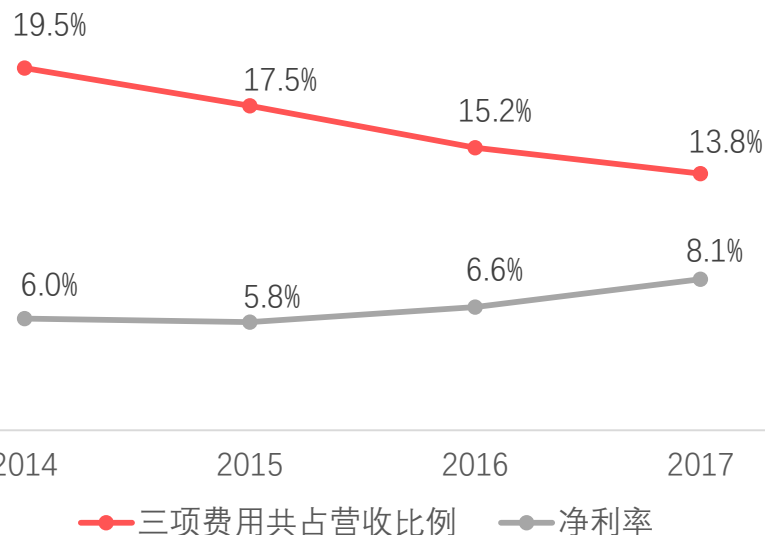
- 公司产品在商用车市场的毛利率要显著高于乘用车市场。
- 近几年商用车市场的毛利率有所下降，乘用车市场的缓步上升，整体毛利率维持平稳。
- 公司营业收入高速增长，规模效应明显。公司三项费用共占营收的比例逐年下降，带动公司的净利率提高。

### 公司产品在商用车、乘用车市场的毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### 三项费用共占营收的比例下降明显

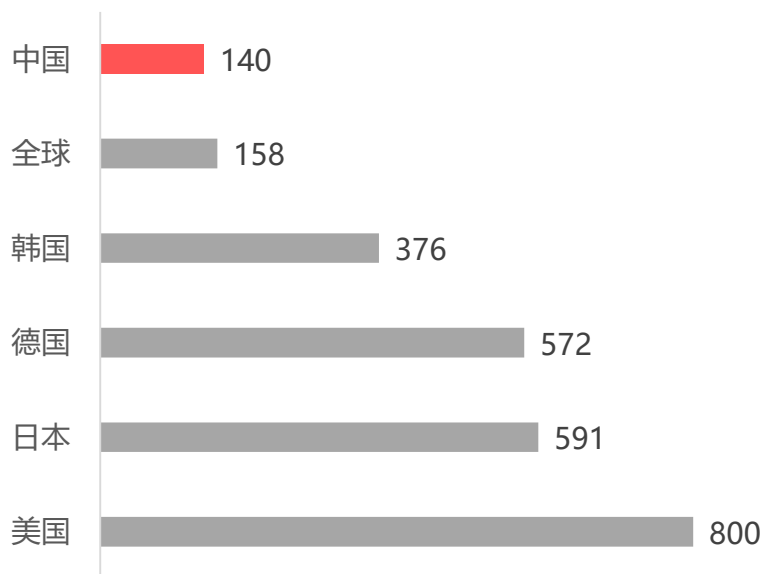


资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

# 全球最大的汽车市场孕育世界级的零部件企业

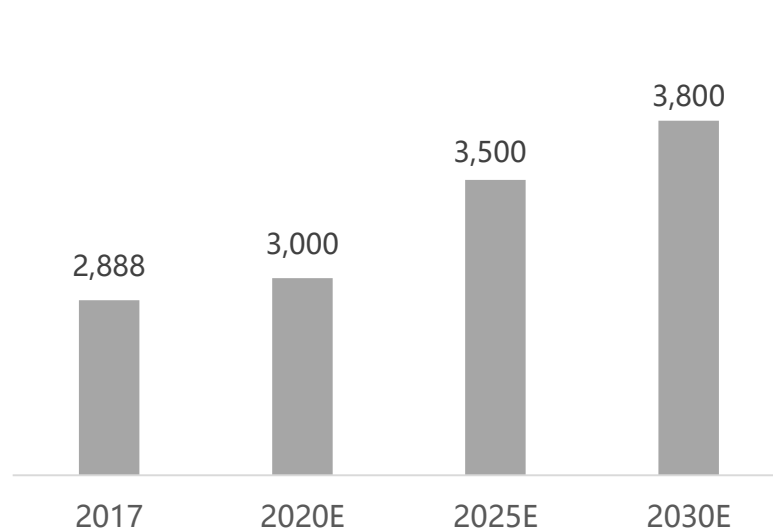
- 2017年我国汽车销量2888万辆，再次位居全球第一，占全球市场的30.8%。全球汽车销量主要集中在亚太、北美和欧洲，而我国汽车销量超过北美地区、欧洲地区。
- 从千人汽车保有量指标来看，我国低于世界平均水平，与美国和德国都有较大的差距，未来年均销量有望上升到4000万台，占全球销量的一半左右。
- 我国汽车销量稳步增长，给本土内饰企业提供了巨大的市场空间。

千人汽车保有量 (辆)



资料来源：盖世汽车，太平洋证券整理

2017 ~ 2030年我国汽车销量 (万辆)

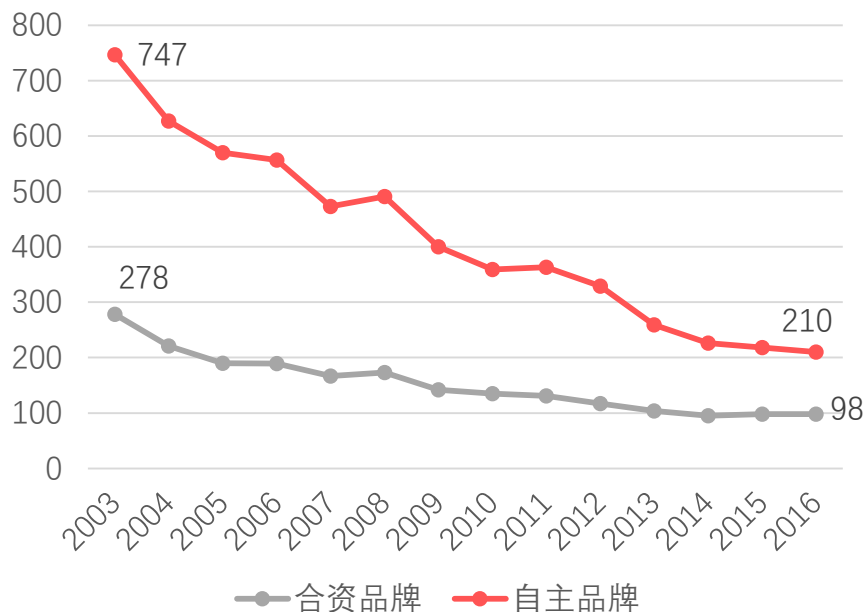


资料来源：中国汽车工程学会，太平洋证券整理

# 自主崛起，在SUV市场取得突破

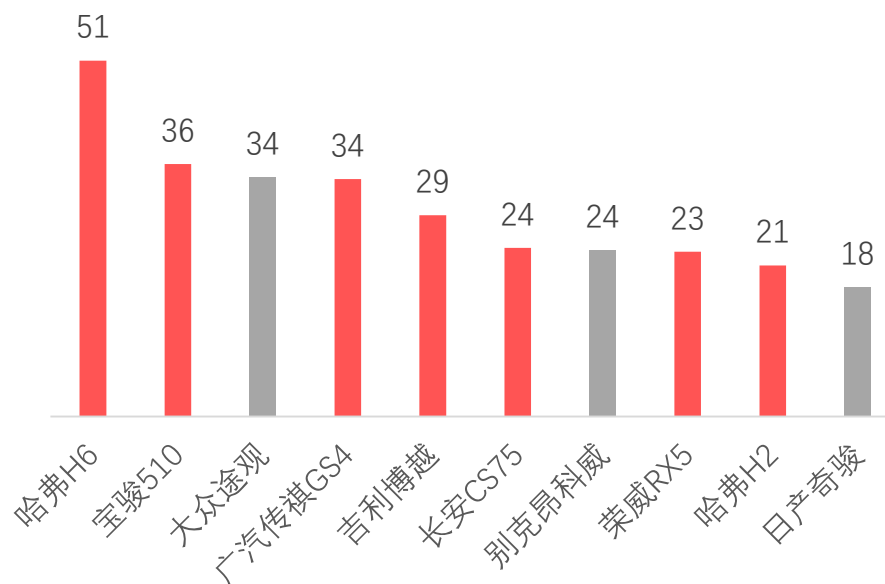
- 自主品牌技术实力快速提升。根据 J. D. Power发布的统计结果，我国自主品牌的新车质量问题数大幅降低，并且与合资品牌的差距逐步减小。
- 自主品牌在SUV市场已经取得领先。2017年销量前十的车型中，有7款车是自主品牌，包括哈弗H6、宝骏510、传祺GS4等。

### 自主品牌新车质量问题数量快速降低



资料来源：J.D.Power，太平洋证券整理

### 2017年SUV销量排行榜（万辆）

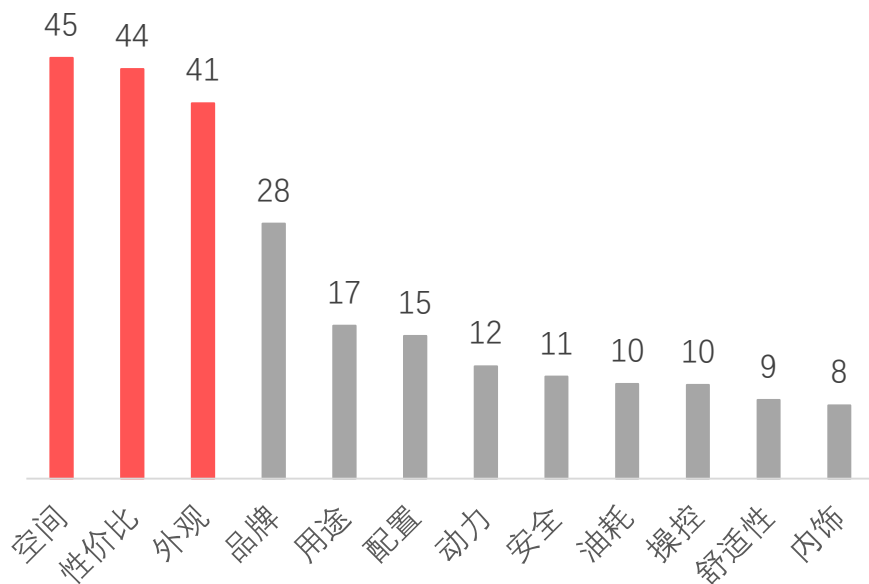


资料来源：汽车销量网，太平洋证券整理

# SUV市场渗透率仍有提高空间

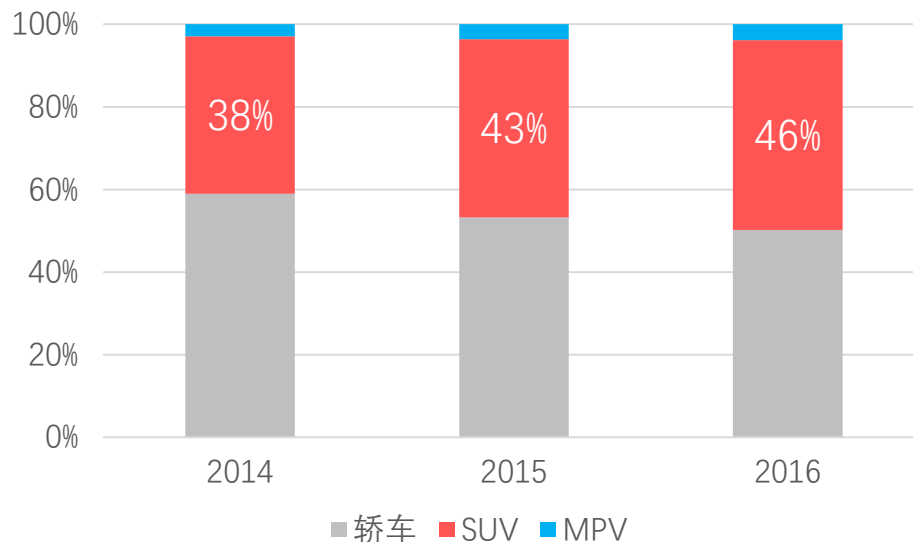
- SUV车型很好的符合了我国“高大上”的消费理念。SUV车型有宽敞的车内空间，并且能够适应远郊等多路况，再加上自主品牌的高性价比，成为SUV热销的根本原因。
- 我国SUV的渗透率目前为41%，渗透率仍有上升空间。对比美国市场，美国市场SUV渗透率逐步提高，目前已经超过50%。
- 我国消费者对SUV车型的关注度还在继续提高。

### 消费者购买SUV的原因 (%)



资料来源：2016年大数据预测汽车市场消费趋势项目，太平洋证券整理

### 消费者对SUV关注度逐步提高

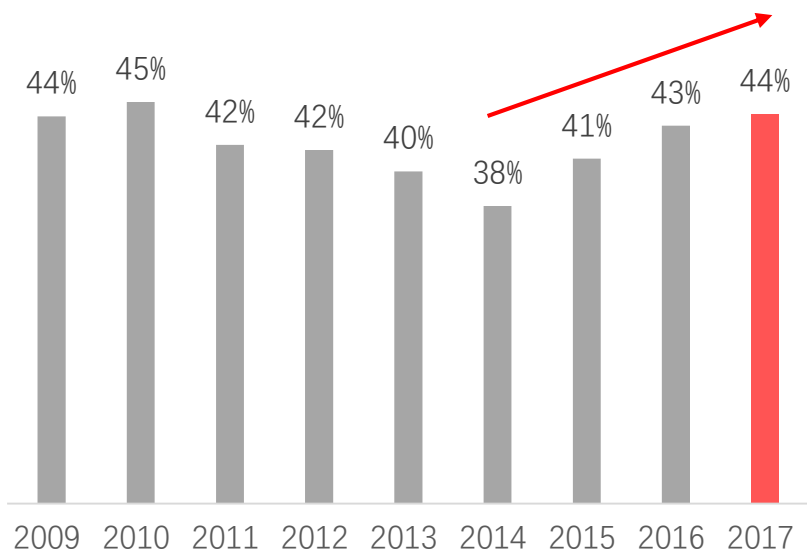


资料来源：汽车之家，太平洋证券整理

# 自主品牌逐步变强，引领自主零部件厂商崛起

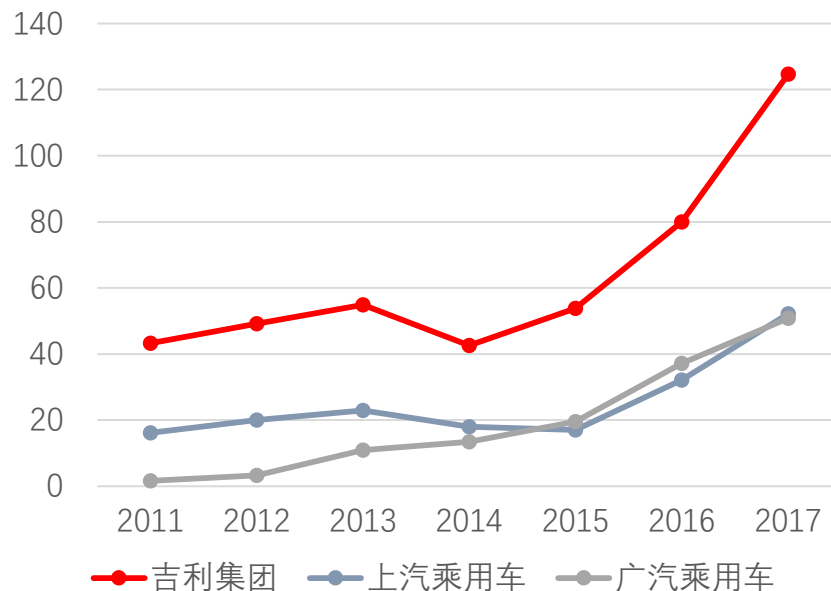
- 整车厂往往联合一级零部件供应商对各零部件进行设计和开发，并由一级供应商完成生产，最后由整车厂完成组装。整车厂和一级供应商一般会深层次绑定。
- 近几年我国自主品牌市场占有率逐步提高，2017年市场占有率达到44%，将逐步引领自主零部件厂商崛起。

## 自主品牌市场占有率



资料来源：中国汽车工业信息网，太平洋证券整理

## 部分自主品牌乘用车销量（万辆）



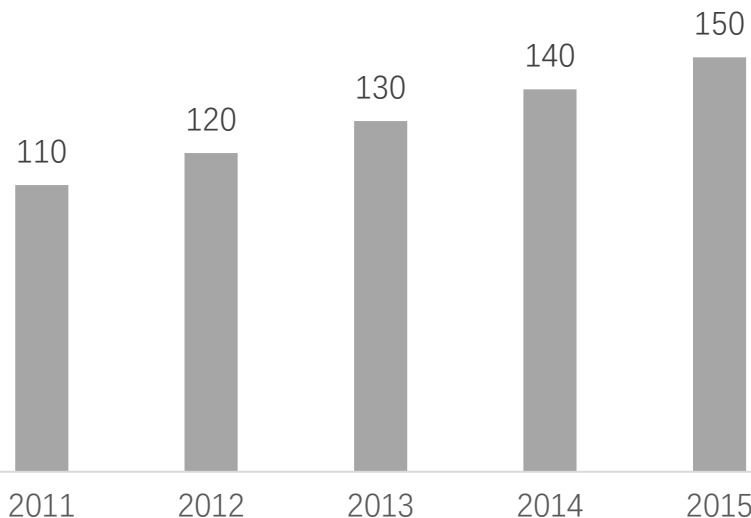
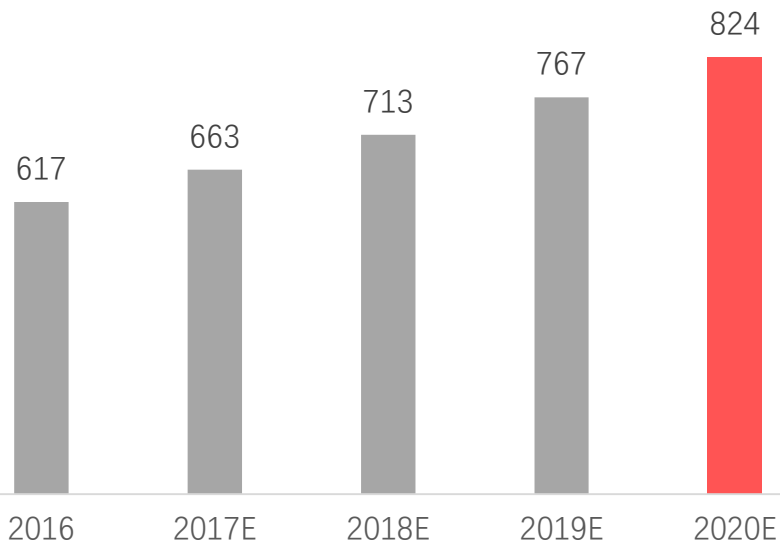
资料来源：乘联会，太平洋证券整理

# 消费升级带动国内内饰需求增速超越整车

- 2016年全球汽车内饰件市场规模为 617 亿美元，预计2016~2020年，全球行业复合增长率达到7.51%。
- 我国汽车销量占据全球市场的30%，内饰市场规模占全球的~25%，单车内饰价值略低于全球平均水平。
- 随着消费升级，我国内饰市场规模的增速有望超过7.5%。

全球汽车内饰市场规模（亿美元）

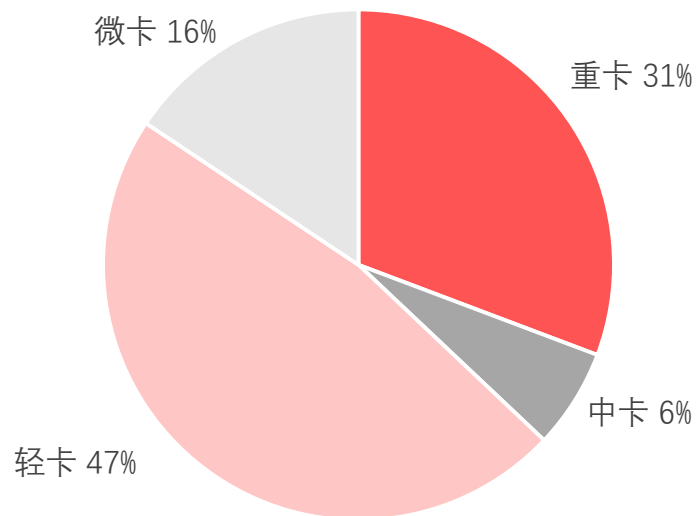
中国汽车内饰市场规模



# 重卡销量突破百万，创历史记录

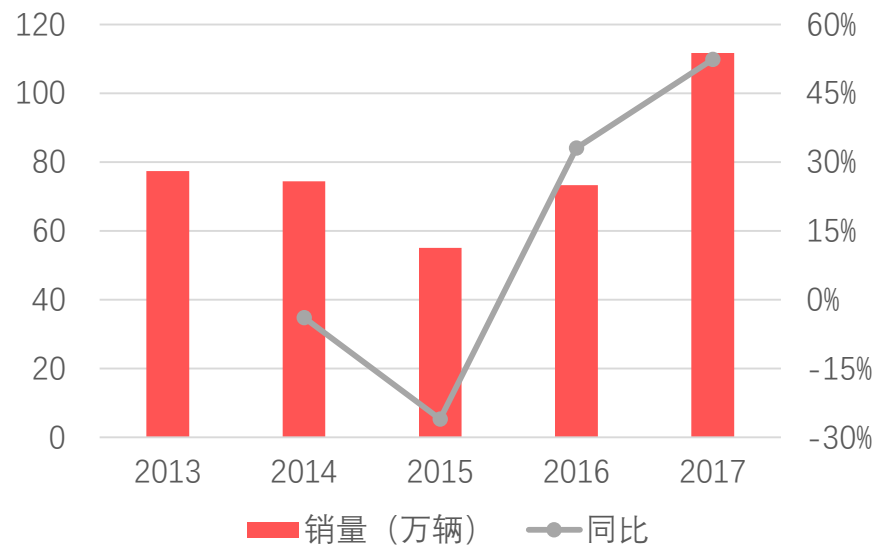
- 2017年，我国卡车销量为363.34万辆，同比增长17%，主要是因为重卡和轻卡销量增长，带动整体卡车销量增长。重卡销量占卡车总销量的比例达到31%。
- 2016年超限超载治理和 GB1589 新规实施，效果明显。2017年重型卡车销量创历史记录，突破110万辆，同比大增52%。2018年1月重卡销量同比增长18%。
- 在环保趋严、国三卡车逐步淘汰的趋势下，我们预计卡车的总体销量能够保持平稳增长。

### 2017年国内卡车细分市场销量（万辆）



资料来源：中国卡车网，太平洋证券整理

### 2013-2017年国内重卡市场销量走势

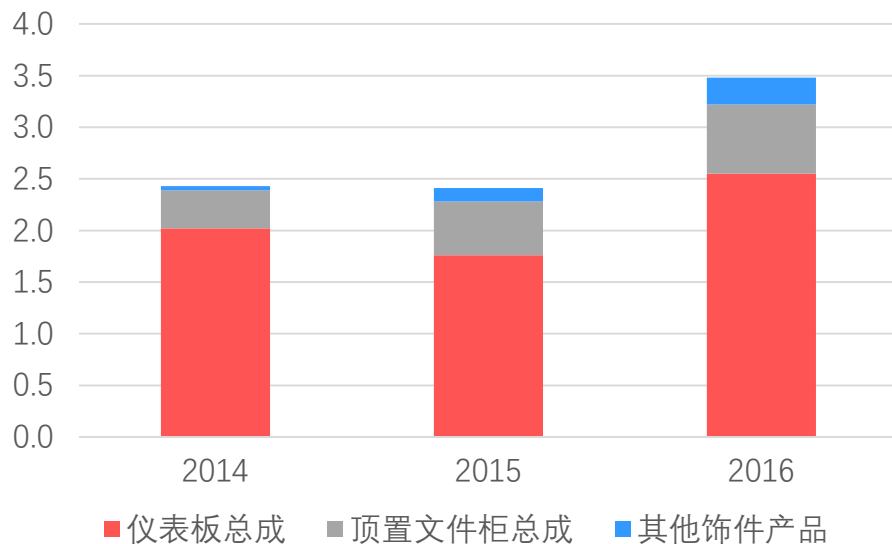


资料来源：第一商用车网，太平洋证券整理

# 新泉已经在中重卡市场占据龙头地位

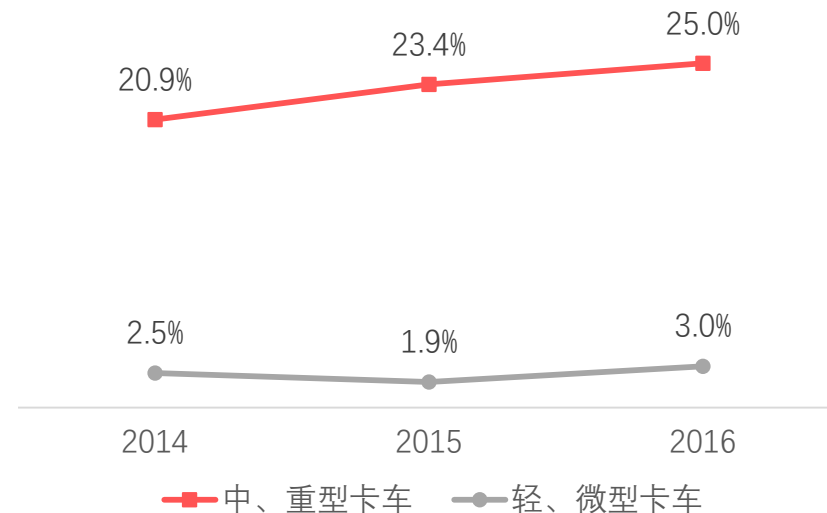
- 公司内饰产品在商用车市场主要是用于卡车市场。其中仪表板是公司的主打产品，占公司2016年度商用车市场营业收入的73%。
- 公司仪表板产品在中、重型卡车市场龙头地位稳固，并且市场份额逐年提升。
- 在轻、微卡市场，公司仪表板产品市场份额仍有提升空间。

## 商用车产品营收（亿元）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

## 公司仪表板在卡车市场占有率



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

- 公司是国内实力领先的内饰件供应商。在自主崛起的新时代，公司乘用车市场业务与自主品牌共振，有望保持高速增长。商用车市场，公司产品在细分市场龙头地位不断强化。
- 我们看好公司的发展前景，预计公司2018、2019年归母净利润分别为3.24、4.21亿元，目前股价对应2018年估值仅18倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 公司盈利预测

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万）	1,711	3,095	4,102	5,479
同比	89.65	80.91	32.54	33.57
归母净利润（百万）	114	252	324	421
同比	116.24	1.22	27.92	29.91
EPS（元）	0.95	1.56	2.00	2.60
PE	38.38	23.54	18.40	14.16



## 风险提示

- 汽车销量不达预期
- 内饰行业上游原材料价格大幅上涨

## 行业评级

**看好** 我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上

**中性** 我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间

**看淡** 我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

## 公司评级

**买入** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上

**增持** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间

**持有** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间

**减持** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

**卖出** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

# 太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566



## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。