

轻量化NVH双剑合璧，底盘业务成燎原之势

——拓普集团（601689）深度报告

2018年08月01日

强烈推荐/首次

拓普集团 深度报告

报告摘要：

拓普集团是汽车 NVH（减震、隔音等）及铝合金底盘轻量化零部件的国产龙头，近年凭借在吉利、通用业务中的出色表现发展迅速。公司 2017 年营收 51 亿，同比增长 29.3%，净利润 7.38 亿元，同比增长 20%，净利润率 14.5%；2018 年一季度营收同比增长 28.4%，净利润 1.99 亿元，同比增长 15.5%，净利润率 13.3%。近年毛利率保持在 28% 到 32% 之间。

我们认为：公司未来的业务增长和盈利能力此前被明显低估

- ◆ 公司将成为铝合金底盘轻量化领域的佼佼者。底盘属于簧下质量，轻量化收益是车身等簧上质量的 5-15 倍。公司底盘轻量化三箭齐发（控制臂、转向节和副车架），控制臂已成龙头，难度最大的副车架也已量产，国内领先。公司轻量化业务良好契合了整车厂在“双积分”和新能源续航里程压力下的轻量化及国产替代需求，预计未来 3 年 CAGR 将达到 72%。
- ◆ 减震与铝合金等底盘产品线形成合力。公司的底盘减震（衬套）产品、铝合金轻量化产品和新收购的高强度钢控制臂产品能够灵活组成多种总成件，满足不同客户的需要，大大增加了公司未来赢取订单的几率。
- ◆ 公司与近年销量较为强势的吉利、上汽、上汽通用和通用全球密切合作，连续获得大平台的配套资格，2019 年营收将大幅增长。同时，新能源车型对 NVH 要求并未降低，公司主要客户的新能源车型销量增长迅速。
- ◆ 汽车电子方面：电子真空泵（EVP）与智能制动助力器（IBS）形成前后接力。EVP 匹配纯电和增压车型，已进入多个主流整车平台，今年将迎来显著增长；IBS 则是 ADAS 中最为重要的一环，研发正在稳步推进。

盈利预测及投资评级： 预计 2018 年-2020 年营业收入分别为 68 亿元、84 亿元和 105 亿元，归母净利润为 9 亿元、12.9 亿元和 16.2 亿元；EPS 为 1.24 元 1.78 元和 2.23 元，对应 PE 为 15.4、10.7 和 8.6；当前股价有 56% 的上升空间。给予 6 个月目标价 29.68 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示： 主要客户整车销量不及预期；原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,937.72	5,090.22	6,766.42	8,420.56	10,509.7
增长率（%）	30.94%	29.27%	32.93%	24.45%	24.81%
净利润（百万元）	615.68	740.49	905.59	1,298.86	1,626.69
增长率（%）	50.27%	20.27%	22.30%	43.43%	25.24%
净资产收益率（%）	18.26%	11.41%	12.77%	15.92%	17.37%
每股收益（元）	0.95	1.06	1.24	1.78	2.23
PE	20.09	18.01	15.39	10.73	8.57
PB	3.68	2.15	1.97	1.71	1.49

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52 周股价区间（元）	19.09-30.82
总市值（亿元）	138.89
流通市值（亿元）	46.62
总股本/流通 A 股（万股）	72758/24421
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.73

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 厚积薄发的 NVH 与轻量化零部件制造商	6
1.1 减震、内饰与铝合金控制臂的国产龙头	6
1.2 减震与内饰借吉利通用之势，轻量化及电子乘节能减排东风	8
1.3 大股东专注制造业	10
2. 铝合金轻量化零部件：控制臂转向节副车架三箭齐发	11
2.1 控制臂：牢固把握龙头地位，受益悬架升级	11
2.1.1 吉利通用特斯拉，铝控制臂进万家	14
2.1.2 铝合金控制臂是最为灵活的底盘轻量化应用	15
2.1.3 收购福多纳紧随吉利步伐	16
2.2 转向节：底盘轻量化性价比最高领域，量产在即	17
2.3 副车架：挑战底盘轻量化高峰，提升企业段位	19
2.4 开拓其他底盘、车身结构件	20
3. NVH 减震及内饰业务：新能源，新机遇	23
3.1 衬套：能屈能伸，1+1>2	24
3.1.1 受益多连杆替代扭力梁，衬套市场容量增大	25
3.1.2 衬套业务可以提升配套灵活性	26
3.2 悬置：新能源与三缸机增加市场容量，中低端橡胶产品地位稳固	27
3.2.1 混动与双电机车型促使悬置市场容量增大	27
3.2.2 公司主打的传统橡胶与液压悬置契合新能源车需求	28
3.3 内饰：纯电动车绝非不需要隔绝噪音	29
4. 通用吉利大订单将从下半年到 2019 年将逐步放量	30
5. 纯电动、涡轮增压、ADAS——机电业务紧随热点	32
5.1 EVP 业务乘新能源与涡轮增压普及东风	32
5.2 IBS 与 EVP 接力形成完善的智能制动助力方案	34
6. 持筹握算，经营水平稳步提高	35
6.1 灵活操作有效化解上下游价格压力	35
6.2 橡胶与纤维价格下行，铝价平稳利于控制成本	37
6.3 投资与债务策略偏向激进但完全可控	38
7. 盈利预测	39
8. 估值与投资评级	41
9. 风险提示	42

表格目录

表 1：控制臂铝合金轻量化投入产出对比	12
表 2：2017 年款中采用了铝控制臂的主要国产车型情况	13
表 3：吉利与上汽通用的铝合金底盘零部件应用情况	14
表 4：各种悬架的控制臂用量	15

表 5: 当前市场上主要的三缸发动机车型	28
表 6: 公司内饰零部件的生产布局	29
表 7: 拓普集团主营业务在主要整车厂的布局情况	30
表 8: 涡轮增压、新能源车型对 EVP 市场容量的贡献	33
表 9: 各种制动助力系统的典型应用场景	34
表 10: IBS 主要特性	34
表 11: 拓普集团营运能力变化趋势	36
表 12: 公司与可比上市公司的估值对比	42
表 13: 公司盈利预测表	43

插图目录

图 1: 公司主要客户	6
图 2: 公司主营业务 2017 年营收分布	7
图 3: 公司近年营收及变化趋势	7
图 4: 公司近年毛利、毛利率及变化趋势	7
图 5: 公司近年净利润、净利润率及变化趋势	8
图 6: 公司减震产品线在乘用车上的应用	8
图 7: 公司内饰产品线在乘用车上的应用	9
图 8: 公司铝合金底盘轻量化产品	10
图 9: 公司主营业务的营业额增长趋势	10
图 10: 公司股权结构	11
图 11: 汽车簧下质量与簧上质量	11
图 12: 铝控制臂业务营收、增速及毛利率	12
图 13: 铝合金控制臂市场容量预测	13
图 14: 拓普集团铝合金控制臂业务营收预测	14
图 15: 国内乘用车后轴多连杆与扭力梁悬架的份额变化	15
图 16: 福多纳营业额及净利率	16
图 17: 收购福多纳后, 拓普集团铝与钢控制臂的市场份额	16
图 18: 转向节与控制臂的制造工艺	17
图 19: 伯特利客户分布	18
图 20: 拓普集团客户分布 (按应收账款估计)	18
图 21: 拓普转向节营业额预测及铝合金转向节渗透率预测	19
图 22: 铝合金副车架	19
图 23: 吉利博瑞 GE 铝合金后副车架	20
图 24: 比亚迪唐铝合金后副车架	20
图 25: 拓普铝合金底盘件产品	21
图 26: 特斯拉 Model 3 分季度销量及预测	21

图 27: 中国新能源车销量及公司轻量化结构件销售额预测.....	21
图 28: 车身结构件中不同种类钢材、铝材的应用	22
图 29: 车身结构件——纵梁.....	22
图 30: 车身结构件——B 柱.....	22
图 31: 平均燃料消耗积分——2017 年负分前十的整车厂	22
图 32: 国内乘用车减震和内饰零部件市场容量.....	23
图 33: 拓普集团减震和内饰零部件的市场占有率	23
图 34: 拓普集团减震与内饰业务增长预测	24
图 35: 拓普集团衬套产品	24
图 36: 衬套在车辆上的应用	24
图 37: 国内乘用车后轴多连杆与扭力梁悬架的份额变化.....	25
图 38: 铝合金轻量化零部件与减震零部件的配套情况.....	26
图 39: 公司悬置产品	27
图 40: 双电机电动车——特斯拉 Model S 的悬置位置.....	28
图 41: 传统车与电动车的 NVH 关注点对比	29
图 43: 别克新凯越.....	31
图 44: 别克 GL6	31
图 45: 通用 GEM 平台生命周期销量预测	31
图 46: 涡轮增压、新能源车型数量及 EVP 普及率	32
图 47: 公司电子真空泵营业额与市场份额趋势.....	33
图 48: 2016 年以来单季度营收、毛利率与净利率	36
图 49: 2016 年以来单季度营收季节性变化	36
图 50: CFO 与经营性净利润的比率.....	36
图 51: 橡胶与纤维价格变动趋势.....	37
图 52: 国内电解铝产能利用率及富余	38
图 53: 铝合金与钢铁原材料价格指数对比	38
图 54: 公司资产负债率与现金流量利息保障倍数	38
图 55: 历年现金流量利息保障倍数横向比较	38
图 56: 经营与融资现金流金额之和与新增资本投资之比（纵向对比）	39
图 57: 经营与融资现金流金额之和与新增资本投资之比（横向对比）	39
图 58: 公司各产品线营业额预测.....	39
图 59: 公司各产品线营业额份额预测.....	40
图 60: 公司各产品线毛利率预测.....	41

投资概览

基于以下原因, 我们认为拓普有能力获取**超出此前市场预测的业绩**:

- ◆ “双积分”与新能源双重助攻, 铝合金底盘轻量化零部件将迎来爆发

预计 2017-2020 铝合金轻量化业务 (控制臂、转向节和副车架) 营收 CAGR 为 72%。当前轻量化水平不满足国家 2020 年油耗降低到 5L/100km 的要求。公司的底盘轻量化主打产品——铝合金控制臂能够非常好地契合整车厂在“双积分”的驱使下, 大力采用铝合金替代钢铁材质底盘零部件, 以及铝合金轻量化国产替代的趋势。

公司主营的底盘零部件是轻量化性价比最高的细分领域之一, 同等幅度轻量化的收益是车身和覆盖件的 5-15 倍。我们评估公司铝合金控制臂业务在国内市场的份额已超过 30%。在控制臂大获成功的基础上, 公司将在今年投产两款铝合金底盘零部件——转向节和副车架。二者有望在底盘轻量化领域再立新功, 公司 2019、2020 年的业绩将大幅受益。

- ◆ 底盘业务多点开花, 渐成燎原之势

公司的底盘产品之间可以形成种类繁多的总成件, 大大增加了公司向整车厂客户争取新业务时的竞争力和灵活性。公司的底盘零部件业务已经从原先孤立的衬套和悬置, 发展到衬套+铝合金控制臂总成, 再到现在的衬套、铝合金控制臂\转向节\副车架、悬置以及底盘\车身结构件、电子真空泵 (EVP)。未来还有 IBS 计划投入量产。

- ◆ 新能源车沃土将助力 NVH 零部件发新芽

纯电动车对 NVH (噪音、抖动与平顺性, 下同) 零部件 (如拓普主打的减震、内饰功能件) 提出了新的要求, 电动车的快速推广为 NVH 类零部件的开发提供了新的机遇。

纯电动车没有发动机, 并不意味着对 NVH 零部件的要求可以放松。相反, 之前被发动机噪音所掩盖的风噪和胎噪成为了隔音方面的棘手问题。一些发动机之外的零部件成为了纯电动车的噪音“主唱”, 并且频率成分复杂, 比发动机噪音更加难以处理。

公司是国内 NVH 零部件龙头, 在电动车型较为强势的吉利、上汽通用、上汽乘用车均有广泛布局, 是蔚来汽车的合作伙伴, 同时借助铝合金结构件项目切入特斯拉 Model 3。公司积累了丰富的电动车配套经验, 有望借电动车 NVH 的新机遇引领市场。

- ◆ 主要客户中吉利通用上汽持续强势, 特斯拉 Model 3 即将步入正轨

根据公司 2017 年年报, 公司主要客户为吉利汽车、上汽通用、上汽乘用车、长安福特、通用全球以及沃尔沃。其中除了长安福特之外, 其余整车厂近年销量增速都高于乘用车平均水平, 且近年连续迎来强势产品周期。

同时, 特斯拉宣布二季度最后一周 Model 3 的产量已经接近 6000 台, 这预示着该车型的量产即将步入正轨。公司作为特斯拉铝合金结构件的供应商, 预计 2019 年销售额接近 2 亿。未来受特斯拉订单示范效应的影响, 相关铝合金结构件的爆发可期。

1. 厚积薄发的 NVH 与轻量化零部件制造商

1.1 减震、内饰与铝合金控制臂的国产龙头

公司主要从事汽车零部件的研发、生产与销售，致力于减震降噪、舒适性控制、轻量化以及智能驾驶。公司是 NVH 零部件与底盘轻量化零部件领域的国产龙头。减震和内饰功能件销量稳居国内品牌前两位。

公司在汽车 NVH 领域的技术及研发水平位居国内前列。在按图加工的基础上，公司具备整车同步研发能力。公司成为了国内较早进入全球整车配套零部件采购体系的自主品牌汽车零部件生产企业，先后进入通用汽车、克莱斯勒、奥迪、宝马、吉利和沃尔沃等知名汽车制造商的全球研发体系及零部件采购体系，逐渐成长为面向国际、国内两个市场，专业化和规模化的汽车零部件系统集成供应商。

公司目前的主要客户中，包含了吉利汽车、上汽通用、通用全球以及上汽乘用车等近年传统燃油车和新能源车销量都极为强势的车企。铝合金轻量化零部件方面，公司与特斯拉和蔚来等新型车企开展了广泛的合作，多个项目步入量产。同时，公司与法雷奥、采埃孚和麦格纳等系统供应商建立了广泛的合作关系。

图 1：公司主要客户



资料来源：公司官网；东兴证券研究所

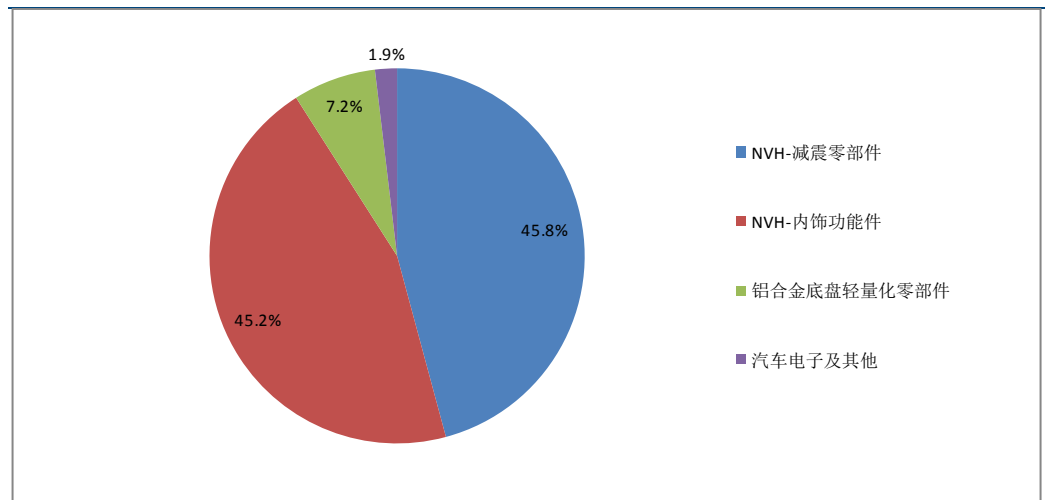
公司产品包括减震零部件、内饰功能件（隔音隔热零部件）、铝合金底盘轻量化零部件以及汽车电子四部分：

- ◆ **减震零部件**：隔离来自汽车零部件和路面的振动，提升驾乘舒适性

- ◆ **内饰功能件**: 隔离来自汽车内外部的噪音和热源, 提升驾乘舒适性
- ◆ **铝合金底盘轻量化零部件**: 包括铝合金控制臂、转向节和副车架等底盘零部件, 起到提升燃油经济性以及车辆操控性能的作用。**底盘零部件的轻量化收益远高于车身及其他零部件。公司专注底盘多年。随着“双积分”的落地和新能源车续航里程痛点的显现, 我们认为公司铝合金底盘件的 3 年 CAGR 将达到 72%。**
- ◆ **汽车电子**: 包括电子真空泵(EVP)和智能制动助力器(IBS), 广泛应用于新能源车型和涡轮增压车型, 是实现 ADAS 乃至智能驾驶的重要前提

公司 2017 年实现营收 51 亿元, 其中减震零部件业务为 23.3 亿元, 占比为 45.8%; 内饰零部件业务为 23 亿元, 占比为 45.2%; 铝合金底盘轻量化零部件业务为 3.6 亿元, 占比为 7.2%; 汽车电子及其他业务为 1 亿元, 占比为 1.9%。

图 2: 公司主营业务 2017 年营收分布



资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

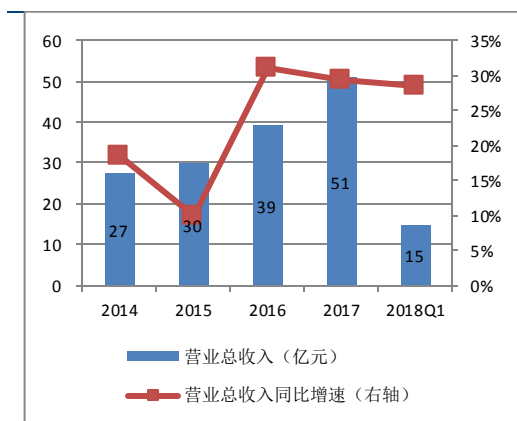
公司近年发展迅速, 营收与净利润均保持增长态势。2017 年营收 51 亿元, 同比上升 29.3%, 净利润 7.38 亿元, 同比增长 20%, 净利润率 14.5%; 2018 年一季度营收同比上升 28.4%。净利润 1.99 亿元, 同比增长 15.5%, 净利润率 13.3%。在不断增加产能的同时, 公司毛利率较为稳定, 近年一直保持在 28%到 32%之间。

公司营收与净利润增速持续远超行业平均水平的原因有:

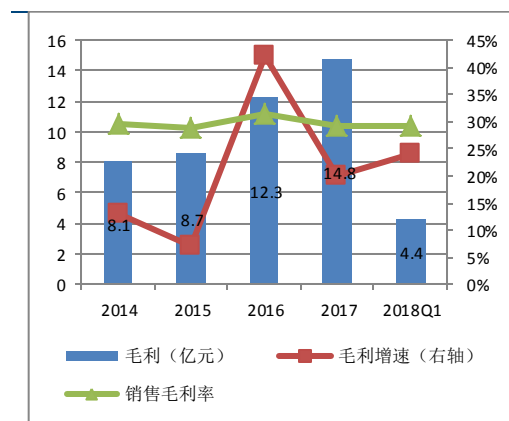
- ◆ **主营业务 (减震、内饰功能件、铝合金轻量化零部件) 产品谱系不断拓宽**
- ◆ **主要客户 (吉利、通用、上汽乘用车) 连续迎来强势产品周期且车型升级, 对公司高单价产品的需求不断涌现**

图 3: 公司近年营收及变化趋势

图 4: 公司近年毛利、毛利率及变化趋势

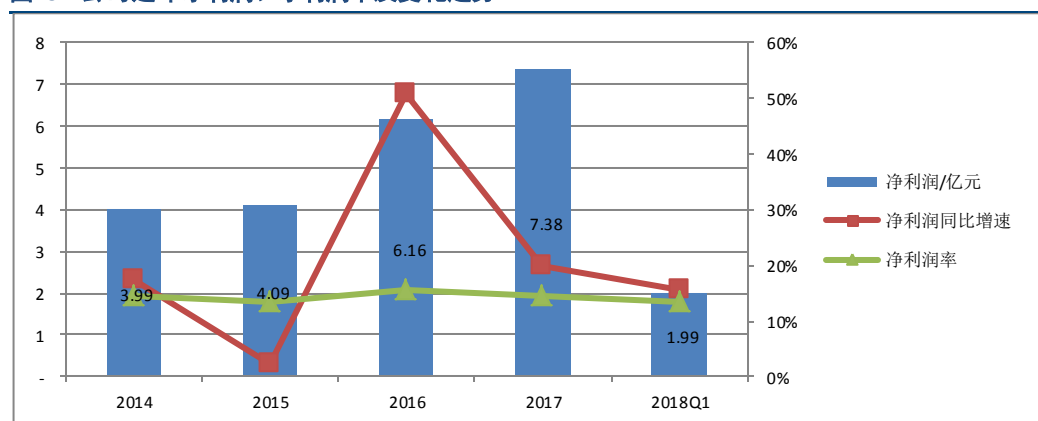


资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所



资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

图 5: 公司近年净利润、净利润率及变化趋势

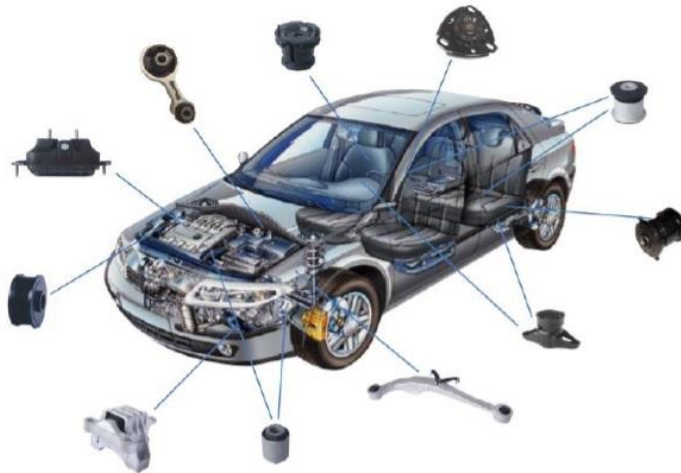


资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

1.2 减震与内饰借吉利通用之势, 轻量化及电子乘节能减排东风

公司的减震产品线主要包括多种衬套、悬置, 以及扭震及金属橡胶件。这类零部件用于多种系统之间, 隔绝振动的不良影响。公司主要作为一级供应商直接向整车厂供货, 少部分产品作为二级供应商供给系统供应商。2017 年公司减震产品线增长了 13.5%。公司先前赢得的通用 GEM 平台业务已有一些车型量产, 2019 年将全面进入市场, 届时公司减震产品营销将迎来爆发, 未来 3 年 CAGR 预计为 23%。同时公司铝合金轻量化产品连续保持四成以上增速, 这些产品都需要减震产品相连, 将对减震产品的营销起到显著的提振作用。

图 6: 公司减震产品线在乘用车上的应用



资料来源: 公司招股说明书; 东兴证券研究所

公司的内饰功能件产品线主要包括内饰件、行李箱饰件和多种隔音隔热垫。公司隔音产品的纵向一体化程度高, 能够生产部分原材料。随着配套的一批优势车型步入量产, 这部分业务2017年大增了45%。目前公司隔音产品已经覆盖了吉利汽车的多数车型, 随着吉利汽车连续迎来强势产品周期, 隔音业务的未来可期。

图 7: 公司内饰产品线在乘用车上的应用



资料来源: 公司招股说明书; 东兴证券研究所

公司的铝合金底盘轻量化产品主要包括控制臂、副车架以及转向节。相比于车身等其他部位的轻量化, 底盘的轻量化收益为 5~15 倍, 性价比非常高。这部分业务 2017 年大增了 45%。铝合金转向节和副车架业务将在 2018 年内陆续量产, 继续增厚公司轻量化产品线。未来随着国家 2020 年 5L/100km 油耗要求的逼近, 以及吉利、通用旗下车型的放量, 铝合金产品营收增速将保持在高位, 3 年 CAGR 预计为 72%。

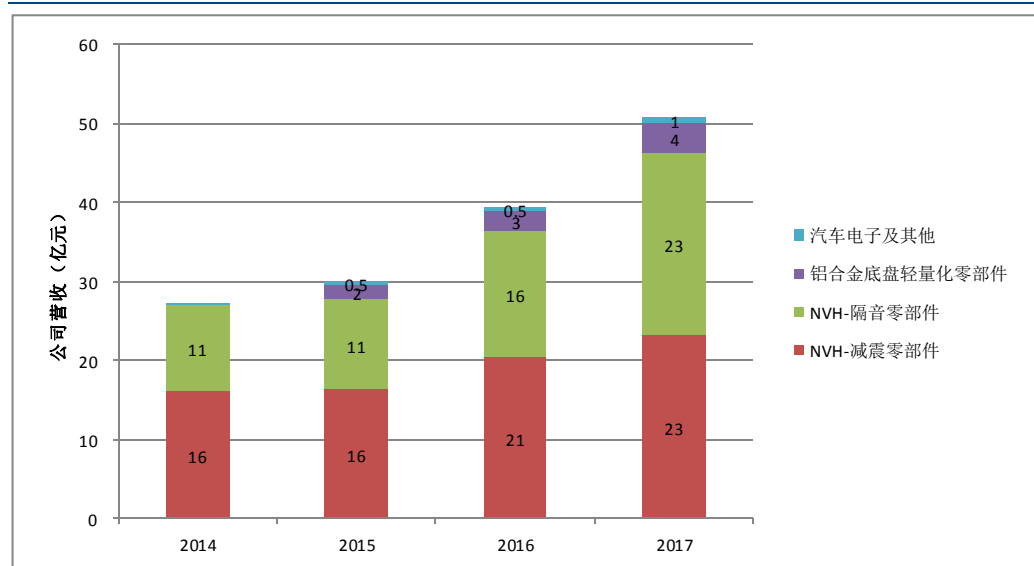
图 8: 公司铝合金底盘轻量化产品



资料来源: 公司官网; 东兴证券研究所

公司的汽车电子业务主要包括解决纯电动车及涡轮增压车型制动真空源不足的电子真空泵 (EVP), 以及将在智能驾驶中发挥重要作用的智能制动助力器 (IBS)。其中 EVP 业务已经在多个车型中量产, 2018-19 年业务规模将显著扩大。IBS 业务已经开始与整车厂合作, 正在多方协同开发中。随着 ADAS 需求的不断提升, IBS 业务的未来需求非常乐观。

图 9: 公司主营业务的营业额增长趋势

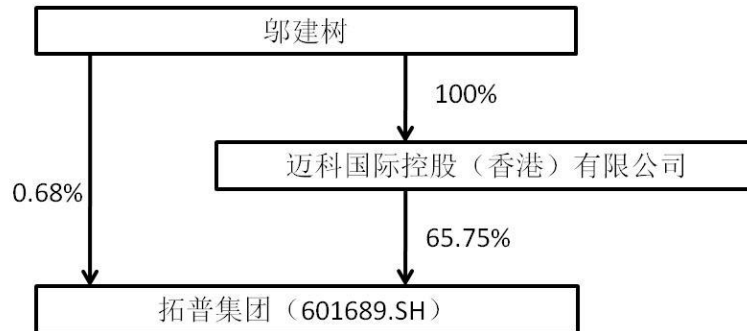


资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

1.3 大股东专注制造业

公司股权清晰, 大股东为中国香港公民邬建树先生。邬先生通过其全资控股的迈科香港公司持有公司 65.75% 的股权, 另外个人持有公司 0.68% 的股权。邬先生担任多个公司的法定代表人, 其中绝大多数属于汽车零部件制造业。

图 10: 公司股权结构



资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

2. 铝合金轻量化零部件: 控制臂转向节副车架三箭齐发

底盘是现阶段最重要的轻量化领域。底盘轻量化带来的油耗和操控收益远超同等幅度的其他零部件轻量化。底盘主要属于簧下质量(Unsprung weight), 同等幅度簧下质量轻量化的效用是簧上质量(Sprung weight, 如车身)轻量化的 5-15 倍, 相当于运动员卸下了绑在腿上的沙袋。

图 11: 汽车簧下质量与簧上质量

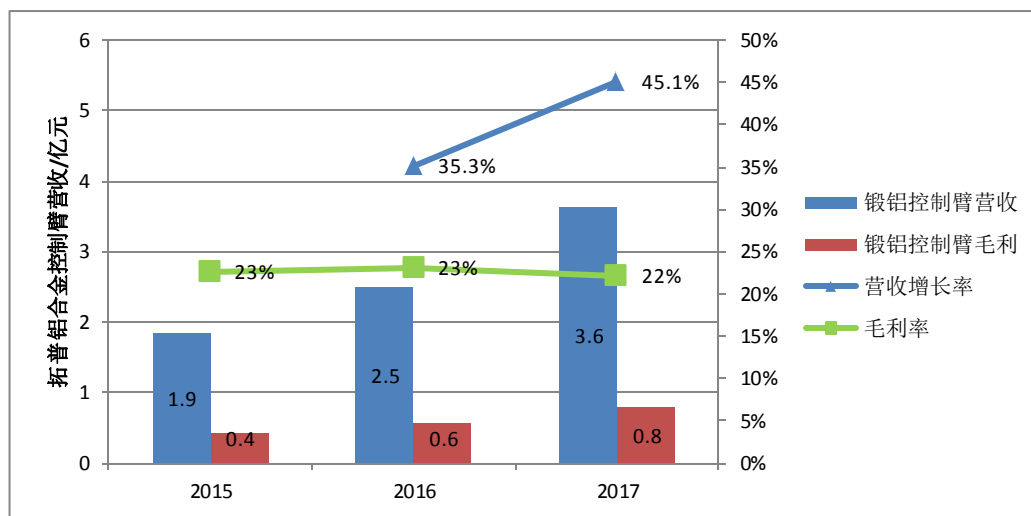


资料来源: www.classicindustries.com; 东兴证券研究所

2.1 控制臂: 牢固把握龙头地位, 受益悬架升级

公司是铝合金控制臂(包括叉臂、连杆等结构和功能近似的零部件, 下同)龙头。从 2015 年开始批量供货以来, 准确把握了国内乘用车企轻量化的趋势, 业务增长迅速。公司控制臂业务营业额 CAGR 达到 40%, 显著高于行业增速, 也高于公司其他业务平均增速。

图 12：铝控制臂业务营收、增速及毛利率



资料来源：公司年报；东兴证券研究所

在汽车各个系统的轻量化中，铝控制臂具有巨大的性价比优势。控制臂属于汽车簧下质量，簧下质量的轻量化收益是簧上质量（车身结构件、覆盖件等）的 5-15 倍。因此，控制臂是底盘轻量化的重要领域之一。把一辆汽车中全部的钢铁材质控制臂换成铝合金，单车成本上升约 447 元。然而根据我们的评估，由于单车可以减重约 13kg，油耗可以降低 0.33L/100km。按照每年行驶 1.5 万公里计算，仅此一项每年可以节油 50L，约合 350 元。在车辆生命周期中，由于燃油节省而带来的收益为 2718 元，轻量化的投入产出比为 6.1。而采用同样的指标考察全铝车身，投入产出比仅为 0.5。铝合金控制臂的性价比是全铝车身的 12 倍。

表 1：控制臂铝合金轻量化投入产出对比

	钢材	铝合金
单个零部件重量/kg	8.2	4.9
单车用量	4	4
原材料单价/元	10	39.5
单车零部件价格/元	327	774
成本上升/元	-	447
单车减重/kg	-	13.1
簧下质量等效减重/kg	-	65.3
油耗降低/(L/100km)	-	0.33
生命周期燃油费用降低折现/元	-	2718
全周期边际投入产出比（生命周期油费降低/零部件成本上升）	-	6.1

资料来源：东兴证券研究所

国内乘用车市场 2017 年款车型中控制臂渗的透率仅为 7%，未来存在的巨大的空间。根据我们的草根调研，豪华车型的铝合金控制臂渗透率较高，达到 48%，奔驰、宝

马与奥迪的大多数国产车型中都不同程度地使用了铝合金控制臂。然而普通车型中铝合金控制臂的渗透率仅为 3%，但是我们注意到应用了铝合金底盘零部件的普通品牌车型基本都是各品牌的销量主力或旗舰车型，如博瑞之于吉利，英朗之于别克，锐界之于福特等。考虑到示范效应，铝合金的推广速度加快可期。

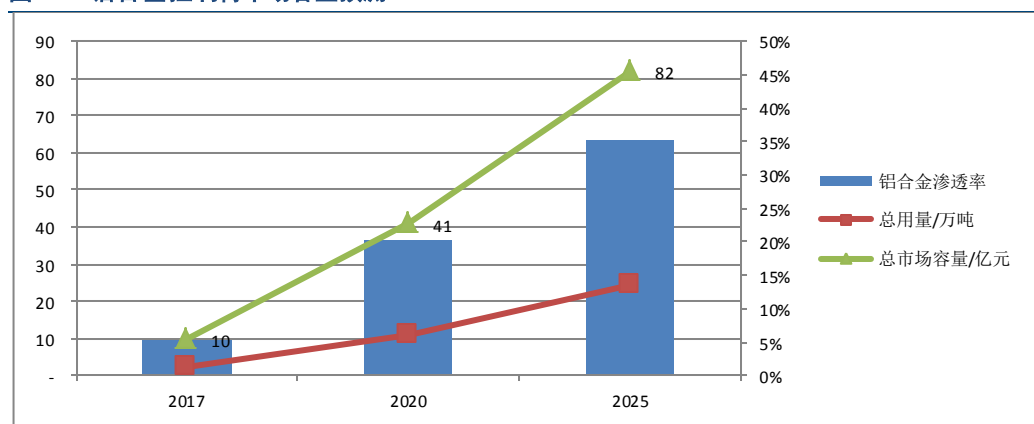
表 2：2017 年款中采用了铝控制臂的主要国产车型情况

分类	车型	2017 年销量	前控制臂	后控制臂	备注
豪华品牌车型	奥迪 A6L	141788	铝合金	铝合金	
	奔驰 C 级	128331	铝合金	部分铝合金	
	宝马 3 系	123692	铝合金	钢铁	
	奥迪 Q5	123494	铝合金	铝合金	
	宝马 5 系	120985	铝合金	钢铁	
	奥迪 A4L	117868	铝合金	部分铝合金	
	奔驰 E 级	112513	铝合金	部分铝合金	
	奔驰 GLC 级	110500	铝合金	部分铝合金	
	凯迪拉克 XT5	92997	钢铁	钢铁	
	宝马 X1	91298	部分铝合金	钢铁	
	奥迪 Q3	84956	铝合金	钢铁	
	奥迪 A3 Sportback	83898	部分铝合金	钢铁	
普通品牌车型	别克英朗	416990	部分铝合金	钢铁	品牌销量担当
	福特锐界	106956	钢铁	部分铝合金	品牌旗舰 SUV
	吉利博瑞	42758	铝合金	铝合金	品牌旗舰轿车

资料来源：东兴证券研究所

我们预计到 2020 年，单车铝合金控制臂的平均用量将从现在的 1.1kg 提升到 4kg，并在 2025 年进一步提升到 6.9kg。按照豪华车份额到 2025 年提升到 15% 的预计，届时将对应 24 万吨的铝合金用量，以及 82 亿的市场容量。相对 2017 年，市场容量的绝对增量为 72 亿元，CAGR=30%。

图 13：铝合金控制臂市场容量预测



资料来源：东兴证券研究所

拓普作为细分领域国产龙头, 控制臂业务有望获取更高的增速。

2.1.1 吉利通用特斯拉, 铝控制臂进万家

按照应收账款计算, 公司客户中吉利汽车和上汽通用的份额明显高于其他客户, 合计占应收账款总量的 57%。因此我们分析吉利和上汽通用也是公司铝合金控制臂业务最重要的客户。两家旗下车型 2017 年款的铝合金底盘零部件应用情况为:

表 3: 吉利与上汽通用的铝合金底盘零部件应用情况

整车厂	车型	控制臂	转向节	副车架	2017 年销量	备注
吉利	博瑞	部分铝合金	铸铁	钢材	42,758	
	博瑞 GE	部分铝合金	铸铁	部分铝合金	N/A	2018 新车型, 吉利轿车旗舰
	领克 01	钢材	铝合金	钢材	18,692	2017 新车型
上汽通用	领克 02	钢材	铝合金	钢材	N/A	2018 新车型
	别克英朗	部分铝合金	部分铝合金	钢材	416,990	换代后铝合金用量上升
	别克威朗	部分铝合金	铸铁	部分铝合金	186,438	2015 新车型
	别克昂科威	钢材	铝合金	钢材	233,160	
	别克君越	钢材	铝合金	钢材	100,873	
	别克君威	钢材	铝合金	钢材	63,455	换代后铝合金用量上升
	凯迪拉克 XT5	钢材	铝合金	钢材	92,997	豪华车型
	凯迪拉克 CT6	铝合金	铝合金	铝合金	11431	豪华车型

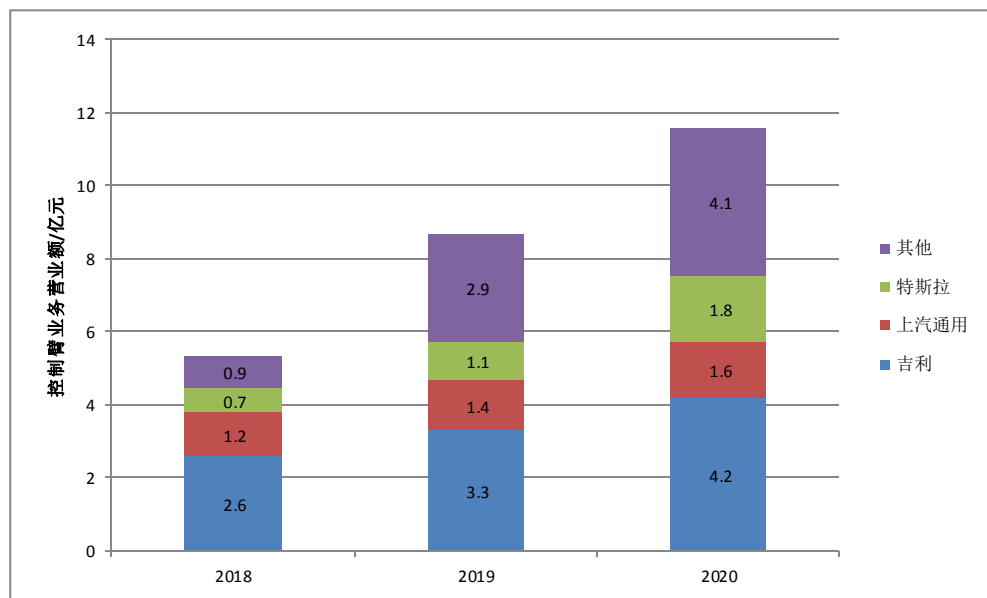
资料来源: 东兴证券研究所

我们注意到在吉利和上汽通用车型中:

- ◆ 新上市车型的底盘铝合金零部件用量大: 2018 年上市的吉利博瑞 GE 比之前吉利任何一款车的底盘铝合金零部件用量都大, 2015 年上市的上汽通用别克威朗的铝合金控制臂用量也大于之前别克所有车型
- ◆ 换代车型的底盘铝合金零部件用量增大
- ◆ 豪华车型底盘铝合金零部件用量明显高于普通车型

考虑到豪华品牌和普通品牌旗舰车型的示范效应, 我们认为拓普客户未来的铝合金控制臂渗透率将显著上升。拓普控制臂 2018-2020 年营收为 5.3/8.7/11.6 亿, CAGR=47%

图 14: 拓普集团铝合金控制臂业务营收预测



资料来源：公司年报；东兴证券研究所

2.1.2 铝合金控制臂是最为灵活的底盘轻量化应用

在各种悬架类型中，最方便进行铝合金控制臂轻量化替代是多连杆悬架，其份额近年不断上升。多连杆悬架主要分为独立的四根或五根控制臂，设计方可以把其中的一根或者几根设计成铝合金材质，灵活性很高。对成本顾虑较高的整车厂可以采用钢（铸铁）铝混合结构，分步进行轻量化。

控制臂主要应用在麦弗逊、双叉臂和多连杆三种悬架形式中。普通品牌小型车常用的扭力梁式非独立后悬架上没有控制臂。

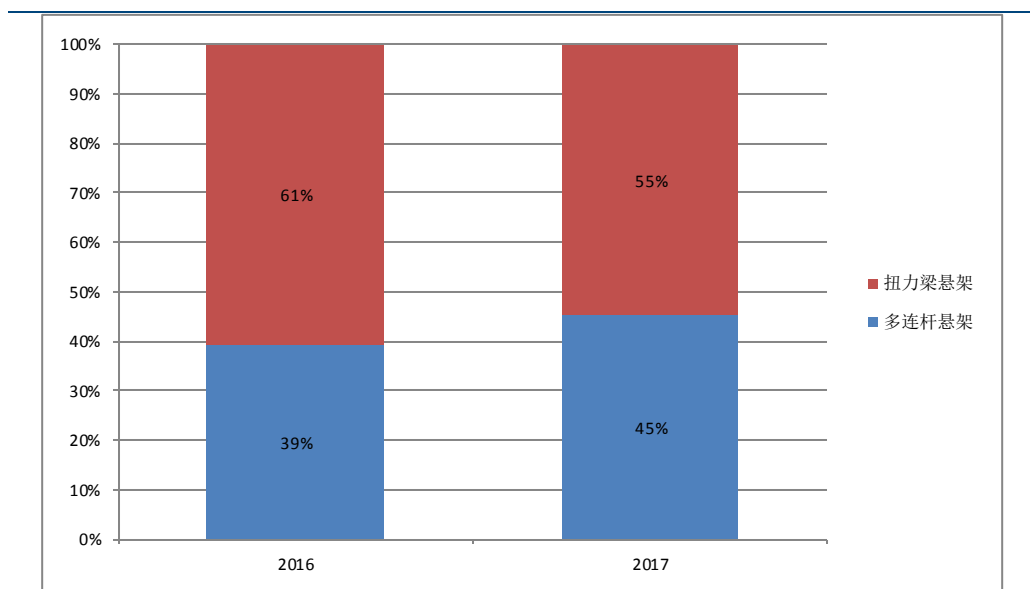
表 4：各种悬架的控制臂用量

				
悬架类型	麦弗逊	双叉臂	多连杆	扭力梁
每车轮控制臂数	1~2	2~3	4~5	0

资料来源：搜狐汽车；东兴证券研究所

随着消费升级的进行，普通品牌小型车的份额不断降低，配套的扭力梁悬架的份额也将进一步降低。其替代者——多连杆悬架的铝合金应用机会和灵活性都将更高。针对普通品牌车型的抽样调查发现，后悬架为多连杆式的比例已经从 2016 年的 39% 上升到 45%。

图 15：国内乘用车后轴多连杆与扭力梁悬架的份额变化



资料来源：搜狐汽车；东兴证券研究所

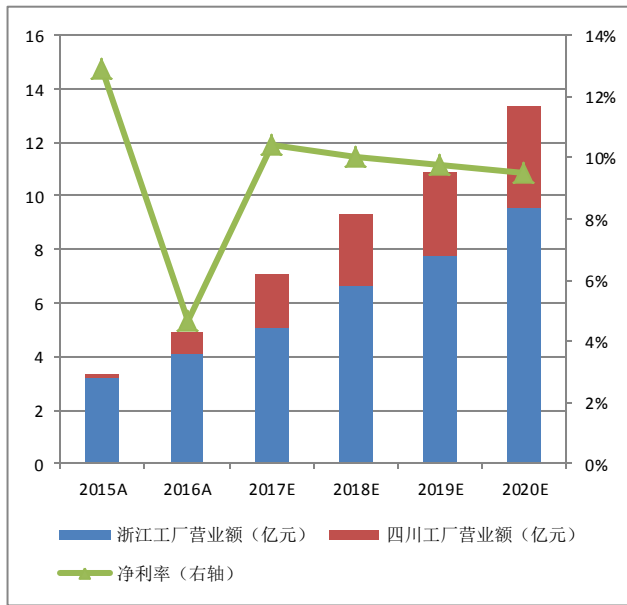
2.1.3 收购福多纳紧随吉利步伐

拓普集团 2017 年收购了高强度钢控制臂制造商——福多纳汽车底盘公司（分为浙江家力和四川福多纳两个公司，以下简称福多纳）。高强度钢是性价比仅次于铝合金的控制臂轻量化手段，优于铸铁材料。收购后公司在控制臂领域钢铝并举，铝合金控制臂在中高端市场上获取轻量化红利，钢制控制臂继续覆盖中低端市场，大幅增加了市场份额和话语权。

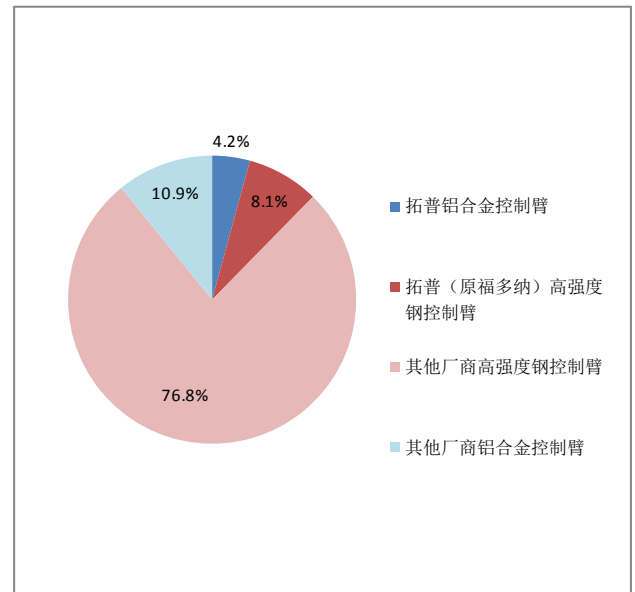
福多纳业务 70%集中于吉利汽车，对福多纳的收购将拓普控制臂业务的规模变为原来的约 3 倍，在控制臂市场的总份额（高强度钢+铝合金）从 4.2%扩大到了 12.3%。收购扩大了公司对下游的覆盖面，有利于未来获得更多控制臂业务，以及其他底盘业务。在产品升级和油耗标准趋严的背景下，我们认为公司对下游覆盖面的扩大非常有利于未来争取更多的铝合金轻量化业务。

图 16：福多纳营业额及净利率

图 17：收购福多纳后，拓普集团铝与钢控制臂的市场份额



资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所



资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

福多纳四川工厂供应吉利四川基地, 浙江工厂产品供应吉利浙江各个基地及其他客户, 有望与拓普集团在四川和浙江的工厂形成协同效应。

2.2 转向节: 底盘轻量化性价比最高领域, 量产在即

转向节业务在 2018 年内实现了从无到有, 2019 年起将给公司业绩带来显著贡献, 我们预测 2020 年营收将超过 4 亿。

转向节同样属于簧下质量, 也是乘用车轻量化性价比最高的领域之一。拓普集团已经与整车厂协同完成了铝合金转向节的开发工作, 产品有望年内量产。

随着轻量化的深入, 我们认为未来 3 年之内铝合金将在转向节上快速替代铸铁材料, 市场容量 CAGR 达到 20% 以上, 到 2020 年达到 60 亿。根据我们的调研, 当前乘用车市场中铝合金转向节的渗透率为 27%, 其中豪华车型渗透率已经达到了 93%, 普通车型 21%, 还存在巨大的提升空间。

拓普集团在铝合金控制臂领域广泛的布局有望增加其未来获取更多转向节订单的机会。铝合金转向节与控制臂的设计与制造过程有很多相似性:

图 18: 转向节与控制臂的制造工艺

铸造或锻造 (形成基本轮廓)

粗加工 (形成基本形状)

热处理 (提升强度)

精加工 (形成最终形状)

资料来源: 东兴证券研究所

此外, 转向节和控制臂可以通过衬套相连。整车厂将这几种零部件提供给同一个供应商, 可以减少不必要的消耗, 缩短零部件的开发周期。

针对铝合金转向节, 公司采用了差压铸造工艺, 相对于锻铝工艺, 具备低成本优势。公司还购买了奥地利菲尔的全自动生产线和德国巨浪的 5 轴加工中心, 实现转向节等高强度、高精密产品的生产及加工。

按单个铝合金轻量化转向节 2.5kg, 单车用 4 件, 单价 40 元计算, 转向节的单车价格为 400 元。相对于传统铸铁转向节, 重量减轻 40%, 售价为 2 倍左右。量产后可以显著提升公司的营收。

拓普未来在铝合金转向节领域的发展可以参照伯特利 (603596.SH)。伯特利的铝合金转向节业务在 2014 年量产以后, 2015-17 的营收 CAGR 达到了 100% 以上, 2017 年营收 5.3 亿, 我们评估其占据了 36% 的市场份额。

拓普集团从客户结构角度与伯特利相当, 公司总体规模大于伯特利。我们认为拓普的铝合金转向节项目量产后, 到 2020 年将有能力获取 5%~10% 的市场份额, 相关营收将超过 4 亿元。

图 19: 伯特利客户分布

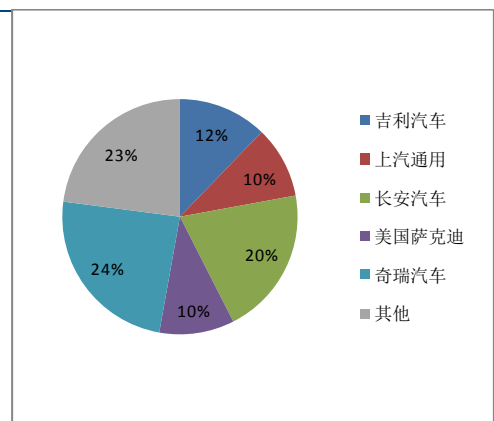
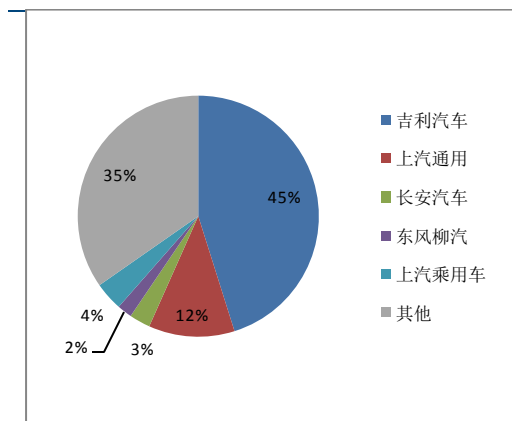


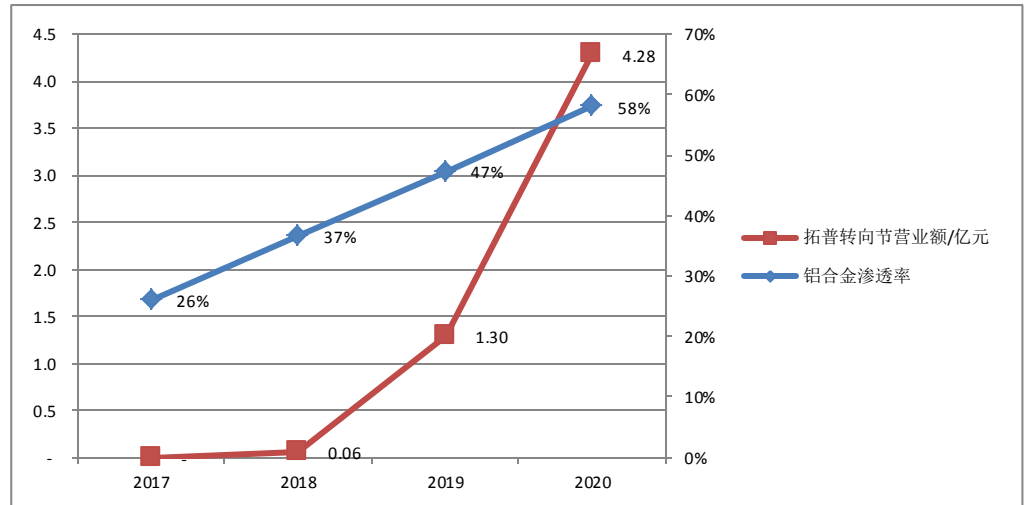
图 20: 拓普集团客户分布 (按应收账款估计)



资料来源: 伯特利 (603596.SH) 年报; 东兴证券研究所

资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

图 21: 拓普转向节营业额预测及铝合金转向节渗透率预测



资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

2.3 副车架: 挑战底盘轻量化高峰, 提升企业段位

公司铝合金副车架业务在 2018 年内实现了自主品牌零的突破, 2019 年起将与转向节一起给公司业绩带来显著增量, 我们预测 2020 年营收将超过 1.8 亿。

副车架是乘用车前后车桥的骨架和主要组成部分。悬挂和转向系统通过它与车身相连接, 相当于人的肩与髋关节。副车架能够阻隔振动和噪声, 减少其直接进入车厢的比例。传统上副车架由冲压钢材制成。随着铝合金加工和连接工艺的成熟, 钢制副车架可以用铝合金来替代。公司已经布局了铝合金副车架业务。

图 22: 铝合金副车架



资料来源: www.esctuning.com; 东兴证券研究所

副车架业务对于公司来说意义重大:

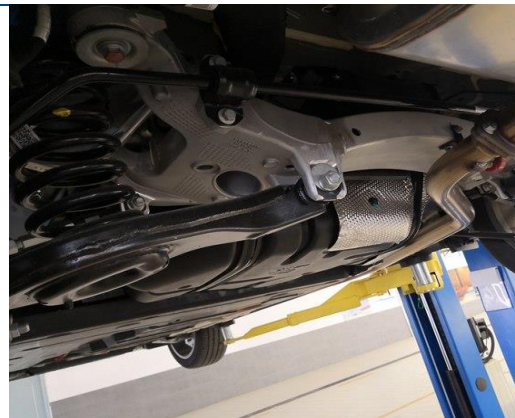
- ◆ 轻量化绝对收益最大：单个钢制副车架的重量为 15~25kg，采用铝合金材料制成的副车架，可以在原有基础上减重 40%。
- ◆ 连接公司多个产品线，形成协同作用，为客户提供全方位的底盘解决方案：副车架可以连接控制臂、衬套以及悬置等多种公司的其他业务线产品。一旦开发成功，公司将有能力为客户提供集成度更高，灵活性也更强的产品。

然而铝合金副车架也是结构最为复杂的一种，涉及多种成型以及连接工艺。因此目前铝合金副车架在国内乘用车市场的渗透率仅为 2.2%。然而，铝合金副车架在国内多种中高档车型上已经批量应用。随着底盘轻量化的深入，有望很快渗透到普通车型。

国内铝合金副车架的制造与应用环节主要都位于合资厂商。目前国内多数铝合金副车架厂商还处于开发阶段，真正量产的很少。国产合资品牌车型中，铝合金副车架应用于奔驰 GLC、宝马 5 系、奥迪 Q5 以及别克威朗，其供应商主要为 Chassisix 等跨国公司，以及上海皮尔博格（华域汽车的子公司）。

2018 年自主品牌在铝合金副车架上实现了零的突破。我们注意到 2018 年推出的吉利博瑞 GE（包括插电混动版）和比亚迪唐都采用了铝合金副车架，在实现了一定销量的自主品牌车型中的是为首次。

图 23: 吉利博瑞 GE 铝合金后副车架



资料来源：爱卡汽车；东兴证券研究所

图 24: 比亚迪唐铝合金后副车架



资料来源：爱卡汽车；东兴证券研究所

公司已经识别了副车架业务开发的关键点，并开始做对应的布局。副车架由于尺寸较大且形状不规则，通常需要供应商把工厂布局在整车厂附近。而公司拟在未来 5 年，继续投资 25 亿元，用于杭州湾、湘潭、西安三大底盘生产基地的建设。我们注意到这三个基地分别靠近吉利杭州湾基地、湘潭以及宝鸡基地，相信公司已经为未来量产时与整车厂的良好配合做了准备。

2.4 开拓其他底盘、车身结构件

公司在底盘领域布局广泛，已于 2016 年 8 月公告收到特斯拉 Model 3 底盘结构件的订单。根据公司官网公布的内容，公司已有开发和制造底盘支架零部件的能力。

图 25: 拓普铝合金底盘件产品

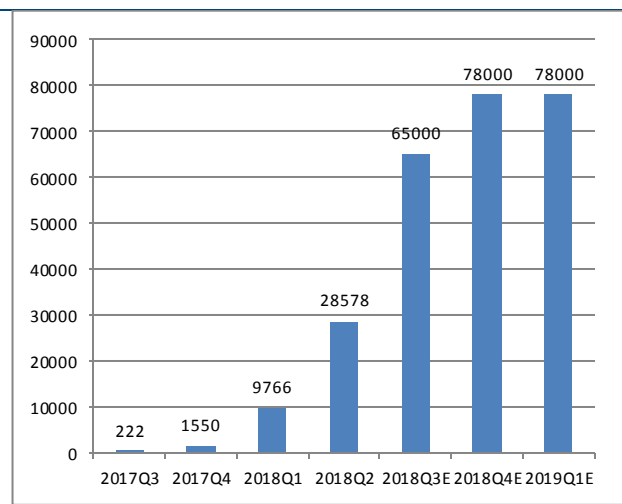


资料来源: 公司官网; 东兴证券研究所

该零部件的主要用途为增加相关结构的强度, 估计单件重量为 2 kg, 单车价值约 400 元。特斯拉 Model 3 目前已经进入到量产爬坡阶段, 6 月份最后一周的产量超过 5000 台, 产量约为一季度的 3 倍。我们预计年内 Model 3 可以交付约 18 万辆, 按拓普份额 50% 计算, 可以给拓普带来 3600 万元的新增营收。2019 年 Model 3 产销量预计可以达到 30 万辆, 拓普仅依靠该底盘零部件就可以获得约 6000 万元的营收。

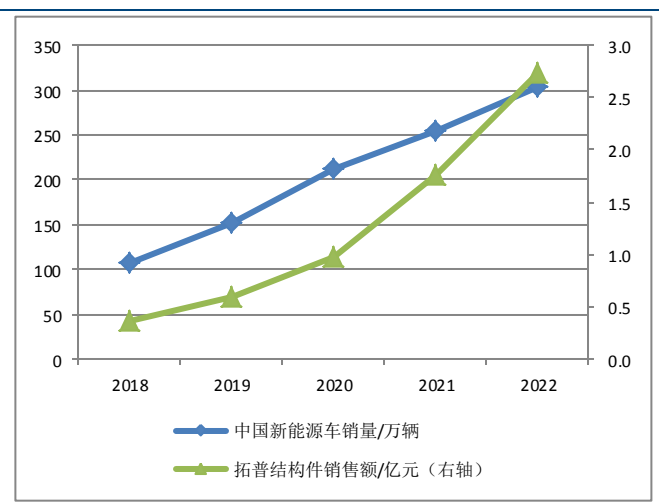
预计考虑到特斯拉品牌的定位以及良好的曝光率, 公司该类产品后续的营销将较有机会。我们预计 2018 年中国新能源车销量为 108 万台, 到 2022 年超过 300 万台, 届时公司底盘结构件的营销将达到 2.7 亿元左右。

图 26: 特斯拉 Model 3 分季度销量及预测



资料来源: 特斯拉 (TSLA); 东兴证券研究所

图 27: 中国新能源车销量及公司轻量化结构件销售额预测



资料来源: 东兴证券研究所

除此之外, 公司还计划向车身结构件进军。近年全铝车身由于性价比较低, 推进速度较慢。然而, 钢铝混合车身已经取得了可观的市场份额, 高强度钢在车身的关键受力部位应用广泛。

图 28: 车身结构件中不同种类钢材、铝材的应用



资料来源: 爱卡汽车; 东兴证券研究所

根据公司官网资料, 公司已经启动了多个车身零部件业务, 包括纵梁、B 柱。此类零部件的共性是采用热成型工艺制成, 对设备和工艺设定的要求非常高。

图 29: 车身结构件——纵梁



资料来源: 公司官网; 东兴证券研究所

图 30: 车身结构件——B 柱

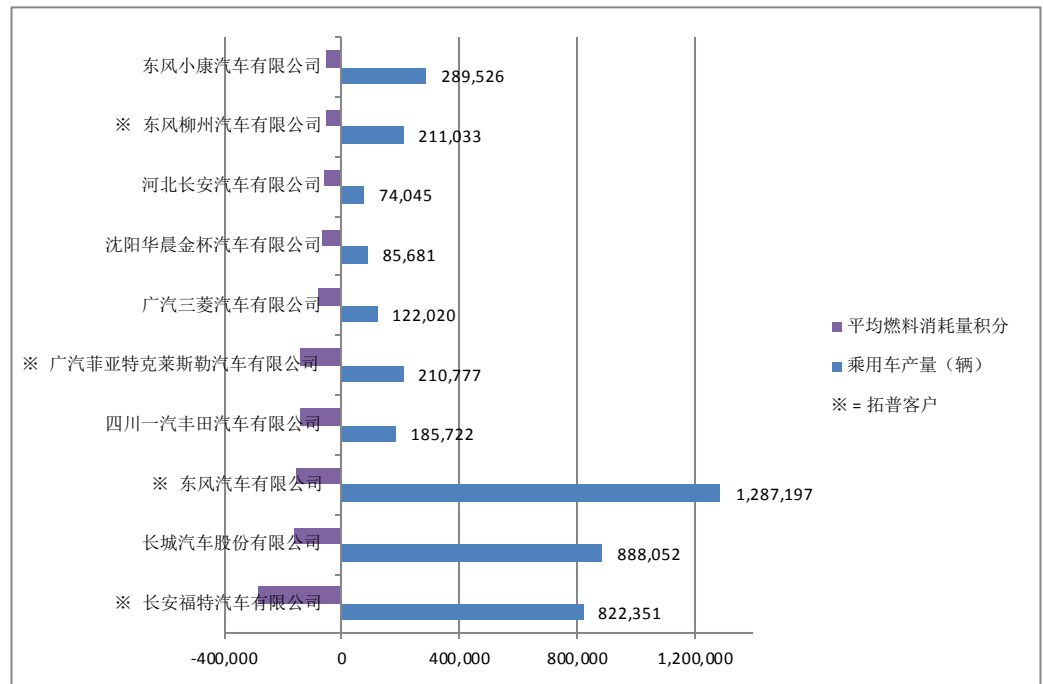


资料来源: 公司官网; 东兴证券研究所

高强度钢车身结构件开发成功后, 将成为公司业务新的增长点。

同时, 我们注意到多家拓普的客户在“双积分”中的油耗积分为负。按照工信部 2017 年的积分计算结果, 负分前 10 的整车厂中, 有 4 家都是拓普的客户。拓普客户的负分, 占全部负分的 50%左右。随着 2020 年更严格双积分标准的临近, 相比其他整车厂, 拓普的客户有更大的动力去加速实行轻量化。

图 31: 平均燃料消耗积分——2017 年负分前十的整车厂



资料来源: 工信部; 东兴证券研究所

3. NVH 减震及内饰业务: 新能源, 新机遇

NVH 零部件是拓普集团当前最主要的营收来源, 主要包括减震和内饰 (隔音) 两部分。减震业务 2017 年在公司营收的占比为 46%, 同比增加 14%; 同年内饰业务占比为 45%, 同比大增 45%。

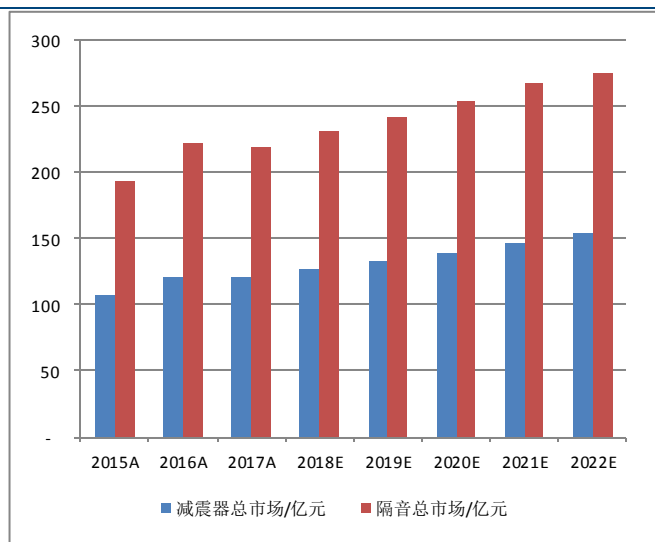
减震方面: 得益于通用大平台中各个车型的爬坡, 我们预计公司相关营收将于 2019 年下半年开始大幅上升, 到 2022 年达到 49 亿, CAGR 为 17%。

内饰方面: 公司紧随一流车企, 主要客户销量增速持续领先于乘用车平均水平。公司的内饰产品单车价值 500-2000 元, 过去三年的市场占有率从 6% 快速提升到 11% 左右。公司的内饰产品应用于吉利和上汽通用的众多车型。受益于此, 未来公司隔音业务营收有望维持 10% 的年增长率。

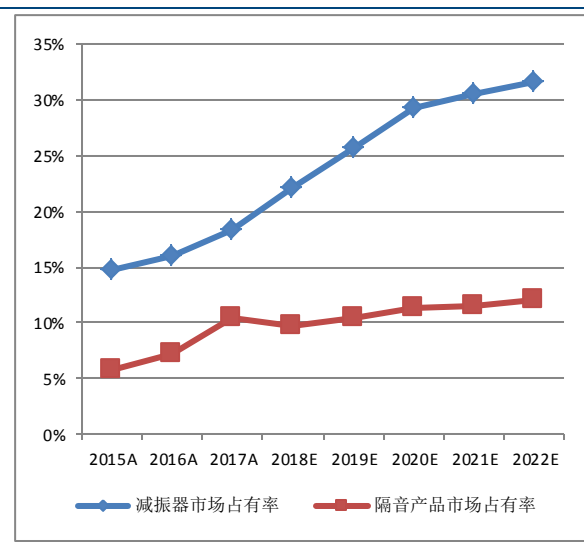
同时我们认为: 新能源的推广并未降低对减震和隔音零部件的技术要求, 公司与主流车企的广泛合作将有助于在新能源时代获取更多的业务, 未来将成长为业内巨头。

图 32: 国内乘用车减震和内饰零部件市场容量

图 33: 拓普集团减震和内饰零部件的市场占有率

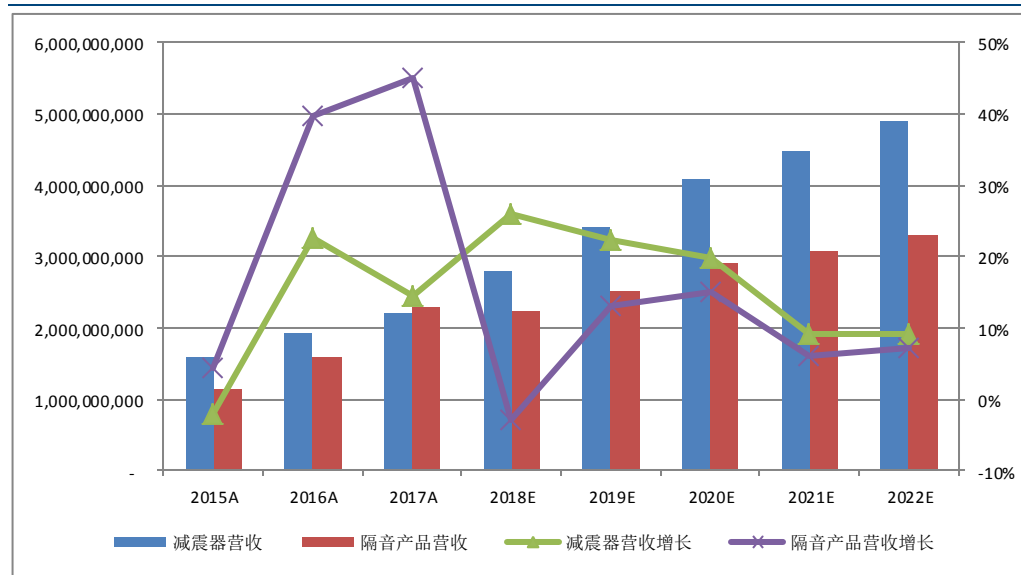


资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所



资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

图 34: 拓普集团减震与内饰业务增长预测



资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

3.1 衬套: 能屈能伸, 1+1>2

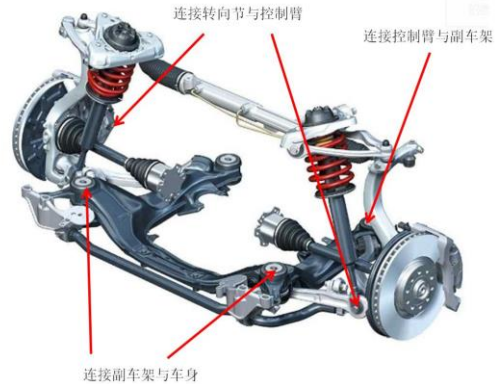
衬套是车身与底盘或车身之间的弹性连接件, 一般装配于各种转向节、控制臂和副车架之间, 能有效的衰减各种冲击载荷和隔离振动, 对整车的操纵稳定性和乘坐舒适性都有较大的贡献。

图 35: 拓普集团衬套产品

图 36: 衬套在车辆上的应用



资料来源: 公司官网; 东兴证券研究所



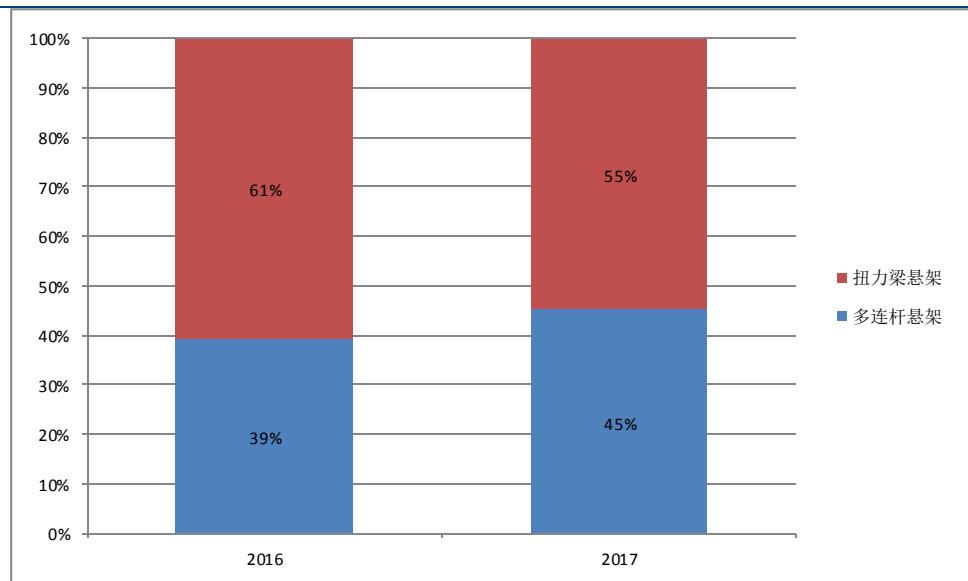
资料来源: 爱卡汽车; 东兴证券研究所

通常每辆车需要安装 10 个左右的衬套, 每个衬套的单价为 8~30 元不等。

3.1.1 受益多连杆替代扭力梁, 衬套市场容量增大

近年对衬套需求较少的扭力梁式悬架的份额持续走低, 这种趋势将有利于公司扩大衬套业务的营收。对于汽车后轮, 多连杆和扭力梁是应用最为广泛的两种悬架。其中扭力梁由于占用空间少, 被广泛用于普通品牌的中小车型。近年由于消费升级等原因, 越来越多的厂商出于操控等性能的考虑, 增大了多连杆悬架的份额。

图 37: 国内乘用车后轴多连杆与扭力梁悬架的份额变化



资料来源: 搜狐汽车; 东兴证券研究所

因此, 可以预计未来衬套的市场容量将逐步提升。多连杆后悬架需要约 10 个衬套, 而扭力梁衬套仅需要 2 个衬套。若到 2020 年, 每年有 500 万辆车用多连杆替代扭力梁, 则每年对衬套的需求增加了 4000 万个。按单价 15 元计算, 市场容量将增加 6

亿元。公司作为国内衬套市场领头羊，有望显著收益。按公司减震产品平均市场份额 30% 计算，仅此一项每年营收可以提升约 2 亿元。

3.1.2 衬套业务可以提升配套灵活性

公司可以通过衬套业务为客户灵活提供多种总成产品组合。底盘多种零部件之间都需要通过衬套相连，以降低来自路面的冲击传导到车厢的比例。因此，公司的铝合金底盘轻量化零部件可以与衬套灵活组合，形成多种总成件。

通过总成件供货带来的是 $1+1>2$ 的效应。拥有多种总成件的供应能力，可以大大提升公司在向整车厂客户争取新业务时的竞争力。例如拓普的转向节和衬套可以组成带衬套转向节总成，整车厂就可以把整个总成件业务都交给拓普。如此操作减少了整车厂需要做的验证以及协调工作，同时可以显著减少拓普开发过程中出现与来自其他供应商的零部件不兼容的情况，甚至开发过程要推倒重来的概率。

图 38：铝合金轻量化零部件与减震零部件的配套情况

转向节	衬套	控制臂	副车架	组合件（总成）	单车用量
 x1	 x3			带衬套转向节总成	4
	 x4	 x4	 x1	副车架总成	2
 x2	 x10	 x4	 x1	前/后桥总成	2

资料来源：公司官网；东兴证券研究所

衬套业务可以提升公司业务的单车价值。由铝合金转向节、衬套、铝合金控制臂和铝合金副车架共同组成的铝合金前/后桥总成，是汽车底盘乃至整个汽车系统中相对较大的总成。一旦开发成功，将成为国内市场首例此类产品，大大增强公司产品线的竞争力。仅考虑铝合金轻量化零部件与减震零部件，单车价格就有望超过 4000 元。同时，前后桥总成的开发可以大幅减少单独向客户供应每个铝合金时需要承担了独立包

装、物流费用, 以及每个零部件在单独开发过程中的研发费用。此类费用在汽车零部件厂商常常高达售价的 5%~10%。

3.2 悬置: 新能源与三缸机增加市场容量, 中低端橡胶产品地位稳固

悬置连接动力总成与底盘, 主要功能包括:

- ◆ 减少传递到发动机的路面振动, 避免发动机损伤;
- ◆ 减少传递到车厢的发动机振动, 提升驾乘舒适性;
- ◆ 限制发动机的移位, 降低受到冲击时发动机的损伤。

当前市场中的悬置主要分为橡胶悬置、液压悬置、半主动和主动悬置, 其中后两类仅在少数高端车型中应用, 拓普集团的产品主要集中于前两类。橡胶悬置的限位功能较好; 液压悬置具有低频高阻尼, 高频低刚度适用范围较广, 然而成本较高。

悬置与动力总成配合使用, 需要根据动力总成的动力与频率特性来开发。乘用车的每个动力总成通常陪 3 个悬置。高端的半主动与主动悬置普及进度不及预期, 且技术被少数跨国零部件巨头所垄断。

图 39: 公司悬置产品



资料来源: 公司官网; 东兴证券研究所

然而, 新能源车的蓬勃发展, 给悬置带来了新的机遇。

3.2.1 混动与双电机车型促使悬置市场容量增大

新能源车驱动电机同样需要悬置的配合来达到避震的目的。混动车型和部分高端纯电动车中有不止一个动力总成, 因此增加了市场对悬置的需求。

混动车型至少包括一个发动机和一个电动机, 因此至少 6 个悬置, 是普通燃油车型的 2 倍。2017 年中国市场混动车型销量为 10.8 万辆, 我们预计未来 3 年混动车型 CAGR=49%, 到 2020 年混动车型有望达到 36 万辆。

部分高端纯电动车, 如特斯拉 Model S, 在前轴和后轴各布置了一个电机来达到四驱的目的, 因此对悬置的需求也是燃油车型的 2 倍。

图 40：双电机电动车——特斯拉 Model S 的悬置位置



资料来源：模态空间微信公众号；东兴证券研究所

3.2.2 公司主打的传统橡胶与液压悬置契合新能源车需求

新能源汽车并非之前如市场中部分研究认为的那样，降低了对悬置零件的要求。事实上，**新能源动力系统独特的动力输出与频率特点，对悬置提出了新的要求。**

纯电动车的悬置以橡胶为主，公司在橡胶悬置领域已有规模优势。纯电动汽车对悬置系统的隔振能力要求低于燃油车，但对悬置系统抗扭限位能力的要求远高于燃油车。基于这种考虑，工艺简单、可靠性好能并且提供大刚度的橡胶悬置更适合电动汽车，液压悬置反而不适用。电机+减速器没有发动机最难控制的怠速工况的隔振，这个一般需要液压悬置来实现隔振，结构复杂、成本高；也没有变速器那样有 5-9 挡的换挡冲击，需要悬置弹性件刚度的有效匹配。所以目前国内外的电汽车，基本上都是采用了橡胶悬置。拓普集团的橡胶悬置经过多年快速发展，已经形成了规模优势。

三缸发动机要求使用液压悬置，公司相关产品已经量产多时。三缸机由于其良好的燃油经济性，已经被广泛采用。三缸机同样能够提供令人满意的动力输出。然而，三缸发动机由于其独特的扭矩、频率特点，NVH 表现较差，需要特别设计的悬置以及平衡轴等机构，才能把振动控制在可以接受的范围内。公司的液压悬置产品非常成熟，已经在一些三缸发动机车型，如上汽通用别克 GL6 上应用。随着节能减排要求的日趋严格，三缸发动机的市场份额将明显上升。公司液压悬置产品的优势将逐渐显露。

表 5：当前市场上主要的三缸发动机车型

车型	排量 (L)	功率 (Kw)	扭矩 (Nm)	发动机结构	工信部油耗 (L/100km)
别克 GL6	1.3	120	230	三缸涡轮	6.6
福特福克斯	1.0	92	170	三缸涡轮	5.6
本田思域	1.0	92	173	三缸涡轮	5
荣威 i6	1.0	92	170	三缸涡轮	4.9
标致 308	1.2	100	230	三缸涡轮	5.2
宝马 1/2 系	1.5	100	220	三缸涡轮	5.9

资料来源：搜狐汽车；东兴证券研究所

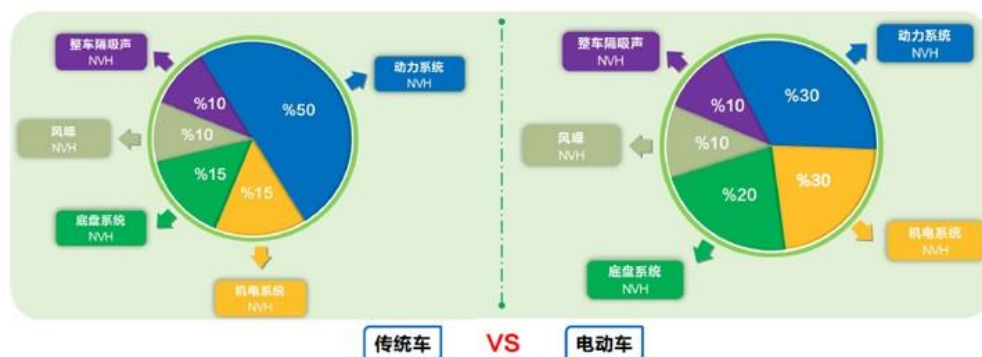
国家油耗标准对整车重量的要求越来越苛刻，因此整车厂都在尽量控制悬置支架的重量。悬置轻量化的一个重要途径就是采用铝合金材质，用铸造等工艺制成。拓普集团近年发力铝合金轻量化零部件，在铸造、锻造铝合金领域已经成为国产零部件领头羊。因此悬置的轻量化可以与底盘轻量化共享部分研发和生产资源，降低公司成本。

3.3 内饰：纯电动车绝非不需要隔绝噪音

公司内饰业务齐全，生产基地在全国布局广泛。公司还与多个全球领先的内饰厂商在国内设立合资企业，给奔驰、宝马和福特等品牌提供中高端隔音隔热零部件。

纯电动车的发展将推动隔音零部件向更专业领域发展。公司作为隔音领域国产厂商的领头羊，同时是特斯拉、上汽、吉利等领先的纯电动车厂商的供应商，有望在纯电动车的普及过程中占得先机。与此前市场中部分研究的认知不同，纯电动车对包括隔音在内的 NVH 零部件的隔音特性提出了新的要求，而不是降低了要求。

图 41：传统车与电动车的 NVH 关注点对比



资料来源：清友（苏州）汽车技术有限公司；东兴证券研究所

纯电动车虽然没有了发动机的噪音，电机的噪声却并不悦耳。发动机噪声是偏中低频的，以装车最普遍的四缸四冲程为例，其噪音为 800Hz 的低频，多数人听了不会觉得特别厌烦。然而电机转速极高，导致基频比发动机高出很多，且阶次噪声更杂，频率为几千甚至上万。噪音频率分布广就意味着不容易进行隔绝，且容易包含非常不悦耳的噪音分量。

除此之外，纯电动车较轻的电动机噪音，导致在燃油车中被掩盖的胎噪问题变得突出，在中高速时尤为明显。如何处理这些在燃油车中不是问题的噪音，将成为未来新能源车 NVH 零部件开发，尤其是拓普相关的隔音零部件开发过程中的重要课题。

表 6：公司内饰零部件的生产布局

生产基地	合资伙伴	主要产品	主要客户
山东烟台	-	隔音隔热垫，地毯，门板、顶棚、脚垫、衣帽架、后备箱饰件	上汽通用
河北廊坊	博格斯（德国）	后备箱装饰系统，主地毯系统，轮罩衬垫系统，后置物板系统	北京奔驰

四川	-	顶棚、地毯、衣帽架、内饰板、轮罩、隔热垫	沃尔沃、吉利、上汽通用
重庆	安通林 (西班牙)	顶棚	长安福特
辽宁沈阳	博格斯 (德国)	后备箱装饰系统, 主地毯系统, 轮罩衬垫系统, 后置物板系统	华晨宝马

资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

受益于吉利等主流车企 2017 年销量保持高增速, 2017 年公司内饰产品线营收大增 44%。公司主要客户均为市场龙头或明星车企, 除长安福特外, 其他车企近年销量增速均显著高于乘用车市场平均水平。

4. 通用吉利大订单将从下半年到 2019 年将逐步放量

公司主要客户中, 吉利汽车、通用全球、上汽乘用车以及上汽通用均为近年销量最为强势的车企。公司产品在以上几家车企多数作为一级供应商来配套, 减少了“中间商”对利润的侵蚀。

公司与吉利建立了全面的合作关系, 几个主要产品线——减震、隔音和铝合金轻量化零部件都是吉利最为主要的供应商。产品谱系广泛, 铝合金轻量化产品在领克和沃尔沃等中高端品牌中居于重要地位, 收购的福多纳的高强度钢底盘则占领了低端车型的大部分份额。我们认为吉利 2020 年前的销量平均增速将不低于 30%, 公司在吉利业务的增速将略高于此, 达到 35%。

表 7: 拓普集团主营业务在主要整车厂的布局情况

整车厂	拓普 减震零部件	拓普 隔音零部件	拓普铝合金轻量化 化零部件	拓普 汽车电子	拓普业务亮点	拓普业务 2018-2020 年增速预测
吉利汽车	已量产	已量产	已量产	已量产	广泛布局, 多元合作	35%
上汽通用	已量产	已量产	开发中	已量产	中高端车型比例升高, 铝合金轻量化零部件 空间巨大	22%
上汽乘用车			开发中	已量产	新能源将逐渐发力, EVP 与 NVH 业务利好	39%
通用全球	已量产	已量产	开发中	已量产	GEM 平台产量爬坡	5%

资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

公司主要客户近年的主要新车型包括:

- ◆ **吉利:** 新能源车开始发力, 博瑞 GE PHEV、SX11P、新一代远景 EV 先后亮相; 首个 MPV 车型 VF11 年内将发布; 领克 02 和后续领克 03 的推出将增厚领克品牌的力量。
- ◆ **上汽通用:** 凯迪拉克将继续推出 XT4、CT5 等来维持其增速最快的豪华车品牌地位; GEM 平台产品陆续推出, 久经沙场的别克凯越重出江湖; 雪佛兰将推出新车型——

— 沃兰多。

- ◆ **上汽乘用车:** 荣威 RX5 强势不减、ERX5 和 Ei5 有新能源与 ADAS 保驾护航, Ei5 还是首款智能新能源旅行轿车。名爵品牌今年也有多个车型推出。
- ◆ **通用全球:** 在与福特的全球竞争中持续占优; GEM 平台多个车型将逐渐上量。

公司在**大平台的业务开始持续发力**。之前赢得的通用全球 E2XX 平台下各车型已经步入量产, 已在贡献稳定的营收。2016 年赢得的通用全球 GEM (全球 A 级车大平台) 已有部分量产, 预计将于 2019 年全面量产。按全球年产 200 万辆, 公司份额 50%, 平均单车价值 500 元计算, 未来 6 年将每年给公司带来 5 亿的营收, 收益巨大。

GEM (Global Emerging Market) 是通用为新兴市场设计的紧凑型车型平台, 主要将应用于雪佛兰和别克品牌, 其中两款车型——别克新凯越与 GL6 已经在中国市场上市, 我们预计未来将在全球陆续上市的预计还将包括:

- ◆ **雪佛兰品牌:** Onix, Prisma, Cobalt, 新紧凑型 SUV, 新赛欧, Cavalier, Lova RV 等
- ◆ **别克品牌:** 凯越, 新紧凑型 SUV 等

图 42: 别克新凯越



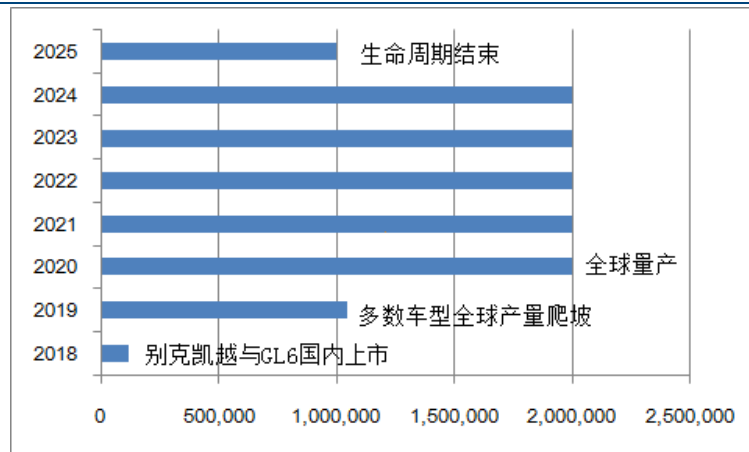
资料来源: 别克官网; 东兴证券研究所

图 43: 别克 GL6



资料来源: 别克官网; 东兴证券研究所

图 44: 通用 GEM 平台生命周期销量预测



资料来源: 公开资料; 东兴证券研究所

通用的减震零部件业务具备品种少、批量大、毛利高的特点,多年来一直是公司的重要利润来源。公司还在完成巴西分厂的建设,未来有望贴近通用巴西基地,进一步降低 GEM 平台产品的成本。

与此同时,公司正在大规模为吉利项目提供配套,且在吉利的地位在加强,未来将继续享受吉利快速增长的红利。吉利 2017 年销量增长高达 63%,带动了公司业务量快速上升。吉利 2018 年 1-6 月销量同比增长 44%,我们估计其在 2018 年全年仍可保持同样的增速,吉利 2019-2020 年销量增速可以达到 30%。考虑到公司的减震、隔音和铝合金轻量化底盘零部件在吉利汽车均已占到显著份额,公司近期布局的湖南湘潭和四川制造基地均靠近吉利工厂,以及公司 2017 年收购的高强度底盘供应商——浙江福多纳可以给吉利业务带来新的流量入口,我们预计公司吉利业务将随吉利同步快速增长。

5. 纯电动、涡轮增压、ADAS——机电业务紧随热点

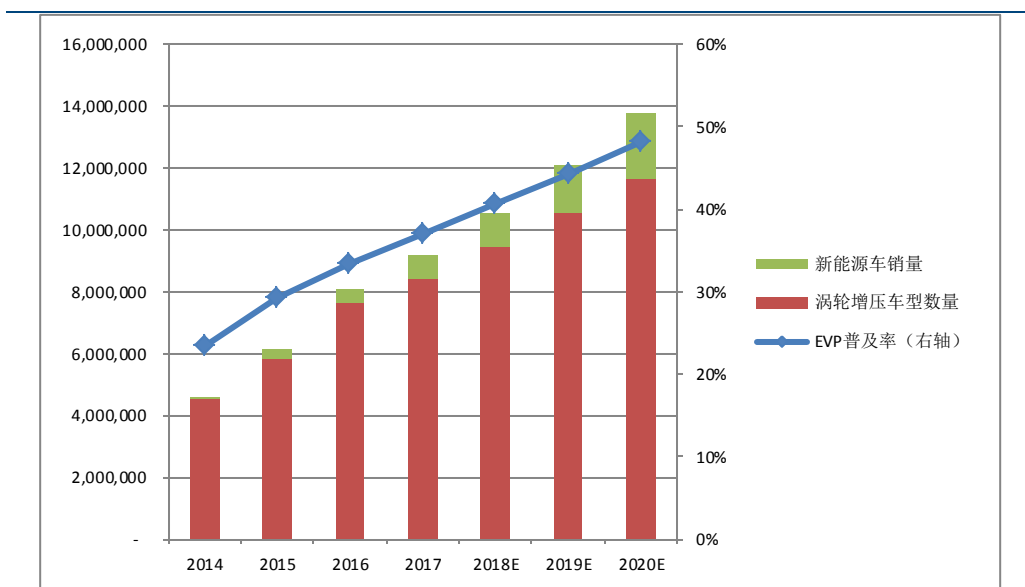
拓普集团的现有产品线中,电子真空泵(EVP)与电子传感器都是与 ADAS 密切相关的机电零部件。公司正在开发的 IBS,是线控制动的核心组成部分,可以解决汽车“腿脚不便”的问题,显著提升汽车制动系统的响应速度、可靠性与线性度,缩短制动距离。

5.1 EVP 业务乘新能源与涡轮增压普及东风

EVP 是新能源车型与涡轮增压车型的必备品,市场容量有望迎来爆发。乘用车制动器需要真空助力。传统燃油车的真空源自于发动机,然而纯电动车没有发动机,混动和涡轮增压车型的发动机所提供的真空度不足。因此 EVP 的主要功能是给真空助力器提供真空,从而降低驾驶员刹车操纵负担,提升整车安全水平。

过去 4 年涡轮增压车型的销量 CAGR 达到了 23%,新能源车型的销量 CAGR 达到了 118%,均远高于乘用车市场整体增速。我们预计未来 3-5 年内这两个市场仍将保持高增速。到 2020 年,国内涡轮增压车型的普及率将从当前的 35%上升到 44%,新能源车年销量突破 200 万台,EVP 的市场需求将接近 1400 万套,普及率接近 50%。即使考虑到零部件年降,EVP 的市场容量也将达到 36 亿元。

图 45: 涡轮增压、新能源车型数量及 EVP 普及率



资料来源: Honeywell (HON) 公司公告; 东兴证券研究所

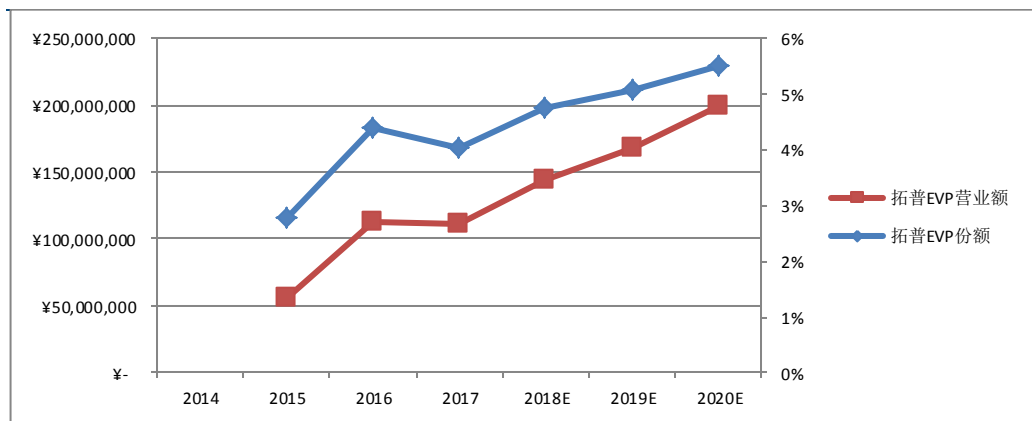
表 8: 涡轮增压、新能源车型对 EVP 市场容量的贡献

	燃油乘用车销量	涡轮增压普及率	涡轮增压器需求量	新能源车销量	EVP 需求量	EVP 单价	EVP 市场容量
2014	19,625,156	23%	4,513,786	74,800	4,588,586	¥ 327	¥ 1,500,166,519
2015	20,777,578	28%	5,817,722	331,100	6,148,822	¥ 327	¥ 2,010,261,308
2016	23,785,239	32%	7,611,276	507,000	8,118,276	¥ 315	¥ 2,557,398,146
2017	23,974,020	35%	8,390,907	770,000	9,160,907	¥ 300	¥ 2,748,533,044
2018E	24,903,221	38%	9,463,224	1,078,000	10,541,224	¥ 287	¥ 3,023,901,154
2019E	25,771,082	41%	10,566,144	1,509,200	12,075,344	¥ 274	¥ 3,311,998,332
2020E	26,531,416	44%	11,673,823	2,112,880	13,786,703	¥ 262	¥ 3,615,472,771

资料来源: Honeywell (HON) 公司公告; 东兴证券研究所

随着新能源的爆发和涡轮增压车型的持续渗透, 我们预计公司 EVP 业务未来 3 年 CAGR 达到 21%。公司的 EVP 产品已于 2016 年量产, 成为首个成功量产 EVP 的国内厂商。截止目前, 尚未有其他国内厂商量产 EVP 的消息。因此, 考虑到本地化的成本和服务优势, 公司很有希望在未来 3 年从市场龙头——海拉与大陆汽车手中夺取更多的市场份额。

图 46: 公司电子真空泵营业额与市场份额趋势



资料来源：公司年报；东兴证券研究所

5.2 IBS 与 EVP 接力形成完善的智能制动助力方案

公司潜心研发的 IBS 是一种智能制动助力系统，能够缩短制动响应时间，提供可调的制动感受，支持远程控制以及高效的制动能量回收，是 ADAS 和自动驾驶必备的重要一环。它采用更加智能、更加“温柔”的机电而不是真空手段驱动液压制动系统，是实现线控制动以及智能驾驶的最关键部件之一。

当驾驶员踩下制动踏板时，机械结构会通过液压把驾驶员脚上的力量传递给车轮。但实际上要想让车停下来需要的力量比人能提供的大得多，因此制动系统必须能够放大人腿部的力量。传统上，这个放大的工作通过真空助力来完成。但是真空的缺点在于简单粗暴，线性度不好；同时真空助力的电子化欠佳，很难达到 ADAS 数字化的要求。

表 9：各种制动助力系统的典型应用场景

应用情景	制动信息输入	制动力放大原理	制动力放大机构	真空源
传统燃油车	驾驶员	液压	真空助力器	发动机
纯电动车/涡轮增压车型	驾驶员	液压	真空助力器	EVP
自动驾驶	系统	电力	IBS	不需要

资料来源：东兴证券研究所

IBS 市场的确定性极高。IBS 不仅可以解决新能源汽车没有合适制动助力真空源的问题，还能使燃油车的制动系统更加匹配自动驾驶的要求。同时，IBS 并没有其竞品（主要是电动卡钳）中存在的消磁及没有备份系统等问题，可靠性很高。

表 10：IBS 主要特性

IBS 特性	功能	效用
由机电系统控制制动管路液压，无需真空助力	缩短响应时间，减小制动距离 或撞击速度	提升安全性
	匹配 ACC 和 AEB	支持 L2/L3 自动驾驶
	可调制性能，制动线性程度 高	根据驾驶者喜好选择不同的 踏板行程、软硬
	支持高效的制动能量回收	节约燃油费用

减少制动系统零部件数量

提升可靠性

资料来源: 东兴证券研究所

当前实现 IBS 量产的仅有博世 (产品为 iBooster), 博世的 IBS 已经在多个整车厂的车型中得到了应用。能够为 ACC (自适应巡航)、AEB (自动紧急制动) 等 L3 智能驾驶必备的功能可靠的制动支持, 同时能够支持后期可调的制动性能, 以及高效率的制动能量回收。博世于 2013 年推出 iBooster, 目前已经在大众、通用、特斯拉等的多款车型上搭载。2017 年博世推出了第二代产品, 在国内配套了本田 CRV, 上汽荣威 E5 以及蔚来 ES8 等产品, 全年销量达到了 170 万套以上, 未来市场广阔。

公司是公开信息中唯一正在研发 IBS 的国产零部件厂商, 有望实现弯道超车。随着 ADAS 和 L2 乃至 L3 自动驾驶的逐步普及, IBS 市场将逐渐放量。公司产品如能及时开发完成, 有望充分获取市场红利。同时, 公司的转向节、衬套以及副车架等产品与制动系统联系紧密, 相关产品的共同推出有望提升公司竞争力和争取订单时的灵活性。

为了研发 IBS, 公司在上海、深圳、宁波三地设立研发中心。这三地也是整车厂研发中心的集中地。上海研发中心主要负责 ECU 模块的研发, 深圳研发中心主要负责电机研发, 依托深圳特殊的科研优势, 公司聘请专业的经验丰富的技术人才, 配置先进软件及硬件, 建立高端电机的研发能力。宁波研发中心主要负责 ESC 模块及 IBS 机械部分及总装的研发, 与上海及深圳研发中心实现协同。

6. 持筹握算, 经营水平稳步提高

公司在汽车产业链内主要作为一级 (系统) 供应商存在。一级供应商上承纷杂的二级零部件、原材料供应商, 下接规模较大的整车厂, 是产业链中对运营、物流能力以及资金管理能力要求最高的一环。

公司能在营收、利润稳步提升的同时, 不断降低净营业周期, 同时把偿债能力维持在高位, 经营性现金流维持在合理区间, 显示了公司超出行业平均水平的经营能力。

6.1 灵活操作有效化解上下游价格压力

我们判断公司产品单价年降幅度相当有限, 不超出常规的 1%-3% 的范围。公司在整车厂年降压力提升的环境下, 营收仍有显著成长, 且账期明显改善。2017 以来, 下游整车厂由于经营压力, 传递给零部件厂商的年降 (汽车零部件厂商每年由于技术与效率提升, 成本下降, 让利给下游的比例) 压力较大。部分零部件供应商甚至被迫降价 10%。拓普集团作为产品线广泛的零部件供应商, 势必也收到了此类压力。

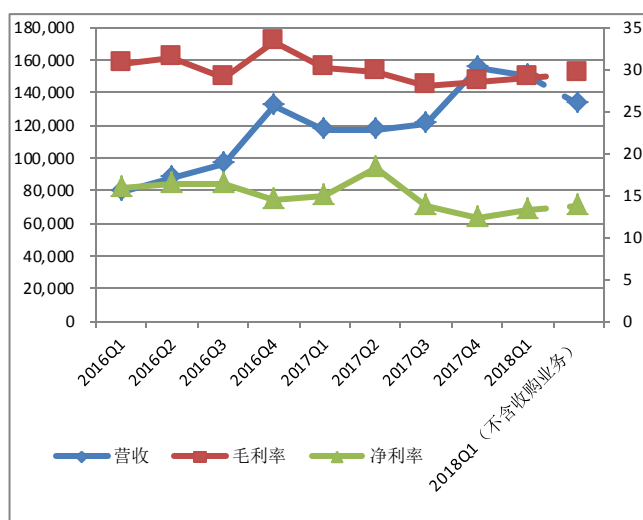
通常零部件供应商应对整车厂较高的年降要求的谈判策略有:

- ◆ 全盘接受年降, 但是要求整车厂给予非常优惠的账期 (例如付款方式从六个月汇票变为现金)
- ◆ 不接受年降或尽量争取较低的年降比例, 但是给整车厂提供较长的账期

从应收账款周转天数看, 2018 年 1 季度的 80 天, 相比 2017 年 4 季度的 87 天有显著下降。因此我们判断, 拓普集团 2017 年基本未接受整车厂年降要求, 或降价幅度较低; 同时提供给整车厂较为优惠的账期。

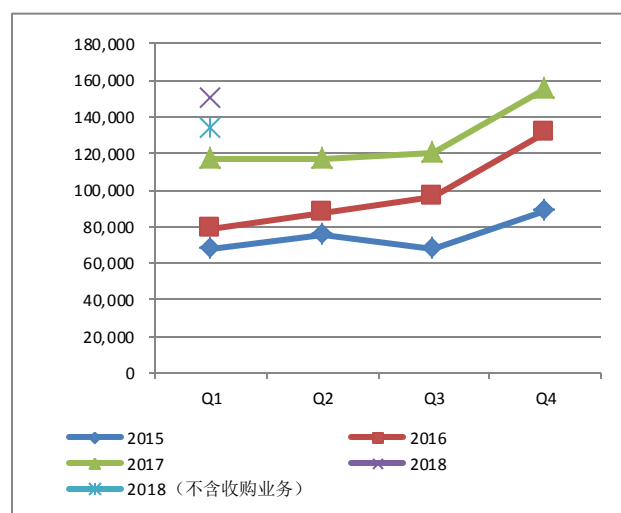
从营收看, 公司 2018 年 1 季度取得了 28% 的同比增长。去除刚刚并表的福多纳高强度钢底盘业务, 同比增长为 14%。考虑到公司主要客户 2018 年 1 季度销量的同比增长率为 7.7%, 公司在保持与客户同步成长的同时, 赢得了更高的份额。同时, 公司 1 季度去除福多纳的毛利率为 29%, 净利率为 14%, 与过往水平相当。因此我们认为公司产品单价的下降幅度非常有限。

图 47: 2016 年以来单季度营收、毛利率与净利率



资料来源: WIND; 东兴证券研究所

图 48: 2016 年以来单季度营收季节性变化



资料来源: WIND; 东兴证券研究所

2016 年以来, 公司的净营业周期呈缩短趋势, 除了客户给予的更好的账期之外, 主要的贡献来自于应付账款周转率的下降, 即供应商提供账期的延长。这与我们对铝合金底盘零部件供应商在行业中地位的分析一致, 即: 下游客户由于轻量化的压力, 不能过度压价; 上游供应商由于产品容易被替代, 议价能力不高。

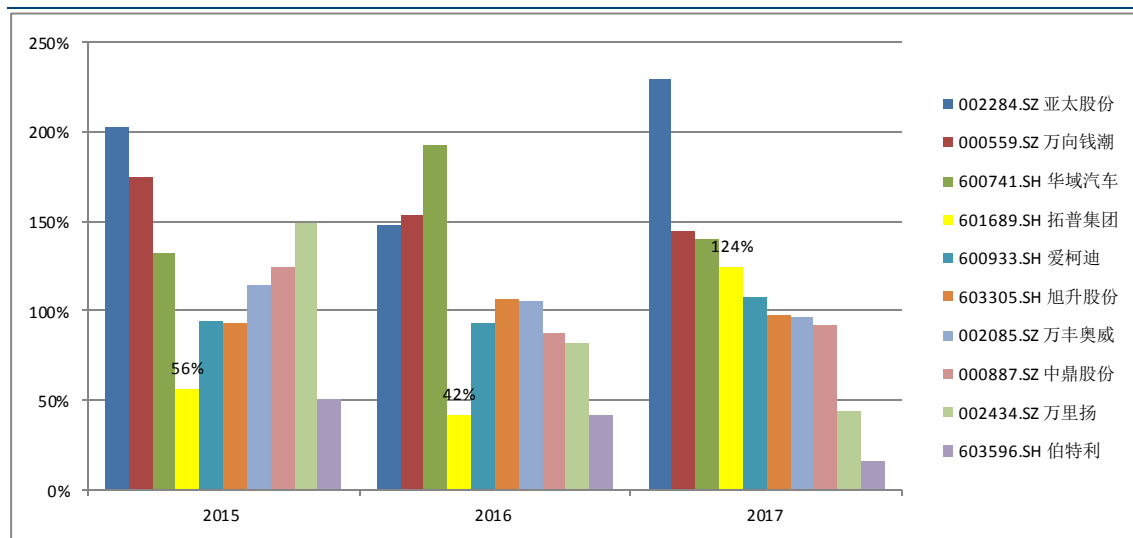
表 11: 拓普集团营运能力变化趋势

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
存货周转天数	116.26	107.27	105.15	103.38	102.62	101.49	98.74	105.73	105.46
应收账款周转天数	76.96	74.57	77.39	83.38	90.48	78.40	76.01	87.08	80.29
应付账款周转天数	123.29	116.05	112.79	121.58	119.57	114.02	105.24	132.14	125.29
净营业周期	69.94	65.80	69.76	65.18	73.53	65.87	69.51	60.68	60.45

资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

由于营业周期的改善, 公司的经营性现金流 (CFO) 在 2017 年有了明显改善。CFO 与经营性净利润的比率从 2016 年的 42% 猛增到 124%, 说明近年公司的利润质量有了提升。公司 2017 年的 CFO 与经营性净利润的比率已经居于行业前列。

图 49: CFO 与经营性净利润的比率

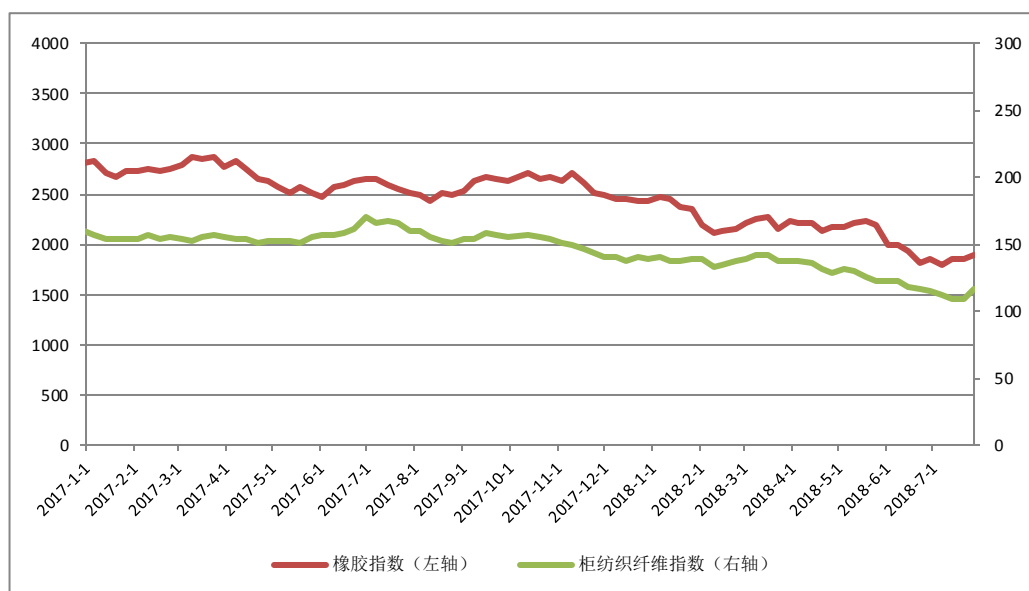


资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

6.2 橡胶与纤维价格下行, 铝价平稳利于控制成本

2017 年以来, 公司主营的 NVH 产品的原材料 (橡胶、纤维) 价格持续下行, 原料成本有望持续控制在低位

图 50: 橡胶与纤维价格变动趋势

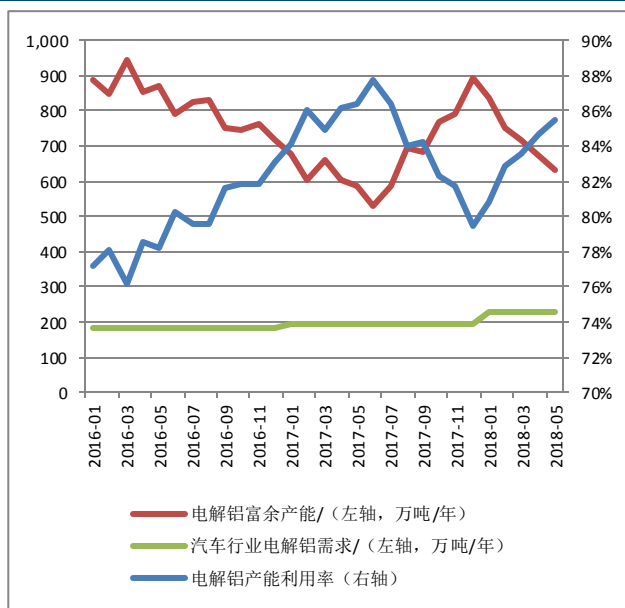


资料来源: WIND; 东兴证券研究所

公司轻量化底盘的主要原材料是铝合金, 近年价格稳定, 波动较钢铁原材料低。因此相对于以钢铁原材料为主的传统底盘零部件供应商, 上游原材料价格波动对公司盈利能力的影响较低。

近年国内用于加工铝合金汽车零部件的原料价格相对平稳。以 A356 铝合金锭价格指数计算, 2013 年以来的年化波动率仅为 13%, 明显低于同期钢铁汽车零部件原材料价格指数 (以生铁指数计算) 年化波动率的 21%。

图 51: 国内电解铝产能利用率及富余



资料来源: 中国有色金属工业协会铝业分会; 中国铸造协会; 东兴证券研究所

图 52: 铝合金与钢铁原材料价格指数对比

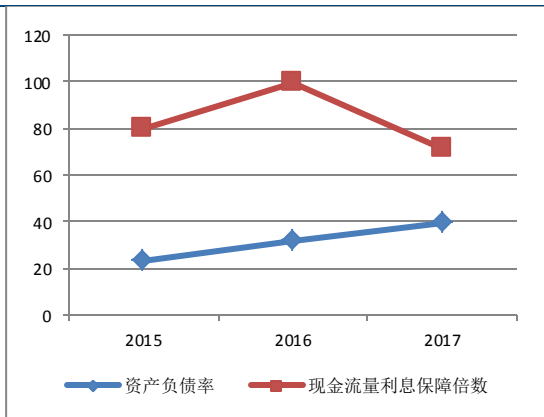


资料来源: WIND; 东兴证券研究所

6.3 投资与债务策略偏向激进但完全可控

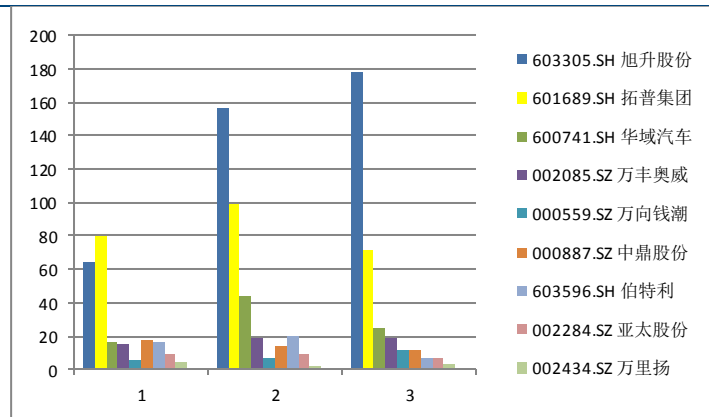
尽管公司近年资产负债率有所升高, 公司的偿债能力始终保持在一个很高的水平。公司 2017 年现金流量利息保障倍数 (CFO/利息) 达到了 71, 为公司进行融资获取更多的投资机会, 进而开发新项目, 扩大市场份额提供了坚实的后盾。相比行业内主要公司及主要竞争对手, 公司的现金流量利息保障倍数近年也一直居于领先地位。

图 53: 公司资产负债率与现金流量利息保障倍数



资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

图 54: 历年现金流量利息保障倍数横向比较

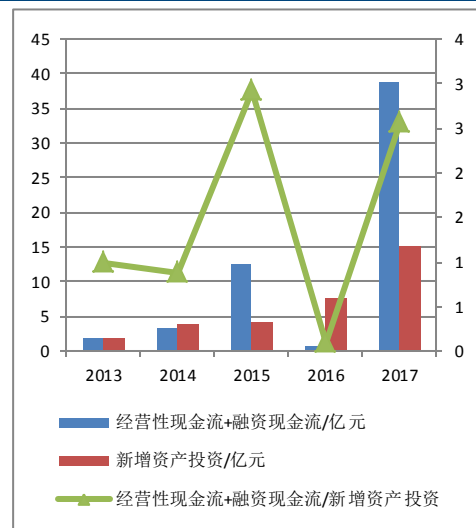


资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

公司近年由于扩产, 新投入的厂房与设备较多。但是来自经营与融资的现金流能够对投资进行较好的覆盖。考察经营与融资现金流金额之和与新增资本投资之比, 可以发现, 该比值在 2017 年为 2.6, 说明公司资金负担新产能的投入不成问题。

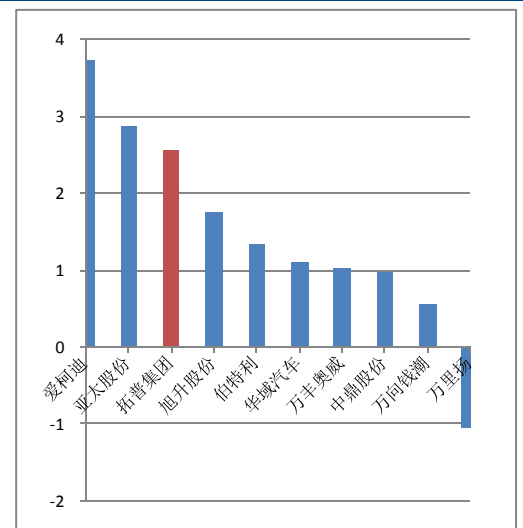
横向比较可以发现, 公司的投资保障倍数在有可比性的汽车零部件公司中居于前列。

图 55: 经营与融资现金流金额之和与新增资本投资之比 (纵向对比)



资料来源: WIND; 东兴证券研究所

图 56: 经营与融资现金流金额之和与新增资本投资之比 (横向对比)



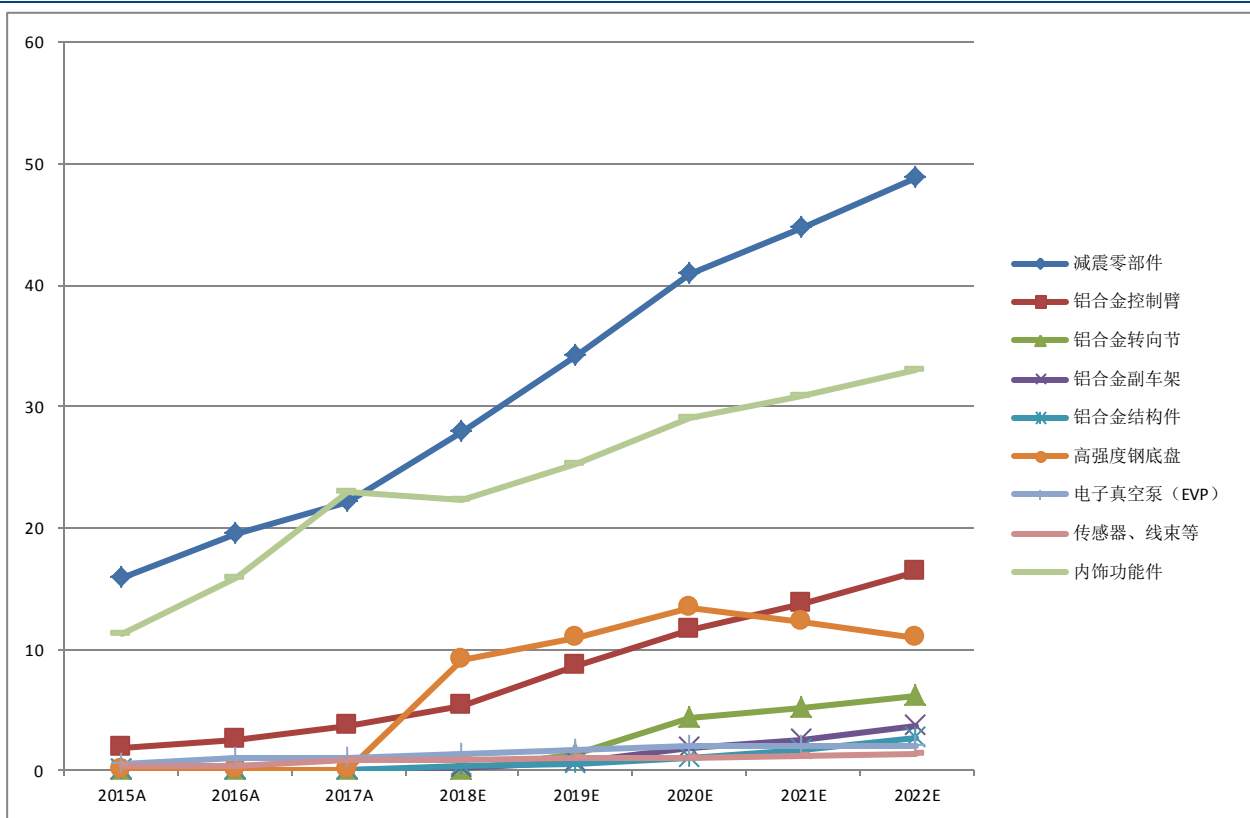
资料来源: WIND; 东兴证券研究所

7. 盈利预测

我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 68 亿元、84 亿元和 105 亿元, 增速分别为 33%、24%和 25%。其中:

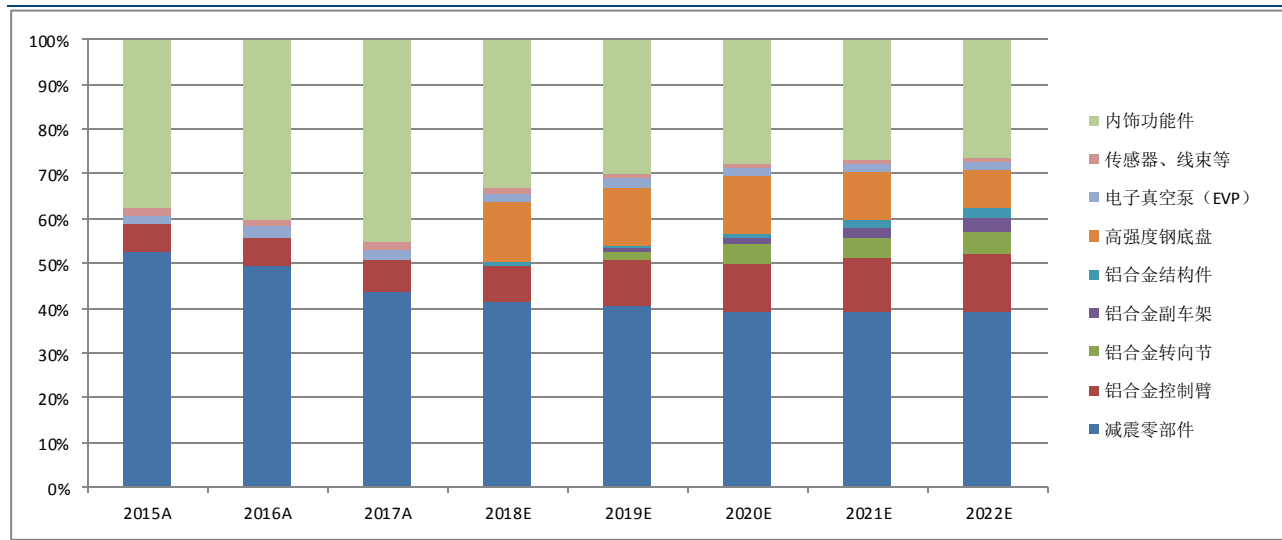
- 铝合金底盘轻量化业务将是增速最快的部分, 营收占比将从 2017 年的 7%上升到 23%, 五年 CAGR 为 52%, 达到 29 亿元。
- 减震零部件将凭借在大平台上的配套, 到 2022 营收达到 49 亿, CAGR 为 17%
- 内饰功能件业务营收到 2022 达到 33 亿, CAGR 为 8%
- EVP 业务到 2022 年达到 2.1 亿, CAGR 为 13%

图 57: 公司各产品线营业额预测



资料来源：公司年报；东兴证券研究所

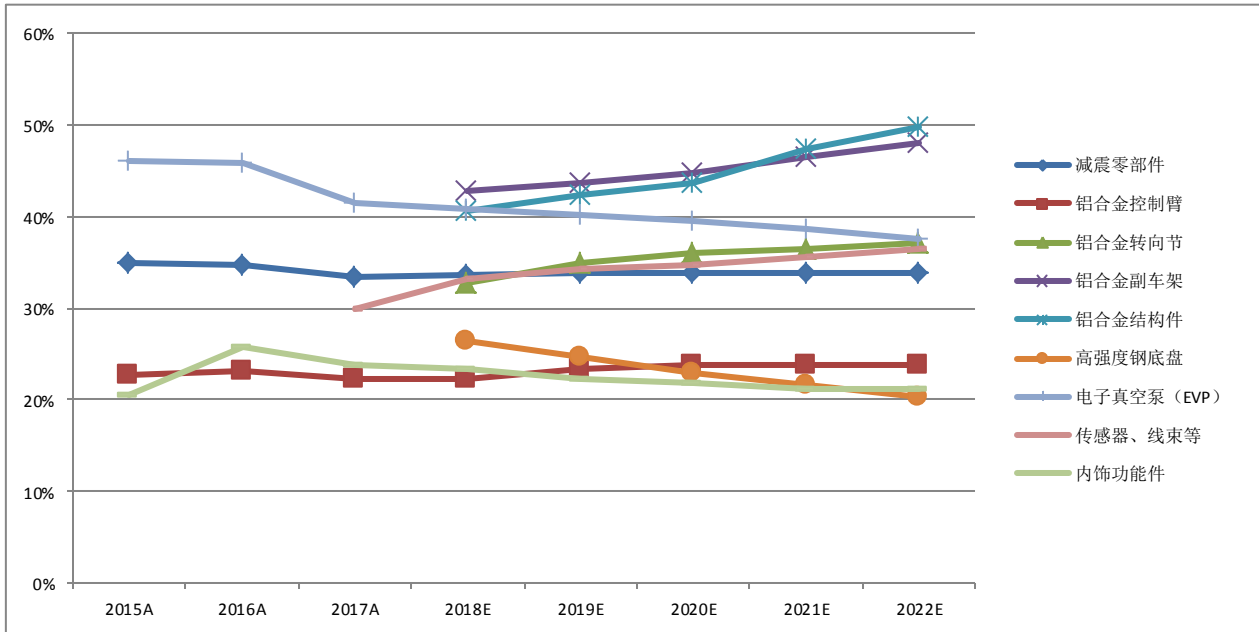
图 58: 公司各产品线营业额份额预测



资料来源：公司年报；东兴证券研究所

公司铝合金转向节、副车架业务的设备投资已经完成, 未来毛利率将随着产量的提升而逐步提高; 其余各产品线的毛利率除了高强度钢、EVP 业务将受替代效应有所下降, 将基本保持稳定。

图 59: 公司各产品线毛利率预测



资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

我们预测公司未来三年净利润复合增长率为 30%。我们预计公司 2018 年-2020 归属于上市公司股东净利润分别为 9.1 亿元、13 亿元和 16.3 亿元。

8. 估值与投资评级

公司当前 PE (TTM) 仅有 18 倍, 接近上市以来的最低值, 且低于上市以来平均水平约 2 个标准差, 未来有望回归到平均水平。

公司当前 PB (MRQ) 为 2 倍, 同样接近上市以来的最低值, 同样低于上市以来的平均水平约 2 个标准差左右。未来回归的概率较大。

公司在行业内估值处于相对偏低的水平。我们选取了与公司业务重合度较高的 11 家 A 股上市公司作为对比。这 8 家公司的平均 PB 为 2.6, 平均 PE(TTM) 为 25.2, 平均 PE(2018 预测) 为 21.1。拓普集团按这 3 个指标的估值均低于平均水平。

表 12：公司与可比上市公司的估值对比

证券代码	证券简称	PB	PE(TTM)	PE(2018 预测)	PE(2019 预测)
601689.SH	拓普集团	2.0	18.2	16.9	11.4
000887.SZ	中鼎股份	2.2	14.5	13.1	11.1
600933.SH	爱柯迪	2.6	20.1	17.7	15.0
002085.SZ	万丰奥威	3.2	21.8	18.8	15.5
002284.SZ	亚太股份	1.5	70.8	37.5	28.8
603596.SH	伯特利	11.7	46.3	44.1	38.5
000559.SZ	万向钱潮	3.5	21.0	14.8	12.6
603305.SH	旭升股份	9.9	48.7	33.7	24.9
603348.SH	文灿股份	6.8	48.9	42.5	35.7
002590.SZ	万安科技	2.2	33.4	27.7	23.3
603035.SH	常熟汽饰	1.6	14.9	13.0	10.8
002540.SZ	亚太科技	1.4	19.9	19.5	18.2
平均（调和平均）		2.6	25.2	21.1	17.8

资料来源：公司年报；WIND；东兴证券研究所

我们预测公司 2018-2020 每股收益分别为 1.24 元 1.78 元和 2.23 元，对应 PE 分别为 15.4、10.7 和 8.6；当前股价有 56% 升值空间。给予公司 6 个月目标价 29.68 元，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

9. 风险提示

主要客户整车销量不及预期；

原材料价格大幅上涨。

表 13: 公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2764	6703	6970	9438	10937	营业收入	3938	5090	6766	8421	10510
货币资金	330	1474	1263	2005	2232	营业成本	2708	3613	4830	5813	7249
应收账款	1146	1317	1576	2070	2515	营业税金及附加	31	42	43	53	66
其他应收款	29	32	42	53	66	营业费用	201	269	338	400	499
预付款项	43	87	123	180	244	管理费用	332	396	507	610	762
存货	883	1239	1390	1833	2186	财务费用	-25	16	59	108	129
其他流动资产	48	1415	1583	1748	1957	资产减值损失	29.16	4.49	12.65	14.34	14.69
非流动资产合计	2182	4032	4999	5667	5803	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	72	80	93	108	127	投资净收益	36.93	43.31	49.02	55.30	62.62
固定资产	1332.52	1949.36	3707.00	4250.37	4271.24	营业利润	698	808	1025	1477	1852
无形资产	381	551	676	788	889	营业外收入	25.03	54.18	33.70	37.64	41.84
其他非流动资产	122	136	136	136	136	营业外支出	8.33	3.04	6.86	6.08	5.33
资产总计	4946	10735	11969	15104	16741	利润总额	715	859	1052	1508	1889
流动负债合计	1521	4127	4761	6830	7259	所得税	99	119	146	209	262
短期借款	200	809	1619	2542	2454	净利润	616	740	906	1299	1627
应付账款	1063	1589	1720	2296	2723	少数股东损益	0	2	3	4	5
预收款项	18	19	24	27	33	归属母公司净利润	616	738	903	1294	1621
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1208	1566	1506	2109	2539
非流动负债合计	29	116	116	116	116	EPS (元)	0.95	1.06	1.24	1.78	2.23
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1550	4243	4877	6945	7375	成长能力					
少数股东权益	25	23	26	31	36	营业收入增长	30.94%	29.27%	32.93%	24.45%	24.81%
实收资本 (或股	649	728	728	728	728	营业利润增长	50.74%	15.74%	26.78%	44.08%	25.43%
资本公积	1455	3737	3737	3737	3737	归属于母公司净利润	22.30%	43.43%	22.30%	43.43%	25.24%
未分配利润	1052	1708	1966	2523	3104	获利能力					
归属母公司股东	3372	6469	7068	8129	9331	毛利率 (%)	31.24%	29.03%	28.61%	30.97%	31.02%
负债和所有者权	4946	10735	11969	15104	16741	净利率 (%)	15.64%	14.55%	13.38%	15.42%	15.48%
现金流量表						总资产净利润 (%)		12.45%	6.87%	7.54%	8.57%
单位: 百万元						ROE (%)	18.26%	11.41%	12.77%	15.92%	17.37%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
经营活动现金流	276	929	695	1315	1513	资产负债率 (%)	31%	40%	41%	46%	44%
净利润	616	740	906	1299	1627	流动比率			1.46	1.38	1.51
折旧摊销	534.30	741.38	0.00	456.63	479.13	速动比率			1.17	1.11	1.21
财务费用	-25	16	59	108	129	营运能力					
应付账款的变化	0	0	-259	-494	-446	总资产周转率	0.87	0.65	0.60	0.62	0.66
预收账款的变化	0	0	5	4	6	应收账款周转率	4	4	5	5	5
投资活动现金流	-163	-2919	-1342	-1155	-650	应付账款周转率	4.31	3.84	4.09	4.19	4.19
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	-13	-15	-18	每股收益 (最新摊薄)	0.95	1.06	1.24	1.78	2.23
投资收益	37	43	49	55	63	每股净现金流 (最新	-0.14	1.31	-0.29	1.02	0.31
筹资活动现金流	-203	2944	436	581	-636	每股净资产 (最新摊	5.19	8.89	9.71	11.17	12.82
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	20.09	18.01	15.39	10.73	8.57
普通股增加	0	78	0	0	0	P/B	3.68	2.15	1.97	1.71	1.49
资本公积增加	0	2282	0	0	0	EV/EBITDA	10.15	8.44	9.46	6.84	5.56
现金净增加额	-90	954	-211	742	227						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。