



Research and
Development Center

绑定强自主助力高增长 细分龙头蓄势成长

—— 新泉股份（603179.sh）首次覆盖报告

2018年04月20日

范海波 行业分析师

付盛刚 研究助理

绑定强自主助力高增长 细分龙头蓄势成长

新泉股份首次覆盖报告

2018年04月20日

本期内容提要:

- ◆ **深耕汽车饰件，商乘并举打开成长空间。** 公司是国内中重卡仪表板市场龙头，并积极开拓乘用车市场，积极布局乘用车仪表盘、门内护板、立柱护板、保险杠等汽车内外饰件。公司战略方向明确清晰，汽车饰件整体解决方案战略打开广阔的市场空间。
- ◆ **吉利上汽双雄加持，合资客户有序渗透。** 公司商用车客户是北汽福田、一汽集团等主流商用车企，吉利和上汽等强势自主乘用车企业为公司最大的两个客户。广汽菲亚特是公司重要的合资客户，公司逐步实现全产品系列配套渗透。
- ◆ **自主强势带动规模效应，全系列产品储备新空间。** 企业营收体量快速增长，经营规模效应显现。全国战略布局更趋合理，管理费用、销售费用等成本稳步回落，公司盈利能力持续改善。整体解决方案供应商战略效果初显，全产品全应用领域储备后续空间。
- ◆ **自主崛起势如破竹，汽车饰件需求平稳增长。** 凭借中国汽车工业强势崛起之势，自主车企销量高增长仍将延续，商用车尤其是中重卡市场保持平稳增长，汽车饰件市场保持平稳增长。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司 2018 年至 2020 年营业收入分别为 40 亿元、52 亿元和 66 亿元，归属母公司净利润为 3.4 亿元、4.6 亿元和 6.2 亿元，对应 EPS 分别为 2.11 元、2.84 元和 3.79 元。借自主崛起东风，细分龙头蓄势成长，首次覆盖我们给予公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 自主品牌车企强势崛起；规模效应显现，产品结构优化，盈利能力改善。
- ◆ **风险因素：** 汽车市场增速回落风险；市场竞争加剧，配套车型销量不及预期风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,710.84	3,095.08	4,035.92	5,218.57	6,553.94
增长率 YoY %	89.65%	80.91%	30.40%	29.30%	25.59%
归属母公司净利润(百万元)	113.67	250.17	342.27	461.02	615.77
增长率 YoY%	116.24%	120.07%	36.82%	34.70%	33.57%
毛利率%	24.55%	24.57%	24.94%	25.43%	25.93%
净资产收益率 ROE%	21.04%	25.86%	30.94%	41.82%	37.53%
EPS (摊薄) (元)	0.70	1.54	2.11	2.84	3.79
市盈率 P/E(倍)	52	24	17	13	10
市净率 P/B(倍)	10.02	4.44	6.83	4.47	3.05

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 4 月 20 日收盘价

证券研究报告

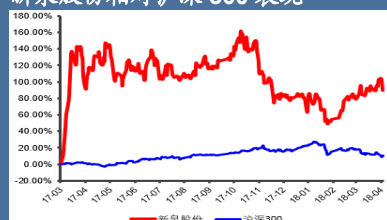
公司研究——首次覆盖

新泉股份 (603179.sh)



首次评级

新泉股份相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

范海波 行业分析师

执业编号：S1500510120021

联系电话：+86 10 83326800

邮箱：fanhaibo@cindasc.com

付盛刚 研究助理

联系电话：+86 21 61678581

邮箱：

fushenggang@cindasc.com

公司主要数据 (2018.4.20)

收盘价(元)	36.68
52周内股价波动区间(元)	30.05-52.79
最近一月涨跌幅(%)	3.83%
总股本(亿股)	1.6
流通 A 股比例(%)	41.1
总市值(亿元)	59.52

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

目录

投资聚焦	1
全产品全领域饰件整体方案供应商	2
商乘并举客户优质 业绩进入高速增长期	3
借力自主强势崛起 体量与业绩进入高速增长通道	3
乘用车业务发力 规模效应提高盈利能力	4
上汽吉利双雄加持，高增长根基更牢固	6
上汽集团：配套 RX5 等主流车型 产品应用全覆盖	7
吉利汽车：绑定最强自主，业绩高弹性可期	8
新车上市提振需求，合资客户平稳拓展	10
中重卡汽车饰件龙头 与整车市场波动共振	10
资金保障产能释放 研发再添新活力	12
资金投入保障研发，总成配套更具潜力	12
生产基地全国布局，新增产能满足持续增长的订单需求	13
自主车企强势崛起，饰件需求稳定增长	15
行业增长潜力巨大，SUV 是短期增长主力	15
行业洗牌浪潮开启，自主崛起大势所趋	15
中重卡市场销量增长相对稳定	17
汽车饰件需求空间广阔，需求有望稳定增长	17
盈利预测、估值与投资评级	18
关键假设与盈利预测	18
估值与投资评级	19
风险因素	20

表目录

表 1: 公司主营产品、主要功能与应用市场概况	2
表 2 公司十大股东持股概况 (截止 2018 年 3 月 26 日)	3
表 3: 2014-2017 年公司主要客户营收份额贡献	6
表 4: 2016-2017 年公司产品配套上汽车型概况	7
表 5: 2016-2017 年公司产品在吉利车型配套情况	9
表 6: 公司产品在广汽菲亚特配套情况	10
表 7: 公司仪表板业务在商用车领域的应用情况	11
表 8: 2016 年商用车客户配套产品概况	11
表 9: IPO 募投资金投资项目概况	12
表 10: 公司主要在建生产基地项目概况	14
表 11: 2013 年-2017 年乘用车行业销量前十名变化情况	15
表 12: 新泉股份主要业务收入预测	18
表 13: 新泉股份可比公司列表	19

图目录

图 1: 公司产品业务布局	2
图 2: 公司股权架构与业务布局 (截止 2018 年 3 月 26 日)	3
图 3: 2013 年-2017 年公司净利润走势图	4
图 4: 2013-2017 年公司营业收入与增速图	4
图 5: 2017 年公司主营业务收入构成	4
图 6: 公司各产品毛利润结构趋势	4
图 7: 公司商用车与乘用车结构趋势	5
图 8: 公司毛利润结构趋势	5
图 9: 公司毛利率与净利率走势图	5
图 10: 公司期间费用比率走势图	5
图 11: 公司产品主要配套整车客户	6
图 12: 上汽自主乘用车公司销量走势图	7
图 13: 2017 年上汽自主乘用车公司销量结构图	7
图 14: 上汽中大型 SUV RX8	8
图 15: 上汽 RX5 销量走势图	8
图 16: 传祺 GS8 销量走势图	8
图 17: 2012-2017 年吉利汽车销量走势图	9
图 18: 公司产品配套销量走势图	9
图 19: 广菲克全新七座 SUV-大指挥官	10
图 20: 大指挥官主要竞品车型销量走势图	10
图 21: 商用车配套产品营收贡献比重	11
图 22: 公司研发费用以及营收占比走势	12
图 23: 汽车饰件整体解决方案供应商与传统制造的区别	13
图 24: 公司整体解决方案供应商发展规划节奏与目标	13
图 25: 公司生产制造战略基地布局	14
图 26: 主流汽车国家人均 GDP 与千人保有量国际比较	15
图 27: 2013-2017 年 SUV 销量、份额与增速	15
图 28: 2017 年中国自主品牌乘用车销量 (万辆)	16
图 29: 2016-2017 年自主品牌汽车月度销量走势图 (辆, %)	16
图 30: 2013-2017 年中国自主品牌市场份额变化图	16
图 31: 2013-2017 年中国卡车市场销量走势图	17
图 32: 2013-2017 年中国中重型卡车销量走势图	17
图 33: 2017-2020 年中国汽饰件市场需求估算	18

投资聚焦

核心观点/投资逻辑。 中国汽车市场具备较大增长潜力，中国汽车工业强势崛起，吉利、上汽等自主车企龙头高速增长势头延续。商用车仪表板总成龙头地位稳固，乘用车产品业务拓展顺利。规模效应逐步显现，配套产品结构持续优化，盈利能力持续改善。汽车饰件整体解决方案供应商战略效果初显，中国汽车饰件细分龙头蓄势成长，公司进入快速成长期。

股价催化剂。 自主品牌车企强势崛起；规模效应显现，产品结构优化，盈利能力改善。

盈利预测与投资评级： 我们预计公司 2018 年至 2020 年营业收入分别为 40 亿元、52 亿元和 66 亿元，归属母公司净利润分别为 3.4 亿元，4.6 亿元和 6.2 亿元，对应 EPS 分别为 2.11 元、2.84 元和 3.79 元。借自主车企崛起东风，汽车饰件细分龙头蓄势成长，首次覆盖我们给予公司“增持”评级。

风险因素

1. 汽车市场增速不及预期风险；
2. 市场竞争加剧，配套车型销量不及预期风险。

全产品全领域饰件整体方案供应商

公司前身是常州新泉汽车内饰件有限公司，成立于2001年。2012年，公司整体变更为股份有限公司。2017年3月，公司通过向社会公开发行人股份，于上海证券交易所上市。公司专注汽车内外饰件细分市场，产品可覆盖仪表盘总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成和保险杠总成等全产品系列。公司业务起步于商用车市场，目前正积极拓展乘用车业务，已实现商用车和乘用车等全市场领域应用。

图 1: 公司产品业务布局



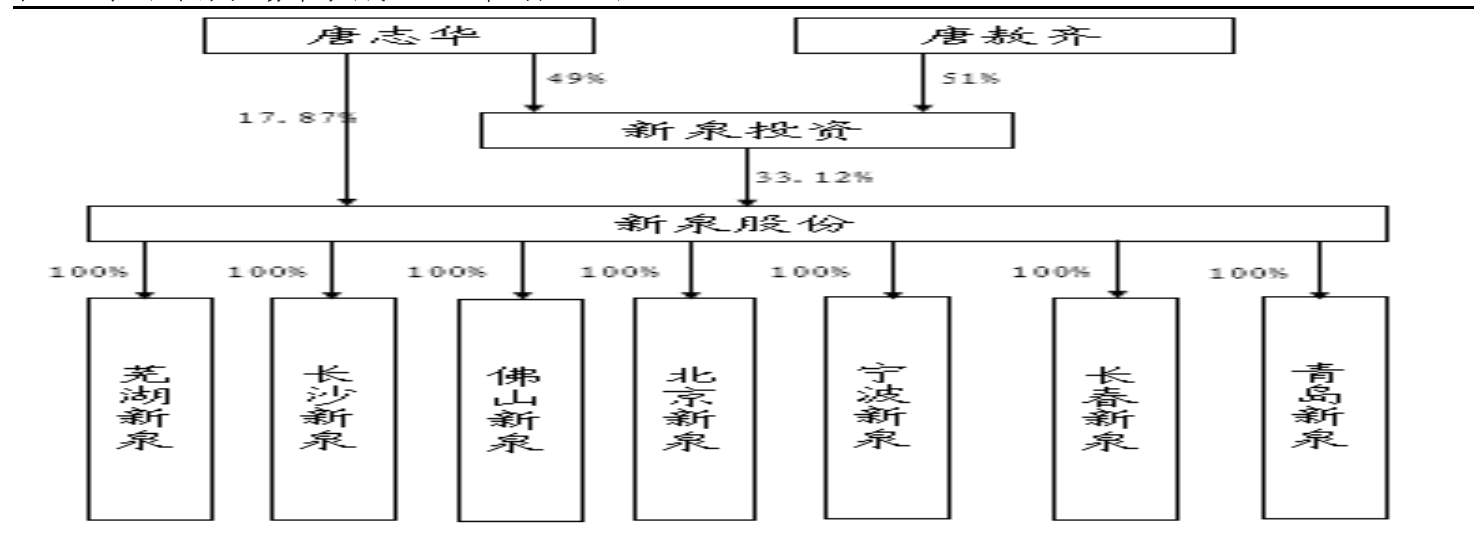
资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

表 1: 公司主营产品、主要功能与应用市场概况

产品类别	产品功能	应用领域
仪表盘总成	位于驾驶员正前方, 汽车全车操控和显示的集中部分	乘用车、商用车
门内护板总成	集成扶手、喇叭罩等功能件, 碰撞时保障驾乘人员安全	乘用车
立柱护板总成	覆盖侧围立柱, 美化内部造型, 保护驾乘人员	乘用车
流水槽盖板总成	风挡玻璃与引擎盖间连接件, 具备水管理和车内通风功能	乘用车
保险杠总成	吸收和缓解外界冲击力, 防护车身后部	乘用车
顶置文件柜总成	位于驾驶室前上方, 可提供较大储物空间	中、重型卡车

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

江苏新泉志和投资有限公司为公司控股股东, 唐志华、唐教齐为公司实际控制人, 而唐教齐、唐志华系父子关系。从前十大股东持股情况分析, 唐美华与唐志华系姐弟关系, 陈志军为唐志华的表兄弟。公司属于典型的家族式民营企业, 决策体系相对灵活快速。

图 2: 公司股权架构与业务布局 (截止 2018 年 3 月 26 日)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 2 公司十大股东持股概况 (截止 2018 年 3 月 26 日)

排名	股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)
1	江苏新泉志和投资投资有限公司	53,742,000	33.12%
2	唐志华	29,000,000	17.87%
3	唐美华	10,000,000	6.16%
4	陈志军	5,900,000	3.64%
5	陶硕虎	4,800,000	2.96%
6	季平	4,500,000	2.77%
7	吴群	3,804,000	2.34%
8	刘忠	3,804,000	2.34%
9	朱良平	3,000,000	1.85%
10	交通银行股份有限公司-农银汇理行业领先混合型证券投资基金	2,974,688	1.83%

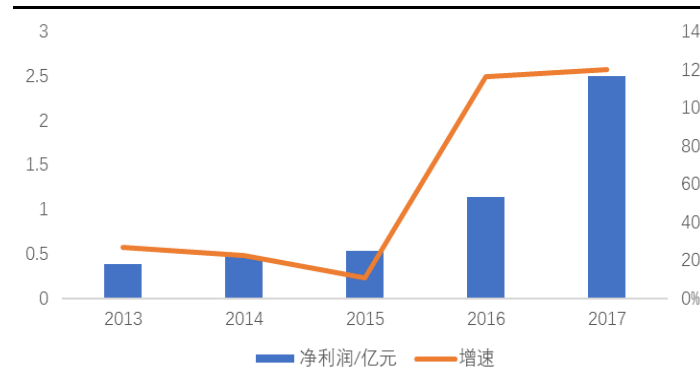
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

商乘并举客户优质 业绩进入高速增长期

借力自主强势崛起 体量与业绩进入高增长通道

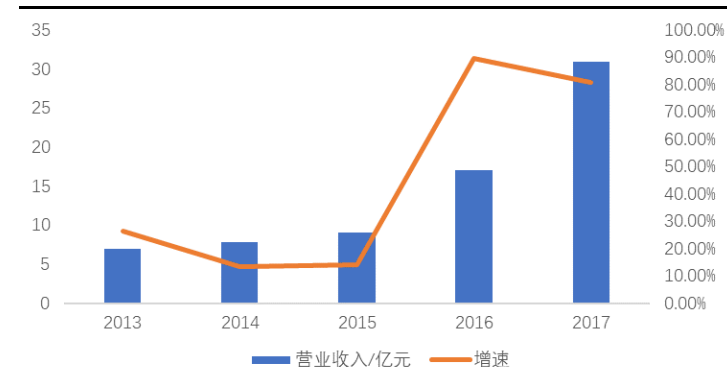
2017 年公司实现营业收入 30.95 亿元，同比增长 80.91%，实现归属于上市公司股东净利润 2.50 亿元，同比增长 120.07%。借力上汽、吉利等自主品牌车企强势崛起，2016 年、2017 年公司营收和净利润均实现高速增长，呈现业绩较体量更快增长的良好局面。

图 3: 2013 年-2017 年公司净利润走势图



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 4: 2013-2017 年公司营业收入与增速图

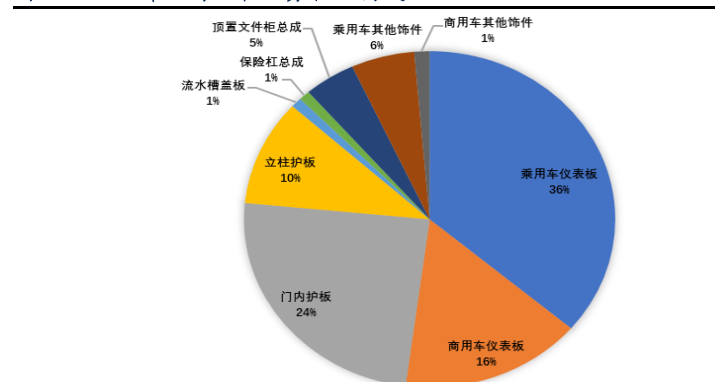


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

乘用车业务发力 规模效应提高盈利能力

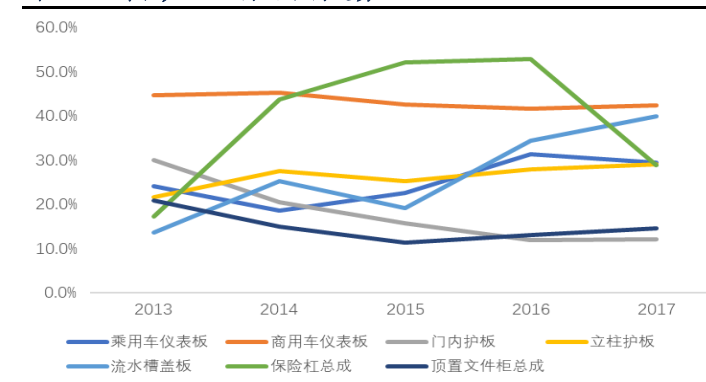
公司最大收入来源是仪表板总成业务板块，其中乘用车仪表板总成是收入贡献最大的细分业务。2017 年乘用车仪表板总成业务实现营业收入为 9.63 亿元，占营业总收入的 36%，毛利率为 29.4%。乘用车仪表板客户订单持续增加，规模效应推升毛利率平稳上扬。商用车仪表板实现营收 4.22 亿元，占营业收入比重为 16%，毛利率基本维持在 40% 以上。

图 5: 2017 年公司主营业务收入构成



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

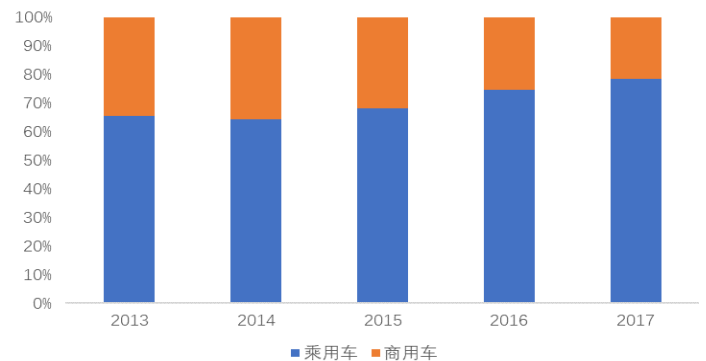
图 6: 公司各产品毛利率结构趋势



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

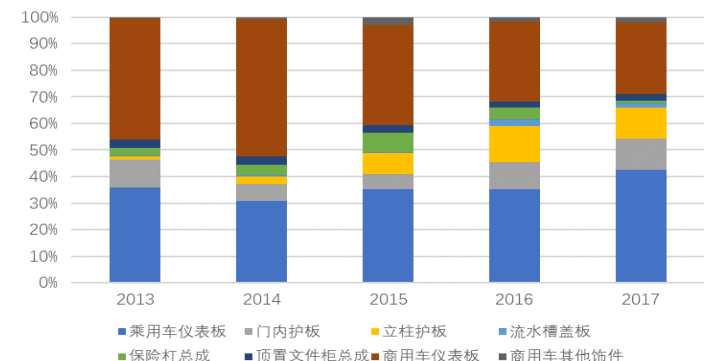
2013-2017年，公司乘用车业务营收比重平稳增长，营收贡献已达78%，是拉动业绩高速增长的重要动力。从公司毛利结构构成分析，乘用车盈利贡献比重迅速提高，从2013年的53%提高至70%，成为公司最重要的盈利模块。

图7：公司商用车与乘用车结构趋势



资料来源：万得，信达证券研发中心

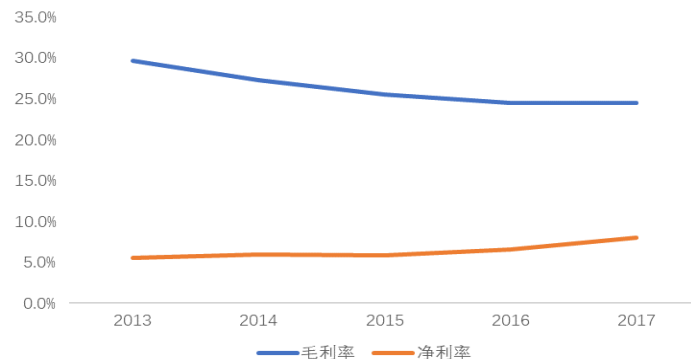
图8：公司毛利润结构趋势



资料来源：万得，信达证券研发中心

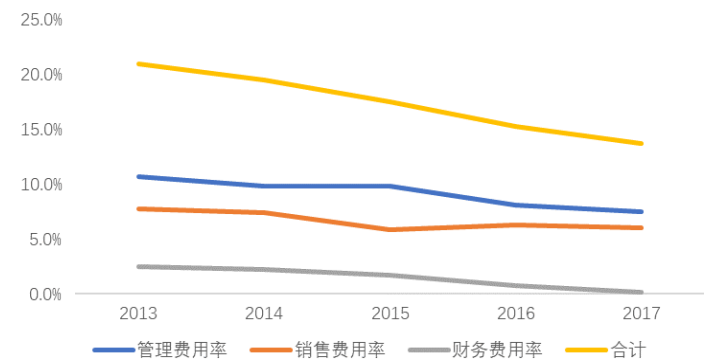
公司积极推动生产基地全国布局战略，就近客户配套带动销售费用率平稳下降。公司营收体量快速上涨，规模效应明显提升，管理费用率由10.7%下降至7.5%。受益于规模效应，公司三费费用率从21%大幅回落至13.7%，公司净利润平稳回升，盈利能力逐步改善。

图9：公司毛利率与净利率走势图



资料来源：万得，信达证券研发中心

图10：公司期间费用比率走势图

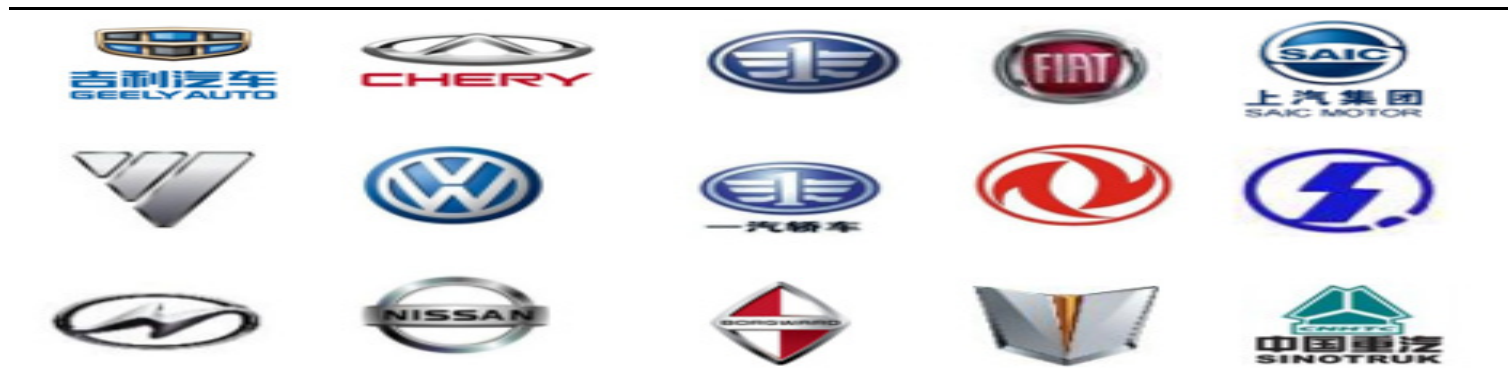


资料来源：万得，信达证券研发中心

上汽吉利双雄加持，高增长根基更牢固

公司与多家主流整车企业保持长期紧密合作关系。公司是中重卡汽车饰件总成服务领先企业，也是部分乘用车制造商的核心供应商。目前，公司产品配套一汽解放、北汽福田、陕西重汽、东风汽车、中国重汽等国内主流卡车企业，也是苏州金龙等国内大型客车企业的配套供应商。公司积极开拓乘用车业务，与吉利汽车、上海汽车、广汽菲亚特、奇瑞汽车、上海大众等知名乘用车企业均形成长期稳定的合作关系。

图 11：公司产品主要配套整车客户



资料来源：公司招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

吉利和上汽自主双雄崛起，乘用车客户业绩贡献快速提升。凭借博越、帝豪、远景 SUV 的热销，吉利汽车稳居公司最大客户，且营收贡献稳重有升。上汽集团是公司近年新开拓乘用车客户，凭借荣威 RX5、MG6 等车型销量快速增长，上汽集团已是公司第二大客户。广汽菲亚特是公司重要潜力客户，伴随着 Jeep 自由侠、指南者等车型热销，广菲克营收贡献达 6.6%，进入公司前五大客户。

表 3：2014-2017 年公司主要客户营收份额贡献

	第一名		第二名		第三名		第四名		第五名	
	客户	比重	客户	比重	客户	比重	客户	比重	客户	比重
2014	奇瑞汽车	26.8%	吉利汽车	24.6%	上汽集团	18.3%	北汽福田	8.5%	东风汽车	3.5%
2015	吉利汽车	29.5%	奇瑞汽车	27.5%	上汽集团	11.4%	北汽福田	10.6%	上汽集团	3.6%
2016	吉利汽车	28.0%	上汽集团	15.5%	广汽集团	12.3%	一汽集团	10.2%	奇瑞汽车	10.2%
2017	吉利汽车	31.0%	上汽集团	20.2%	北汽福田	8.2%	一汽集团	8.1%	广汽集团	6.6%

资料来源：公司招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

上汽集团：配套 RX5 等主流车型 产品应用全覆盖

受益于 RX5 持续热销和新 MG6 等新配套车型增加，2015-2017 年上汽集团营收贡献增加近 17 个百分点。从现有产品配套情况分析，公司配套上汽车型的配套比重较高，均属于主要供应商。公司配套车型持续扩充，配套产品逐步实现仪表板总成、门内护板、立柱护板总成等全产品覆盖。

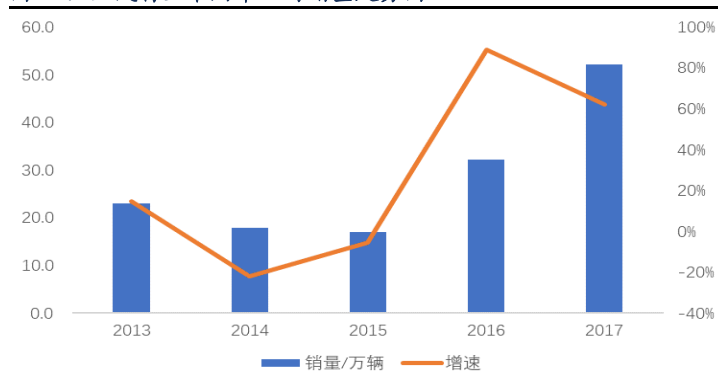
表 4: 2016-2017 年公司产品配套上汽车型概况

配套车型	配套产品	2016 年配套数量/万套	配套车型销量/. 万辆		2016 年配套比例
			2016	2017	
荣威 RX5	仪表板总成	6.34	9	24	70.44%
	门内护板总成	6.68			74.22%
MG GS (锐腾)	立柱护板总成	5.04	4.89	3.3	103.07%
新 MG6	仪表板总成	/	/	0.7	/
	门内护板总成	/	/		/

资料来源：公司招股说明书，公司公告，乘联会，信达证券研发中心

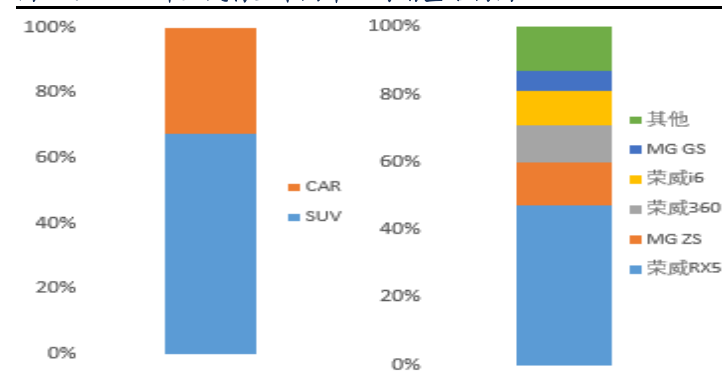
2017 年，公司客户上汽集团乘用车公司年销超 50 万辆，同比增长 62%，延续强势崛起走势。从客户销量结构看，公司配套的车型均属于客户主力车型。随着 RX5 持续热销，RX8、RX3、新 MG6 等新车上市，我们预计上汽自主乘用车公司继续延续高速增长态势。下游客户销量延续强势走势，为公司业绩增长提供强力保障。

图 12: 上汽自主乘用车公司销量走势图



资料来源：上汽集团公司公告，信达证券研发中心

图 13: 2017 年上汽自主乘用车公司销量结构图

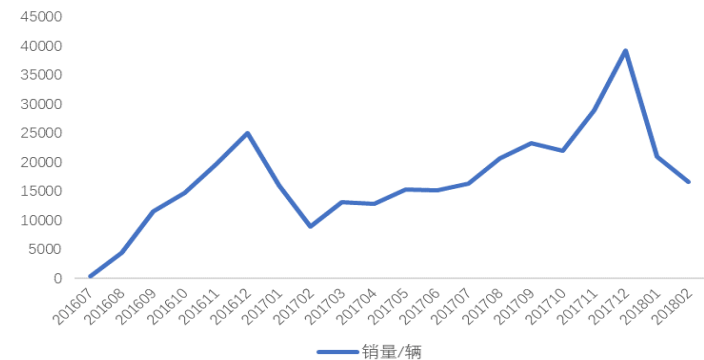


资料来源：交强险，信达证券研发中心

2018 年，上汽集团乘用车公司推出全新中大型 SUV RX8，竞争车型主要是传祺 GS8 等中大型 SUV。目前传祺 GS8 月销量 8000 台左右，我们预计 RX8 将取得较好的市场销量。

图 14: 上汽中大型 SUV RX8


资料来源: 汽车之家, 信达证券研发中心

图 15: 上汽 RX5 销量走势图


资料来源: 交强险, 信达证券研发中心

图 16: 传祺 GS8 销量走势图


资料来源: 交强险, 信达证券研发中心

吉利汽车: 绑定最强自主, 业绩高弹性可期

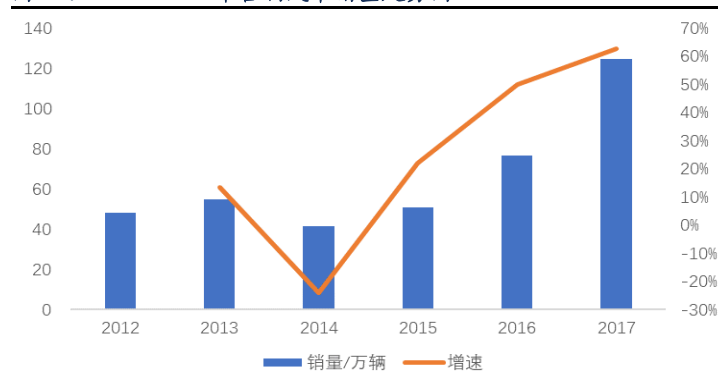
目前公司产品主要应用于吉利 5 款车型, 包括帝豪、帝豪 GS、博瑞、博越和远景 SUV。从车型配套比例看, 公司多数产品配套比例较高, 属于吉利汽车主要供应商。远景 SUV 是新增配套车型, 月销量超过 1 万辆。公司配套吉利全系主流车型, 为公司业绩高速增长提供强力保障。

表 5: 2016-2017 年公司产品在吉利车型配套情况

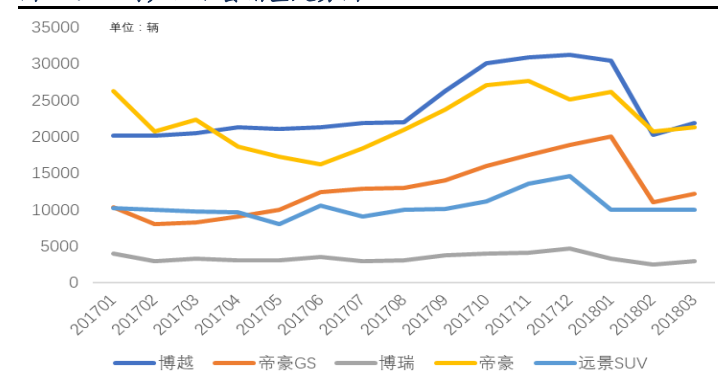
配套车型	配套产品	2016 年配套数量/万套	配套车型销量/. 万辆		2016 年配套比例
			2016	2017	
帝豪	仪表板总成	10			44.68%
	门内护板总成	4.5	22.38	24	20.11%
	立柱护板总成	17.04			76.14%
帝豪 GS	门内护板总成	5.28	6.05	15	87.27%
	立柱总成	5.30			87.6%
博瑞	立柱总成	4.78	5.18	4.2	92.28%
博越	门内护板总成	8.74	10.92	29	92.28%
远景 SUV	/	/	4.9	12.7	/

资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 乘联会, 信达证券研发中心

2017 年, 吉利汽车延续强势崛起态势, 汽车销量超 120 万辆, 同比增长 62.8%。从公司配套吉利的车型销量看, 博越和帝豪月均销量均超 2 万辆, 帝豪 GS、远景 SUV 月均销量均在 1 万辆左右。公司配套车型均属市场主销车型, 增长前景稳定可期。公司招股说明书数据显示, 公司正与吉利汽车开展 NL-5、FE-3、FE-5、FE-7 等多款新车的前期研发工作, 吉利高增长保障公司业绩高弹性。

图 17: 2012-2017 年吉利汽车销量走势图


资料来源: 吉利汽车公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 公司产品配套销量走势图


资料来源: 乘联会, 吉利汽车公司公告, 信达证券研发中心

新车上市提振需求，合资客户平稳拓展

广汽菲亚特是公司现有配套的重要合资厂商，配套产品主要包括门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成等。公司配套广菲克车型包括自由光、指南者等主流车型，配套比例超过 70%，是广菲克饰件主要供应商。公司亦为广菲克 K8 车型（大指挥官）提供配套，配套产品包括外饰件和立柱总成。

表 6: 公司产品在广汽菲亚特配套情况

配套车型	配套产品	2016 年配套数量/万套	配套车型销量/. 万辆		2016 年配套比例
			2016	2017	
自由光	门内护板总成	6.34			70.44%
	立柱护板总成	6.68	10.68	7.7	74.22%
	流水槽盖板总成	5.04			103.07%

资料来源: 公司招股说明书, 乘联会, 信达证券研发中心

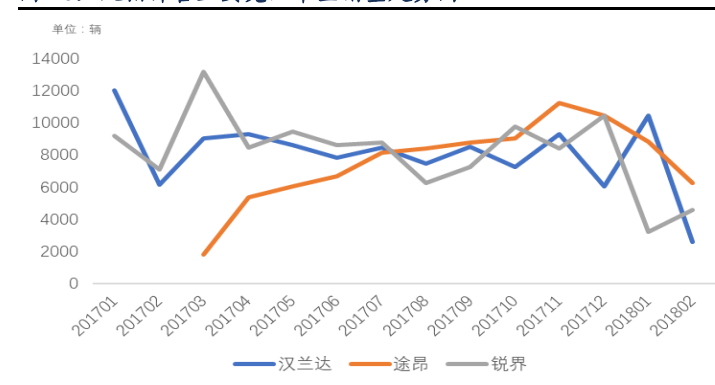
广菲克大指挥官（K8）上市，竞争对手为汉兰达、途昂、锐界等中大型七座 SUV。汉兰达等七座 SUV 市场销量在月均 8000 辆左右，我们认为大指挥官上市将有效提振公司业绩，尤其提高外饰件的营收体量。

图 19: 广菲克全新七座 SUV-大指挥官



资料来源: 广汽菲亚特公司官网, 信达证券研发中心

图 20: 大指挥官主要竞品车型销量走势图



资料来源: 乘联会, 信达证券研发中心

中重卡汽车饰件龙头 与整车市场波动共振

公司配套商用车市场的产品主要是仪表板总成、顶置文件柜等内饰件。仪表板总成是最重要的商用车配套产品，仪表板占商用车业务比重超过 70%。公司是中重卡汽车内饰件龙头，仪表板总成在商用车领域的市场份额达 25%，且呈逐年稳步提升

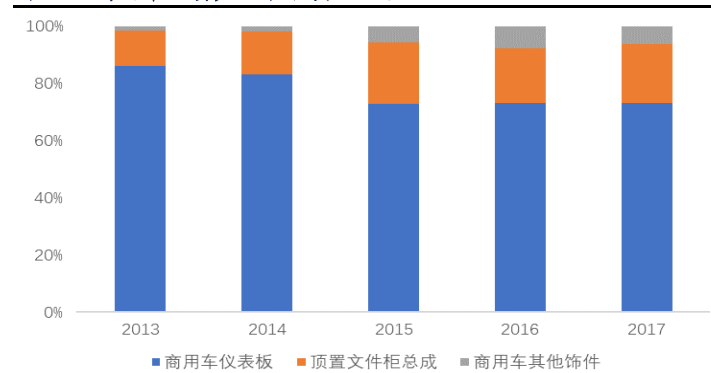
态势，细分市场龙头地位稳固。

表 7: 公司仪表板业务在商用车领域的应用情况

细分市场	配套产品	2016 年	2015 年	2014 年
中重型卡车	仪表板总成销量/万套	24.47	17.33	20.77
	市占率	24.95%	23.42%	20.87%
轻微型卡车	仪表板总成销量	6.52	3.87	5.48
	市占率	2.99%	1.85%	2.49%

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 21: 商用车配套产品营收贡献比重



资料来源：吉利汽车公司公告，信达证券研发中心

公司商用车配套企业覆盖北汽福田、一汽集团、东风汽车等主流商用车企业，仪表板总成在中重卡车型配套比例基本都在 50% 以上，公司在商用车仪表板市场具有明显的竞争优势。

表 8: 2016 年商用车客户配套产品概况

配套客户	配套车型	配套产品	2016 年配套数量/万套	2016 年对应车型销量/万辆	公司产品所占比例
北汽福田	中重型卡车(含欧曼系列、欧马可)	仪表板总成	4.68	8.4	55.71%
		顶置文件柜	3.25		38.69%
一汽集团	解放中重卡	仪表板总成	10.93	18.52	59.02%
	含 J6P、A01、J5K、J5M、天 V、	顶置文件柜	3.87		20.9%

龙 V、悍 V 等)

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

资金保障产能释放 研发再添新活力

资金投入保障研发, 总成配套更具潜力

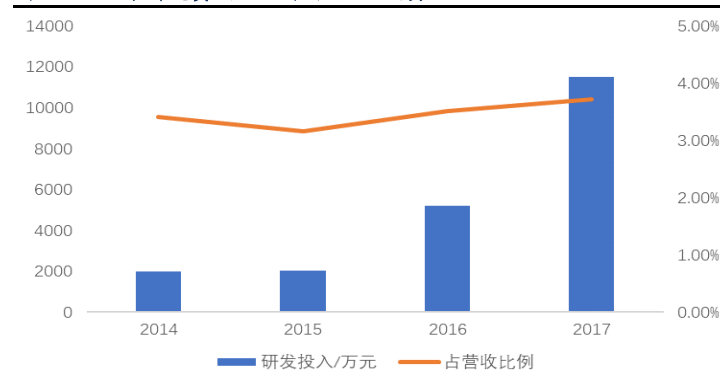
公司通过 IPO 募投资金, 持续加大技术开发和自主创新。公司针对现有技术中心和实验中心进行功能升级, 引进优秀技术人才, 购进先进的软硬件设备, 提高产品开发效率, 增强整体技术水平。伴随着公司销售收入快速增长, 公司更加重视研发投入, 研发投入占销售收入比重基本维持在 3% 以上, 2013-2017 年呈现平稳提升态势。

表 9: IPO 募投资金投资项目概况

项目名称	投资金额/万元	用途
技术中心与实验中心升级项目	4966.7	购置软硬件设备、引进技术人员、升级现有技术中心和实验设备
补充流动资金	30000	满足业务发展资金需求
偿还银行贷款	15000	优化公司资本结构, 降低财务成本

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 22: 公司研发费用以及营收占比走势

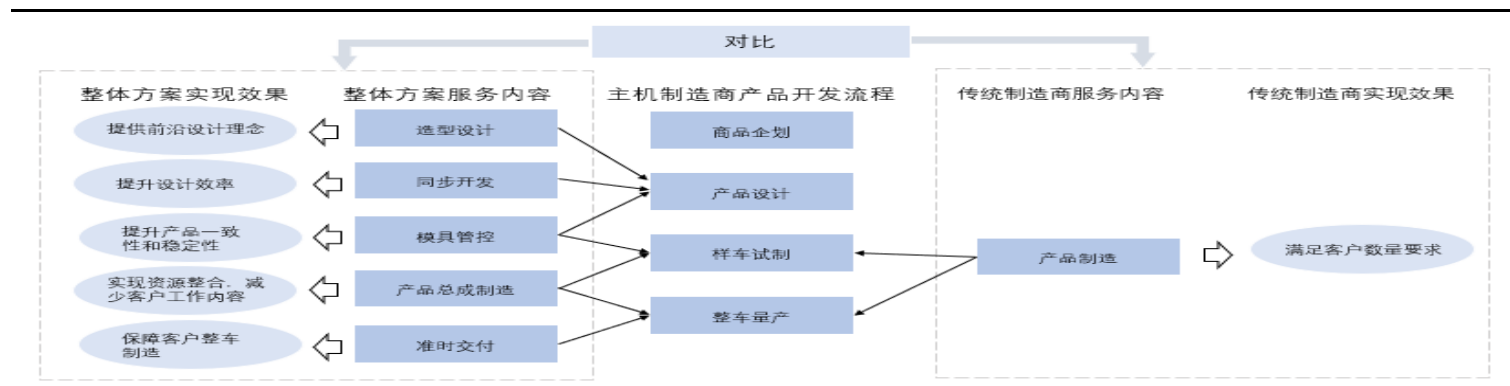


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

汽车饰件总成整体研发配套是公司最大的潜力优势之一。相较于传统制造商而言, 整体解决方案可有效提高整车产品开发效率, 提升配套产品一致性和稳定性, 有效增强客户合作黏性, 保持客户长期协同发展。公司通过对同步开发、模具开发、产

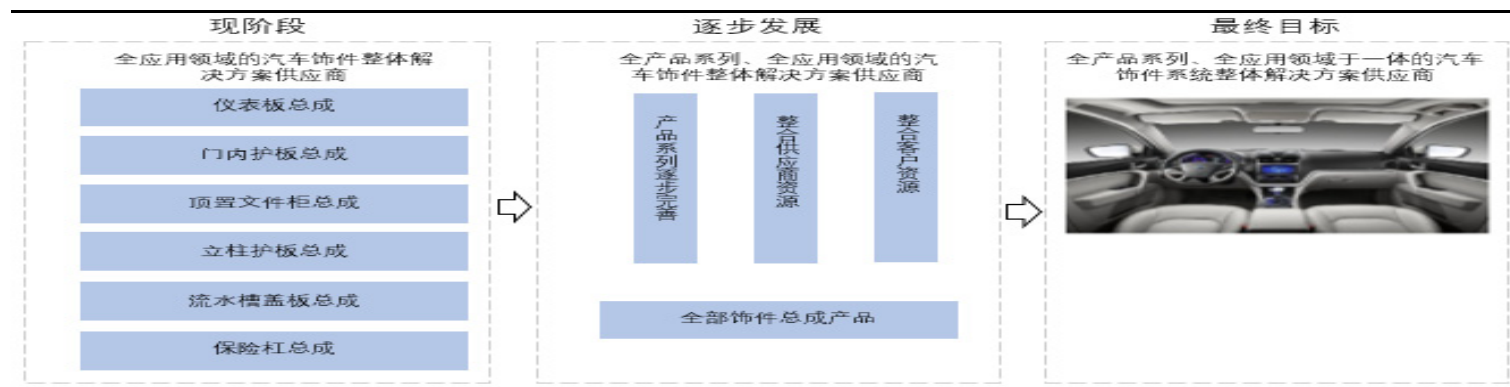
品总成制造等服务能力的提升，已初步具备汽车饰件整体解决方案的服务能力，可同时供应仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成等多种饰件总成产品。未来公司将不断丰富产品系列，高效整合供应商及客户资源，为客户提供全系列的内外饰件总成，有望成为集全产品系列、全应用领域于一体的汽车饰件系统整体解决方案提供商。

图 23: 汽车饰件整体解决方案供应商与传统制造的区别



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 24: 公司整体解决方案供应商发展规划节奏与目标



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

生产基地全国布局，新增产能满足持续增长的订单需求

公司围绕核心客户，积极进行全国战略布局。以长三角地区、京津地区、华中地区、华南地区汽车产业集群为市场基础，公

公司结合现有客户生产布局，在常州、丹阳、芜湖、宁波、北京、青岛、长春、鄂尔多斯、长沙、佛山等 10 个城市设立了生产制造基地。生产基地合理分布，大幅提高产品供应效率，提升产品准时交付能力，并有效降低产品运输成本。

图 25: 公司生产制造战略基地布局



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

公司将在宁波杭州湾、佛山和成都新建生产基地建设项目，提高对产业集群客户就近配套服务能力。长沙基地将于 2018 年内完工，常州、佛山等基地将于 2018 年下半年开工建设。随着各新建基地陆续完工，公司客户就近配套能力进一步提升，客户黏性、产品渗透率进一步提高，物流运输等费用也将进一步降低，公司盈利能力有望持续改善。

表 10: 公司主要在建生产基地项目概况

基地名称	分布城市	主要产品	项目进展
常州基地	江苏常州	乘用车仪表板总成、门内护板、立柱护板	2018 年下半年开工建设
长沙基地	湖南长沙	乘用车仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成和保险杠总成	2018 年建设完工
佛山基地	广东佛山	仪表板、保险杠	2018 年下半年开工建设
宁波基地	浙江宁波	仪表板、门内护板、立柱护板	争取 2018 年下半年开工
成都基地	四川成都	汽车饰件	尚未开始建设

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

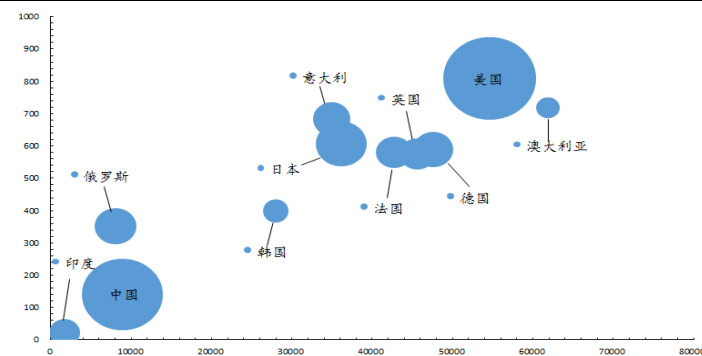
自主车企强势崛起，饰件需求稳定增长

行业增长潜力巨大，SUV 是短期增长主力

中国经济继续保持平稳增长，人们收入水平不断提高，中国潜在汽车消费需求仍然巨大，汽车消费仍属于“首次刚需消费”阶段。从人均 GDP 和汽车保有量国际横向比较看，中国中长期汽车市场仍拥有较大增长潜力。从短期市场走势看，考虑宏观经济增速继续回落、汽车产业转型升级等因素，2018 年中国车市保持低速增长态势。2018 年购置税政策退出也会影响短期终端需求，我们预计乘用车市场销量有望实现 3% 左右的增长。

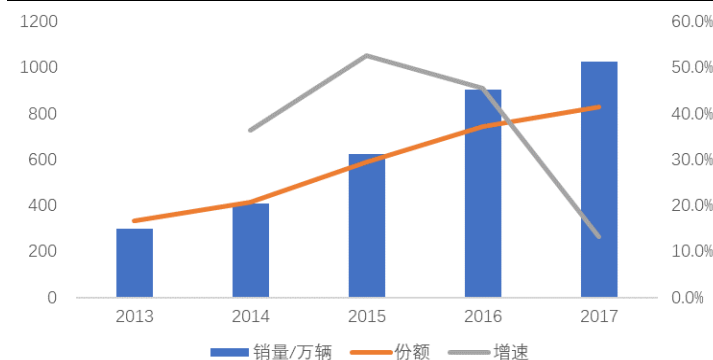
SUV 热持续多年，至今仍是国人最为喜欢的车型，2017 年运动型多用途乘用车（SUV）销售 1025.27 万辆，市场份额达 42%。汽车消费升级已成大势，SUV 热潮仍将持续，仍是乘用车市场增长的重要动力。

图 26：主流汽车国家人均 GDP 与千人保有量国际比较



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 27：2013-2017 年 SUV 销量、份额与增速



资料来源：中国汽车工业协会，信达证券研发中心

行业洗牌浪潮开启，自主崛起大势所趋

面临汽车消费需求增速放缓压力，汽车产业新一轮行业的重构悄然开始，汽车行业巨头排序出现明显调整。凭借迎合时代潮流的优秀产品和脚踏实地的企业战略，自主强者杀出重围，尽享汽车产业发展造就的市场红利，如吉利汽车排名迅速攀升，2013 年尚不能进入行业前十名，2017 年销量已跻身行业第六位。

表 11：2013 年-2017 年乘用车行业销量前十名变化情况

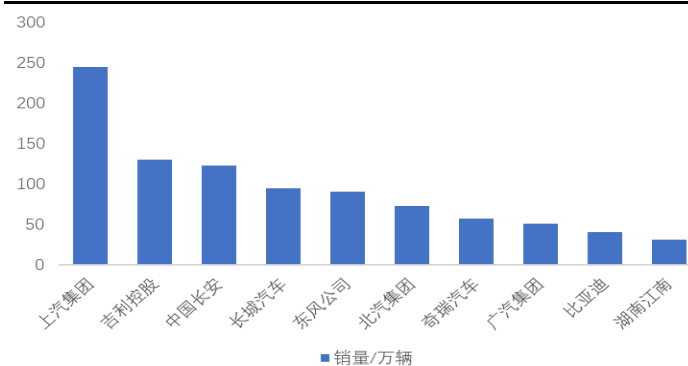
	2013 年	销量(万)	2014 年	销量(万)	2015 年	销量(万)	2016 年	销量(万)	2017 年	销量(万)
第一名	上海通用	157.52	一汽大众	178.00	上海大众	180.56	上汽大众	200.02	上汽大众	206.31
第二名	上海大众	152.50	上海大众	172.5	上海通用	172.50	上汽通用	188.00	上汽通用	199.87

第三名	一汽大众	151.22	上汽通用	172.39	一汽大众	165.02	一汽大众	187.24	一汽大众	195.72
第四名	北京现代	103.08	北京现代	112.00	上汽通用	118.18	上汽通用五菱	142.79	上汽通用五菱	189.48
第五名	东风日产	92.82	东风日产	95.17	北京现代	106.28	长安汽车	114.98	东风有限本部	125.1
第六名	长安福特	68.27	上汽通用五菱	93.26	东风日产	100.07	北京现代	114.20	吉利汽车	124.8
第七名	上汽通用五菱	63.55	长安福特	80.60	长安汽车	93.80	东风日产	111.79	长安汽车	112.83
第八名	长城汽车	62.74	长安汽车	71.03	长安福特	86.87	长城汽车	96.89	长城汽车	95.03
第九名	一汽丰田	55.47	神龙汽车	70.40	长城汽车	75.32	长安福特	94.40	长安福特	82.8
第十名	神龙汽车	55.00	东风悦达起亚	64.60	神龙汽车	70.48	吉利汽车	81.32	北京现代	78.5

资料来源：中国汽车工业协会，信达证券研发中心 注：东风有限（本部）含东风日产和东风启辰

2017年，自主品牌乘用车共销售 1084.67 万辆，同比增长 3.02%，占乘用车销售总量 43.88%，市占率比上年同期提升 0.69 个百分点。中国品牌中排名前十的企业总销量达 938.01 万辆，占中国品牌企业合计的 86.48%。

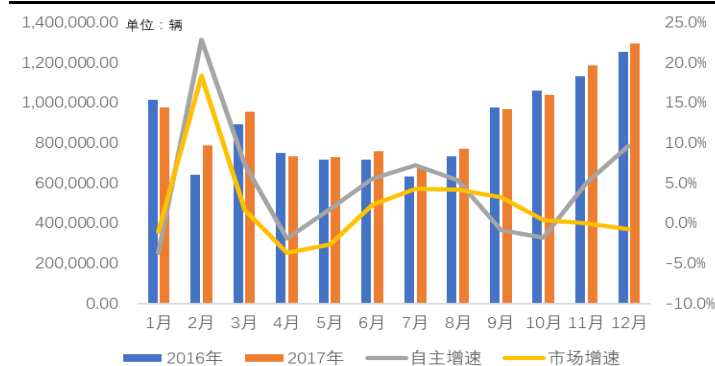
图 28：2017 年中国自主品牌乘用车销量（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，信达证券研发中心

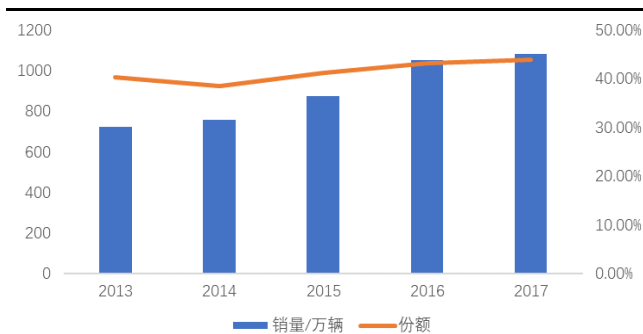
注：企业数据按照集团口径统计，吉利控股销量包含康迪、知豆等品牌车型

图 29：2016-2017 年自主品牌汽车月度销量走势图（辆，%）



资料来源：中国汽车工业协会，信达证券研发中心

图 30：2013-2017 年中国自主品牌市场份额变化图



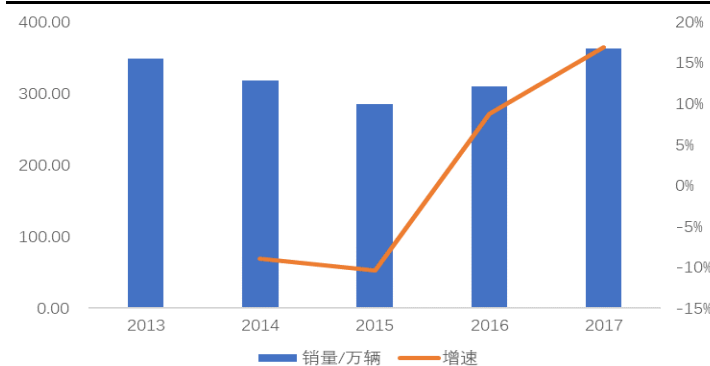
资料来源：中国汽车工业协会，信达证券研发中心

中重卡市场销量增长相对稳定

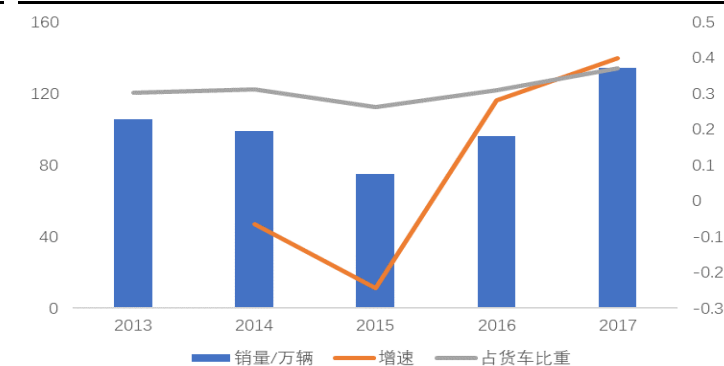
受益于国家“限超”政策趋严和环保法规趋严，2017年我国中重卡市场销量大幅增长39%，达到134万辆。中重卡销量占卡车市场比重达到37%，成为拉动2017年卡车市场增长的重要动力。在环保监管日益趋严和限超治理延续的背景下，我们认为中重卡市场将保持相对稳定增长，公司商用车业务市场环境相对稳定。

图 31: 2013-2017 年中国卡车市场销量走势图

图 32: 2013-2017 年中国中重型卡车销量走势图



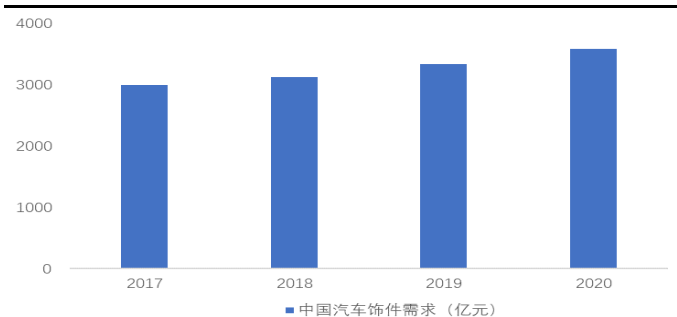
资料来源：中汽协，信达证券研发中心整理



资料来源：中汽协，信达证券研发中心

汽车饰件需求空间广阔，需求有望稳定增长

中国汽车市场将保持平稳增长态势，汽车消费持续升级，汽车饰件需求将稳定增长。我们预计2020年中国乘用车市场饰件需求有望突破3500亿元，年复合增长率约为6.1%。

图 33: 2017-2020 年中国汽饰件市场需求估算


资料来源: 信达证券研发中心估算预测

盈利预测、估值与投资评级

关键假设与盈利预测

乘用车业务: 公司与吉利、上汽等强势自主车企深度合作, 积极开拓广菲克等合资车企, 产品逐渐转向全产品系列覆盖。自主汽车工业强势崛起, 吉利、上汽等自主车企有望延续高速增长。随着规模效应不断释放, 我们预计公司乘用车产品业务将保持高速增长态势, 毛利率水平将平稳回升。我们预计 2018 年、2019 年和 2020 年乘用车仪表板总成业务营业收入增速为 45%、42%和 35%, 门内护板业务营业收入增速为 45%、41%和 30%, 立柱护板业务营业收入增速为 30%、30%、30%。

商用车业务: 公司是中重卡仪表板市场的龙头企业, 商用车产品相对成熟。我们预计商用车产品增速基本与下游商用车市场保持同步, 毛利率水平基本保持平稳。我们预计 2018 年、2019 年和 2020 年商用车仪表板业务营收增速为 10%、5%和 5%。

我们对新泉股份主要业务收入预测如下表所示:

表 12: 新泉股份主要业务收入预测

	2016 (A)	2017 (A)	2018 (E)	2019 (E)	2020 (E)
乘用车仪表板					
营业收入 (亿元)	4.0	9.6	14.0	19.8	26.8
收入增速	29.97%	140.34%	45%	42%	35%
销售毛利率	31.4%	29.4%	29.91%	30.4%	30.9%
乘用车门内护板					
营业收入 (亿元)	3.0	6.5	9.4	13.3	17.3

收入增速	320.14%	113.88%	45%	41%	30%
销售毛利率	11.8%	12.1%	12.11%	13.36%	14.03%
立柱护板					
营业收入(亿元)	1.7	2.7	3.5	4.6	6.0
收入增速	178.6%	57.9%	30%	30%	30%
销售毛利率	27.9%	29%	29.5%	30.1%	30.6%
商用车仪表板					
营业收入(亿元)	2.5	4.2	4.6	4.9	5.1
收入增速	44.9%	65.5%	10%	5%	5%
销售毛利率	41.7%	42.4	42.4%	42.5%	42.5%

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

估值与投资评级

我们预计新泉股份 2018 年至 2020 年的营业收入分别为 40 亿元、52 亿元和 66 亿元, 归属母公司净利润分别为 3.4 亿元, 4.6 亿元和 6.2 亿元, 对应 EPS 分别为 2.11 元、2.84 元和 3.79 元。新泉股份可比公司如下表所示:

表 13: 新泉股份可比公司列表

代码	上市公司	股价(元/股)	市值(亿元)	EPS			PE		
				2018(E)	2019(E)	2020(E)	2018(E)	2019(E)	2020(E)
002048.sz	宁波华翔	15.49	97.0	1.7	2.1		9	7	
300100.sz	双林股份	14.13	56.6	1.2	1.6		11	9	
603035.sh	常熟汽饰	14.75	41.3	1.2	1.2		12	12	
600741.sh	华域汽车	22.32	704.0	2.3	2.5	2.7	10	9	8
603085.sh	天成自控	26.99	60.4	0.6	0.8	1.2	49	33	22
601799.sh	星宇股份	50.53	140.0	2.1	2.7		24	19	
603997.sz	继峰股份	11.95	76.2	0.6	0.8	0.8	20	16	14
603730.sh	岱美股份	32.44	133.0	1.8	2.2	2.7	18	15	12
603040.sh	新坐标	66.61	40.7	2.8	4.3		24	16	
603305.sh	旭升股份	33.18	133.0	1.0	1.4	1.7	33	24	19
	平均值						21	16	14
603179.sh	新泉股份	36.68	59.5	2.1	2.8	3.8	17	13	10

资料来源: 万得, 注: 除新泉股份为信达证券研发中心预测外, 其余公司 EPS 与 PE 均取自万得一致预期, 股价取自 2018 年 4 月 20 日收盘价。

对比公司 2018 年 PE 估值平均值为 21 倍。按照 2018 年 4 月 20 日收盘价 36.68 元/股计算，我们预计新泉股份 2018 年 PE 为 17 倍。中国自主汽车品牌强势崛起，吉利和上汽双雄加持，合资乘用车客户有序拓展，公司乘用车业务有望高速增长。整体解决方案供应商战略初显成效，公司产品向全系列全应用领域延伸，规模效应抬升公司盈利能力。借自主崛起东风，汽车饰件细分龙头蓄势成长，首次覆盖我们给予新泉股份“增持”评级。

风险因素

1. 汽车市场增速大幅回落风险；

2018 年经济增速下台阶风险仍存，购置税优惠政策彻底退出透支消费需求，2018 年汽车市场增速存在大幅下滑风险。

2. 汽车市场竞争加剧风险；

汽车市场增速放缓，下游市场竞争白热化，配套车型销量存在不及预期风险，公司需求可能不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,392.37	2,169.24	2,696.94	3,659.03	4,832.33
货币资金	138.33	192.30	131.68	357.46	702.44
应收票据	142.75	697.60	909.65	1,176.21	1,477.18
应收账款	460.46	555.81	724.77	937.15	1,176.95
预付账款	72.92	105.63	137.05	176.05	219.63
存货	566.06	591.32	767.20	985.57	1,229.53
其他	11.86	26.59	26.59	26.59	26.59
非流动资产	606.35	949.41	1,006.99	1,070.31	1,143.60
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	401.32	560.71	622.36	709.61	754.47
无形资产	94.75	114.78	135.26	156.28	177.86
其他	110.28	273.93	249.37	204.41	211.27
资产总计	1,998.73	3,118.65	3,703.92	4,729.33	5,975.93
流动负债	1,345.90	1,732.01	2,786.36	3,350.75	3,981.58
短期借款	305.00	120.00	720.00	720.00	720.00
应付账款	855.72	1,014.52	1,316.28	1,690.92	2,109.49
其他	185.19	597.49	750.09	939.83	1,152.09
非流动负债	58.74	45.71	45.71	45.71	45.71
长期借款	10.40	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	48.34	45.71	45.71	45.71	45.71
负债合计	1,404.64	1,777.72	2,832.08	3,396.47	4,027.29
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	594.09	1,340.93	871.85	1,332.87	1,948.64
负债和股东权益	1998.73	3118.65	3703.92	4729.33	5975.93

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,710.84	3,095.08	4,035.92	5,218.57	6,553.94
同比(%)	89.65%	80.91%	30.40%	29.30%	25.59%
归属母公司净利润	113.67	250.17	342.27	461.02	615.77
同比(%)	116.24%	120.07%	36.82%	34.70%	33.57%
毛利率(%)	24.55%	24.57%	24.94%	25.43%	25.93%
ROE(%)	21.04%	25.86%	30.94%	41.82%	37.53%
EPS(摊薄)(元)	0.70	1.54	2.11	2.84	3.79
P/E	52	24	17	13	10
P/B	10.02	4.44	6.83	4.47	3.05
EV/EBITDA	25.04	17.20	13.81	10.36	7.97

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,710.84	3,095.08	4,035.92	5,218.57	6,553.94
营业成本	1,290.78	2,334.77	3,029.22	3,891.42	4,854.68
营业税金及附加	8.17	16.81	21.92	28.34	35.59
营业费用	107.51	187.40	244.36	315.97	396.82
管理费用	139.38	232.73	303.47	392.40	492.81
财务费用	13.82	4.52	14.69	26.08	24.93
资产减值损失	13.10	6.15	8.56	11.07	13.90
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	138.09	312.67	413.70	553.29	735.20
营业外收入	4.61	6.53	5.03	5.03	5.03
营业外支出	13.21	25.39	16.39	16.39	16.39
利润总额	129.49	293.81	402.34	541.93	723.85
所得税	15.82	43.64	60.07	80.91	108.07
净利润	113.67	250.17	342.27	461.02	615.77
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	113.67	250.17	342.27	461.02	615.77
EBITDA	187.70	353.38	483.49	644.57	837.34
EPS	0.95	1.54	2.11	2.84	3.79

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	108.90	28.28	288.12	390.01	529.62
净利润	113.67	250.17	342.27	461.02	615.77
折旧摊销	44.43	54.06	66.06	76.76	87.62
财务费用	13.78	5.51	15.09	25.88	25.88
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-70.45	-288.58	-142.52	-182.99	-211.40
其它	7.47	7.12	7.21	9.35	11.76
投资活动现金流	-103.43	-348.42	-122.29	-138.36	-158.77
资本支出	-140.70	-356.84	-122.29	-138.36	-158.77
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	37.27	8.42	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	21.99	361.85	-226.44	-25.88	-25.88
吸收投资	0.00	576.78	0.00	0.00	0.00
借款	39.60	-182.05	600.00	0.00	0.00
支付利息或股息	17.61	20.02	826.44	25.88	25.88
现金净增加额	27.46	41.70	-60.61	225.78	344.98

研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

付盛刚，汽车行业研究助理，先后服务于上汽集团、吉利汽车等知名汽车制造商，7 年战略研究、市场研究、产品规划工作经历，2017 年 6 月加入信达证券，从事汽车行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。